

Oneシンクタンクレポート

2020年 新春経済見通し

2019. 12. 18

持ち直しに向かう世界経済

日本は五輪開催を生かせるか

I. チーフエコノミストの視点 ～ 世界経済の潮流と2020年の注目点

2020年という節目の年、新たな10年が幕を上げた。令和の新時代も本格始動する。世界経済は緩やかな拡大傾向が続くと見込まれるが、大きな岐路に立っている。

米中新冷戦によって問われる国際秩序と国際戦略

米中の通商協議と制裁関税応酬に振り回された2019年。2020年はディール(合意)志向が高まることが期待される。11月に大統領選挙を控えるトランプ大統領と国内経済の減速感が強まる習国家主席。米中ともに経済と市場の安定化を図る必要性が増している。しかし、米中のデタント(緊張緩和)は短期的、表面的なものにとどまるのではないか。世界第一、第二の経済大国が新冷戦時代に突入したことの意味は重い。中国を安全保障上の脅威と明確に位置づける米国。米中摩擦は単なる貿易不均衡の問題ではなく、ハイテク・軍事技術での競争優位、ひいては国際的な覇権を巡る攻防でもある。一定の相互依存関係を維持しつつも、米中間のデカップリング(分断)が徐々に進んでいくことが懸念される。米中新冷戦に伴うデカップリング・リスクが引き続きグローバル企業の設備投資、ひいては世界経済の下押し要因となろう。こうしたなかで、米中関係の帰趨を見極めつつ、グローバルなビジネスとサプライチェーンのリスク分散・強靱化を図っていくことが求められてこよう。

米大統領選挙が問う資本主義のあり方

2020年の最大の政治イベントである米国大統領選挙。経験則に照らせば、景気拡大が続くなかで現職大統領が敗北することは考えづらく、トランプ大統領が再選されるとみるのが自然だ。だが、トランプ氏の支持率は50%割れの低位で推移している。4年前のトランプ氏の勝利がそうであったように、想定外の展開だってあり得る。仮に民主党候補としてエリザベス・ウォーレン氏を選ばれ、彼女が大統領選を制すれば米国、そして世界経済の景色はかなり変わることになる。富裕層や大企業に対する課税強化、シェールオイル・ガス採掘の際のフラッキング(水圧破碎法)禁止、金融規制の強化、国民皆保険の実現と民間保険の制限。「骨の髄まで資本主義者だ」と主張するウォーレン氏だが、彼女が掲げる左派的な政策は産業界に大きな衝撃を与えるものだ。もちろん、その政策の意義を端から否定することはできない。所得分配や環境保護などの観点からは彼女の政策は説得力を持つものかもしれない。格差拡大と所得分配を巡る問題は人口動態の変化・高齢化の問題とともに米国、そして世界経済の趨勢的な成長率低下の一因となっている。

ウォーレン女史の持論には巨大テック企業の分割もある。既に米司法省は2019年秋に

GAF A(グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン各社)などの巨大テック企業に対して独占禁止法(反トラスト法)違反の調査に着手したとされる。米国だけでなく、欧州や日本でも巨大テック企業のデータ独占について欧州委員会や公正取引委員会が問題視している。巨大テック企業のあり方は2020年の世界経済の重要な論点となる。

低成長・低インフレ・低金利下での金融・財政政策の行方

経済の減速に加えて、人口動態の変化、ネット通販の拡大、シェアリング経済の拡大といった経済・社会構造の変化も手伝い、世界的にデフインフレ傾向が定着している。また、世界的な製造業セクターの不振に伴い、生産者物価にはデフレ圧力が働いている。

世界経済の下振れリスクが燻る中で、金融政策による政策対応余地は狭まりつつある。マイナス金利政策を採用している日本やユーロ圏ではその弊害が意識されており、金融政策のあり方が問われている。更なる利下げ余地は乏しいものとみられ、財政政策がこれまで以上に重要となってくる。日本では既に2019年末に大規模な経済対策が発表されており、その効果に疑問がないわけではないが、機動的な財政発動姿勢は評価できよう。景気低迷が続くユーロ圏や大統領選挙を控えた米国での今後の政策対応に注目したい。

一方で、過度に緩和的な環境が長期化することに伴う副作用にも注意が必要だ。欧米では相対的に信用力が劣る企業がハイイールド社債やレバレッジドローンという形で債務を積み上げる動きが近年強まっている。グローバルなカネ余りの中で企業や投資家の信用規律が緩んでいるとしたら看過できない。企業債務という点では中国の過剰な債務問題、換言すれば潜在的な銀行の不良債権問題の行方にも注視したい。海外での企業債務の持続性は2020年の世界経済の重要なテーマとなるのではないか。

低インフレ環境が続くとみるのがメインシナリオだが、テールリスクとしてのインフレ上昇には一定の注意が必要である。ほぼ完全雇用に近い先進国の労働市場。米国の保護主義と米中新冷戦に伴うグローバル化の後退。加えて、巨大テック企業に対する規制や財政拡大の議論もある。いずれも理論的には物価の上昇要因であり、その影響を見極めていきたい。

持続可能かつ活力ある経済・産業構造の構築

金融緩和も、財政発動も所詮、経済活性化の起爆剤にはならないことを一番良く理解しているのはわれわれ日本だ。日本経済の趨勢的な成長力を引き上げていくためには何よりも生産性の引き上げが不可欠である。経済活動のあらゆる場面でデジタル化が進んで

いくなかで、デジタル技術を活用した企業・社会変革(DX:デジタル・トランスフォーメーション)により組織、ひいては経済の競争力を高めていくことがますます重要となつてこよう。その過程ではおのずと産業・企業の優勝劣敗が明らかになるが、規制緩和や各種支援措置によって経済の新陳代謝機能を拡充することが生産性向上の上での鍵となつてくる。

国連が提唱したSDGs(持続可能な開発目標)を経営目標に掲げる動きが国内外で広がっている。また、投資家サイドでの「ESG(環境・社会・ガバナンス)投資」が中長期的には企業価値や社会厚生を増大を促すことが期待されている。世界持続可能投資連合(GSIA)によると、2018年の世界のESG投資額は30.7兆ドルに達している。ESGに反する企業を投資対象から外すダイベストメントの動きも広がりつつあるようだ。

なかでも、気候変動への対応は喫緊の課題となっている。欧州委員会は、2019年12月に発足したフォンデアライエン新委員長体制の下で新たな「欧州グリーン政策」を提唱しており、国際的な議論にも影響を与えよう。ただし、気候変動対応には主要国間で温度差があり新たな国際分断を招く恐れがあること、環境規制の強化が短期的には経済活動の重石となる可能性があることには留意が必要だ。経済効率にも一定の配慮を行いつつ、いかに省資源化・脱炭素化を加速していくか。持続可能なビジネスモデルを再構築すると同時にいかに新たな市場を創造していくか。日本として、日本企業として問われてこよう。

【2020年の世界経済:「Dワード」から考える5つの論点】

論点	主要な争点と「Dワード」
①米中新冷戦	・ディール(Deal)・デタンテ(緊張緩和、Détente)か、デカップリング(Decoupling)か
②米大統領選挙	・トランプ(Donald Trump)大統領か、民主党候補(Democrats)か ～所得分配(Distribution of Income)の見直しを図るウォーレン氏に注目
③金融・財政政策	・債務(Debt)と財政(Deficit)の行方 ～趨勢的な成長率鈍化の背景にある人口動態(Demography) ～日欧では利下げ余地が限られ、重要性を増す財政政策(Deficit) ～低インフレ(Disinflation)が続くなかでの低金利環境長期化に副作用。拡大する債務(Debt)と増加するデフォルト(Default)
④データエコノミー	・デジタル化(Digitalization)とデータ(Data)社会のあり方 ～DX(Digital Transformation)変革 ～データ(Data)独占と巨大テック企業のあり方
⑤SDGsとESG	・問われる開発(Development)・成長のあり方 ～反ESGに対する投資排除(Divestment)の拡大

(チーフエコノミスト 長谷川克之)

II. 2019年の回顧 ～ 世界経済は米中摩擦で減速、日本経済も力強さを欠く

米中貿易摩擦がグローバルに波及し 2019年の世界経済は減速

- 2019年の世界経済は、米中貿易摩擦の激化やハード Brexit への懸念を受け、高成長であった2018年から一転し全体として成長率の低下が鮮明となった。先進国では特にユーロ圏が輸出の伸びの鈍化の影響を受けて低成長となっている。また新興国では中国の成長鈍化に加え、NIEs や ASEAN5、インドでも減速基調が続いており、2018年対比での成長率の伸びは世界的に軒並み低下した。
- 米国経済は、トランプ政権による対中制裁強化を受けた貿易摩擦の激化により製造業を中心に業況は悪化した。設備投資や輸出が不振となる一方で、良好な労働市場を背景とした底堅い個人消費が景気を下支えする環境が続いた。ユーロ圏経済は、英国の合意無き EU 離脱懸念や米中貿易摩擦を背景に輸出が減少し、自動車や鉄鋼・アルミなどの主要製造業が業績不振に陥ったことで、前年比の成長率は低下した。こうしたなかでも労働市場は好調であり、個人消費に支えられて経済の底割れは防がれた。
- 中国経済は、米中摩擦を受けて輸出が減速し、将来不安の高まりが民間固定資産投資や家計の消費を押し下げたことで、成長率の低下傾向が続いた。こうしたなか、中国政府はインフラ整備の財源となる地方专项債の使用範囲を拡大する政策や、中銀による預金準備率引き下げを行うことで景気の下支えを図った。その他のアジア経済では、世界経済の減速から輸出を中心に鈍化し、輸出依存度の高い NIEs の成長率は低下した。インドはノンバンクの信用問題から個人消費、設備・住宅投資に悪影響が及んだことに加え、エルニーニョ現象の発生に伴う干ばつや長雨による水害で農家世帯の所得が減少し、個人消費が抑制されたこともあり、成長率が大きく低下した。

2019年終盤は米中通商協議の進展期待により金融市場はリスク選好ムードに

- 2019年の中盤までは米中貿易摩擦を受けたリスクオフの地合いが続いたが、終盤にかけては米中協議の進展期待が高まったことや英国の合意無き EU 離脱のリスク後退により、金融市場は一転して株高債券安のリスク選好の姿勢が強まった。FRB は世界経済の減速や不確実性への対応として3会合連続での政策金利の予防的な利下げを行ったほか、ECB も政策金利の引き下げに加えて資産購入プログラムの再開を行っており、こうしたグローバルな金融緩和姿勢もリスクオンへの流れを下支えした。

2019年の日本経済は、外需が低迷し、民需も力強さを欠くなか、公需が下支え

- 2019年の日本経済を振り返ると、プラス成長も弱い伸びに留まった。海外経済の減速を受けて輸出が低迷した。民間需要については、設備投資が底堅く推移したものの、個人消費の伸びの弱さから力強さを欠く展開になった。公的需要が日本経済の下支えとなったものの、全体としては冴えない結果になった。
- 輸出は、世界経済の減速や米中貿易摩擦の影響を受け、特に年前半にかけて IT 関連や資本財を中心に低迷した。輸出の低迷は国内の生産活動や、製造業における収益の伸び悩みにつながった。
- 設備投資は、人手不足を背景に省力化投資が下支えしたことから、底堅く推移した。ただし、海外経済の減速や貿易摩擦を巡る不透明感の高まりが、製造業における投資の伸びを抑制する要因として働き、伸びは緩やかに留まった。
- 個人消費は、弱い伸びに留まった。雇用者数の伸びが下支えしたものの、企業収益の弱含みからボーナスが前年割れになるなど、賃金が伸び悩んだことが影響した。なお、消費増税に伴う駆け込み、反動減は今回も確認されたが、軽減税率やポイント還元などの政府の各種対策もあり、その影響は前回(2014年)よりは小さかった。
- 公的需要は堅調に推移した。2019年前半は2018年度第一次補正予算による災害復興需要が、2019年後半は第二次補正予算による国土強靱化関係の公共投資がプラスに寄与した。

基調的な物価は緩やかな上昇に留まる

- 2019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)の伸びは鈍化した。エネルギー価格が低下したほか、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弱い伸びにとどまった。前回消費増税時に企業が便乗値上げを実施する動きがみられたが、今回は企業が値上げに慎重なスタンスを示したことも影響した。

Ⅲ. 2020年の世界経済見通し ～ 前半にかけて底入れし、後半は回復を見込む

- 2020年はITサイクルが持ち直しに向かう見込みであることに加え、各国の緩和的な金融政策と拡張的な財政政策というポリシーミックスが下支えとなり、世界経済の一段の悪化は回避されることとなろう。年前半にかけて景気は徐々に底入れし、後半は緩やかな回復に向かう見込みである。ただし、回復の勢いは弱く、年間成長率は米中を中心に前年対比で低下する国も多いことから、予測対象地域全体では2019年並みの低成長にとどまると予想している。
- リスク要因としては、米中貿易摩擦の再激化、欧州政治問題、中東情勢や香港デモといった地政学問題の悪化などが挙げられる。特に米中貿易摩擦は技術・安保面での対立が背景にあることから、全面的な合意のハードルは高く不確実性が残存しており、今後の交渉次第では対立が再燃する可能性も十分ある。

【 世界経済見通し総括表 】

(前年比、%)

	2016年 暦年	2017年	2018年	2019年	2020年
予測対象地域計	3.5	4.0	3.9	3.2	3.3
日米欧	1.6	2.4	2.1	1.7	1.3
米国	1.6	2.4	2.9	2.3	1.8
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9	1.2	1.1
英国	1.9	1.9	1.4	1.3	1.1
日本	0.5	2.2	0.3	0.9	0.3
アジア	6.4	6.2	6.2	5.2	5.4
中国	6.7	6.8	6.6	6.1	5.9
NIEs	2.7	3.3	2.8	1.6	1.6
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.8	4.9
インド	8.7	6.9	7.4	5.1	6.0
オーストラリア	2.8	2.5	2.7	1.8	2.0
ブラジル	▲ 3.3	1.3	1.3	1.0	2.0
メキシコ	2.9	2.1	2.1	0.1	1.0
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.0	1.8
日本(年度)	0.9	1.9	0.3	0.8	0.5
原油価格(WTI,\$/bbl)	43	51	65	57	58

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

(1) 米国経済の展望 ～ 2020年は潜在成長率並みに減速、景気拡大記録更新続く

○ 2020年の成長率は前年比+1.8%、2%越えが続いた過去2年から減速

- ・ 人口動態の影響を除けば労働参加率は過去最高、失業率は過去最低。米中摩擦の一服を大前提に、良好な雇用・所得環境の下、消費主導の成長続く公算大
- ・ 通商問題や世界経済の不確実性の後退と、FRBの過去3度の利下げによる緩和的な金融コンディションに支えられ、設備投資も緩やかに回復

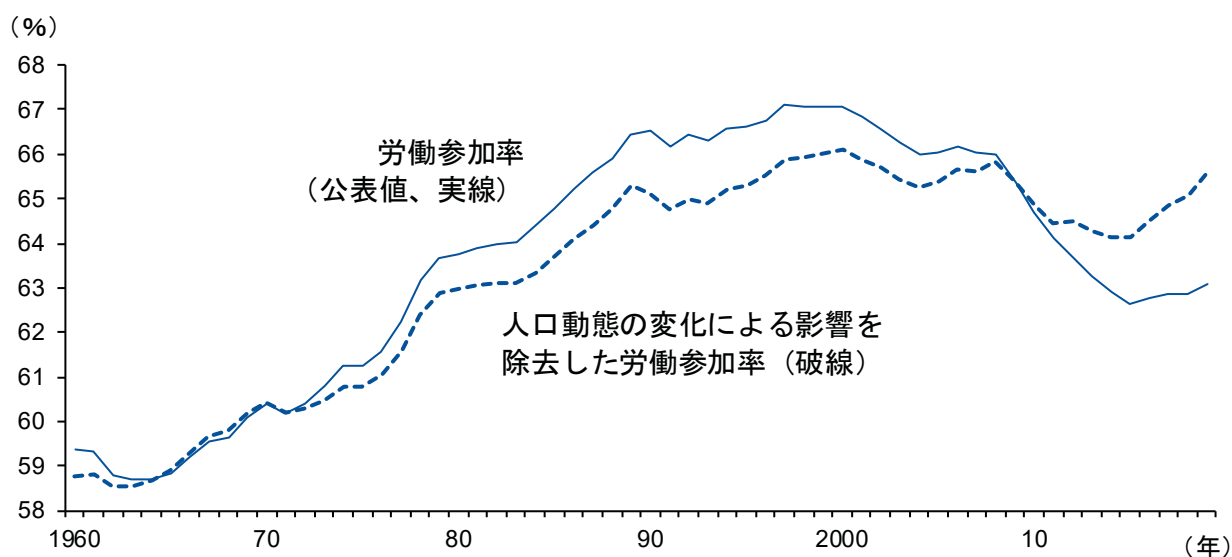
○ FRBは政策金利を据え置き

- ・ 追加緩和が行われるのは、経済見通しの大幅な下方修正を迫るようなショックが発生した場合。利上げが視野に入るのも、インフレ率の急上昇・持続的な高止まりが条件。いずれのケースもリスクシナリオ
- ・ 2020年半ば、金融政策の新たな枠組み(インフレ目標達成のための戦略、下限金利制約下の新たな緩和手段、フォワードガイダンス等)につき検討結果を公表

○ 11月3日の大統領選に世界の関心

- ・ 2月3日アイオワ州から予備選がスタート。7月には民主党、8月には共和党の全国大会。景気の腰折れがなければ現職が有利とされているものの、民主党候補者選びを含めて、予断許さず

【 米国の労働参加率 】



(注) 人口動態の変化による影響を除去した労働参加率は、2009年の性・年齢階層別人口構成を固定基準として計算
(出所) 米国労働省より、みずほ総合研究所作成

(2) 欧州経済の展望 ～ 2020年は1%台前半の低成長に

○ 2020年の成長率は前年比+1.1%と前年（同+1.2%）から低下

- ・ 広範な新興国需要の減少に伴う輸出不振と投資抑制が、ドイツを中心にユーロ圏の景気回復を抑制する状況が継続
- ・ 米中通商摩擦は部分合意成立による追加関税回避を予想、ブレグジットの実現などもあり、企業活動の更なる慎重化による景気底割れは回避されると予想
- ・ 財政規律維持が制約となりつつも、ドイツをはじめとした各国の緩やかな財政拡大が個人消費を下支え

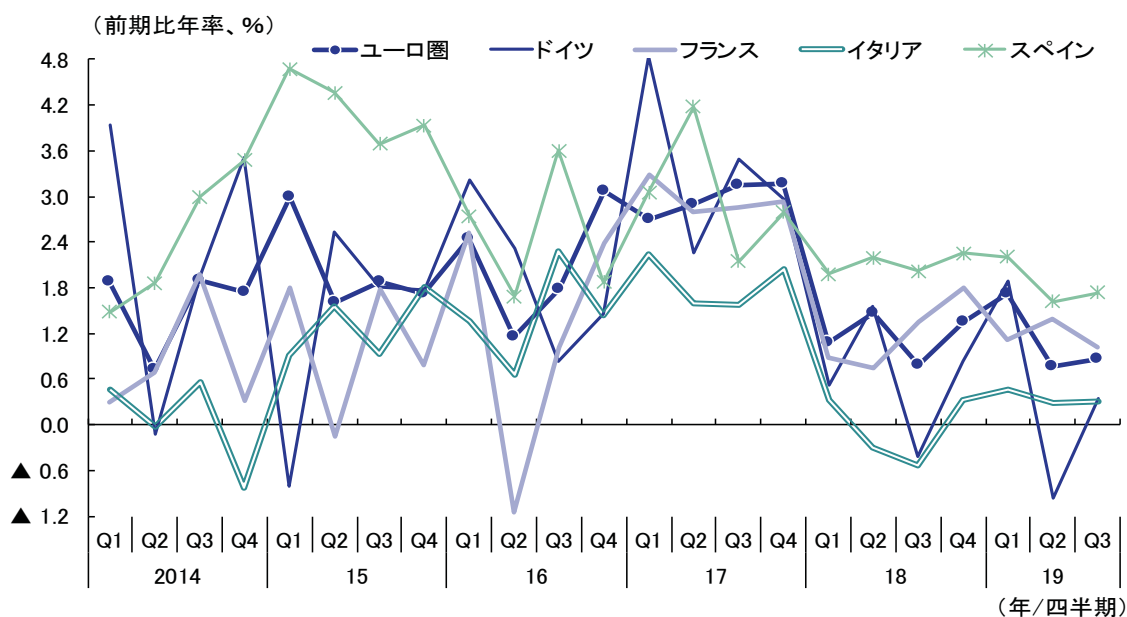
○ ECBはマイナス金利を含む緩和的な金融政策を継続

- ・ 基調物価の上昇ペースは緩慢で、ECBは▲0.5%の預金ファシリティ金利を含む緩和的な金融政策の枠組みを維持すると予想
- ・ ユーロ圏経済が本格的な景気後退に陥った場合、マイナス金利の深掘りもあり得る。資産購入(200億ユーロ/月)の増額はECB内でも反対意見が強く実現困難

○ 経済見通しのリスクは下方。米国の通商政策に注意

- ・ 米中の通商摩擦激化や、米・EUの通商摩擦の再燃などが起きれば、製造業の更なる減速とサービス業への波及を通じて、マイナス成長に陥る可能性がある

【 ユーロ圏及び同主要国の実質 GDP 成長率 】



(出所) Eurostat より、みずほ総合研究所作成

(3) アジア経済の展望 ～ 2020年の成長率は小幅に加速

○ 2019年は、アジアの景気は総じて減速

- ・ 中国では、米中摩擦の激化などを背景に輸出環境が厳しく、景気は減速
- ・ インドでは、異常気象に伴う農業生産の低迷やノンバンク破綻に伴う信用収縮などを背景に、景気は急減速
- ・ その他の国では、輸出鈍化や2018年に実施された利上げなどを背景に、総じて景気は減速。香港経済は、断続的な反政府抗議活動の影響でマイナス成長

○ 2020年における景気の間感ちはまちまち。アジア全体の成長率は小幅に加速

- ・ 中国を取り巻く環境は引き続き厳しく、成長率は小幅に低下へ
- ・ 米国経済の減速が予想されるため、輸出依存度が高い台湾、マレーシア、ベトナムの成長率も低下すると見込まれる
- ・ 政治混乱が続く香港の成長率は、2年連続のマイナスが見込まれる
- ・ 一方、インドでは、農業生産の正常化や、2019年11月までに実施された合計1.35%Ptの利下げ効果などを背景に、景気は持ち直す見通し
- ・ 2019年の利下げ効果が見込まれるインドネシアとフィリピン、歳出拡大が見込まれるシンガポールなどの成長率も上昇する方向

【 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	5.2	5.4
中国	6.7	6.8	6.6	6.1	5.9
NIEs	2.7	3.3	2.8	1.6	1.6
韓国	2.9	3.2	2.7	1.8	1.8
台湾	2.2	3.3	2.7	2.5	2.4
香港	2.2	3.8	3.0	▲ 1.1	▲ 0.8
シンガポール	3.0	3.7	3.1	0.7	1.1
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.8	4.9
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.1	5.2
タイ	3.4	4.0	4.1	2.6	3.1
マレーシア	4.4	5.7	4.7	4.5	4.2
フィリピン	6.9	6.7	6.2	5.7	6.0
ベトナム	6.2	6.8	7.1	7.0	6.7
インド	8.7	6.9	7.4	5.1	6.0

(注) 実質 GDP 成長率 (前年比)。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) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

○ 2020年の中国経済は緩やかに減速。成長率は前年比+5.9%と予測

- ・ 輸出は、米制裁第1～3弾による対米輸出の大幅な減少圧力が一服するほか、ITサイクルの底入れも追い風となり、緩やかに回復する見通し
- ・ 他方、消費は、景気減速に伴う雇用・所得環境の悪化により、自動車販売の回復が緩慢であるほか、豚肉高騰に伴う物価上昇が実質所得を押し下げるとみられることから、引き続き低調となる見込み
- ・ また、投資は、企業収益の悪化や先行きの不確実性の残存を背景に製造業投資が盛り上がり欠けるほか、政府の住宅引き締め策の継続に伴い、不動産開発投資が減速する見通しであるため、弱含みが続く

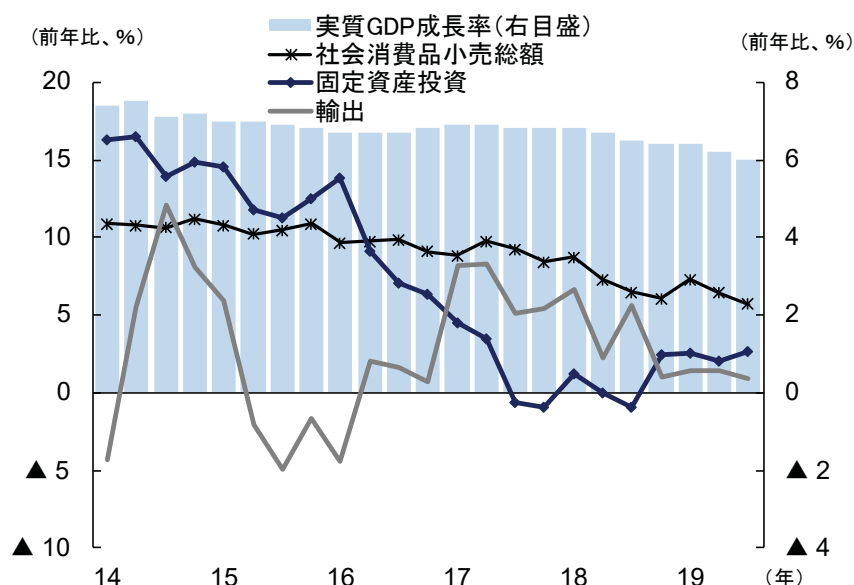
○ 中国政府は副作用に配慮しつつ、景気を下支え

- ・ 経済の自律的回復力が力強さを欠くなか、中国政府は 2019 年に続き、インフラ投資を中心とする財政支出の拡大や、預金準備率引き下げ等による金融緩和策により、景気を下支えしようとする見込み
- ・ ただし、政府は残存する構造調整圧力を背景に、「ばらまき」をしない方針を堅持。緩やかな減速を容認し、副作用に配慮した経済運営を行う見通し

○ 米中摩擦激化に伴う景気下押し圧力には要警戒

- ・ 米中摩擦が激化し、輸出のほか、輸出関連の設備投資や家計に対する下押し圧力が再び強まるリスクに警戒が必要

【 中国実質 GDP 成長率 】



(注) 社会消費品小売総額、固定資産投資、輸出は実質値 (みずほ総合研究所推計値)
 (出所) 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

IV. 2020年の日本経済見通し ～ 深刻な景気後退は避けられるも、低成長が続く

- 2020年の日本経済は、五輪後の反動を契機とした深刻な景気後退は避けられるものの、低成長が続くとみている。輸出が緩やかに持ち直す一方、消費は伸び悩み、設備投資も減速する見通し。2020年も公的需要が下支えする形になるだろう。
- 輸出は、IT 需要の持ち直しがプラス材料になるだろう。ただし、世界経済が本格回復には至らないなかで、輸出の伸びは緩やかなものに留まる見通しだ。設備投資は、将来の成長期待が盛り上がりになくなか、徐々に調整圧力が高まるだろう。省力化投資が下支えするため、大幅な調整は避けられるが、投資の伸びは鈍化しよう。また、企業収益の回復力の弱さから、企業は採用や賃上げに対して慎重姿勢を強めており、個人消費は当面伸び悩むだろう。公的需要は経済対策の実施などから、拡大が続くとみている。
- 増税の影響や教育無償化などの制度要因を除くコアCPI(生鮮食品を除く総合)は、国内需要が力強さに欠くなかでは物価上昇圧力は高まりにかけ、緩やかな伸びに留まる見通しだ。

【 日本経済見通しの概要 】

		2018	2019	2020	2019				2020				2021
		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、%	0.3	0.8	0.5	0.6	0.5	0.4	▲1.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	2.6	2.0	1.8	▲4.8	1.4	1.4	1.0	1.3	0.7
内需	前期比、%	0.4	1.0	0.2	0.3	0.8	0.6	▲1.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
	前期比、%	0.2	0.6	▲0.1	0.3	0.5	0.6	▲2.0	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1
民需	前期比、%	0.1	0.2	0.0	0.2	0.6	0.5	▲2.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
個人消費	前期比、%	▲4.9	1.6	▲4.7	1.1	0.5	1.6	▲2.2	▲1.8	▲1.3	▲1.1	▲0.9	▲0.5
住宅投資	前期比、%	1.7	2.0	0.9	▲0.2	0.9	1.8	▲1.7	0.7	0.4	0.4	0.2	0.2
設備投資	前期比寄与度、%Pt	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
在庫投資	前期比、%	0.8	2.4	1.2	0.1	1.6	0.7	0.1	0.0	0.6	0.4	0.2	▲0.0
公需	前期比、%	0.9	2.2	0.7	▲0.3	1.6	0.7	0.0	0.0	0.3	0.1	0.2	0.1
政府消費	前期比、%	0.6	3.2	3.1	2.0	1.6	0.9	0.2	0.0	1.5	1.6	0.3	▲0.4
公共投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.3)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
外需	前期比、%	1.6	▲0.9	3.0	▲2.1	0.5	▲0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
輸出	前期比、%	2.2	0.6	1.3	▲4.1	2.1	0.3	▲0.6	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
輸入	前期比、%	0.1	1.3	1.1	1.3	0.6	0.6	▲1.7	1.4	0.5	0.4	▲0.8	1.3
名目GDP	前年比、%	▲0.1	0.5	0.6	0.1	0.4	0.6	0.3	0.8	0.9	0.9	0.3	0.3
GDPデフレーター	前年比、%	0.5	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2	0.4	0.7	0.7	0.8	0.4	0.4
内需デフレーター	前年比、%												

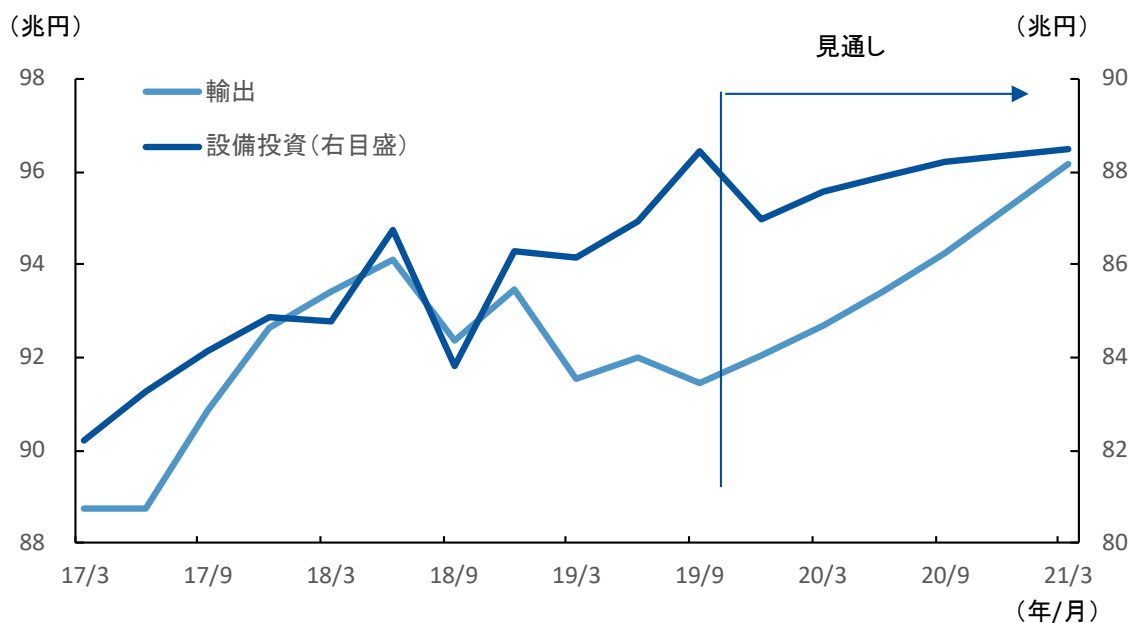
(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

- 日本の輸出は、世界経済が本格回復に至らないなか、緩やかな伸びに留まる
 - ・ IT サイクルが回復局面にあるなか、グローバルな IT 需要は今後持ち直していくとみており、2020 年は IT 関連の輸出が回復していく見通し
 - ・ ただし、世界経済の回復は 2020 年後半頃からであり、そのテンポも緩やかであることから、輸出全体の伸びは緩やかなものに留まると予想
 - ・ また、米中間の対立は当面続くと考えられ、米中貿易摩擦がさらに激化した場合の下振れリスクには留意が必要

- 日本の設備投資は、省力化投資が下支えも、調整圧力の高まりから伸び鈍化
 - ・ 設備投資は、国内の成長期待が盛り上がりを欠くなか、徐々に調整圧力が高まっていく見込み
 - ・ 米中対立が続くなか、先行き不透明感は今後も高止まりすると考えられ、投資の伸びを抑制するとみている
 - ・ 省力化投資が下支えするため、大幅な調整は避けられるものの、企業収益が低迷するなか投資の伸びは鈍化していく見通し

【 日本の輸出と設備投資の見通し 】



(注) 実質、季節調整値、年率換算値
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

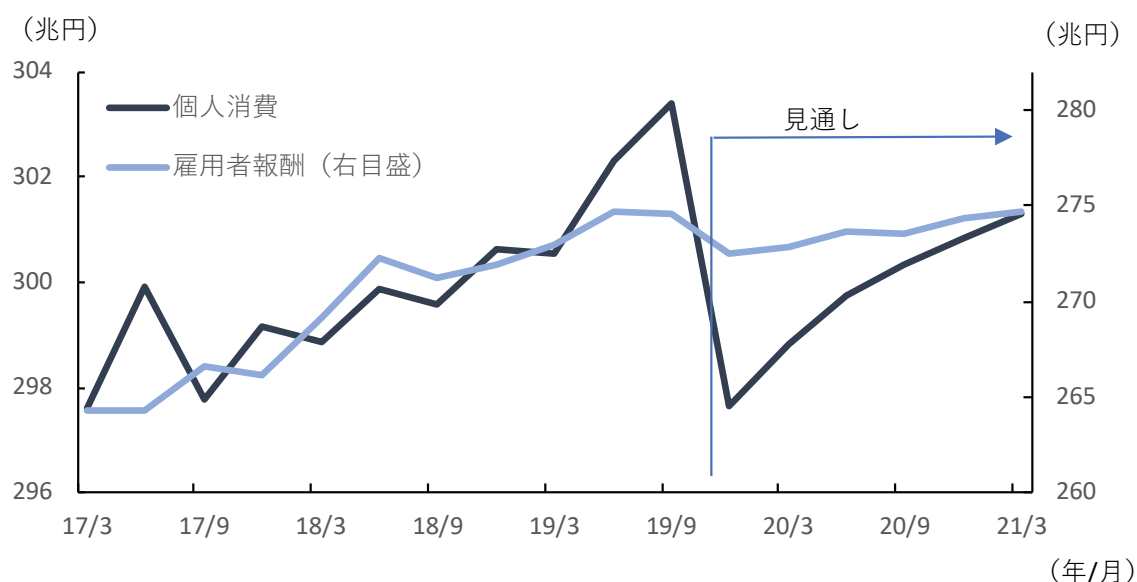
○ 東京五輪後の反動減はあるが、深刻な景気後退をもたらすには至らない

- ・ 東京五輪後の反動減として影響が懸念されるのはインバウンド需要と建設投資だが、いずれも深刻な景気後退をもたらすほどの影響はないとみている
- ・ 過去の開催国をみても、五輪開催後に海外からの観光客数が減少する明確な動きは観測されず、東京五輪後のインバウンド需要減少への過度な警戒は不要
- ・ 建設投資は、人手不足の関係で先送りされている地方の投資が五輪後に進捗するほか、首都圏でも一定の再開発案件があることから、反動減はあるが規模は大きくないとみている

○ 日本の個人消費は所得が伸び悩むなか、反動減からの回復テンポは弱い

- ・ 企業収益の回復力の弱さなどから、企業は新規雇用や賃上げに対して当面慎重になるとみられる
- ・ 非製造業を中心に依然として人手不足感が強いことから、雇用・所得環境の急激な悪化は考えにくいだが、雇用・所得の伸びは限定的になる見通し
- ・ 雇用・所得の伸び悩みが続くなかでは、個人消費の伸びも期待しがたく、消費増税後の反動減からの回復テンポは弱いとみている

【 雇用者報酬と個人消費の見通し 】

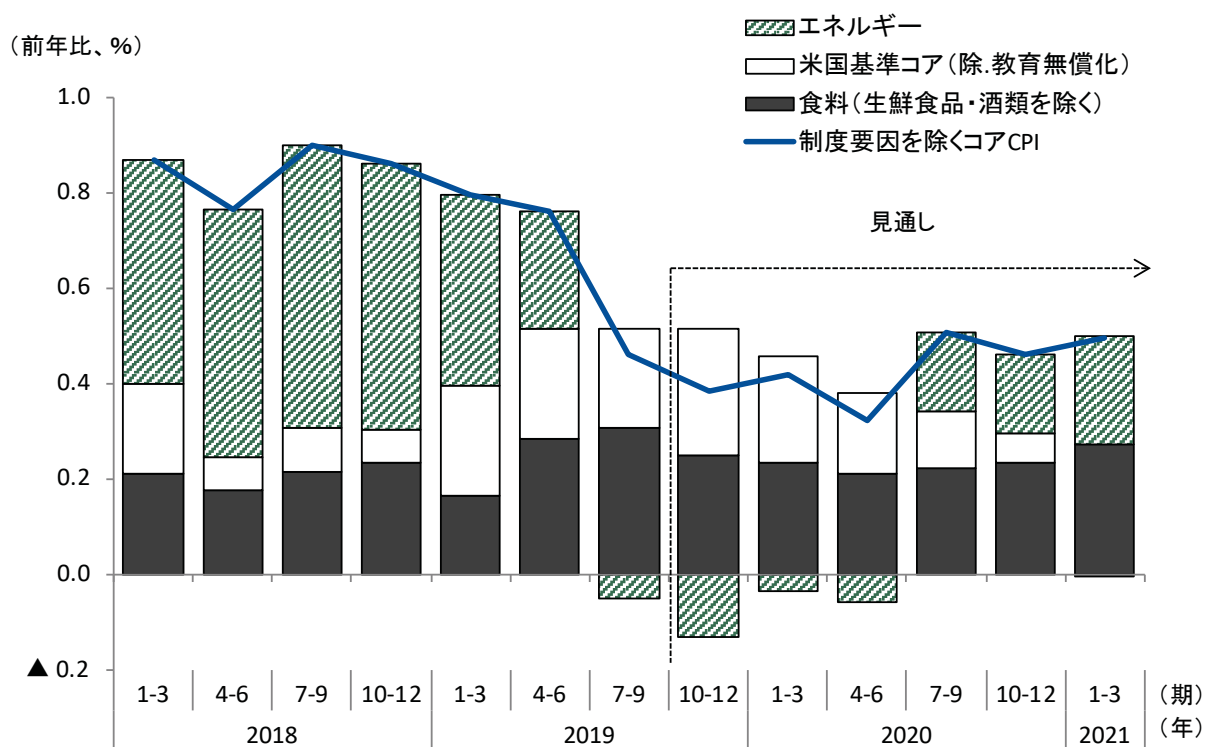


(注) 実質、季節調整値、年率換算値
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

- 日本の公的需要は、医療給付増加に加え、経済対策に伴い公共投資が拡大
 - ・ 政府消費は、医療給付の拡大などを受けて、2020年度は緩やかに増加していく見通し
 - ・ 経済対策として、2019年度補正予算及び2020年度当初予算において計上された公共事業費が2020年に実施されていくことから、公共投資は拡大を見込む
 - ・ ただし、建設業の人手不足から、事業執行が先送りされる可能性があり、公共投資のGDP押し上げ効果は抑制されるだろう

- 日本のコアCPI（制度要因を除く）は、緩やかな伸びに留まる見通し
 - ・ 2020年前半にかけてはエネルギー価格の低下が物価の下押し圧力に、年後半以降は原油価格の持ち直しなどから緩やかに上昇
 - ・ エネルギーや食料を除く物価は、国内需要が力強さを欠くなかで、上昇圧力に欠け、今後緩やかに伸びが鈍化していく見通し
 - ・ 上記の要因を踏まえると、消費税や教育無償化などの制度要因を除くコアCPIは緩やかな伸びに留まる見込み

【日本のコアCPI見通し（制度要因を除く）】



(注) 制度要因は、消費増税及び教育無償化を指す

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

V. 2020年の金融市場見通し ～ グローバルな低金利環境が継続

- 2020年の金融市場はグローバルな低金利環境が継続すると予想。世界経済は2020年前半にかけて徐々に底入れを見込むも回復力は弱く、低インフレ環境が続くなかで日米欧金融政策は据え置きを予想。米中通商交渉については全面的な合意のハードルは高く、市場の警戒が高まりやすい
- 日米株は米中通商交渉への楽観的な見方が後退し一旦下振れるも、2020年入り後は企業業績の改善に沿って緩やかな上昇を見込む。米大統領選や米中通商協議の動向などで上下に振れる局面も
- 米10年国債利回りは2%近傍へと緩やかな上昇。FRBの利下げ観測が残存するなか、上昇幅は限定的。日独10年国債利回りはECB、日銀が強力な金融緩和政策を維持する中、金利上昇が抑制された展開
- ドル円相場は米大統領選を控えてドル安円高圧力が高まり易く、緩やかに円高が進む展開。ユーロドル相場はユーロ圏のファンダメンタルズの弱さを背景にユーロ安地合いが継続

【 金融市場の予測 】

	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2019 10~12	2020				2021 1~3
					1~3	4~6	7~9	10~12	
日本									
政策金利付利 (％)	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
ユーロ円TIBOR (3か月、％)	0.06	0.05	0.05	0.01	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
金利スワップ (5年、％)	0.08	▲ 0.05	0.05	▲ 0.08	0.00	0.00	0.05	0.10	0.10
新発国債 (10年、％)	0.05	▲ 0.10	▲ 0.05	▲ 0.12	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	0.00	0.00
日経平均株価 (円)	21,973	22,000	23,300	23,000	22,500	23,000	23,000	23,500	23,500
米国									
FFレート (末値、％)	2.25~2.50	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75	1.50日1.75
新発国債 (10年、％)	2.87	1.95	1.95	1.80	1.80	1.90	1.90	2.00	2.00
ダウ平均株価 (ドル)	25,056	26,800	27,800	27,500	27,000	27,500	27,500	28,000	28,000
ユーロ圏									
ECB預金ファシリティ金利末値、％)	▲ 0.40	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.50
ドイツ国債 (10年、％)	0.35	▲ 0.35	▲ 0.25	▲ 0.40	▲ 0.40	▲ 0.30	▲ 0.30	▲ 0.20	▲ 0.20
為替									
ドル・円 (円/ドル)	111	108	107	109	108	108	106	106	106
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.16	1.11	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
WTI原油先物価格 (ドル/バレル)	63	57	59	57	56	58	59	60	60

(注) 網掛けは予測値。予測値は期中平均。但し、政策金利付利、FFレート、ECB預金ファシリティ金利は期末値
(出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

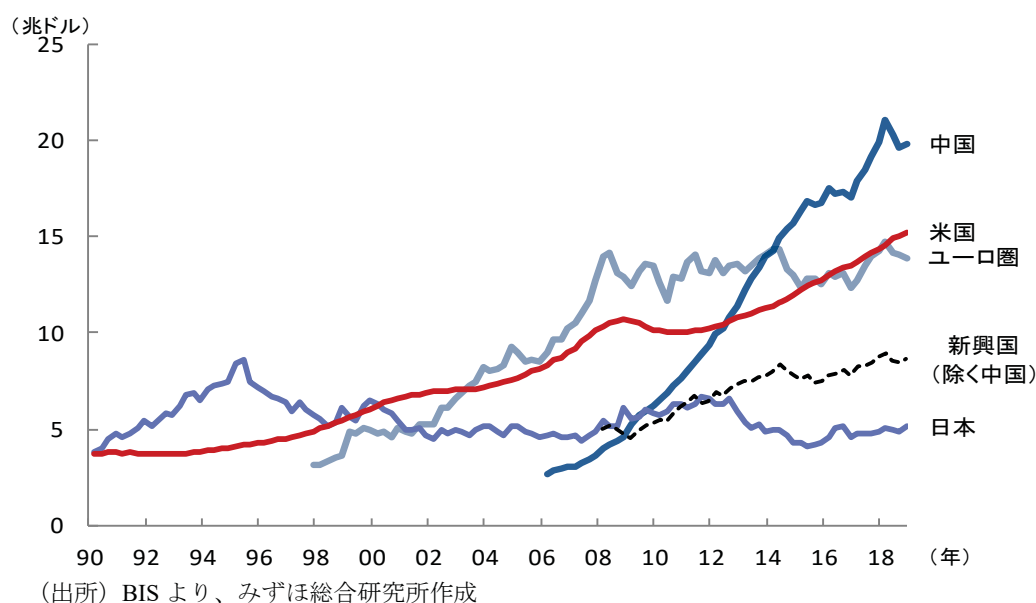
○ 低金利環境が長期化するなか、グローバルな債務の拡大に注意が必要

- ・ 金融緩和による低金利環境が長期化するなか、企業債務が世界的に拡大。残高では中国、米国、ユーロ圏が大きく、世界全体の約7割を占める。対GDP比ではリーマン・ショック時を上回る規模に
- ・ 米国では信用力の低い企業向けのハイイールド債市場、レバレッジドローンの残高が拡大。レバレッジドローンはM&Aの拡大を支える形で市場が急拡大
- ・ 近年、財務維持条項が緩和又は免除されているコベライトローンが増加。景気下振れ時にデフォルトが拡大するリスクに注意が必要

○ ドル円相場は狭いレンジでの推移

- ・ ドル円相場は狭いレンジでの推移が続く。世界経済の不確実性が高まるなか、ドル、円とも買われ易い状況が継続していること、また、海外との金利差縮小によりキャリートレードが生じにくいことなどが要因
- ・ 日本から海外への直接投資、証券投資が高水準で推移していることは、円高を進みにくくする要因
- ・ 米大統領選を控え、トランプ政権がドル高を問題視する発言を行うことで、円高圧力が高まる可能性。米通貨政策の動きに注視が必要

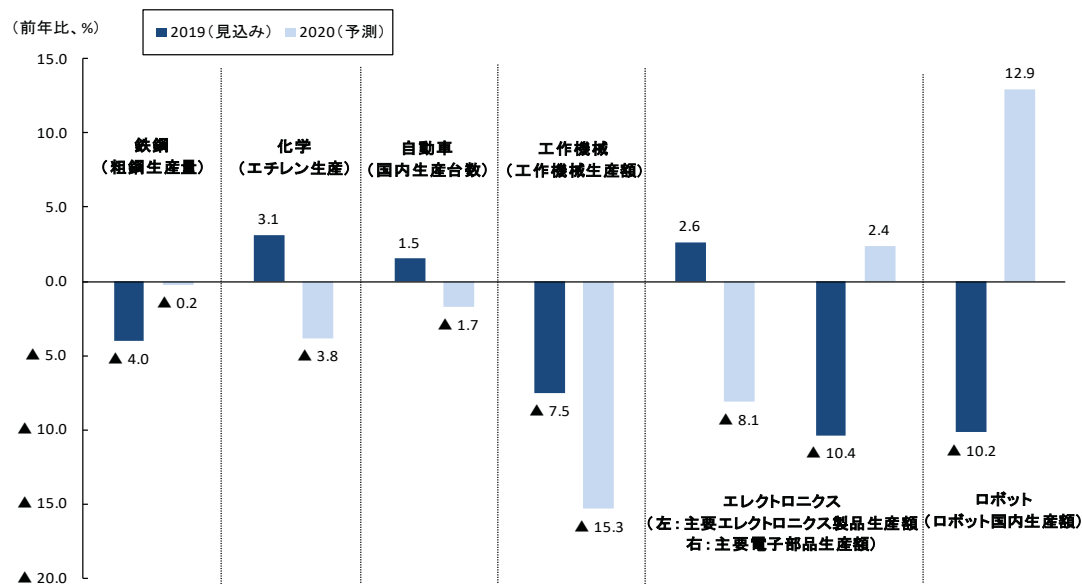
【 主要国・地域の企業債務残高の推移 】



VI. 2020年の日本産業の見通し ～ 海外経済の減速を背景に、内外需要は低成長に

- 日本産業は、米中貿易摩擦等に起因する海外経済の減速を背景に内外需要が低成長となるものの、デジタル化の進展により一部産業では好調に推移する見通し
 - [製造業] 内外経済の減速を背景に国内生産は減少傾向となるなか、デジタル化投資の拡大により主要電子部品やロボットの生産は高い伸びとなる見込み
 - ・ (素材業種) 鉄鋼では、自動車や産業機械といった製造業向けの需要の減少に伴い、粗鋼生産は微減。化学では、海外大型プラント稼動による需給緩和と市況下落に伴い、コスト競争力が低いプラントからの輸出が減少することで、国内生産は減少
 - ・ (加工業種) 自動車では、米国向けの輸出が市場の減速によりマイナスとなるなど輸出全体ではほぼ横ばいで推移し、国内販売が消費増税前の駆け込み需要の反動減で減少するとの予想から、生産は減少。工作機械では、内外経済の減速に伴い工作機械メーカーの受注残が減少傾向にあり、生産は減少する見通し
- 一方、主要電子部品では、2019年以降の在庫調整による半導体市況の回復等により、生産は拡大。また、ロボットでは、半導体関連の設備投資を始め、自動車部品や電子部品、金属加工、プラスチック加工といった産業へのロボットユーザーの裾野拡大を受け、生産は回復するものと予想

【 主要製造業の国内生産伸び率の見通し 】

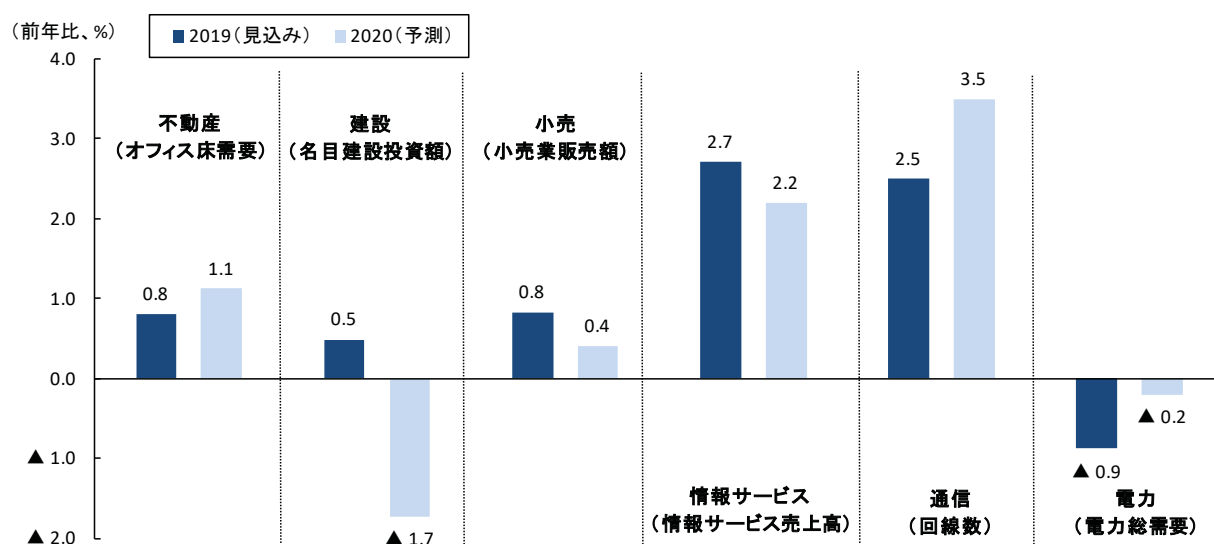


(注) 1. 主要エレクトロニクス製品の対象は、パーソナルコンピュータ (タブレット含む)、薄型テレビ、携帯電話、白物家電 (冷蔵庫、洗濯機、掃除機、食器洗い乾燥機、電子レンジ、空調機器の6品目)。主要電子部品の対象は、半導体、電子部品
 2. 全て暦年表記
 3. 伸び率はみずほ銀行産業調査部予測値 (2019年12月5日時点)
 (出所) 日本鉄鋼連盟、経済産業省、財務省、重化学工業通信社、(一社)日本自動車工業会資料、日本工作機械工業会、日本ロボット工業会 HP 等より、みずほ銀行産業調査部作成

○ [非製造業] 消費増税による反動減の影響が一部で懸念されるなか、デジタル技術の普及・利用拡大により情報サービスや通信は堅調に推移する見通し

- ・ 不動産(オフィス)では、オフィスビル貸付面積は緩やかに増加し、空室率低下・賃料上昇トレンドが継続。建設では、手持ち工事高が豊富であることから民間非住宅投資は前年度対比で増加するが、分譲住宅や持家における消費増税前の駆け込み需要の反動減により民間住宅投資が落ち込み、建設投資全体は減少
- ・ 小売では、消費マインド悪化に留意が必要であるものの、所得は横ばいから微増で推移しており、軽減税率や幼児教育無償化等の施策が消費の下支えになるとの予想から微増での着地を見込む。また、インバウンド消費は堅調な推移となる見込み。その要因として、買い物代単価は横ばいから減少傾向であるが、東京五輪の開催に伴う認知度の高まり等を背景とする訪日外国人旅行者数の増加が挙げられる
- ・ 情報サービスでは、既存システムの更新・刷新に加え、ユーザー企業におけるIT投資の拡大や省人化投資の増加等により高成長を見込む。また、通信では、キャリア各社が5Gの商用サービスを開始することもあり、堅調な推移を予想する
- ・ 電力では、国内経済成長の鈍化によって需要が伸び悩むなか、省エネ効果による需要減少効果が拡大することから、微減での推移となる見込み

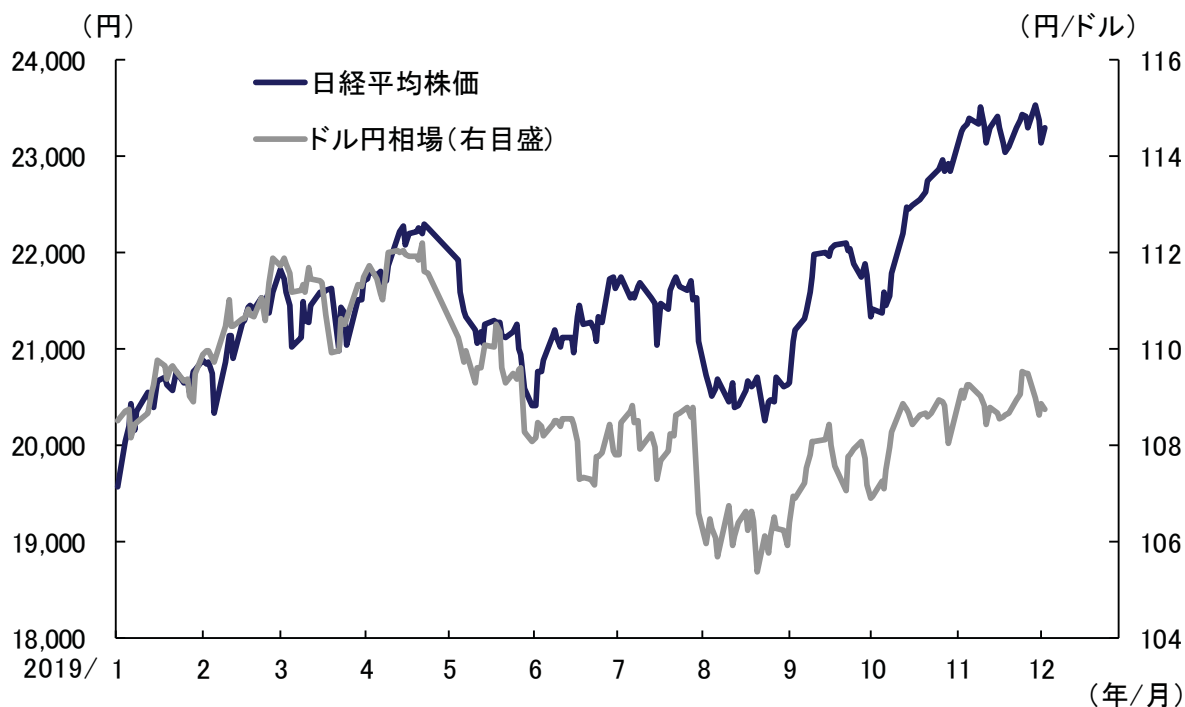
【 主要非製造業の国内需要伸び率の見通し 】



(注) 1. 名目建設投資額、情報サービス、通信は年度表記、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 (2019年12月5日時点)
 (出所) 三鬼商事公表データ、国土交通省、経済産業省、総務省、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 赤塚功介)

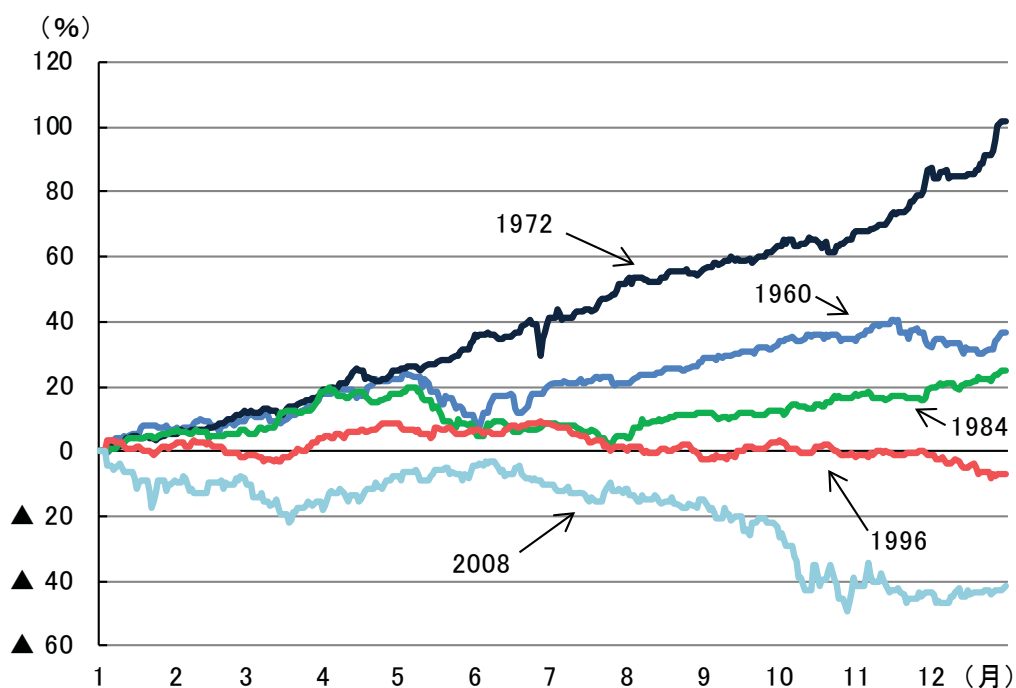
【資料1】2020年の日経平均株価・ドル円相場



(注) 株価は東京市場、為替はNY市場のクローズベース。2019年12月5日時点
 (出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料2】過去の子年1年間のTOPIX騰落率

○ 子年の相場格言は「繁栄」。1950年以降の子年5回のうち、3回の株価上昇率が2割超え



(注) 年初の株価からの変化率
 (出所) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

【資料3】2020年のイベントスケジュール

国内	<p>1月 日米貿易協定・日米デジタル貿易協定発効(見込み)</p> <p>2月 新天皇誕生日(23日)</p> <p>3月 日銀原田委員任期満了</p> <p>春頃 高輪ゲートウェイ駅開業</p> <p>春頃 第5世代移動通信システム(5G)商用化</p> <p>春頃 スチュワードシップ・コード改訂</p> <p>4月 高等教育無償化、私立高校無償化</p> <p>4月 第二期地方創生の開始(2024年度まで)</p> <p>4月 改正健康増進法施行、改正労働者派遣法施行</p> <p>4月 発送電分離</p> <p>6月 虎ノ門ヒルズ駅開業(6日)</p> <p>6月 パワハラ防止法施行</p> <p>6月 骨太方針・成長戦略</p> <p>6月 WTO第12回閣僚会合</p> <p>6月 日銀布野委員任期満了</p> <p>夏 全世代型社会保障検討会議が最終報告</p> <p>7月 東京都知事選挙(5日)</p> <p>7~9月 東京オリンピック・パラリンピック開催</p> <p>秋 大阪都構想の住民投票</p> <p>12月 「嵐」活動休止(31日)</p> <p>12月頃 はやぶさ2帰還</p>
海外	<p>1月 パリ協定運用開始</p> <p>1月 台湾総統選挙、台湾立法委員(国会議員)選挙(11日)</p> <p>1月 英国のEU離脱期限</p> <p>1月 BOEカーニー総裁任期満了</p> <p>4月 チリ憲法改正のための国民投票</p> <p>4月 韓国総選挙(15日)</p> <p>6月 G7サミット(米国、10~12日)</p> <p>年央 米金融政策の枠組み見直し・結論付け</p> <p>9月頃 香港立法会選挙</p> <p>10月 ドバイ国際博覧会(~2021年4月10日)</p> <p>10~11月 中国・五中全会開催(第14次五カ年計画骨子策定)</p> <p>11月 米国大統領・議会選挙</p> <p>11月 G20サミット(サウジアラビア、21~22日)</p> <p>11月頃 ミャンマー総選挙</p> <p>12月 英国のEU離脱後の移行期間終了期限</p> <p>年内 シンガポール総選挙(見込み)</p> <p>年内 インド上院議員選挙(見込み)</p>

(出所) 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12月18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

