

みずほリサーチ

2021 November

みずほ銀行

みずほリサーチ&テクノロジーズ

- 個人消費の低迷はいつまで続くか? 1
— 10~12月期以降ワクチン普及を背景に持ち直しも、懸念は残存 —
- 米FOMCを悩ます高インフレ 2
— 高インフレは一時的と考える3つの理由 —
- 商品市況高騰の長期化懸念..... 3
— 財需要のピークアウトに伴い、2022年は鎮静化の見通し —
- 風が吹かなければ、ロシアがもうかる? 4
- トランジション・ファイナンス 4

日本経済

個人消費の低迷はいつまで続くか?

— 10~12月期以降ワクチン普及を背景に持ち直しも、懸念は残存 —

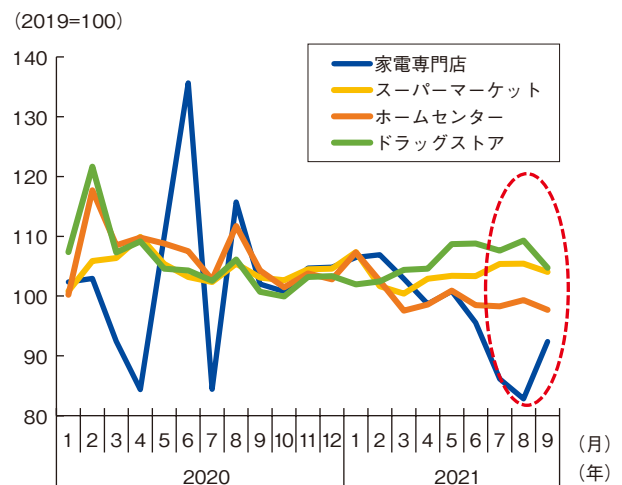
ウィズコロナの生活が長期化する中、夏場(7~9月期)の個人消費は振るわなかった。デルタ株の急激な感染拡大に伴う4回目の緊急事態宣言の影響で、サービス消費は外食・旅行・宿泊・娯楽・交通などを中心に低迷した。財消費については、スーパーマーケット、ドラッグストアなどでの非耐久財消費(食料・日用品など)は堅調だったが、家電専門店の販売は減少した(図表)。家電販売は9月に若干持ち直しており、8月の長雨による季節性家電の不振や、五輪関連需要の剥落^{はくらく}といった一時的要因もあったとみられる。一方、パソコンなどは底ばいになっており、テレワーク需要が一巡したことも影響したと考えられる。また、自動車販売も供給制約の影響で急減した。半導体不足に加えて、感染が拡大した東南アジアの工場停止の影響で自動車メーカーが大幅な減産を強いられたことから、7~9月期の新車販売は前期比▲10%超の大幅減となった。

10~12月期以降の個人消費は、緊急事態宣言・まん延防止等重点措置の解除を背景に、サービス消費を中心に持ち直しに向かうだろう。政府はワクチン接種証明や検査の陰性証明を活用しながら経済活動の制限を段階的に緩和する方針であり、それを受けて外食・旅行・イベントなどサービス消費の回復が期待される。

ただし、ワクチンを接種していない子どもを介して感染が広がる懸念があるなど、消費者の感染への不安は解消していない。加えて、足元でエネルギーや食品の価格が上昇していることも、消費者マインドに悪影響を及ぼすおそれがある。個人消費がコロナ禍前の水準を取り戻すのは、まだ先になりそうだ。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
エコノミスト 嶋中由理子
yuriko.shimanaka@mizuho-ir.co.jp

●業種別財消費(POSデータ)の推移



(注)みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。月次データベース。
(資料)経済産業省「METI POS小売販売額指標」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米FOMCを悩ます高インフレ

— 高インフレは一時的と考える3つの理由 —

米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、前回9月の会合で示唆した通り、11月2-3日の会合で資産購入の減額 (テーパリング) に踏み切るとみられる。FOMC は1カ月あたり総額1,200億ドルのペースで米国債と政府系住宅モーゲージ担保証券 (MBS) を買い進めてきたが、今後は毎月150億ドルずつ減額され、来年夏には終了する方向となっている。

その後FOMCは、保有証券残高を一定に保つ再投資政策 (償還金を同種の証券に再投資する政策) に移行すると共に、金利政策の正常化——すなわち利上げを視野に入れ始めることになる。今年9月時点では、2022年末までに最初の利上げに踏み切るかどうか、FOMC参加者の見方は真っ二つに分かれていたが、12月会合で示される政策金利見通しでは、利上げ派が優勢となるかもしれない。背景には、沈静化の兆しが見えない高インフレがある。

米国の消費者物価指数 (CPI) は9月前年比+5.4% となり、5カ月連続で5%を上回った。食品とエネルギーを除くコアCPIも同+4.0%となり、1990年代前半以来の高インフレが続いている。

高インフレの持続・加速が懸念されるが、おそらく一時的だ。需要、供給、期待の3面から説明しよう。まず需要面では、トランプ、バイデン両政権を通じて実施された寛大な財政支援策が巨額の現預金として米家計の銀行・証券口座に蓄積しており、それが今後消費に回る可能性が指摘されている。2019年末比で見ると3兆ドルを超え、米GDPの15%相当に達する大きさである。

このいわゆる超過貯蓄が取り崩されて消費に回れば、物流の混乱は一層ひどくなり、インフレは一段と加速するかもしれない。しかし、今のところ米消費者には、超過貯蓄を取り崩して消費に回そうという姿勢はみられない。カンファレンスボードによれば、米消費者からみた雇用情勢は空前の「売り手市場」であ

る。しかしそれにも関わらず、半年以内に家電や旅行のために支出するかどうかを米消費者に尋ねても、「Yes」と回答する割合は例年並み (家電製品)、もしくは例年以下 (旅行) にとどまる。超過貯蓄取り崩しの兆候は全く見えない。

次に供給面では、深刻な物流の混乱が高インフレの要因と指摘されている。バイデン米大統領は10月、西海岸の主要港を24時間7日体制 (24/7体制) にするよう企業等に協力を呼び掛けた。24/7体制が実現すると、港湾処理能力は1.55倍にも拡大する。トラック運転手不足が障害として指摘されているが、物流に従事したいと考えている失業者は84万人おり、コロナ前のボトムと比べると40万人程多い。彼らが賃金・就業条件に満足すれば、物流関連の労働供給力は1.4倍になる。このように施設・労働力の両面で相当の供給余力が存在し、インフレ圧力の緩和に貢献すると考えられる。

最後に期待の面ではどうか。インフレ期待は確かに上昇しているが、こうした期待はインフレ率の動きに連動する傾向がある。上述した需要・供給の面からインフレ圧力が緩和、もしくは顕在化しない状況になりインフレ率が低下すれば、インフレ期待も低下しよう。期待面で最も危惧されているのは物価と賃金のスパイラルの上昇だが、空前の「売り手市場」にも関わらず、賃金上昇期待はコロナ前の既往ピーク並みにとどまる。一因として考えられるのは、職に就かなければ、米労働者は高額な医療保険を自分で購入する必要があり、過度な賃上げを要求できないことだ。それだけ米労働者の賃金交渉力は弱く、物価と賃金のスパイラルの上昇は回避されよう。❏

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 プリンシパル 小野 亮
makoto.ono@mizuho-ir.co.jp

商品市況高騰の長期化懸念

— 財需要のピークアウトに伴い、2022年は鎮静化の見通し —

今年に入って商品市況の高騰が続いている。夏場には上昇ペースが鈍化する局面もみられたが、このところのエネルギー価格上昇にけん引され、商品市況は再び上昇ペースを速めている。世界経済に減速感が見え始めるなか、各国のインフレ率は軒並み上昇しており、商品高が長期化することへの警戒感が高まっている。

実際、商品市況の代表的な指標であるCRB指数をみると、春先以降の上昇率は前年比40～60%とハイペースの上昇が続いている。この指数は穀物などの農産品や金属、エネルギーなど主要品目の先物価格から作られており、需給動向に敏感なインフレ指標とされている。前年比40～60%という上昇率は、需給がそれだけひっ迫していることを意味しており、その背景にはコロナ禍で盛り上がった“巣ごもり消費”がある。コロナ禍ではロックダウンなどの行動制限が発動されるたびに外食や旅行、娯楽といったサービスへの支出が影響を受けたが、その一方で生活に不可欠な消費財の需要は維持された。むしろ自宅で過ごす時間が長くなったことでインターネット通販による購入が拡大するなど、財消費については消費量が増えたものもある。それまでサービス消費に使われていた所得が“巣ごもり消費”に向かったことで財消費が急拡大し、原材料である一次産品の需要が増加したのである。

そうした傾向は米国において特に顕著だったが、商品市況の高騰によるインフレ圧力は世界中に波及した。インフレ率の上昇に直面した国の中には、これまで緩和的だった金融政策のスタンスを転換して、政策金利を引き上げる国も出始めている。高インフレによって実質所得が目減りするなか、利上げが景気に冷や水を浴びせることになれば、コロナショックから回復しつつある景気を腰折れさせかねない。

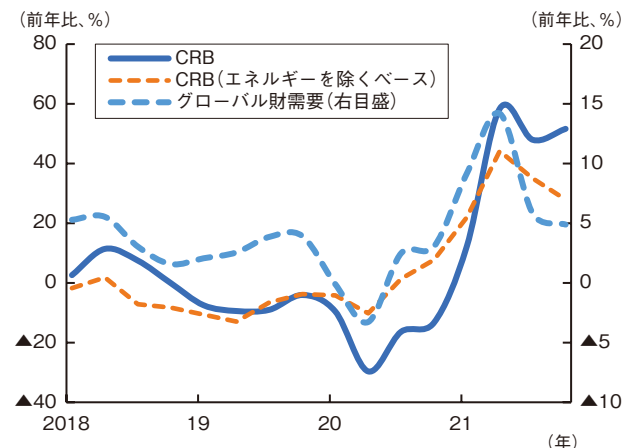
懸念されるのは足元で商品市況の上昇を加速させ

ているエネルギー価格だ。特に天然ガスについては、10月上旬に欧州において価格が年初の6倍に上昇する高騰ぶりとなっており、発電燃料として代替関係にある原油価格も上昇している。天然ガス高騰の一因となった再生可能エネルギー（風力）発電の下振れは徐々に解消に向かうと予想される。一方、もう一つの理由であるロシアからのガス供給減については、回復に時間がかかる可能性がある。ラニーニャによる厳冬で暖房需要の増加も懸念されており、エネルギー価格は、当面、高値が続くリスクがある。

ただし、“巣ごもり消費”の原因となった新型コロナの新規感染者は今夏をピークに減少し、グローバルな財需要の伸びも鈍化しつつある。落ち込んでいたサービス消費は回復に向かい、財消費に偏った消費構造も、今後、米国のクリスマス商戦が終われば、徐々に正常化していくとみている。CRB指数はエネルギーを除くとすでに低下傾向にあり、2022年はグローバルな消費のサービスシフトとともに、インフレも鎮静化に向かうと予想している。■

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 市場調査チーム
上席主任エコノミスト 井上 淳
jun.inoue@mizuho-ir.co.jp

●CRB指数とグローバル財需要



(資料) Refinitiv、米国商務省、Eurostat、内閣府、中国国家統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

風が吹かなければ、ロシアがもうかる？

ヨーロッパが冬を越せるか否か、ロシアのプーチン大統領が命運を握っているという。EU（欧州連合）の発電のうち、ガス発電は20%を占め、原子力発電の25%に次ぐ第2位のエネルギー源だ。このガスの大半を、EUはロシアからの輸入に依存している。

冬を前にガス価格が世界的に高騰しており、EUではロシアからの供給減少に原因を求める見方がある。実際に、コロナ前の平年に比べると、ロシアから欧州へのガス輸出は今年に入って減少している。ただし、価格をつり上げるためにロシアが意図的に減らしているのか、他の理由による意図せざる減少なのか、今のところ真相は不明だ。

ガス価格高騰の理由は他にもあり、欧州で風が吹かなかったのも、その一つだ。EUでは、環境対策で風力発電が増え、今や発電全体に占めるシェアは15%とガスに次ぐ第3位だ。ところが、今夏は風が弱く、風力発

電が不足したため、石炭・石油よりも二酸化炭素排出の少ないガス発電の稼働率を上げて補った。つまり、ガスの供給が減っていた上に、需要も急増したことで、価格が高騰したのである。

このように、ヨーロッパが環境対策で風力発電を重視した結果、「風が吹かなければ→ガス需要が増え→供給国ロシアへの依存が強まる」図式になった。

風力発電は風次第のため、電力を安定供給するには、風の強い時に発電した余剰電力を蓄電するインフラが必要だ。それが整うまでは、冬場のエネルギー需要を満たせるか、風と共にロシアが重要な役割を果たすことになるだろう。◻

みずほ銀行 産業調査部(ロンドン)

参事役 小林 公司

koji.kobayashi@mhcb.co.uk

🔑 今月のキーワード

Q: トランジション・ファイナンスとは何ですか。

A: 温室効果ガス (GHG) 多排出産業 (電気・ガス、運輸業、鉄鋼業等) の段階的な脱炭素化を金融面から支援する仕組みです。資金調達する事業者は、2050年カーボンニュートラルを見据えた中長期的な脱炭素移行計画を策定・開示する必要があります。計画は将来の技術革新や事業転換まで含めて評価され、一足飛びでは脱炭素化できない多排出産業を中心に幅広い業種が融資対象となります。

一方、世界的に普及しつつあるグリーン債は、太陽光発電や電気自動車等のグリーン設備や製品に

トランジション・ファイナンス

資金使途が限定されています。これは、鉄鋼・化学等のGHG多排出産業には利用しにくい制度です。製造業に強みを持つ日本にとって、トランジション・ファイナンスは必要不可欠と言えるでしょう。

Q: 日本や世界の取り組みはどうなっていますか。

A: 経済産業省は、今年8月から企業の事業計画策定や適格性判断の基準となるロードマップの策定に着手しました。足元では、鉄鋼・化学の2分野についてロードマップ案が公表されています。既にロードマップ策定が済んでいる海運分野 (国土交通省所管) では、重油に

比べて二酸化炭素排出量が少ない液化天然ガス (LNG) 燃料の船舶導入を対象とした投融資が既に実行されています。また、他のアジア諸国に対しても、段階的な脱炭素移行 (トランジション) を支援する方針を掲げています。

国際的にみると、環境関連投資の規模は拡大している一方、トランジション・ファイナンスの取り組みは遅れ気味です。適切なトランジションのあり方につき、議論を深めていく必要があるでしょう。◻

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム

エコノミスト 諏訪健太

kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。