

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 15 日)

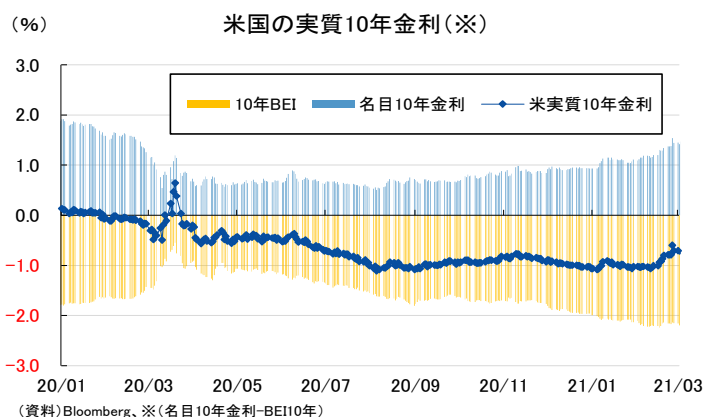
期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～

米国では株、金利、為替のトリプル高が進んでいる。様々な材料はあろうが、11 日にバイデン米大統領が国民向けに行った演説を追い風と指摘する向きもある。バイデン大統領は 7 月 4 日の独立記念日には「家族や友人と祝える可能性はある」と正常化の道筋に具体的な日付を提示した。今後様々なトラブルもあろうが、昨今の状況を踏まえれば「希望を持たせる」のは政治家の大きな責務の 1 つでもある。米国のインフレ期待は BEI のような市場ベースの計数のみならず、調査ベースのそれも浮揚している。曖昧な空気のまま行動規制をちらつかせるのではなく、今が厳しくても期待や希望の抱けるロードマップが提示されているからこそ、インフレ期待は上向いているのではないか。もちろん、高まる「期待」が堅調な消費・投資という「現実」に繋がってくるかどうかはまだ見通せない。だが、米国に限っては貯蓄を「マグマ」と見立てるような風潮も非現実的とは言えないように思える。一方、日本のコロナ対策は不透明感にまみれている。感染者が軽微であるにもかかわらず G7 の中で最低の成長率という背景をよく考える必要がある。

～希望を持たせるバイデン大統領～

先週 12 日の金融市場では 11 日に成立した米追加経済対策に伴う現金給付が週末にも始まると伝わったことや、同日発表された良好な米経済指標が好感され、米 10 年金利が再び勢いを強め、ドルも買い戻されており、ドル/円相場は再び 109 円台を回復している。様々な材料はあるだろうが、11 日にバイデン米大統領が国民向けに行った演説を追い風と指摘する向きもある。バイデン大統領は「5 月 1 日までに成人の希望者全員にワクチンを接種できる体制を整える」と表明、7 月 4 日の独立記念日には「家族や友人と祝える可能性はある」と正常化の道筋について具体的な日付を提示した。もちろん、行動制限の解除と共に予想だにしなかった障害が浮上してくる可能性はあるし、変異種拡大の可能性も鑑みれば、7 月 4 日の正常化は野心的なのかもしれない。だが、昨今の状況を踏まえれば「希望を持たせる」のは政治家の大きな責務の 1 つでもあるだろう。

先行きへの期待感が高まる中で米 10 年金利は 1.60% を突破しているものの、株価が大崩れするような状況にはなっていない。この理由は 1 つではないだろうが、インフレ期待も相応に伸びているという事実は目につく。名目金利の上昇ペースが早いのであまり注目されていないが、年初には 2.0% 付近で推移していた 10 年物ブレイクイーブンインフレ率(10 年物 BEI)は 2 月中は約 2.2%、3 月に入ってから約

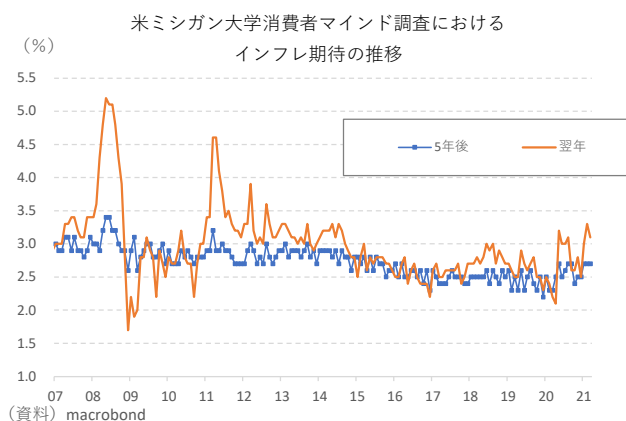


2.3%と水準を少しずつ切り上げている。これにより実質金利の上昇ペースが抑制され、株価への負荷が軽減されているという解釈はできなくはない。

～調査ベースのインフレ期待も浮上～

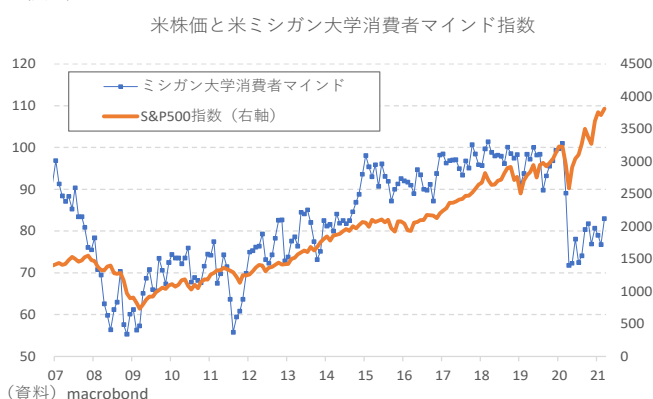
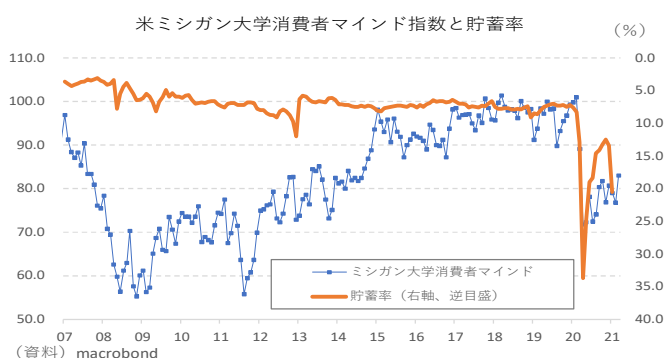
なお、インフレ期待の浮揚はBEIのような市場ベースの計数に限らず、調査ベースの計数にも見られつつある。12日に発表された米3月ミシガン大学消費者マインド調査に目をやると、5年後のインフレ期待が2.5%程度で安定する一方、翌年のインフレ期待ははっきりと上振れ、3.0%を突破している(図)。もっともリーマンショックや欧州債務危機を跨いだ2008～11年も翌年のインフレ期待は跳ねていたので、「悲観の極み」からの脱却を見越す

局面では調査ベースのインフレ期待は先走りやすいという話なのかもしれない。いずれにせよ、現状に関して言えば、米国の経済・金融情勢にまつわる先行き期待感が強まっているのは間違いなく、これが株高・金利高・ドル高という市場反応に現れていると言える。その中で冒頭の大統領演説は象徴的なものに過ぎないが、その言動の裏側には円滑なワクチン供給並びに接種を巡る準備があり、それが今のところは金融市場ひいては国民の信頼を得るに至っているということなのだろう。曖昧な空気のまま、恐怖扇動と共に行動規制をちらつかせるのではなく、今が厳しくても期待や希望の抱けるロードマップが提示されているからこそ、インフレ期待が上向きがなっているのではないか。



～「期待」は「マグマ」に変わるのか？～

もちろん、高まる「期待」が堅調な消費・投資という「現実」に繋がってくるかどうかはまだ見通せない部分もある。その筆頭が雇用・賃金環境だ。米家計部門の貯蓄率(貯蓄÷可処分所得)はコロナショック以前、2019年までの10年間で7.3%だったが、直近1月分は20.5%、2020年平均では16.4%と歴史的な高水準で高止まりしている。もちろん、給付金や手厚い失業手当などが寄与しており、消費者心理の委縮以上に貯蓄が上乘せられて見えている可能性はある。過去の本欄でも議論したように、こうした貯蓄が将来への「マグマ」なのか、それとも長期低迷をもたらす「重荷」なのかは現時点で確たることを言うべきではない。ただ、米国のイ



インフレ期待の動向を見る限り、日本やユーロ圏が陥ったような慢性的な民間部門の貯蓄過剰状態、その結果としての低金利・低物価といういわゆる日本化現象を回避できる方向に歩んでいるように見える。端的に言えば、「マグマ」説の方に賭けてみたくなる気持ちは分かる。株価に比べて精彩を欠いていた消費者マインドの動きはここにきてようやく上を向き始めたようにも見受けられ（前頁図・下）、先進国の中でもとりわけ資産効果が強いという特性が今後顕現化してくることを期待したい。

～消費・投資意欲が嫌うのは不透明感～

日本でも 21 日に一都三県に対して発出されている緊急事態宣言の解除が予定されているとの報道が見られているが、米国とは対照的に民間部門の貯蓄が「マグマ」として爆発するような雰囲気は感じない。多くの経済主体は為政者に対し「この先も何をされるか分からない」という強い不透明感を抱えているのではないか。実際のところ、解除を見送って再延長を決断した 7 日時点よりも感染者数は増勢傾向にあるが、今回は解除されとの思惑が浮上している。こうした分かりにくい状況になっているのは、ひとえに新型コロナウイルスに対する立ち回りが「政争の具」と化しているからであろう。欧米対比で感染者数が圧倒的に軽微だった日本の成長率は 2021 年はイタリアに次いで 2 番目に低く、2022 年は最低である（図）。

消費や投資の意思決定をする際、最も大きな障害になるのは不透明感だ。ワクチンの調達や接種回数、結果としての感染者数の増減が目安に置かれれば、まだ読みやすい。バイデン大統領が期待や希望を語れるのはワクチンの調達と接種が順当に進んでいるからこそである。その点が上手くいっていない日本で大仰なことを言えないのは理解できる。しかし、だからといって理解が難しい基準を示すのは控えるべきである。3 月 7 日に合わせて東京都は突然 1 週間平均で「新規感染者数が 1 日 140 名」という基準を示した。分母（検査数）との関連も示されず出てきた「1 日 140 名」では難易度が高いのか低いのか良く分からない。その前にも東京都は 1 週間平均で見て「新規感染者数を前週比 7 割」を宣言解除の基準だと述べていた。新規感染者数という絶対値が収束しつつある過程で同率の減少し続けるはずがない。これについて言えば、土台無理な目標設定をしていたと言える。「それっぽい基準」を掲げるくらいならば、世論調査が望むので宣言を発出したという方がまだ分かりやすいように思う。本来、医療キャパシティを緩和するための緊急事態という話だったと記憶するが、その点については一切数字目標が示されないのだから分かりにくさは残る。

また、3 月 7 日から 2 週間の宣言延長が決定される際には一都三県の知事と政府の間で誰がどのタイミングで宣言延長の要請をするかという点でひと悶着あったことが報じられた。具体的な手段や数字をもって期待や希望を示すよりも、政治が優先されやすいという日本の状況が浮き彫りにな

21～22年にかけてのG7の成長率軌道（前年比%）

	2021年	2022年
米国	5.1	2.5
ユーロ圏	4.2	3.6
ドイツ	3.5	3.1
フランス	5.5	4.1
イタリア	3.0	3.6
日本	3.1	2.4
カナダ	3.6	4.1
英国	4.5	5.0

（資料）IMF、「World Economic Outlook」（21年1月改定版）

100人あたりの接種回数

国	回数
英国	37.15
米国	30.55
EU	10.92
フランス	10.81
イタリア	10.67
ドイツ	10.58
カナダ	7.50
日本	0.18

（資料）Our World in Data、ワクチン接種回数は月12日時点。

った一コマだったように思う。今後も「世論が緊急事態を望めばそうする」という運営が続いてしまうのだろうか。過去 1 年、メディアや地方自治体の首長が不安を強調した甲斐もあってか、人心も規制を望んでいるかのような機運が強い。毎日新聞と社会調査研究センターの実施した世論調査では一都三県の緊急事態宣言について「3 月 21 日以降も延長すべき」との回答が 57%に上っており、回答者を一都三県に絞っても 52%に及ぶという。既に過去 12 か月のうち 3 分の 1 が緊急事態宣言期間なので、もう慣れてしまったのかもしれない。

肝心要のワクチン調達と接種の進捗が G7 でも圧倒的に劣後している状況が日本の成長率を下押しするという状況は当然変わりそうにないが(前頁表)、それに加えて根拠薄弱な行動規制が慢性的に繰り返されることで民間部門の経済活動がリスク回避的なものとして定着してきそうという事実も成長率の下押し要因として看過できないものがあるように思える。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫減減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕様～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場忌感はどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版