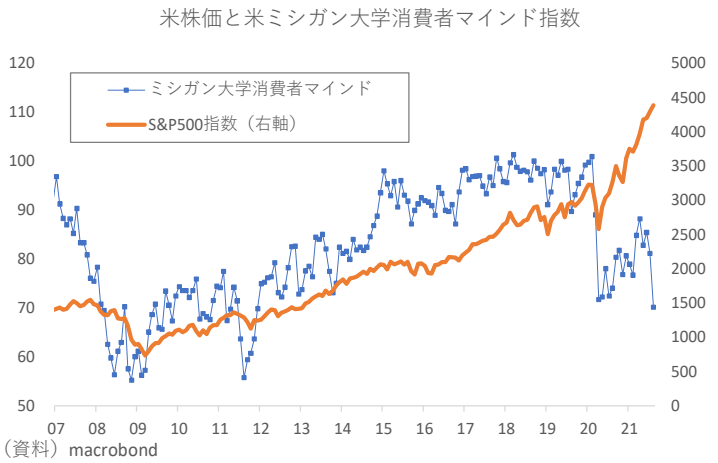
みずほマーケット・トピック（2021 年 8 月 16 日）

メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～

米 8 月ミシガン大学消費者マインド指数は 10 年ぶりの低水準まで悪化。まだ消費者心理の悪化が個人消費や設備投資など成長のけん引役となる計数にまだ影響しておらず、筆者の基本シナリオを修正する段階にはない。だが、消費者心理を端緒とする実体経済の回復がついてこなければ、それは単なる「悪い金利上昇」。その場合、株式市場からアラームが鳴り、これに呼応するように FRB が正常化プロセスを急旋回させる恐れはある。また、アフガニスタンの反政府勢力「タリバン」が首都カブールを制圧し、米軍が完全撤退するというニュースも飛び込んできている。「地政学リスクの増大」は FOMC 声明文などでリスク要因として言及される筋合いがある。「変異株の感染拡大」に「地政学リスクの増大」が重なったことで 9 月に決定できるはずだった量的緩和の段階的縮小（テーパリング）が後ろ倒しになるリスクも。とはいえ、圧倒的に劣後する日本の立ち位置を踏まえれば、メインシナリオの修正はまだハードルが高いと考える。

～10 年ぶりの低水準に悪化した消費者心理～

先週 13 日に公表された米 8 月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 70.2 と市場予想の中心（81.2）を大幅に下回り、2011 年 12 月以来の低水準まで急落した。昨春以降に積み上げてきた改善幅を全て吐き出してしまった。同指数は調査サンプル数が少ない（速報は 300 名、確報は 500 名）こともあってブレが大きいとされるが、10 年ぶりの低水準まで米家計部門が動揺しているという事実は真摯に受け止めたい。高止まりする物価上昇率に加え、デルタ変異株の感染拡大を嫌気した結果と見受けられるが、今のところ順調に進んでいる FRB の正常化プロセスに何らかの影響が出ないかどうかは注視したい。



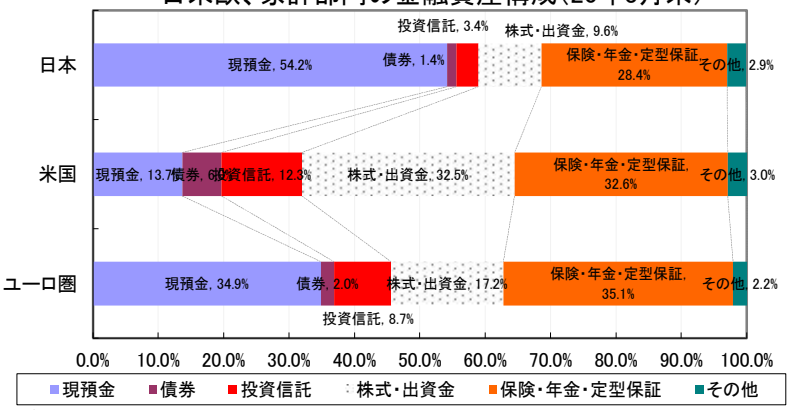
（資料）macrobond

現状、消費者心理の悪化に応じて株価が動揺する展開にはなっておらず、依然として過去最高値圏を維持している。今後、まだ好調を維持しているコンファレンスボード消費者信頼感指数がどのような挙動を見せてくるのかも合わせてみる必要があるだろう。今のところ、消費者心理の悪化が個人消費や設備投資など成長のけん引役となる計数にまだ影響しておらず、『中期為替相場見通し』におけるメインシナリオのパス修正など大きな話をする段階にはない。とはいえ、景気はソフトデータから悪くなる。FRB の景況感や政策運営に修正が生じるとすればこれからの話であり、見通し策定上、今回の悪化は気になる動きである。

～「悪い金利上昇」になりかねない正常化プロセス～

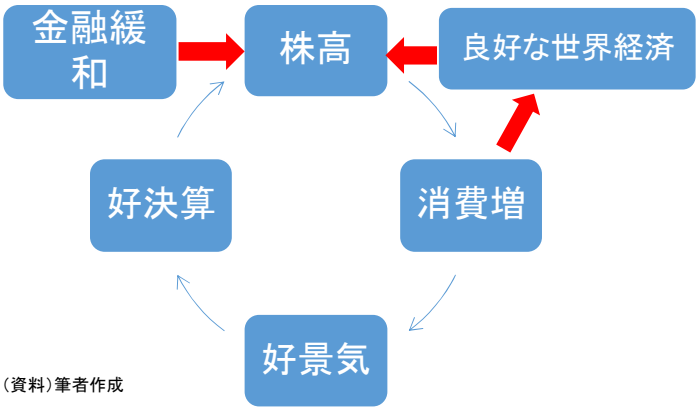
前頁図に示すように、足許では消費者心理と株価の水準に大きな乖離が生まれている。過去の本欄でも繰り返し論じたように、世界中で金利が消滅している状況を前提にすれば、株式は稀少な「定期的にインカムを生む資産」として選好されやすい。よって、消費者や企業など民間部門の心理状態を無視して騰勢を続ける可能性は依然あり得る。しかし、これは金融緩和（低金利）の継続が自明の前提だったからこそ維持できた構図でもある。FRB が世界の調達コストであるFF 金利を上げれば、これに連れて様々な金利が上向きとなる。そうなるほど株式が「定期的にインカムを生む資産」として魅力を放ち続けるのは難しくなる。基本的に米国経済は金融緩和により株価が（恐らくはフェアバリューよりも）高くなること自体が景気対策になってきた。それは米国の家計金融資産の 30%以上が株式という構造ゆえ資産効果が期待できるからである（図・上）。そうして立ち上がった米国経済の需要が世界経済をけん引する側面もあったことは否めない（図・下）。

日米欧、家計部門の金融資産構成（20年3月末）



（資料）日銀、FRB、ECB

米国および世界経済の好循環イメージ



（資料）筆者作成

しかし、このまま消費者心理を端緒とする実体経済の回復がついてこなければ、それは単なる「悪い金利上昇」として株式市場からアラームが鳴り、これに呼応するように FRB が正常化プロセスを急旋回させる恐れはある。現在はその瀬戸際になると考えたいところである。

～「変異株の感染拡大」に加え「地政学リスクの増大」も～

さらに悪いことに週末（15 日）、アフガニスタンの反政府勢力「タリバン」が首都カブールを制圧し、米軍が完全撤退するというニュースが飛び込んできている。既にバイデン米大統領はアフガンからの「秩序のある安全な撤収」を確保するために米軍部隊のさらなる増派を認める方針を示している。前政権との対比も意識して人権重視を押し出してきたバイデン政権にとってタリバンの全土掌握とこれに付随する人権侵害行為の拡大は痛手と考えられる。経済・金融情勢への打撃はまだ判然としないものの、こうした「地政学リスクの増大」は FOMC 声明文などでリスク要因として言及される筋合いのものでもある。少なくとも正常化プロセスの障害と整理されるだろう。また、今回の一件がバイデン政権の支持率低下に直結するとの解説も多く、それ自体が家計・企業部門に良くない影響を与える可能性も懸念される。「変異株の感染拡大」に「地政学リスクの増大」が重なったことで 9 月に

決定できるはずだった量的緩和の段階的縮小（テーパリング）が後ろ倒しになるリスクも否めない。

もっとも、経済・金融・社会情勢に関して言えば、日本と米国の格差は当面非常に大きいことに変わりはないため、テーパリングを筆頭とする正常化スケジュールが多少後ろ倒しになったところで『中期為替相場見通し』におけるドル/円相場のパスを大きく変える必要性は今のところないが、極めて順調に走ってきた 2021 年の米国経済にやや心配事が出てきていることを気にしたい。

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に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8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
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
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	気候変動オペを受けて～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」の内情を探る～「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)
	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19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」