

みずほマーケット・トピック(2021年7月28日)

1 人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢

IMFは世界経済見通し改訂を発表した。「ワクチン接種率が高い→行動制限が緩くなる→消費・投資が活発化する→成長率が高くなる」というシンプルな事実関係に今の世界経済が支配されていることを再確認した格好。2021年の成長率をG7で比較すると、接種率の低い日本だけが下方修正されており、しかも、その幅は▲0.5%ポイントと大きい。年の半分を緊急事態にして消費・投資意欲を抑え込んだ副作用がはっきり数字に表れている。なお、日本は世界的に見ても米国、ドイツに並んで財政支援規模が大きな国だが、他国と比べて累積貯蓄が大きい。これは支援が経済活動に結びついておらず、縮小均衡に向かっている状況を示唆する。感染者数に執心する防疫政策が継続する限り、このまま貯蓄過剰を抱え成長率が沈み込んでいく展開は不可避か。金融市場では株式・為替市場で日本の1人負けが鮮明。これらの市場と違って金利(債券)市場が落ち着いているのは、政策効果もあって、ここだけは市場の思惑が十分作用していないというだけの話だろう。日本経済の劣後は徐々に隠し切れないものになりつつある。

～チャイナショック 2.0 には至らず～

金融市場では中国からの資本流出がテーマ視されている。習政権が国民の支持を得ることを念頭に大企業への統制を強める動きは当初のハイテク分野から教育分野にまで拡がりを見せており、リスク資産からの資本逃避を招いている。中国株からの資金流出は人民元相場の動向にも影響しており、ドル/人民元相場も急落している。元より過去1年で急騰してきたこともあり、下落自体は必然だが、市場では2015年8月のチャイナショック再来を懸念する向きもある。足許の米金利低下は中国から米国への資金シフトの結果という解釈にも相応の説得力を感じる。こうしたリスク回避ムードが強まる中、ドル/円相場は定石通りに円高が進んでいるが、その動きは限定されている。チャイナショックは金融市場の圧力に抗しきれない結果だったが、今回は当局が意図して引き起こしたものであり、一種の「調整」とも言える。ゆえにチャイナショック 2.0 には至らないと考えておきたい。

～貯蓄を抱えて沈む日本経済～

ところで昨日はIMFから4月に公表された世界経済見通し(WEO)の改訂が発表されている。『断層拡がる世界経済の回復(Fault Lines Widen in the Global Recovery)』というサブタイトルは世界経済の現状と展望をよく表している。4月見通しではワクチン戦略の可否が成長率の多寡にリンクしており、それが世界経済の格

21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

	2021年		2022年		ワクチン接種率(※)
	4月時点	7月時点	4月時点	7月時点	
米国	6.4	7.0	3.5	4.9	60.45
ユーロ圏	4.4	4.6	3.8	4.3	51.13
ドイツ	3.6	3.6	3.4	4.1	56.35
フランス	5.8	5.8	4.2	4.2	57.53
イタリア	4.2	4.9	3.6	4.2	61.86
日本	3.3	2.8	2.5	3.0	36.58
カナダ	5.0	6.3	4.7	4.5	70.90
英国	5.3	7.0	5.1	4.8	68.59

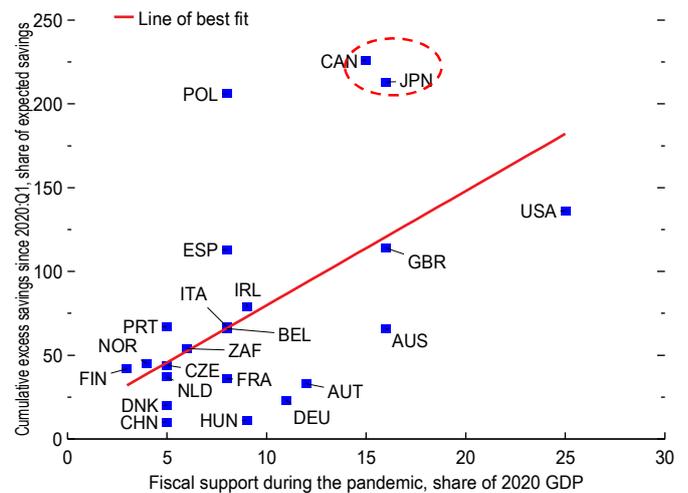
(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年7月)

※1回でもワクチンを打った人の人口比率(7月25日時点)

差拡大に繋がることに警鐘が鳴らされていた。7月改訂でも趣旨は概ね同じである。「ワクチン接種率が高い→行動制限が緩くなる→消費・投資が活発化する→成長率が高くなる」というシンプルな事実関係に今の世界経済は支配されており、それは当面変わらないということを再確認したに過ぎない。2021年の成長率見通しをG7について比較すると、接種率が突出して低い日本だけが下方修正されている(前頁表)。しかも、下方修正幅は▲0.5%ポイントとかなり大きい。年の半分を緊急事態として消費・投資意欲を抑え込んだ副作用がはっきり数字に表れている。いや、宣言の効果として感染者数は減っていないので、副作用という言葉も適切ではないのかもしれない。経済的犠牲に意味があったのかは検証を要するだろう。

ちなみに他国と比べた明確な差異は貯蓄状況にも表れる。右図は横軸に各国の財政支援規模、縦軸に2020年1～3月期以降の累積貯蓄規模(過去の傾向から予見される期待貯蓄に対する比率)を示したものである。日本は世界的に見ても米国、ドイツに並んで財政支援規模が大きな国だが、それらの国々と比べて累積貯蓄が大きい。これは支援が経済活動に結びついておらず、経済が縮小均衡に向かっている状況を示唆する。ワクチン接種は新規感染者数ではなく死者・重症者数を抑制する効果を持ち、英国や米国ではその点を十分に理解した上での行動規制解除が検討された。だからこそ、貯蓄規模も押し下げられ、実体経済の回復に繋がっているのだと推測される。だが、日本がその路線を取ることはどうやらないらしい。とすれば、このまま貯蓄過剰を抱え成長率が沈み込んでいく展開が予見され、IMFの下方修正もそうした点を織り込んでいると思われる。

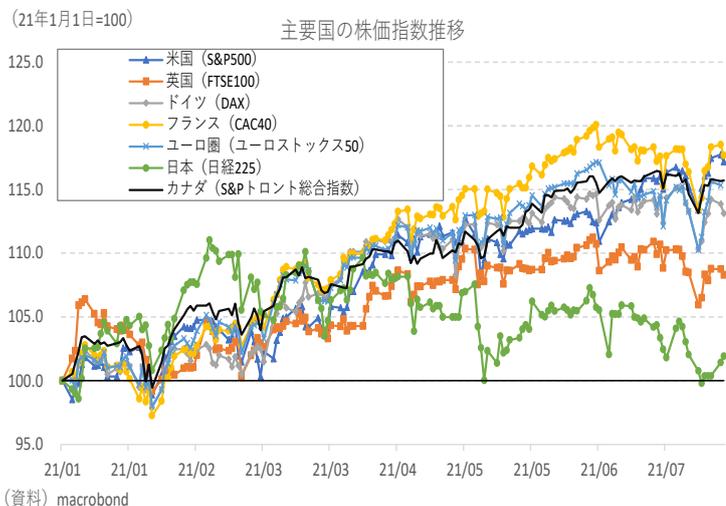
Figure 4. Household Savings and Government Support during the Pandemic (Percent)



Sources: Eurostat; Organisation for Economic Co-operation and Development; U.S. Bureau of Economic Analysis; and IMF staff calculations.
 Note: Fiscal support includes above-the-line fiscal measures governments have announced or implemented in response to the COVID-19 pandemic between January 2020 and March 17, 2021. Cumulative excess savings are household gross savings from 2020:Q1 to 2021:Q1 or the latest quarter available, exceeding what is expected based on a linear trend calculated from 2017:Q1 to 2019:Q4 for each country. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

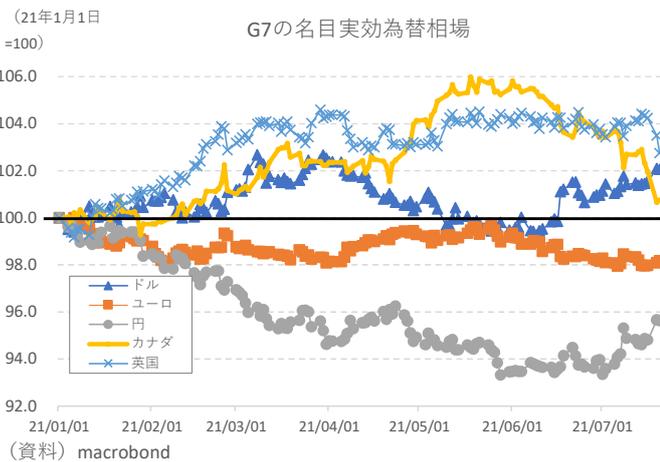
～日本の劣後は市場で鮮明～

こうした実体経済への認識は金融市場に浸透している。例えば株式市場。右図は主要国の株価指数に関し、年初来の推移を比較したものである。多くの国は年初来で+10～20%程度のレンジで株高が実現している一方、日本だけは+1～2%の上昇にとどまっている。価格の軌道を見る限り、やはり4月以降の出遅れ感が顕著であり、これは欧米が行動制限を解除し始



めた頃と符合している。その頃、日本は 3 度目の緊急事態宣言を発出し、酒類提供禁止の議論を始めていた。そうした欧米との差はこれから発表される 4~6 月期の各国 GDP で確認できるはずであり、恐らく日本だけがマイナス成長になったことが喧伝される公算が大きい。その事実は 4~6 月期に株価が継続的に下がったのが日本だけであることから推測される。現状、「カネ余り」で株価が実体経済と乖離して押し上げられる事実が取沙汰されやすいが、それでも「日本は買えない」という思惑が透けて見える。

ちなみに、これは株式市場だけではなく為替市場も同様である。G7 の名目実効為替相場について、年初来の推移を見れば円だけが突出して下落している(図)。やはり円買いは忌避されているのだろう。近年、リスクオフムードが高まる状況でも円を求める動きは控えられているが、ここにきて一段とその傾向が強まっているように感じられる¹。株や為替と違って金利(債券)市場が落ち着いているのは、政府・日銀・銀行部門という三位



一体の国債管理体制が仕上がっていることの賜物であり、ここだけは市場の思惑が十分作用していないというだけの話だろう。なお、株式市場に関しても、フローの購入は減ったものの日銀による購入・保有分が寄与していることは無視できない事実としてある。政策効果もあって日本経済に対する金融市場からの警鐘はこれまで見えにくくなっていたが、IMF 見通しを持ち出すまでもなく、日本の劣後はそこかしこで隠しきれないものになってきているように見受けられる。

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。

¹ 詳しくは本欄 2021 年 7 月 20 日号『変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～』をご参照下さい。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内幕を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
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～
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ない円。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づき」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
2021年6月14日	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11日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月9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8日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
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)
2021年5月19日	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月18日	ECBのテーパリングはあるのか?
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値と米消費者心理
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ェレン長官の存在～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、テーパ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～イェレン長官の思惑は～
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「年間値幅」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」～中長期的に広がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが見る新興国の憂鬱
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」～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」～)