

みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 16 日)

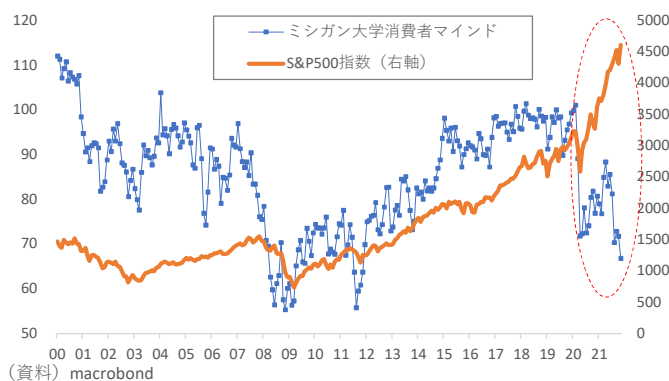
不安視される米消費者心理の悪化

米消費者心理は著しい悪化が続いており、高止まりする株価との乖離は経験がないほど大きなものになっている。消費者心理悪化の背景は言うまでもなくインフレ高進。実質ベースで見た可処分所得と個人消費支出も低調であり、消費者心理の悪化と整合的。個人消費の失速が続けば、必然的に企業収益にも影響は出るが、今のところ、米企業収益と株価の動きに大きな乖離はない。日本と異なり企業による価格転嫁が比較的容易な米国経済ではインフレがもたらす企業部門へのダメージが抑制されやすく、その分、家計部門がダメージを負いやすいという側面があるのだろう。実際、昨日発表された米 NY 連銀製造業景気指数は改善している。もっとも、「誰がコストを吸収するか」という話であり、大方の想定である「2022 年半ば」を過ぎてもインフレ高進が続けば、FRB や ECB の焦点はインフレではなく景気減速に移るだろう。そうなった時に正常化プロセスの再考に至るのが現時点で考えられる最も大きなドル安リスクに。

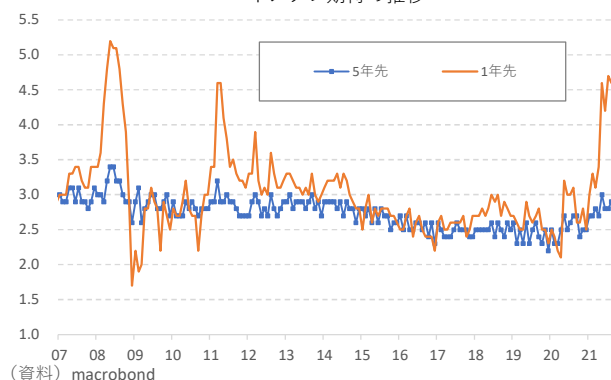
～米消費者心理悪化は10年ぶりの低水準へ～

先週 12 日に公表された米 11 月ミシガン大学消費者マインド指数は改善を予想していた市場予想の中心(72.5)に反して、前月の 71.7 から 66.8 へ低下した。これは 2011 年 11 月(63.7)以来、10 年ぶりの低水準となる。右図(上)に示されるように、株高との乖離は経験がないほど著しいものになっており、両者の方向感があまりにも違い過ぎることも気がかりである。心理悪化の背景は言うまでもなくインフレ高進であり、ミシガン大消費者調査ディレクター(リチャード・カーティン氏)のコメントとして「一段のインフレ率上昇に加え、物価高騰によるダメージを軽減するための効果的な政策がまだ確立されていないとの見方が消費者の間で強まっていること」が原因として指摘されている。同調査におけるインフレ期待の項目を見ても、1 年先が 4.9%と 2008 年 7 月以来約 13 年ぶりの水準まで高まっており、5 年先についても 3%近傍で高止まりし

米株価と米ミシガン大学消費者マインド指数



米ミシガン大学消費者マインド調査における
インフレ期待の推移

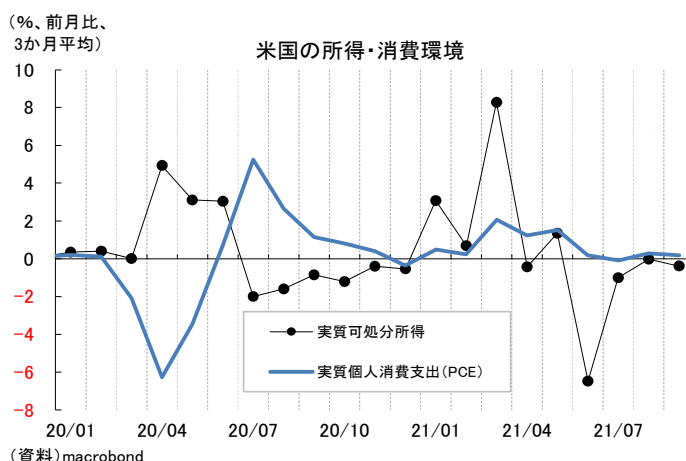


ている。感染拡大ではなくインフレ高進によって消費者心理が毀損しており、米国経済がポストコロナ時代に突入していることが良く分かる。なお、上述のカーティン氏は「消費者の4人に1人がインフレによる生活水準の低下に言及」したことを指摘し、「低所得者と高齢者が最も影響を受けた」とコメントしている。株価と消費者心理の動きが乖離しているのは直感的に「株高の恩恵を受けられない層」が大きなダメージに直面していることを意味しているのだろう。

～実質可処分所得と実質個人消費支出も鈍化～

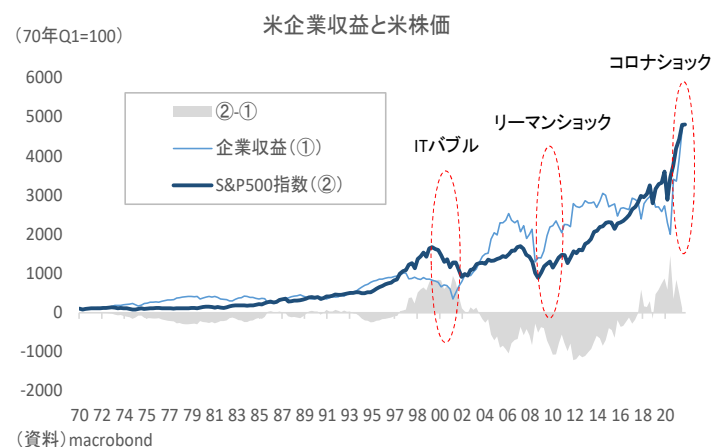
こうした消費者心理の停滞は実質可処分所得と実質個人消費支出の低迷が併存している実態と整合的である。米7～9月期実質GDPの急減速が個人消費の鈍化と起因していたことは周知の通りであり、この意味でインフレ高進と消費者心理の悪化は既に実体経済の足枷として顕在化し始めている。本来は年末商戦を含む10～12月期は旺盛な個人消費にけん引されやすい時期だが、今年はヒト・モノの両面から供給制約が強まる中、大きな期待は難しいだろう。7～9月期の前期比年率+2.0%は1～6月期の成長率(平均して前期比年率+6.5%)を踏まえれば妥当な減速として整理されるが、これ以上の減速は米国の潜在成長率(3%弱)を大幅に割り込む姿になる。

インフレが懸念される最も直接的な理由は家計・企業部門に対して増税として作用するという点であるから、実質ベースで評価した可処分所得と個人消費の動向が停滞し、成長率が圧迫されるという展開が米国経済に懸念されるリスクである。



～日本との大きな違いは「コストを誰が吸収するか」～

個人消費の失速が続けば、必然的に企業収益にも影響は出る。今のところ、米企業収益(米商務省の発表する非金融法人企業部門)と株価(S&P500指数)の動きに大きな乖離があるようには見えない(図)。この点、「コストを誰が吸収するか」という論点に関して日本との大きな違いを感じる。企業による価格転嫁が比較的容易な米国経済においてはインフレがもたらす企業部門へのダメージが抑制されやすく、その分、家計部門がダメージを負いやすいという側面があるのかもしれない。片や、日本では価格転嫁が非常に難しく、企業部門がコストを吸収して賃下げ(による雇用保全)で対応しようとする傾向が強い。確かに、昨日発表された米11



月ニューヨーク連銀製造業景気指数は 10 月の 19.8 から 30.9 へ改善し、市場予想の中心(22.0)も上回っている。米国の中でも企業心理と消費者心理の仕上がりには大きな違いを見出すことができる。同景気指数における販売価格指数は前月から+7.3 ポイント上昇して 50.8 と 2001 年の統計開始以来、最高を記録しており、価格転嫁が進捗している様子が窺える。

要は、米国では消費者に、日本では企業に皺寄せが向かいやすいという話であり、どちらが良
いという話ではない。米企業による価格転嫁も無制限には続けられず、結局は供給制約の「元」を
断たない限り、実体経済の減速が続くという意味では両者共通している。FRB や ECB は「2022 年
半ば」を境に供給制約が緩和され、その後、インフレが収束に向かうことを前提に正常化を進めて
いる。そこまではインフレ高進を「一時的」と整理する腹積もりとも言える。だが、それ以降もインフレ
高進が続くとすれば、焦点は景気減速に移らざるを得ない。そうなった場合、正常化プロセスの再
考に至り、米金利低下ひいてはドル安に転じるというのが現時点で考えられるリスクシナリオである。

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11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に悩まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に悩まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER))の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
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
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～にわかに出口モード～
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～新ガイダ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年上半年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
	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～