

Oneシンクタンクレポート

# 2019年 新春経済見通し

2019.1.1

世界経済に減速リスク

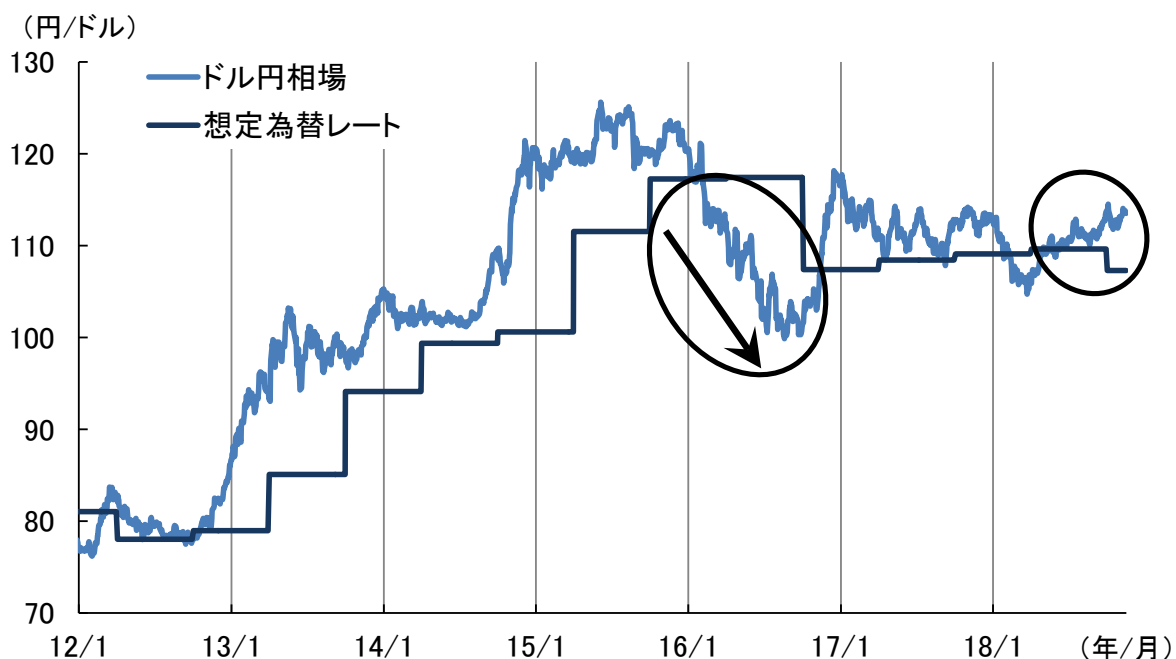
日本は回復の持続性が試される年に

I. チーフエコノミストの視点 ～ バブル崩壊を一手に背負った平成の転換

2019年の最大リスクは世界経済減速、2016年の再来リスク

平成バブル崩壊以降の停滞は超円高と資産デフレがもたらす悪循環にあった。一方、2012年以降のアベノミクスの成果は想定為替レートを超えた円安が株高をもたらす好循環によるものであった。すなわち、アベノミクスの成功は超円高・株安の悪循環を、超金融緩和の金融政策で断ち切ったことにあった。そうしたなか、2012年以降の好循環が初めて途切れたのが2016年であり、以下の図表を振り返っても2016年に想定為替レートを超える円安の好循環が崩れたことが示される。今日の不安は、これまで世界的な回復をけん引してきた中国サイクルとITサイクルが下方に転じたことにあり、2019年最大のリスクシナリオは、2016年同様、想定為替レートを超える円高により好循環が途切れることだ。図表でみて想定為替レートとの関係上は、依然、好循環が続くのは救いだが、2016年再来リスクが生じうるのは、グローバル環境の悪化を中心に米国FRBの利上げスタンスが転換し、円高トレンドに一気に転じることだ。2019年の不安は2016年再来のトラウマで、具体的には企業マインドの下方屈折、更にマイナス金利も含め超金融緩和に追い込まれたり消費税先送りを余儀なくされた金融・財政当局の悪夢再来にある。

【円ドルレートと想定為替レートの推移】



(注) 想定為替レートは日銀短観の製造業、大企業ベース。上期は3月調査、下期は9月調査の想定レートを参照。  
 (資料) 日本銀行、Datastream より、みずほ総合研究所作成

## 2019年、平成の転換で日本はバブル崩壊マインドセットから「普通の国」に

前頁では世界景気は2019年に調整局面を迎える可能性があるとした。もちろん金融危機のような世界的な景気後退を意味しているわけではない。ただ世界経済のけん引役を一手に担う米国でさえ財政によって実力以上に押し上げられている現状を踏まえると、2020年に向け景気転換を迎える蓋然性はある。日本についても、2020年の東京オリンピック・パラリンピック後に景気後退に陥るとの懸念が燻る。2020年以降は再び衰退し、「雪の世界」に逆戻りするという悲観的な見方さえある。東京オリンピック・パラリンピック後の建設需要の息切れに加え、本格化する人口減少と産業空洞化が進展し、日本経済の再生どころか世界におけるプレゼンスが低下するとの理由からである。

一方、筆者は再び「雪の世界」に逆戻りすることはないとし、こうした悲観論とは一線を画している。債務調整圧力を終えた企業・家計のバランスシートは健全で耐久力は以前に比べて増している。第4次産業革命とされる構造変化のなか、働き方改革を中心に生産性改善に向けた動きが生じているのは大きな転換だ。さらに、海外に目を向ければ中間層台頭で高成長が期待されるアジアに近接している点も日本にとって有利な条件だ。地の利を活かしアジアの成長力を取り込むことができれば、日本の将来像は大きく変わり得る。2019年の改元は長年の「雪の世界」から、海外の動きに沿ってあくまでも「普通の時代」に戻るべくマインドセットを修正させる年が期待される。

目先、2019年は循環的な不安はあるものの、2019年は2020年以降を視野に置く年であり、改元も含め新たな局面への転換を意識する点も重視したい。振り返れば、昭和から平成への改元は、天皇陛下のご崩御もあって日本全体が喪に服し自粛も生じた局面だった。一方、今回は200年ぶりの生前退位として、新たな天皇の即位に向けた祝賀ムードになることも考えられる。今年、ラグビーワールドカップの後、2020年は東京オリンピック・パラリンピックが予定され、2025年には大阪万博の開催も決定した。新たな時代に向けたメニューも揃ってきたことも念頭に置く必要もあるだろう。

平成最期の局面を迎える2019年は内外共に新たなステージを迎える年、2020年代までを視野にした長期の発想が必要な年となる。2020年代に向け改めて企業も投資家も自らのビジネス運営に向けた独自の時間軸を描くことが必要な局面に至ったのではないか。

(チーフエコノミスト 高田 創)

## Ⅱ. みずほ総合研究所海外各拠点からのメッセージ ～ 2019年の注目点

### From ニューヨーク：「中間選挙後の米国政治経済」

2019年からの米国議会は、上院は共和党、下院は民主党多数の「ねじれ議会」となった。民主党が推すインフラ投資、反対しにくい中間層減税に成立の芽が出た一方、大型減税第二弾は困難となった。他方、トランプ大統領との関係で火種になりうるのが、下院民主党が手にした大統領弾劾手続き開始の権利である。米国経済は、堅調な個人消費に支えられ、2019年6月には景気拡大記録を更新する見込みである。ただし、2018年後半には設備投資が減速するなど、企業活動にはピーク感が見られる。政権と民主党との対立激化が一段と設備投資を抑制し、景気減速が顕在化するリスクには注意が必要だ。

(事務所長 新形 敦)

### From ロンドン：「欧州連合（EU）はどこに向かう」

2019年はEUの未来を左右する年となりそうだ。英国は3月末にEUを離脱するが、EUにとって加盟国の離脱は初めてのことである。5月の欧州議会選挙では、極右やポピュリズム勢力の伸張が警戒されている。次期中期予算（2021～27年）は、移民政策や科学技術振興などへの配分を増やす原案が提示されているが、各国の利害が衝突し、審議は難航が予想される。10月以降、ドラギECB総裁、ユンカー欧州委員長、トゥスク欧州理事会議長任期が相次いで到来し、2020年代のEUを率いる指導者の陣容が固まる。EUがさまざまな試練を乗り越えて統合を進められるか、新指導者の責任は重い。

(事務所長 山本 康雄)

### From シンガポール：「タイ総選挙は、親軍派政党伸び悩みで再延期も」

2014年5月のクーデター以来軍政下にあるタイで、2019年2月から5月の間に総選挙が予定されている。タイでは、所得が伸び悩む農民層の不満を糾合したタクシン派政権に対し、同政権のばらまき政策や汚職体質を批判する都市部住民が大規模デモを起こして収拾がつかなくなり、治安回復を目指す軍がクーデターを起こしたという経緯がある。軍政のプラユット現首相は総選挙後も続投を狙うが、人気は下降気味だ。親軍派政党だけでは議員の過半数を獲得できそうになく、また今のところ親軍派政党と連立を組もうとする有力政党もない。軍政は、これまで何度も総選挙を先送りしてきたが、今回も延期する可能性は否定できない。

(主任研究員 稲垣 博史)

### Ⅲ. 2018年の回顧 ～ 世界経済は米国主導で拡大、日本経済も底堅く推移

#### 財政政策によって加速した米国がけん引する形で 2018年の世界経済は拡大

- 2018年の世界経済は、全体で見ると成長率は2016年の減速局面から持ち直した2017年を上回ったとみられ、拡大基調が継続した。ただし、状況は国ごとにまちまちで、米国の成長率が前年を大きく上回った一方、ユーロ圏や中国の成長率は低下した。その他アジアでは、インドが回復した一方、NIEsが減速、ASEAN5は前年並みの成長となった。
- 米国経済は、トランプ政権による財政支出の拡大が景気を押し上げたほか、減税効果もあって個人消費や設備投資も拡大した。年初は天候要因等もあってやや成長が伸び悩んだものの、その後は潜在成長率を大きく上回る3%台半ばから4%台の成長が続いた。一方、ユーロ圏経済は潜在成長率を上回ったものの、前年と比較すると成長率は低下した。雇用所得環境の改善を背景として個人消費が底堅く推移した一方、輸出の減速から外需のプラス寄与が縮小し、年後半にかけて設備投資も減速した。
- 中国経済は、デレバレッジを進める政府の姿勢を反映した設備投資の減速や自動車販売を中心とした個人消費の鈍化から減速した。米中貿易摩擦による影響は輸出面では大きく出ていないものの、企業や個人のマインド抑制には一定の影響を及ぼした可能性がある。その他アジア経済では、中国の減速やITサイクルのピークアウトから輸出を中心に減速し、輸出依存度の高いNIEsの成長率は低下した。一方、内需の下支えによりASEAN5は前年並みの成長を維持し、インドは高額紙幣廃止の影響などから落ち込んだ昨年と比較して持ち直した。

#### 2018年終盤は米中貿易摩擦等による景気減速懸念から金融市場は不安定に

- 2018年の世界経済のけん引役は米国であったが、逆に言えば、米国1人勝ちの様相を呈し、そうした中で、米国の利上げや通商政策における強硬姿勢が世界経済の不確実性を高めた。米国の利上げを背景に新興国では通貨や株価が軟調に推移した。また、先進国でも10月以降は米中貿易摩擦などの世界経済への影響が懸念され、金融市場は不安定な動きが続いた。



## 2018年の日本経済は、自然災害が下押しも、世界経済回復を受け底堅く推移

- 2018年を振り返ると、中国経済が減速したものの、米国中心に世界経済の回復が続いたことから、日本経済は底堅く推移した。特に雇用環境は良好で、失業率は1990年代前半以来の水準まで低下した。女性・高齢者の労働参加により雇用者数が増加したことから、雇用者所得は拡大し、結果として個人消費も底堅く推移した。また、人手不足が続く中、省力化投資ニーズが高まり、設備投資は堅調に推移した。
- また、2018年は夏場にかけて自然災害が相次いで発生し、景気の下押し圧力になった。豪雨や震災に伴う一部地域で店舗休業となったほか、自然災害による消費者マインド悪化が、個人消費に影響した。また、工場の操業停止、物流網の寸断が生産・輸出の下押し圧力となった。ただし自然災害への復旧が概ね順調に進んだため、日本経済への影響は一時的に留まった。

## 自民党総裁選勝利を受け、アベノミクス継続へ

- 9月20日の自民党総裁選で安倍総理は連続3選を果たし、3年間任期が延長された。総裁選の勝利により、一先ず安倍政権の経済政策「アベノミクス」の継続が担保された。
- 安倍総理は、今後の政策方針として、延長された3年間の最初の1年で生涯現役時代にふさわしい雇用制度の構築、次の2年で医療・年金など社会保障制度全般にわたる改革を進めるとした。

## 基調的な物価は緩やかな上昇に留まる

- 2018年のコアインフレ率(生鮮食品を除く総合消費者物価指数、以下コアCPI)は、エネルギー価格の上昇を主因に持ち直したが、生鮮食品及びエネルギー価格の要因を除いた基調的な物価は緩やかな上昇に留まった。
- 日銀は2018年4月の金融政策決定会合において、従来2019年度としていた物価上昇率2%の達成時期の記載を削除した。

IV. 2019年の世界経済見通し ～回復モメンタムは徐々に鈍化

- 2019年の世界経済は、中国経済の減速や半導体需要の伸び鈍化が景気を下押しすることから、景気回復のモメンタムが徐々に鈍化することとなろう。ただし、消費主導で良好な成長が続く米国経済を下支え役として、景気の底堅さは維持されると見込んでいる。減速が見込まれる中国についても、金融・財政による景気下支え強化などを背景に減速ペースは緩やかなものにとどまるといのがメインシナリオである。
- リスク要因は、米中貿易摩擦の激化、中国経済の急減速、英EU離脱や伊財政問題など欧州政治の混乱、新興国不安の広がりなどが挙げられる。また、中国経済の減速、ITサイクルの減速局面入り、原油価格の急落、欧州政治不安など、現状は2015～2016年の世界的な景気減速の当時と類似点が多く、同様の減速局面に陥るリスクには留意が必要である。

【世界経済見通し総括表】

	(前年比、%)				
	2015年 暦年	2016年	2017年	2018年	2019年
予測対象地域計	3.6	3.4	3.9	4.0	3.8
日米ユーロ圏	2.4	1.6	2.2	2.2	2.0
米国	2.9	1.6	2.2	2.9	2.7
ユーロ圏	2.1	1.9	2.4	1.9	1.5
日本	1.2	0.6	1.9	0.7	1.0
アジア	6.2	6.2	6.1	6.2	5.9
中国	6.9	6.7	6.9	6.6	6.2
NIEs	2.1	2.4	3.2	2.7	2.3
ASEAN5	4.9	4.9	5.3	5.2	5.0
インド	7.6	7.9	6.2	7.5	7.2
オーストラリア	2.5	2.8	2.4	3.1	2.5
ブラジル	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.4	2.4
メキシコ	3.3	2.9	2.1	2.2	2.2
ロシア	▲ 2.5	▲ 0.2	1.5	1.6	1.3
日本(年度)	1.3	0.9	1.9	0.7	0.7
原油価格(WTI,\$/bbl)	49	43	51	65	68

(注) 網掛けは予測値。予測対象地域計はIMFによる2016年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料) IMFより、みずほ総合研究所

(1) 米国経済の展望 ～ 2019年は米史上最長の景気拡大が続く

○ 2019年の成長率は前年比+2.7%と予想

- ・ 良好な雇用・所得環境が続き、消費主導の成長続く公算大。2019年6月には景気拡大が10年に（90年代に並ぶ記録）
- ・ 一方、中国・欧州の景気減速や、通商政策の不透明感から、輸出や設備投資は従来の見通しと比べて弱含み

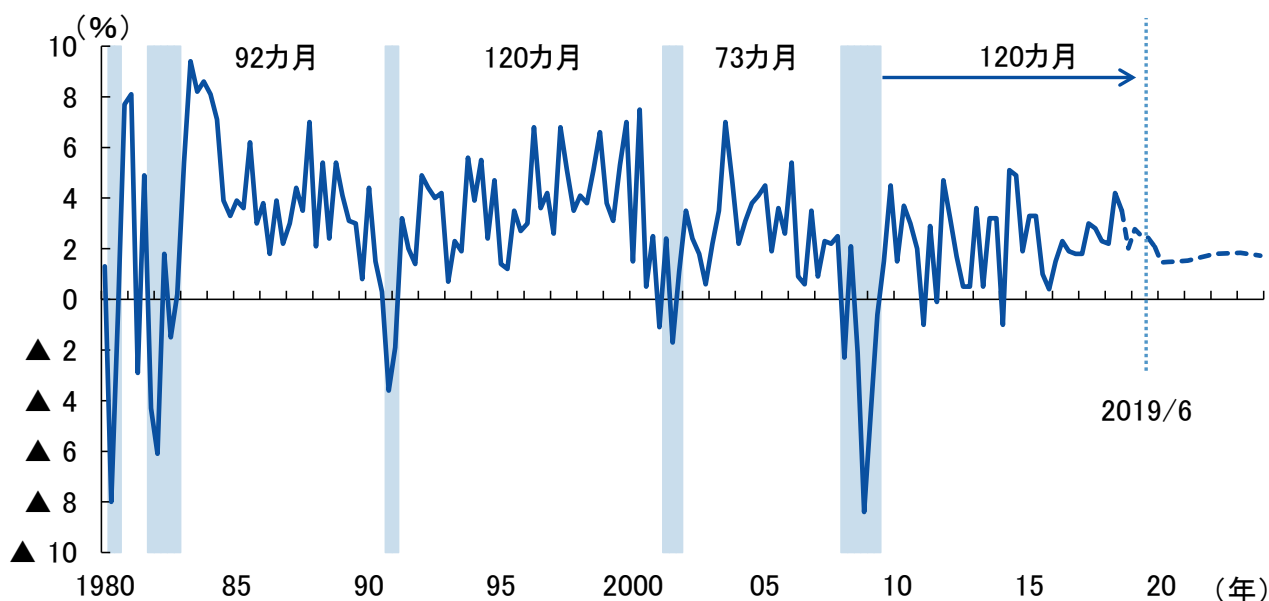
○ FRBは2019年も利上げ継続見込みだが、経済動向次第で早期停止も

- ・ 好調な景気拡大が続く限り、潜在的なインフレ圧力や金融バブルの拡大を抑制する狙いから2019年入り後も漸進的利上げ継続の公算大
- ・ 一方、中国や欧州の景気減速、新興国のドル建て債務問題、米中通商摩擦の激化など、金融情勢のタイト化要因も目白押し

○ 景気下振れリスクにも相応の警戒が必要

- ・ リスク要因は、人手・設備不足による減速（ボトルネック・リスク）、通商摩擦による投資抑制（トランプ・リスク）、地政学問題や新興国市場の不安定化に伴う金利や為替のボラティリティ増大（グローバル・リスク）、財政リスク（債務上限問題、減税・歳出拡大）など

【米国の景気循環(実質GDP成長率)】



(注) 網掛けは景気後退期。点線は予測値（2018-2019は四半期、2020以降は暦年）。

(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成



(2) 欧州経済の展望 ～ 2019年は潜在成長率近傍まで減速

○ 2019年の成長率は前年比+1.5%と前年(同+1.9%)から低下

- ・ 輸出回復や在庫調整の一巡に伴って、生産は緩やかに回復
- ・ 輸出回復は徐々に設備投資に波及し、成長を下支え
- ・ ドイツは2018年第3四半期にマイナス成長となったが、自動車生産の落ち込みといった一時的な要因もあり、緩やかな持ち直しへ

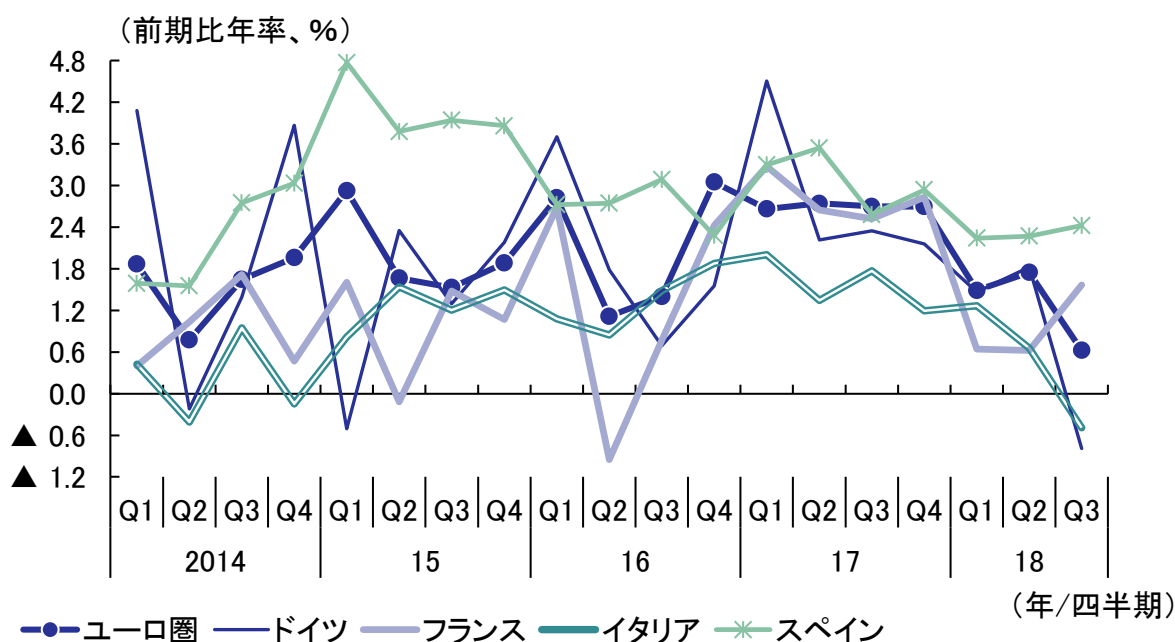
○ ECBは金融政策の出口を模索

- ・ 2018年の資産購入終了に続く出口戦略として、最初の利上げは2019年9月の預金ファシリティ金利の引き上げと予想
- ・ ただし、基調インフレ率の上昇ペースは緩やかな見込みであり、景気や物価の動向次第で利上げ時期が後ずれする可能性も

○ 経済見通しのリスクは下方。政治問題には警戒必要

- ・ リスク要因は、米中通商問題の深刻化に伴う米中経済の減速、英国のEU離脱交渉の決裂によるビジネスの混乱、イタリアにおける財政不安の高まりに伴う意図せざる金利上昇や株価の下落といった金融条件のタイト化など

【ユーロ圏及び同主要国の実質GDP成長率】



(資料) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

(3) アジア経済の展望 ～中国の減速を受け、輸出中心に景気は減速

○ 2019年は、アジア全体で景気減速

- ・ 中国は、貿易摩擦を背景とした輸出・投資等の減速基調の強まりに対し、景気対策で下支え
- ・ NIEs・ASEAN については、中国の減速やITサイクルのピークアウトを受け、輸出を中心に景気は減速
- ・ ただし、貿易摩擦回避のため中国から他のアジアに生産が移管される場合は、輸出にプラスとなるため、その動向次第では想定より成長率が上振れする可能性
- ・ インドの成長率は利上げの影響で緩やかに低下

○ 利上げの影響が景気を抑制。通貨安には引き続き警戒

- ・ 内需依存度の高いインドネシアとフィリピン、インドについては、通貨安やインフレへの対応で2018年半ばから連続利上げが行われており、時間差を経て消費や投資が減速へ
- ・ 米国の利上げ継続などによって新興国売り圧力が強まる可能性があり、経常赤字国で通貨が売られやすいインドネシアとフィリピンなどは引き続き警戒が必要

【 アジア経済見通し総括表 】

(単位: %)

暦年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
<b>アジア</b>	6.4	6.2	6.2	6.1	6.2	5.9
中国	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.2
<b>NIEs</b>	3.5	2.1	2.4	3.2	2.7	2.3
韓国	3.3	2.8	2.9	3.1	2.6	2.4
台湾	4.0	0.8	1.5	3.1	2.5	2.2
香港	2.8	2.4	2.2	3.8	3.4	2.2
シンガポール	3.9	2.2	2.4	3.6	3.2	2.5
<b>ASEAN5</b>	4.6	4.9	4.9	5.3	5.2	5.0
インドネシア	5.0	4.9	5.0	5.1	5.2	5.1
タイ	1.0	3.0	3.3	3.9	4.2	3.0
マレーシア	6.0	5.1	4.2	5.9	4.7	4.6
フィリピン	6.1	6.1	6.9	6.7	6.2	6.0
ベトナム	6.0	6.7	6.2	6.8	6.9	6.6
<b>インド</b>	7.0	7.6	7.9	6.2	7.5	7.2

(注) 実質GDP成長率(前年比)。平均値はIMFによる2016年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。  
 (資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

○ 2019年の中国経済は貿易摩擦の影響で減速が継続

- ・ 米制裁強化で輸出の下振れが強まる可能性があり、輸出関連の設備投資や消費マインドにも波及の恐れ
- ・ 一方、政府は2020年に2010年対比GDP倍増目標の達成を考慮し、金融・財政支援による景気下支え策を適宜強化する見込み

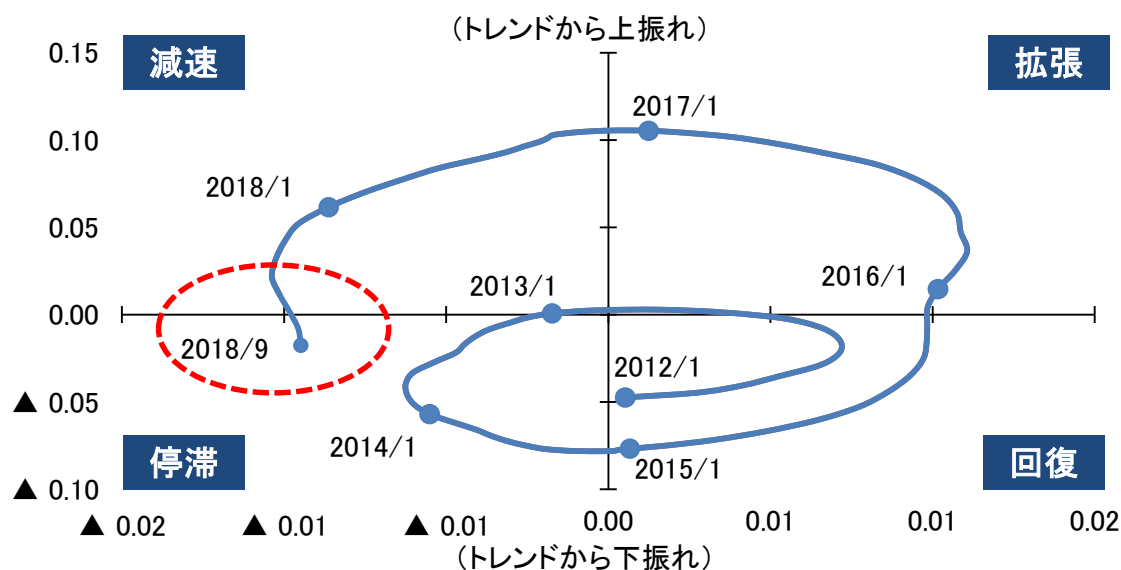
○ 中国景気サイクルは停滞局面入り。今後輸出の下振れが強まる公算大

- ・ 景気動向指数のビジネスサイクルクロック（みずほ総合研究所作成）は2018年の夏場以降停滞局面入り
- ・ 輸出全体は堅調を維持するも、米制裁対象品目に限れば7月以降伸び率の縮小が顕著に。今後輸出全体でも伸びが縮小する可能性大
- ・ 生産在庫バランスは、在庫の伸び拡大に伴い悪化しており、生産調整圧力が強まりやすい状況

○ 中国の個人消費は持ち直す見込みだが、マインド悪化が懸念材料

- ・ 2018年は小型車減税終了の反動等による自動車販売低迷から消費減速
- ・ 減税廃止に伴う自動車販売の押し下げは収束に向かう見込みだが、米中貿易摩擦の影響などを懸念したマインド悪化には留意

【 中国景気動向指数のビジネスサイクルクロック 】



(注) 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（前月差）。

(資料) 中国国家统计局、中国海関総署等より、みずほ総合研究所作成

V. 2019年の日本経済見通し ～底堅く推移も、輸出減速で回復テンポは鈍化

- 2019年の日本経済は、堅調な消費・投資需要を受けて底堅い推移を見込むものの、外需の減速から景気回復のテンポは鈍化する見通しである。
- 主要項目別にみると、個人消費については、良好な雇用環境の中で可処分所得の緩やかな増加を見込むことから、底堅く推移するだろう。消費増税の影響は増税前後に一時的なアップダウンを見込むものの、各種対策等もあり2014年増税時とくらべ、影響は限定的になる見込みである。また、設備投資については、企業の省力化投資への意欲の根強さから、堅調な推移が続く見通しだ。一方で、輸出は、中国経済の減速がしばらく続くほか、これまでけん引役であったIT需要の伸び鈍化を受けて、先行きは伸び悩むだろう。
- コアCPI（生鮮食品を除く総合）はエネルギー価格の上昇一服や、幼児教育無償化などの政策的な下押し要因など主因に、今後緩やかに伸びが鈍化する見通しだ。

【 日本経済見通しの概要 】

		2017	2018	2019	2018				2019				2020
		年度			1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	1.9	0.7	0.7	▲0.3	0.7	▲0.6	0.5	0.5	0.3	0.6	▲1.0	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	▲1.3	2.8	▲2.5	2.0	1.9	1.1	2.4	▲3.8	0.9
内需	前期比、%	1.5	0.7	0.8	▲0.4	0.8	▲0.6	0.4	0.4	0.4	0.9	▲1.4	0.2
民需	前期比、%	1.8	0.9	0.6	▲0.5	1.1	▲0.7	0.4	0.4	0.4	1.1	▲1.9	0.3
個人消費	前期比、%	1.0	0.6	0.7	▲0.3	0.7	▲0.2	0.4	0.2	0.4	1.5	▲2.5	0.5
住宅投資	前期比、%	▲0.7	▲4.3	▲1.5	▲2.1	▲1.9	0.7	1.2	0.7	1.4	▲1.2	▲4.2	▲4.7
設備投資	前期比、%	4.6	2.7	2.0	0.4	2.8	▲2.8	1.2	0.6	0.5	1.0	0.3	0.3
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
公需	前期比、%	0.5	0.1	1.2	0.0	▲0.0	▲0.2	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.0
政府消費	前期比、%	0.4	0.7	0.8	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1
公共投資	前期比、%	0.5	▲1.7	2.9	▲0.5	▲0.5	▲2.0	1.4	2.3	0.5	0.0	1.1	▲0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.4)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.4)	(0.0)
輸出	前期比、%	6.4	1.9	1.8	0.5	0.3	▲1.8	1.4	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3
輸入	前期比、%	4.1	2.1	2.1	0.2	1.0	▲1.4	1.0	0.6	0.9	1.9	▲1.8	0.3
名目GDP	前期比、%	2.0	0.7	1.1	▲0.6	0.5	▲0.7	1.1	0.3	0.2	0.4	▲0.0	0.1
GDPデフレーター	前年比、%	0.1	0.0	0.4	0.5	0.0	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.5
内需デフレーター	前年比、%	0.6	0.5	0.8	0.9	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	1.1	1.1

(注) 網掛けは予測値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

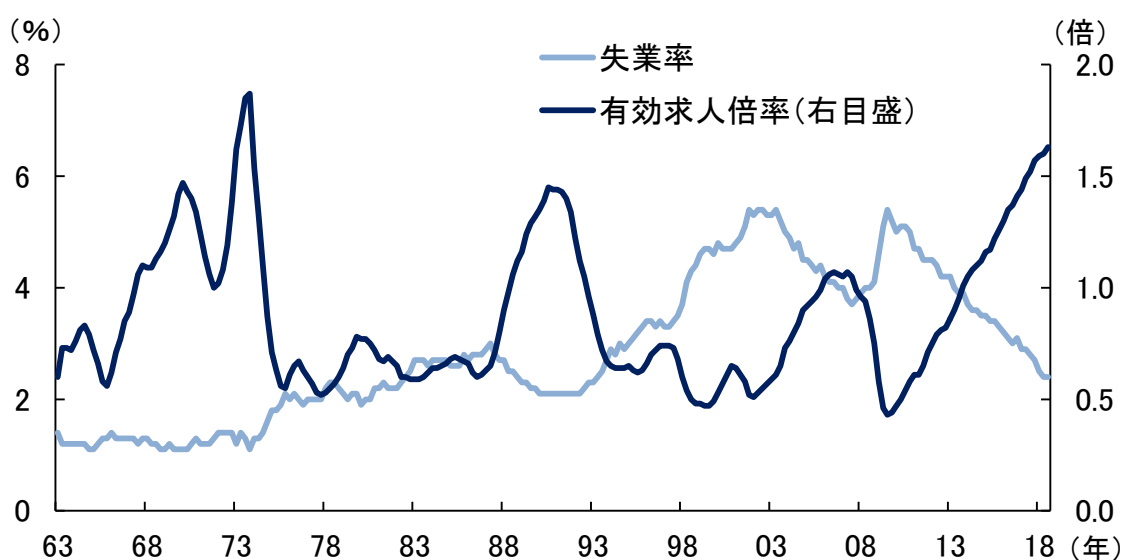
○ 日本の個人消費は、雇用情勢の改善が下支えとなり、堅調な推移が続く

- ・ 失業率は90年代前半の低水準まで低下、雇用のひっ迫状況を示す有効求人倍率は47年来の高水準。人手不足継続で、低失業率が続く見通し
- ・ 高齢者の労働参加などによる就業者数の緩やかな増加が見込まれるなか、可処分所得も底堅く推移する見通し
- ・ 消費税増税前後に一時的なアップダウンが生じるものの、均してみれば個人消費は堅調な推移を見込む

○ 日本の2019年消費増税の影響は、2014年当時と比べれば限定的

- ・ 消費増税の影響は、①反動減、②実質的な所得の目減り、③体感物価の上昇による節約志向の強まりの3点だが、共に14年と比べ限定的
- ・ ①反動減は、2014年当時は15年10月の追加増税も予定されるなか、実質的に5%分の影響があったが、今回は2%と相対的に小さい
- ・ ②実質所得は、2014年当時は3%近く目減りしたが、今回は軽減税率、給付措置、教育無償化等で1%程度に留まる見通し
- ・ ③体感物価は、高頻度に消費者が購入する食品などの価格が上がると上昇しやすいが、軽減税率の導入で今回は抑制される見込み

【日本の失業率と有効求人倍率】



(注) 四半期、季節調整値。

(資料) 総務省「労働力調査」、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



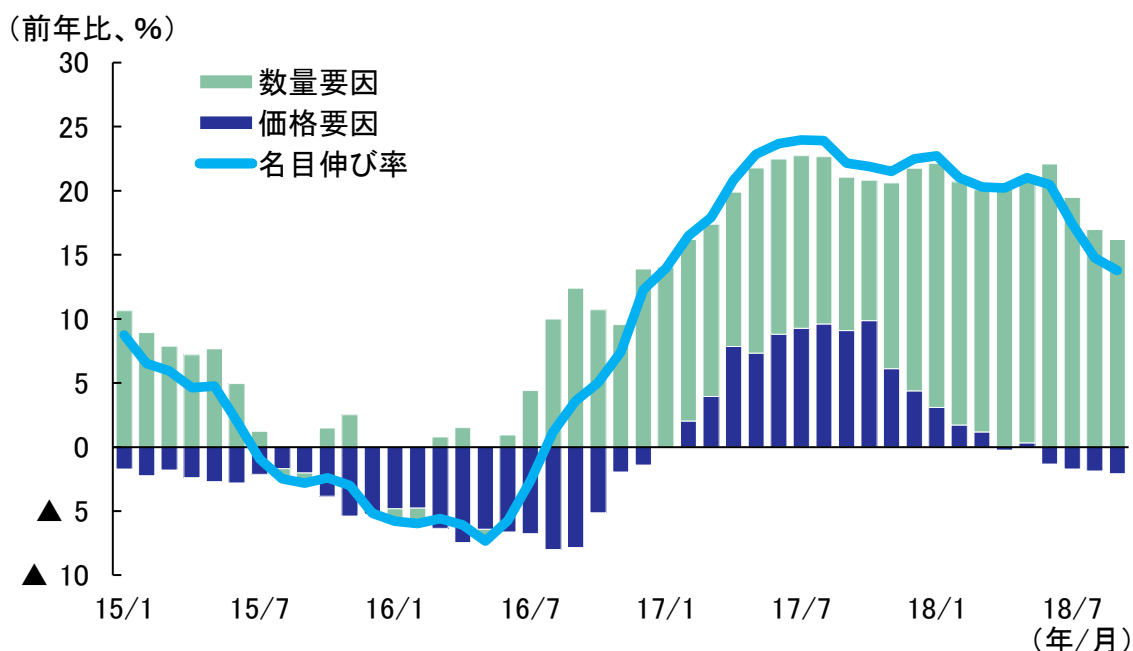
○ 日本の設備投資は、人手不足に伴う省力化投資需要から堅調に推移

- ・ 人手不足に伴う省力化・自動化ニーズの高まりを背景に、企業の投資意欲は改善。設備投資は今後も堅調に推移する見通し
- ・ ただし、人件費や原材料などのコスト上昇が企業収益を圧迫し、投資余力の小さい企業の投資意欲を削ぐ可能性も
- ・ また、世界的な貿易摩擦が激化が企業の投資マインドを冷え込ませるリスクがあり、留意が必要

○ 日本の輸出は、IT需要のピークアウトや中国経済減速を受け伸び悩み

- ・ 夏場に続いた自然災害からの復旧は順調に進み、既に輸出やインバウンドは持ち直しつつあることから、19年への影響は限定的
- ・ ただし、これまで輸出をけん引役してきたIT需要がピークアウトすることや、中国経済が減速することから、輸出は今後伸び悩み見通し
- ・ また、米国が自動車への追加関税を強行した場合、自動車の輸出減少に留まらず、関連産業へ波及するリスクも

【 世界半導体売上高 】



(注) みずほ総合研究所による実質化ベース。

(資料) CEIC Data、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

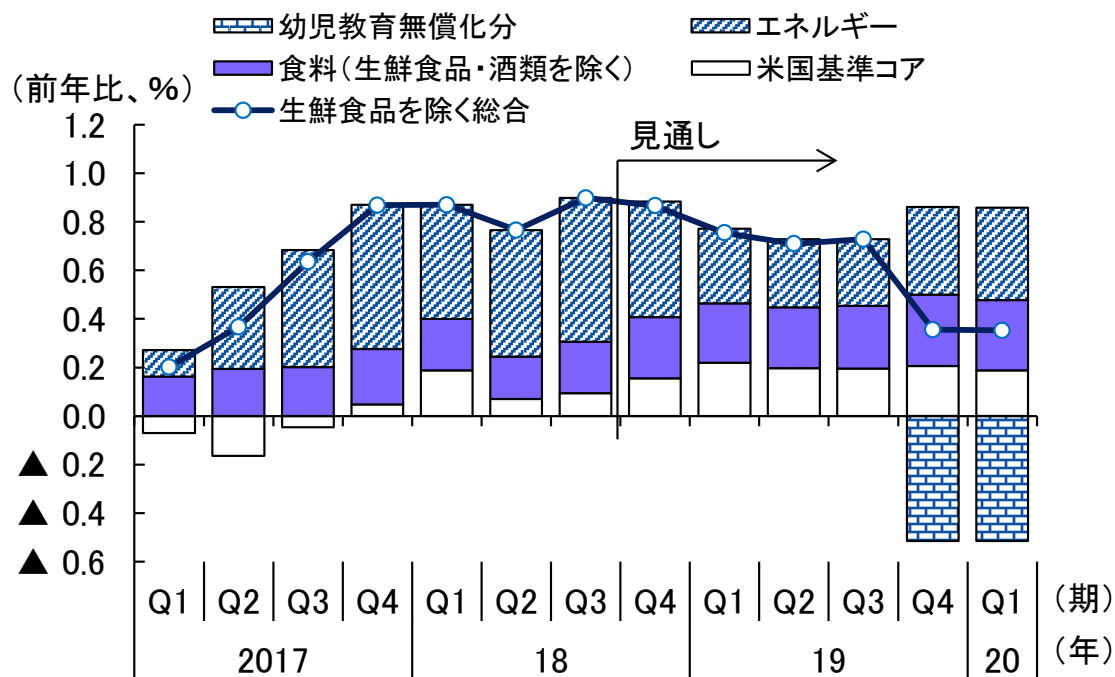
○ 日本の公共投資は、2018年度補正予算の執行などを受け拡大する見通し

- ・ 税収の上振れを受け、前年度より規模の大きい 2018 年度補正予算が 2019 年にかけて執行されることから、公共投資は拡大する見通し
- ・ ただし、建設業の人手不足が常態化しているため、事業執行が先送りされる可能性もあり、その場合公共投資のGDP押し上げ効果は抑制されるだろう
- ・ また公共投資が実施されたとしても、建設業の人手不足の影響が民間投資に波及するリスクには留意が必要

○ 日本のコアCPIは、今後緩やかに伸びが鈍化

- ・ 2018年のコアCPI（生鮮食品を除く総合）上昇の主要因であったエネルギー価格は、今後伸びが鈍化していく見通し
- ・ 更に、2019年10月に予定されている幼児教育の無償化はコアCPIを0.5%pt程度押し下げるとみられる
- ・ 上記の要因を踏まえると、コアCPIは緩やかに伸びが鈍化していく見通し

【日本のコアCPI見通し】



(資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

VI. 2019年の金融市場見通し～株価、長期金利とも上昇ペースは緩やか

- 2019年の金融市場は、底堅い景気が続く米国を中心に緩やかな株高と長期金利の上昇を見込むが、世界経済の先行き不透明感が重石に。米国株は減税効果のはく落による企業業績改善ペースの鈍化などから上昇ペースは緩やかに。日本株は2019年前半までは企業業績の改善に沿った上昇が期待されるも、消費増税を挟んで弱含み易い
- 米10年国債利回りは堅調な景気拡大を背景に3%台前半で推移する見込みも上昇幅は限定的。独10年国債利回りはECBの利上げを織り込み緩やかな上昇を見込む。日本の国債利回りは0.1%台半ばを中心としたレンジ推移。日銀が市場活性化のためオペ見直しなどを行う可能性があり注意
- ドル円相場は良好な米国のファンダメンタルズを背景とした利上げを受け円安・ドル高を予想。ユーロドル相場はユーロ圏のファンダメンタルズ悪化や欧州政治不安を背景に当面下落が継続するも、2019年夏ごろにかけては政策修正を織り込み持ち直す展開を予想

【 金融市場の予測 】

	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2018		2019				2020
				7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
日本										
無担保コールO/N (末値、%)	▲ 0.06	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
ユーロ円TIBOR (3か月、%)	0.06	0.07	0.06	0.08	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
金利スワップ (5年、%)	0.10	0.13	0.15	0.12	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
新発国債 (10年、%)	0.05	0.10	0.15	0.09	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
日経平均株価 (円)	20,993	22,700	23,800	22,700	22,300	23,300	24,000	23,500	23,500	24,000
米国										
FFレート (末値、%)	1.50~ 1.75	2.50 ~2.75	3.00 ~3.25	2.00~ 2.25	2.25 ~2.50	2.50 ~2.75	2.75 ~3.00	3.00 ~3.25	3.00 ~3.25	3.00 ~3.25
新発国債 (10年、%)	2.41	3.10	3.35	2.90	3.20	3.30	3.30	3.40	3.40	3.30
ダウ平均株価 (ドル)	22,921	25,500	26,900	25,600	25,600	26,000	26,500	26,700	27,000	27,300
ユーロ圏										
ECB主要政策金利 (末値、%)	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25
ドイツ国債 (10年、%)	0.44	0.45	0.75	0.40	0.40	0.55	0.60	0.70	0.80	0.80
為替										
ドル・円 (円/ドル)	111	112	115	112	113	114	115	116	115	113
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.17	1.15	1.13	1.16	1.14	1.12	1.11	1.12	1.14	1.16

(注) 網掛けは予測値。予測値は期中平均。但し、無担保コールO/N、FFレート、ECB主要政策金利は期末値。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

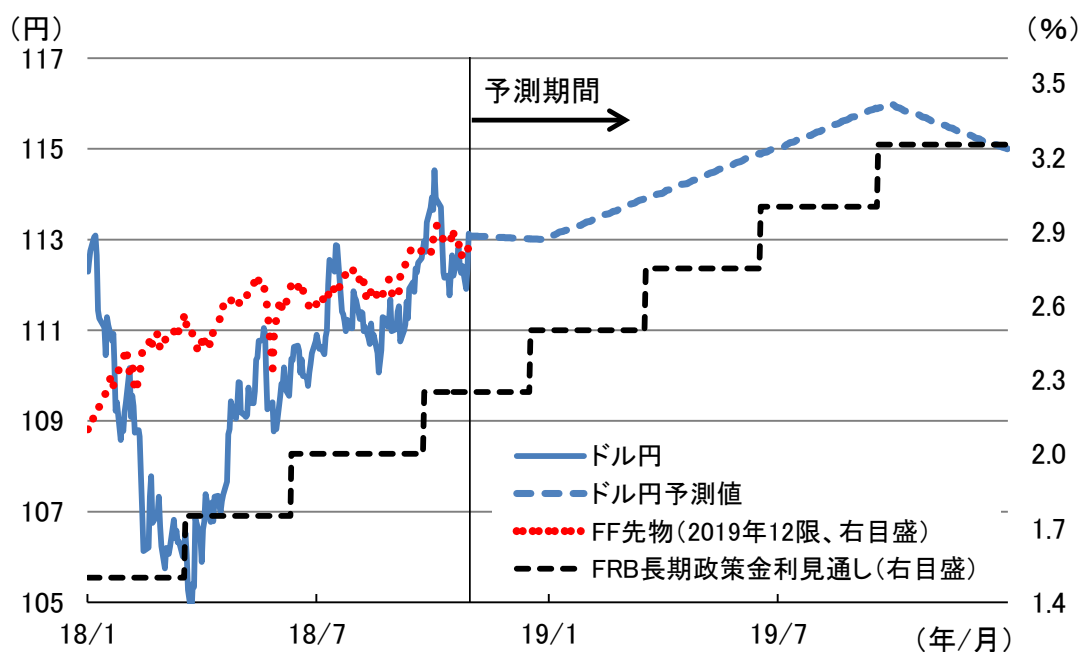
○ 日銀は副作用への警戒を高めつつも、政策金利は据え置き

- ・ 日銀は、金融仲介機能の低下リスクを注視しつつも、物価目標達成が展望できない中で当面は現行政策を維持する見込み
- ・ 日銀は国債買入れの減額に加え、市場活性化のため買入れオペの見直しを進めると予想。買入れ国債の平均年限は超長期債買入れ減額などにより短期化しつつあり、イールドカーブは緩やかにスティーピングする展開に
- ・ 10年国債利回りは、0.1%台半ばを中心としたレンジ推移。日銀の国債買入れオペ見直しへの思惑が金利低下を抑制する一方、ドル調達コスト上昇に伴う生保等の円債需要が金利上昇を抑制

○ 内外金融政策の方向感の違いによりドル高が進展

- ・ ドル円相場は良好な米国のファンダメンタルズを背景とした政策金利の段階的な引き上げを前提に円安・ドル高を予想。金利急騰による株式市場のリプライシングや通商政策によるドル高是正等はリスク要因
- ・ ユーロドル相場はドル高に加え、ユーロ圏のファンダメンタルズ悪化や欧州政治不安を背景に当面下落が継続。ただし、19年夏ごろにかけて政策修正を織り込む形で値を持ち直す展開を予想

【ドル円相場と米政策金利】

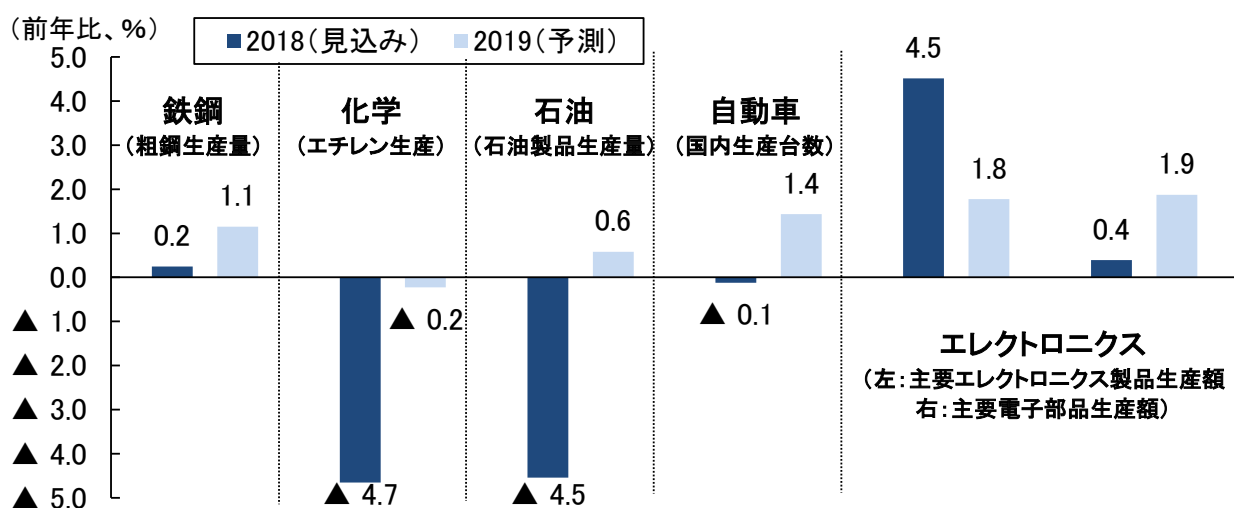


(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

Ⅶ. 2019年の日本産業の見通し ～ 生産は拡大も、米国通商問題には留意

- 日本産業は、堅調な外需を受けた輸出増加、デジタル化投資拡大等の追い風を受ける内需の底堅さにより、緩やかな生産拡大を続ける
- [製造業] 内需は総じて底堅く、輸出は自動車は微減だが全体では増勢を維持、生産は緩やかに拡大。但し、通商問題の動向には留意が必要
  - ・ (素材業種) 鉄鋼では、建設・製造業用共に好調を維持する内需と、中国以外の新興国がけん引する外需により、粗鋼生産は微増。化学では、内外需ともに拡大するが、価格競争力低下による輸出減少から生産は微減。石油では、内需が縮小基調にある一方、定期修理が重なった前年の反動で輸出が増加することで、生産は微増に転じる
  - ・ (加工業種) 自動車では、金利上昇等で弱含む米国市場向けを中心に輸出が減少する一方、消費増税前の駆け込み需要を受けて、生産は増加。主要エレクトロニクス製品では、OSサポート終了に伴いPCの駆け込み需要が生じる等、内需・生産は共に増加。主要電子部品では、自動車部品・イメージセンサー向け等、デジタル化進展に伴う堅調な内外需要により生産は拡大が続く。但し、米中貿易摩擦の深刻化といった、輸出・生産の下振れに繋がる動向に留意が必要

【 主要製造業の国内生産伸び率の見通し 】



(注) 1. 主要エレクトロニクス製品の対象は、パーソナルコンピュータ(タブレット含む)、携帯電話、白物家電(冷蔵庫、洗濯機、掃除機、食器洗い乾燥機、電子レンジの5品目)。主要電子部品の対象は、半導体、電子部品。

2. 全て暦年表記。

3. 伸び率はみずほ銀行産業調査部予測値(2018年12月7日時点)。

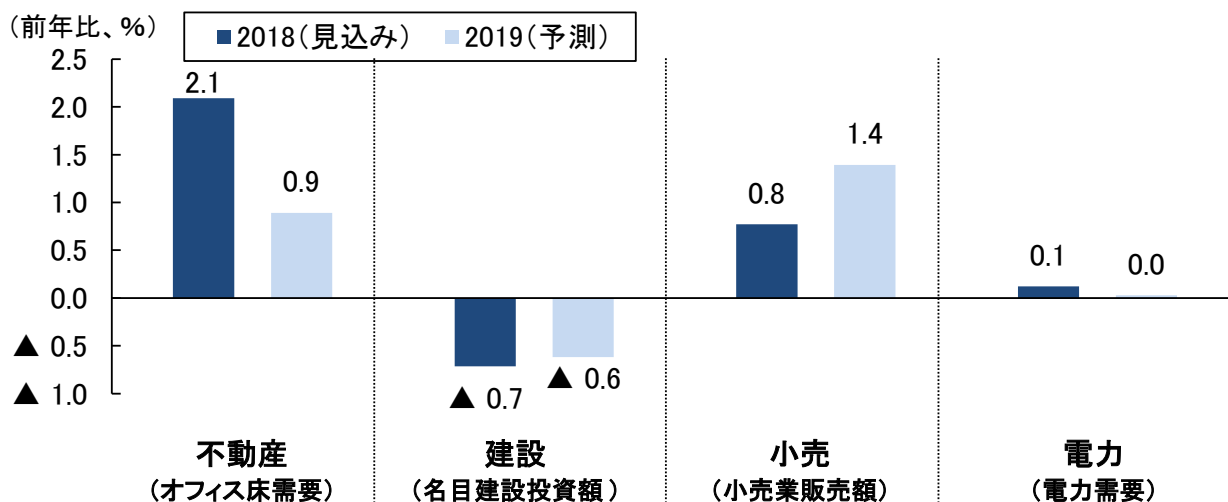
(資料) 日本鉄鋼連盟、経済産業省、重化学工業通信社、石油連盟、(一社)日本自動車工業会資料等よりみずほ銀行産業調査部作成



○ [非製造業] 緩やかな経済成長や雇用・所得環境の改善が継続、消費増税後の落ち込みが限定的となり、内需は堅調に推移

- ・ 不動産（オフィス）では、増床や高機能を求める需要は底堅く、空室率低下・賃料上昇の傾向が続く。建設では、災害復旧や国土強靱化等により政府部門が増加に転じる一方、貸家中心に民間住宅投資の減少幅が拡大し、建設投資全体は微減が続く
- ・ 小売では、雇用・所得環境の改善やインバウンド消費拡大により需要は堅調。インバウンド消費額は、購買行動の成熟化による1人当たり消費単価の下落が続くものの、訪日外客数増加により引き続き小売全体の伸び率を大きく上回る。消費増税後の落ち込みは、増税幅の小ささや景気対策により前回対比限定的に
- ・ 電力では、経済成長による産業・業務用需要の増加に対して、各用途における省エネ進展に伴う電力消費量の減少、住宅用太陽光発電普及による自家消費量の増加により、電力総需要は横ばい

【主要非製造業の国内需要伸び率の見通し】



(注) 1. 名目建設投資額は年度表記、それ以外は暦年表記。

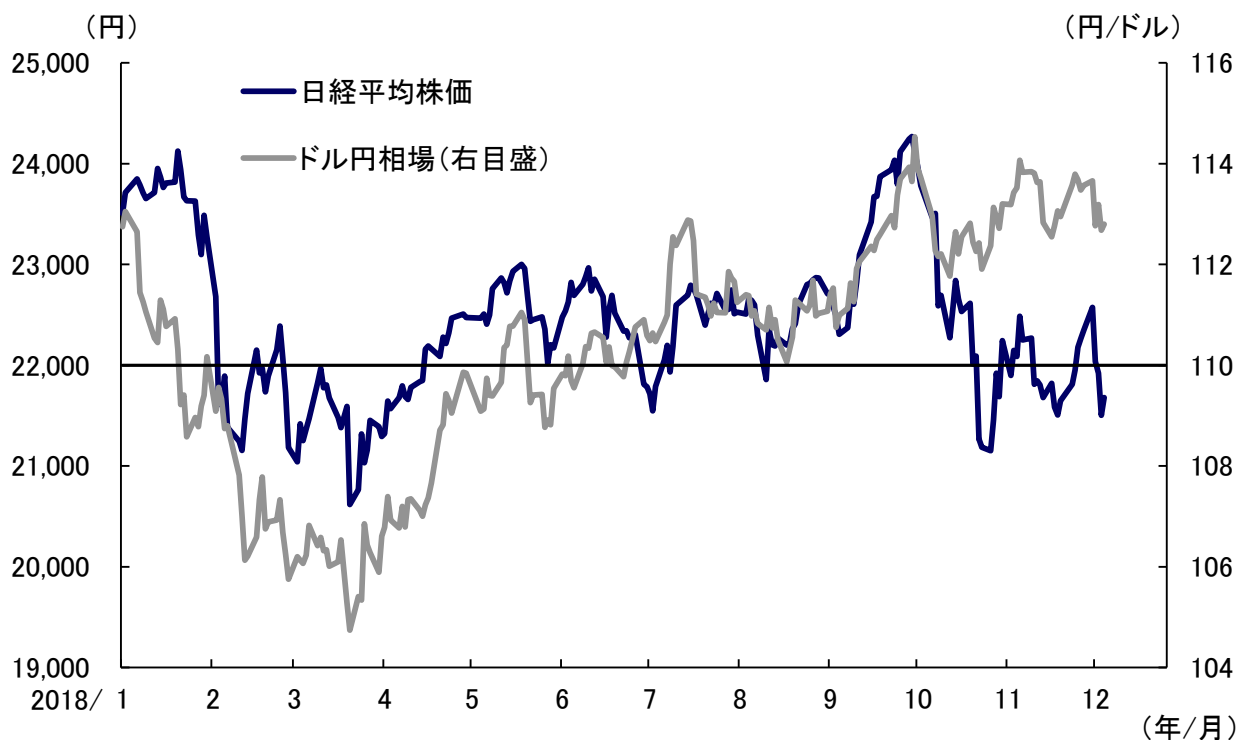
2. 小売業販売額は自動車・燃料小売を除く。

3. 伸び率はみずほ銀行産業調査部予測値(2018年12月7日時点)。

(資料) 三鬼商事公表データ、国土交通省、経済産業省、資源エネルギー庁資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

(みずほ銀行産業調査部 総括チーム 豊川 晃範)

【資料1】2018年の日経平均株価・ドル円相場

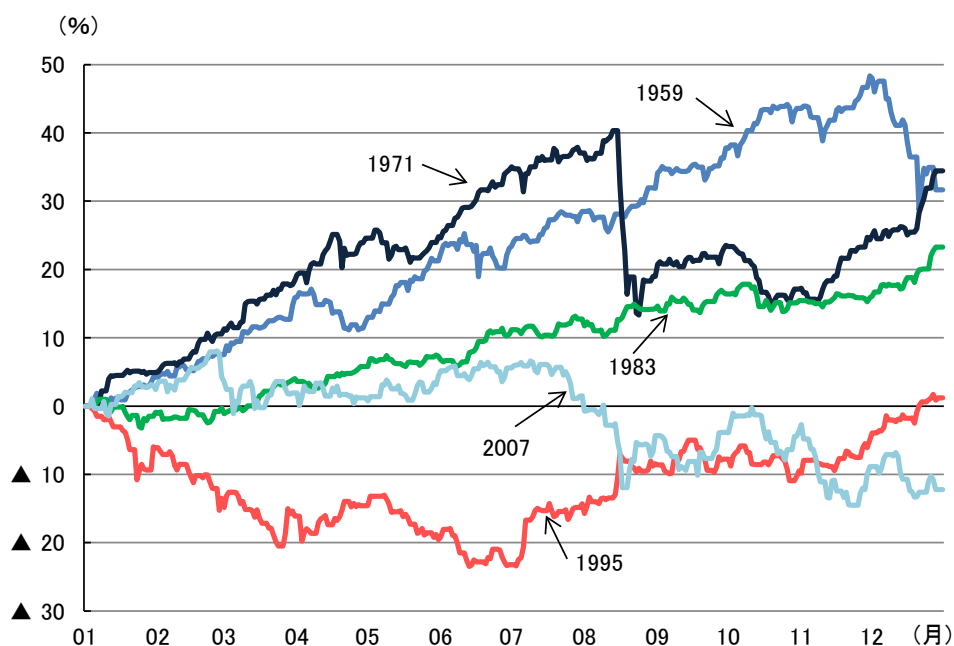


(注) 株価は東京市場、為替はNY市場のクローズベース。12月6日時点。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料2】過去の亥年1年間のTOPIX騰落率

○ 亥年の相場格言は「固まる」。1950年以降の亥年5回のうち、4回は株価が上昇



(注) 年初の株価からの変化率。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料3】2019年のイベントスケジュール

国内	<p>1月 出国税（1人1,000円）を徴収開始                  2月 日EU・EPA発効見込み                  4月 働き方改革関連法案の施行                  4月 天皇退位                  5月 新天皇即位、改元                  春 統一地方選挙                  時期未定 仮想通貨に係る規制の見直し                  6月 G20サミット（大阪）                  7月 参議院選挙                  8月 第七回アフリカ開発会議（TICADVII）                  9～11月 ラグビーワールドカップ開催                  10月 消費税増税                  10月 幼児教育無償化</p>
海外	<p>1～2月頃 日米の通商交渉開始                  1月 TLAC規制の適用開始                  1月 中国EC規制                  2～5月 タイ議会選挙                  3月 債務上限復活                  3月 英国EU離脱期限                  4月 インドネシア大統領・議会選挙                  5月 欧州議会選挙                  5月迄 インド下院選挙                  夏～秋 米債務上限問題                  10月 ドラギECB総裁任期満了                  10月 アルゼンチン大統領選挙                  11月迄 オーストラリア上院下院選挙                  年内 中国四中全会</p>

（資料）各種資料より、みずほ総合研究所作成

【本資料に関する問い合わせ先】

みずほ総合研究所 調査本部 03-3591-1400  
みずほ銀行 産業調査部 03-5222-5075

2019年1月1日発行

©2019 株式会社みずほフィナンシャルグループ

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、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

**MIZUHO**

The logo features the word "MIZUHO" in a bold, white, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M', goes under the 'I', 'Z', and 'U', and then curves upwards under the 'H' and 'O'.