

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 8 日)

米消費者心理と米国の所得・消費環境について

米国経済、より具体的には米消費者心理は伸るか反るかの瀬戸際にある。米国経済は「①緩和的な金融環境→②株価上昇→③資産効果を通じて個人消費増加→④企業収益の増加」という好循環に入っていけるかどうか注目され、とりわけ②から③へのリンクが機能するかがポイント。最近の統計はここに危うさが生じ始めている。背景にはデルタ変異株の感染拡大も当然あるが、やはり高止まりする物価環境も捨て置けない。春先以降、実質ベースで見た米国の所得・消費環境は芳しいものではなく、実質個人消費支出(PCE)の伸びは過去1年で抑制傾向にある。感染拡大は確かに脅威だが、本格的な行動規制に至らない限り「怖い」という心理的な問題にとどまる。だが、実質的な所得環境の悪化は家計部門にとって明確な予算制約として効く。この状況が続けば、近年、殆ど話題になることがなかった「インフレ抑制のための金融引き締め」という中銀の伝統的な政策姿勢が顔を出すことに繋がる。為替市場にとってはドル高要因。

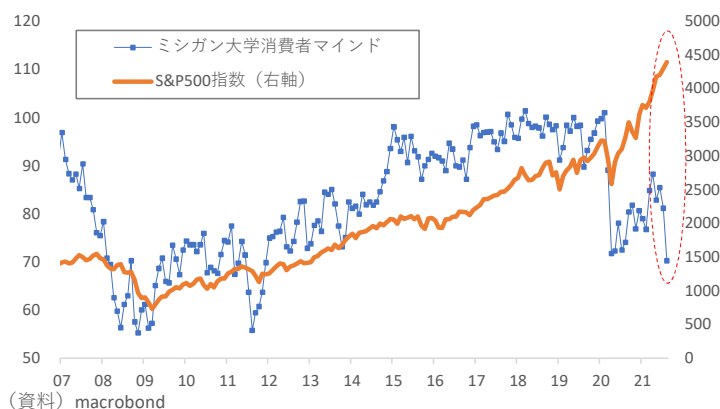
～日本経済の惨状と円安見通しは継続～

なお、昨日の本欄では世界経済が踊り場に差し掛かっていること、それを受けても円相場見通しは大して変わりそうにないことを議論した。金融市場はいずれの資産価格も美人投票の世界と言われるが、常に「相手がある話」である為替市場は各国の政治・社会・経済・金融情勢などあらゆる論点に関わる得失点差が露骨に相対的価値として映し出される。現状、先進国に類する経済の中で日本ほど現状と展望が暗い国はなく、円安見通しは全く変える必要がないというのが筆者の基本認識である。10月行動制限解除の報道が出ているものの、医療体制の拡充が叶わない以上、新規感染者数に拘泥して自滅を続ける惨状はこの先も変わらないだろう。

～米消費者心理は伸るか反るかの瀬戸際～

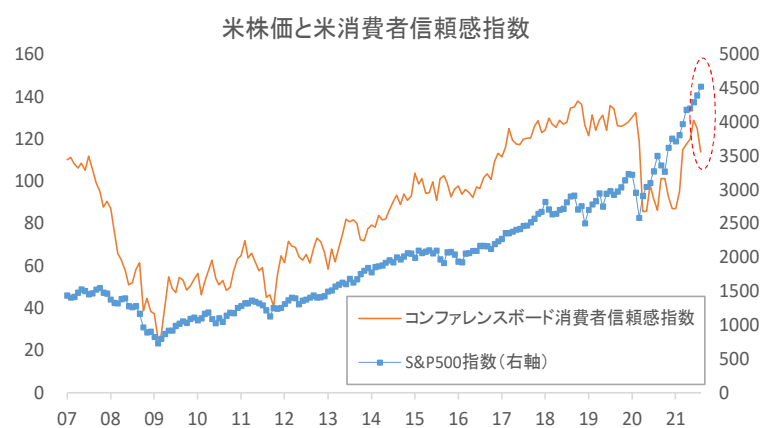
一方、米国とユーロ圏、米国と中国など、日本以外の組み合わせであれば比較検討する価値がある。そのためには各国の情勢を客観的に踏まえる必要があるが、やはり何を置いてもFRBの正常化プロセスが棚上げになるような事態を懸念したい。この点、米国経済、より具体的には米消費者心理は伸るか反るかの瀬戸際にあり、それが個人消費にどう跳ねてくるかが注目される。過去の本欄でも繰り返し議

米株価と米ミシガン大学消費者マインド指数



論しているが、米国経済は「①緩和的な金融環境→②株価上昇→③資産効果を通じて個人消費増加→④企業収益の増加」という好循環に入っているかどうかが目され、とりわけ②から③へのリンクがしっかり機能するかどうかポイントである。株高が本源的価値を超えるものであっても、資産効果を背景に消費・投資が焚きつけられれば実体経済の裏付けは後から付いてくる。前月の本欄¹ではミシガン大学消費者マインド調査が10年ぶりの水準まで悪化し、このリンクが切れかかっている可能性を指摘した(前頁図)。

とはいえ、同調査のサンプル数の少なさを踏まえれば、コンファレンスボード消費者信頼感指数の仕上がりなどと合わせて評価すべきであることも合わせて述べた。この点、8月31日に公表された米8月コンファレンスボード消費者信頼感指数は113.8と今年2月以来、8か月ぶりの低水準を記録している。過去半年間の景況感改善が帳消しになった格好であり、株高との乖離がここきて可視化され始め

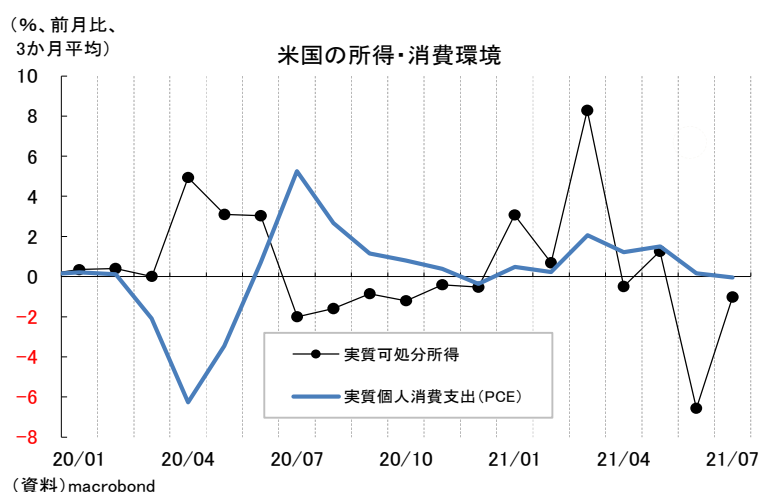


(資料) macrobond

ている(図)。こうした状況が極まっていけば、ほぼ間違いなく実体経済は減速するが、この結果を受けてコンファレンスボードの経済指標担当者からは「新型コロナの感染拡大やインフレ懸念により信頼感が低下しているとは言え、こうした低下が今後数か月で個人消費を大幅に抑制すると結論付けるのは早計」とのコメントが示されている。実際のところ、本当に恐れるべきは感染拡大が行動規制の復活に及んだ時であり、現状ではまだその段階には至っていない。

～感染拡大以外に気になる実質所得の悪化～

米国経済(≒GDP)の60%は個人消費であり、米国経済を生かすも殺すも個人消費次第と言っても過言ではない。この点、あまり市場で話題に上ることはないが、消費・投資の原資となる所得環境の整理は重要である。現状、名目賃金は伸びているが、年初から高止まりが続く物価環境が災いして実質的な所得環境は趨勢的に悪化している。春先以降、実質ベースで見た米国の所得・消費環境は芳しいものではなく、



(資料) macrobond

く、実質個人消費支出(PCE)の伸びは過去1年で抑制傾向にある。上で引用したコンファレンスボード担当者も言及しているが、米消費者心理悪化は感染拡大もさることながら、物価環境にも原因

¹ 本欄 2021年8月16日号『メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～』をご参照下さい。

があると考えられる。感染拡大は予測不可能性を孕むため脅威に違いないが、本格的な行動規制に至らない限り「怖い」という心理的な問題でしかない。しかし、実質的な所得環境の悪化は家計部門にとって明確な予算制約として効いてくる。デルタ変異株を巡る感染状況が現状程度の水準に抑制されとした場合、FRB にとって本当に脅威になるのは高止まりする物価環境になるだろう。そうだとすれば、リーマンショック以降では殆ど話題になることがなかった「インフレ抑制のための金融引き締め」という中央銀行の伝統的な政策姿勢が顔を出すことになる。低金利が常態化した世界においては当然、ドル高要因として理解すべきものと考えられる。

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。

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9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイドランスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
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) 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