2019･2020年度　内外経済見通し
～世界経済は米中摩擦激化から減速基調が継続～

2019.8.13

みずほ総合研究所

One MIZUHO 未来へ。お客さまとともに
One シンクタンク
Copyright Mizuho Research Institute Ltd. All Rights Reserved.

見通しのポイント

- ○ 米国が対中制裁第4弾を発動する可能性が高まったことを踏まえ、発動をメインシナリオとして経済見通しを下方修正。世界経済は2020年にかけて減速基調が続く見通し。2020年は米国の「財政の崖」は回避されるも、米中摩擦に加えて英国の合意なき離脱が下押し要因に
- ○ 通商摩擦の影響で中国経済やITサイクルの調整が加速し、製造業を中心として世界的に景気が減速。2019年の貿易量の伸びは成長率を下回り、再びスロートレードに
- ○ 一方、財政金融政策が世界経済を下支え。不確実性の高まりや低インフレを背景に米国が利下げに転じるなどグローバルに金融政策が緩和方向に転換。財政政策も総じて拡張的
- ○ リスク要因は、米中摩擦激化のほか、中国景気やIT需要の一段の下振れと新興国不安への波及、英合意なき離脱によるマインド急低下、欧州景気低迷による南欧の財政・金融不安の高まり、金融緩和長期化によるバブル発生、景気反転に伴うクレジットサイクル市場の悪化、中東リスクと原油価格上昇
- ○ 2019・2020年度の日本経済は設備投資・耐久財消費の調整圧力が高まり、弱い伸びが続く。企業は販売価格引き上げに慎重で、コアCPI（除く消費税）は伸びが鈍化していく見込み
- ○ 日銀金融政策は消費増税の影響見極めまで据え置き。景気下振れ時の対応はフォワードガイダンスの修正等にとどめる見込みだが、円高急進時にはマイナス金利深堀りの可能性も

≪構　成≫

Ⅰ. 全体概要	P　3
Ⅱ. 海外経済	P 22
(1)米国経済	P 23
(2)ユーロ圏経済	P 37
(3)アジア経済	P 57
Ⅲ. 日本経済	P 68
Ⅳ. 金融市場	P 83

Ⅰ.全体概要

～米中摩擦激化によってグローバルに景気下押し圧力

（1）見通し概要：世界経済は2020年にかけて減速基調

■ メインシナリオは世界経済の減速継続だが、米中摩擦激化が市場の混乱やマインド低下を起こせば失速リスクも

世界経済見通し総括表

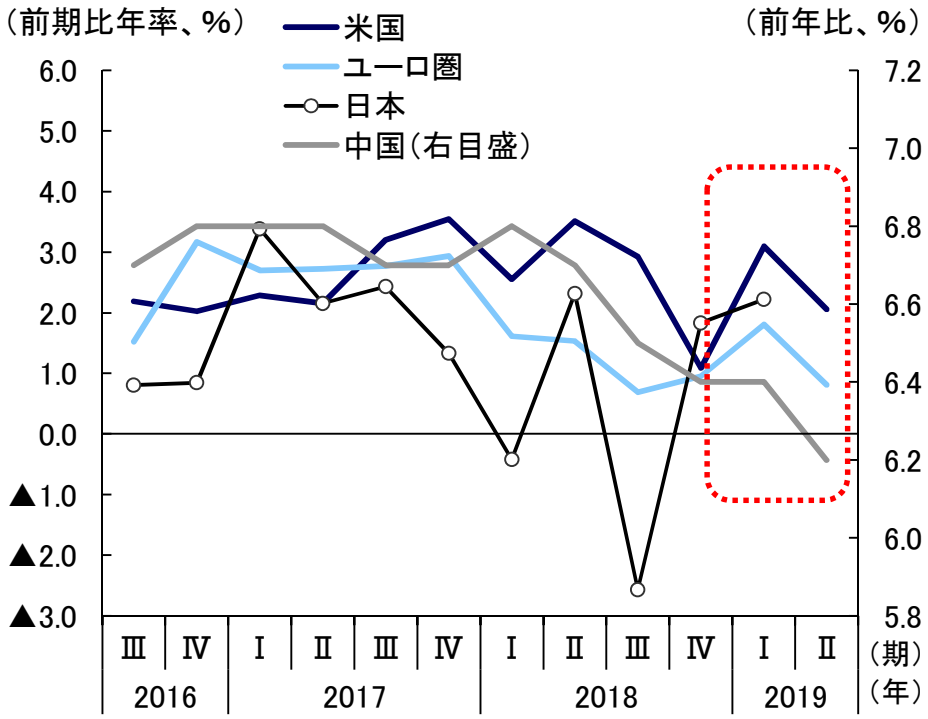
	2016年 暦年	2017年	2018年	2019年	2020年	2019年	2020年	2019年	2020年
				（前年比、%）		（前年比、%）		（%Pt）	
						（6月予測）		（6月予測との比較）	
予測対象地域計	3.5	4.0	4.0	3.5	3.4	3.6	3.5	▲ 0.1	▲ 0.1
日米欧	1.6	2.3	2.2	1.7	1.3	1.9	1.4	▲ 0.2	▲ 0.1
米国	1.6	2.4	2.9	2.4	1.8	2.8	1.7	▲ 0.4	0.1
ユーロ圏	1.9	2.4	1.9	1.2	1.1	1.2	1.4	－	▲ 0.3
英国	1.8	1.8	1.4	1.3	0.9	1.4	1.4	▲ 0.1	▲ 0.5
日本	0.6	1.9	0.8	1.0	0.0	0.8	0.4	0.2	▲ 0.4
アジア	6.4	6.2	6.2	5.7	5.7	5.8	5.8	▲ 0.1	▲ 0.1
中国	6.7	6.8	6.6	6.2	6.0	6.2	6.1	－	▲ 0.1
NIEs	2.4	3.2	2.8	1.8	1.6	2.1	1.8	▲ 0.3	▲ 0.2
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.9	4.8	5.0	4.8	▲ 0.1	－
インド	8.7	6.9	7.4	6.9	7.1	6.9	7.2	－	▲ 0.1
オーストラリア	2.8	2.5	2.7	2.1	2.0	2.1	2.0	－	－
ブラジル	▲ 3.3	1.1	1.1	0.8	1.9	1.2	1.9	▲ 0.4	－
メキシコ	2.9	2.1	2.0	0.6	1.2	1.2	1.4	▲ 0.6	▲ 0.2
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.0	1.8	1.3	1.7	▲ 0.3	0.1
日本(年度)	0.9	1.9	0.7	0.7	0.4	0.6	0.5	0.1	▲ 0.1
原油価格(WTI,$/bbl)	43	51	65	56	57	58	58	▲ 2	▲ 1

（注）網掛けは予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPPベース)により計算
（出所）IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

（2）世界経済の全体観：製造業を中心にグローバルな減速基調が継続

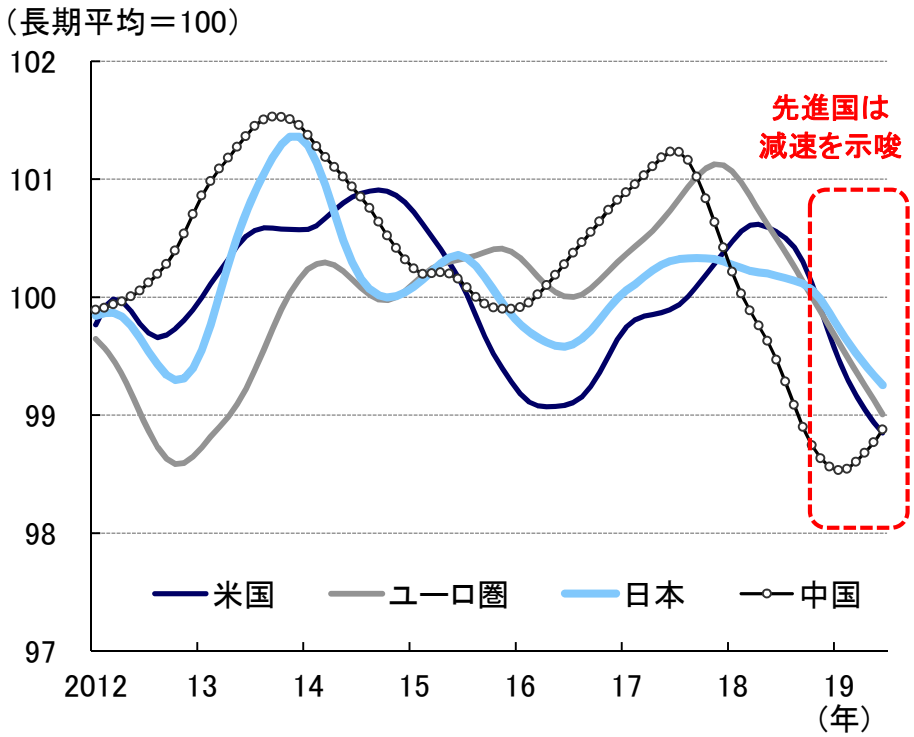
■ 年初には一部に下げ止まりの兆しもみられたが、均してみれば昨年後半以降の世界経済の減速基調は変わらず
- 日米欧の四半期成長率は1～3月に持ち直し、中国も横ばいにとどまったが、4～6月期には軒並み低下
- 景気先行指数をみても、主要先進国は引き続き減速を示唆、中国は底入れを示唆するも米中関係の動向次第で先行きの不確実性は高い

日米欧中の四半期GDP成長率



（出所）各国統計より、みずほ総合研究所作成

OECD景気先行指数

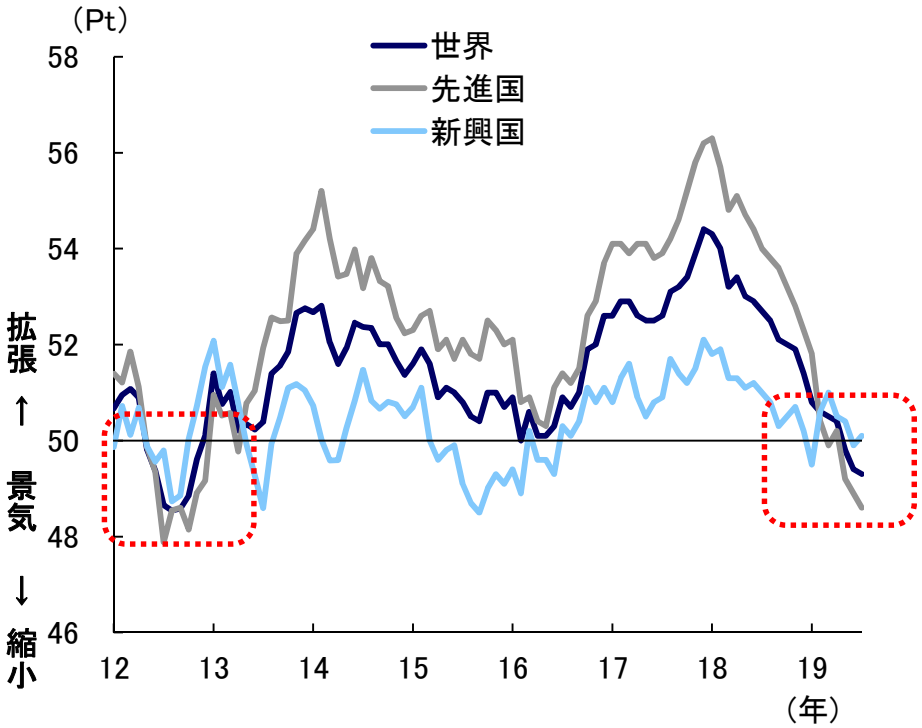


（出所）OECDより、みずほ総合研究所作成

製造業の落ち込みが鮮明な一方、サービス業は底堅さを維持

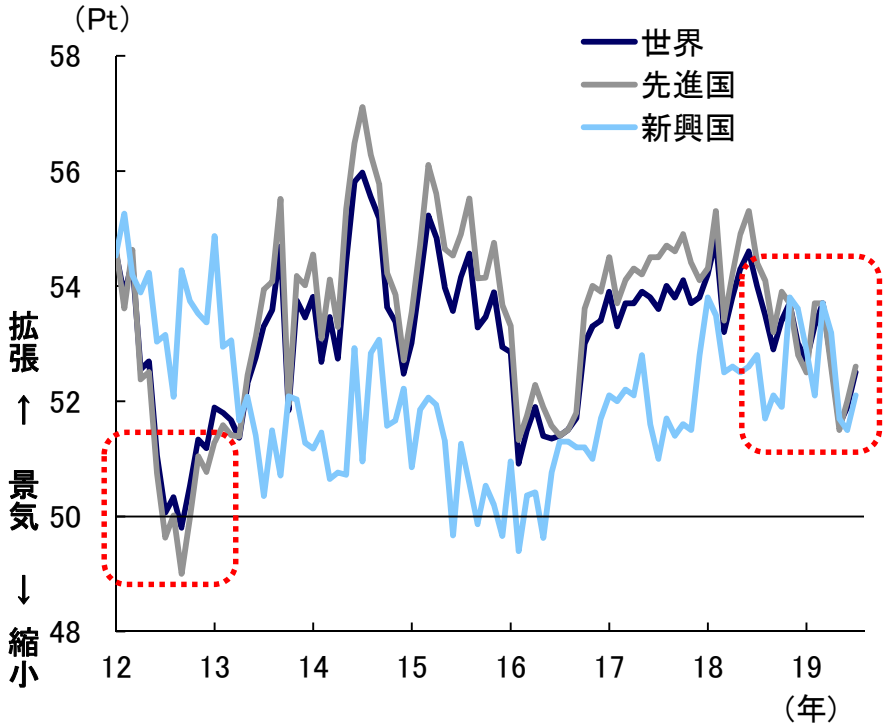
- 企業の景況感を示すPMIは、製造業の落ち込みが顕著な一方、サービス業は低下基調ながら底堅さを維持
  - グローバル製造業PMIは2012年以来約6年半ぶりに景況感の改善悪化の境目となる50を下回る
  - 一方、サービス業は50を上回っており、2012年や2016年の落ち込みと比較しても底堅く推移

グローバル製造業PMI



(出所)各国統計より、みずほ総合研究所作成

グローバルサービス業PMI

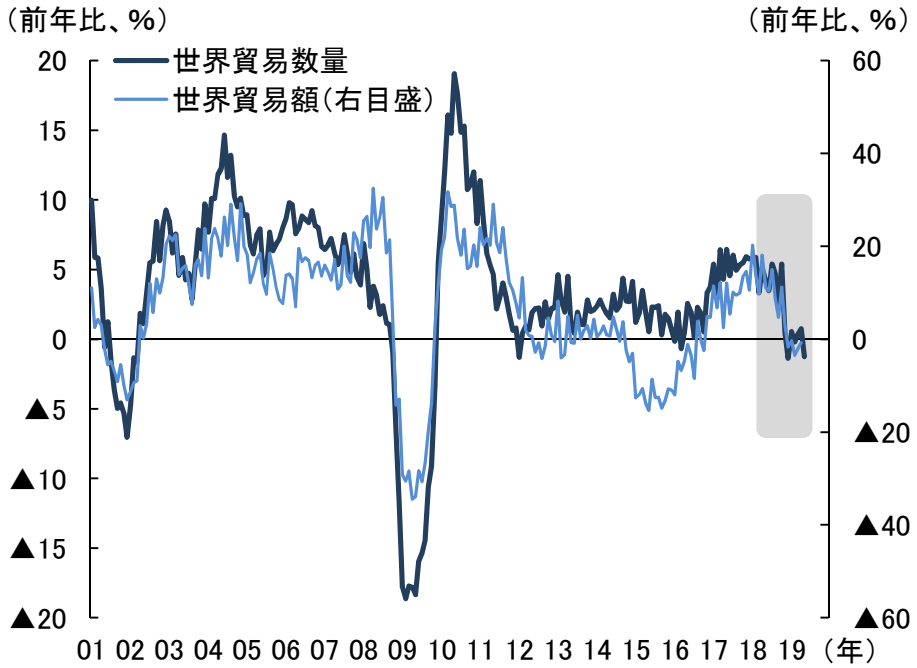


(出所) OECDより、みずほ総合研究所作成

世界の貿易量は前年割れとなり、再びスロートレード

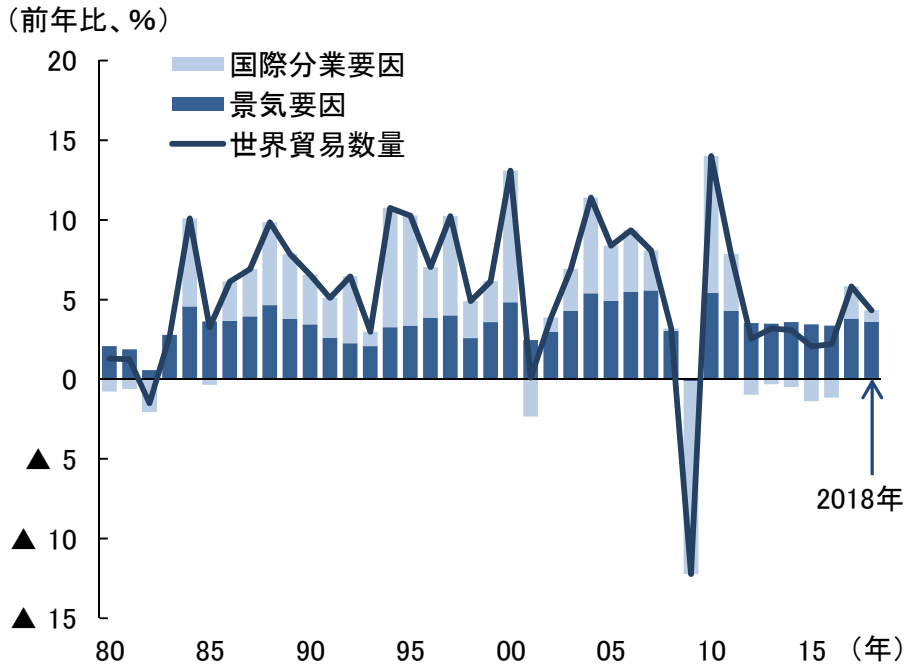
- 世界貿易が前年水準を下回るなど、世界貿易の拡大が停止
  - 貿易の拡大トレンドが一服したのは、国際分業のさらなる深化に歯止めがかかったため
  - 足元では米中を中心とした通商摩擦が貿易の抑制要因に

世界貿易の推移



（出所）CPB、IMFより、みずほ総合研究所作成

世界貿易の要因分解

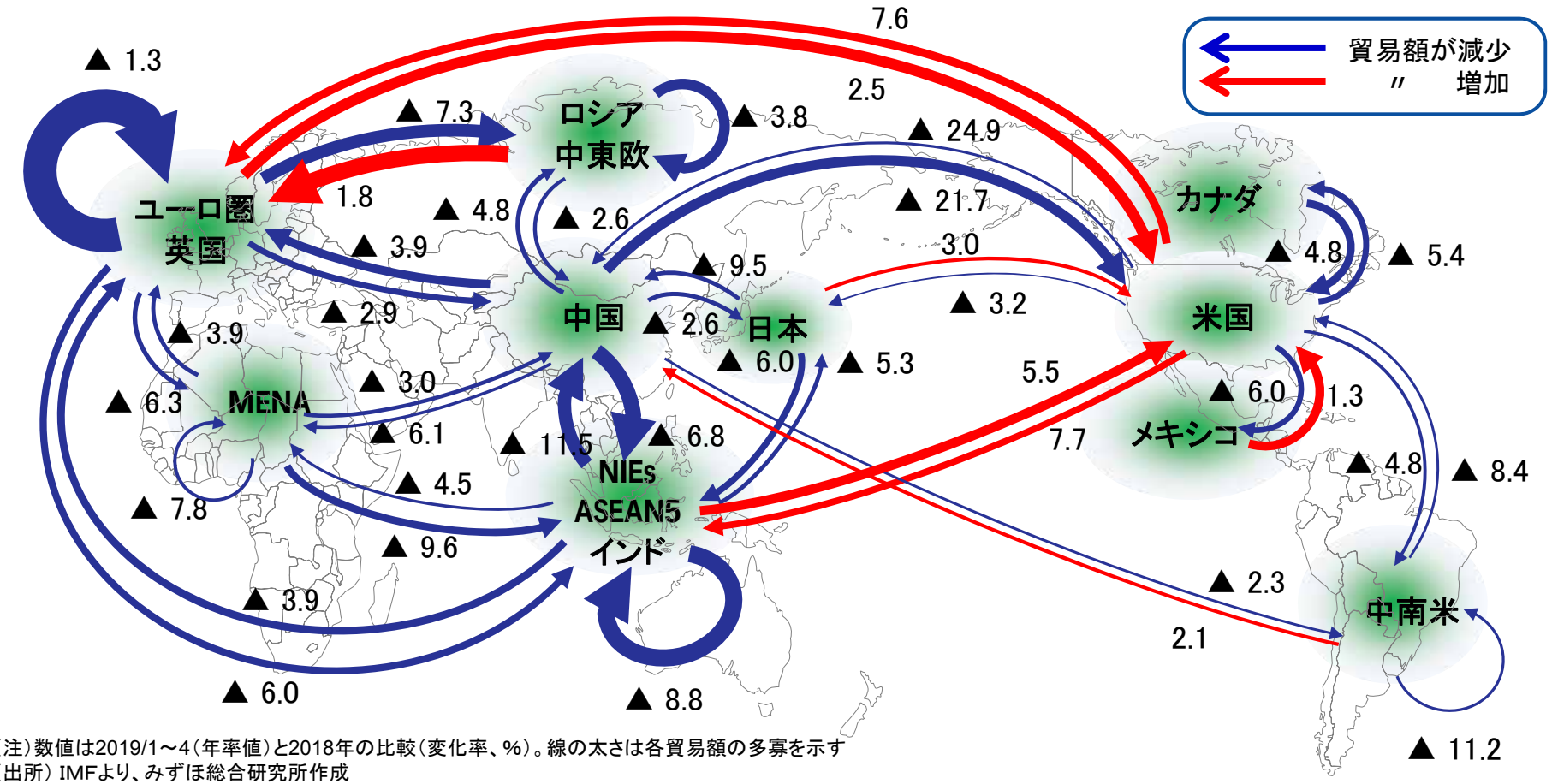


（注）国際分業要因は、貿易・生産比率の変化を表す
（出所）IMFより、みずほ総合研究所作成

世界貿易の9割で拡大ペースが減速

- 米中貿易摩擦の影響から米中間貿易が縮小
- 国際貿易の7割が2019年に入って減少しており、増加を維持する3割部分でも2割以上で拡大ペースが減速

世界貿易マップ（2019年1～4月の貿易額の変化）



（注）数値は2019/1～4（年率値）と2018年の比較（変化率、%）。線の太さは各貿易額の多寡を示す
（出所）IMFより、みずほ総合研究所作成

世界的に広がる金融緩和の動き

- 世界経済の減速が懸念されるなか、米国は10年半ぶりに利下げを実施。金融緩和の流れは、年後半も続く見通し
- 世界的に利上げ局面であった2018年から反転し、2019年は各国で利下げの動きが広がる

各国政策金利の推移

政策金利
○:利上げ　金融引締めスタンス
●:利下げ　緩和スタンス

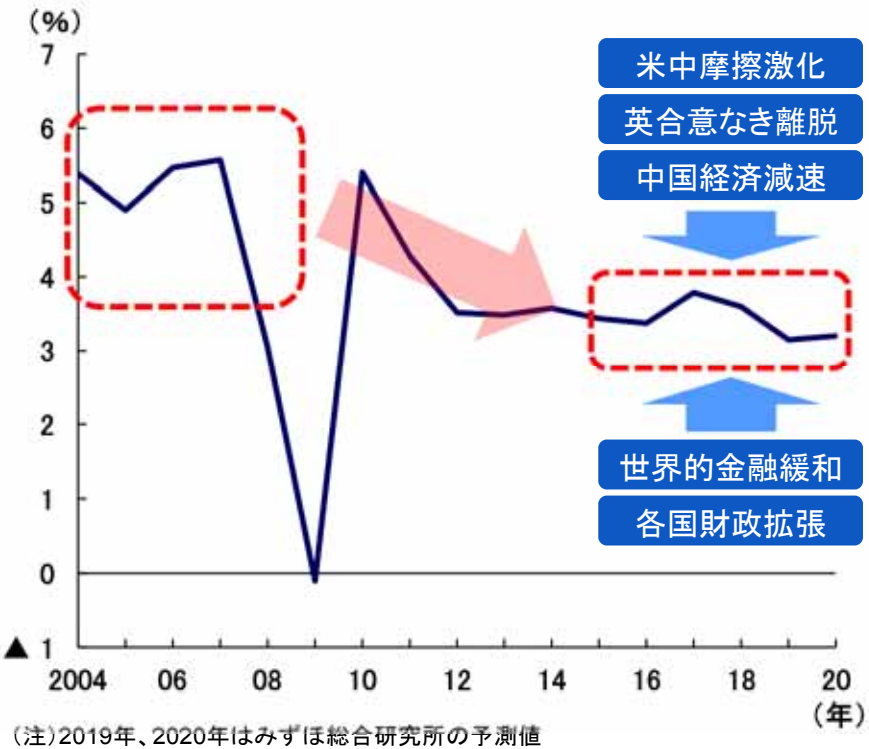
国・地域	2017年	2018年				2019年							
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
先進国													
米国	○	○	○	○	○	–	–	–	–	–	–	●	–
日本	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
欧州（ECB）	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
英国	○	–	–	○	–	–	–	–	–	–	–	–	–
オーストラリア	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	●	●	–
インド・ASEAN													
インド	–	–	○	○	–	–	●	–	●	–	●	–	●
タイ	–	–	–	–	○	–	–	–	–	–	–	–	●
フィリピン	–	–	○	○	○	–	–	–	–	●	–	–	●
インドネシア	–	–	○	○	○	–	–	–	–	–	–	●	–
マレーシア	–	○	–	–	–	–	–	–	–	●	–	–	–
中国・NIEs													
中国	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
韓国	○	–	–	–	○	–	–	–	–	–	–	●	–
台湾	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
その他新興国													
ブラジル	●	●	–	–	–	–	–	–	–	–	–	●	–
メキシコ	○	○	○	–	○	–	–	–	–	–	–	–	–
ロシア	●	●	–	○	○	–	–	–	–	–	●	●	–

（注）2019年8月8日時点
（出所）各中央銀行、Refinitivより、みずほ総合研究所作成

低成長・低インフレや不確実性への対応により、ゴルディロックス相場が生まれ易い

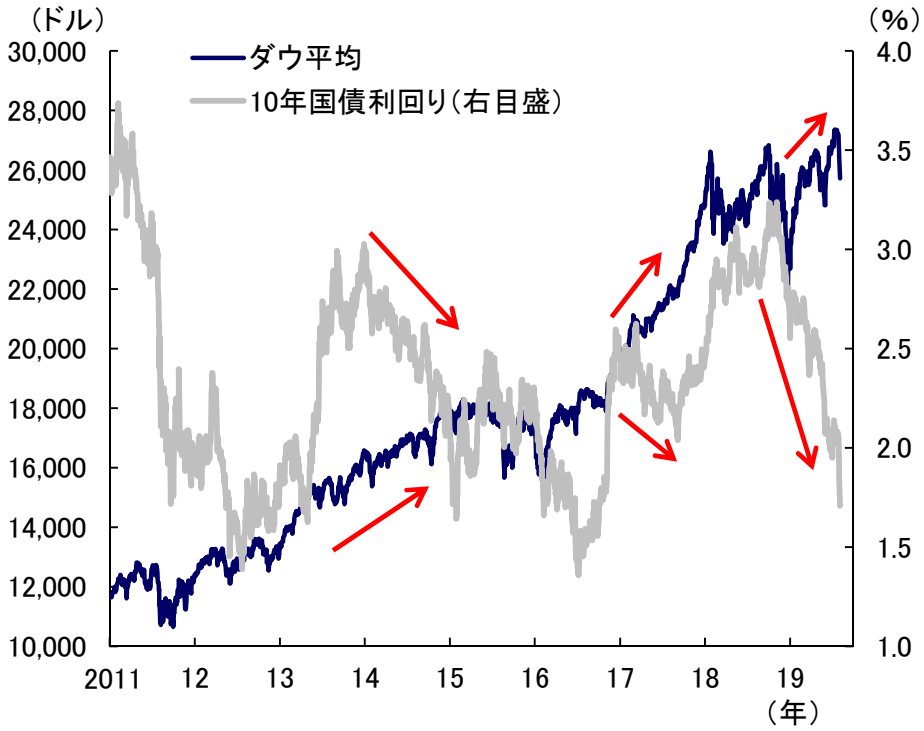
- 2017～2018年前半に回復基調が強まった世界経済は2019年にかけて再び減速に転じ、リーマン後の低成長が継続
  - 米中摩擦やBrexitなど先行きの不確実性が高い中、各国の金融財政政策が景気を支える構図
- 低成長・低インフレ下で金融政策は緩和に傾斜しやすく、ゴルディロックス相場が生まれ易い環境が続く
  - 一方でリスク（次ページ参照）の顕現化には警戒が必要

世界実質GDP成長率



（注）2019年、2020年はみずほ総合研究所の予測値
（出所）IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

米国の株価と米長期金利



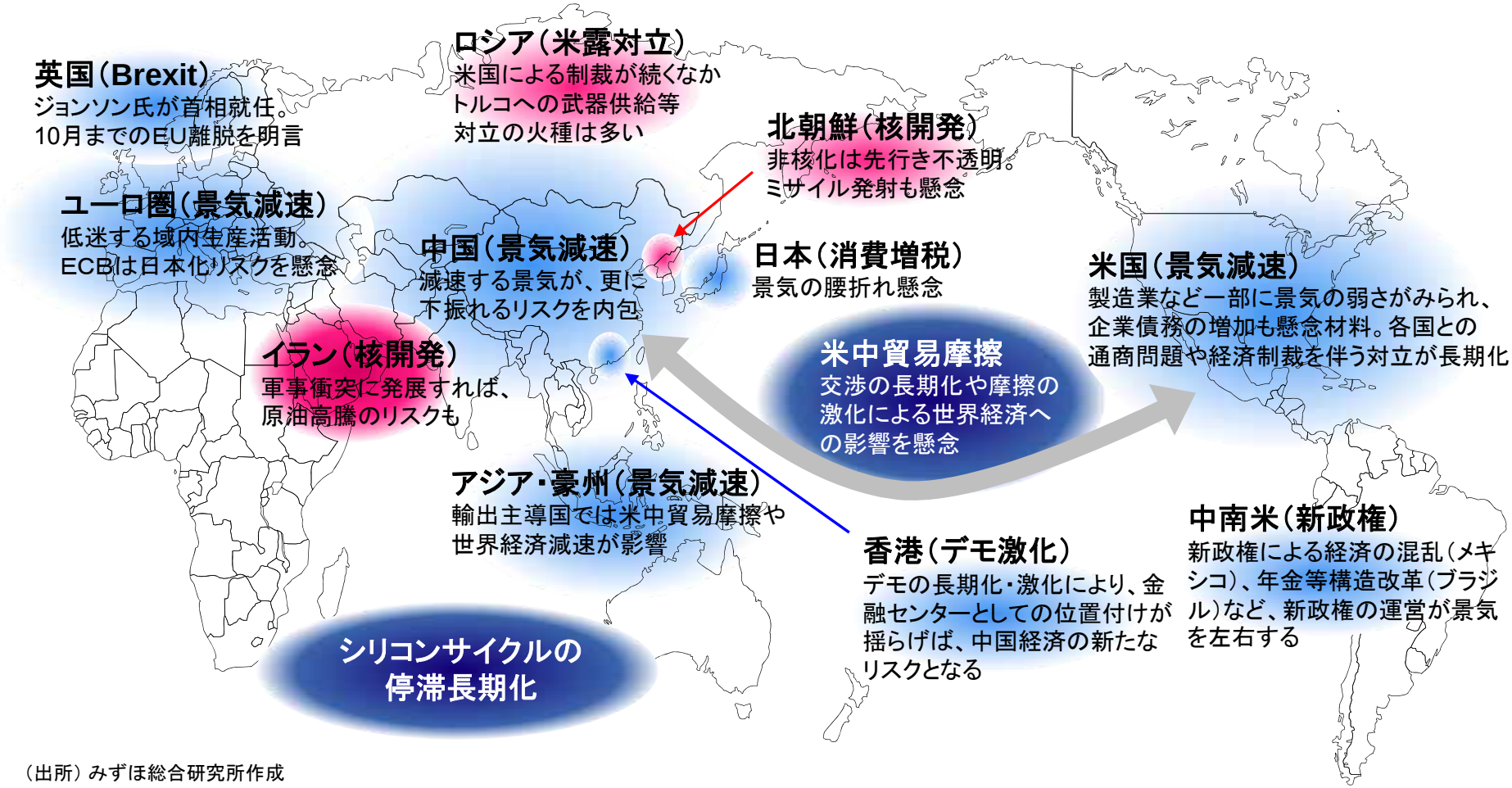
（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

（3）世界が抱えるリスク

■ 世界に影響を及ぼすと考えられる経済的・地政学的リスクが各地域・国に点在

— 特に“米中貿易摩擦”は最大のリスク要因。激化すれば、世界経済全体へ更なる下押し圧力となる

世界経済リスクマップ



（出所）みずほ総合研究所作成

トランプ大統領は、9月1日に対中制裁第4弾発動の意向を表明

- 8月1日にトランプ大統領は、対中制裁第4弾（約3,000億ドル相当分、関税率10%）を9月1日に発動する意向を表明
  - 6月末の米中首脳会談において、協議再開に合意し、米国は対中制裁第4弾発動を当面見送り
  - しかし、7月末の米中閣僚協議は平行線のままに終わり、進展はみられず
  - トランプ大統領は、中国が米国産農産物の大量購入の約束を果たしていないことに強い不満を示す
- 米国の対中制裁発動表明を受け、中国は開始していた米国産農産物購入の停止を発表
  - 中国は従来通り、①制裁関税の撤廃、②対米輸入拡大額の引き下げ、③合意文書のバランス改善を要求
- トランプ大統領は、9月に予定されている次回閣僚協議の見送りも示唆

米国の対中制裁措置及び中国の対米報復措置の発動・対応状況

米国の対中制裁措置

	対象輸入額	追加関税	時期	対象品目
輸入	① 340億ドル	25%	18/7/6～	産業機械 航空機等
	② 160億ドル		18/8/23～	
	③ 2,000億ドル	10%	18/9/24～	食料品 衣料品等
		10%→25%	19/5/10～	
	④ 約3,000億ドル	10%	19/9/1～	携帯電話等
投資	CFIUS（対米外国投資委員会）による対米投資審査強化			
輸出・取引	ECRA（輸出管理改革法）による輸出管理規制 NDAA（国防授権法）による政府調達規制 IEEPA（国際緊急経済権限法）による取引規制			

中国の対米報復措置

	対象輸入額	追加関税	時期	対象品目
輸入	① 340億ドル	25%	18/7/6～	大豆、化学品 自動車等
	② 160億ドル		18/8/23～	
	③ 600億ドル	5%、10%	18/9/24～	木材、LNG等
		最大25%	19/6/1～	
質的対抗措置 （非関税措置）	・輸入検査の厳格化 ・通関手続・許認可の遅延			

（出所）米中両国政府資料及び各種報道より、みずほ総合研究所作成

米国は中国を為替操作国に認定。米中協議の先行き懸念を高める要因に

- 1ドル＝7元台に人民元安が進行し、米国は中国を為替操作国に認定（8/5）。中国の為替操作国認定は1994年以来
  - 中国政府は過度な元安進行は望まないものの、緩やかな元安は容認する可能性があり、米中協議の先行きへの懸念を高める要因に
- 為替操作国認定後の手続きとしては、懸念表明や計画的対応を求めた後、連邦政府調達の禁止や、IMFによる監視強化、二国間または地域通商協定に発展する可能性

人民元相場

（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

為替操作国認定後の手続き

ENHANCED BILATERAL ENGAGEMENT（高度な二国間取り極め）
(A) 為替政策を含む、通貨の過小評価、巨額な対米貿易黒字、重要な経常黒字額をもたらす原因への対応を促す
(B) 通貨の過小評価と黒字がもたらす米国通商及び経済への悪影響についての米国の懸念表明
(C) 是正措置規定に基づき大統領が取り得る行動を勧告
(D) 通貨の過小評価と貿易黒字に対処する具体的計画策定

1年後

REMEDIAL ACTION（是正措置）
(A) 当該国におけるプロジェクトに対する海外民間投資公社（OPIC）によるすべての新規金融支援（保険、再保険、または保証）を禁止
(B) 当該国からの連邦政府調達またはその契約の禁止
(C) IMF米国代表に対し、当該国に対するマクロ経済及び為替政策の追加的・厳格なサーベイランス、及び必要に応じて、為替操作に関する事実に関する公式協議の要請を指示
(D) 当該国が適切な政策を採用していない程度に応じて、USTRに対し、二国間もしくは地域通商協定の締結もしくは協議開始の検討を指示

（出所）GPO PUBLIC LAW 114–125—FEB. 24, 2016“TRADE FACILITATION AND TRADE ENFORCEMENT ACT OF 2015”より、みずほ総合研究所作成

制裁第4弾発動の方針公表を受けた中国の対応（対抗措置）

■ 5月に米中協議がこう着化した際、中国は米国をけん制する措置を公表しており、その具体化を進める可能性あり
— レアアース輸出制限や取引制限企業リストなど様々な報復措置を準備

想定される中国の対抗措置

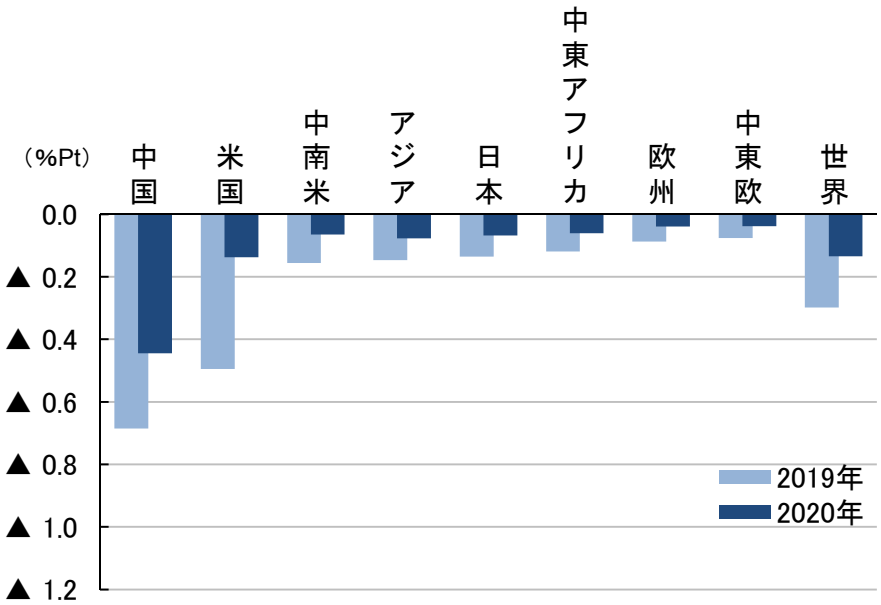
分野	想定される措置	可能性	備考
貿易	対米輸入関税引き上げ	×	・更なる関税引き上げ余地は限定的 ・米国に先行して関税を引き上げる意図は、中国には無し
	資源（レアアース）等の輸出制限	△	・習総書記の国内レアアース工場視察後、発展改革委員会主催の会議で有識者が輸出規制について提言。しかし、自国の信用が傷つくほか、迂回輸出等により実効性が削がれる可能性あり、ハードルは高い
	訪米旅行、米国映画の放映等の制限	○	・5月以降、教育部や外交部が、米国留学希望者や米国を訪問する国民に対して、リスク意識、安全意識を高めるよう呼びかけ
投資・企業活動	米国企業との取引制限	△	・「信頼できない企業リスト制度」・「国家技術安全管理リスト制度」の制定作業開始。しかし、実行されれば中国の投資環境の安定性を損なう恐れあり
	米国企業・金融機関への圧力	○	・圧力と思われる事例が5月以降断続的に発生（中国航空大手3社による米ボーイング社への賠償請求、中国当局による米Fedex社の調査実施、独禁法違反による長安フォードへの罰金）
	米国製品の不買運動	△	・個人消費や米企業との取引している中国企業への悪影響などが懸念
	クロスボーダーM&Aの不承認	○	・18年7月、中国当局の審査長期化の影響で、米クアルコム社が蘭NXP社の買収を断念した事例あり
金融	米国債売却	△	・外準のポートフォリオ分散化で米国債の持分は段階的に減らしている模様も、急激な売却は副作用が大（資産目減り、市場混乱による資本流出懸念）
	人民元安誘導	△	・8/5に人民元の対ドルレートが7元/ドルを突破。ただし、米国の為替操作国指定や、資本流出誘発への懸念を背景に、緩やかな元安を容認する程度にとどまる

（注）○、△、×は、可能性の暫定的評価。○は可能性あり、△は可能性相対的に低い、×は可能性低い　（出所）各種資料より、みずほ総合研究所作成

米中対立の長期化がもたらす潜在的な景気下押し圧力

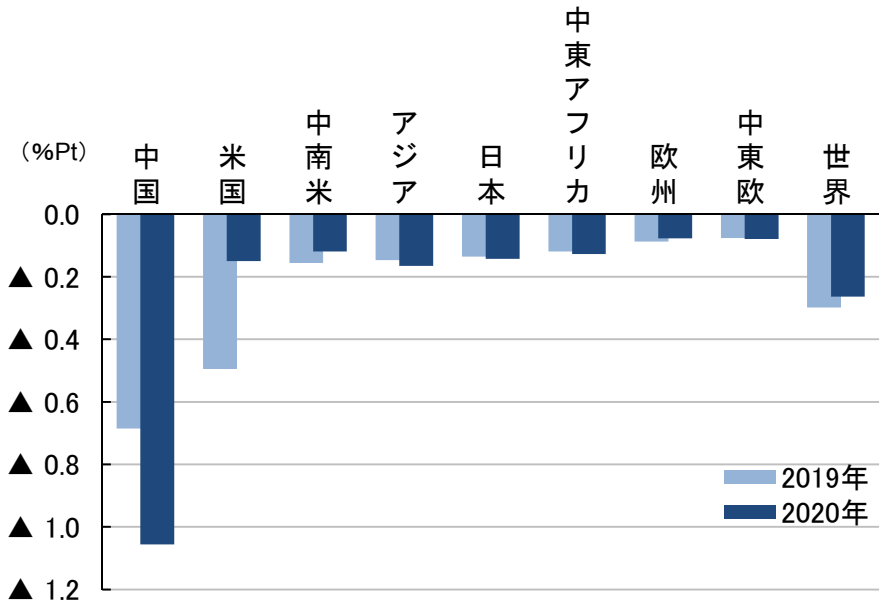
- 米中が相互に課した追加関税の影響から両国間の貿易は大幅に縮小。影響が設備投資や消費に波及した場合には、世界経済の実質GDP成長率を2019年に最大で0.3%Pt下押しする圧力になり得ると試算される
- 米中の対立が長期化して2020年に第4弾の追加関税が25%に引き上げられた場合、2020年の中国経済には2019年を上回る下押し圧力が加わる可能性があり警戒が必要

米中貿易摩擦の影響（1）
～米国による対中制裁・第4弾が9月に実施された場合



（注）米中間の貿易に課せられた追加関税が各国・地域の実質GDP成長率に与える影響。投資、消費への影響および第三国への波及効果を含む試算
（出所）世界銀行、IMFより、みずほ総合研究所作成

米中貿易摩擦の影響（2）
～第4弾の追加関税を2020年から25%に引き上げた場合

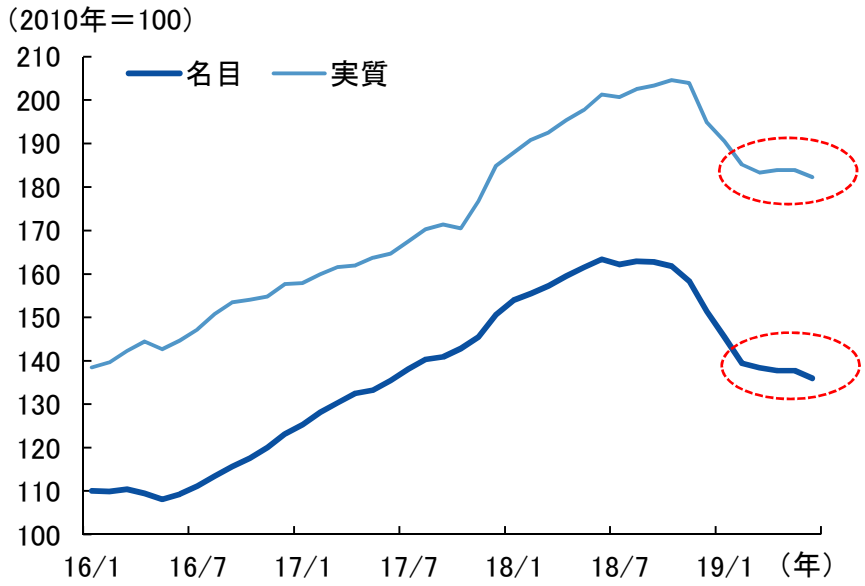


（注）米中間の貿易に課せられた追加関税が各国・地域の実質GDP成長率に与える影響。投資、消費への影響および第三国への波及効果を含む試算
（出所）世界銀行、IMFより、みずほ総合研究所作成

IT：世界半導体売上高は下げ止まりつつあるものの、実需は未だぜい弱

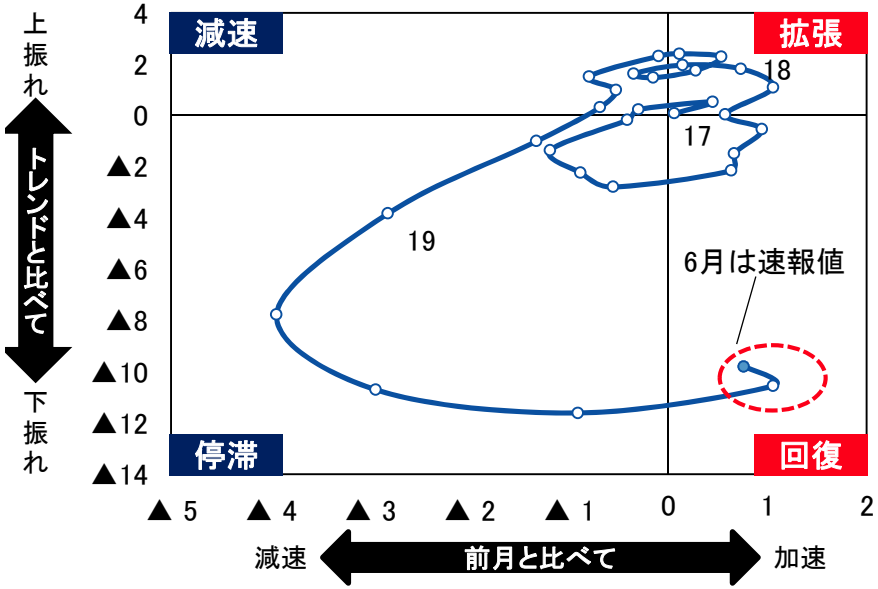
- 世界半導体売上高は下げ止まり。シリコンサイクルインデックスは5月から回復局面入り
- ただし、米中摩擦の激化を受けて、一部中資メーカー等がシェアを引き上げるために調達を増やしたことによる押し上げが寄与している面あり。半導体実需は未だ弱いと評価
- 先行きについては、米中製造業の調整圧力や米中・日韓摩擦による不確実性の高まり、加えて米国の対中輸入関税引き上げ第4弾により、再び弱含む展開になると予想
  - 7～9月期は日韓摩擦に備えた駆け込み需要が発生するとみられるものの、一時的と予想

世界半導体売上高



（注）実質半導体売上高はみずほ総合研究所による試算
（出所）CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

シリコンサイクルインデックスのビジネスサイクルクロック

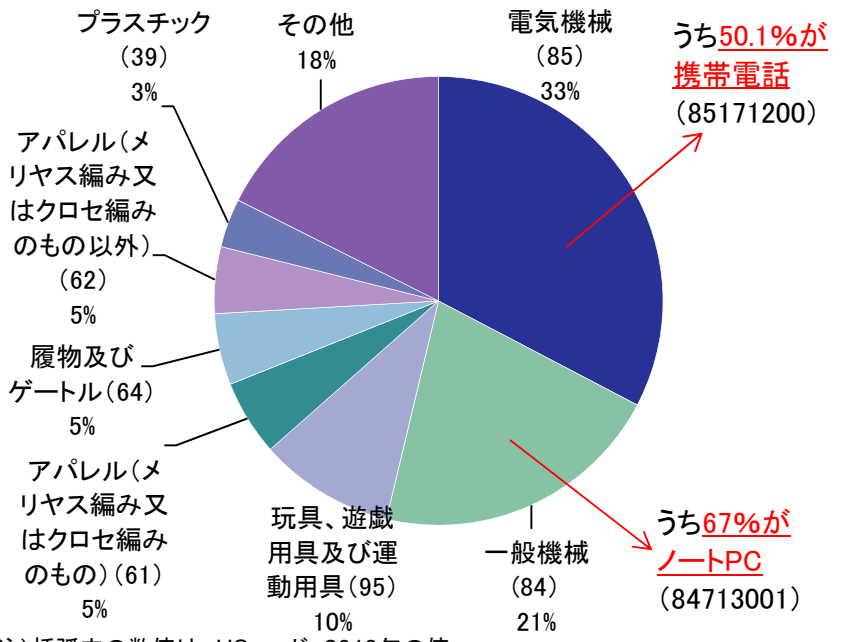


（注）シリコンサイクルインデックスはみずほ総研による試算。詳細は矢澤・宮嶋（2018）参照
（出所）CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

IT：第4弾の関税引き上げはITサプライチェーンに影響、半導体需要を下押し

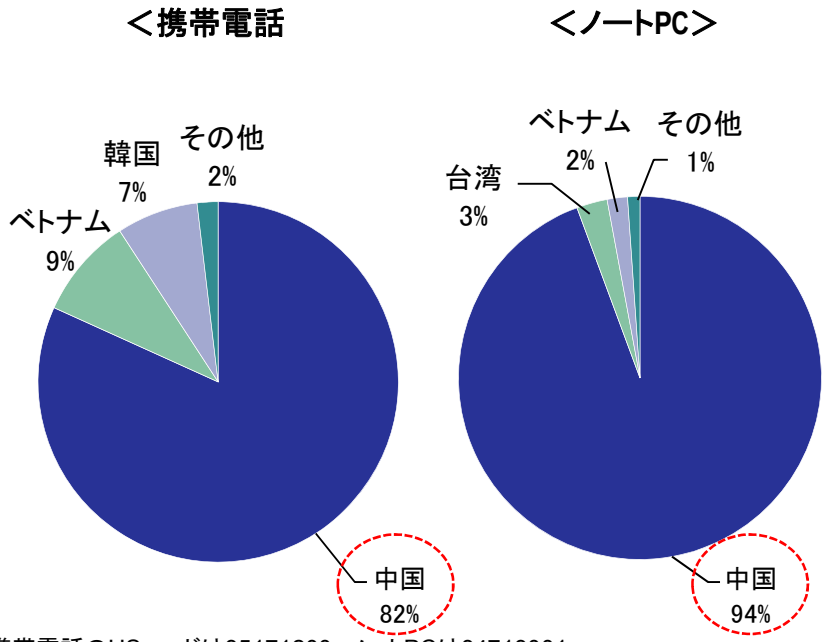
- 第4弾となる対中関税引き上げ対象品目の中で、輸入金額が大きいのは電話機とコンピューター機器
- 米国消費者への影響はもとより、サプライチェーンを通じて日本等アジア広域に悪影響が及ぶ可能性
  - 米国は電話機やコンピューター機器の多くを中国から輸入。同製品に使われる部品の多くは、日本や韓国、台湾等から輸入されており、アジア広域のITサプライチェーンに関税引き上げの悪影響が及ぶ恐れ
- 電話機やコンピューター機器の需要が落ち込めば、同製品向けに搭載される半導体需要も下振れする公算大

米国の対中関税引き上げ第4弾対象品目の輸入金額



（注）括弧内の数値は、HSコード。2018年の値
（資料）USA Trade Online等より、みずほ総合研究所作成

米国の電話機、PCの輸入相手国シェア

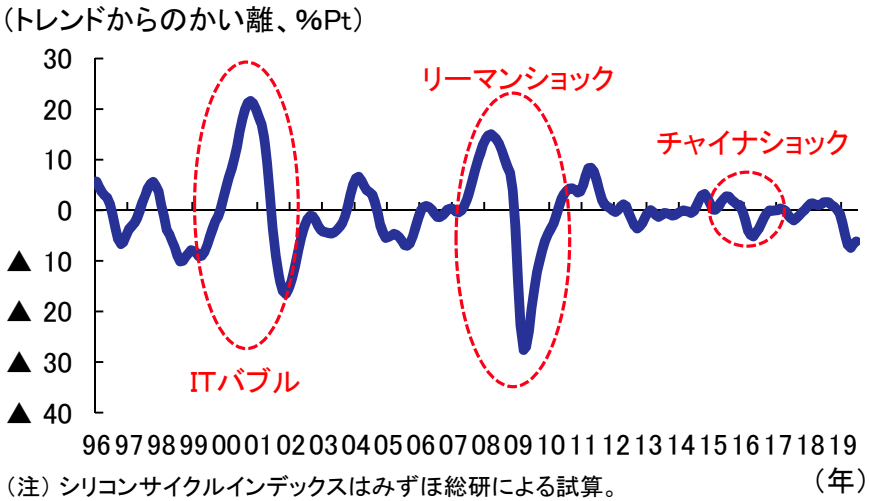


（注）携帯電話のHSコードは85171200、ノートPCは84713001
（資料）USA Trade Online等より、みずほ総合研究所作成

IT：米中など世界的な製造業の調整圧力が半導体市場にも悪影響

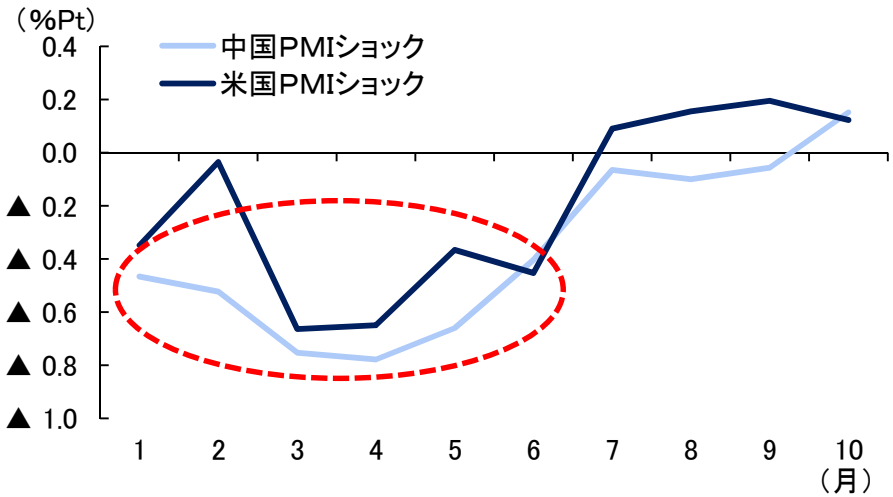
- シリコンサイクルインデックスはトレンドから下振れ。ITバブルやリーマンショック時ほどではないものの、チャイナショック時よりもかい離率は高まっており、世界経済への下押し効果が徐々に増大
- 米国の対中制裁第4弾実施により、世界の製造業生産に下押し圧力がかかり、半導体需要が一段と下振れる恐れ
- SOX（半導体株価指数）、米国PMI、中国PMI、世界半導体売上高の4変数を用いて時系列分析を行うと、米中PMIは世界半導体売上高の動きに先行する傾向あり
- 足元では、製造業の不振を反映して米中PMIは弱含んでおり、今後、世界半導体売上高が下押しされる可能性

シリコンサイクルインデックスのトレンドからのかい離率



（注）シリコンサイクルインデックスはみずほ総研による試算。
トレンドは2018年12月まではHPフィルターにより算出。直近は2018年からの線形トレンドで延伸。詳細は矢澤・宮嶋（2018）参照
（出所）CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

世界半導体売上高の米中PMIショックに対するインパルス応答

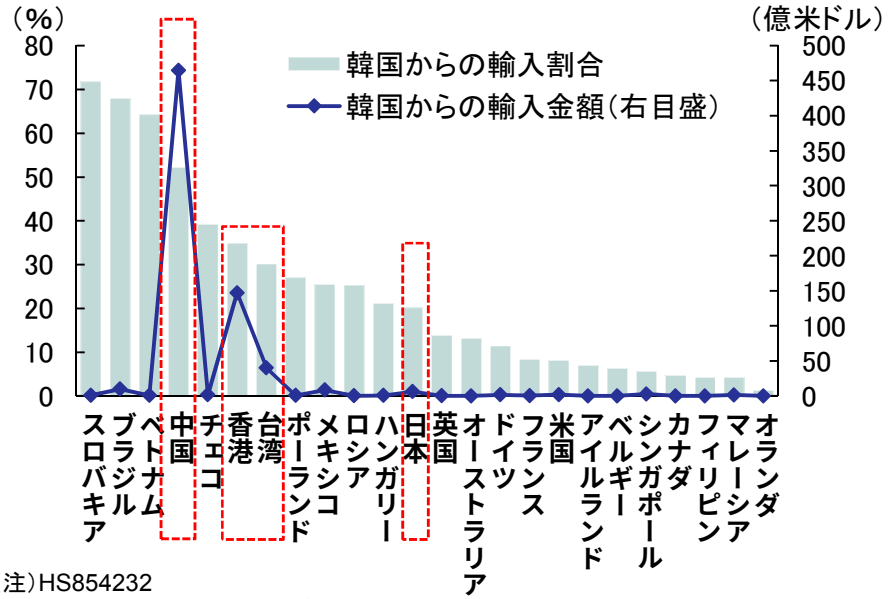


（注）1標準偏差のマイナスのショックを与えた場合の実質世界半導体売上高（前期比伸び率）の変化を図示。ラグ次数はAIC情報基準に従い5ヵ月とした
（資料）みずほ総合研究所作成

IT：リスク検証①韓国半導体生産1%の下振れは日本の生産を0.3～0.6%下押し

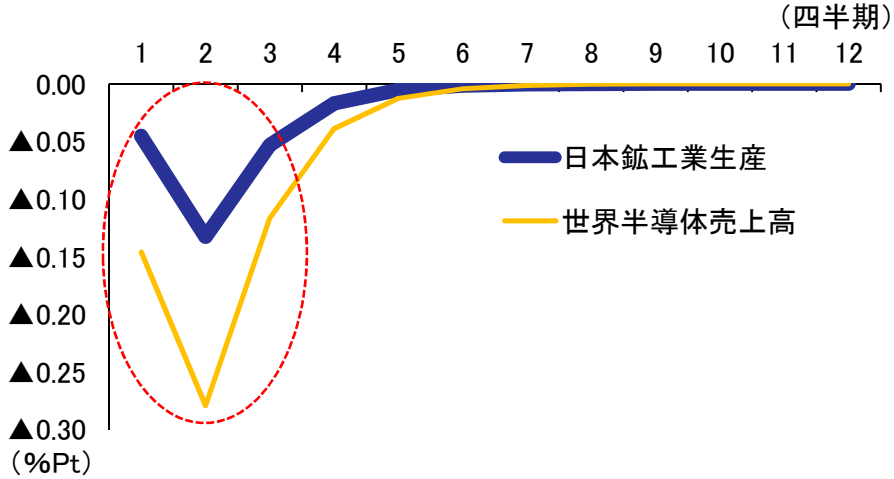
- 7月から、日本政府は半導体製造用素材などの対韓国向け輸出管理を見直し。8月からは輸出管理上の優遇措置を受ける「ホワイト国」から韓国を除外。日本政府の運用次第で韓国半導体企業が重要素材の調達難となる可能性
- 今後想定されるWTOでの協議も展望すれば、一定の自制が働き、規制強化のエスカレーションは回避されると予想
  - ただし、事務手続きの混乱・負担増により、資材調達が遅延して半導体生産の足かせとなるリスクも
- 仮に韓国の半導体生産が停滞した場合、IT市場への下押し等を通じて、日本経済にも悪影響が波及
  - 韓国半導体メモリの輸入割合は、スマホやノートPC等の主要生産拠点である中国や台湾で大きい
  - 時系列分析では、韓国半導体生産の1%下振れによって日本鉱工業生産は0.3%下押し。世界半導体市場の下振れを通じた間接的な影響を含めると、0.6%程度の下振れに

半導体メモリ輸入額に占める韓国からの割合（2017年）



（注）HS854232
（出所）UN Comtradeより、みずほ総合研究所作成

韓国半導体生産ショックによるインパルス応答

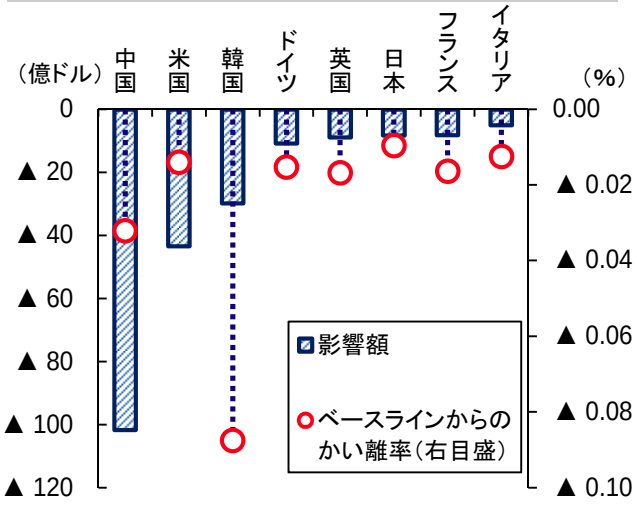


（注）1. 韓国半導体生産、世界半導体売上高（実質）、日本鉱工業生産の3変数の四半期データでVARを推計
2. 1%のマイナスのショックを与えた場合の変化を図示。ラグ次数はAIC情報基準に従い1四半期とした
（資料）みずほ総合研究所作成

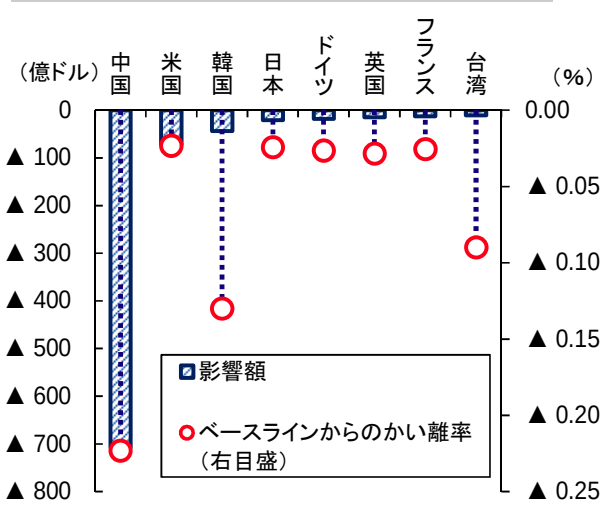
IT：リスク検証②米国のみなら中国IT企業への制裁による生産下押し効果は限定的

- 中国IT企業（ファーウェイ等）への米国製品の輸出規制は、トランプ大統領次第で今後もエスカレートする可能性
- 米国が①「中国の電子・光学機器及び電気機器産業へ禁輸制裁を発動した場合」の各国生産下振れの影響を試算
  - 世界産業連関表（WIOT）を用い、中間投入財のボトルネックによる生産縮小モデルで波及効果を計測
  - 本試算は生産縮小や不確実性の高まりによる二次的波及効果（投資の下振れ等）を織り込んでいない点に留意
- 想定①の試算では、中国の生産は▲100億ドル程度と軽微。米国のみでは悪影響は限定的
- 想定②日本も同様の禁輸を実施した場合は、中国の生産は▲700億ドル程度と、効果はやや拡大
- 想定③韓国・台湾も実施した場合は、中国の生産は▲2,800億ドル程度押し下げ。韓国、台湾が同調すれば影響大

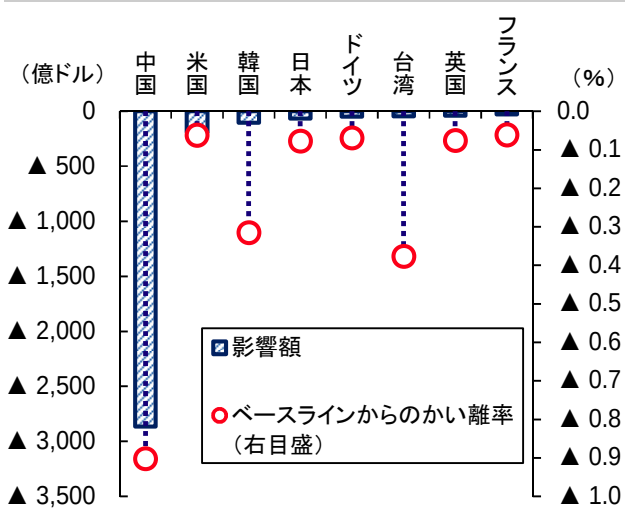
想定①：米国が中国・電子電気産業へ禁輸制裁を実施



想定②：日米が禁輸制裁を実施



想定③：日米韓台が禁輸制裁を実施

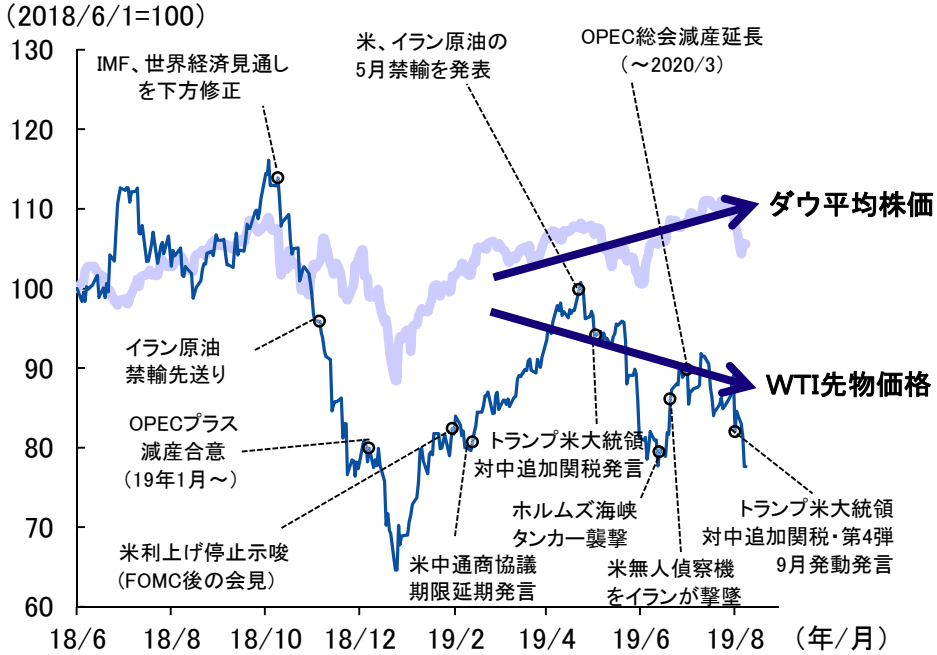


（出所）WIOTより、みずほ総合研究所作成

先行き懸念を映す原油相場。中東情勢が悪化すれば更なる景気下振れリスクに

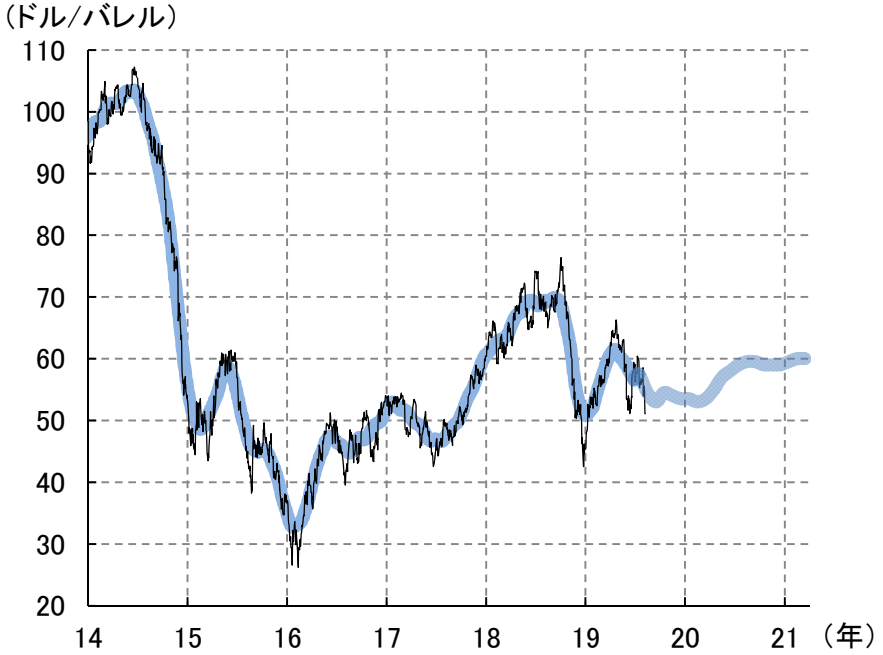
- 世界経済の減速懸念を受け、WTI原油は50ドル台前半に下落。2019年後半以降も上値の重い展開が続く見通し
  - 原油相場は原油需給の緩みを背景に、米国の利下げ期待が株価を支えた2019年前半も軟調に推移
  - OPECプラスは減産の延長期限である2020年3月以降も需給コントロールの枠組みを常態化させる可能性が高いが、米中貿易摩擦の影響から原油相場の上昇圧力は高まらず。WTI原油は60ドル程度を上限とする展開を予想
- ただし、悪化する中東情勢には留意。軍事衝突に発展すれば、原油相場の高騰を招くリスクがある
  - 景気減速下の原油高は、世界経済の下振れリスクを高める要因となり得る

原油相場と米国株



（出所）Refinitivより、みずほ総合研究所作成

原油相場の予測



（出所）Refinitivより、みずほ総合研究所作成

Ⅱ.海外経済

～2020年にかけて米国、欧州、中国ともに減速

（1）米国経済：米中摩擦激化により、2019年終盤から2020年前半に減速

○ 2019年、2020年の実質GDP成長率は前年比＋2.4%（▲0.4%Pt）、＋1.8%（＋0.1%Pt）と予想。2019年は統計改訂や設備投資の弱さを反映、2020年は財政シナリオの修正（アップサイド要因）と米中シナリオの修正（ダウンサイド要因）がほぼ相殺

○ 2019年の米国経済は堅調なペースで拡大。設備投資の減速が続く中で、個人消費への依存度が高まった。GDP統計（NIPA）の改訂により、企業から家計への所得分配が進んでいたことが判明したことは、けん引役としての消費の持続性に期待が持てる材料

○ 2020年については、財政の崖がなくなった一方で、対中制裁関税第4弾が発動されることに。追加関税の大きさはGDP比0.1%Pt程度だが、消費者・企業経営者のセンチメントや金融市場の混乱による逆資産効果、海外経済の回復の遅れによる輸出悪化で影響は増幅

○ FOMCは、7月の会合で、順調な景気拡大が続くとの見通しを維持しつつ、下振れリスクへの備えとして、金融危機後初めてとなる利下げを決定、合わせて保有債券の削減プロセスも前倒しで終了。利下げ後もなお、通商政策や海外景気の不確実性が残存するとの見方から、一段の利下げも辞さない姿勢を表明。財政リスクは後退したが、米中摩擦が一段と激化する中、複数回の追加利下げを迫られる公算が大

対中制裁関税第4弾の影響：見通し上の考え方

- 「見通し期間内では、グローバル・サプライチェーンの変化なし」と想定
  - 輸入先の切り替えや品目の切り替え等の動きは個別国・品目では一部みられるものの、米中貿易や米国の輸入全体の動きを左右するほどではない
- 第4弾の発動により、対中輸入は相応に減少。その分、GDPにはプラス寄与
  - 第1～3弾対象品目の輸入は前年比▲27%と大幅減（2018/1-6実績と2019/1-6実績との比較）
    - 制裁対象となっていない品目の輸入は前年比＋3%程度で緩やかに増加
  - 平均関税率（13%：500億ドル×25%＋2000億ドル×10%）⇒事後的な輸入の価格（関税）弾力性は、およそ2
  - 第4弾の関税率10%×弾力性2＝第4弾対象品目の輸入の予想減少率20%
  - なお第4弾対象品目では消費財が7割弱を占める（従来は資本財が5割、消費財が1/4、産業用資材が15%）
  - 雇用・消費活動は相対的に堅調さを保つとみられ、その分、第4弾の輸入品の減少幅は上記試算値よりも低下する可能性も
- 制裁関税対象の輸入品（ゼロになるわけではない）に対する関税負担が米国民（企業または消費者）に発生
  - 第1～3弾対象品が前年比横ばいで推移すると仮定すると、2020年の対中輸入額は4,130億ドルとなり、関税負担は前年比＋227億ドル
  - 個人消費（2019Q2：年率14.5兆ドル）対比では0.1%の大きさ
    - 米小売業が負担する場合には税引前利益（2019Q1：年率1512億ドル）の15%相当
- 関税負担に加え、消費者センチメントの下振れ、逆資産効果、企業の設備投資先送り、米中摩擦を受けた海外経済の回復遅れが米国の輸出に及ぼす影響など、間接的波及も

（出所）みずほ総合研究所作成

米国：財政リスクは後退も、米中摩擦の激化が需要を下押し

- 2019年の実質GDP成長率は前年比＋2.4%と予想（前回対比▲0.4%Pt）。統計改訂や設備投資の弱さが主因
- 2020年は歳出上限引き上げの合意と対中制裁関税第4弾発動の影響が相殺、前年比＋1.8%と予想（同＋0.1%Pt）
- 米中貿易摩擦に加えて、Brexit（合意なき離脱）の実現による想定外の下押し圧力、中国経済の回復遅れ（景気対策の不発）などがリスク要因。これらが企業向けクレジット市場の調整の引き金となり得る点も重要

短期見通し総括表（米国）

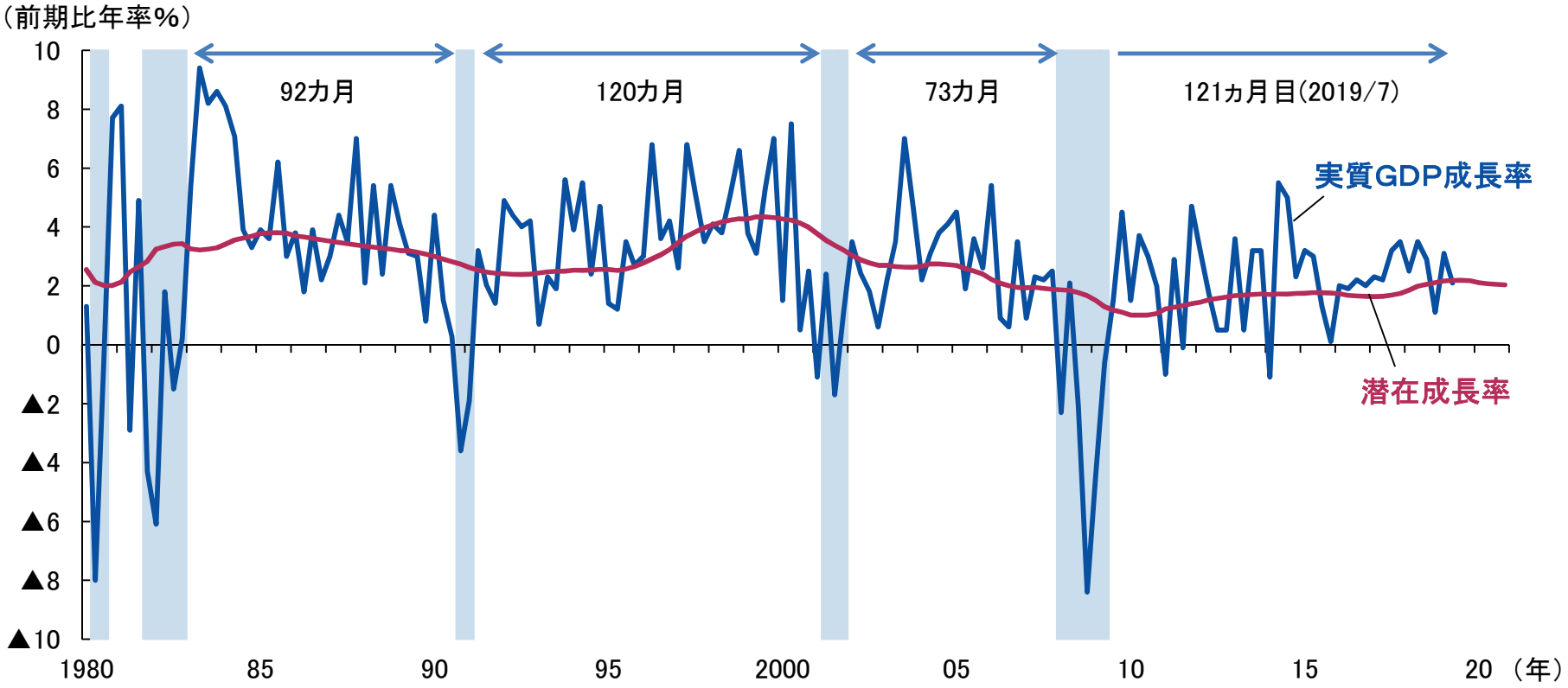
		2018	2019	2020	2018				2019				2020			
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比年率、%	2.9	2.4	1.8	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.1	1.9	2.5	1.3	1.8	1.6	2.1
個人消費	前期比年率、%	3.0	2.5	2.1	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.3	2.5	2.2	1.5	1.9	2.0	2.0
住宅投資	前期比年率、%	▲ 1.5	▲ 1.9	1.7	▲ 5.3	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.7	▲ 1.0	▲ 1.5	1.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.4	3.4	3.5	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 0.6	5.1	2.9	4.0	3.9	3.8	3.5
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	▲ 1.2	2.1	0.1	0.5	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
政府支出	前期比年率、%	1.7	2.7	1.8	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	5.0	4.0	3.0	1.1	0.6	0.6	0.4
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.7	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	▲ 0.6	0.5	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1
輸出	前期比年率、%	3.0	▲ 0.0	0.8	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.1	▲ 5.2	▲ 0.7	3.1	0.0	2.0	1.0	2.9
輸入	前期比年率、%	4.4	1.7	0.5	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.1	3.3	▲ 1.1	▲ 1.7	1.9	1.9	1.9
失業率	%	3.9	3.7	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9
個人消費支出ﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	前年比、%	2.1	1.7	1.8	1.9	2.2	2.2	1.9	1.4	1.8	1.9	2.0	2.3	1.8	1.7	1.6
食品・ｴﾈﾙｷﾞｰを除くｺｱ	前年比、%	1.9	1.7	1.9	1.7	1.9	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8	2.0	1.9	1.8	1.8

（注）網掛けは予測値
（出所）米国商務省、米国労働省より、みずほ総合研究所作成

米国：景気拡大は過去最長記録を更新

- 米国に関する景気循環の記録が残る18世紀半ば以降では、最長。景気拡大の長期化は、1980年代以降の特徴
  - 在庫管理の高度化、FRBによる高インフレ抑制の成功が、80年以降の長期拡大の主要因と言われている

米国の景気循環

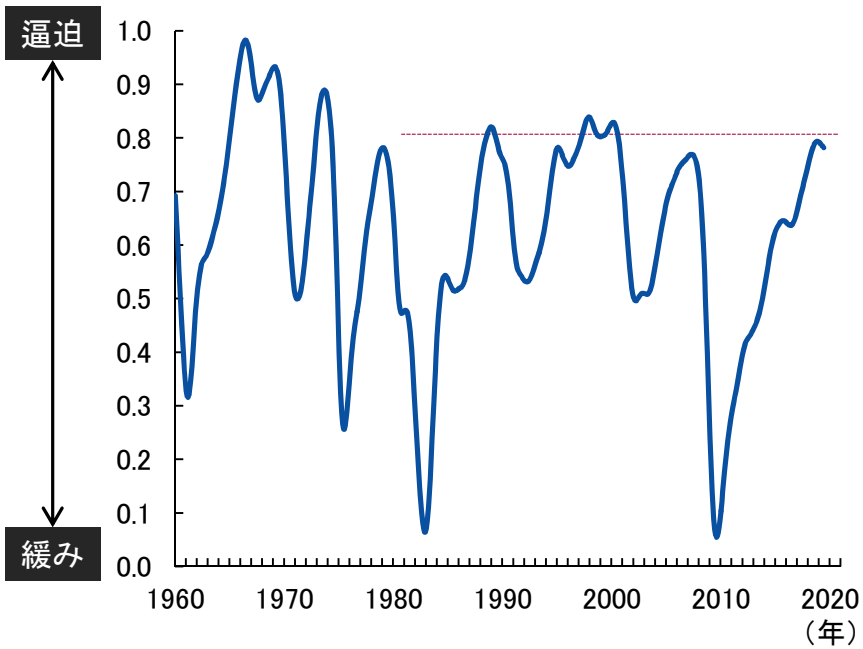


（注）網掛けは景気後退期　（出所）米国商務省、CBO、NBERより、みずほ総合研究所作成

米国：ビジネスサイクル・クロックは「日の入り」。持続的拡大には供給力拡大が課題

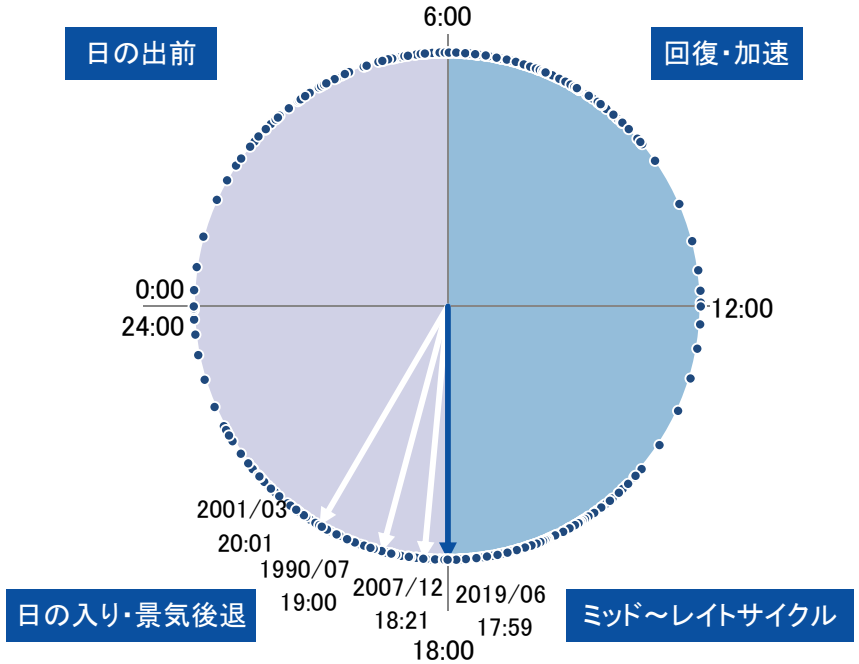
- 足元の資源稼働率（失業率と製造業設備稼働率、トレンド除去）はピーク近傍
- 景気拡大を持続させるには、労働供給力を増やすか、設備投資を増やすかの二択（生産性は設備投資と一体）
  - ボトルネックによりコストが上昇しても、企業の価格転嫁は困難。収益悪化・景気減速に結びつきやすく
  - 特に投資を促進する上では、先行き不透明感の除去が求められる局面。財政問題のクリア（後述）は1つの前進
  - 一方、対中制裁第4弾や中国の為替操作国認定など、トランプ政権の政策は先行き不安を助長する方向にシフト

米国の資源稼働率



（注）失業率と製造業設備稼働率から循環成分を抽出したもの。0～1の値をとる
（出所）米国労働省、FRBより、みずほ総合研究所作成

米ビジネスサイクル・クロック（PM5：59）

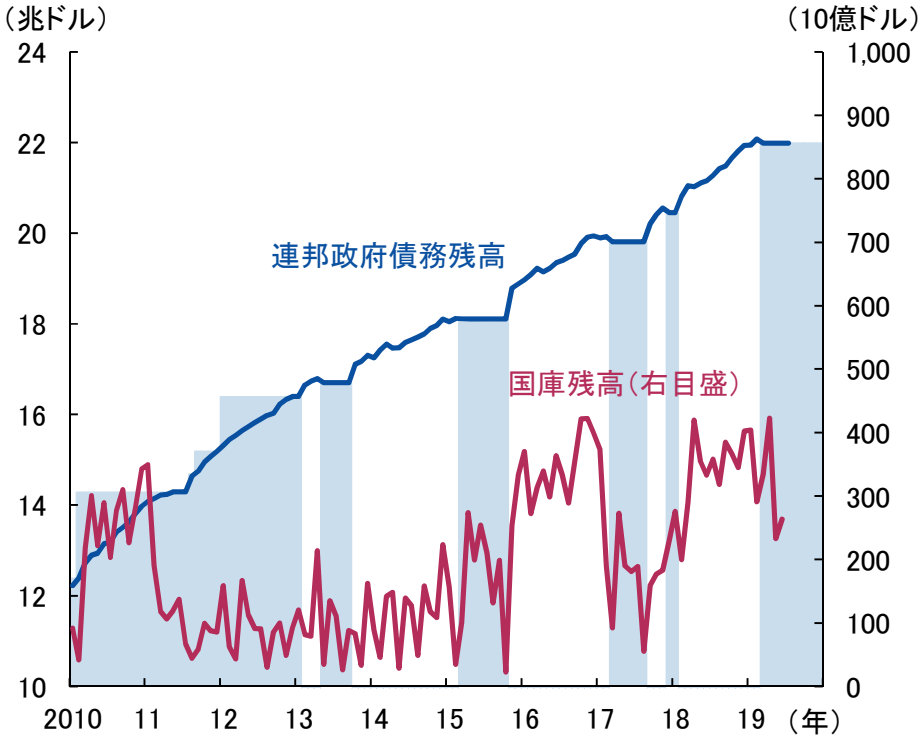


（注）円状ドットは1980年1月以降の各月の局面を表す
（出所）米国労働省、FRBより、みずほ総合研究所作成

米国：米国債デフォルトリスクと“財政の崖”リスクは実質的に解消

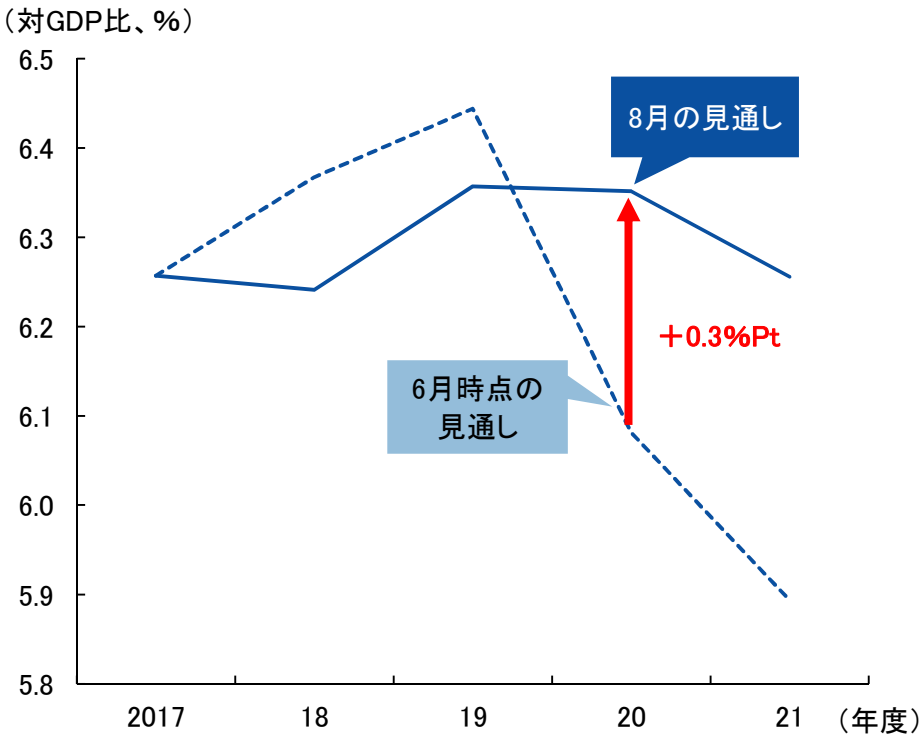
- 7月22日、米政権・議会が合意し、債務上限規定を2021年7月末まで適用免除
- 裁量的支出のキャップについても2011年の規定対比で大幅引き上げ。財政スタンスは緊縮から拡張へ転換
  - 2020年については対GDP比で＋0.3%Ptの歳出拡大に

債務上限問題



（注）網掛けは法律上の債務上限
（出所）米国財務省より、みずほ総合研究所作成

消えた財政の崖

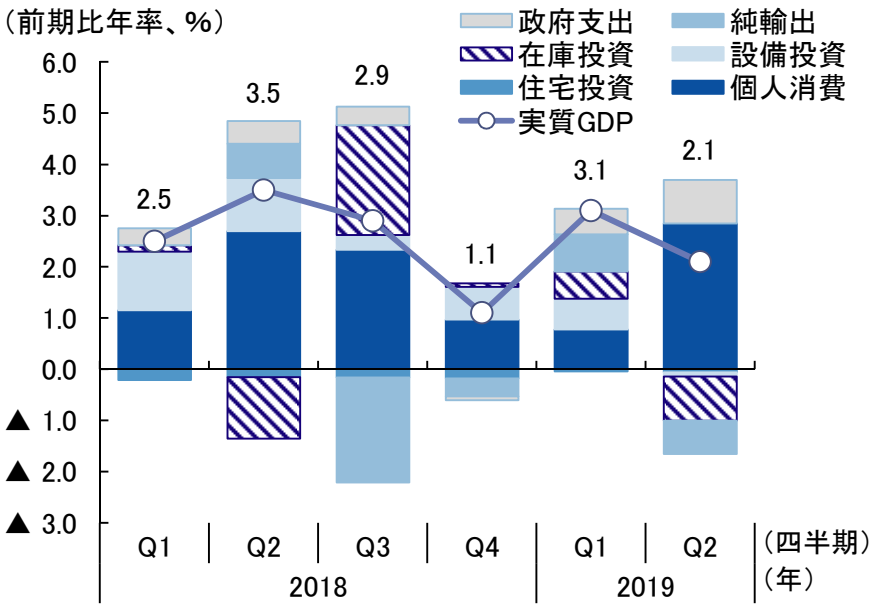


（注）図中の値は、連邦政府の裁量的支出額の対GDP比を示す
（出所）CBOより、みずほ総合研究所作成

米国：4～6月期の成長率は減速。個人消費は好調も、設備投資が下押し

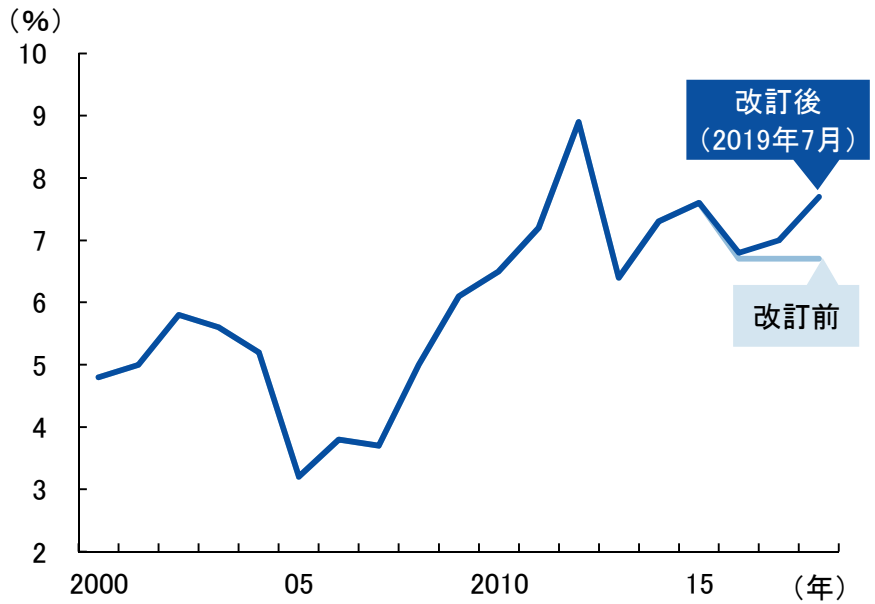
- 2019年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率＋2.1%と1～3月期（同＋3.1%）から減速
- 個人消費は同＋4.3%と高い伸び。自動車を中心に耐久財消費が大幅に加速したことが主因
- 設備投資は同▲0.6%と減少。機械投資は小幅回復も、建設投資と知的財産投資が減速、成長率を下押し
- 年次改訂により2018年の個人貯蓄率が大幅に上方修正。同時に、2018年の個人所得、個人消費も上方修正
  - 良好な所得環境が、消費の拡大と同時に、家計の健全性向上に寄与したことを示唆

実質GDP成長率



（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

個人貯蓄率

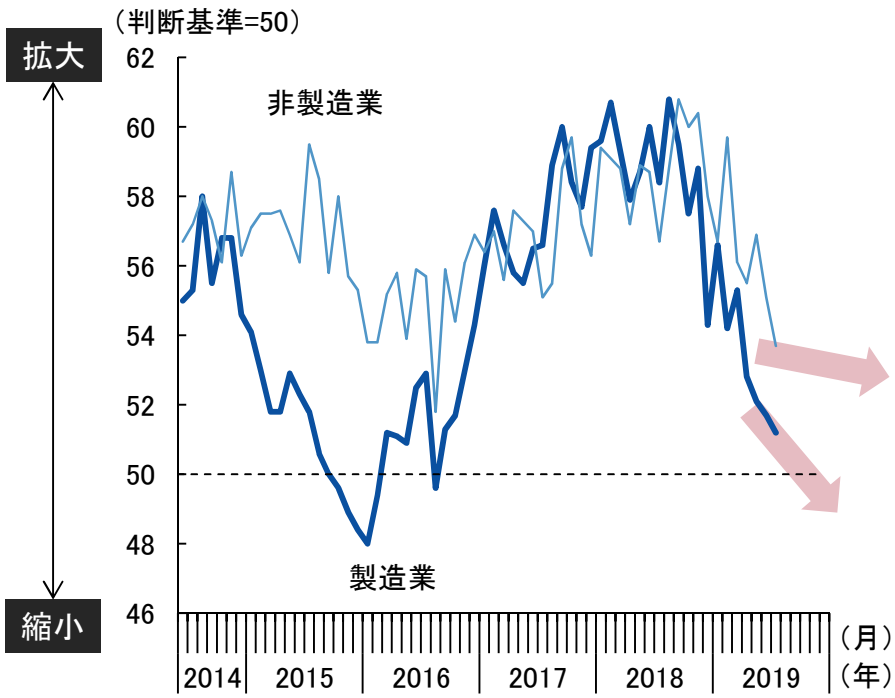


（注）個人貯蓄率は、可処分所得に対する個人貯蓄額の比率を示す
（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国:トランプ政権の通商政策が米国の製造・輸出セクターにとって深刻な逆風

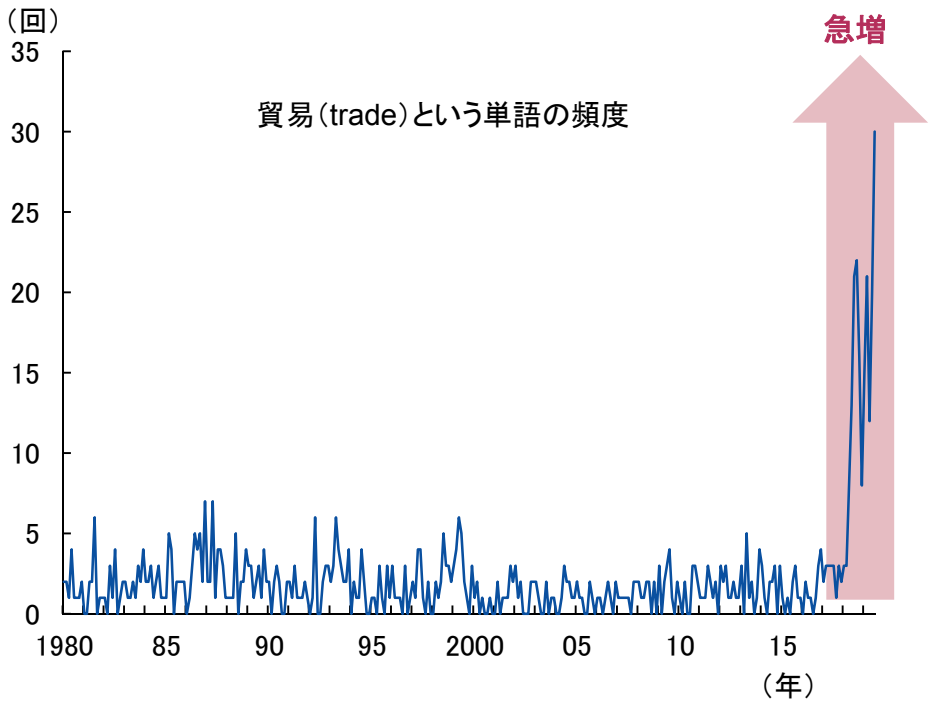
- ISM指数は、2018年半ばをピークとして急速に低下。特に製造業では業況判断基準の50に迫る水準
  - 非製造業の指数も低下しているが、製造業と比べると相対的に高水準を維持
  - 今後は、製造業と非製造業のデカップリングが広がっていくと予想(2015・2016年当時と類似)
- 全米各地の企業等からのヒヤリング結果をまとめたFRB地域経済報告(ベージュブック)では「貿易」が沸騰ワードに

ISM指数



(出所) ISMより、みずほ総合研究所作成

ベージュブックのキーワード

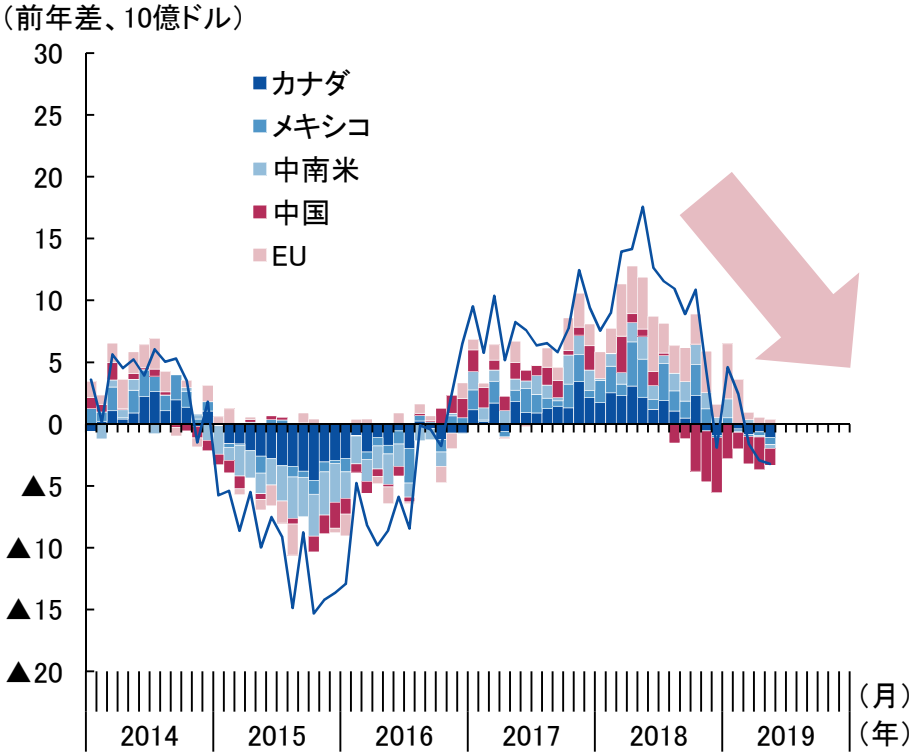


(注)tradeを含む小売(retail trade)、卸売(wholesale trade)はカウントから除いている
(出所)FRBより、みずほ総合研究所作成

米国：企業から漏れる不安は、輸出入の急速な減速として顕在化

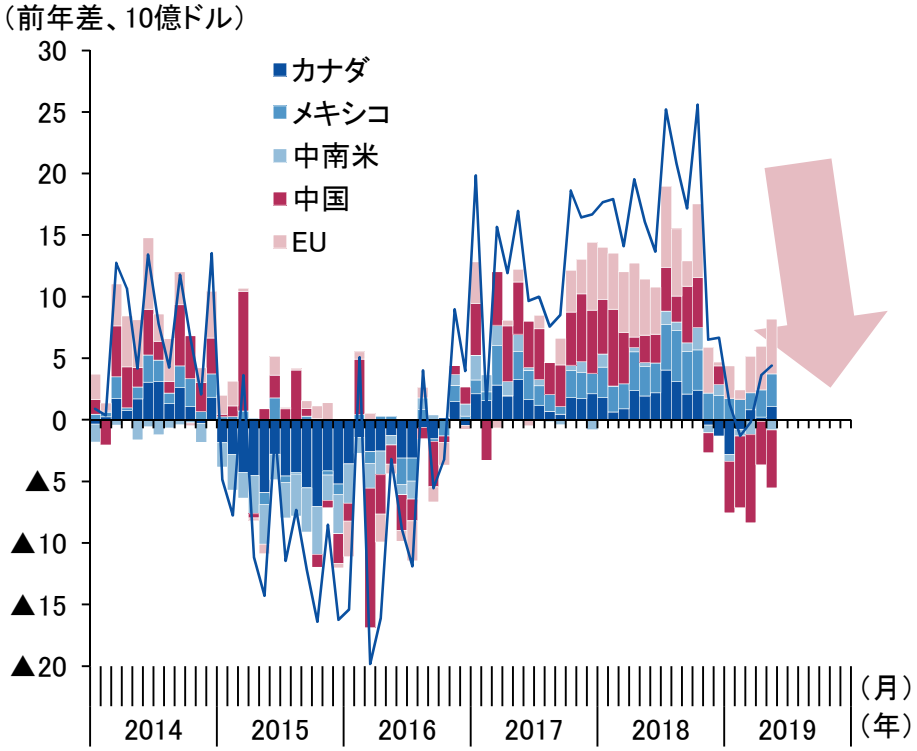
- 米国の輸出は2018年前半に減速開始。輸入はやや遅れて同年終盤から減速し、減速のテンポは急激に
- 国別には、高関税をかけ合う対中貿易が大幅悪化。中国以外でも、NAFTA（カナダ、メキシコ）やEUとの貿易が縮小
  - 対中貿易においては、制裁関税の対象割合が高い財を中心に輸出入が減少

米国の国別輸出



（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国の国別輸入

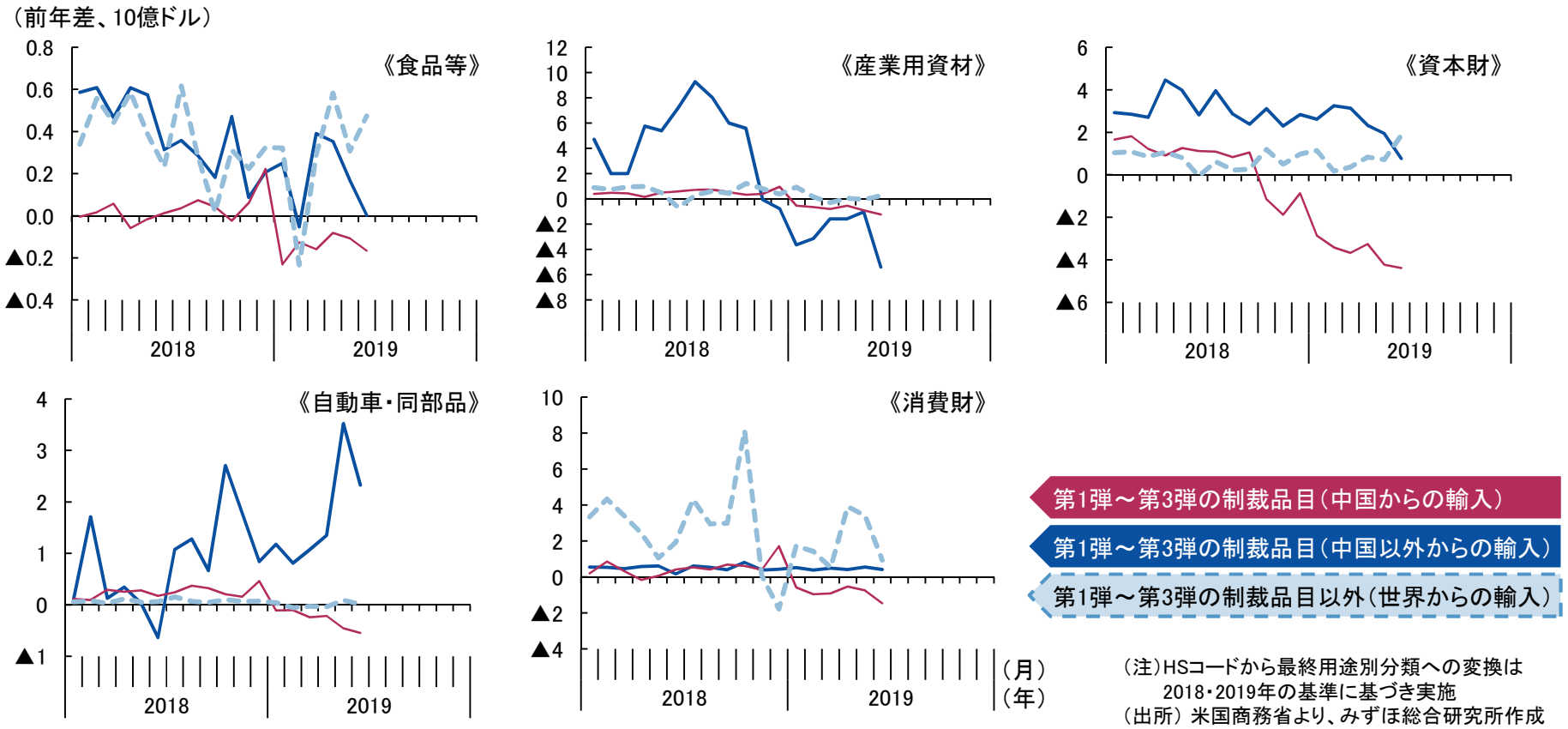


（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国：現状、対中制裁の回避（他国からの輸入増、非制裁品へ切替等）はみられず

- 制裁対象品の中国からの輸入は総じて減少。同時に他国からの同等品（同一HSコード）輸入も減少基調
  - 自動車関連では非制裁対象品目の輸入が急増。しかし、墨・欧・韓からの自動車本体の輸入増が主因、そもそも自動車輸入が僅少である中国の輸入を代替するものではない

最終用途別・制裁関税対象別（第1～3弾）の輸入動向



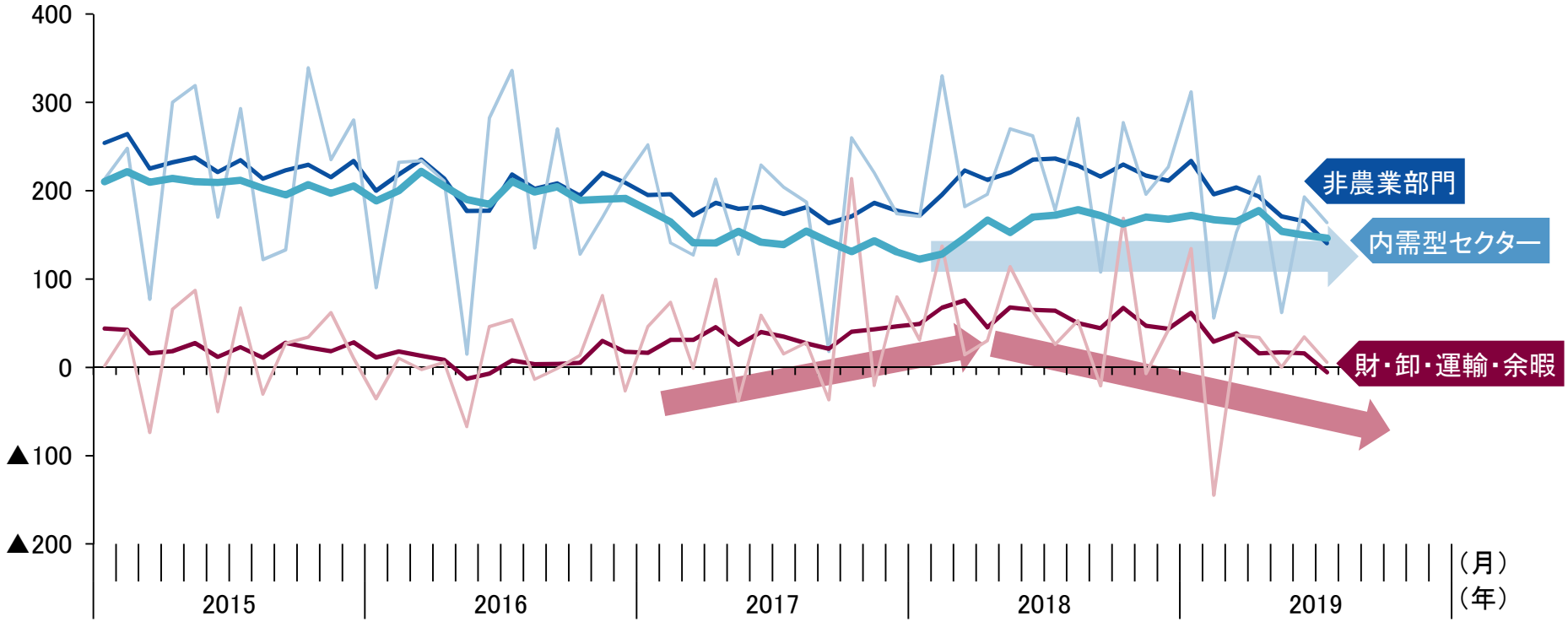
（注）HSコードから最終用途別分類への変換は2018・2019年の基準に基づき実施
（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国：雇用にもデカップリング。内需型セクターが雇用を支え、消費活動をけん引

- 海外経済や通商政策の影響、国内生産活動の影響、選択的消費の影響などが4セクターの雇用鈍化に影響
- 一方、教育・医療をはじめとする内需型のサービス部門では、堅調な雇用の伸び続く。今後も雇用のけん引役に

非農業部門雇用者数

（前月差とその6カ月移動平均、千人）



（注）財セクター＝鉱業＋建設業＋製造業。細い線グラフが公表されている前月差の系列、太い線グラフがその6カ月移動平均
（出所）米国労働省より、みずほ総合研究所作成

（参考資料）対中制裁関税と対中輸入

- 第1弾、第2弾は資本財中心。第3弾では資本財に加えて消費財にも制裁関税を賦課。第4弾では消費財が7割弱
- 制裁対象の資本財と消費財は中国依存度が高く（それぞれ3割弱、4割弱）、米国内の経済活動にも影響

対中制裁関税と対中輸入

	2017年実績でみた制裁対象の輸入金額（100万ドル）							
	第1弾	第2弾	第3弾	1～3累計	第4弾	制裁対象外	対中輸入計	世界輸入
食品等	0	0	4,951	4,951	1,175	7	6,133	137,817
産業用資材	4	3,073	32,127	35,203	9,729	2,406	47,338	507,096
資本財	29,296	10,100	79,957	119,354	67,666	3,019	190,039	639,850
自動車・同部品	2,538	128	16,744	19,409	616	0	20,025	358,305
消費財	323	919	55,983	57,225	174,021	4,353	235,600	601,519
その他	13	0	2	15	175	5,896	6,085	95,297
	32,174	14,220	189,763	236,157	253,381	15,681	505,220	2,339,884

	制裁対象の内訳（制裁段階別の財別シェア）					財別世界輸入に占めるシェア		
	第1弾	第2弾	第3弾	1～3累計	第4弾	1～3累計	第4弾	計
食品等	0.0	0.0	2.6	2.1	0.5	3.6	0.9	4.4
産業用資材	0.0	21.6	16.9	14.9	3.8	6.9	1.9	8.9
資本財	91.1	71.0	42.1	50.5	26.7	18.7	10.6	29.2
自動車・同部品	7.9	0.9	8.8	8.2	0.2	5.4	0.2	5.6
消費財	1.0	6.5	29.5	24.2	68.7	9.5	28.9	38.4
その他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0			

（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

（参考資料）中国による報復関税と対中輸出

- 第1弾は食品と自動車・部品、第2弾は産業用資材が中心。第3弾では産業用資材と資本財に重点
- 報復対象品目の対中比率（対中依存度）は低い。最も高い食品等でも14%弱

中国による報復関税と対中輸出

	対中輸出と中国による報復（2017年実績、100万ドル）						
	第1弾	第2弾	第3弾	1～3累計	制裁対象外	対中輸出計	世界輸出
食品等	16,884	87	1,236	18,206	63	18,270	132,736
産業用資材	1,283	11,142	21,094	33,520	8,207	41,727	464,268
資本財	0	1,931	20,498	22,429	25,029	47,457	533,187
自動車・同部品	10,980	44	2,626	13,651	240	13,891	157,865
消費財	0	147	4,411	4,558	2,633	7,191	197,804
その他	1	0	81	82	1,180	1,262	60,614
	29,149	13,351	49,945	92,445	37,352	129,798	1,546,473

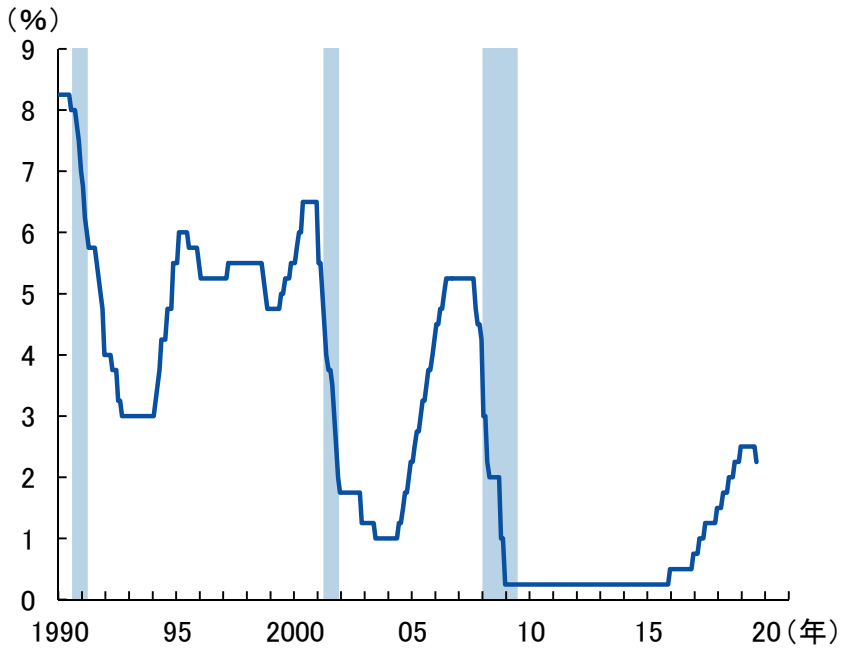
	報復対象の内訳（報復段階別の財別シェア）				対中比率
	第1弾	第2弾	第3弾	1～3累計	1～3累計
食品等	57.9	0.7	2.5	19.7	13.7
産業用資材	4.4	83.5	42.2	36.3	7.2
資本財		14.5	41.0	24.3	4.2
自動車・同部品	37.7	0.3	5.3	14.8	8.6
消費財	0.0	1.1	8.8	4.9	2.3
その他	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
	100.0	100.0	100.0	100.0	

（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国金融政策：7月FOMCは金融危機後初の利下げ。追加利下げの姿勢維持

- 7月FOMCはFF金利を0.25%引き下げ。世界経済の弱さと通商政策の不確実性による下振れに備え
  - 保有債券の削減プロセスも2カ月前倒しで終了、緩和スタンスの整合性保つ
  - ジョージ・カンザスシティ連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁が反対票
- 声明文では「利下げ後も不確実性が残存」「景気拡大に適切な政策を取る」方針が示され、追加利下げの姿勢維持
  - 10月末のBrexit（合意なき離脱）、中国経済の回復遅れ・金融問題の深刻化、米通商政策が引き続きリスク要因

米政策金利



（注）FF金利の誘導水準または誘導レンジの上限。網掛けは景気後退期
（出所）FRB、NBERより、みずほ総合研究所作成

7月FOMCの声明文と議長記者会見

【声明文】
- 世界経済の動向がもたらす見通しへの示唆と、インフレの落ち着きに照らし合わせて、利下げを実施
- 利下げ後も、不確実性が残存
- 景気拡大を支えるため適切な行動をとる
- 保有債券の削減終了を2カ月前倒し

【記者会見】
- 利下げの目的は3つ。欧州・中国を中心とする世界経済の弱さと通商政策の不確実性による下振れへの備え、すでに生じているこれらの影響の相殺、2%インフレ目標の早期達成
- 今回の利下げは、景気循環中盤の政策調整。景気後退時などの、長い利下げ局面の始まりを意図していない
- 金利が高すぎて投資ができない、という声は聞こえてこない
- 利下げは、家計や企業のコンフィデンスを高める役目
- 資産評価の面で一部、かなり問題のある水準まで上昇。ただし全般的には金融安定上のリスクは穏やか

（出所）FRBより、みずほ総合研究所作成

（2）ユーロ圏経済：輸出の弱さが内需に徐々に波及、不安定な低成長が続く見通し

○ 2019年4～6月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.2%となり、改めてユーロ圏経済の基調の弱さが浮き彫りに。1～3月期（同＋0.4%）に英国向け輸出や自動車販売などが一時的に進んだ影響が剥落したことで、2018年後半の成長率に戻る結果

○ 2013年から続いたユーロ圏の景気拡大は、可処分所得を増加させ、依然内需の底堅い成長に寄与。一方、ユーロ圏は輸出依存度が高く、輸出の伸びの鈍化による悪影響が内需へも徐々に波及。2019年のユーロ圏GDP成長率は前年比+1.2%、2020年は同＋1.1%に留まると予測。前回6月時点の予測から2020年の成長率を0.3%Pt下方修正

○ ユーロ圏のインフレ率は、緩慢な上昇にとどまる見込み。エネルギーなど振れの大きい項目を除いた基調インフレ率は、景気減速や油価下落の影響もあり、2019年を通じて1%近傍で大きく動かないと予想。2020年以降に入って以降も、経済の低成長を背景に、物価上昇ペースは緩慢なものにとどまる

○ ECBは、2019年7月の政策理事会で、今後の緩和策実施に向けた強い意志を示唆。今後は、副作用を軽減するための階層化措置を伴った預金ファシリティ金利の引き下げに加え、資産購入も再開すると予想

ユーロ圏：製造業の弱さが続き、低成長が継続する見通し

- ユーロ圏のGDP成長率は、2019年に＋1.2%、2020年に＋1.1%と予測
  - 2020年の成長率は6月見通しから0.3%Pt下方修正
    - 外需の回復が遅れていることに加え、英国のEUからの合意なき離脱（No-Deal Brexit）、米中摩擦激化の影響を反映
- コア・インフレ率は、見通し期間を通じて、緩慢な上昇ペースにとどまる見通し

短期見通し総括表

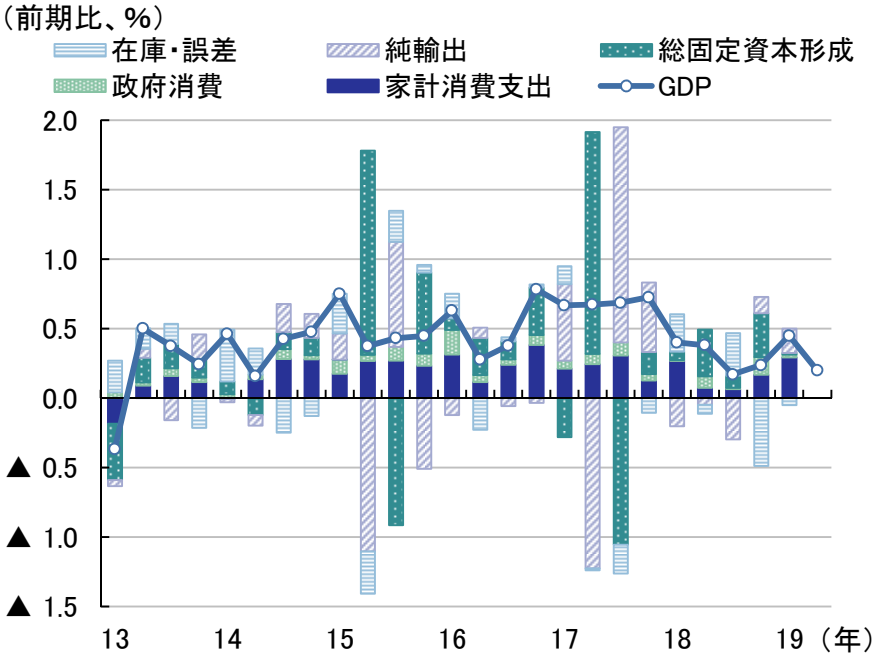
		2016	2017	2018	2019	2020	2018				2019				2020			
		暦年					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比、%	1.9	2.4	1.9	1.2	1.1	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
内需	前期比、%	2.4	2.1	1.5	1.1	1.0	0.6	0.4	0.5	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
個人消費	前期比、%	1.9	1.8	1.3	1.3	1.1	0.5	0.1	0.1	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
総固定資本形成	前期比、%	3.9	3.6	2.1	2.3	1.2	0.3	1.6	0.4	1.5	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
政府消費	前期比、%	1.8	1.2	1.0	1.1	1.2	0.0	0.4	0.0	0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.0	0.0	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.0
外需	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.4	0.5	0.5	0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	前期比、%	3.0	5.3	3.4	2.6	1.8	▲ 0.5	1.1	0.3	1.1	0.7	0.1	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
輸入	前期比、%	4.1	4.7	2.7	2.5	1.6	▲ 0.1	1.4	1.0	1.0	0.3	0.2	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6
消費者物価指数	前年比、%	0.2	1.5	1.8	1.3	1.4	1.3	1.7	2.1	1.9	1.4	1.4	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3

（注）網掛けは予測値
（出所）Eurostatなどより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：4～6月期の経済成長率は基調の弱さを表面化

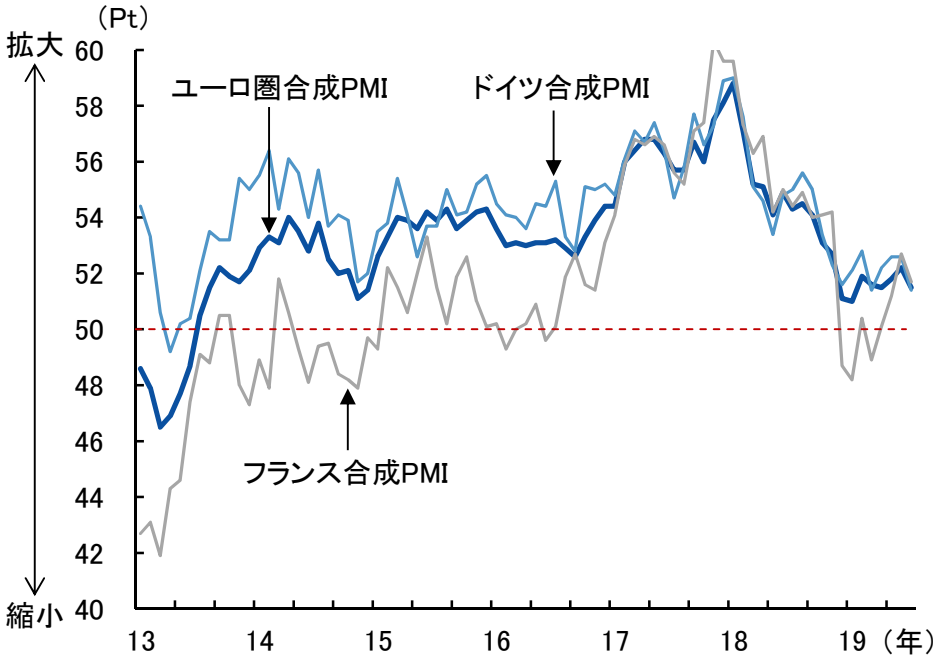
- 2019年4～6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.2%に低下した
  - 国別には、フランス（同＋0.2%）及びイタリア（同＋0.0%）は、それぞれ前期から0.1%Pt低い成長率となり、スペイン（同＋0.5%）は機械設備投資が落ち込んだことから前期から0.2%Pt低い成長率となった
- GDPとの連動性が高い購買担当者指数（合成PMI）は、2019年入り後も、好不況の分かれ目である50付近での推移が継続

ユーロ圏の実質GDP成長率（需要項目別）



（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏・ドイツ・フランスの合成PMI推移

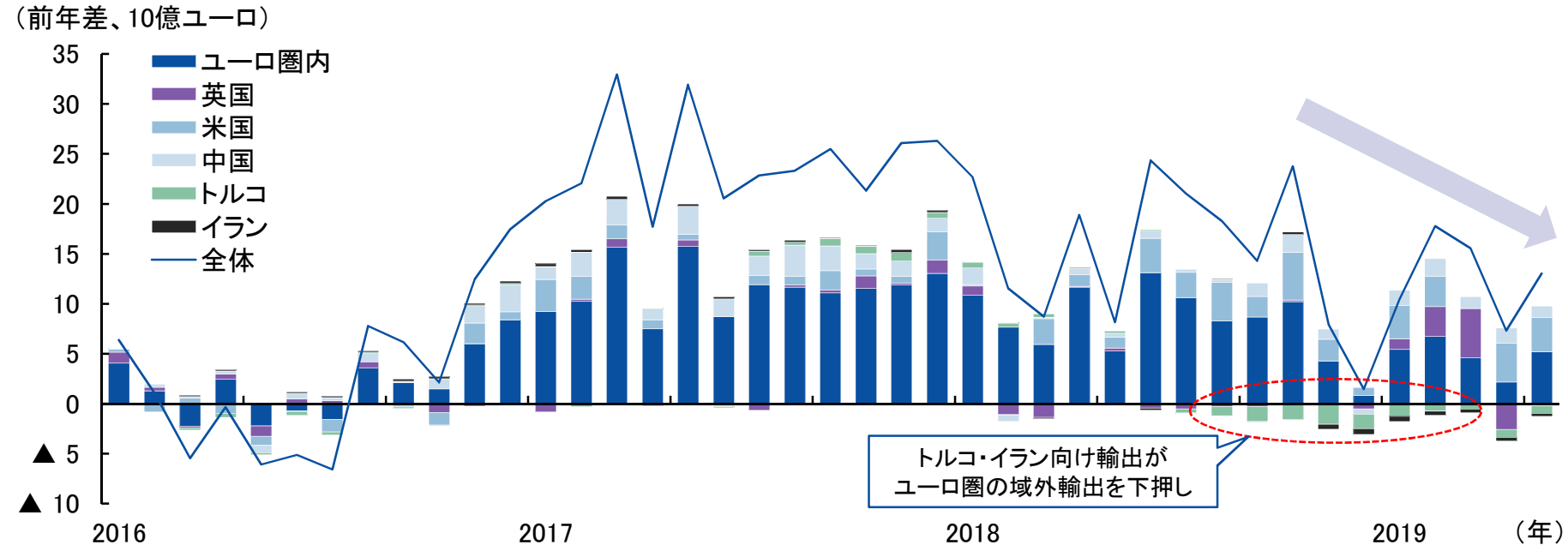


（注）PMIは50が景気判断の節目
（出所）Markit、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：域外輸出の伸びは地政学リスクに晒され鈍化

- ユーロ圏の輸出の前期比伸び率は徐々に鈍化
  - 2018年及び2019年のユーロ圏の域外輸出は、主に米国、中国、英国向けが牽引し、トルコ、イラン向けが下押し
    - いずれも地政学的なリスクを抱える国々
    - 域外輸出の動向に、域内輸出も呼応して伸びは鈍化
- 直近四半期（2019年1~3月期）のユーロ圏の財輸出は、前期比＋1.5%増加
  - 2019年1~3月期は、3月の当初Brexit期限を前に、英国向け輸出が増加に寄与

ユーロ圏財輸出額の前年差推移



（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

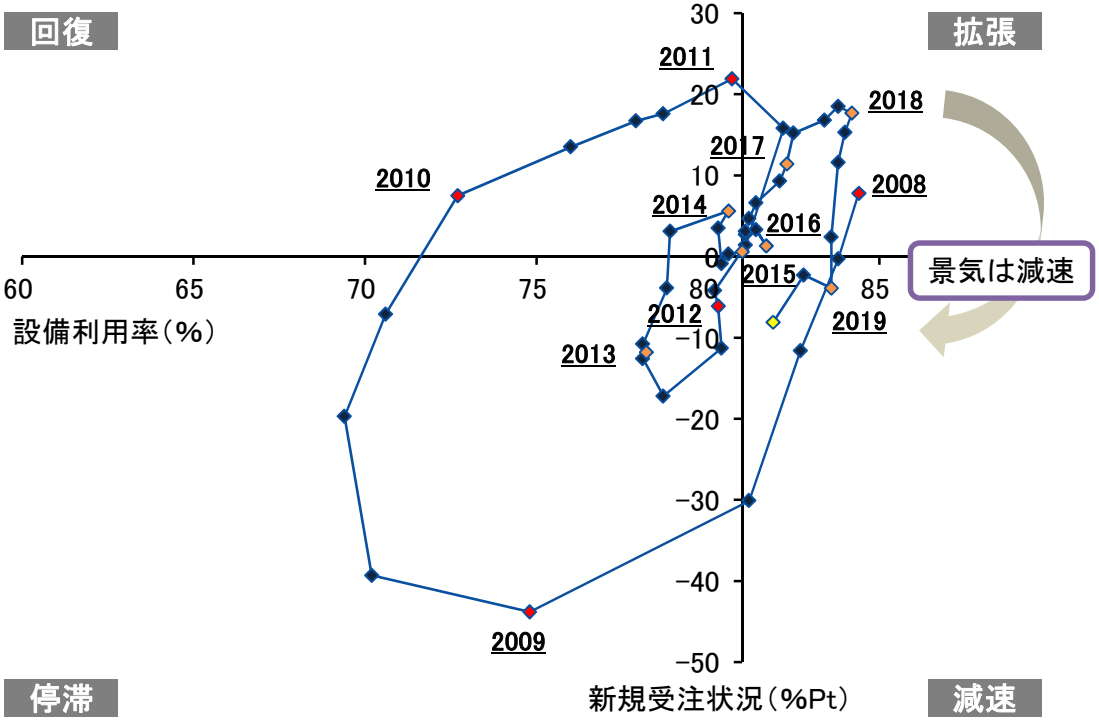
ユーロ圏：輸出の鈍化がユーロ圏の製造業の生産活動を減速

- ユーロ圏経済の輸出依存度は約5割
- 輸出受注水準の低下が、製造業全体の受注水準に連動
  - 2018年以降、新規受注状況DIが低下、設備利用率も徐々に低下し、景気は減速

ユーロ圏の製造業の受注水準DI

（注）ゼロが判断の節目。現在の受注水準を尋ねたもの
（出所）欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏の製造業の設備利用率×新規受注状況DI

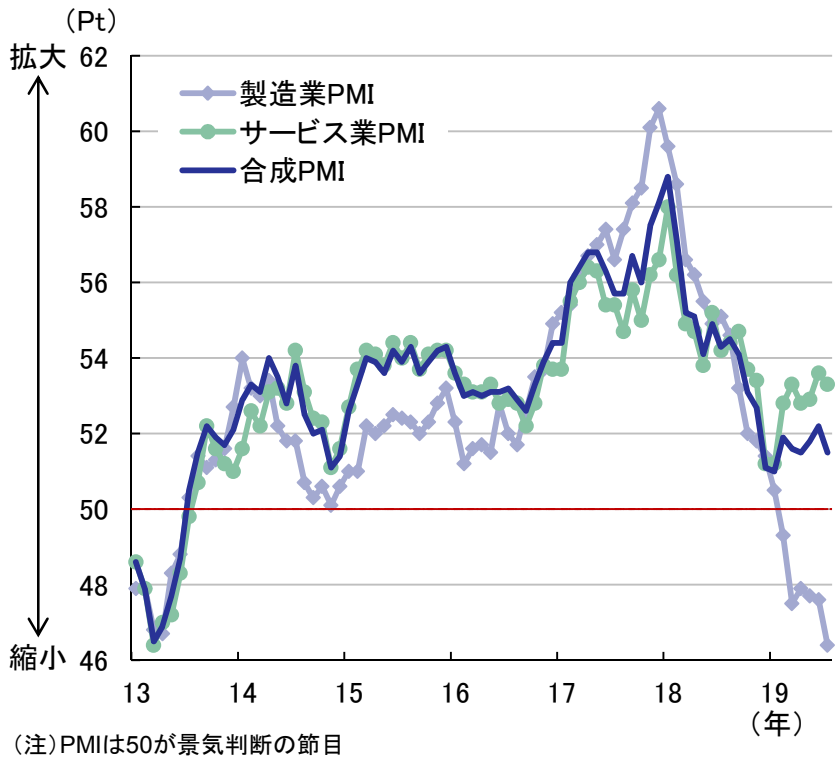


（注1）欧州委員会による製造業に対する設備利用率及び新規受注の状況を尋ねたアンケートによるもの
（注2）赤は2012年までの1～3月期、オレンジは2013年以降の1～3月期、黄色は最新の位置を示す
（出所）欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：製造業が弱まる中、内需が景気を下支え

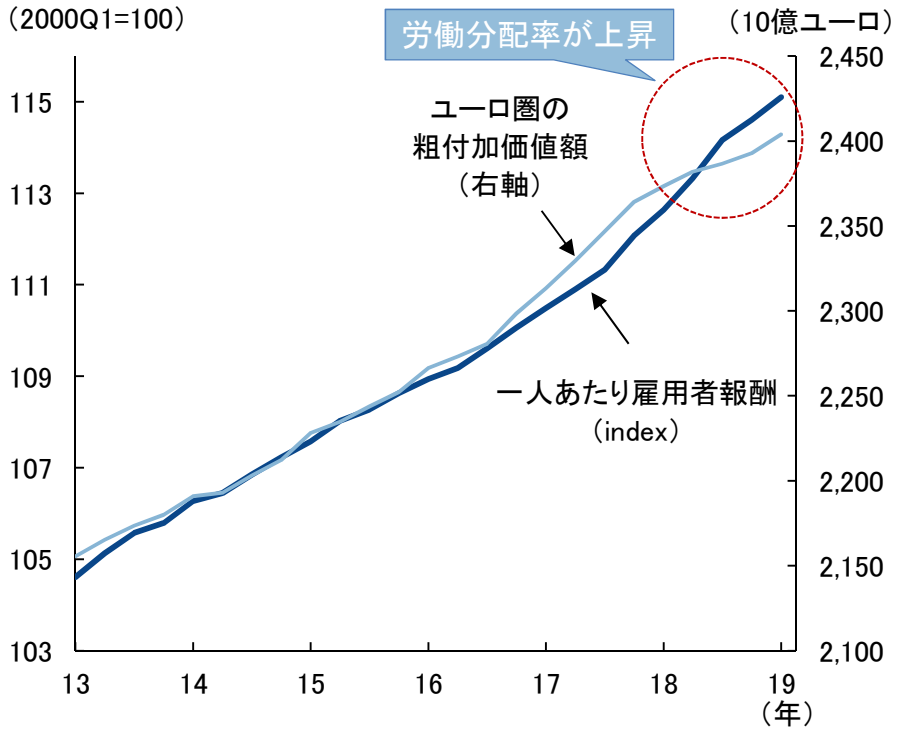
- 2019年1月以降、製造業PMIがサービス業PMIを継続的に下回り推移
  - 外需の影響を受けやすい製造業と、内需型のサービス業で動向が大きく乖離する状況
    - 特に主要国の中で製造業のGDP比率が高いドイツにおける、製造業PMIとサービス業PMIの乖離が顕著
    - 労働分配率の上昇が乖離の背景に

ユーロ圏のPMI



（注）PMIは50が景気判断の節目
（出所）Markit、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏の粗付加価値額と一人あたり雇用者報酬

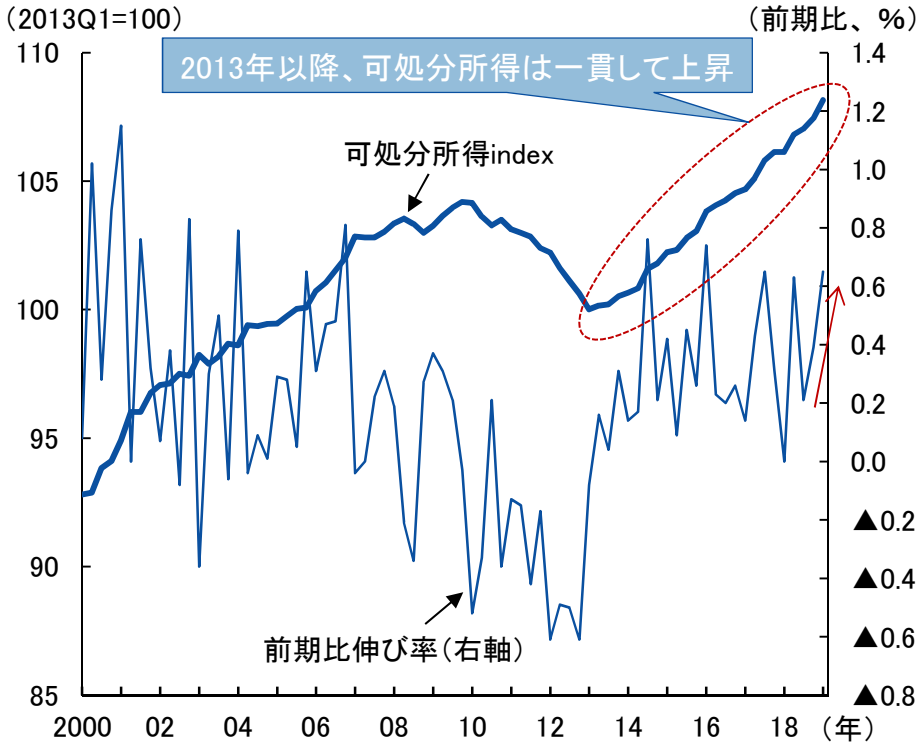


（出所）Eurostat、ECBより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：家計所得上昇に支えられるサービス業

- 可処分所得は、2019年入り後も上昇し、家計消費及び内需型サービス業を下支え
  - 失業率の低下、賃金の下方硬直性などが、可処分所得を支える
    - ①賃金交渉のタイミングラグ、②人手不足、③企業の雇用保蔵、④政策支援が寄与

ユーロ圏の一人あたり実質可処分所得



（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏の可処分所得を支える要素

① 賃金交渉タイミングラグ

② 人手不足
（生産年齢人口の減少・景気に左右されにくい職の増加）

③ 企業の雇用保蔵

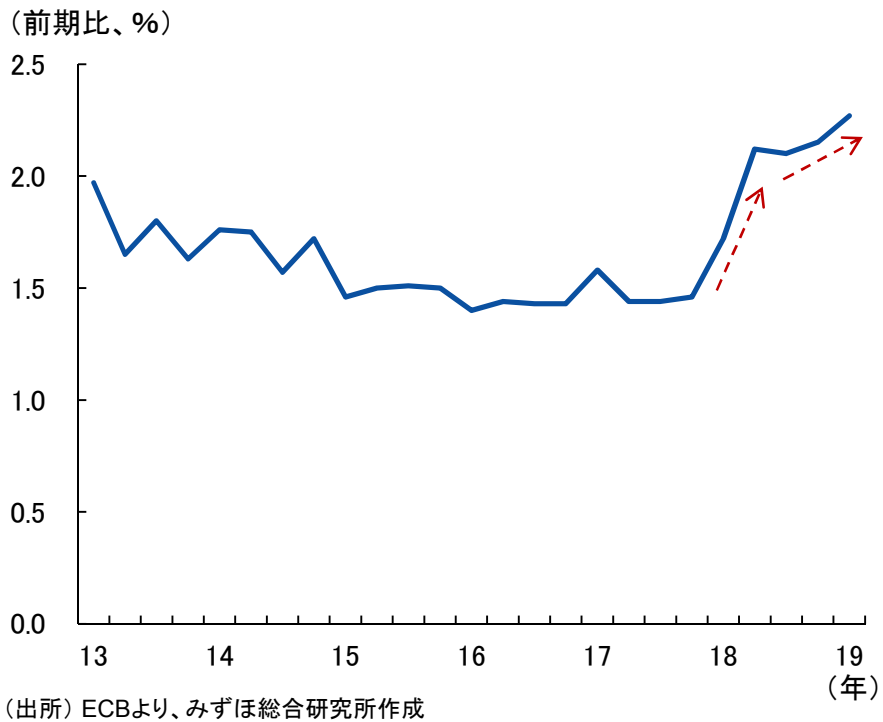
④ 政策支援
（最低賃金の引き上げなど）

（出所）みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：可処分所得を支える要素（1/2）：タイムラグと人手不足

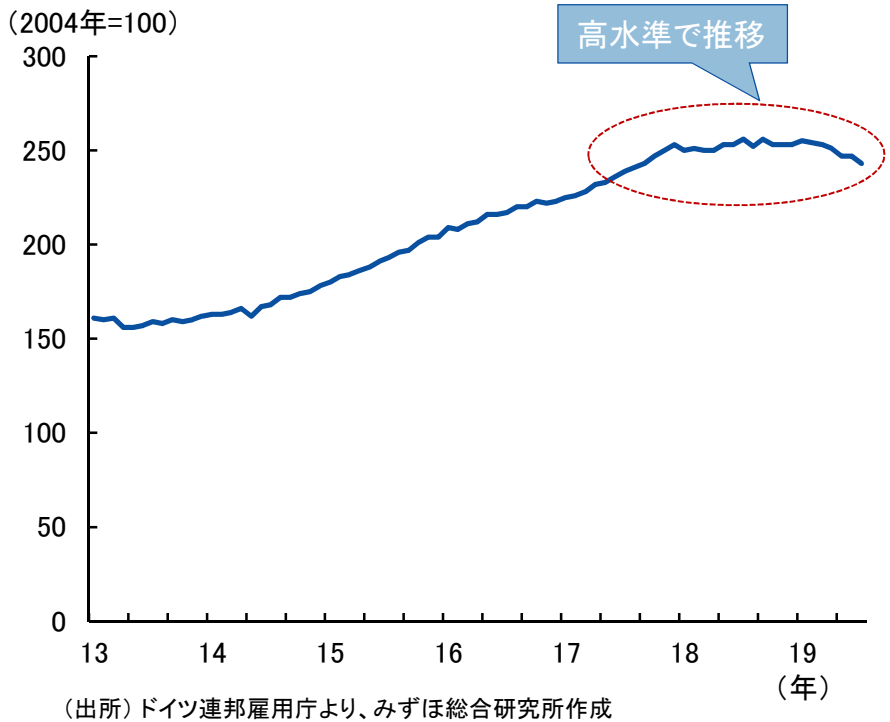
- 賃金交渉にはタイムラグがあり、景気の変動をすぐには受けにくい構造
  - ドイツ最大の労働組合IGメタルは2018年2月に2020年3月までの労働協約で合意
- 生産年齢人口の減少や失業者数の減少に加え、教育・介護等、景気に左右されにくい業種で求人が拡大し、労働需給の緩和を抑制
  - ドイツでは2019年6月時点で53万人分の求人（フルタイム正社員）が存在

ユーロ圏の妥結賃金の四半期伸び率



（出所）ECBより、みずほ総合研究所作成

ドイツの求人index

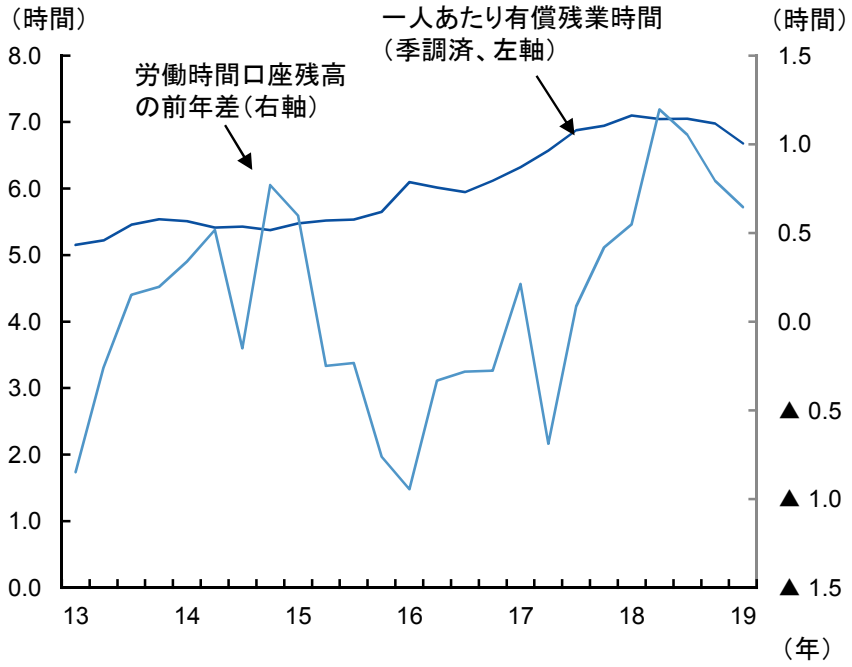


（出所）ドイツ連邦雇用庁より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：可処分所得を支える要素（2/2）：雇用保蔵余地と政策支援

- ドイツ一人あたり平均残業時間は、2019年入り後も高い水準にあり、雇用保蔵の余地が残る
  - ドイツでは所定労働時間を超える労働時間を時間資産、下回る労働時間を時間負債として記録し、将来これらの取り崩しや返済することができる「労働時間口座」の仕組みも大手企業を中心に浸透
    - 2018年に時間資産が積み上がっており、2019年入り後も、取り崩し余地が存在
- また財政黒字を背景に、ドイツは2019年から拡張的な財政政策を実施し、家計の可処分所得の増加を図る

ドイツ企業における雇用保蔵のバッファー



（出所）ドイツ労働市場職業研究所より、みずほ総合研究所作成

ドイツの家計に関連する主な政策支援

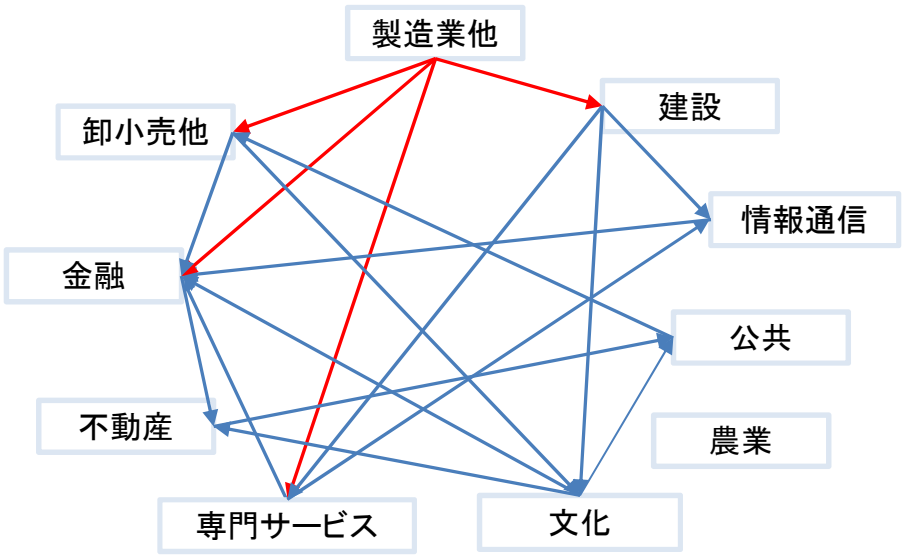
開始時期	内容
2019年1月	社会扶助・失業給付金引き上げ
2019年1月	最低賃金引き上げ
2019年1月	医療・介護保険給付の最大額引き上げ
2019年1月	年金・失業保険給付の最大額引き上げ
2019年1月	低所得者・自営業者の医療保険料の最低負担額引き下げ
2019年1月	失業保険料率引き下げと、介護保険料率の引き上げ
2019年7月	年金受給額の増加
2019年7月	年金水準の東西格差是正
2019年7月	母親（父親）年金の上昇
2019年7月	子ども手当増額

（出所）ドイツ連邦経済エネルギー省より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：製造業の生産不振がサービス業に約1/3波及

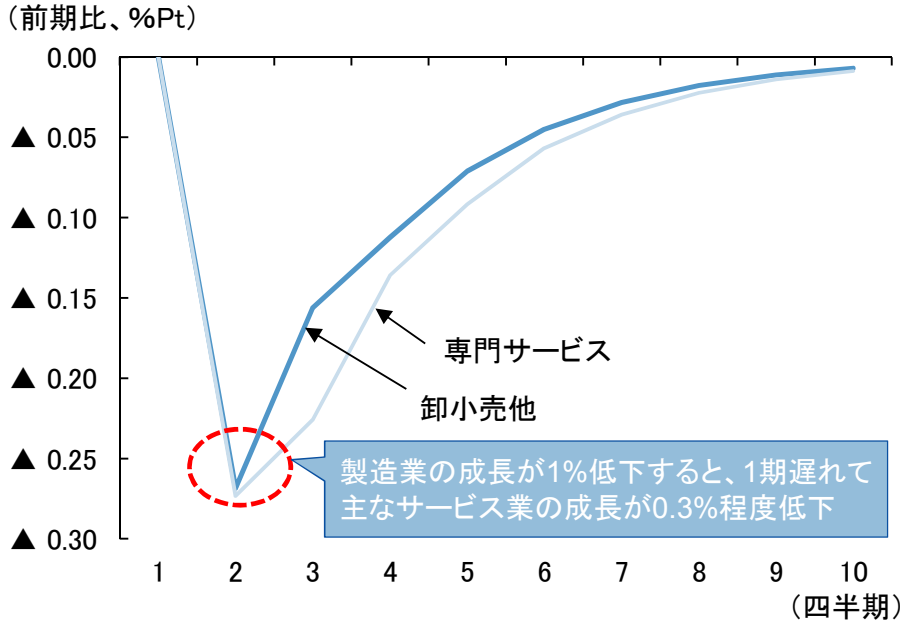
- 外需の弱さは製造業の生産を下押しし、製造業の生産不振は、ラグを持ってサービス業などへ波及
  - 製造業の粗付加価値額の前期比伸び率が1%Pt減少すると、翌期に主なサービス業の成長を0.3%Pt程度押し下げる効果
    - 粗付加価値額の低下は、労働生産性を悪化させ、サービス業の雇用者報酬に悪影響を与えうる

製造業のマイナス成長の波及（グレンジャー因果性）



（注）2002年4～6月期から2019年1～3月期における、業種別粗付加価値額の前期比伸び率による分析。ラグ次数1。有意水準5%以下で有為な関係性を矢印で示したもの。赤の矢印は、製造業からの波及経路
（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

製造業の成長が1%Pt減少した場合の他業種への波及

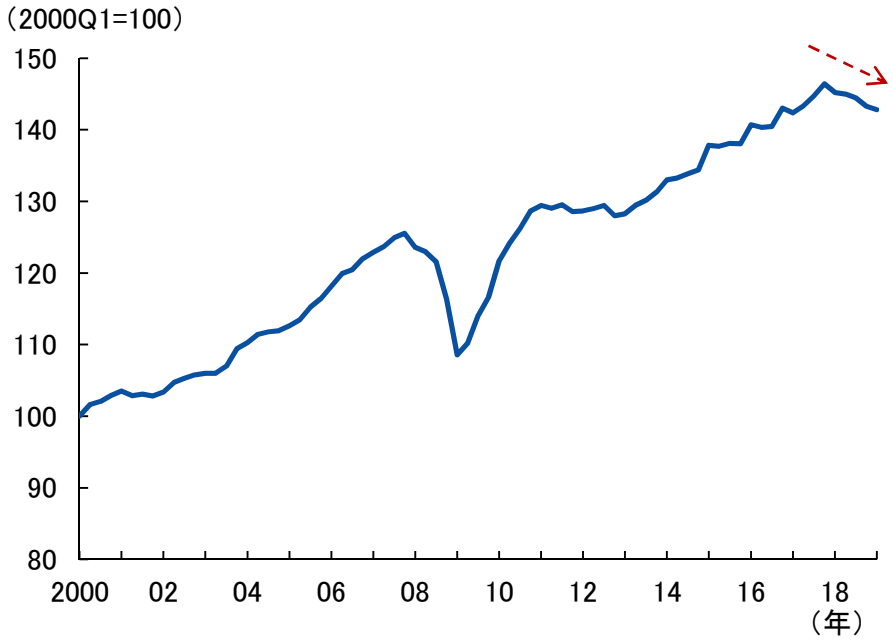


（注）2002年4～6月期から2019年1～3月期における、業種別粗付加価値額の前期比伸び率による分析。ラグ次数1。製造業の伸び率が1%Pt変化した場合の、業種別の影響をインパルス応答関数により試算したもの
（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：サービス業も徐々に弱まり、輸出頼みの不安定な低成長へ

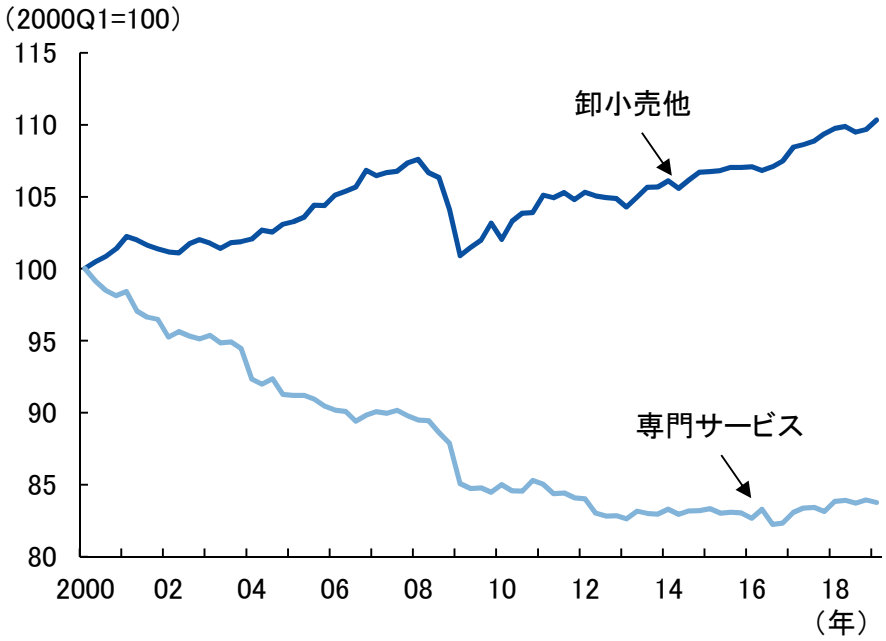
- 粗付加価値額の低下は、労働生産性を悪化させ、サービス業の雇用者報酬に悪影響を与えうる
  - サービス業では、2019年入り後の労働生産性の低下は未だ見られていないが、輸出依存度の高い製造業の生産不振が長引く場合、サービス業も労働生産性を低下させ、内需を支える家計所得に悪影響が及ぶ見込み
    - 内需の大幅な改善は見込みがたく、成長は輸出の回復頼みに

製造業の労働生産性推移



（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

サービス業の労働生産性推移

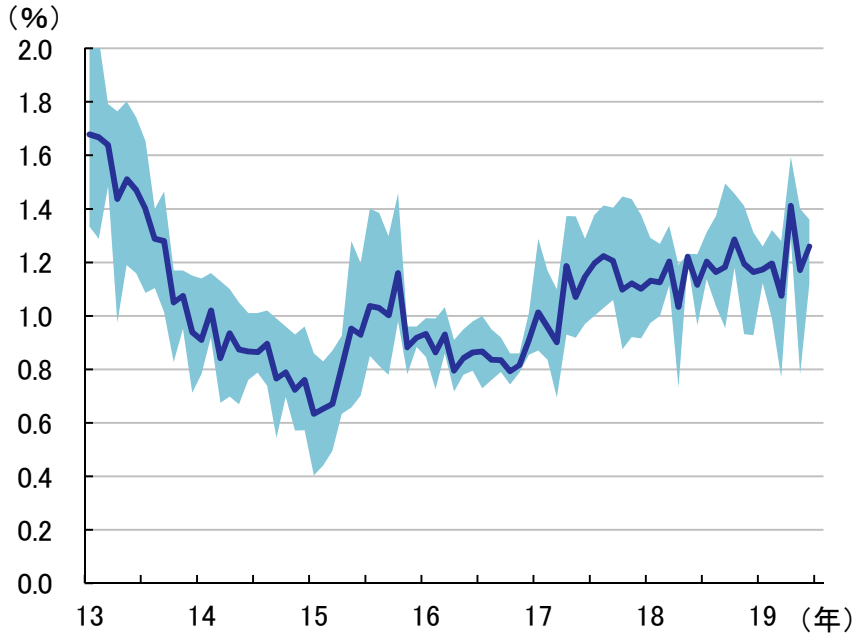


（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：基調物価は低迷、期待インフレ率も低下

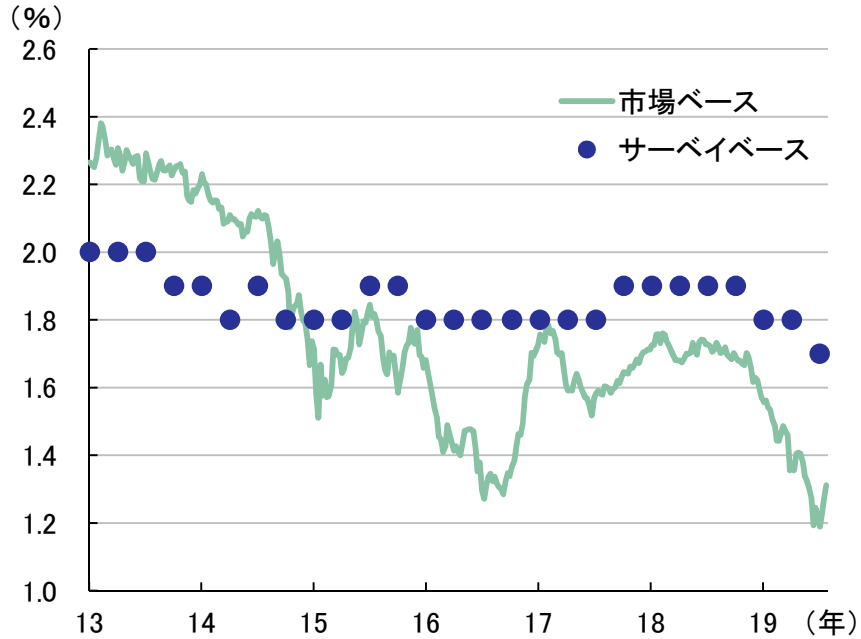
- インフレ率は上昇の兆し見えず、期待インフレ率は低下が続く
  - 7月のインフレ率（速報値）は前年比＋1.1%、エネルギー・食料品を除くコア同＋0.9%とほぼ横ばい
  - 刈込平均など他の基調物価指数をみても概ね横ばい
- 市場ベースで見た期待インフレ率（インフレスワップ5年先スタート5年物）は、1.3%台まで低下
  - 専門家に実施したサーベイベースで見た長期インフレ率も1.7%まで低下しており、ECBの2%目標が揺らぐ

基調インフレ率の推移



（注）基調インフレ率は、コアCPI、10%刈込平均CPI、スーパーコア（Bloomberg推計）の3つの基調インフレ率指標のレンジを示したもの
（出所）Eurostat、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

期待インフレ率の推移



（注）市場ベースは、インフレスワップ5年先スタート5年物。サーベイベースはECBの専門家予測調査による5年先の長期インフレ率予測
（出所）ECB、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：ECBは9月の政策理事会で金融緩和実施の見込み

- 7月25日のECB政策理事会では、次回（9月12日）の緩和策実施に向けた強い意志表示
  - ①金利のフォワードガイダンス変更（lower levelsという文言を挿入）、②物価目標に関する表現の変更（symmetry in the inflation aim という表現を使用）、③物価低迷への危機感と追加緩和に関する強い意志表示、④関連委員会にマイナス金利の深堀り、QE再開に向けたオプションの検討を指示
- 9月の政策理事会で、預金ファシリティ金利の引き下げ（▲0.4%⇒▲0.5%）＋階層化措置、QE再開発表（300億ユーロ/月、国債購入上限ルールは見直し）と予想

ECB政策理事会（7/25）の主な内容

景気情勢	労働市場や賃金環境は良好さを維持し、サービス業や建設業は底堅い。しかし、こうした見通しは**製造業を中心にしてどんどん悪くなっている。**
景気見通し	ユーロ圏の景気見通しを巡るリスクは、地政学要因に関する不確実性の持続や、保護主義の脅威、脆弱な新興市場などから、依然として下方にある。
物価情勢	インフレ圧力は依然として見られず、インフレ期待は低下した。故に、**相当程度の金融緩和が良好な金融環境を維持するために必要だ。**
緩和スタンスについて	インフレ率が実現値・予測値共に物価目標を持続的に下回るなかで、**非常に緩和的な政策スタンスが必要**。
	もしも中期のインフレ見通しが目標を下回るならば、**物価目標の対称性へのコミットメントに沿って、政策理事会は行動する決意である**。
政策金利のフォワードガイダンスについて	政策金利は、少なくとも2020年前半まで、且つ、インフレ率の推移がECBの想定と整合的であるために必要なだけ、現行水準**またはそれより低い水準で**据え置かれる。
追加緩和の内容	関連委員会に対して、**政策金利の階層化など、マイナス金利長期化の影響緩和措置**や、**新たな資産購入の規模や構成の選択肢**について検討することを要請した。
何故本日緩和を決めなかったか	（今回の政策理事会で行動することは）議論は全くなかった。現状は力強さを示す兆候があり、今悲観的な見通しを持つのは難しい。但し、同時に一定の国、一定セクターでは見通しが悪化している。

（出所）ECBより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：EUはフォン・デア・ライエン氏を新欧州委員長に選出。仏の影響力が増大

- 欧州議会は、ウルズラ・フォン・デア・ライエン独前国防相を、新欧州委員長に選出（7月17日）
  - フォン・デア・ライエン氏はブリュッセル生まれ、親仏。メルケル首相の盟友だが、ドイツ国内では反対論も
  - EU理事会はクリスティーヌ・ラガルドIMF専務理事を次期ECB総裁に決定
- EU首脳レベルでの意思決定においてフランスの影響力が増大
  - 緊縮よりも成長重視の方向性になる可能性あり
  - 欧州議会においても中道グループ（リニュー・ヨーロッパ）は第三極として過半議席獲得の鍵となる立ち位置に

EU主要機関の首脳人事

職務	氏名	出身国	任期
欧州委員長	ウルズラ・フォン・デア・ライエン	ドイツ	5年
ECB総裁	クリスティン・ラガルド	フランス	8年
EU理事会常任議長（EU大統領）	シャルル・ミシェル	ベルギー	2年半
EU外務安全保障政策上級代表	ジョセップ・ボレル	スペイン	5年
欧州議会議長	ダビド＝マリア・サッソーリ	イタリア	2年半

（出所）EUより、みずほ総合研究所作成

欧州議会の構成

政党グループ	政治スタンス	加盟政党	議席数
欧州人民党（キリスト教民主）グループ	中道右派	独CDU、仏共和党など	182
社会民主進歩同盟グループ	中道左派	独SPD、仏.社会党など	152
リニュー・ヨーロッパ	中道リベラル	仏共和国前進、独FDP、スペイン・Csなど	108
緑・欧州自由連盟グループ	左派	独緑の党、仏欧州エコロジーなど	74
アイデンティティと民主主義グループ	極右	伊同盟、仏国民運動、独AfDなど	73
欧州保守改革グループ	右派	英保守党、西VOX、伊FdIなど	62
欧州統一左派・北欧緑左翼連盟グループ	極左	独左翼党、ギリシャ・シリザ、西ポデモスなど	41
無所属		伊五つ星運動、英Brexit党	54
合計			746

過半議席に届かず

（出所）欧州議会より、みずほ総合研究所作成

英国：Brexitは10月末ぎりぎりまでもつれることは必至の情勢

- ボリス・ジョンソン英国新首相は、10月31日に英国のEUからの離脱を目指す
  - 10月31日の期日に向けタイトなスケジュール。英下院再開は9月3日だが、野党が不信任案提出の可能性も
  - EUと離脱協定を再交渉。EUは離脱協定の修正や離脱期限の再延期を拒否。英政府が延期申請をしないまま10月31日の期限が経過し、偶発的な「合意無き離脱」が発生といったシナリオか

Brexitに関連する政治日程

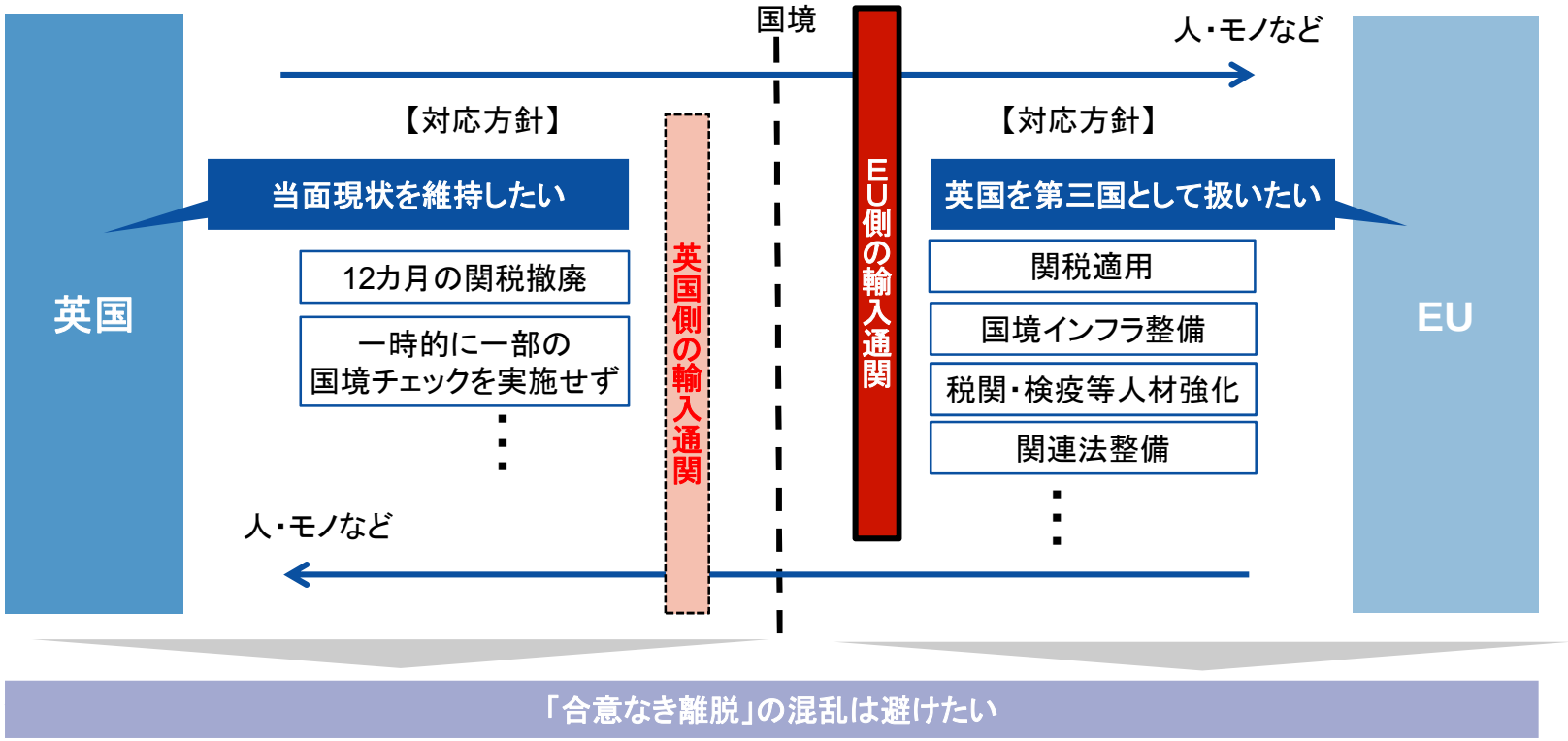
7月24日	ジョンソン政権発足	バッキンガム宮殿にて任命、そのまま首相官邸へ
7月26日～9月2日	英下院夏季休暇	離脱協定実施法案の成立目処（9月初に再開）。会期末
9月3日	英下院再開（注）	不信任動議の提出？
9月17日	総選挙の決定（注）	動議が9月3日に可決され、14営業日、代替が示されない場合
9月18日	選挙日発表（注）	最短の場合
9月19日	議会解散（注）	最短の場合
9月後半～10月初	英下院休会	各党の党大会が実施されるため（10月初に再開）
9月29日～10月2日	保守党党大会	マンチェスター。新首相の初の党大会
10月17～18日	EU首脳会合	ブレグジットが終わっていなければ、その状況について討議か
10月24日	総選挙（注）	最短の場合、解散から25営業日後
10月31日	EU離脱期限	4月10日のEU首脳会合で定められた新たな離脱期限
11月1日	新欧州委員会発足	英国の欧州委員は含まれない見込み

（注）不信任動議が仮に提出、可決した場合の日程　（出所）英下院図書館、各種報道等より、みずほ総合研究所作成

英国:「合意無き離脱」に対して、英国は特例措置、EUはインフラ強化

- 合意無き離脱への備えに関して、英国は一時的な特例措置を含む、現状維持が基本
  - 他方でEU側は、法整備や人材強化などが中心。第三国として関税率の引き上げなどが前提
- 合意無き離脱のGDPへの影響は、ユーロ圏よりも英国が大きなものに

「合意無き離脱」に対する英国及びEUの輸入通関と対応方針イメージ



（出所）みずほ総合研究所作成

英国：合意無き離脱に向けた英国の特例措置は一方的かつ約一年の対応を検討

- 英政府は、合意無き離脱の場合、主に一時的な特例措置で対応する公算大
  - 貿易取引については、「一時的関税措置（temporary tariff regime）」の下、87%の財が関税ゼロ、通関手続き無し
  - アイルランドから北アイルランドに向かう財については、一時的に国境チェック、税関申告等を実施せず
  - 金融サービスについて、欧州の中央清算機関の利用を許可。流動性について、BOEとECBはスワップ協定を始動

「合意無き離脱」に備えた英政府の対応（2019年4月）

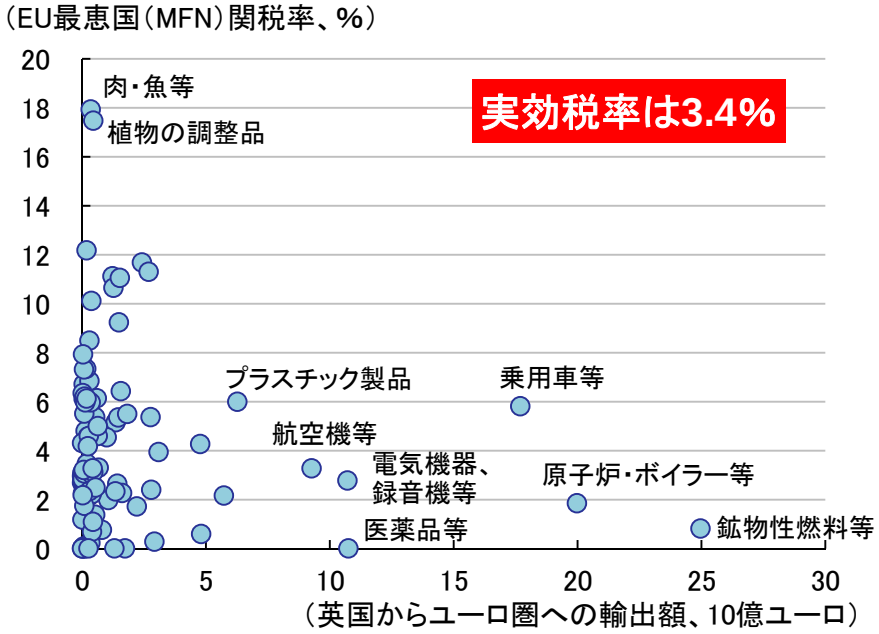
リスク項目	概要
輸送システム	EUでの輸入通関混雑緩和のため、大陸に向かう最大2000台のトラックを待機させる、車線規制の仕組みを構築。
ヒトの越境	EU市民は、生体認証パスポート保持の場合は、引き続き電子ゲートを通過可能。短期間で有ればビザなし入国可。 2020年12月31日までEU市民は、有効な各国IDかパスポートがあれば入国可能。
財の越境	英政府は、合意無き離脱の場合、12カ月間適用される一時的関税措置（temporary tariff regime）の導入を発表。 一時的関税措置の下では、金額ベースで87%の英国への輸入品にかかる関税率はゼロに。
ヘルスケア	医薬品のサプライヤーは、通常の予備在庫に加えて、追加的に6週間分の医薬品やワクチンの在庫を積み増し。
食料・水の供給	政府は合意無き離脱に備えた輸入品にかかる関税譲許表を発表済み。
金融サービス	政府は、デリバティブ等の中央清算機関に対する一時的認証措置（temporary recognition regime）を容認する二次立法を制定。非英国の中央清算機関は、英銀に対して最大3年間クリアリングサービスを提供することが可能に。BOEはECBとの通貨スワップ協定を始動し、流動性枯渇に備え。
北部アイルランド	英国はアイルランド共和国から北アイルランドに向かう財に関して、一時的に、国境チェックや管理、税関申告等を実施せず。

（出所）英政府より、みずほ総合研究所作成

英国：合意無き離脱に伴うEUの輸入関税発生の影響は限定的

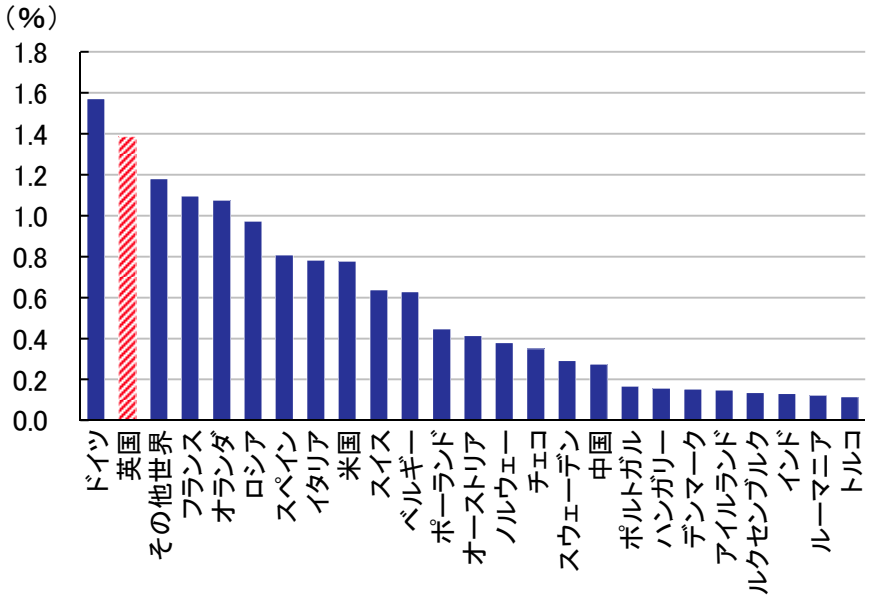
- 合意無き離脱となれば、EU側の輸入関税が発生するが、上昇幅は限定的
  - 一部自動車産業等への影響は懸念されるが、全体で見れば発生が予想される輸入関税の実効税率は3.4%と高くは無い。英国のEU向け財輸出シェアは48.4%で、実質的には約1.6%の関税率引き上げと同程度の影響
- 但し、英国はユーロ圏のサプライチェーンに組み込まれており、英国からEU向けの輸出が通関手続きの発生に伴い滞れば、ユーロ圏の輸出に混乱が生じる可能性がある

英国からユーロ圏への財別輸出額とEUの関税率



（注）たばこ製品（関税率44.7%）を除く輸出品。輸出額は2018年の実績
（出所）WTO、Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏の輸出総額に占める各国から中間投入される財・サービスの比率（2011年）

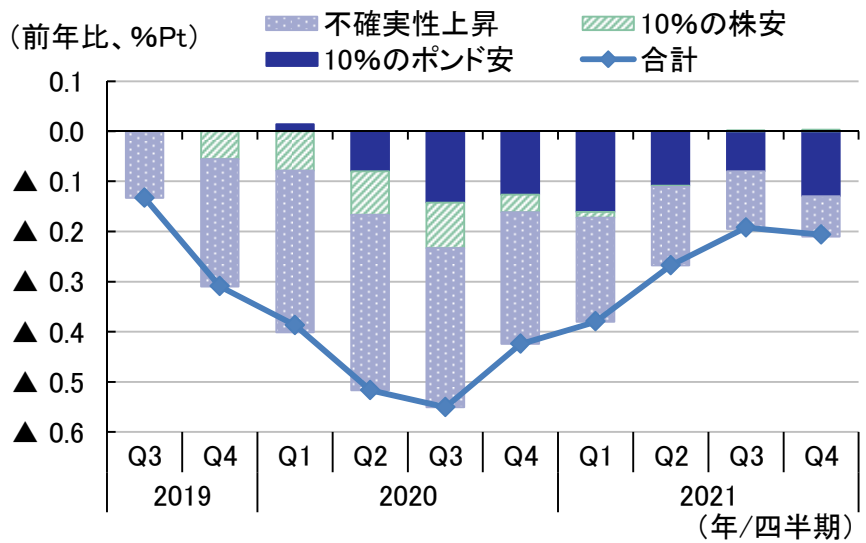


（注）ユーロ圏の輸出財・サービスの生産に中間投入として使われている各国の輸出財・サービスの金額が、ユーロ圏の輸出財・サービス総額に占める割合
（出所）OECDより、みずほ総合研究所作成

英国：合意無き離脱の成長率への影響は2020年から、英GDPを0.5%Pt押し下げ

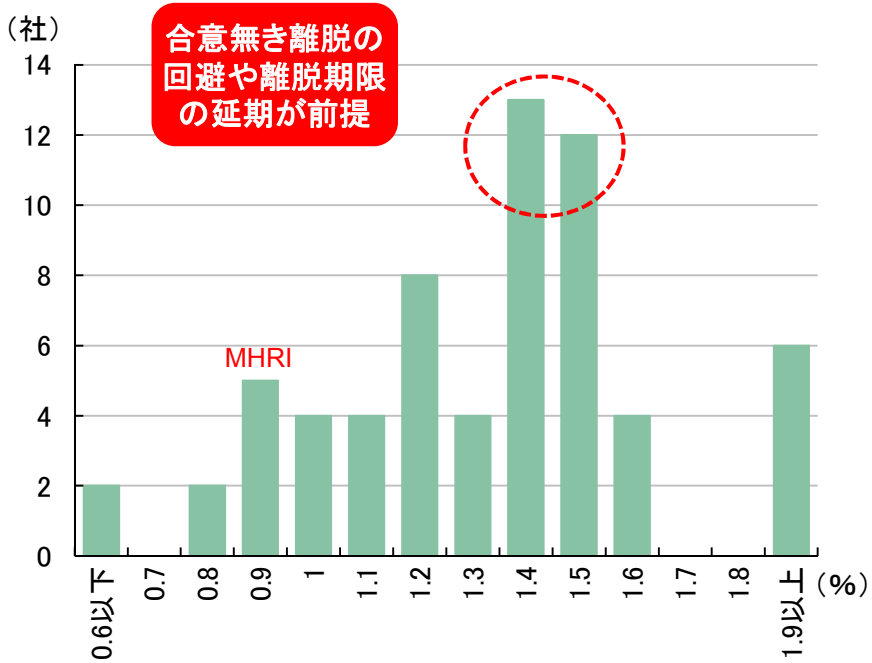
- 2019・20年のGDP成長率は各＋1.3%、+0.9%と予想（5月見通し比各▲0.1%Pt、▲0.5%Pt）と予想
  - 2019年10～12月期に10%のポンド安と10%の株安が発生し、不確実性が当面高止まりするとの前提の下、合意無き離脱の英GDPへの影響を推計すると、2019・20年のGDPを各0.1%Pt、0.5%Pt押し下げるとの結果に
- GDPへの影響は、合意無き離脱の発生が最速で2019年11月であることや、在庫積み増しの動きなどもあり今年は限定的。新政権は総額で63億ポンドを合意無き離脱への備えに。影響顕在化は2020年以降と予想
  - エコノミスト予想は、2020年成長率の下方修正が出始めている状況だが、中央値は未だ1.3%

合意無き離脱の英GDPへの影響



（注）2019年10～12月期に英株価が前年比▲10%下落しそのまま横ばい、名目実効為替レートが、前年比▲10%下落しそのまま横ばい、不確実性は別途不確実性指数を作成したうえで、同指数が2四半期高止まりした後に低下に転じるとの想定。何もなかった場合と比較した場合のかい離幅。
（出所）英統計局より、みずほ総合研究所作成

エコノミストによる2020年の英GDP成長率予測分布

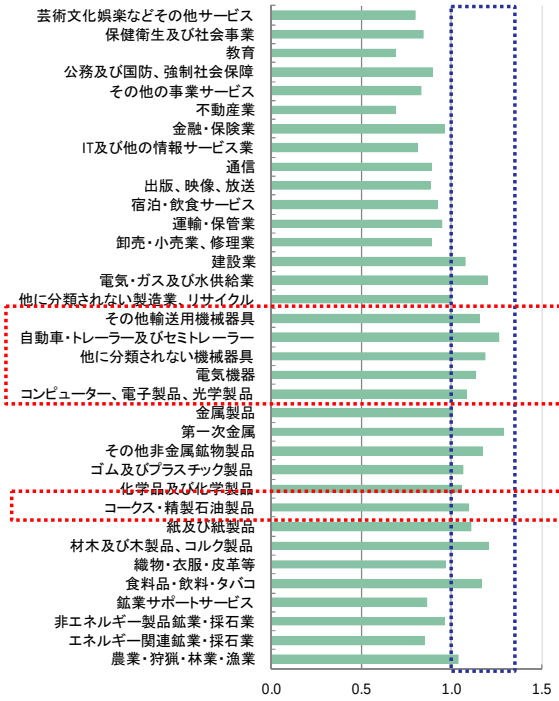


（出所）Blomberg、英財務省より、みずほ総合研究所作成

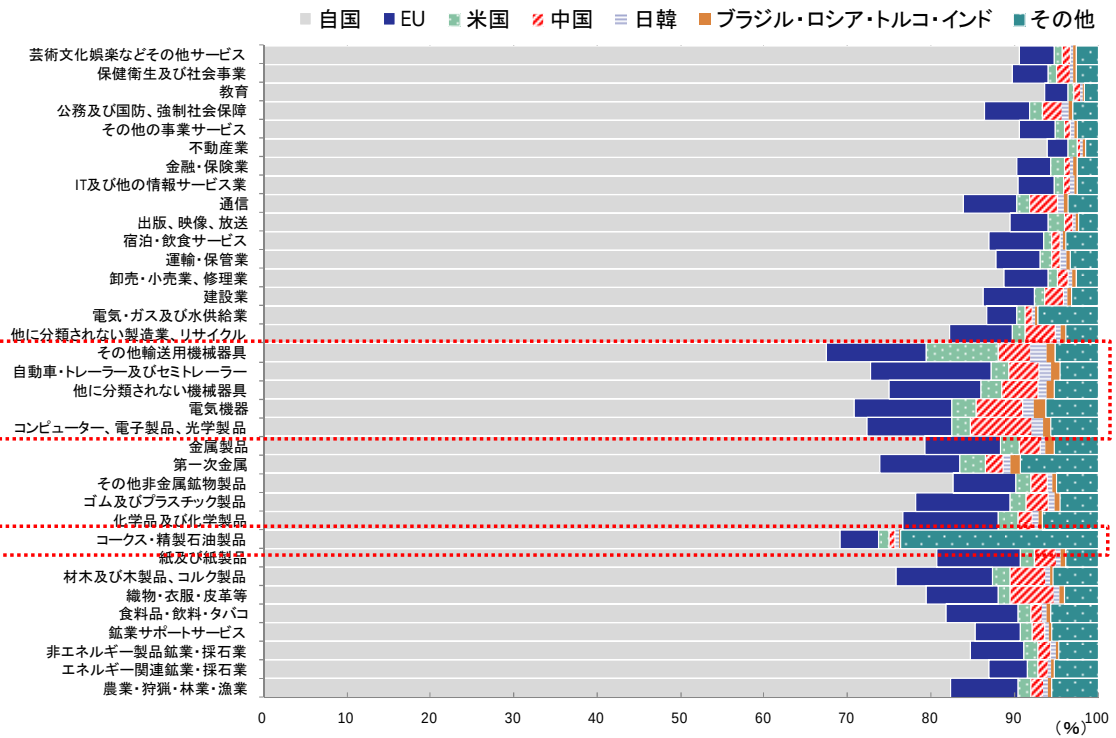
英国：英国の需要減退はEU製造業を中心に波及

- 英国で需要が減退した場合、製造業を中心にEUの生産に波及
  - 国際産業連関表から英国の生産が変化した場合の産業別、地域別の影響度をみると、EUへの影響が最大、次いで米国や中国への影響が大きいという結果に
  - 他方で、英国の経済規模を考えれば、世界経済への影響は限定的

英国の影響力指数



英国の他国への生産誘発効果



（注）影響力指数は1単位の各産業における需要の変化が、グローバルに各産業の生産に与える影響度を平均との相対比較で比べた指数。1より大きければ影響度が相対的に高い
他国への生産誘発効果は、影響力指数を国別に分解したもの
（出所）OECDより、みずほ総合研究所作成

（3）アジア経済：2020年にかけて成長率は横ばい

○ 中国は、2019年4～6月期の成長率が2四半期ぶりに前期よりも低下し、統計開始以来の低成長

○ 今後の中国では、米中摩擦で景気下振れが懸念される中、当局は景気安定のためカウンターシクリカルな調整を打ち出しており、成長率は緩やかな低下になると予測

○ 中国を除くアジアでは、2019年4～6月期の成長率が前期よりも低下した国が多い。中国の減速や米中摩擦を背景に、各国の輸出は減少ないし伸び鈍化。特に、シンガポール、香港、韓国など、輸出依存度の高い国で輸出減少に伴う景気減速が顕著

○ 今後の中国を除くアジアでは、中国の緩やかな減速が続くことに加え、米国の減速も想定されるため、両国への輸出依存度が高い国では、輸出を中心に成長率が低下を続ける見込み。また、米中摩擦の影響については、米国の対中制裁第1～3弾による各国からのサプライチューン向け部材輸出の押し下げは一巡するが、第4弾による押し下げが発生へ

○ 一方、内需型経済のインドやインドネシアは底堅いとみられ、アジア全体で2019年と2020年の成長率は横ばいと予測

アジア：2020年にかけて、中国・NIEs・ASEANは減速、インドは持ち直し

- 中国は、米中摩擦による下振れ懸念に対し、カウンターシクリカルな調整がなされ、成長率は緩やかに低下
- NIEsは、輸出依存度が高いため、世界経済の減速および米中摩擦の影響を受け、輸出中心に減速
- ASEAN5は、世界経済減速および米中摩擦の悪影響を免れないものの、内需依存度の高いインドネシアは小幅加速が見込まれ、総じてみれば減速ペースはNIEsより緩やか
- インドは、インドネシアと同様に内需依存度が高く、2020年にかけて成長率は持ち直しへ

アジア経済見通し総括表

（単位：%）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
アジア	6.4	6.2	6.2	5.7	5.7
中国	6.7	6.8	6.6	6.2	6.0
NIEs	2.4	3.2	2.8	1.8	1.6
韓　国	2.9	3.1	2.7	2.0	1.6
台　湾	1.5	3.1	2.6	2.2	1.8
香　港	2.2	3.8	3.0	1.3	1.2
シンガポール	3.0	3.7	3.1	0.8	1.7
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.9	4.8
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.1	5.2
タ　イ	3.4	4.0	4.1	3.2	3.0
マレーシア	4.4	5.7	4.7	4.6	3.9
フィリピン	6.9	6.7	6.2	5.5	5.6
ベトナム	6.2	6.8	7.1	6.8	6.4
インド	8.7	6.9	7.4	6.9	7.1

（注）実質GDP成長率（前年比）、網掛けは予測値。平均値はIMFによるGDPシェア（購買力平価ベース）により計算
（出所）各国・地域統計、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

アジア：4～6月期は減速基調で、総じて輸出が振るわず

- 4～6月期の成長率が公表された国をみると、1～3月期よりも低下した国が多い
  - 韓国は加速したものの、専ら景気対策による政府支出によるもので、民間支出はマイナスの低迷が続く
- 中国の減速や米中摩擦を背景に、各国の輸出が振るわず
  - 各国で輸出は減少ないし伸び鈍化
  - 特に、シンガポール、香港、韓国などの輸出減少が目立つ

実質GDP成長率

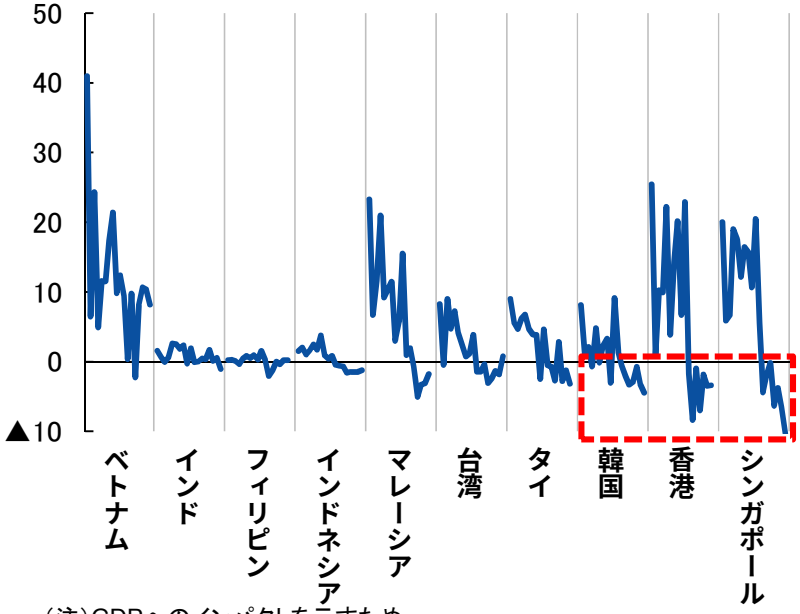
（単位：前期比年率、%）

	2018				2019	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
韓国	3.9	2.3	1.8	3.8	▲ 1.5	4.4
台湾	2.8	1.6	1.7	1.2	2.3	4.7
香港	7.8	▲ 1.2	0.4	▲ 1.9	5.4	▲ 1.2
シンガポール	4.9	0.7	0.8	▲ 0.8	3.8	▲ 3.4
タイ	7.9	4.7	▲ 1.4	3.8	4.1	N.A.
マレーシア	5.3	2.5	6.0	5.2	4.4	N.A.
フィリピン	5.5	6.3	5.5	8.3	2.6	5.6
（単位：前年比、%）						
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2
インドネシア	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0
ベトナム	7.5	6.7	6.8	7.3	6.8	6.7
インド	8.1	8.0	7.0	6.6	5.8	N.A.

（出所）各国・地域統計、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

アジア各国の輸出（2018年1月～19年6月）

（輸出/GDP比でウエイト付けした前年比、%）

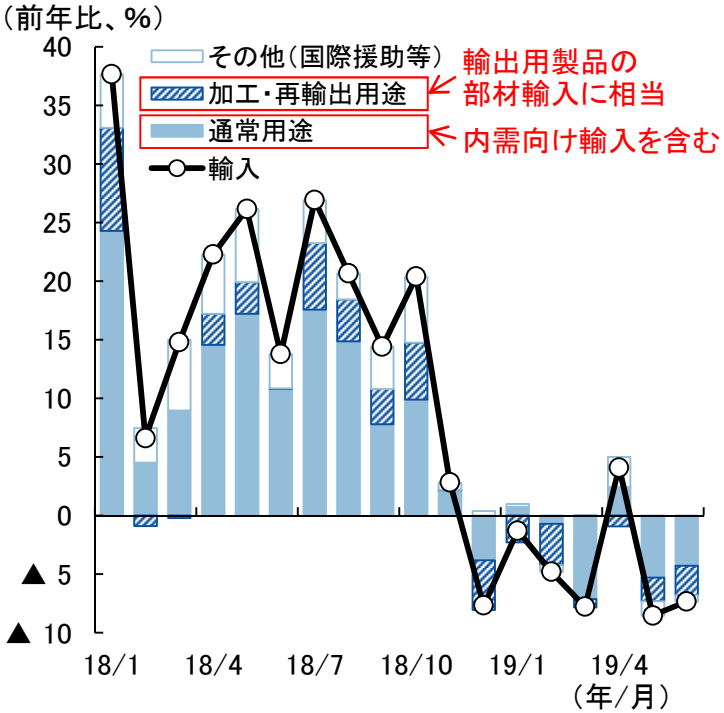


（注）GDPへのインパクトを示すため、
輸出前年比×（輸出/（2018年のGDP/12））として計算
（出所）中国海関総署、IMFより、みずほ総合研究所作成

米中摩擦の影響：中国内需減速の影響も加わり、アジア各国の対中輸出が減少

- 中国の輸入は、輸出品に加工するための部材輸入のみならず、内需向けの製品輸入も減少
  - アジア各国からみると、米中摩擦を背景に中国のサプライチェーン向け部材輸出が減るだけでなく、中国景気の減速を背景に中国の内需向け輸出も減っている様子
  - ベトナム、台湾、韓国で対中輸出の減少が目立ち、3カ国とも米中摩擦で電機製品のサプライチェーン向け輸出が減っている模様。一方、インドネシアの対中輸出は資源を中心に減少し、中国内需減速の影響が出ている可能性

中国の輸入



（出所）中国海関総署より、みずほ総合研究所作成

各国対中輸出（輸出/GDP比でウエイト付した前年比、19年1～5月）

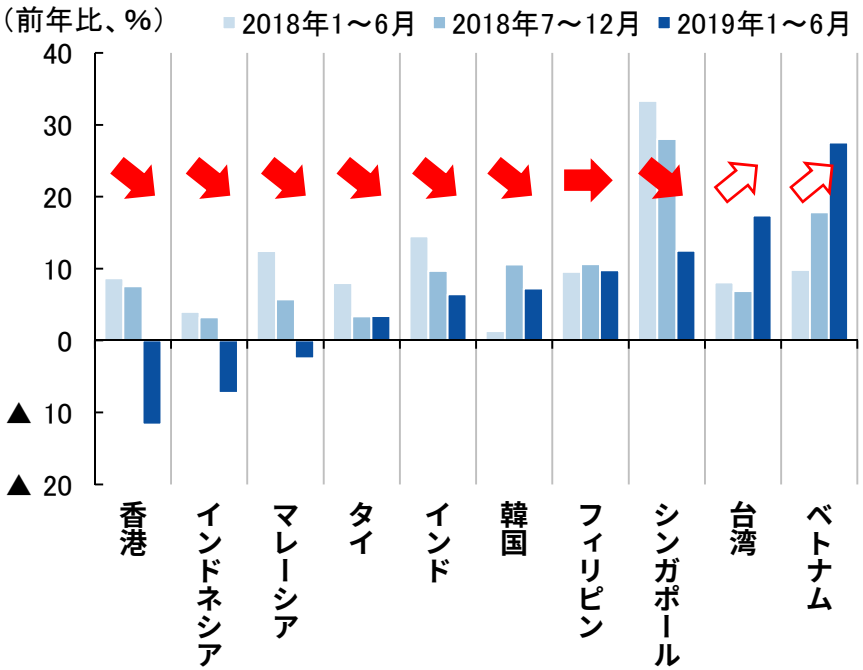
	対中輸出計	寄与							
		鉱物	化学	プラ	木製品	紙パ	金属	機械	電機
ベトナム	▲ 1.8	0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 1.1
台湾	▲ 1.8	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2	0.2	▲ 1.1
韓国	▲ 1.5	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 1.3
インドネシア	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
シンガポール	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.7	0.2
フィリピン	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.3
インド	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0
タイ	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.4	▲ 0.1
マレーシア	1.5	0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	0.5	▲ 0.0	0.8

（注）中国側の統計による各国からの輸入を、各国の対中輸出にみたてたもの。GDPへのインパクトを示すため、1～5月の対米輸出前年比×（輸出/（2018年のGDP×5/12））として計算
（出所）中国海関総署、IMFより、みずほ総合研究所作成

米中摩擦の影響：対米輸出の中国からアジアへの代替は今のところ不鮮明

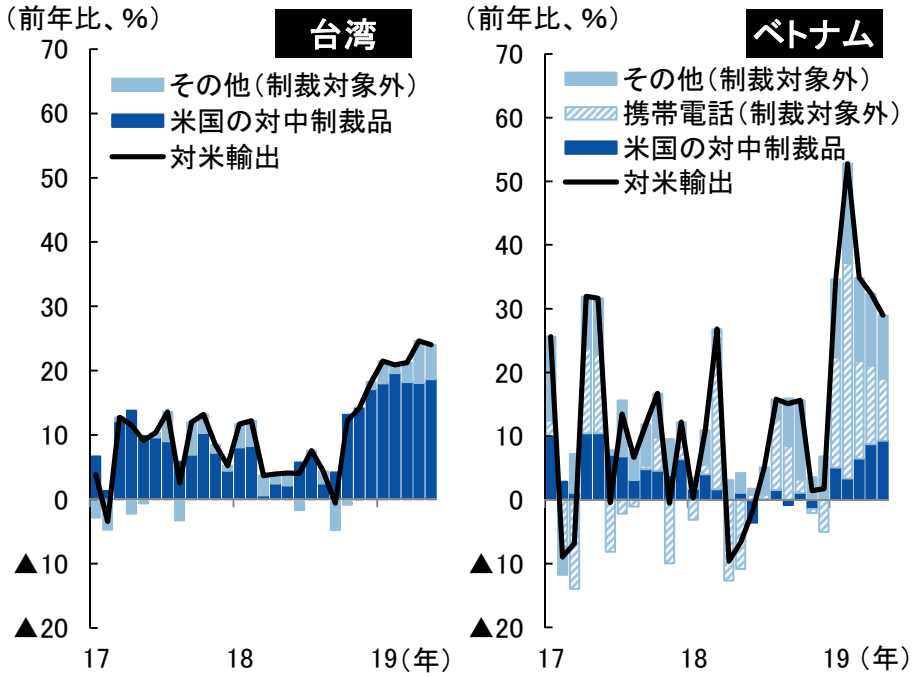
- 米国の対中制裁関税を回避するため、中国からの対米輸出がアジアからの対米輸出に代替されることが考えられるが、今のところアジア各国の対米輸出は総じて減少ないし鈍化しており、代替は不鮮明
  - 例外的にベトナムと台湾の対米輸出は加速。ベトナムの場合、中国が制裁を受けていない携帯電話の輸出が特に急増したため、代替の影響は薄い模様。台湾に限り、対中制裁品の輸出が増えたため、代替の可能性はある
  - 中国からアジアへの対米輸出代替は、サプライチェーンの見直しが必要なため、時間をかけて進む見通し

アジア各国の対米輸出



（注）米国側の統計による各国からの輸入を、各国の対米輸出にみたてたもの
（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

台湾とベトナムの対米輸出

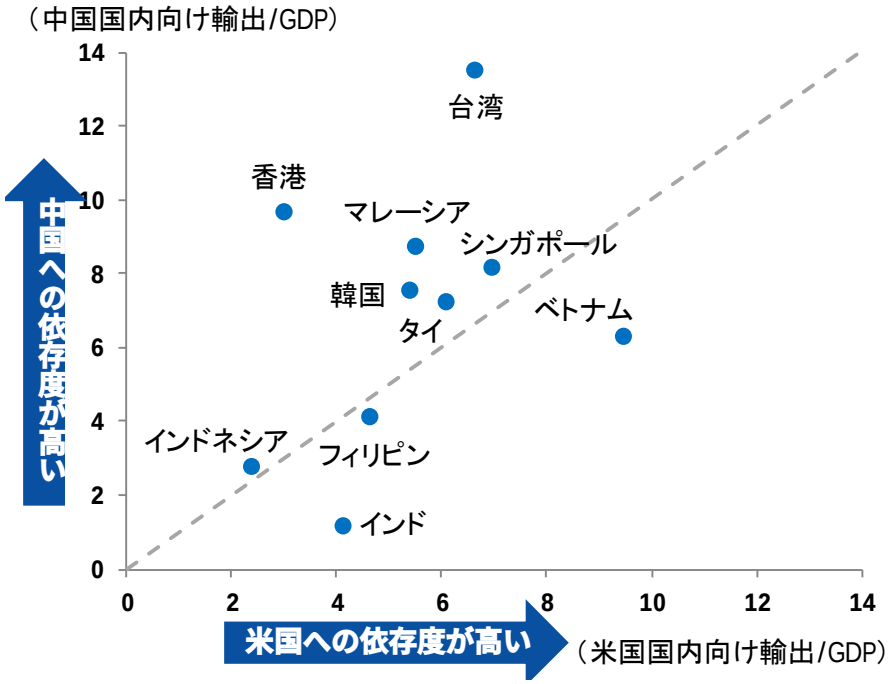


（注）米国側の統計による台湾・ベトナムからの輸入を、両者の対米輸出にみたてたもの
（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

アジア：今後も輸出を中心に減速する見通し

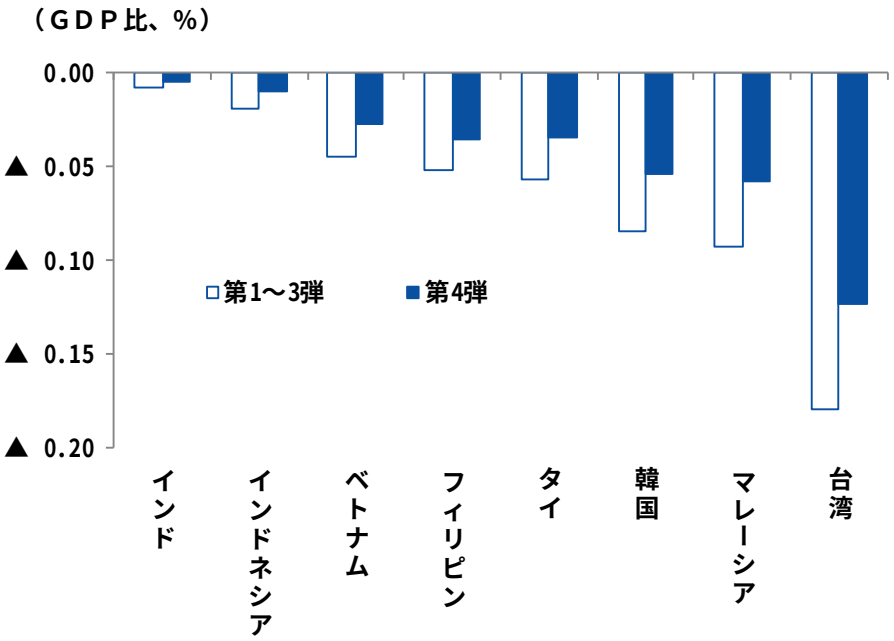
- 今後、中国の緩やかな減速が続くことに加え、米国の減速も想定されるため、輸出依存度が高い国では輸出を中心に成長率が低下する見込み
  - 米中摩擦の影響については、米国の対中制裁第1～3弾による各国からのサプライチューン向け部材輸出の押し下げが、前年比でみれば制裁発動から1年を経て一巡へ
  - 今後、第4弾による押し下げが生じるものの、第1～3弾ほどではないとの試算

アジア各国の対米および対中輸出依存度



（出所）OECD TiVAより、みずほ総合研究所作成

米中摩擦によるサプライチェーン向け部材輸出への影響

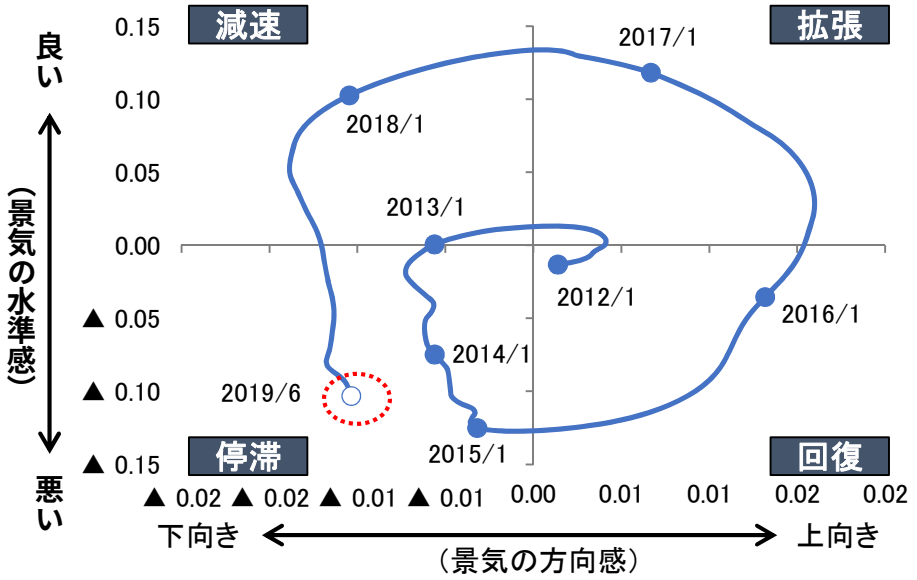


（出所）OECD ICIO、IMF World Economic Outlook Databaseより、みずほ総合研究所作成

中国：ビジネスサイクルクロックは6月まで停滞局面

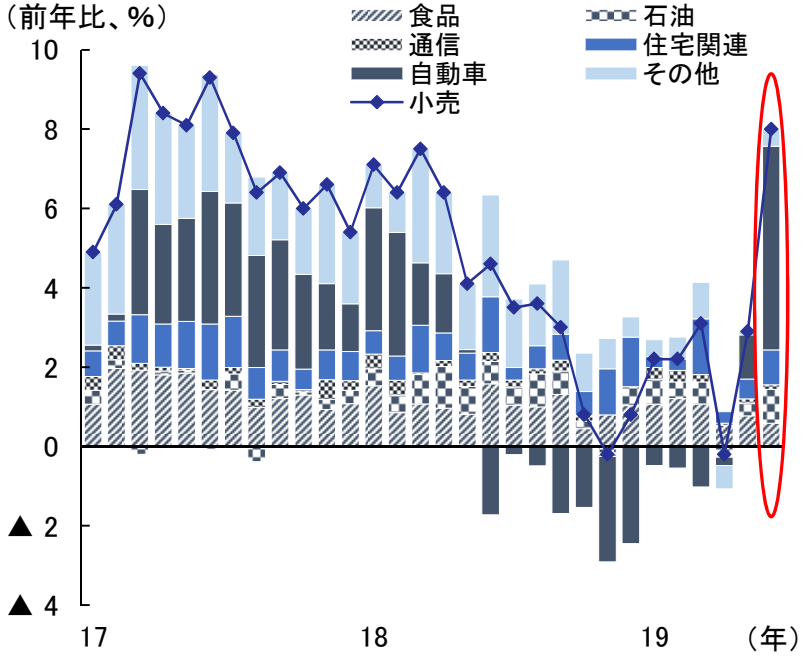
- ビジネスサイクルクロックは2018年後半に停滞局面入り。2019年末にかけて景気対策の効果が期待される一方、米国による制裁第4弾が発動されれば輸出を起点に下振れ圧力が強まり、当面、停滞局面での推移が続く見込み
- 6月の小売販売は約1年ぶりの高水準（前年比＋9.8%）を記録したが、7月から導入される自動車の環境基準厳格化を前に、旧基準車の販促が拡大したため。失業率の高止まり、実質所得の鈍化に照らせば、個人消費が基調として持ち直すことは見込み難い状況

中国景気動向指数のビジネスサイクルクロック（BCC）



（注）1.景気動向指数は、生産、社会消費品小売総額、固定資産投資、輸出、求人倍率、企業収益の6指標についてそれぞれ基準化・トレンド除去・外れ値処理などを実施後、同一 ウェイトで合成。Y軸はトレンドからの上振れ・下振れ、X軸は循環成分の時系列変化
2.求人倍率は四半期データのためスプライン補間により月次化
（出所）中国国家統計局、中国海関総署等より、みずほ総合研究所作成

一定規模以上小売販売（実質）



（注）各小売項目に対応する小売物価指数により実質化
（出所）中国国家統計局より、みずほ総合研究所作成

中国：制裁第4弾の発動により、2020年も輸出低迷が景気の重しに

- 制裁第4弾により、これまでの制裁と同規模の下押しが対米輸出全体に生じれば、2020年も輸出低迷が続くことに
  - 制裁第1～3弾の対象品目の対米輸出は2019年に入って前年比3割減程度の落ち込みを記録。第4弾発動で対象品3,000億ドルの対米輸出が3割減少すれば、中国GDPの約0.6%に匹敵する規模の下押しとなる
    - 駆け込み需要を考慮すると、第4弾対象の対米輸出が本格的に落ち込むのは2020年以降。他方、2020年には第1～3弾による前年比押し下げが一巡するとみられ、制裁による輸出全体の押し下げは2019年並みと予測

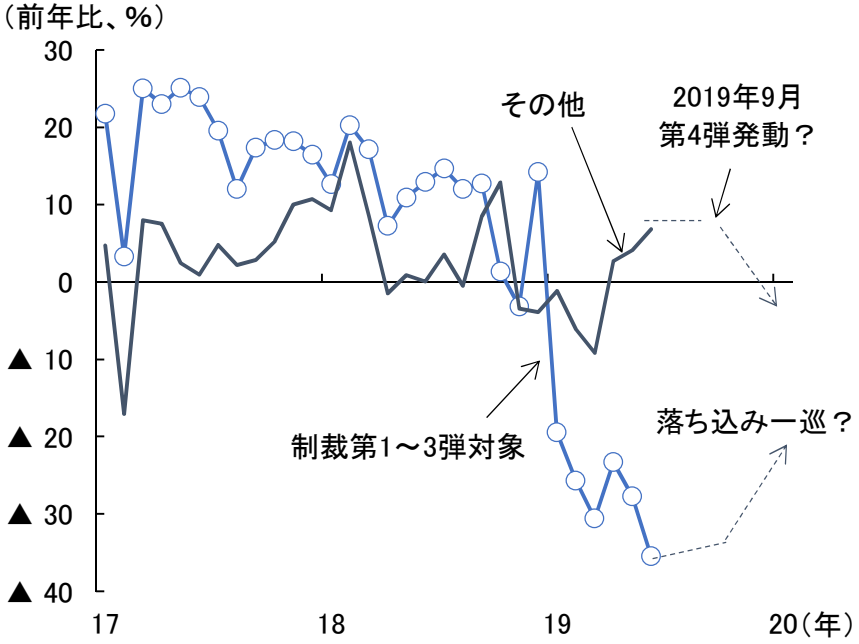
米国による対中制裁対象

（億ドル）

分類	HSコード	米国による対中制裁			
		第1～3弾	第4弾	合計	構成比（%）
動物・動物性生産品	01～05	22	7	29	0.5
植物性生産品	06～15	11	7	18	0.3
食料品・飲料等	16～24	33	3	36	0.7
鉱物	25～27	9	4	13	0.2
化学	28～38	90	79	170	3.1
プラスチック・ゴム	39～40	134	90	223	4.0
皮革・木材製品	41～49	171	34	205	3.7
繊維・アパレル	50～63	44	361	405	7.3
履物・羽毛・陶磁製品・貴金属	64～71	78	222	300	5.4
卑金属・同製品	72～83	232	61	293	5.3
機械・電気機器	84～85	1,174	1,600	2,775	50.2
輸送機器	86～89	180	8	189	3.4
その他	90～97	351	523	873	15.8
合計		2,529	3,000	5,529	100.0

（注）2017年対米輸出金額実績より作成
（出所）米国商務省、台湾経済研究院より、みずほ総合研究所作成

米制裁対象の対米輸出

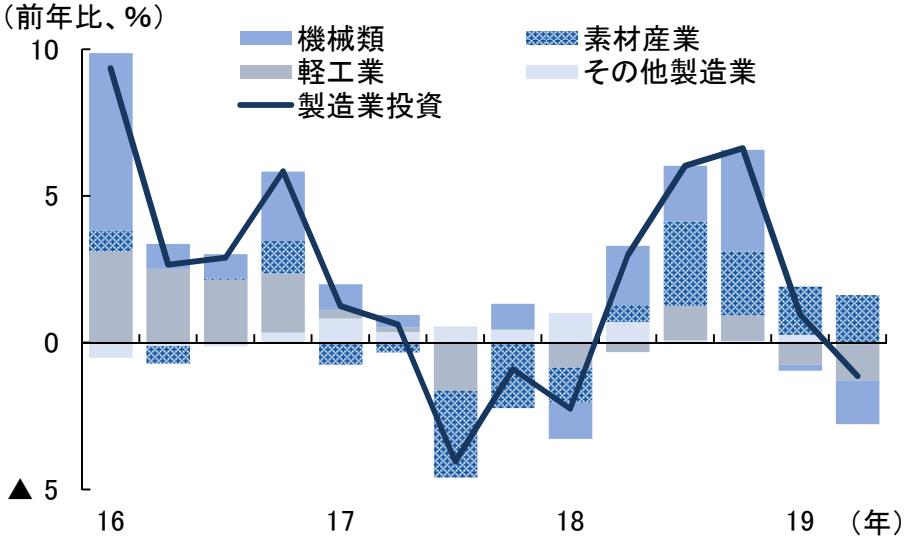


（注）制裁対象品目をHTS8桁レベルで集計。2019年6月以降（破線）は想定されるパス
（出所）米国商務省より、みずほ総合研究所作成

中国：先行き不透明感が強まる中、製造業投資は低調が続く見通し

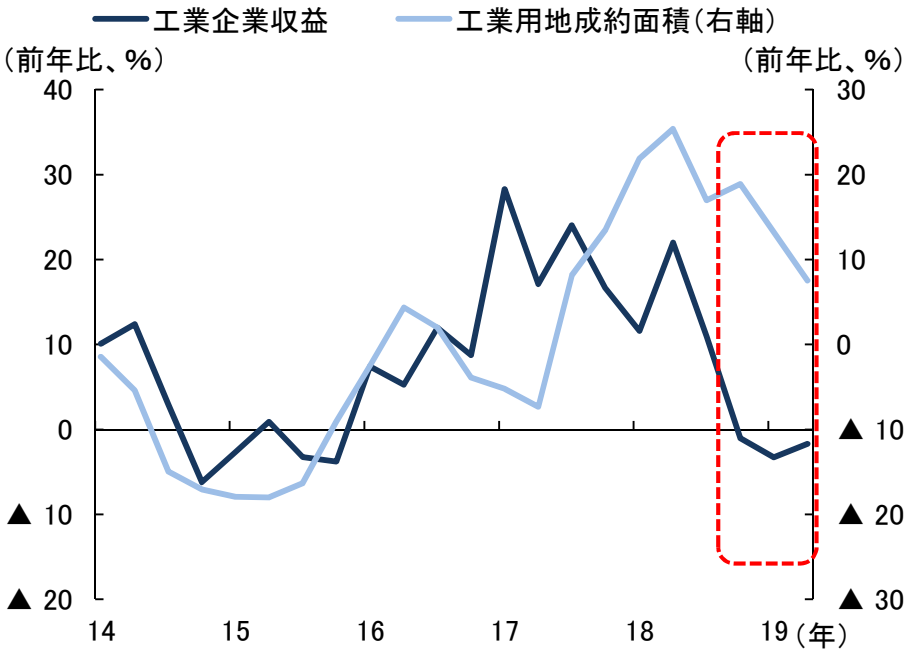
- 製造業投資の伸びは4～6月期にマイナスに。企業収益の悪化や先行き不透明感が下押し要因となった模様
  - 業種別内訳をみると、鉄鋼や非鉄金属などインフラ向け需要増が見込まれる素材業種を除き、前年比マイナス寄与が拡大
- 今後も貿易摩擦や景気減速等に対する懸念から、製造業投資は低調が続く見通し
  - 製造業投資に約1年先行する傾向がある工業企業収益や工業用地成約面積の伸びは減速傾向に

製造業投資実質伸び率



（注）械類類には金属製品、一般機械、特殊機械、自動車、航空機・船舶、電気機器、通信・電子が、素材産業には石油・石炭、化学原料、医薬、化学繊維、ゴム、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属が、軽工業には食品、飲料、たばこ、紡織、皮革、アパレル、木材加工、家具、パルプ、印刷・記録媒体、文化教育用品が含まれる
（出所）国家統計局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

工業企業収益と工業用地成約面積

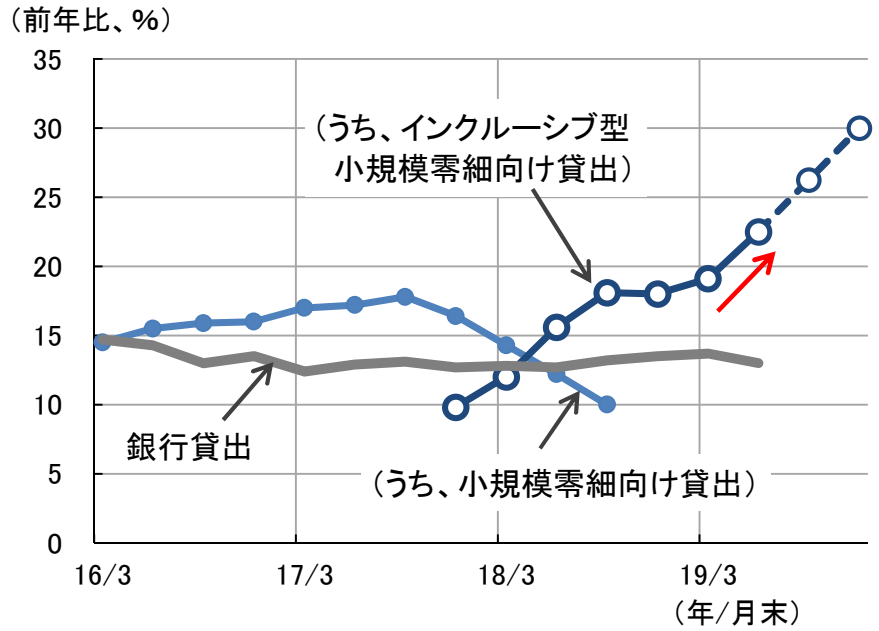


（注）工業用地成約面積は、100都市の工業用地成約面積。前年比は4四半期後方移動平均
（出所）国家統計局、CEIC Data、windより、みずほ総合研究所作成

中国：民営・小規模零細企業向けを中心に資金供給が続けられる見込み

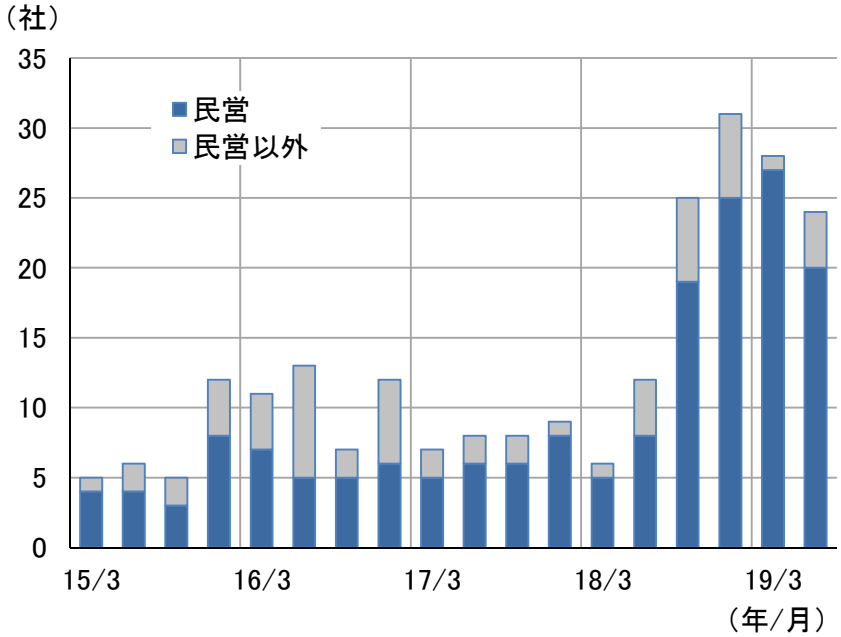
- 民営・小規模零細企業向けの重点的な資金供給は、着実に進展
  - とくに規模が小さい小規模零細企業向けの銀行貸出は、全体を大きく上回る伸びで推移
- 今後も、民営・小規模零細企業や製造業の投資促進等を念頭に、緩和気味の金融政策が続けられる見込み
  - 預金準備率の引き下げによる資金供給や、金利の市場化改革による資金調達コストの引き下げ等の措置を想定
  - ただし、貿易摩擦による景気下押し圧力の強まりを受け、社債デフォルトや不良債権の新規発生は続くとみられる

小規模零細企業向け銀行貸出



（注）インクルーシヴ型小規模零細向け貸出は、1社当たり与信額500万元以下の貸出。2019年7月以降は、通年貸出目標に基づく予測値
（出所）中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

社債デフォルトを起こした企業数

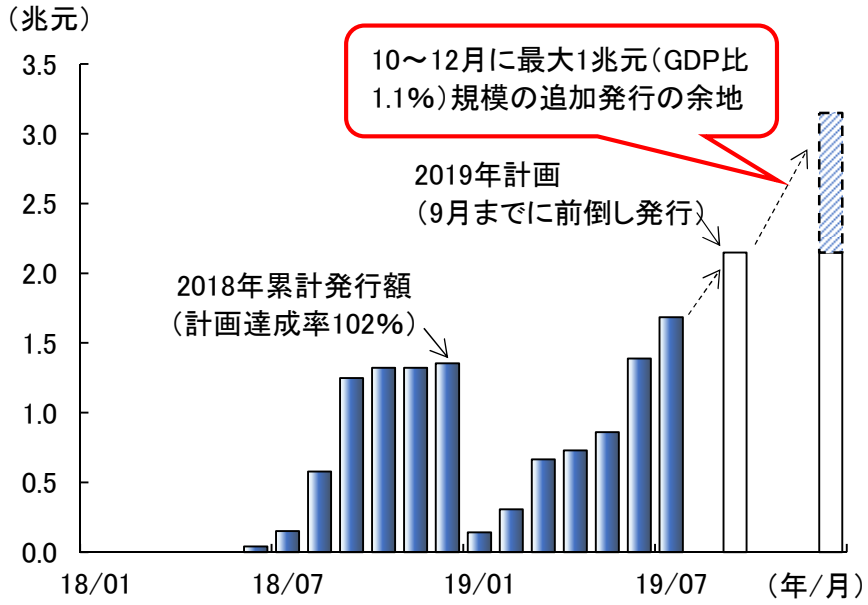


（出所）Windより、みずほ総合研究所作成

中国：インフラ投資拡大が支えとなり、2020年の成長率は緩やかな減速にとどまる

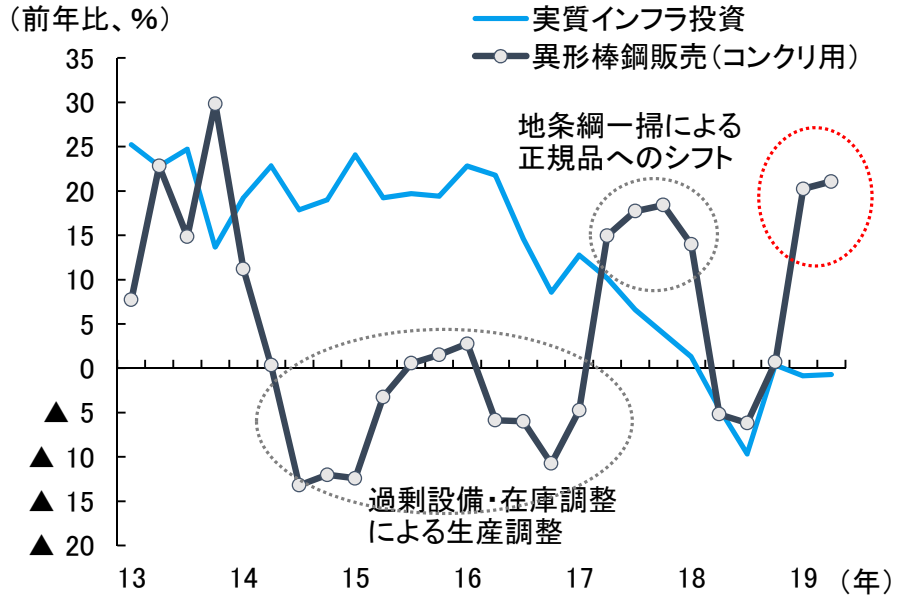
- インフラ投資は2019年末～2020年にかけて拡大し、貿易摩擦の激化による下押しを緩和
  - インフラ投資向け地方専項債券の発行が進むほか、地方政府の資金調達支援のため、借入金規制緩和（6月）を実施。足元でインフラ投資向けとみられるコンクリート用鋼材販売が急増
  - 地方専項債券は9月までに年間計画の前倒し発行が図られる方針。10月以降、最大1兆元の追加発行の余地も現地では取り沙汰されており、仮に1兆元規模で実現すれば、米追加制裁によって見込まれる成長率下押しを相殺。但し、政府はバラマキには否定的であり、追加発行は貿易摩擦の影響を見極めつつ必要最小限にとどめる公算大
- 2020年の実質GDP倍増目標達成に向け大幅な落ち込みを回避しつつ、中国経済は緩やかに減速する見通し

地方専項債券の発行状況（年累計値）



（出所）中国財政部等より、みずほ総合研究所作成

鋼材（異形棒鋼）販売とインフラ投資



（注）異形棒鋼販売は大中型企業対象
（出所）中国国家統計局、中国鉄鋼工業協会より、みずほ総合研究所作成

III. 日本経済

～設備投資・耐久財消費の調整圧力が高まり、弱い伸びが続く

日本経済：投資・消費は力強さを欠き、当面弱い伸びが継続

○ 2019年4～6月期のGDP成長率は、前期比＋0.4%と3四半期連続のプラス成長。輸出が下押しも、消費、投資、公的需要などの内需が底堅く推移し、成長率を押し上げ。ただし、消費の伸びは大型連休などの一過性要因が影響したとみられ、割り引いて評価する必要

○ 2019年度のGDP成長率は同＋0.7%、2020年度は同＋0.4%と予想。米国の第4弾関税引き上げによる不確実性の高まりなどが重石となり、輸出の回復は見込み難い。生産活動も当面停滞が続く見通し

○ 企業の投資マインドは貿易摩擦や消費増税を巡る不確実性の高まりが下押し。企業の期待成長率は以前低調であり、設備投資は今後伸びが鈍化

○ 消費増税の一時的なアップダウンはあるが、均してみれば個人消費は力強さを欠く見通し。働き方改革による残業時間規制の影響や、生産活動の停滞が所得の伸びを抑制。耐久消費財は調整局面となり、消費の下押し要因に

○ 企業は販売価格引き上げに慎重。幼児教育無償化等の制度要因もあり、コアCPI（消費税影響除く）は当面伸びが鈍化していくとの見方

日本：成長率は2019年度＋0.7%、2020年度＋0.4%と予想

- 2019・2020年度の日本経済は弱い伸びが続く見通し
  - 2019年度は＋0.7%。世界経済が減速するなか、輸出のトレンドは弱い。消費増税前後に一時的なアップダウンはあるが、均してみれば消費は力強さに欠く
  - 2020年度は＋0.4%。設備投資の調整圧力が高まり、徐々に伸びが鈍化していくとの見方

日本経済見通し総括表

		2017 年度	2018	2019	2020	2018 1～3	4～6	7～9	10～12	2019 1～3	4～6	7～9	10～12	2020 1～3	4～6	7～9	10～12	2021 1～3
実質GDP	前期比、%	1.9	0.7	0.7	0.4	▲0.1	0.4	▲0.5	0.4	0.7	0.4	0.0	▲0.9	0.1	0.4	0.3	0.2	0.2
	前期比年率、%	―	―	―	―	▲0.3	1.6	▲1.9	1.6	2.8	1.8	0.2	▲3.4	0.3	1.6	1.1	0.9	0.6
内需	前期比、%	1.5	0.8	0.7	0.2	▲0.2	0.4	▲0.3	0.8	0.3	0.7	0.1	▲1.3	▲0.0	0.4	0.3	0.2	0.1
民需	前期比、%	1.8	1.1	0.5	▲0.1	▲0.2	0.6	▲0.3	1.0	0.3	0.7	0.2	▲1.9	0.1	0.4	0.3	0.1	0.3
個人消費	前期比、%	1.0	0.5	0.4	▲0.0	▲0.1	0.4	▲0.1	0.4	0.1	0.6	0.8	▲2.2	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
住宅投資	前期比、%	▲0.7	▲4.4	▲3.8	▲6.8	▲2.5	▲1.9	0.8	1.3	0.6	0.2	▲3.3	▲4.3	▲2.5	▲1.2	▲0.6	▲0.5	▲0.4
設備投資	前期比、%	4.6	3.5	1.9	0.8	1.0	2.5	▲2.6	2.7	0.4	1.5	▲0.4	▲0.7	0.1	0.6	0.7	▲0.3	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	0.5	▲0.1	1.6	0.9	▲0.0	▲0.2	▲0.2	0.3	0.2	0.9	0.0	0.7	▲0.2	0.2	0.3	0.6	▲0.2
政府消費	前期比、%	0.4	0.9	1.4	0.7	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.1	0.9	▲0.2	0.4	0.0	0.4	0.0	0.2	0.1
公共投資	前期比、%	0.5	▲4.0	2.7	1.4	▲1.0	▲1.2	▲1.8	▲1.3	1.4	1.0	0.9	2.0	▲1.1	▲0.6	1.4	1.9	▲1.4
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	6.5	1.5	0.2	1.8	1.0	0.8	▲2.1	1.2	▲2.0	▲0.1	1.3	1.0	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3
輸入	前期比、%	4.0	2.1	0.6	0.5	0.6	0.8	▲1.2	3.6	▲4.3	1.6	1.8	▲1.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
名目GDP	前期比、%	2.0	0.5	1.4	0.7	▲0.1	0.2	▲0.4	0.4	1.0	0.4	0.4	▲0.8	0.7	0.1	0.2	0.1	0.9
GDPデフレーター	前年比、%	0.1	▲0.1	0.7	0.4	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.4	0.7	0.8	1.1	0.8	0.3	0.1	0.2
内需デフレーター	前年比、%	0.6	0.5	0.4	0.7	0.9	0.5	0.6	0.5	0.3	0.5	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6

（注）網掛けは予測値　（出所）内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

日本：消費者物価は当面伸びが鈍化する見通し

日本経済見通し総括表（主要経済指標）

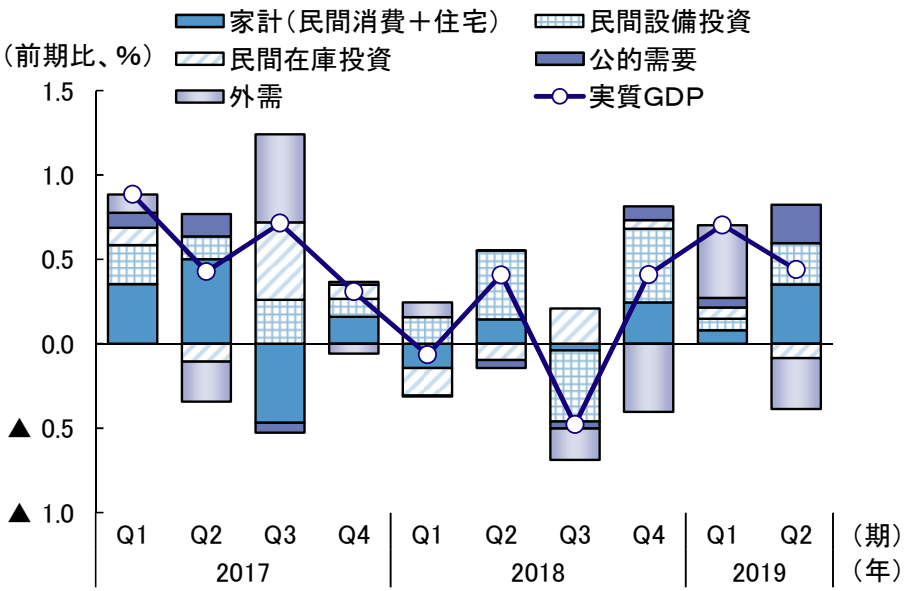
		2018 年度	2019	2020	2018 4～6	7～9	10～12	2019 1～3	4～6	7～9	10～12	2020 1～3	4～6	7～9	10～12	2021 1～3
鉱工業生産	前期比、%	0.3	▲ 1.3	0.6	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.5	0.7	▲ 1.2	▲ 0.0	0.6	0.8	▲ 0.5	0.2
経常利益	前年比、%	6.2	▲ 6.2	1.1	17.9	2.2	▲ 7.0	10.3	▲ 10.9	4.3	▲ 2.9	▲ 12.2	1.2	3.1	▲ 0.7	0.5
名目雇用者報酬	前年比、%	2.7	2.0	1.5	3.8	2.6	3.1	1.3	2.0	1.5	1.1	1.3	0.9	1.2	1.3	1.3
完全失業率	%	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	95.3	87.6	83.8	96.6	95.0	95.5	94.2	91.8	88.0	85.6	84.7	84.3	83.8	83.5	83.3
経常収支	年率換算、兆円	19.2	21.8	20.9	21.8	18.7	17.2	18.8	19.4	20.4	23.8	23.9	21.7	20.3	20.7	20.9
国内企業物価	前年比、%	2.2	0.9	2.0	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.7	1.6	2.1	1.9	2.9	1.2	1.7
〃 （除く消費税）	前年比、%	－	0.0	1.0	－	－	－	－	－	－	▲ 0.3	0.3	0.0	1.0	－	－
生鮮食品を除く消費者物価	前年比、%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.4	0.8	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9
〃 （除く消費税）	前年比、%	－	0.3	0.4	－	－	－	－	－	－	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	－	－
〃 （除く消費税・幼児教育無償化）	前年比、%	－	0.6	0.7	－	－	－	－	－	－	0.4	0.5	0.4	0.7	－	－
生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価	前年比、%	0.3	0.7	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5	0.9	0.9	0.8	0.8	0.4	0.3
〃 （除く消費税）	前年比、%	－	0.2	0.2	－	－	－	－	－	－	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	－	－
無担保コール翌日物金利	%	▲ 0.06	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.07	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 0.08	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年国債利回り	%	0.04	▲ 0.14	▲ 0.09	0.04	0.10	0.07	▲ 0.04	▲ 0.10	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00
日経平均株価	円	22,000	20,900	21,300	22,341	22,654	21,897	21,000	21,414	21,000	20,500	20,500	21,000	21,000	21,500	21,500
対ドル為替相場	円/ドル	111	107	106	109	111	113	110	110	107	105	105	106	106	106	107
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	63	56	59	68	69	59	55	60	55	54	53	57	59	59	60

（注）1. 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある
2. 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース（金融・保険を除く）
3. 金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、新発10年国債利回りは月末値の期中平均値、その他は期中平均値
（出所）各種統計より、みずほ総合研究所作成

現状：4～6月期は外需が下押しも、内需が底堅く推移し成長率を押し上げ

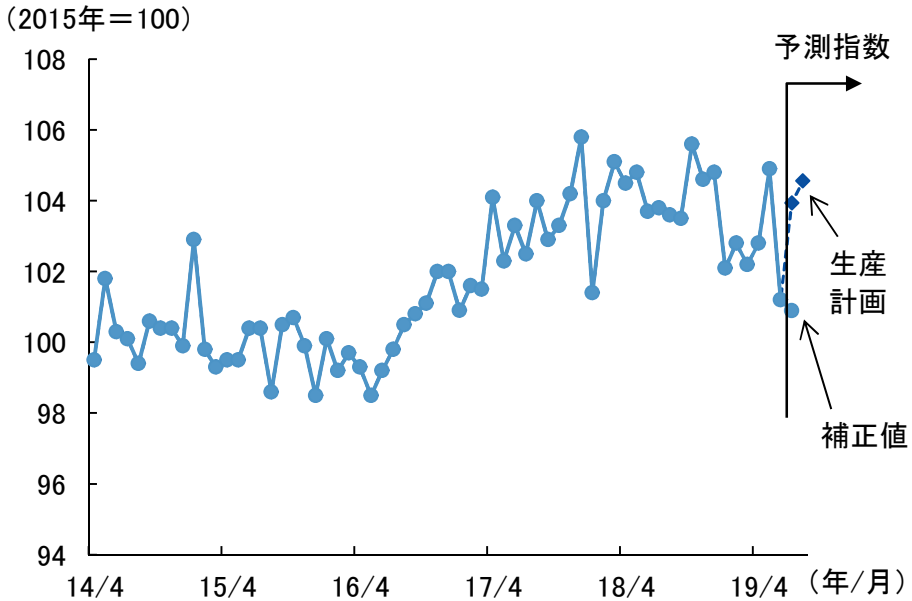
- 4～6月期実質GDPは前期比＋0.4%（年率＋1.8%）。輸出が下押しも、個人消費・設備投資、公的需要などの内需が底堅く推移し成長率を押し上げ
  - ただし、個人消費の伸びは大型連休や自動車のモデルチェンジによる一過性要因が大きく、割り引いてみる必要
- 生産は4～6月期は前期比＋0.5%と小幅な伸びに留まり、1～3月期（同▲2.5%）の落ち込みを取り戻せず

実質GDP（四半期）



（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

鉱工業生産指数の推移

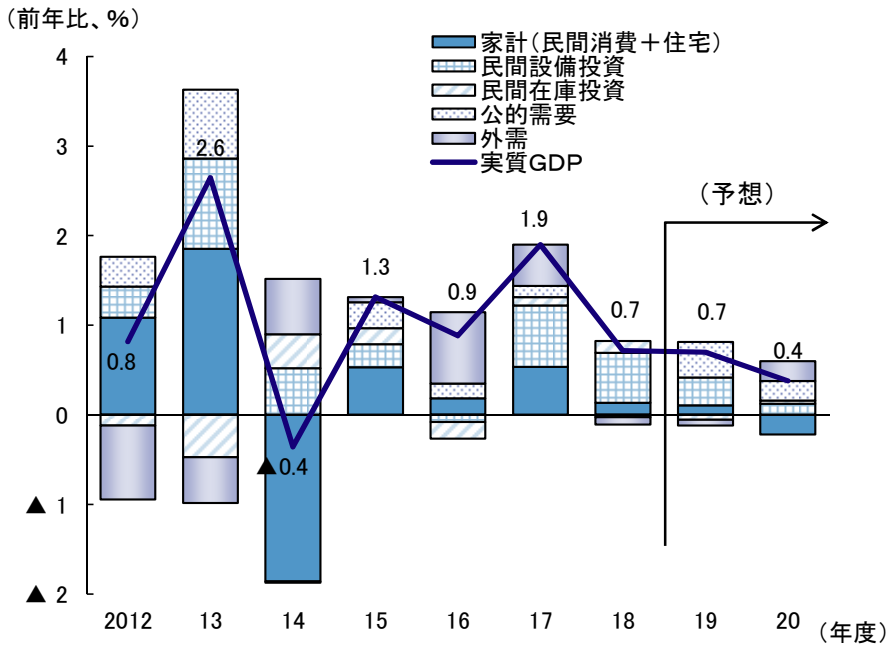


（出所）経済産業省「鉱工業生産指数」より、みずほ総合研究所作成

見通し：設備投資・耐久財消費が調整局面に。日本経済は当面弱い伸びが続く

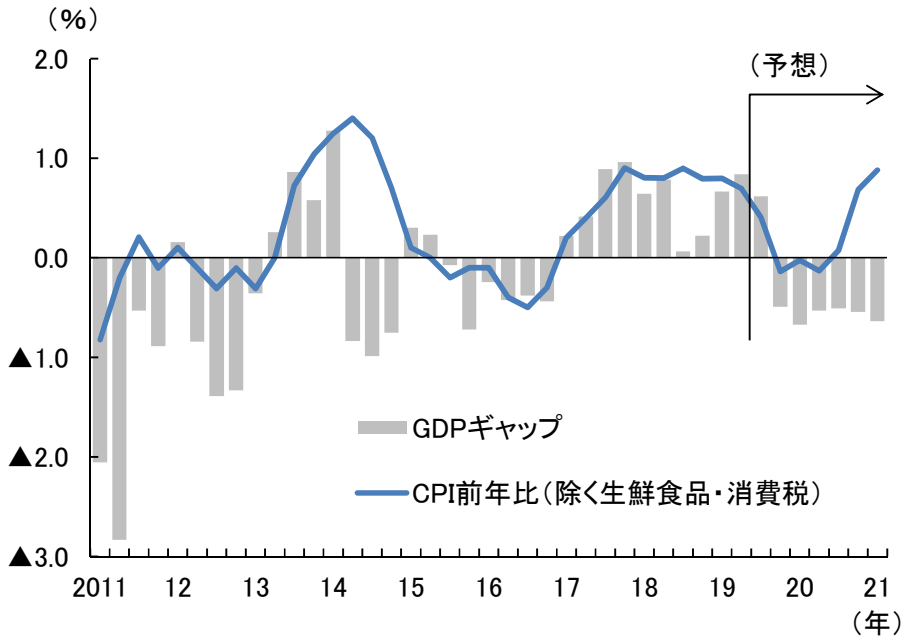
- 2019年度は＋0.7%。米中製造業が減速局面の中で、輸出のトレンドは弱い。耐久財消費は調整局面となり、消費の下押し圧力に
- 2020年度は＋0.3%。企業の期待成長率は盛り上がりに欠け、設備投資は調整圧力が高まり、伸びが鈍化
- 需給ギャップはマイナスになり、物価の伸びも鈍化
  - なお、2020年度後半からはエネルギー価格上昇が物価を押し上げ

実質GDP（年度見通し）



（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

需給ギャップと消費者物価の見通し

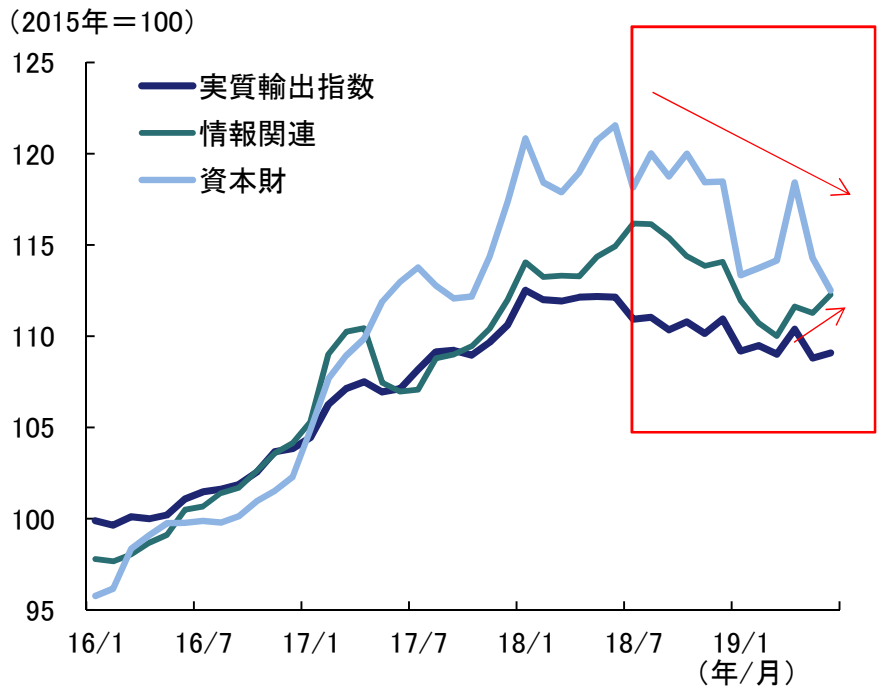


（出所）内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

外需：関税第4弾を受けた不確実性の高まりなどから、輸出回復は見込みづらい

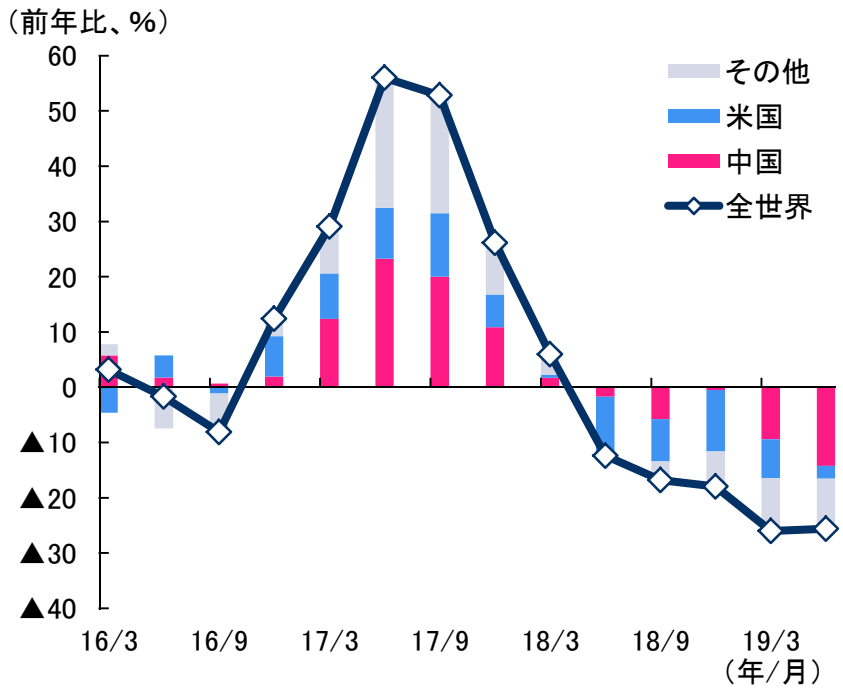
- 輸出は足元底入れの兆しが出ているものの、米国の第4弾関税引き上げ等による不確実性の高まりが重石に。先行き回復の展望に乏しい状況
  - 情報関連財に足元底入れの兆し。ただし、連動性の高い半導体市場は関税引き上げ等により再び弱含む見込み
  - 資本財は低調。半導体製造装置や産業用ロボットの輸出減速が寄与。反発力に乏しい展開に
    - 産業用ロボットの減速は、米中向けが主因。両国の製造業投資の伸びがスローダウンしていること等が影響

実質輸出（全体、及び情報関連財・資本財）



（出所）日本銀行「実質輸出入の動向」より、みずほ総合研究所作成

産業用ロボット（輸出）の国別寄与度

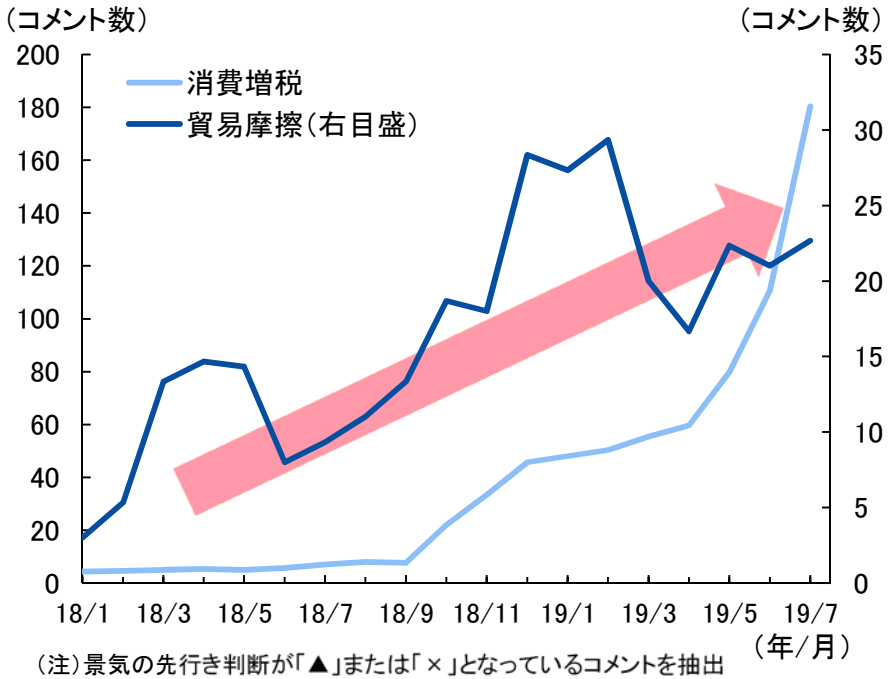


（出所）財務省「貿易統計」より、みずほ総合研究所作成

企業：貿易摩擦や消費増税を巡る不確実性が、収益計画を下押し

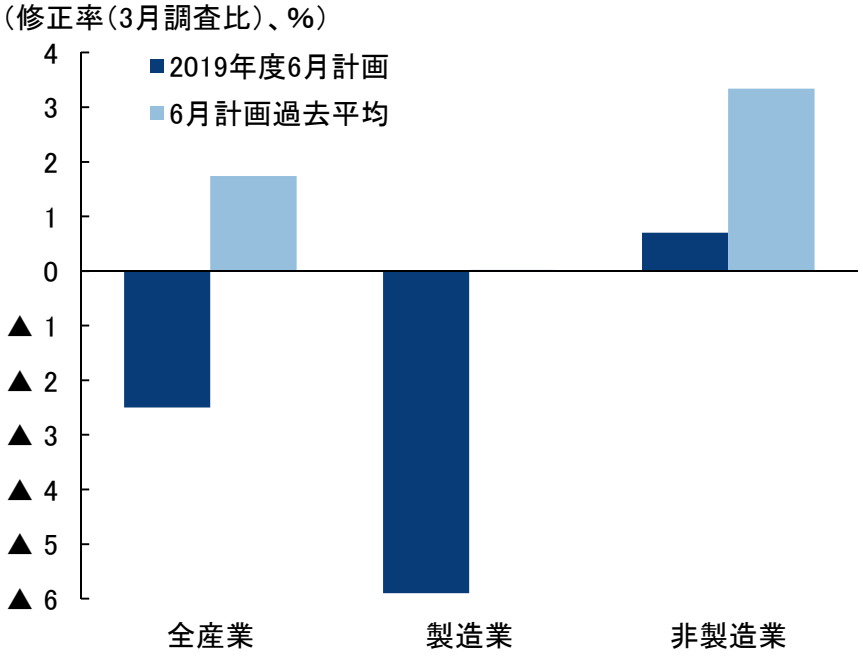
- 景気の先行きに関し、海外要因では貿易摩擦、国内要因では消費増税の影響を懸念するコメントが増加
- 日銀短観（6月調査）の経常利益計画は、2019年度の修正率が製造業、非製造業ともに例年対比で低い
  - 貿易摩擦や海外経済減速、消費増税後の景気低迷への懸念が、経常利益計画を下押しした可能性

景気の先行きをネガティブに判断しているコメント数（消費増税・貿易摩擦関連）



（注）景気の先行き判断が「▲」または「×」となっているコメントを抽出
コメント数は後方3ヵ月移動平均で図示
（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほ総合研究所作成

経常利益計画の修正率（大企業）

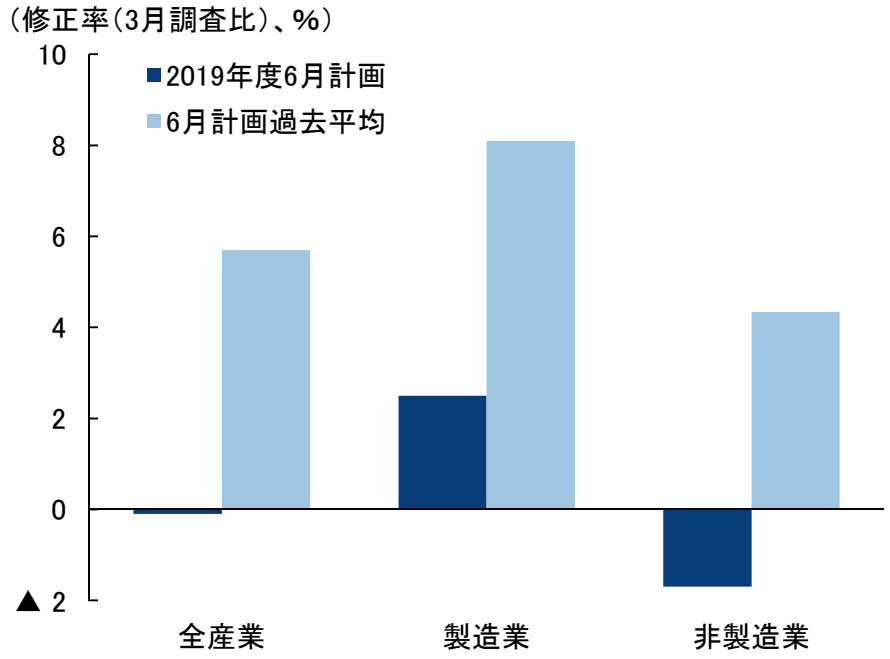


（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

企業：不確実性が投資マインド下押し。調整圧力の高まりから投資の伸びは鈍化

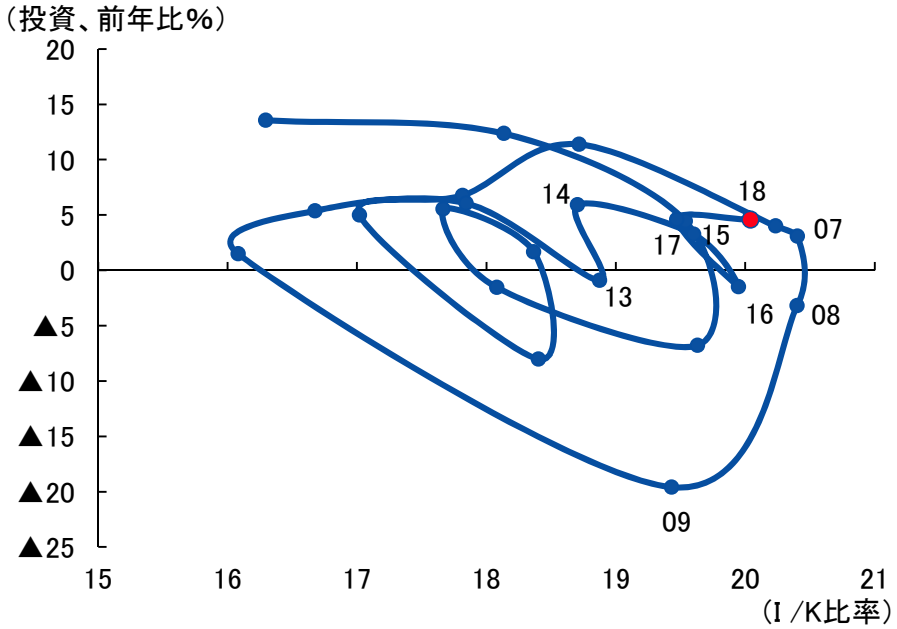
- 日銀短観（6月調査）の設備投資計画は、2019年度の修正率が例年対比で低く、慎重な見方
  - 企業の設備投資計画の修正率は▲0.1%と、6月調査としてはリーマンショック後の2009年度以来の下方修正
  - 内外の不確実性の高まりが影響。非製造業では人手不足による供給制約が建設投資計画を下押しした可能性
- 資本ストック循環図上は、調整圧力の高まりを示唆。設備投資の伸びは2019～2020年にかけて鈍化していく見通し
  - ただし、省力化投資や都市再開発関連などの建設投資需要が下支えとなり、大幅な調整は避けられる見通し

設備投資計画の修正率（大企業）



（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

資本ストック循環図（機械・設備（民間））

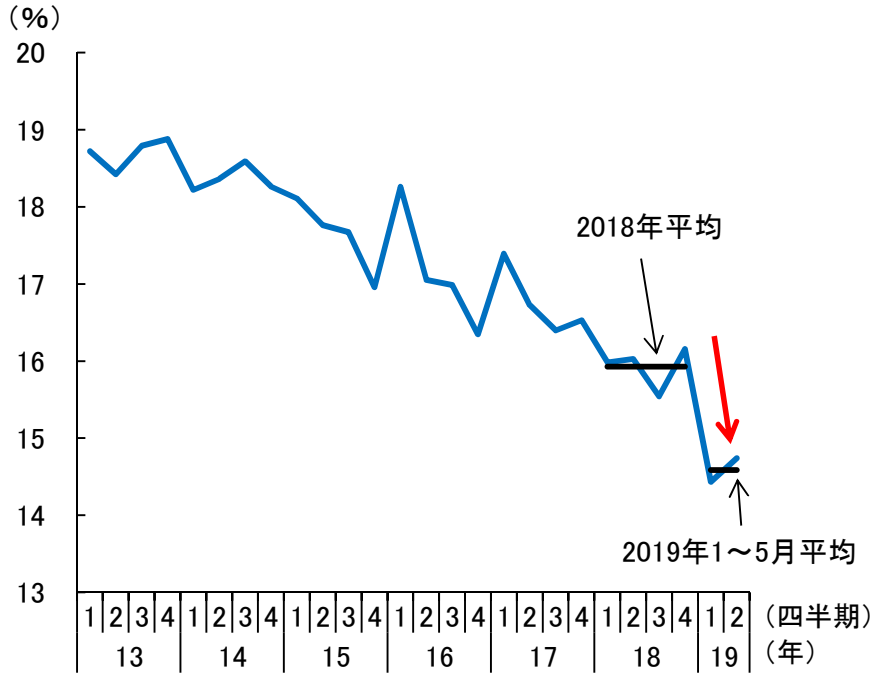


（注）2018年は内閣府「四半期別GDP速報（QE）」を用いて、民間部門の建物・構築の伸び率を推計して機械的に延伸
（出所）内閣府より、みずほ総合研究所作成

雇用：長時間労働削減も、生産活動停滞から雇用の伸び拡大にはつながらず

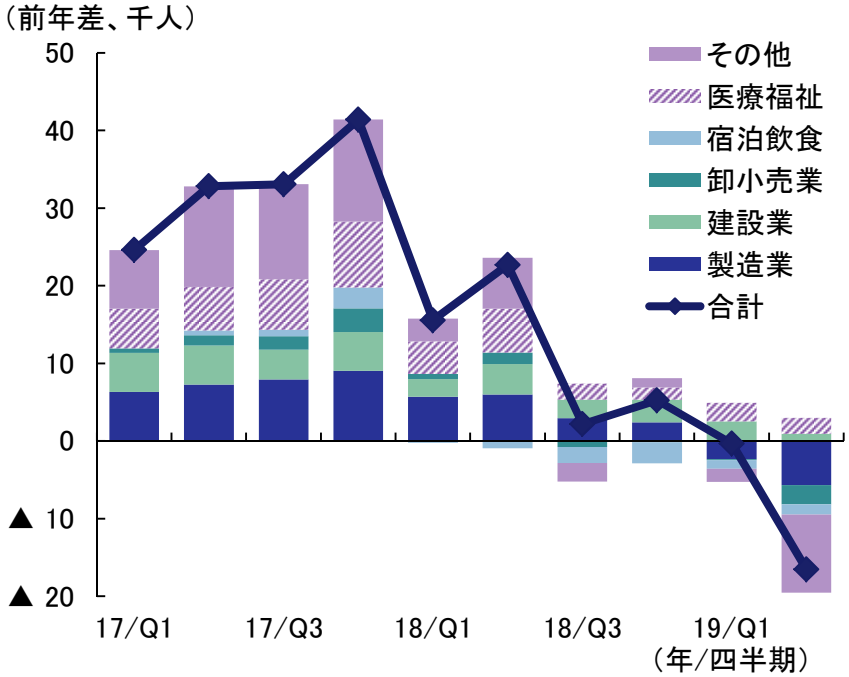
- 残業規制を受けて長時間労働の削減進む。但し、生産活動の停滞から、雇用拡大ペースは鈍化
  - 月60時間超の時間外労働を行う正規雇用者の割合は2019年に入って急低下
  - 生産活動は外需低迷等を受けて足元停滞。新規求人数の伸びは一服
    - 当面の生産活動は力強さに欠け、雇用の伸びは需要面から鈍化するとの見方

月60時間超の時間外労働を行う正規雇用者割合



（注）みずほ総合研究所による季節調整値
（出所）総務省「労働力調査」より、みずほ総合研究所作成

新規求人数の推移

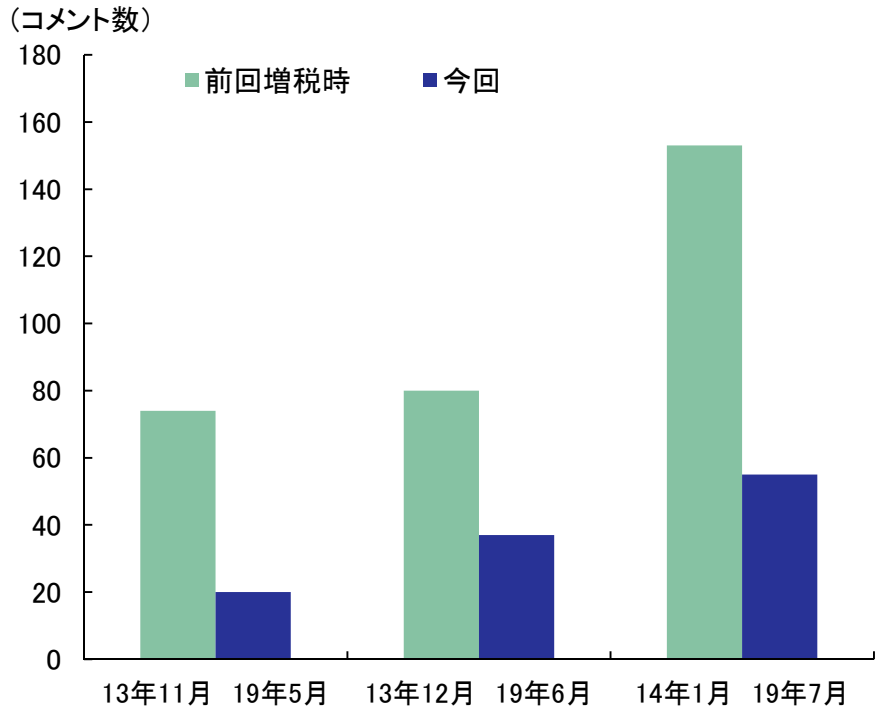


（注）パートを除くベース
（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」より、みずほ総合研究所作成

消費：4～6月期における耐久消費財の駆け込みは限定的

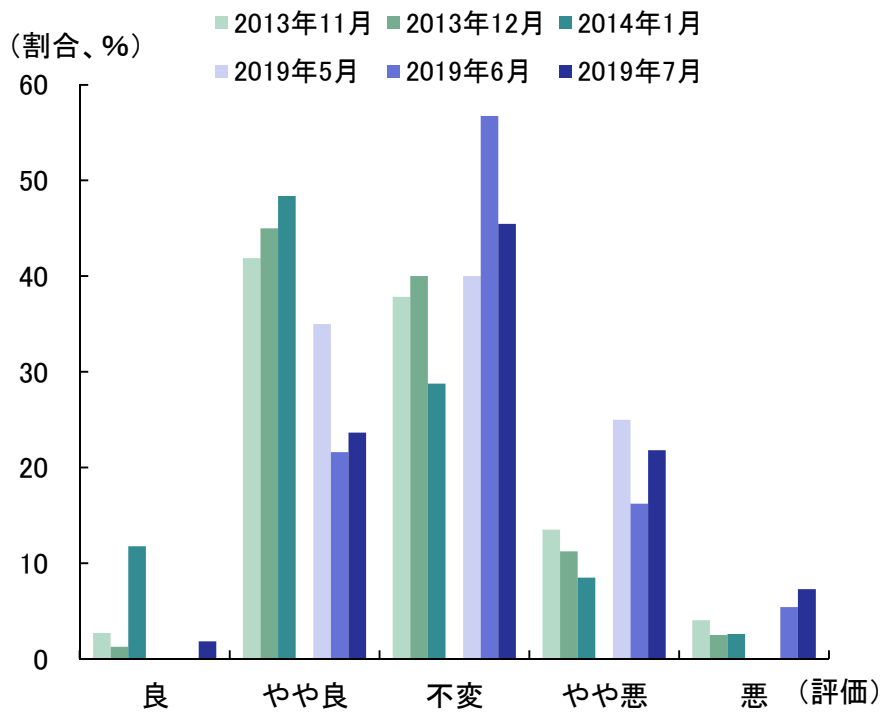
- 耐久消費財の増税前の駆け込みは4～6月期時点では限定的
  - 前回増税前と比べ「駆け込み」コメント数は減少。内訳も「不変」の割合が大きく、「良」「やや良」が小さい
- 7～9月期、10～12月期は一定の駆け込み・反動減を見込むも、2014年当時と比べその影響は小さいとみる

「駆け込み」に関するコメント数



（注）「駆け込み」の単語が出現するコメント数を集計(現状判断)
（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほ総合研究所作成

「駆け込み」 に関するコメントの内訳

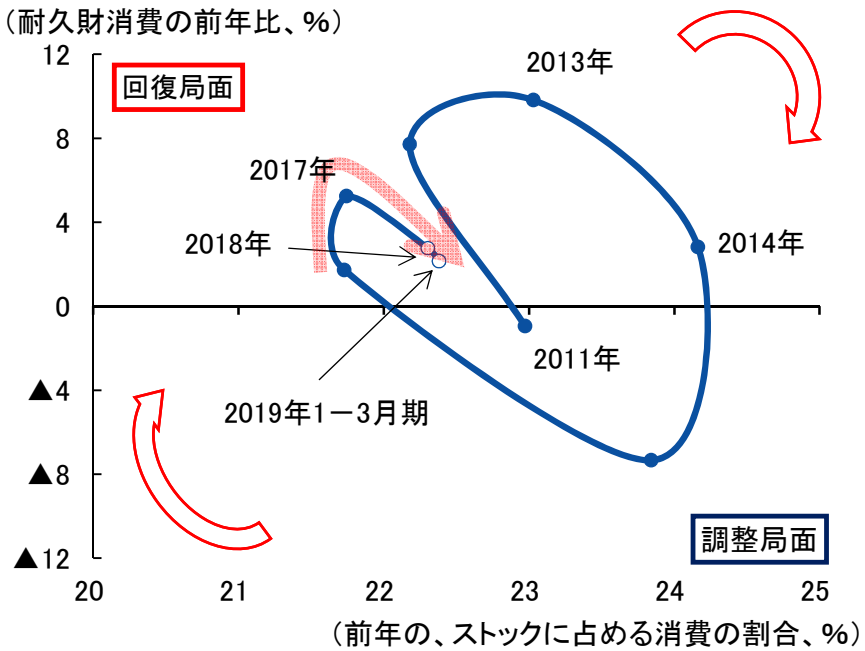


（注）各々、「駆け込み」の単語が出現するコメント数を全体とする（現状判断）
（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほ総合研究所作成

消費：増税後の反動減は大きくはないが、耐久消費財の調整圧力の高まりが下押し

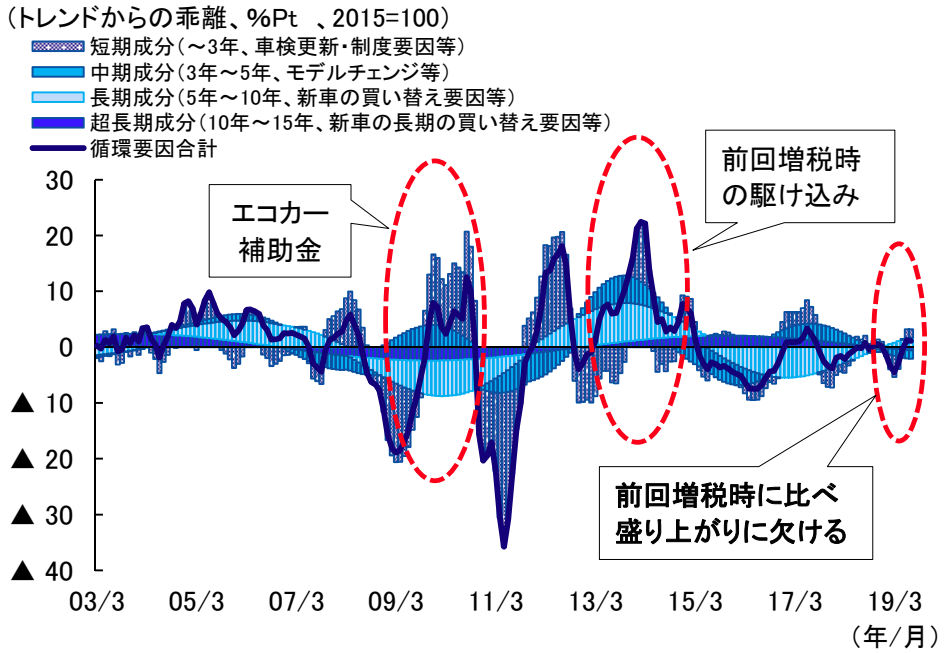
- 耐久財はストック循環上、調整局面入りへ。耐久財消費は当面低調に推移する見通し
  - 2014年増税前の自動車販売は、駆け込みに加え、モデルチェンジや使用年数長期化による買い替え要因も重なったとの見方。足元はそうした動きは観察されず

耐久財のストック循環図



（注）2018年以降はトレンドで先延ばしした減耗率と耐久財消費の実績値を元にストックを算出
（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所試算

自動車販売の周期成分への分解

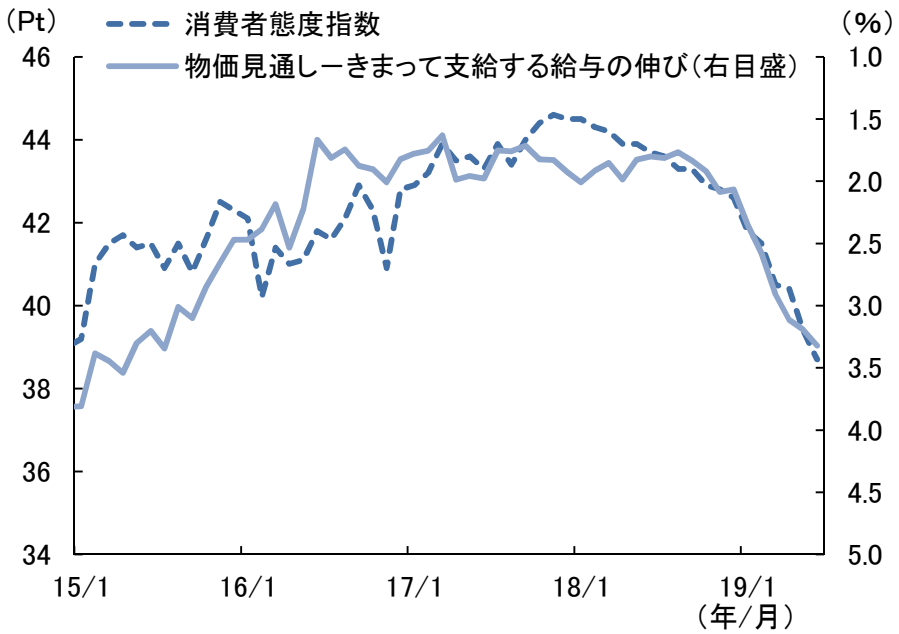


（注）1. 普通、小型、軽自動車の合計
2. みずほ総合研究所による季節調整値
（出所）日本自動車販売協会連合会、軽自動車協会連合会より、みずほ総合研究所作成

消費：マインド低下の背景は物価上昇懸念。軽減税率が実感されれば下押し緩和

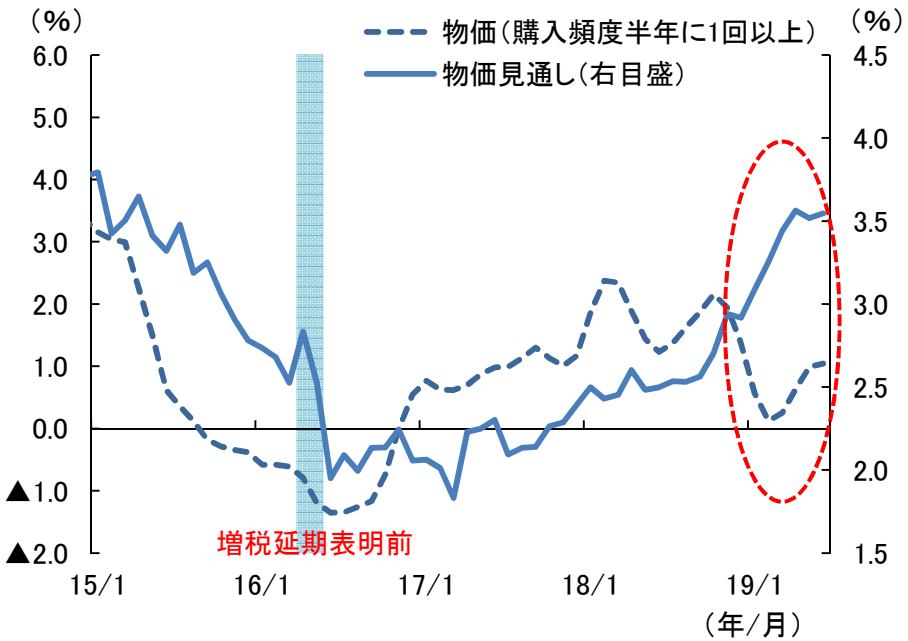
- 足元の消費マインド低下は、増税に伴う物価上昇懸念が影響。軽減税率効果が実感されれば下押し圧力は緩和へ
  - 消費マインドの動きは、家計の物価見通しから足元の賃金の伸びを控除した数値に連動する傾向
  - 家計の物価見通しは2014年の増税前に迫る水準に。消費税の軽減税率の効果を控えめにみている可能性。軽減税率に対する制度が不透明なことが物価上昇に対する警戒心を高めている
    - 軽減税率が適用され、家計が効果を実感すれば、マインドの下押し圧力も緩和するとの見方

消費者態度指数と物価見通し・決まって支給する給与の伸びの差



（注）「きまって支給する給与の伸び」は過去12カ月の賃金をベースに算出
（出所）内閣府「消費動向調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほ総合研究所作成

物価見通しと物価（実績）の推移

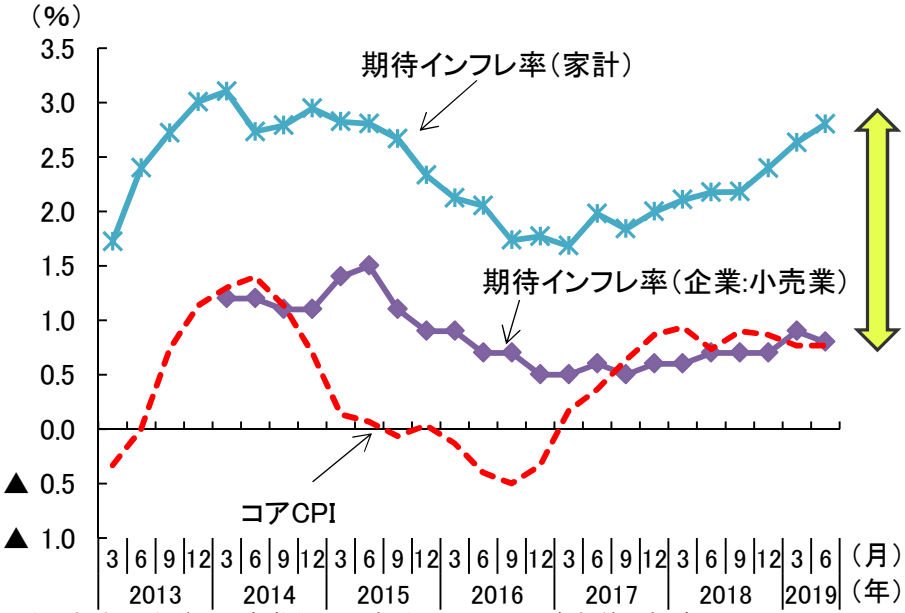


（注）物価の伸びは3カ月後方移動平均
（出所）内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

物価：企業は価格引き上げに慎重、消費税を除く物価の伸びは鈍化

- 家計の物価見通しは上昇傾向にある一方、企業の物価見通しは低迷続く
  - 企業は、家計の消費マインドが弱含むなか、販売価格の引上げには慎重な姿勢が継続
  - 幼児教育無償化等の制度要因もあり、消費税を除く物価は当面伸びが鈍化する見通し
    - ただし、2020年度後半からはエネルギー価格の上昇がプラスに寄与

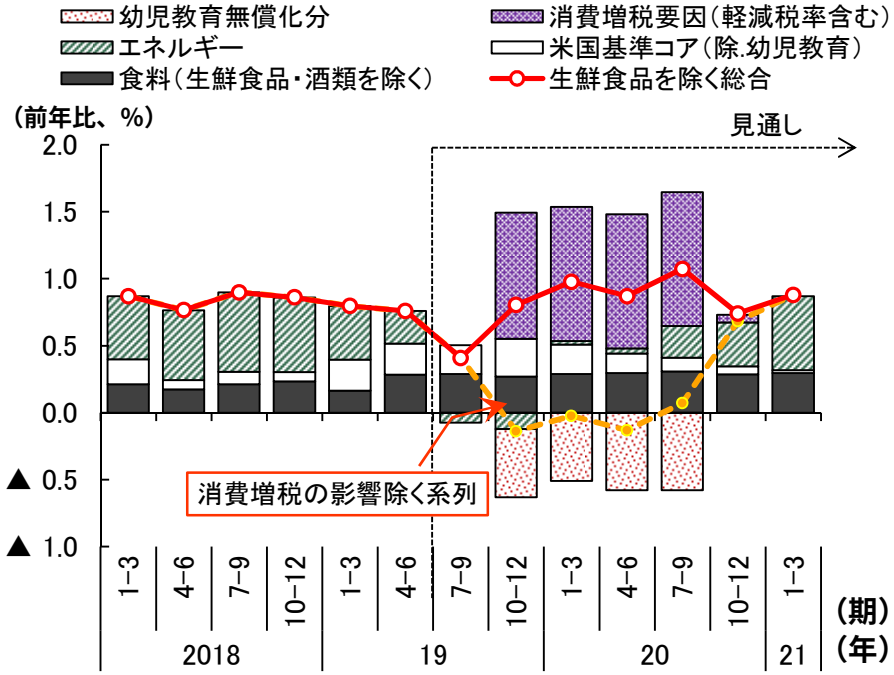
家計と企業の期待インフレ率



（注）家計の1年後の予想物価上昇率（加重平均）は、各解答選択肢について、低下では「▲5%以上」は▲5%、「▲5%～2%」は▲3.5%、「▲2%未満」は▲1%と、上昇では「2%未満」は＋1%、「2%～5%」は＋3.5%、「5%以上」は＋5%と予想していると仮定して算出。企業の期待インフレ率は日銀短観「企業の物価見通し」の1年後の予想物価上昇率（加重平均）を使用

（出所）日本銀行「短観」、内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

コアCPIの見通し（四半期、寄与度別）



（出所）総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

国内金融政策：消費増税の影響を見極めるまで政策維持を予想

- 日銀は世界経済下振れへの警戒を高めつつも、消費増税の影響を見極めるまで政策を維持すると予想。景気下振れ時の政策対応はフォワードガイダンスの修正（時間軸の長期化）やETFの買入れ増額にとどめ、政府の景気対策を低金利によりサポートするスタンス
- ただし、円高急進により物価上昇のモメンタムが失われるリスクが高まる場合、マイナス金利深掘りを含む政策対応を行う可能性。金融機関収支の悪化を抑制する対応（当座預金の階層構造の見直し等）とあわせて実施されると予想

展望レポート（2019年7月）

（対前年度比、%）

	実質GDP	消費者物価指数（除く生鮮食品）	消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース
2019 年度	＋0.6～＋0.9（＋0.7）	＋0.8～＋1.1（＋1.0）	＋0.6～＋0.9（＋0.8）
4月時点の見通し	＋0.7～＋0.9（＋0.8）	＋0.9～＋1.2（＋1.1）	＋0.7～＋1.0（＋0.9）
2020年度	＋0.8～＋1.0（＋0.9）	＋1.1～＋1.4（＋1.3）	＋1.0～＋1.3（＋1.2）
4月時点の見通し	＋0.8～＋1.1（＋0.9）	＋1.2～＋1.5（＋1.4）	＋1.1～＋1.4（＋1.3）
2021年度	＋0.9～＋1.2（＋1.1）	＋1.3～＋1.7（＋1.6）	
4月時点の見通し	＋0.7～＋1.0（＋1.0）	＋1.4～＋1.7（＋1.6）	

（出所）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

追加緩和の選択肢

政策手段		評価
短期政策金利の引き下げ	・マイナス金利幅を▲0.1%から拡大。円高が急激に進行する場合の選択肢	・金利低下による円高抑制効果が期待 ・貸出金利低下による金融機関収支の悪化などの副作用が懸念。実施の場合、副作用軽減策とセットで行われる可能性（当座預金三層構造の見直し等）
長期金利操作目標の引き下げ	・現状の10年国債利回りゼロ%程度としている目標を引き下げることで金利低下を容認	・イールドカーブが更にフラット化する可能性。総括的検証（2016年）において、長期金利の過度な低下はマインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの分析結果と矛盾する対応となるため可能性は低いと評価 ・金利低下による円高抑制効果が期待
マネタリーベースの拡大ペースの加速	・国債等の買入れ額を拡大することで、マネタリーベースを拡大	
資産買入れの拡大	・国債、ETF等の資産買入れを拡大。ETFの買入れは6兆円から上下の振れが許容されており、現状でもある程度増額が可能	・ETF買入れは株価急落時の下支え策としての効果が期待。ただし、市場機能を歪める、日銀の損失リスクを高めるなどの副作用が懸念

（出所）みずほ総合研究所作成

IV.金融市場

～グローバルな低金利が長期化

金融市場：グローバルな低金利環境が長期化

○ 金融市場は、世界経済の先行き不透明感が続く中、グローバルな低金利環境の長期化が見込まれる状況。企業債務が世界的に拡大しており、景気下振れ時の影響に注意が必要

○ 米国株は大統領選の前後では振れを見込むも、米国経済の底堅い成長に沿って緩やかに上昇すると予想。日本株は消費増税や円高懸念が重石となり海外株に劣後した展開

○ FRBは予防的利下げを実施。ECBは政策金利の引き下げに加え、量的緩和の再開を予想。日銀は政策金利のフォワードガイダンスにより消費増税の影響を見極めるまで政策を維持する見込み。円高急進の場合、マイナス金利深掘りが選択肢に

○ 米10年債利回りは、FRBの利下げ観測が残存し続ける中、1%台後半で推移、独10年債は▲0.5%近傍への低下を見込む。日本の10年債はマイナス圏での推移が続く

○ ドル円相場は米欧の金融緩和を受け、2020年初にかけやや円高の展開を見込む。ユーロドル相場はECBの利下げ・資産買入れ再開や英国の合意無き離脱による不透明感の高まりなどからユーロ安進行を予想

金融市場：FRBは2019年度内に3回、ECBは2回の利下げ予想

- 世界経済の不確実性が高まり、物価の加速感が見られない中、FRB、ECBは利下げに方針を転換。日銀は政策据え置きを予想するも、物価上昇のモメンタムが損なわれるリスクが高まればマイナス金利深掘りを行う可能性
- 長期金利は低位での推移が続くと予想。ドル円相場は2020年前半にかけやや円高の展開

金融市場の予測（2019年8月）

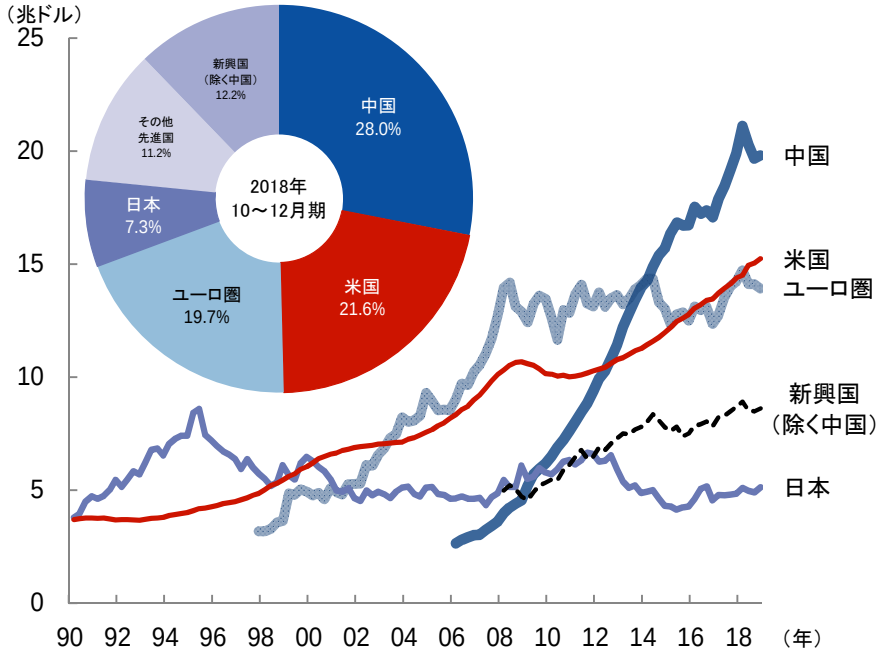
	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2019 1～3	2019 4～6	2019 7～9	2019 10～12	2020 1～3	2020 4～6	2020 7～9	2020 10～12	2021 1～3
日本												
無担保コールO/N （末値、%）	▲ 0.06	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.07	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
ユーロ円TIBOR （3か月、%）	0.06	0.04	0.05	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05
金利スワップ （5年、%）	0.08	▲ 0.07	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.04	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.05	▲ 0.05	0.00	0.00	0.00
新発国債 （10年、%）	0.05	▲ 0.13	▲ 0.09	▲ 0.02	▲ 0.08	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.10	▲ 0.10	0.00
日経平均株価 （円）	21,974	20,900	21,300	21,000	21,414	21,000	20,500	20,500	21,000	21,000	21,500	21,500
米国												
FFレート （末値、%）	2.25～2.50	1.25～1.50	1.25～1.50	2.25～2.50	2.25～2.50	1.75～2.00	1.50～1.75	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50
新発国債 （10年、%）	2.87	1.90	1.75	2.65	2.33	1.80	1.75	1.70	1.75	1.75	1.80	1.80
ダウ平均株価 （ドル）	25,063	26,200	27,300	25,162	26,102	26,500	26,000	26,000	26,500	27,000	27,500	28,000
ユーロ圏												
ECB主要政策金利 （末値、%）	0.00	▲ 0.20	▲ 0.20	0.00	0.00	▲ 0.10	▲ 0.20	▲ 0.20	▲ 0.20	▲ 0.20	▲ 0.20	▲ 0.20
ドイツ国債 （10年、%）	0.35	▲ 0.40	▲ 0.49	0.13	▲ 0.11	▲ 0.45	▲ 0.50	▲ 0.55	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.45
為替												
ドル・円 （円/ドル）	111	107	106	110	110	107	105	105	106	106	106	107
ユーロ・ドル （ドル/ユーロ）	1.16	1.10	1.08	1.14	1.12	1.11	1.08	1.08	1.08	1.08	1.08	1.09
WTI原油先物価格 （ドル/バレル）	63	56	59	55	60	55	54	53	57	59	59	60

（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

金融市場：低金利環境長期化の中、グローバルな債務の拡大に注視が必要

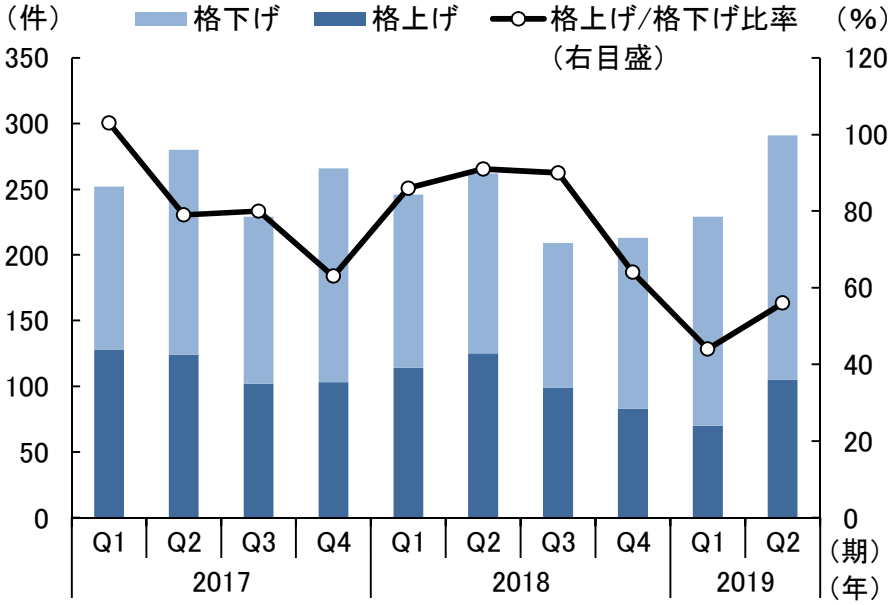
- 欧米金融政策が利下げに転じる中、低金利環境の長期化が見込まれる状況。企業債務が世界的に拡大しており、今後の景気下振れ時の影響が懸念
  - 残高では中国、米国、ユーロ圏が大きく、世界全体（BIS集計）の7割を占める
  - 米企業債務は拡大。対GDP比で既往ピーク圏となるも、国際的には相対的に低水準
- 米国ではBBB格の社債発行、レバレッジドローンの残高が拡大。格下げ件数が増加する動きが見られ注視が必要

主要国・地域の企業債務残高の推移 （兆ドル）
～世界の7割を占める「中・米・欧」、米国では増加が続く



（出所）BISより、みずほ総合研究所作成

格上げ・格下げ比率（投機的格付け社債、S＆P）

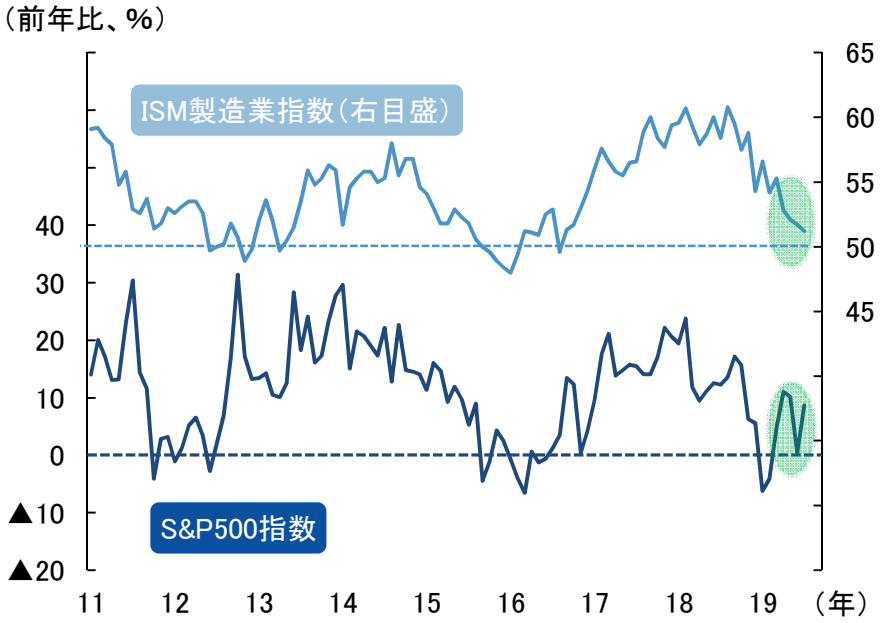


（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

米国株式市場：第4弾発動後は若干の調整を経て、景気回復に沿って株価は上昇

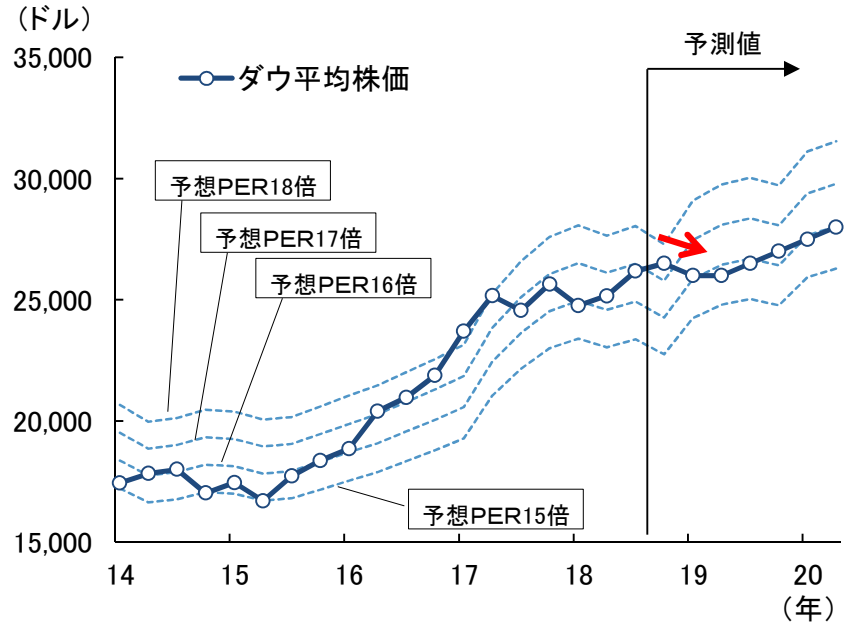
- 年初来の株価は世界経済の持ち直しを織り込み、期待先行で上昇
- 米国による対中制裁第4弾が発動すれば景気観測が悲観に振れ、バリュエーションが調整される可能性
  - もっとも、個人消費への影響は限定的とみられ、企業業績は持ち直しに向かうため株価の大幅な調整は回避
- 2020年4～6月期以降は、世界的な金融緩和や底堅い米経済を背景に、株価は緩やかな上昇基調に復する見込み
- ボラティリティが高止まる局面や過剰な利下げ織り込みが剥落する場合はさらなる調整リスクに注意

ISM製造業指数と株価上昇率



（出所）Refinitiv、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ダウ平均株価の予測値とPERバンド



（注）12カ月先予想EPSはみずほ総合研究所試算値。DS倍率は9倍とした
（出所）Refinitiv、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

国内株式市場：消費増税や円高懸念が重石となることから海外株に劣後

- 通商問題などの先行き不透明感を背景とした円高圧力を受けて、2018年以降の日本株は伸び悩み
- 予想PERは13倍以下で推移。中国経済の下振れリスクが重石となっており、今後もバリュエーションは改善しづらい
- 4～6月期の決算については市場予想対比で下振れ。予想EPSは低下基調が継続
  - ただし、消費増税後の経済指標の底堅さが確認されれば、業績予想は下げ止まりの可能性も
- 米中通商摩擦や日米通商協議を背景とした円高懸念は引き続き株価の重石に。海外株とのパフォーマンス差は拡大

TOPIXの予想PERと予想EPS

（注）予想EPSと予想PERは12カ月先
（出所）Refinitivより、みずほ総合研究所作成

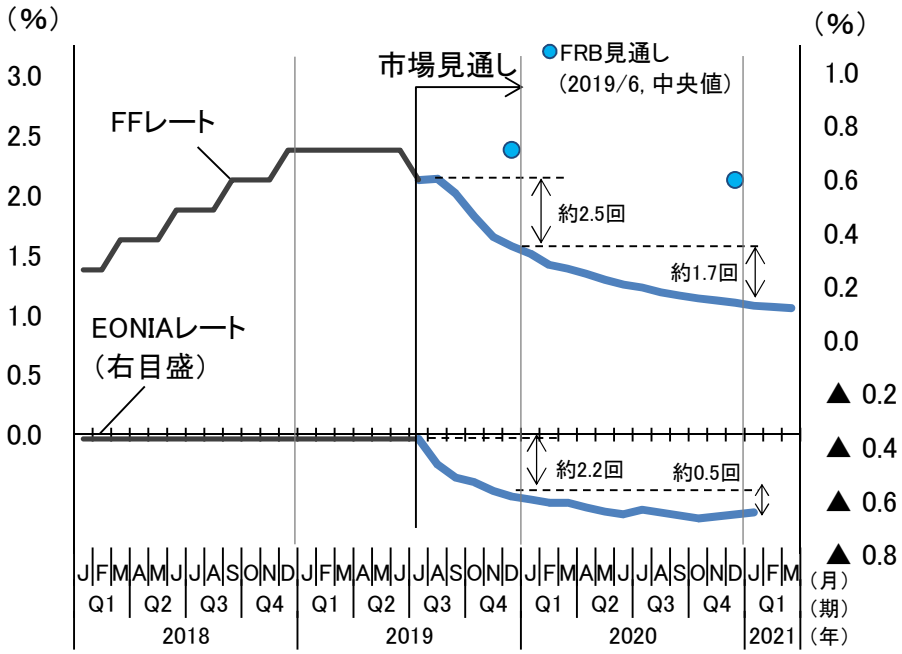
日経平均株価と円建てダウ平均株価

（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

欧米金利：米長期金利は1%台後半、独長期金利は▲0.5%近傍での推移

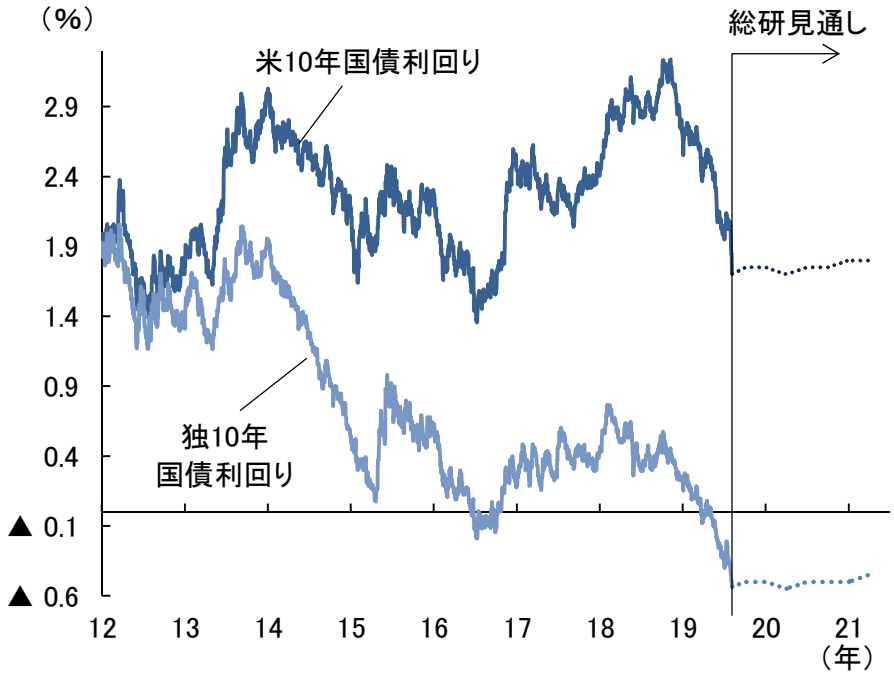
- 先行き不透明感から、織り込み済みの利下げ観測は当面残存する見通し
  - 米国は来年末までに追加で約4.2回、欧州は2.7回の利下げを織り込んでいる
- 米国・欧州ともにインフレ加速懸念は乏しく、米長期金利は1%台後半、独長期金利は▲0.5%近傍での推移を予想

市場参加者の政策金利見通し



（注）FFレート見通しはFF金利先物（1回25bp想定）、EONIAレート見通しはフォワードレート（1回10bp想定）を使用。8/6時点
（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

米独10年国債利回り予想

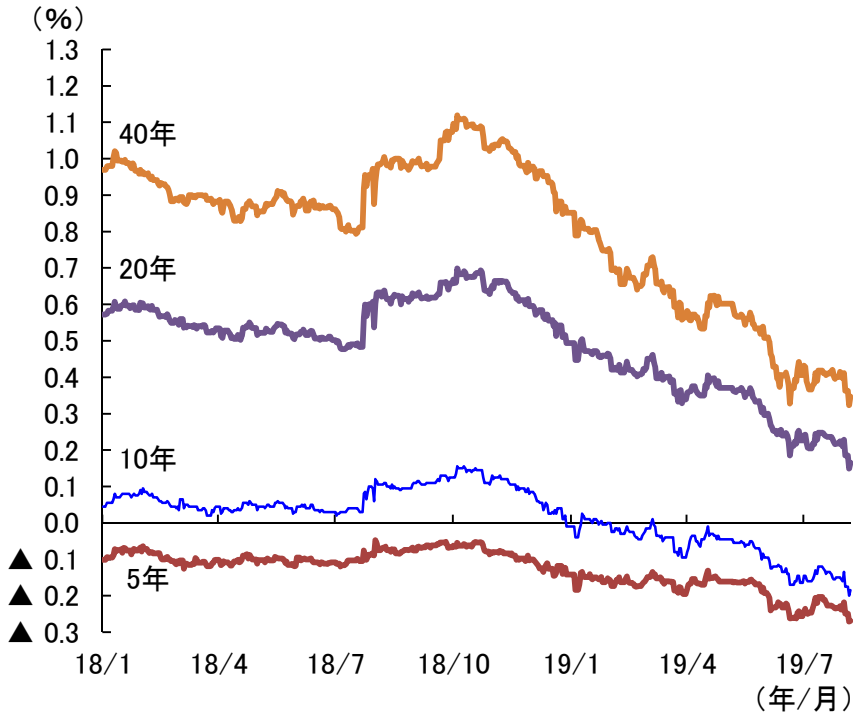


（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

国内金利：当面マイナス圏での推移が続く

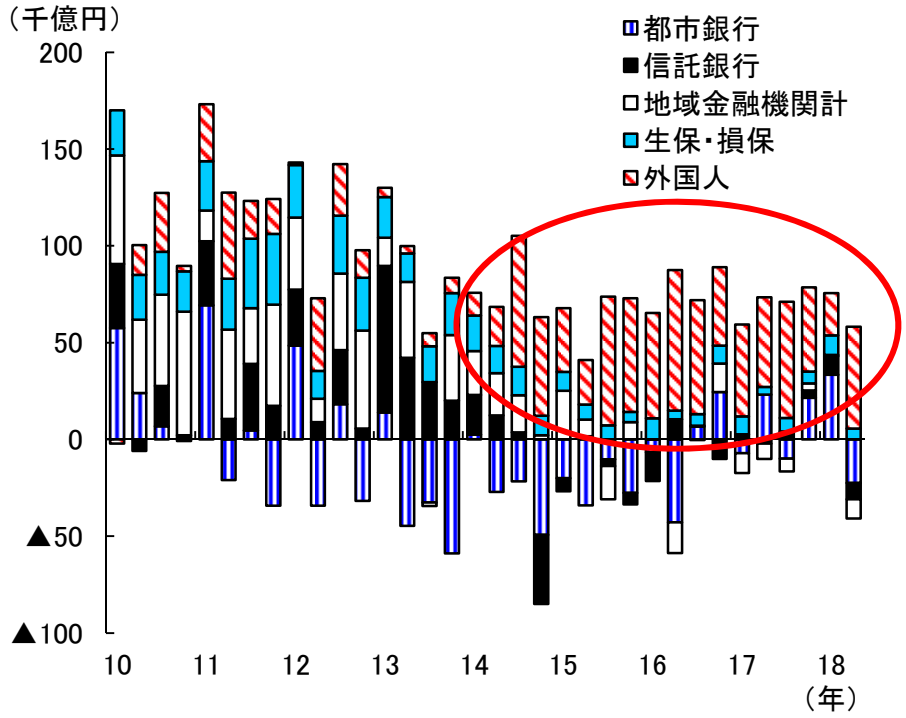
- 日本の10年国債利回りは欧米金融政策の利下げによるグローバルな長期金利低下を受け、マイナス圏での推移が続くと予想。日銀のマイナス金利深掘り観測も残存し続け、金利が下がり易い地合いが続く見込み
- 欧米金利が低下する中、海外投資家による中長期債買い越しが継続。低金利環境が長期化する中、海外投資家の日本国債保有比率が更に高まる見込み。投資家層の多様化につながる一方、金利変動リスクを高める可能性に留意

国債利回りの推移



（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

海外投資家の日本国債買越額推移（中長期債）

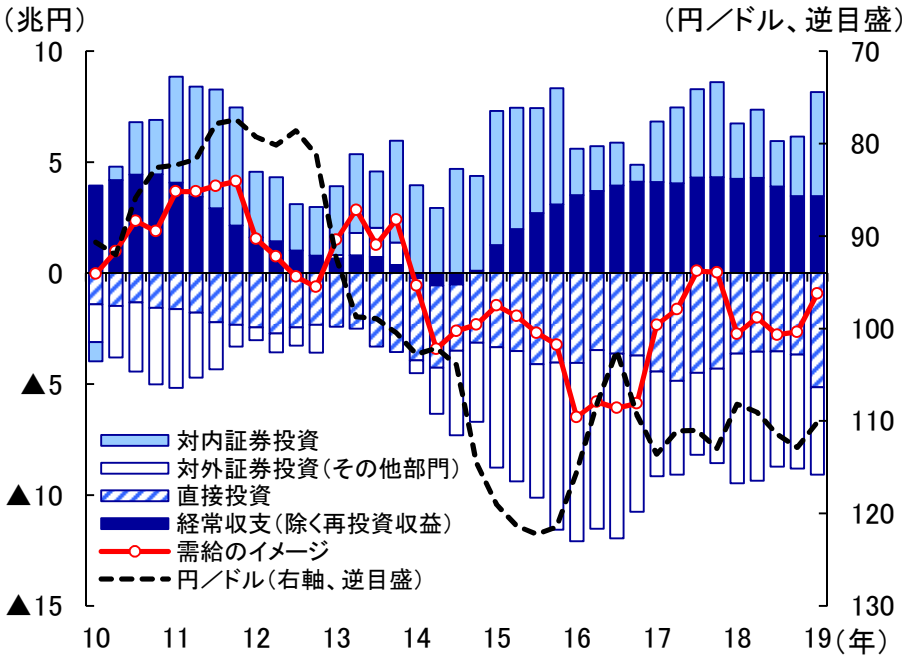


（出所）日本証券業協会より、みずほ総合研究所作成

為替：2020年初にかけてドル円相場はやや円高、ユーロドル相場はユーロ安進行

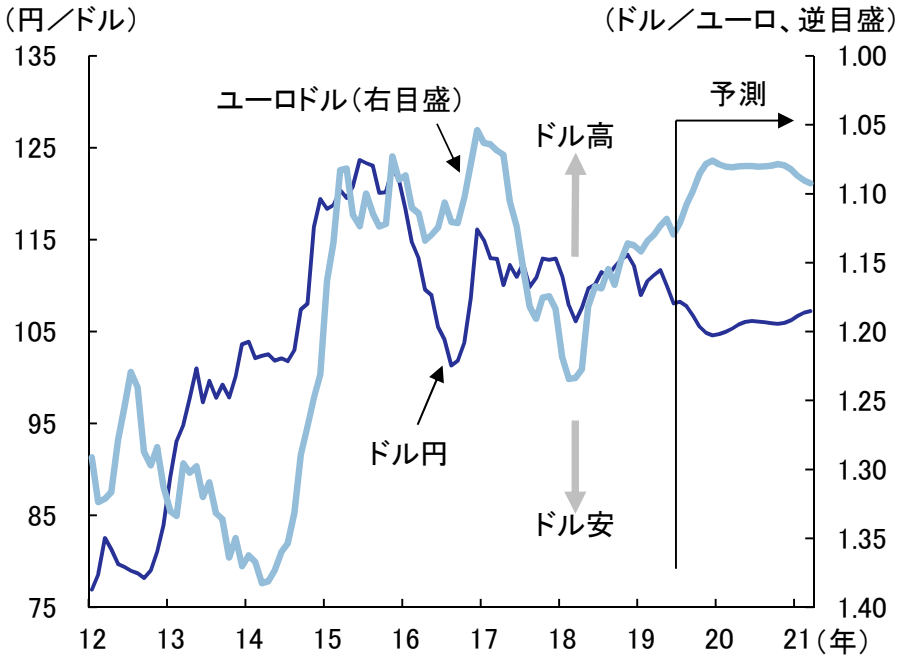
- 米欧の金融緩和を受け、2020年初にかけてドル円相場はやや円高に進む見込み
  - 直接投資や対外証券投資が円安圧力となっており、大幅な円高には進みづらい環境
- ユーロドル相場は、ECBの利下げ・資産買い入れ再開や英国の合意無き離脱による不透明感の高まりなどから、ユーロ安・ドル高進行を予想

国際収支統計からみたドル円の需給イメージ



（注）ドル円相場以外の項目は4四半期移動平均値。対外証券投資のその他部門は、銀行・政府部門を除くベースで、生保・年金・個人等が対象
（出所）日本銀行、財務省より、みずほ総合研究所作成

ドル円相場とユーロドル相場の見通し



（出所）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

ご参考：主要国の政治日程

	2019年		2020年		2021年	
米国			11月	大統領選挙	9月	同時多発テロ発生から20年
欧州	10月 10月	ドラギECB総裁任期満了 英国EU離脱期限			9月 秋	ドイツ議会選挙 メルケル独首相引退予定
日本	10月	消費税増税	7～9月	東京オリンピック・パラリンピック開催	3月 9月 10月	東日本大震災から10年 次期自民党総裁任期 衆議院議員任期
アジア	年内	中国四中全会	1月 4月 9月頃 9月 年内	台湾総統・議会選挙 韓国議会選挙 シンガポール議会選挙 香港立法議会選挙 中国五中全会	年内	ベトナム共産党大会

（出所）各種報道等より、みずほ総合研究所作成

【経済予測チーム】

武内浩二	（全体総括）	03-3591-1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp
・米国/欧州経済			
小野　亮	（総括・米国）	03-3591-1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
田村優衣	（米国）	03-3591-1418	yui.tamura@mizuho-ri.co.jp
吉田健一郎	（欧州）	03-3591-1265	kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp
山本武人	（欧州）	03-3591-1199	takehito.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
・アジア経済			
稲垣博史	（総括）	03-3591-1369	hiroshi.inagakii@mizuho-ri.co.jp
大和香織	（中国）	03-3591-1368	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
・日本経済			
有田賢太郎	（総括）	03-3591-1419	kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp
酒井才介	（企業・政府・物価）	03-3591-1241	saisuke.sakai@mizuho-ri.co.jp
矢澤広崇	（企業・物価）	03-3591-1432	hirotaka.yazawa@mizuho-ri.co.jp
川畑大地	（企業）	03-3591-1414	daichi.kawabata@mizuho-ri.co.jp
谷真吾	（物価）	03-3591-1306	shingo.tani@mizuho-ri.co.jp
宮嶋貴之	（外需）	03-3591-1434	takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp
小野寺莉乃	（外需）	03-3591-1416	rino.onodera@mizuho-ri.co.jp
大野晴香	（家計）	03-3591-1243	haruka.ono@mizuho-ri.co.jp
嶋中由理子	（家計）	03-3591-1184	yuriko.shimanaka@mizuho-ri.co.jp
・金融市場			
野口雄裕	（総括）	03-3591-1249	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
井上　淳	（新興国・原油）	03-3591-1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
伊藤秀樹	（新興国）	03-3591-1319	hideki.ito@mizuho-ri.co.jp
坂中弥生	（為替）	03-3591-1182	yayoi.sakanaka@mizuho-ri.co.jp
越山祐資	（内外株式）	03-3591-1242	yusuke.koshiyama@mizuho-ri.co.jp
宮本 凌	（海外金利）	03-3591-1386	ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

本資料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。