

みずほマーケット・トピック(2021 年 7 月 12 日)

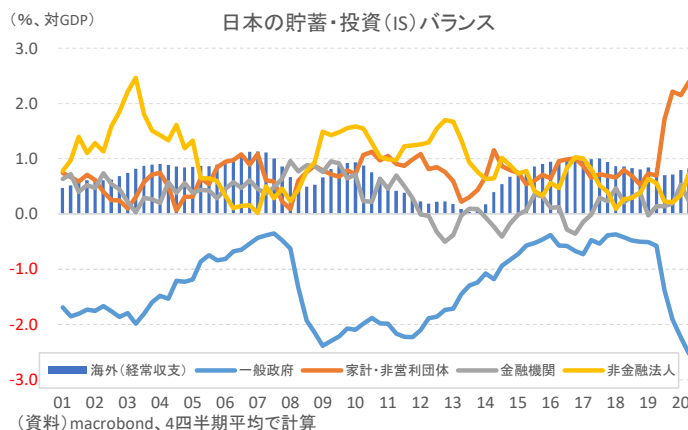
猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～

政府は東京都に通算 4 度目となる緊急事態宣言を発令、7 月 12 日より適用した。2021 年の日本経済は常に足枷を付けた歩みを強いられている。筆者は年初の緊急事態宣言発令時に貯蓄・投資(IS)バランスを用いて「ワニの口」のように開いた「民間部門の超・貯蓄過剰と政府部門の超・貯蓄不足」という構図が常態化し、「貯蓄が正義」という観念が強まる中、賃金はおろか金利も物価も半永久的に上がらない経済がいよいよ固定化すると議論した。残念ながら「ワニの口」はさらに開いている。感染状況に対し、為政者が時に重く扱い、時に軽く扱うという根拠不明の手綱さばきが繰り返される結果、家計や企業のような経済主体は何を基準に消費・投資計画を構築すべきか分からなくなっている可能性。IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」は膨れ上がった猜疑心の結果と言わざるを得ない。パンデミックが終息しても、民間部門が抱く為政者への猜疑心は残り、消費・投資意欲は回復せずに景気浮揚もままならないという懸念も。

～むしろ悪化した「ワニの口」～

政府は東京都に通算 4 度目となる緊急事態宣言を発令、12 日より適用した。期間は 8 月 22 日までの 42 日間となる。4 月 25 日から 6 月 20 日までの約 2 か月間を経て、3 週間ぶりの緊急事態宣言である。なお、1 月 8 日から 3 月 7 日も緊急事態宣言期間だった。そうではない期間もまん延防止等重点措置期間が敷かれていた。要するに 2021 年の日本経済は常に足枷を付けた歩みを強いられている。片や、海外に目をやると英国ではサッカー欧州選手権(EURO2020)の決勝が 11 日に 6 万人以上を収容したスタジアムで開催され、ウィンブルドン選手権も多数の観客を入れて実施されている。しかも映像を見る限り殆どマスクはしていない。米国のメジャーリーグの試合でも似たような光景である。ワクチン接種率に差があるとはいえ、感染者数やそれに伴う重症者・死者数が桁違いに多い欧米との格差に愕然とするばかりである。ここまできると「格差が大きい」というよりも「次元が違う」もしくは「住む世界が違う」という形容の方が適切かもしれない。

筆者は年初の緊急事態宣言発令時に『緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義』(本欄 2021 年 1 月 7 日号)と題し、貯蓄・投資(IS)バランスを用いて「ワニの口」のように開いた「民間部門の超・貯蓄過剰と政府部門の超・貯蓄不足」という構図が常態化し、「貯蓄が正義」という観念が強まる中、賃金はおろか金利も物価も半永久的に上がらない経済がいよいよ固定化すると議論した。図は今年 1～3 月期までの日



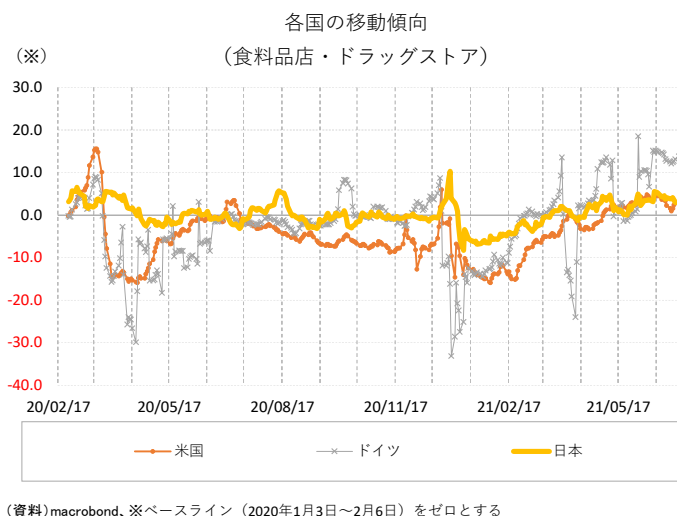
本の IS バランスだが、「ワニの口」は家計部門の貯蓄過剰を主因としてさらに開いてしまった。

まさか年初から半年が経過して、状況が悪化するとは思ってもいなかったが、国内に目をやれば相応の施策が打たれているのは確かである。7 月 12 日から 8 月 22 日まで、最初から 42 日間という期間を当て込む緊急事態宣言は 4 度目にして最長であり、相変わらず一部業種(とりわけ飲食業)に感染源を帰責させようとする根拠不明の対策が展開されている。同時期に重なった東京五輪は基本的に無観客開催が決定しているが、サッカーや野球などのプロスポーツは有観客で開催されていることを思えば、理解の難しい決定である。また、即時撤回こそされたものの、一部閣僚から金融機関をも巻き込んだ飲食店締め上げも示唆され、その波紋はまだ収まっていないようにも見える。なお、酒類卸売業者に対し取引停止を促すという通達が国税庁酒税課より下されており、それに同業界が反発するという構図も報じられている。どうみても半年前と比較して社会全体に猜疑心が蔓延しており、端的に言えば雰囲気は悪くなっている。切り札だったワクチン接種はハイペースで進んでいたが、「実は在庫がない」という事実が露呈し、ここでも失望感が生じている。

～猜疑心が「民間部門の貯蓄過剰」を招いている～

かかる状況下、家計・企業といった民間部門の消費・投資意欲は再び落ち込むことはあっても盛り上がることはないだろう。いくら感染防止に協力しても、その対価が「感染者(厳密には検査陽性者)が増えたので店を閉める。イベントもやるな」という状況が繰り返されており、「今後も何があるか分からない」という猜疑心を政策当局に抱く向きは多い。かかる状況下、消費や投資が盛り上がる理由はない。IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」は膨れ上がった猜疑心の結果とも言える。例えば、4 月末の緊急事態宣言は「短期集中」と銘打たれたが平然と約 2 か月も続いた。どうせ今回も 8 月 22 日で終わるはずがないという目で見られる。そうであれば消費・投資を控えて貯蓄を積み上げるといった防衛的な行動に出るのが合理的である。英国の例を見ても分かるように、ワクチン接種は重症者・死亡者を減らす感染者はどうしても増える。人口 1400 万人を擁する首都東京の医療体制が 60 人程度の重症者で崩壊すると騒がれる現状を打開しなければ、日本だけ半永久的に経済活動の抑制を続けざるを得なくなる。医療資源の最適配分という話はどうなったのだろうか。

しかし、欧米と比べて感染状況が軽微だった日本では緩い行動規制が慢性的に継続してきた。これは「COVID-19 Community Mobility Reports」を見ると良く分かる。パンデミック以前よりも著しく行動制限されていた時期に関し、その期間や深度のいずれをとっても欧米ほどではなく、日本では総じて「日常が続いてきた」ように見える(図)。にもかかわらず、冒頭見たように、マクロ経済全体で見れば、「民間部門の貯蓄過剰」が積み上がり、政府部門が必死でそれを穴埋めし、結果として「ワニの口」が拡大している。軽微な行動規制は経済活動に配慮した政策でもあったはずだが、



完全にアテが外れた格好である。これに関して「軽微な行動規制が感染終息を妨げ規制が却って長引いた」という批判をよく見かけるが、筆者は腑に落ちない。欧米は日常を取り戻した今ですら緊急事態下の日本より感染状況が桁違いに悪い。例えば人口 10 万人当たりの感染者数(7 月 10 日時点)は米国が 1 万 225 人、英国が 7524 人であるのに対し、日本は 648 人である。軽微な行動規制で日本の感染状況だけが世界的に悲惨というならば「民間部門の貯蓄過剰」が積み上がるのも分かるが、そうではない。

結局、「感染終息が長引いた」というよりも、「感染終息が長引いた」かのように振る舞う行動規制の在り方が問題なのではないか。施策の結果として実現される感染状況に対し、為政者が時に重く扱い、時に軽く扱うという根拠不明の手綱さばきが繰り返されている。例えば「学校の運動会は駄目だが、五輪は可能」、「満員電車は OK だが、飲食店の席は間引け」といった状況を合理的に説明できる者はいないだろう。そうなると家計や企業のような経済主体は何を基準に消費・投資計画を構築すべきか分からなくなる。「COVID-19 Community Mobility Reports」が示す移動傾向はそれほどコロナ以前と変わっていないのに、IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」が拡大の一途にあるのは猜疑心が濃くなる中、「貯蓄が正義」という基本認識が強まっていることの証左である。

～パンデミック終息後にも影響は残るか～

世界的に見れば、ワクチン接種率を高め、重症者・死亡者の水準を抑制し(感染者数は抑制が難しい)、行動制限を解除するというアプローチが現状における唯一無二の出口戦略と見受けられる。緊急事態宣言を乱発し、その都度、細かな行動規制をかければ民間部門の猜疑心は増し、貯蓄に依存する日本経済の体質は一段と明確になるだろう。少なくとも過去 1 年はそうだった。問題は、パンデミックが完全終息しても、民間部門が抱く為政者への猜疑心が抱かれたままになり、消費・投資意欲はさして回復せずに景気浮揚もままならないという状況が出現することである。日本経済は元々「民間部門の貯蓄過剰」が常態化している国だけに、その度合いが一段と強まることは相当に懸念されるだろう。

市場営業部兼金融市場部
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7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われぬ円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変動～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間価値」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
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～「拳国一致」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ブレッドの現状～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～貿易均衡面という新常态～
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～