

# みずほ経済・金融マンスリー

2019.07.22

みずほ総合研究所

# 今月のトピックス① 米中通商協議～協議再開なるも、対立構造は大きく変わらず

- 6月29日に開催された米中首脳会談で、米中貿易協議の再開で合意
  - 米国は対中追加関税第4弾(約3,000億ドル相当)の発動を先送り
    - トランプ米大統領は、Huaweiとの取引につき、安保上問題がない製品の輸出を認めることに言及(次頁)
- 7月9日に閣僚協議(電話会談)が行われたものの、協議進展の兆しはみられない
  - 中国の輸入増加規模、制裁関税の扱い、構造問題への法制度改善の要否等の対立点はそのまま残る
    - トランプ大統領は、中国が農産物輸入拡大の約束を守らないことに不満を示す(中国は約束認めず)
    - 中国も、発動済みの追加関税の撤廃を求める等、協議中断前と同じ主張を継続

## 米中摩擦の論点

論点	現状	
貿易不均衡	中国は、対米輸入増加により貿易不均衡問題での融和を模索するも、米国が求める増加の規模が実態に見合わないと思われ、溝が埋まっていない状況	
構造問題	技術移転	「対中進出した米企業が、中国政府によって中国企業への技術移転を強制されている」と米国は主張。中国は、行政的な移転強制については3月成立の外商投資法で禁止
	知的財産権	「中国政府は、中国企業に対して先端技術を保有する米企業の買収を支援している」と米国は主張するも、中国はこれを否定。他方で、知財保護強化の取り組みは推進
	補助金	「中国政府は、『中国製造2025』で中国企業の振興を図る不公正な補助金を支給している」と米国は主張。中国は、補助金政策は原則としてWTOルールに合致していると主張
	執行監視手続	事務レベルで毎月、副閣僚レベルで四半期、閣僚レベルで年2回の頻度で実施する方向で調整。中国は、罰則を巡り反発している模様

(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

## 米中協議に対する中国の主張

### ◆ 米国の態度を批判しつつも、協議継続

- 制裁関税による中国への圧力強化に「強烈に反対」
- (制裁合戦を)際限なくエスカレートさせてはならない

### ◆ 譲歩できない「核心的な3つの関心事項」

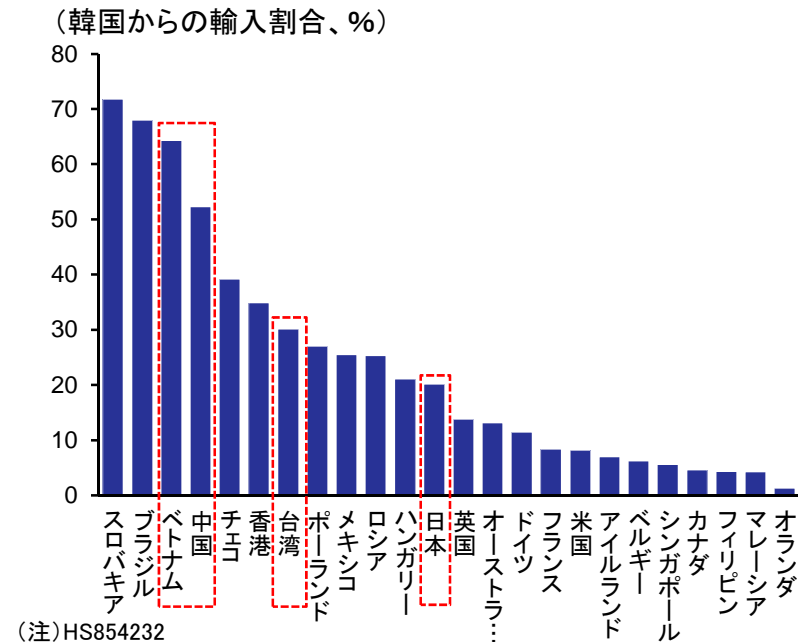
- 制裁関税を全て取り消すこと
  - 制裁関税が存在する状態での交渉は容認できない
- 貿易購買(輸入)の数値を実態に見合ったものとする
  - 中国経済への影響に鑑み、受け入れ可能な水準に限界
- (合意文書の)文面のバランスを改善すること
  - 「平等」と「尊厳」が前提、内政干渉は認められない

(出所)劉鶴副首相インタビュー(2019年5月10日)より、みずほ総合研究所作成

## 今月のトピックス② 対韓輸出規制の影響について

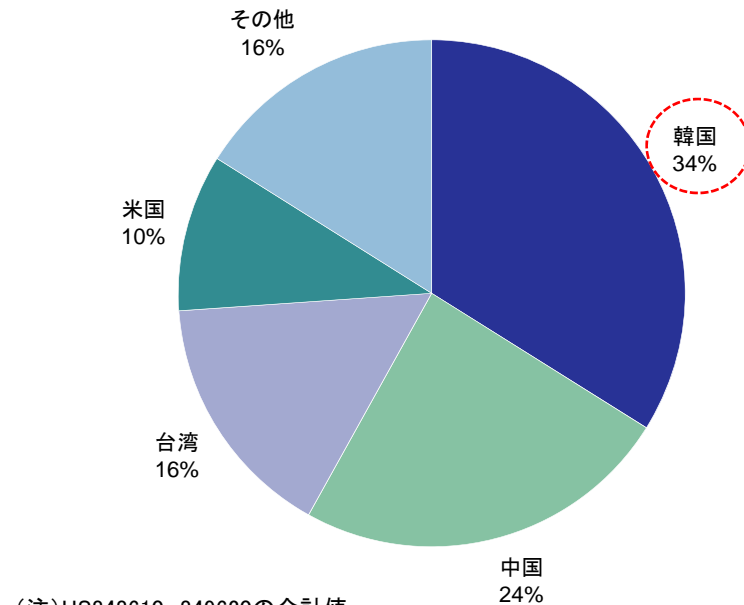
- 日本政府は対韓半導体材料輸出規制を見直し。輸出規制の影響により韓国の半導体生産が中断もしくは停滞すれば、半導体を搭載するスマホなどの製品販売遅延によるIT市場の売上減速を通じて、日本経済を下押し
  - 日本の半導体メモリ輸入額における韓国の割合は17%と、台湾(50%)からの調達と比べると低い
  - 中国や台湾、ベトナムといった主要IT製品生産国における韓国からの半導体輸入割合は日本よりも高い
- また、韓国半導体企業の設備投資先送りにより、半導体製造装置の輸出が下振れ
  - 対韓国向け輸出のうち、半導体製造装置は輸出額トップ。半導体製造装置は日本の主力輸出財の一つ(2018年:1.3兆円)であり、半導体製造装置の輸出に占める韓国は34%と最大の輸出相手先

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

日本の半導体製造装置輸出額・国別割合(2018年)



(注)HS848610、849620の合計値  
(出所)財務省「貿易統計」より、みずほ総合研究所作成

## 日本製品不買運動による消費財輸出への影響も

- 対韓半導体材料輸出規制に対し、韓国では日本製商品の不買運動や訪日渡航のキャンセルの動きが見られる
  - インターネット掲示板に不買対象企業のリストが掲載されるなど、不買への呼びかけも。報道によれば、ビールの販売数量が低下
  - 韓国の日本製品不買運動が広がった場合、消費財輸出の下振れも。消費財輸出の上位品目は、自動車や化粧品、ゴルフクラブ、医薬品等。但し、消費財輸出は全体の7%程度

### 不買運動に関連する記事(一部抜粋)

掲載日	媒体	内容(一部抜粋)
7/3	聯合ニュース	韓国のあるコミュニティーサイトで3日、「日本企業の製品の不買運動に参加しましょう」と題された文章が対象企業のリストとともに掲載され、最も優れた掲示物に選ばれた。(中略)リストには <b>トヨタ、ホンダなどの自動車メーカー、ソニー、パナソニック、キヤノンなどの電子機器メーカー、デサント、ユニクロなどの衣料品メーカー、アサヒ、麒麟、サッポロなど酒類メーカー</b> などが含まれている。
7/8	聯合ニュース	スーパー大手のイーマートは日本政府が今回の措置を発表した1日から7日までの日本ビールの販売量が前週に比べ14.3%減ったと明らかにした。 <b>同期間、輸入ビールの販売は2.9%増、韓国ビールの販売は3.6%増となり、消費者が日本ビールの代わりに別のビールを購入したことになる。</b>
7/4	聯合ニュース	韓国内で日本製品の不買運動や、日本旅行中止の呼びかけが起きていることから、減少に拍車がかかるとの見方が出ている。だが、 <b>主な旅行会社は日本旅行の予約やキャンセルなどに関連して、現時点では例年と異なる動きはないと説明した。</b>
7/8	中央日報	<b>NAVER(ネイバー)カフェ「スササ(スマートコンシューマーを愛する人々)」もここ数日間、「日本旅行をキャンセルした」という消費者の投稿が数多く寄せられた。「予約した福岡航空券を損を覚悟でキャンセルした」「札幌旅行をキャンセルして代わりに台湾に行く」「日本をキャンセルして東海(トンヘ、日本名・日本海)海岸に行く考え」</b> などだ。
7/9	韓国経済新聞	<b>テレビ通販企業は日本旅行商品販売放送を相次いで取り消した。</b> Aホームショッピングは7日に放映予定だった北海道旅行商品放送の代わりに国内旅行商品放送を放映した。日本旅行を避ける雰囲気広がっていることから内部緊急会議を通じ編成を変えたという。5日に大阪旅行商品を販売しようとしていたBホームショッピングも一般商品に変更した。

(出所) 日経テレコンより、みずほ総合研究所作成

## 対日関係悪化に伴う韓国人の訪日旅行者減少の懸念も

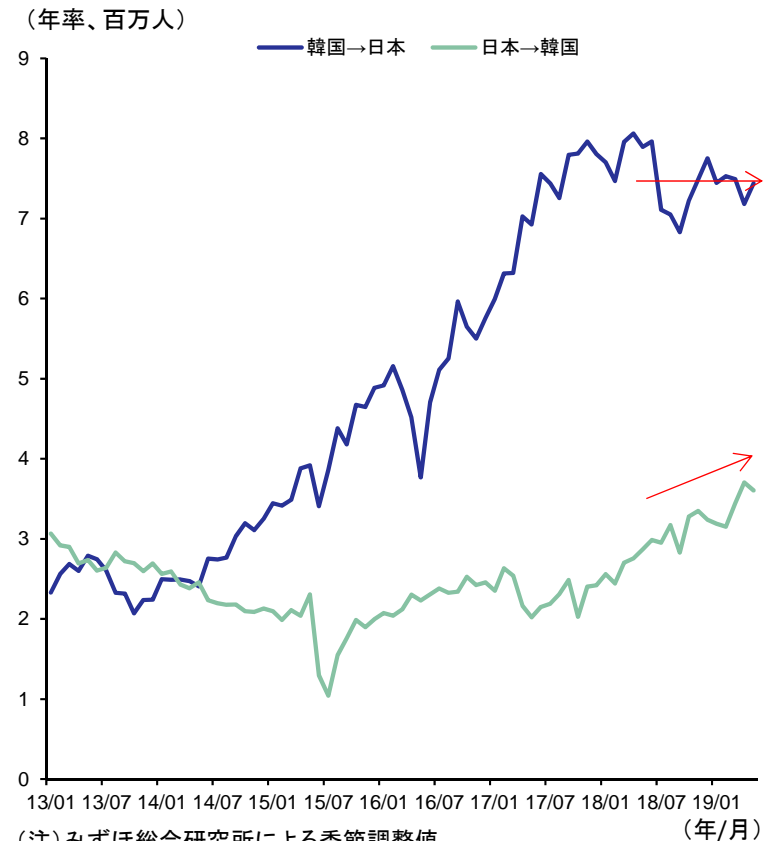
- 韓国は中国と同等の最大訪日相手国。九州中心に訪日。昨年後半から訪日客数は伸び悩んでおり、日韓関係悪化に伴う更なる減少懸念
- 一方で、日本の訪韓旅行者数は足元までは緩やかに持ち直し

### 韓国人の宿泊客数が最も多い都道府県(従業者数10人以上の施設)



(出所)JNTO「訪日外客数・出国日本人数」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」「宿泊旅行統計調査」、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

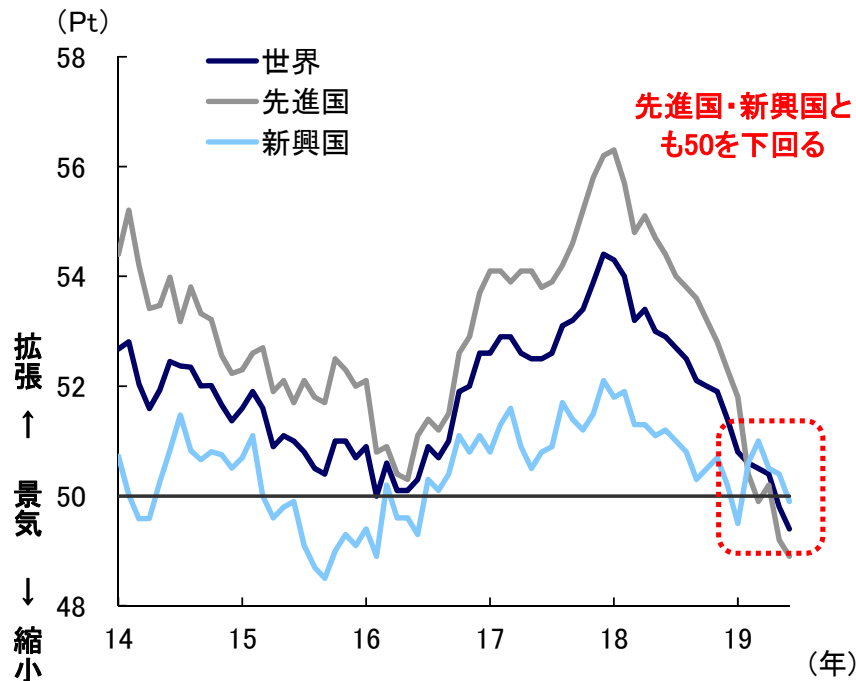
### 日韓の旅行者数の推移



# 1. 世界経済・市場動向～グローバルな製造業の調整圧力が継続

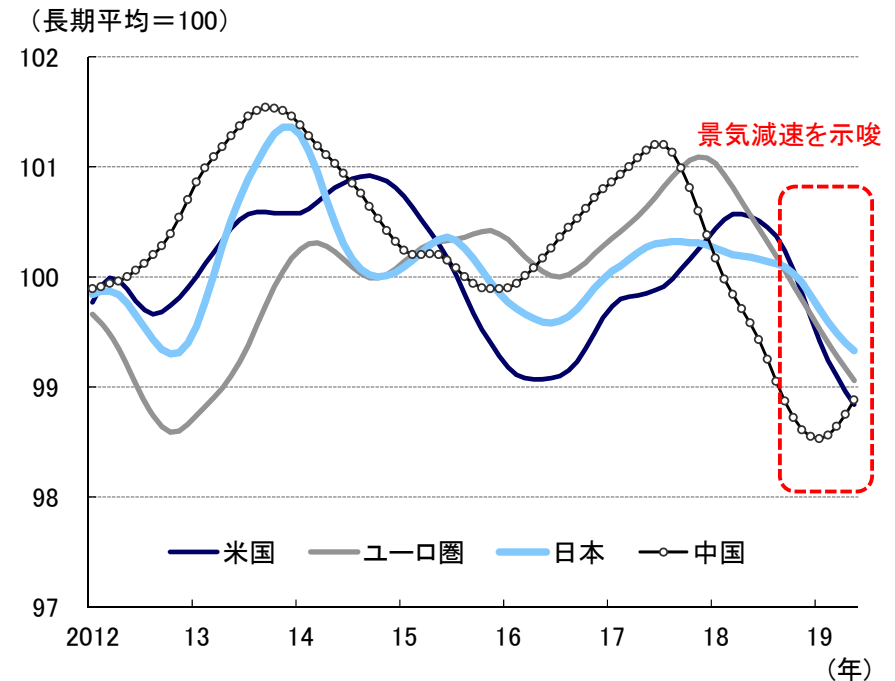
- グローバル製造業PMI(6月)は14カ月連続で低下し50割れの水準(2012年6月以来の低水準)。6月はユーロ圏、日本が低下し、先進国、新興国とも50を下回る
- 景気先行指数は、先進国では先行きの減速継続を示唆。中国では年後半の底入れを示すものの、米中摩擦の行方によるところが大

## グローバル製造業PMI



(注) PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の節目  
(出所) Markitより、みずほ総合研究所作成

## OECD景気先行指数

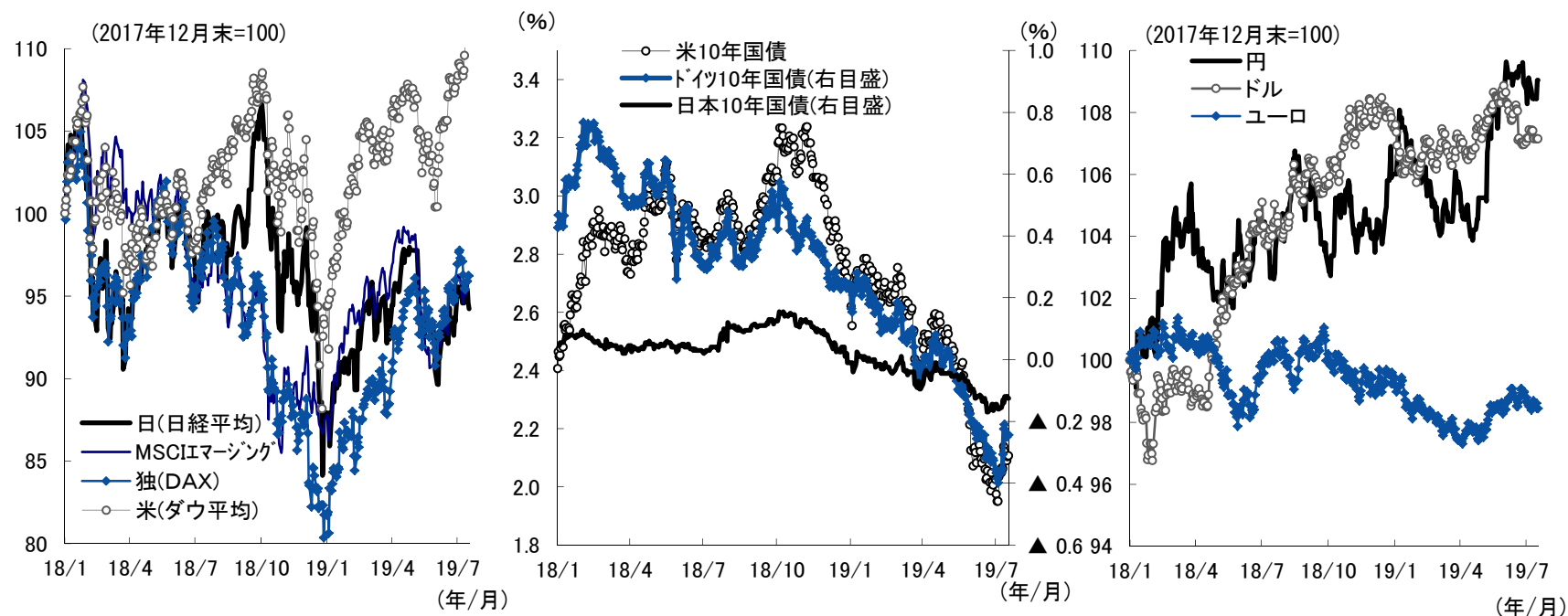


(注) 景気先行指数: 景気の先行きを示す経済指標に基づき作成する指数。一般に100を下回ると景気は下方局面  
(出所) OECDより、みずほ総合研究所作成

## 金融市場の概況～米中協議再開、欧米利下げ期待から株高、長期金利は低下

- 米欧での利下げ期待の高まり、米中通商協議の再開などを受け、株価は上昇基調で推移。一方、米独長期金利は低下基調での推移が続く
  - ― 米10年債は一時2.0%割れの水準まで低下。独10年国債は利下げを織り込み過去最低水準を更新し、一時▲0.4%台まで低下。日本の10年国債利回りは▲0.1%台半ばの推移。ドルは円・ユーロに対し弱含む展開

### 主要マーケットの推移

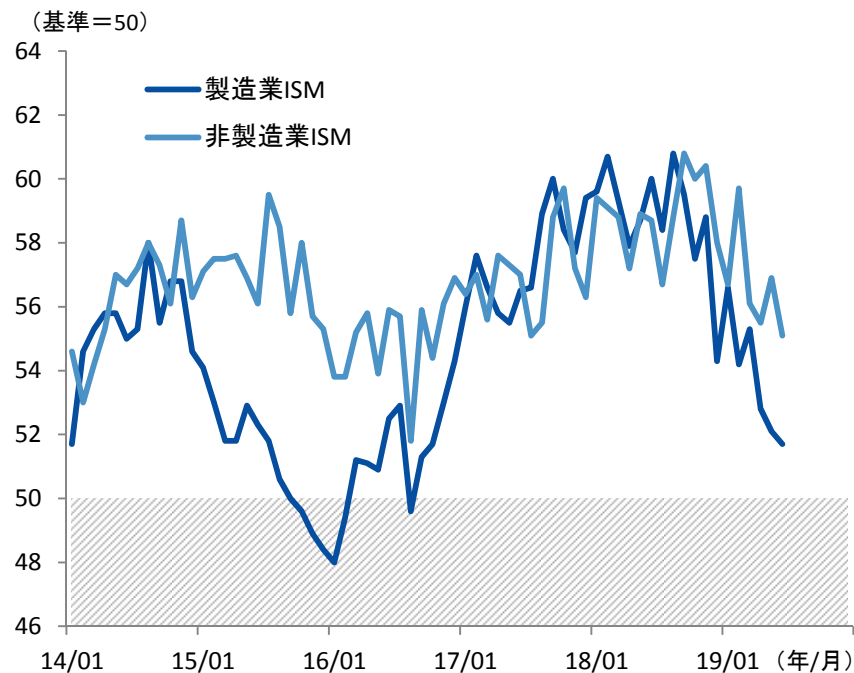


(注) 為替は各国当局公表値の名目実効為替レート  
 (出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 2. (1) 米国経済～企業業況の低下が継続。生産も低調

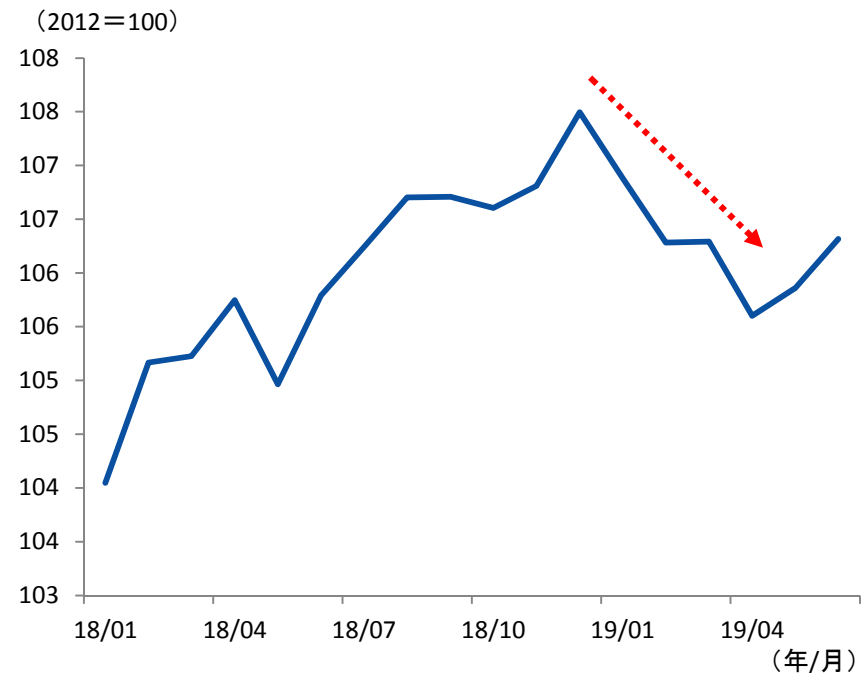
- 製造業・非製造業ISM指数は、2018年末をピークに低下傾向。特に製造業の低下が顕著
- 製造業の生産は2018年末以降、低下基調に転じる。足元では自動車・関連部品を中心に小幅回復
- ISMの企業コメントや地区連銀報告によれば、企業は米中間の制裁関税、貿易摩擦を懸念

### 製造業・非製造業ISM指数



(注)ISM指数:企業の景況感を示す経済指標。通常、50を下回ると景気後退を示唆  
(出所)米サブライマジメント協会より、みずほ総合研究所作成

### 鉱工業生産指数(製造業)



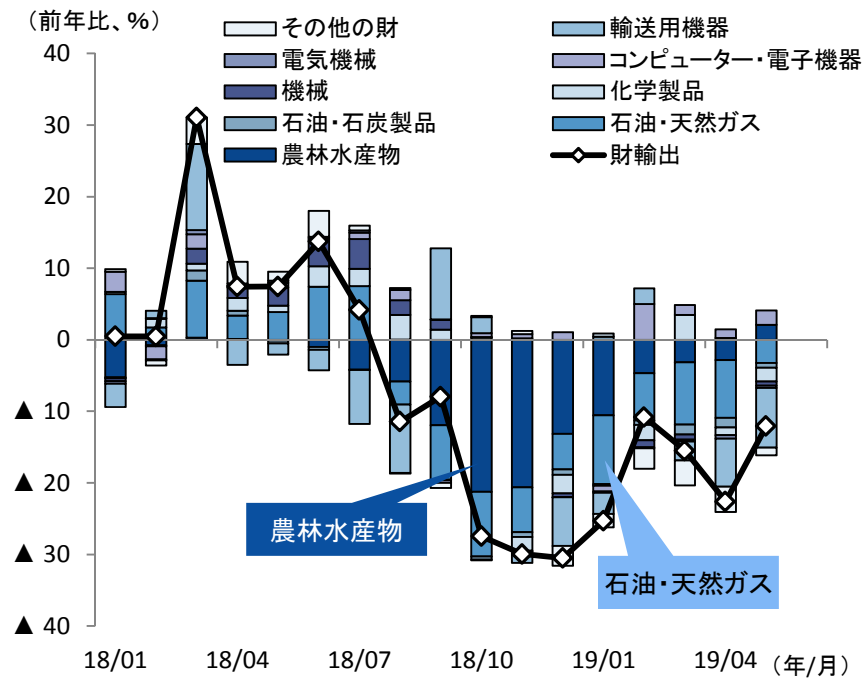
(出所)FRBより、みずほ総合研究所作成



# 制裁関税の対象セクターを中心に対中貿易が縮小

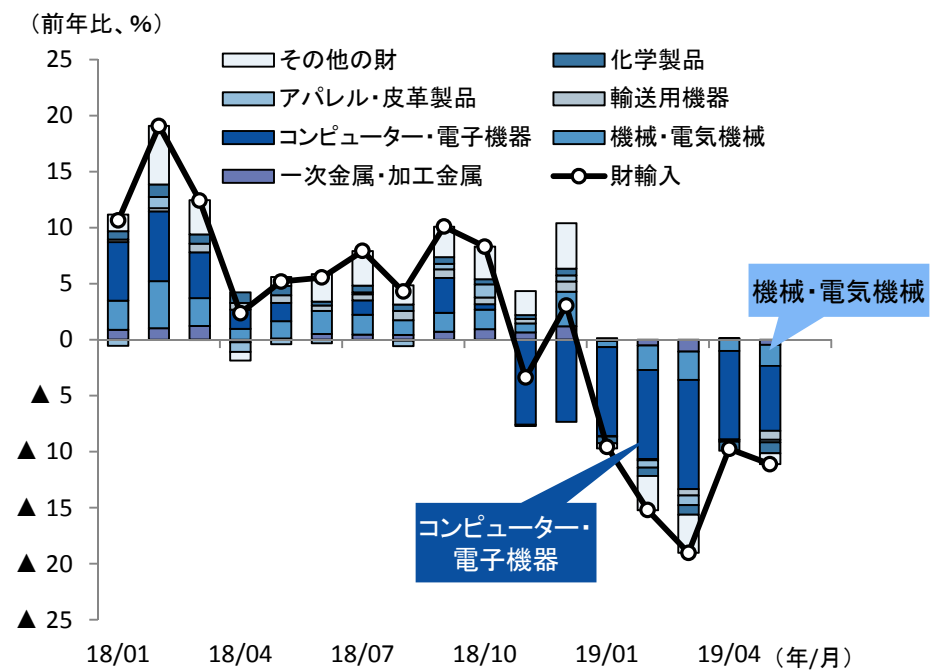
- 対中輸出は農林水産物、石油・天然ガスを中心に減少
  - 農林水産物、石油・天然ガスは対中輸出のほぼ全額が制裁対象
- 対中輸入はコンピューター・電子機器、機械・電気機械を中心に減少
  - 機械・電気機械は8割程度が制裁対象。一方、コンピューター・電子機器は4割程度にとどまる

米国の対中輸出(セクター別)



(注) NAICS3桁ベースで集計。寄与度の低い一部セクターは、その他の財として合成  
(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

米国の対中輸入(セクター別)

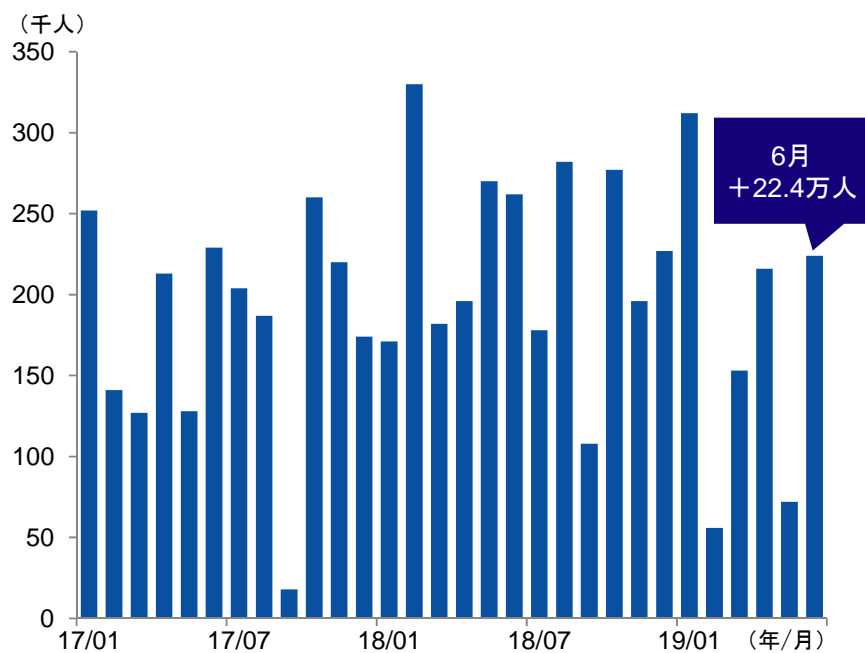


(注) NAICS3桁ベースで集計。寄与度の低い一部セクターは、その他の財として合成  
(出所) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

## 6月の雇用統計は雇用拡大ペースの堅調さを示す結果。消費の下支え効果に期待

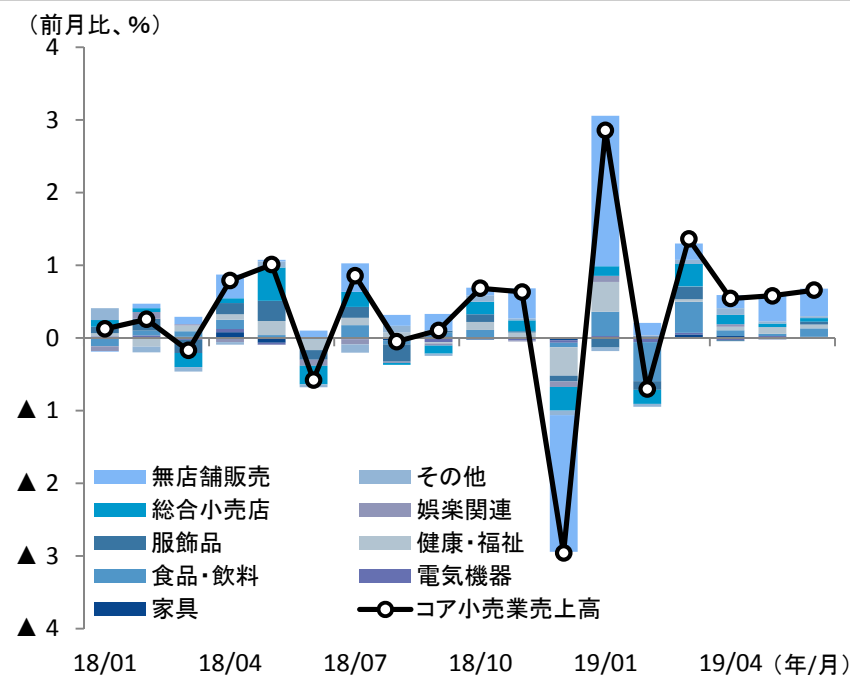
- 企業活動が弱含むなか、景気拡大の維持は雇用の拡大と、消費がカギに
- 6月の非農業部門雇用者数は前月差+22.4万人増。失業率は3.7%と引き続き低位
  - 5月時点では雇用拡大ペースの減速が懸念されたものの、堅調さを維持したことが示された格好
- 良好な雇用環境を背景に、6月のコア小売売上高は前月比+0.7%と好調

### 非農業部門雇用者数



(出所)米国労働省労働統計局より、みずほ総合研究所作成

### コア小売売上高

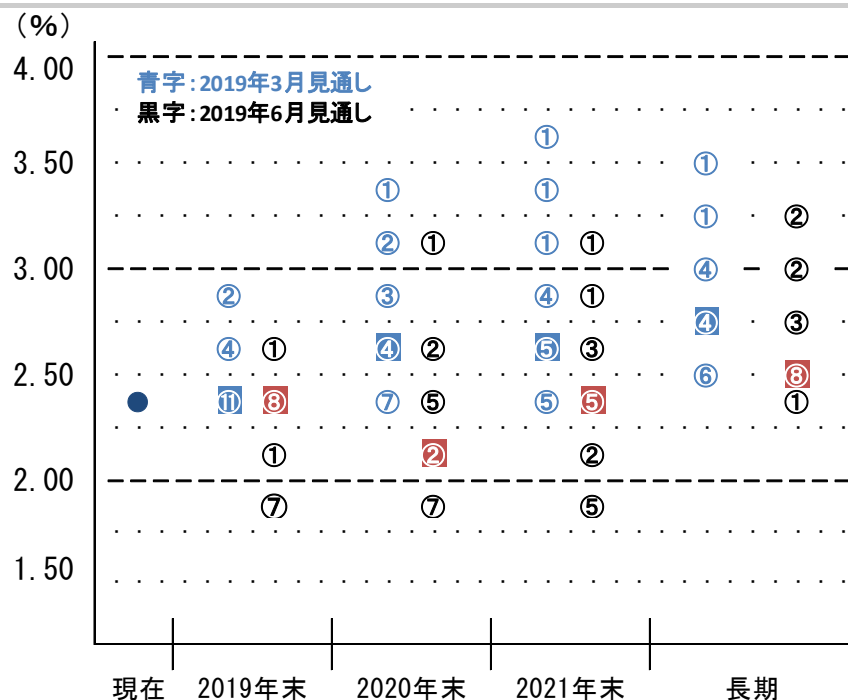


(出所)米国商務省より、みずほ総合研究所作成

## (2) 米国金融政策～利下げへ方針転換。不確実性の高まりに対応

- 6月FOMCは、「辛抱強く」様子見し、利上げ・利下げの両方に備える姿勢から、緩和の用意に方針転換
  - ドットチャートでは、年内据え置き派と利下げ派が8対8で拮抗
- 不確実性の高まりが理由だが、完全雇用・物価安定の双方で目標未達との認識もあり、低金利が長期化する公算大
  - ドットチャートでは2020年には利上げ方向になっているが、対称的インフレ目標を掲げる以上、利上げは困難

### 6月FOMCのドットチャート



(注) 数字は人数。塗りつぶし部分は中央値。また、「現在」は今回のFOMCで決定された政策金利レンジの中央値

(出所) FRBより、みずほ総合研究所作成

### 6月FOMC議事要旨とパウエル議長の議会証言(7/10)

#### 【議事要旨】

- 参加者は、不確実性と下振れリスクがここ数週間で大幅に高まったと判断
- 多くの参加者が、前回会合以降、景気の勢いがやや失われていると指摘。景気と物価のリスクは下方にある
- 参加者らは、労働市場の軟化を示すいかなる兆しにも注視することが重要と判断
- 前回会合以降、景気下振れリスクが大きく高まったとの認識で参加者らは総じて一致、それらは通商問題と世界経済の減速に関連
- 金融コンディションは緩和的だが、利下げ期待に依存

#### 【議会証言】

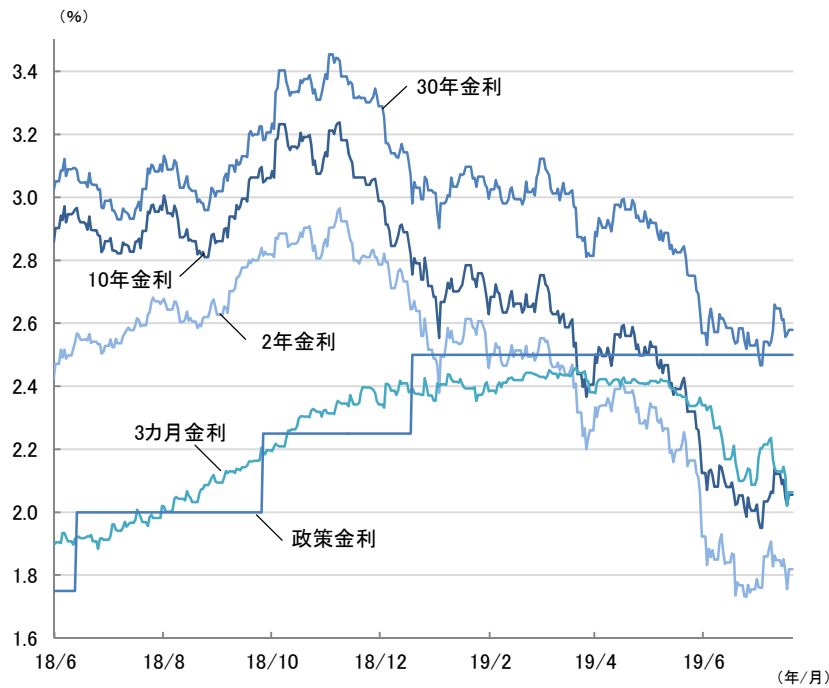
- (6月雇用統計は強かったが)近い将来利下げが必要かも知れないとの考え方は変わらない。海外動向など幅広い視点から状況が変わっていないため
- 米国が抱える問題は(家計や雇用ではなく)企業
- 消費者のセンチメントは良好だが、時間と共に不確実性に蝕まれる可能性がある

(出所) FRBより、みずほ総合研究所作成

### (3) 米国債券市場～米長期金利は2.0%を一時下回る

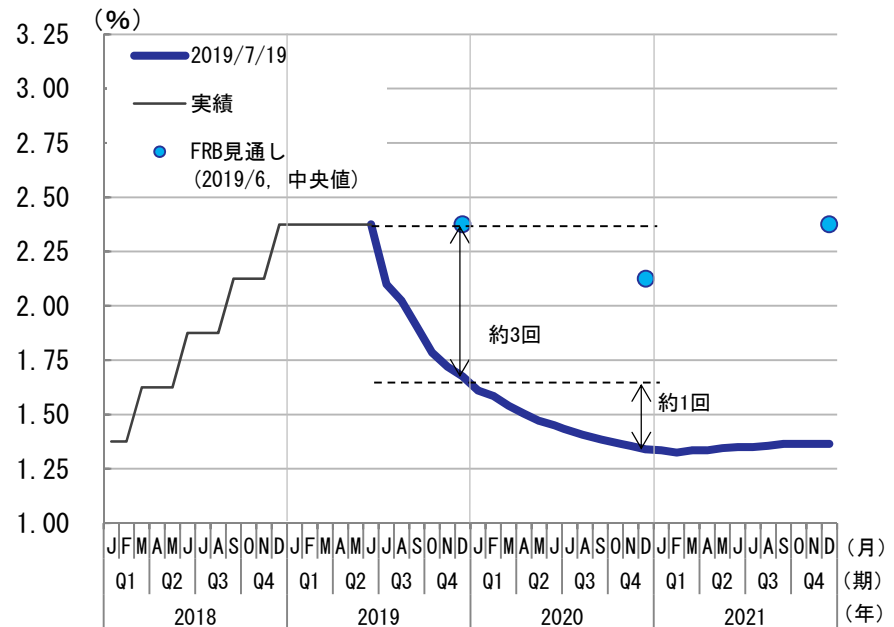
- FRBのハト派的な姿勢を背景に、米10年国債利回りは2.0%を一時下回る
  - 経済指標の減速感や6月FOMCにおける年内の利下げ示唆が金利低下要因に
  - 中長期債利回りに加え、30年金利も一時、政策金利の誘導目標である2.5%を下回る
- 足元の利下げ織り込みは行き過ぎであり、米長期金利は2%台前半での推移を予想
  - 市場参加者は年内約3回、来年約1回の利下げを織り込む

米政策金利・3カ月・2年・10年・30年物国債利回り



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

市場参加者の米政策金利見通し



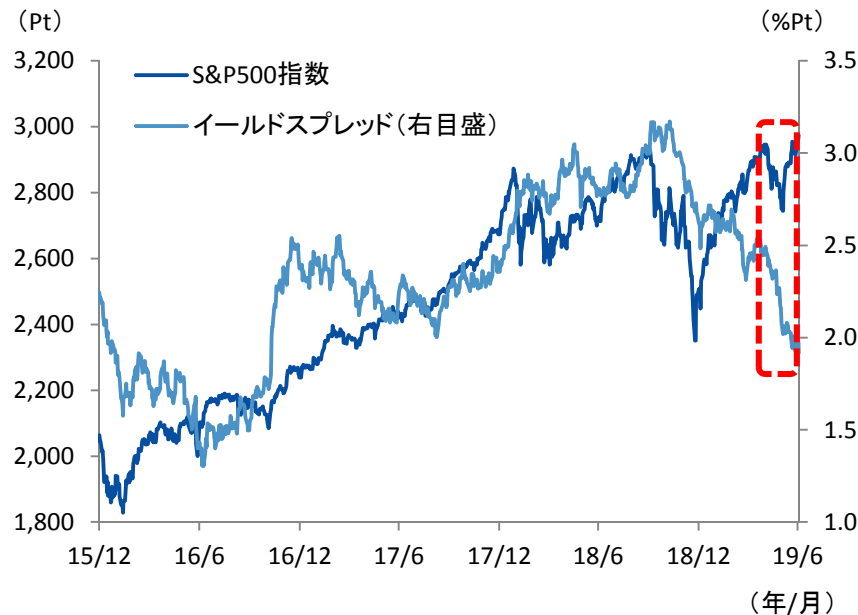
(注) FF金利先物からみた先行きの利下げ回数(1回あたり25bp想定)

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## (4) 米国株式市場～利下げ期待が下支えも、景気減速感が上値の抑制要因に

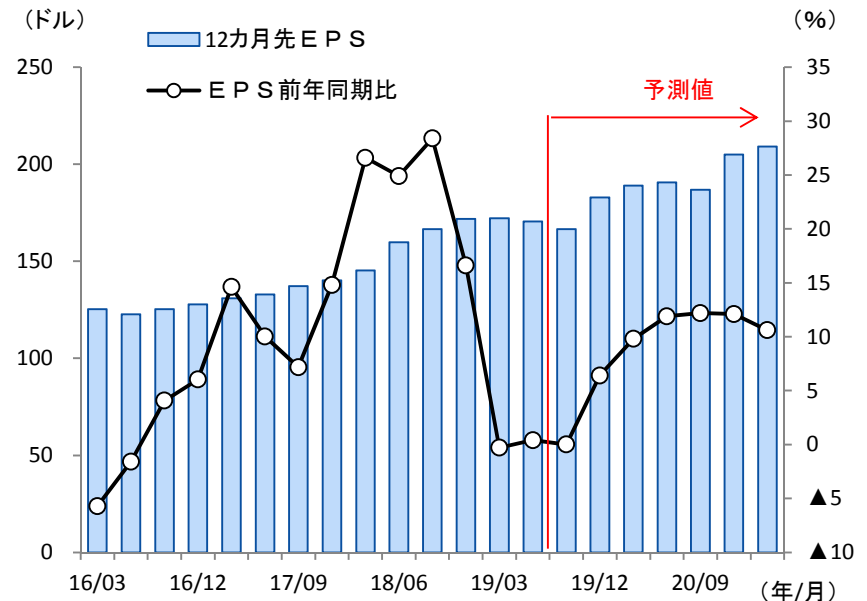
- 米中協議の再開や、利下げ期待の高まりなどから株価は上昇
- 今月から本格化する企業決算では、前期対比で収益はほぼ横ばいとの見方が大勢
- 4～6月期の企業業績は振るわない公算も、当面は利下げ期待を背景に高値で推移するとみられる。ただし、先行き不透明感や景気減速感が重石となることから緩やかな伸びにとどまる見込み

### S&P500指数とイールドスプレッド



(注)イールドスプレッド:長期金利から株式益利回りを差し引いて計算。イールドスプレッドが小さくなるほど、株価の割安感が強くなる  
 (出所)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### EPSの実績と予想

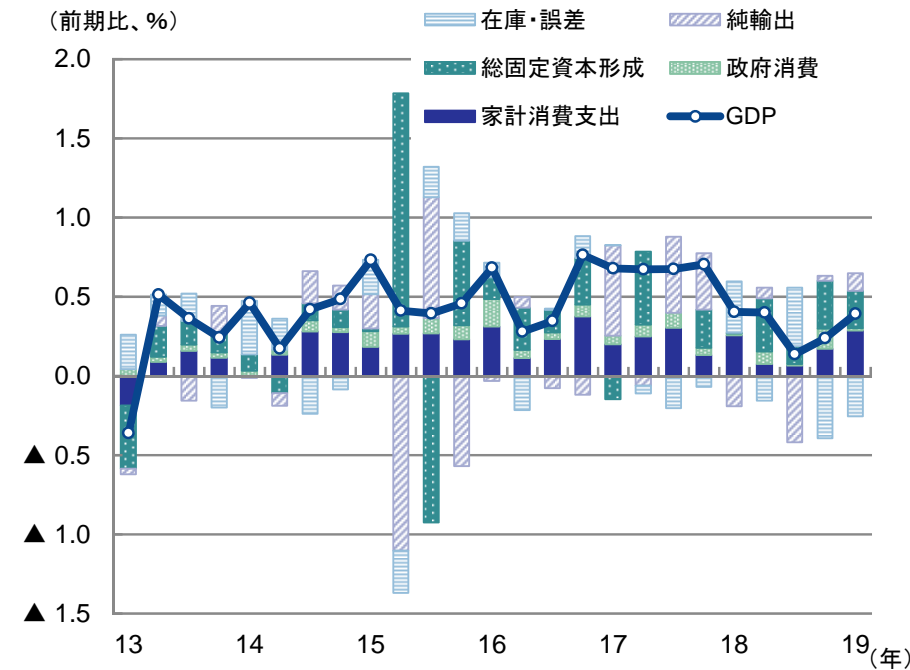


(出所)Refinitivより、みずほ総合研究所作成

### 3. 欧州経済の動向～ユーロ圏景気は先行きの弱さが懸念される

- 2019年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%
  - 前期に控えられた自動車購入の反動増など、一過性の成長率増加要因が含まれる
- 製造業の業況悪化が顕著であり、企業の景況感は、2019年入り後も弱く推移
  - 2019年2月以降、GDPとの連動性が高い購買担当者指数(合成PMI)のうち、製造業PMIは好不況の分かれ目である50を下回る状態が続く

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

ユーロ圏のPMI

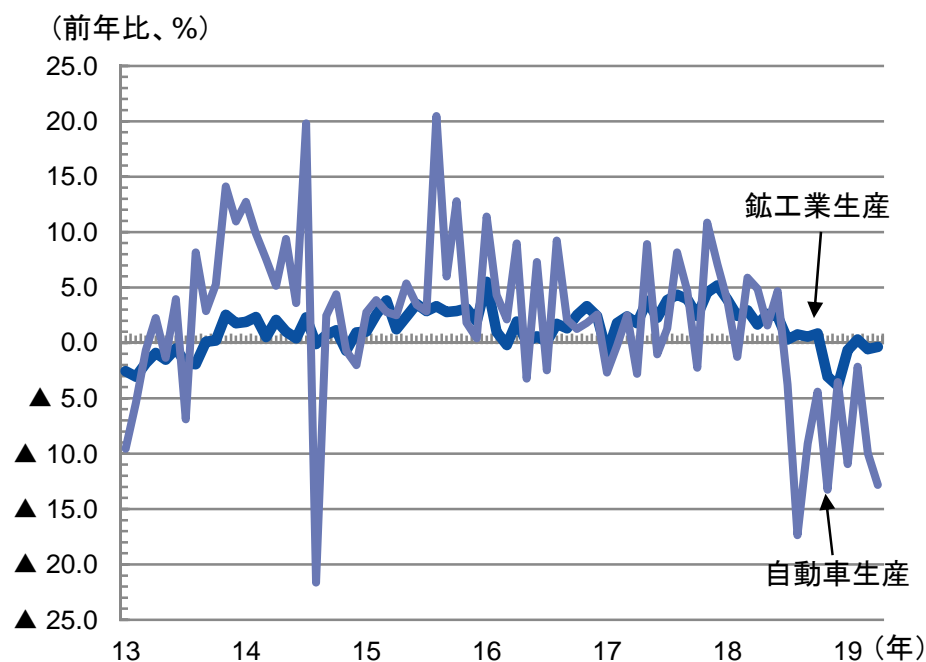


(注) PMI(購買担当者景気指数):新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。50が判断の節目  
(出所) Markit、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## ユーロ圏の生産は依然として低迷

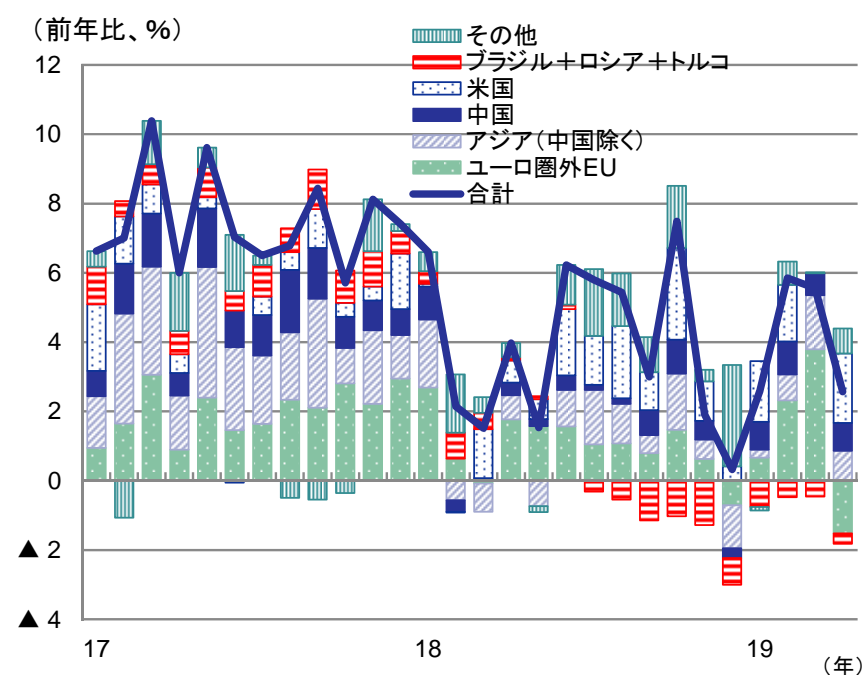
- 4月のユーロ圏鉱工業生産は、前年比▲0.4%と低下
  - 自動車生産の伸び率は、2018年8月以来、低水準で推移
  - 今後3カ月の自動車生産期待DIも、5月まで4カ月連続で、判断の節目となるゼロを下回る
- 2019年4月の輸出は、前年比+2.6%の成長に留まる
  - 2019年3月のBrexitに備えた英国向けに輸出の増分が剥落

### ユーロ圏の鉱工業生産



(出所)Eurostatより、みずほ総合研究所作成

### ユーロ圏の財輸出(地域別)

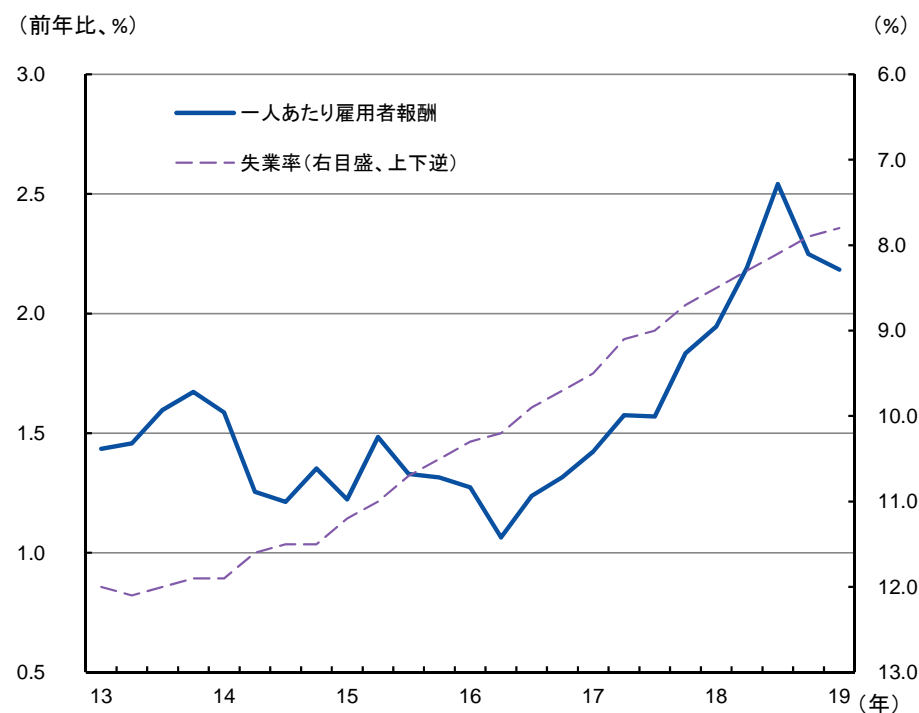


(出所)Eurostatより、みずほ総合研究所作成

## ユーロ圏の個人消費を巡る環境は底堅いが、先行き不安は高まる

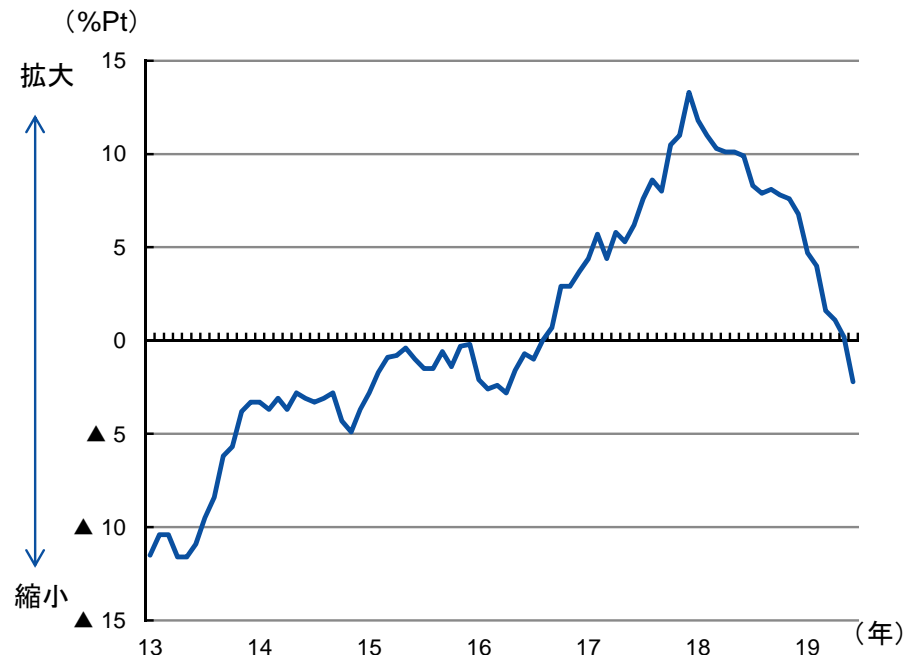
- 5月のユーロ圏失業率は、7.5%と前月(7.6%)から0.1%ptの低下
  - 2019年1~3月期のユーロ圏一人当たり雇用者報酬は、前年比+2.2%と底堅い推移
- ただし、今後3カ月の製造業における雇用期待を示す雇用期待DIは、ドイツを中心に低下が続く
  - ユーロ圏の雇用期待DIが、判断の節目であるゼロを下回るのは、2016年7月以来はじめて
    - 独製造業大手が、大規模なリストラ計画を発表する動きも

### ユーロ圏の失業率と一人当たり雇用者報酬



(出所) Eurostat、ECBより、みずほ総合研究所作成

### ユーロ圏の製造業における雇用期待DI



(注) ゼロが判断の節目。今後3カ月の雇用期待を尋ねたもの

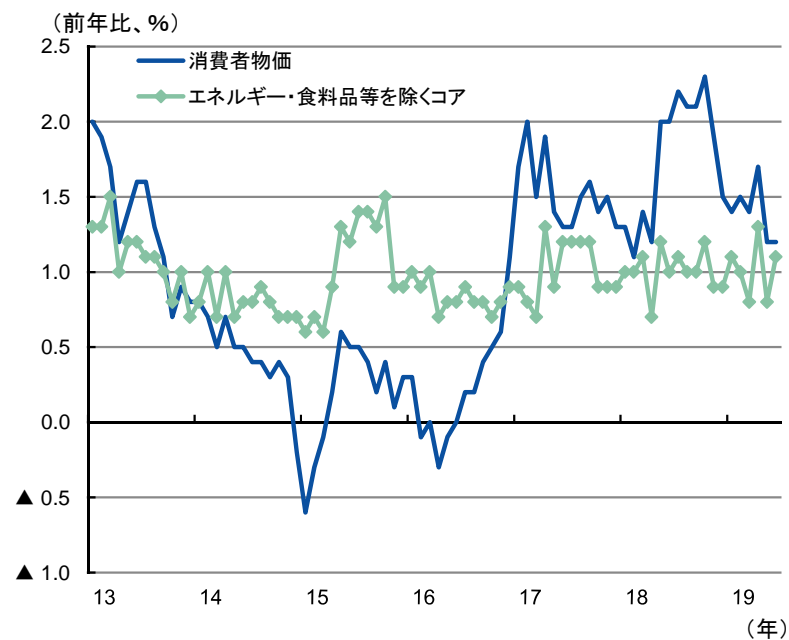
(出所) 欧州委員会より、みずほ総合研究所作成



## ユーロ圏の期待インフレ率が過去最低水準まで低下

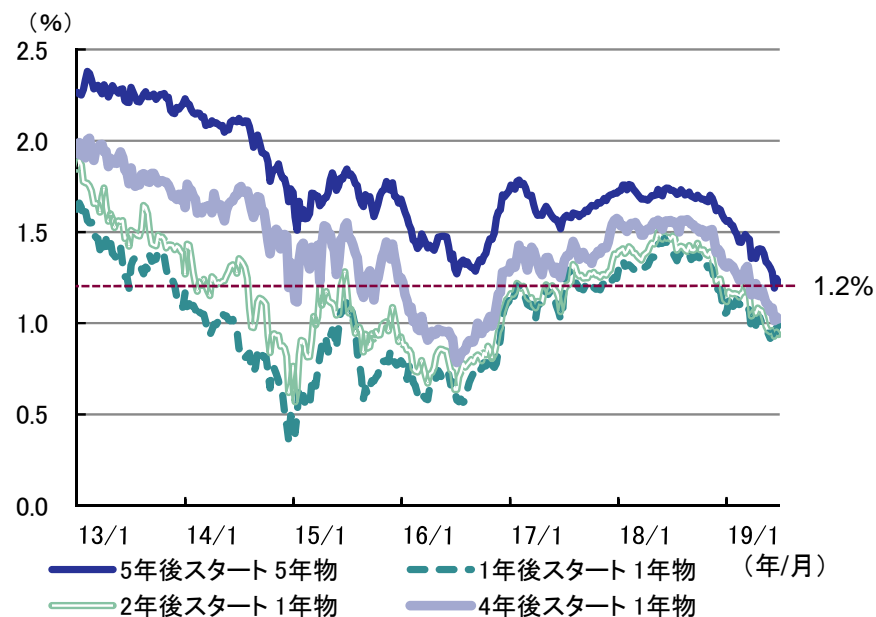
- 6月のユーロ圏インフレ率(速報値)は、前年比+1.2%と、前月と同値に
  - エネルギーや食料品など振れの大きな項目を除いたコア・インフレ率は、同+1.1%と前月(同+0.8%)から上昇
    - イースター休暇に伴う旅行関連料金上昇の影響が剥落し、これまでの1.0%近傍の水準に戻ったもの
- 市場参加者の期待インフレ率を示す、インフレスワップ・フォワードレート(5年先スタート5年物)は、低下傾向が継続
  - 原油価格の低下に加え、ECBによる政策金利の利下げ観測が折り込まれている可能性

### ユーロ圏の消費者物価の前年比推移



(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

### 市場ベースで見たユーロ圏の期待インフレ率



(注) インフレスワップ・フォワードレートを用いた推計値。「T年後スタートN年物」とは、T年後からN年間の平均インフレ率の市場参加者の予測値を示す

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 金融政策：ECBは追加利下げの可能性が高まる。ラガルド氏が次期総裁に

- 6月19日のECBフォーラムでの講演で、ドラギ総裁は追加緩和の可能性を示唆
  - G20や次回FOMC後に、為替レートの動きをにらみながら追加緩和に踏み切る可能性が高まる。選択肢としては、影響緩和措置付きの利下げが有力か。今のところユーロ相場の急上昇等、大きな変動は見られず
- 6月30日～7月2日のEU首脳会合で、EU首脳はECBの次期総裁にクリスティーヌ・ラガルドIMF専務理事(仏)を指名
  - ラガルド氏の就任がECBの金融政策の方向性に大きな影響を与えることはない見込み

### ドラギ総裁発言のポイント(6/19)

追加緩和の見通しについて	(物価情勢に)改善が見られず、インフレ目標への持続的な回帰が脅かされるならば、追加緩和策が必要となる。
対応策について	政策理事会は、物価安定へのリスクに対して取り得る手段を今後数週間に検討する。
	副作用の軽減策を伴う利下げは政策手段の一部であり、資産購入も選択肢である。
経済構造について	ユーロ圏は相対的な規模感という意味では開放経済で、財サービス輸出のGDP比は米国が27%であるのに対して51%を占める。この意味するところは、為替レートのインフレと金融条件に与える影響が相対的に大きくなるということだ。

(出所) ECBより、みずほ総合研究所作成

### ECBの正副総裁と理事

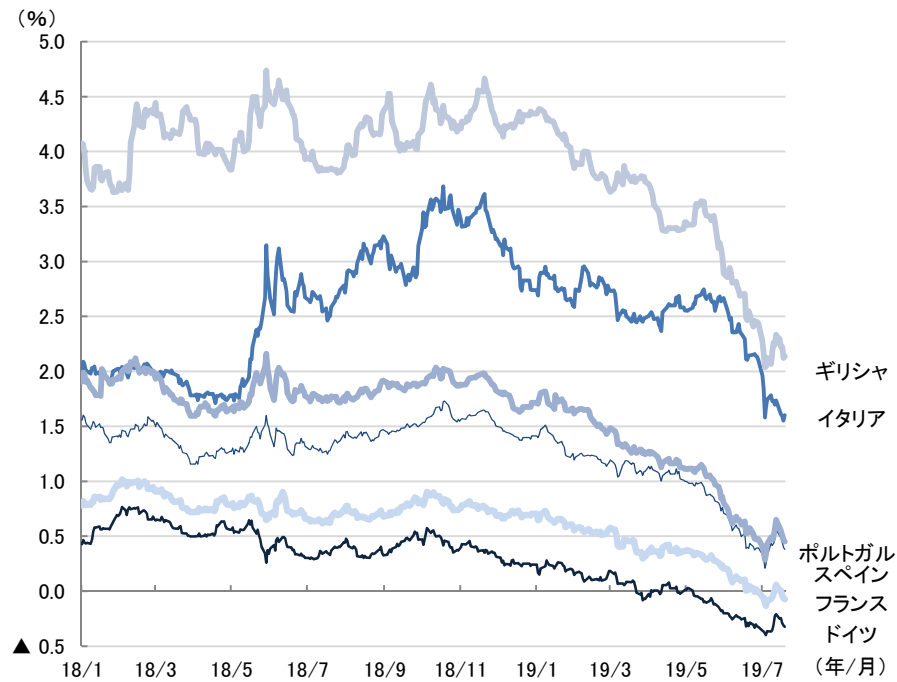
役職	氏名	国籍	任期	その他
総裁	クリスティーヌ・ラガルド	フランス	2019年11月1日より(予定)	ECB総裁としての手腕は未知数だが、IMF専務理事として危機対応手腕に高い評判。
副総裁	ルイス・デ・ギンドス	スペイン	2026年5月31日まで	元スペイン財務相(国民党)。
理事	ブノワ・クーレ	フランス	2019年12月31日まで	次期副総裁はフランス出身者以外になる見込み。
理事	フィリップ・レーン	アイルランド	2027年5月31日まで	チーフ・エコノミスト。総裁が政治家のため、経済情勢に関する意見が重視される可能性も。
理事	サビーヌ・ラウテンシュレーガー	ドイツ	2022年1月26日まで	ドイツ出身理事として、バイトマン独連銀総裁と共に緩和に慎重なスタンス維持。
理事	イブ・メルシュ	ルクセンブルク	2020年12月14日まで	ECBの単一監督メカニズム(SSM)、監督理事会の次期副総裁に。

(出所) ECBより、みずほ総合研究所作成

## 追加緩和措置の実施観測により、独長期金利は過去最低を更新

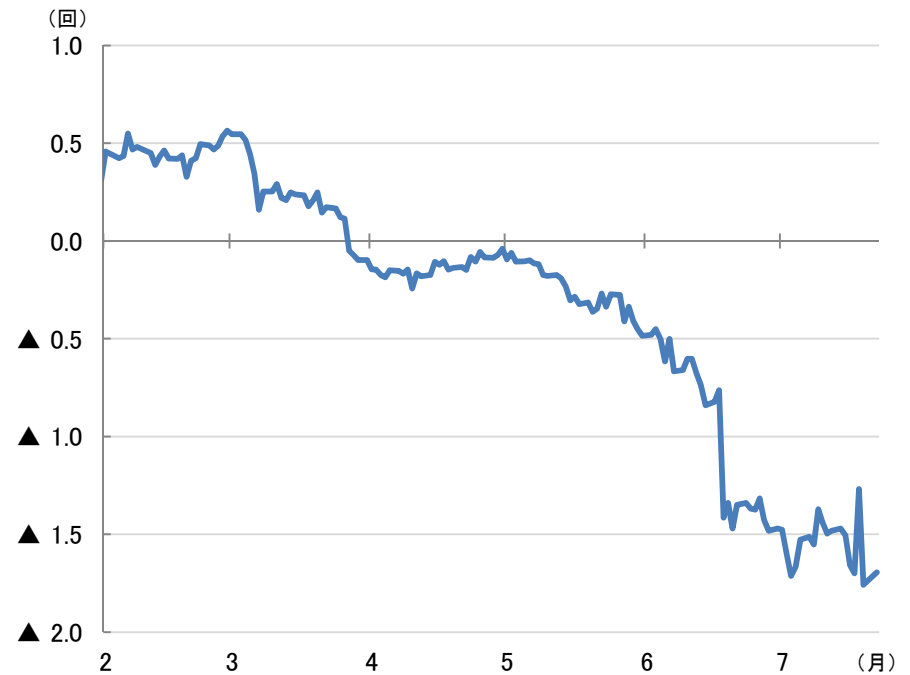
- 独10年国債利回りは、預金ファシリティ金利である▲0.4%を一時下回る
  - 利回り追求の動きから、ギリシャの10年国債利回りも過去最低を記録
  - 欧州委員会がイタリアの過剰財政赤字に対する是正勧告を見送り、同国長期金利は2016年以来の低水準に
- 市場はハト派材料を十分に織り込んでおり、独10年国債利回りは▲0.2～▲0.4%での推移を予想
  - マーケットは年内約1.5回の利下げを織り込む状況

### ユーロ圏10年国債利回り



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 市場参加者のユーロ圏政策金利見通し



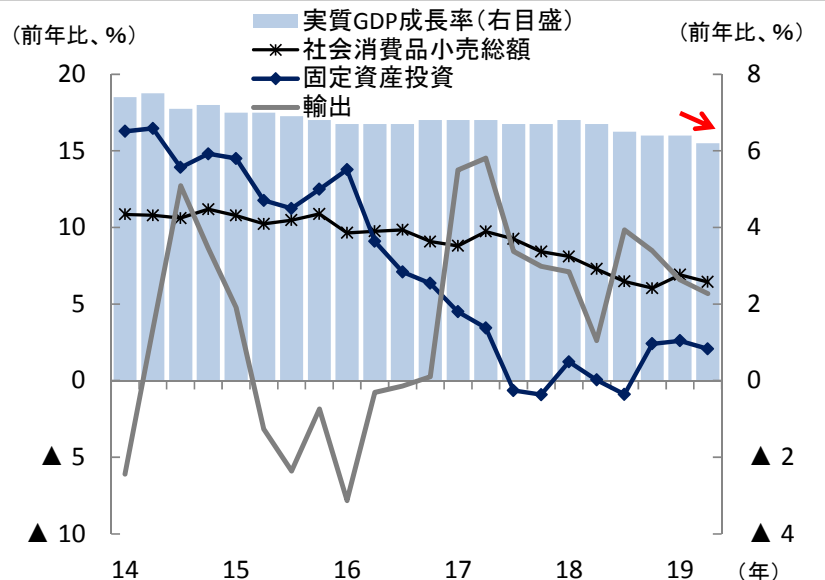
(注) OISからみた預金ファシリティ金利の年内引き下げ回数(1回あたり10bp想定)

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## 4. 中国経済・新興国金融市場の動向～中国経済は減速が続く

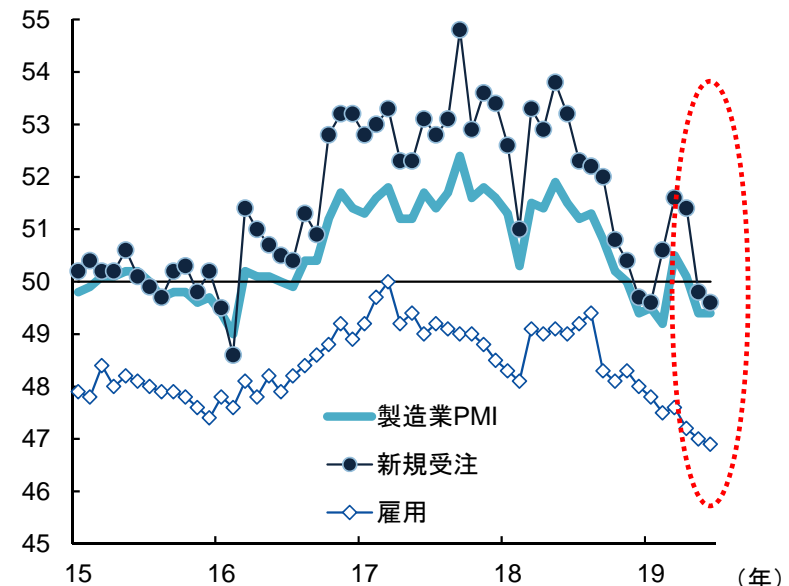
- 4～6月期の実質GDP成長率は前年比+6.2%（1～3月期：同+6.4%）と低下。景気減速が続く
  - 企業収益の悪化や所得鈍化を背景に固定資産投資及び小売の実質伸び率が低下したほか、輸出の伸びが鈍化したため外需寄与度のプラス幅が縮小し、成長率を押し下げ
  - 6月の製造業PMIは2カ月連続で50（景気持合い）を下回る。生産や新規受注指数が低下したほか、雇用指数はリーマンショック後以来の低水準に
- 景気対策効果の発現にはやや時間を要し、2019年末にかけて景気底入れに向かう見通し。米中協議再開で米国による更なる制裁措置は一旦回避されるも、合意への道筋は不透明。今後も投資抑制などの景気下振れリスクは残存

中国実質GDP成長率と主要指標



(注) 社会消費品小売総額は小売物価指数、固定資産投資は固定資産投資価格指数、輸出は輸出価格指数で実質化(みずほ総合研究所推計値)  
 (出所) 中国国家统计局より、みずほ総合研究所作成

製造業PMI

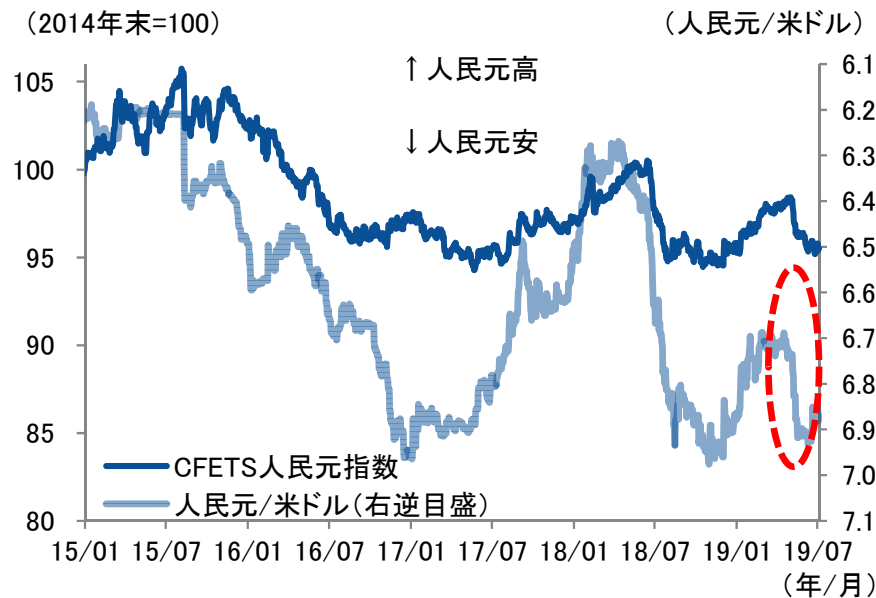


(注) PMI(購買担当者景気指数): 新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウエイトを掛けて算出する指数。50が判断の節目  
 (出所) 中国国家统计局、中国海関総署より、みずほ総合研究所作成

## 米中会談後、人民元は元高基調で推移。市場金利は約10年ぶりの低水準を記録

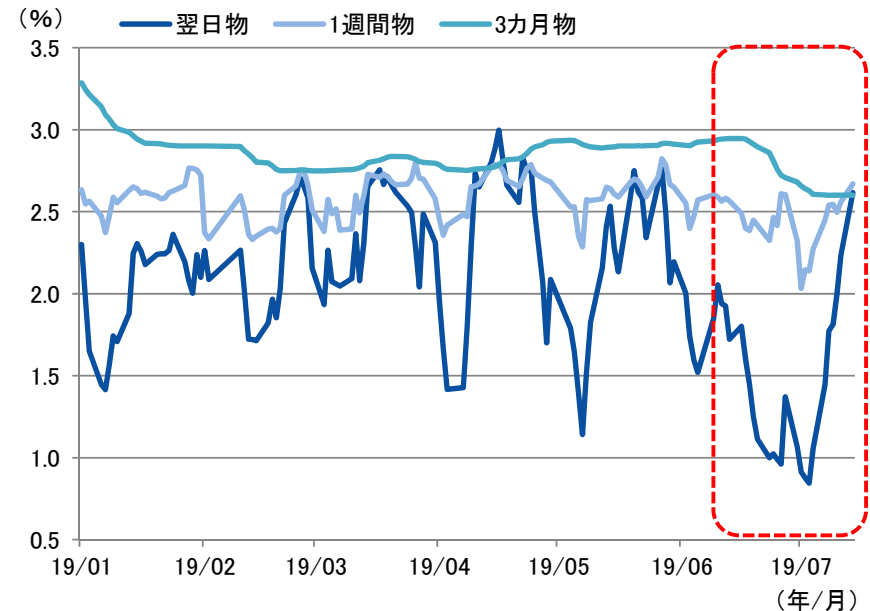
- 米中会談(6/29)後、人民元は元高基調で推移。終値ベースで約2カ月ぶりに1ドル=6.84元台を記録
  - 今後は、米利下げ観測の強まりや米中通商交渉の進展期待等から、当面は元高方向で推移する見通し
- 包商銀事件後、人民銀は公開市場操作や常設貸出ファシリティ(SLF)等を通じ中小銀向けを中心に資金供給を強化
  - 人民銀の安定した資金供給が奏功し、市場金利は低下。shibor(翌日物)は約10年ぶりに0.8%台を記録
  - 金融当局は、安定した流動性を確保するため、MLF(中期貸出制度)等のツールで資金供給を行う見通し。李克強首相は7/2の講演において、中小企業支援策として、的を絞った預金準備率引き下げ等を行う方針を示唆

### 人民元相場



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 上海銀行間取引金利(shibor)

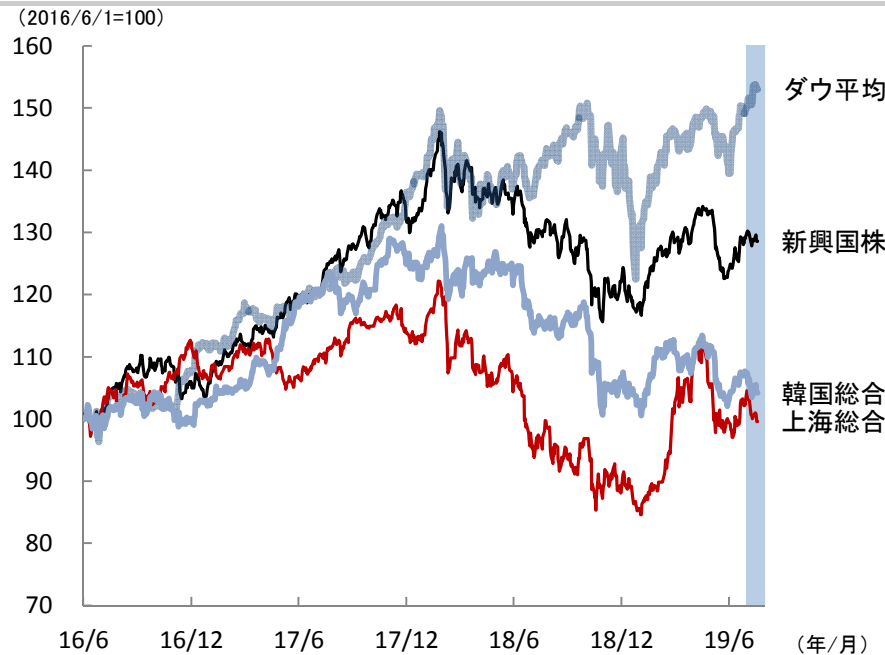


(出所) CFETS、CEIC dataより、みずほ総合研究所作成

# 新興国金融市場～米利下げを織り込んだ新興国株高が一服

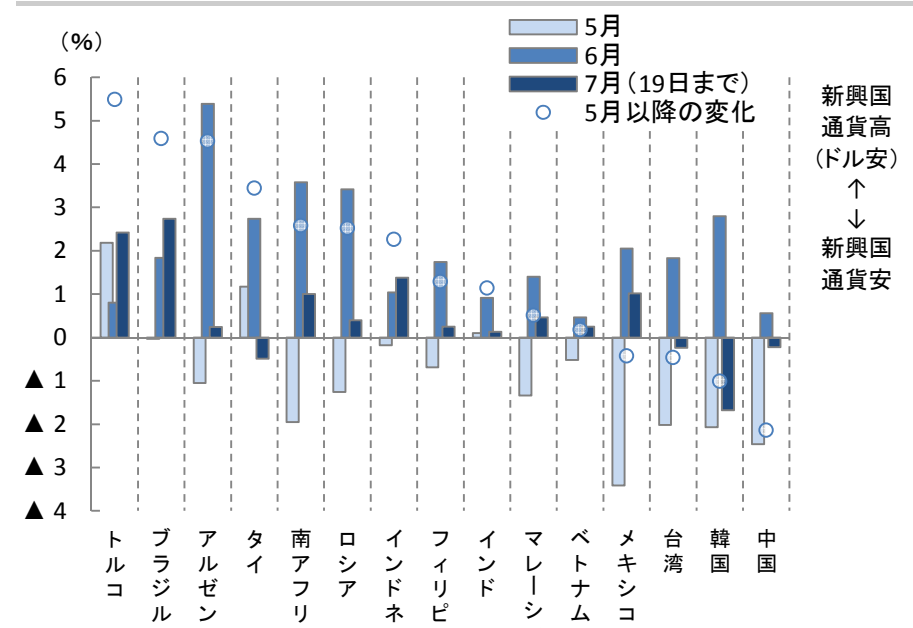
- 新興国株は、6月にみられた持ち直しの動きが一服。なかでも中国株、韓国株は弱含む
  - 中国株は景気減速が下押し圧力に。韓国株は強まる景気の停滞感に加え、日本による輸出規制の影響も
  - 米中貿易摩擦は、首脳会談(6/29)で交渉再開が合意されたものの、先行きはいぜんとして不透明
- 新興国通貨は米利下げ観測がドル安圧力となり総じて持ち直すも、中国元・韓国ウォンには株価と同様に下押し圧力
  - 景気が弱含む韓国、インドネシア、南アフリカが相次いで利下げ。通貨安が進行する要因となり得る
- 世界経済の減速懸念は払しょくされておらず、新興国市場は年後半に再び弱含む可能性があり留意が必要

## 新興国株および米中韓株



(注) 新興国株はMSCIエマージング  
(出所) Refinitiv、MSCIより、みずほ総合研究所作成

## 新興国通貨の対ドル騰落率

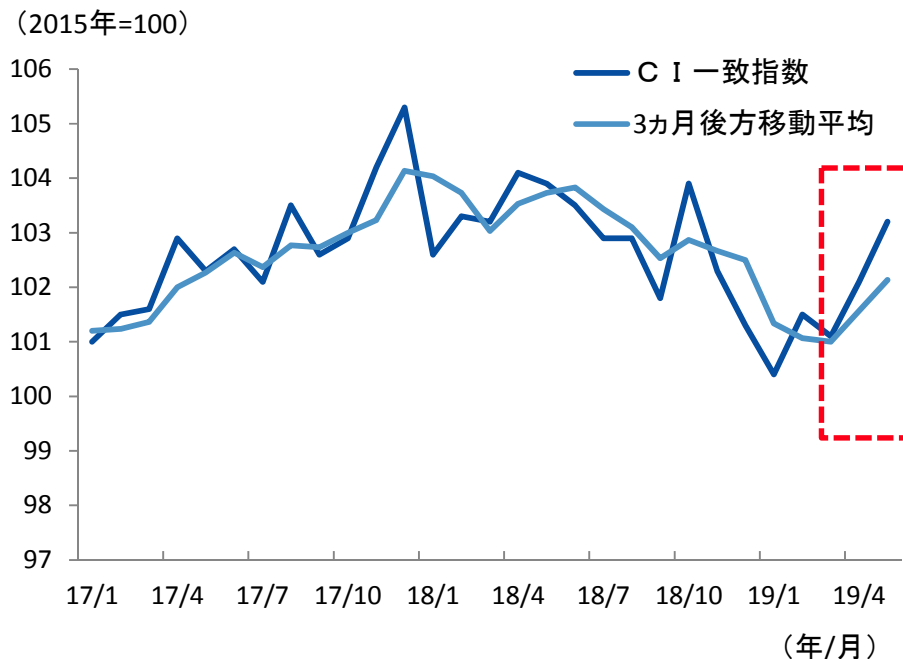


(注) プラスは新興国通貨の対ドル増価率、マイナスは新興国通貨の対ドル減価率を表す  
(出所) Refinitivより、みずほ総合研究所作成

## 5. (1) 日本経済の動向～ 基調判断は上方修正。ただし当面は力強さを欠く見通し

- 5月の景気動向指数は2カ月連続で上昇、景気の基調判断は「悪化」から「下げ止まり」に上方修正
  - 生産・出荷の改善が寄与。ただし、5月の生産の伸びは一時的である可能性が高く、日本経済は当面力強さを欠く状況が続く見通し

### 景気動向指数(一致CI)



(注) 景気動向指数: 生産、雇用など景気動向に反応する指標の動きを統合し、景気の現状把握及び将来予測に資するために作成された指標。一致指数は景気の動きに一致して動く指標で算出

(出所) 内閣府「景気動向指数」より、みずほ総合研究所作成

### 基調判断

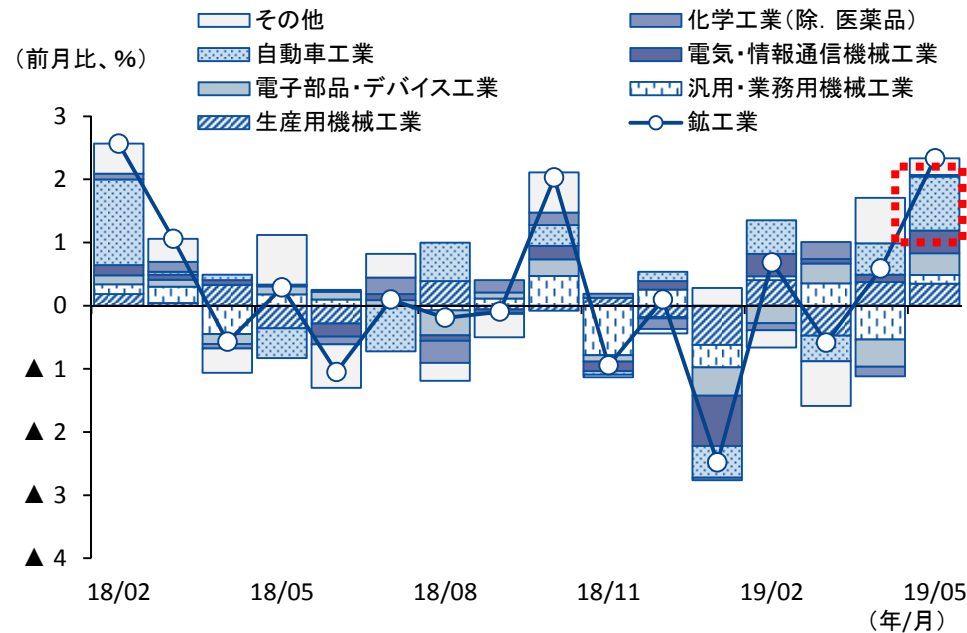
基調判断		定義
①改善		景気拡張の可能性が高いことを示す。
②足踏み		景気拡張の動きが足踏み状態になっている可能性が高いことを示す。
③局面変化	上方への局面変化	事後的に判定される景気の谷が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す。
	下方への局面変化	事後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す。
④悪化		景気後退の可能性が高いことを示す。
⑤下げ止まり ※5月時点		景気後退の動きが下げ止まっている可能性が高いことを示す。

(出所) 内閣府「景気動向指数」より、みずほ総合研究所作成

# 生産の伸びは新車効果による一時的要因が寄与。今後は当面横ばい圏で推移

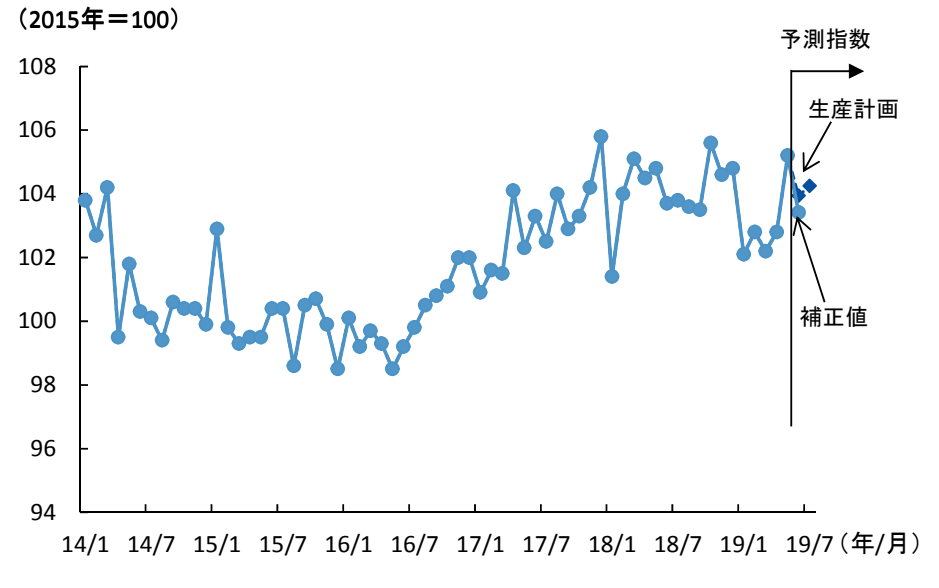
- 5月の生産増は自動車の寄与が大きいが一過性との見方。今後の生産は当面横ばい圏での推移に留まる見通し
  - 自動車生産増はモデルチェンジに伴う一時的な増加が要因。5月連休期間中の一部工場稼働も影響
  - 6月補正值(前月比▲1.7%)、7月計画値(同+0.3%)となっており、生産は当面横ばい圏で推移

## 鉱工業生産指数(業種別寄与度)



(注) 季節調整値  
 (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

## 鉱工業生産指数(生産計画・補正值)



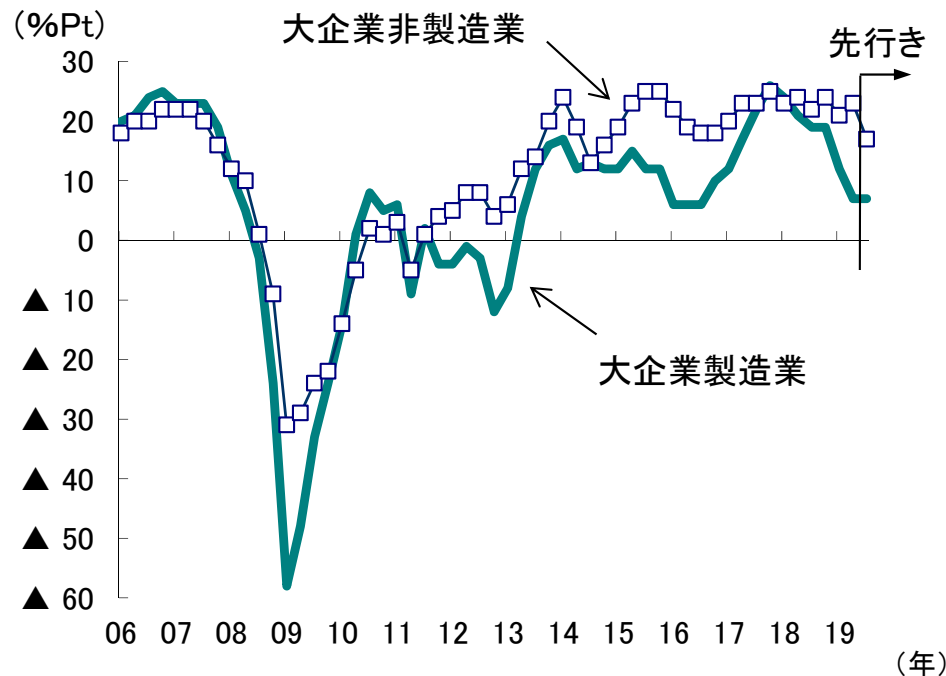
(注) 季節調整値  
 (出所) 経済産業省「鉱工業生産指数」より、みずほ総合研究所作成



## 業況判断は製造業が悪化。利益計画は悪くないが、円高による下振れリスク

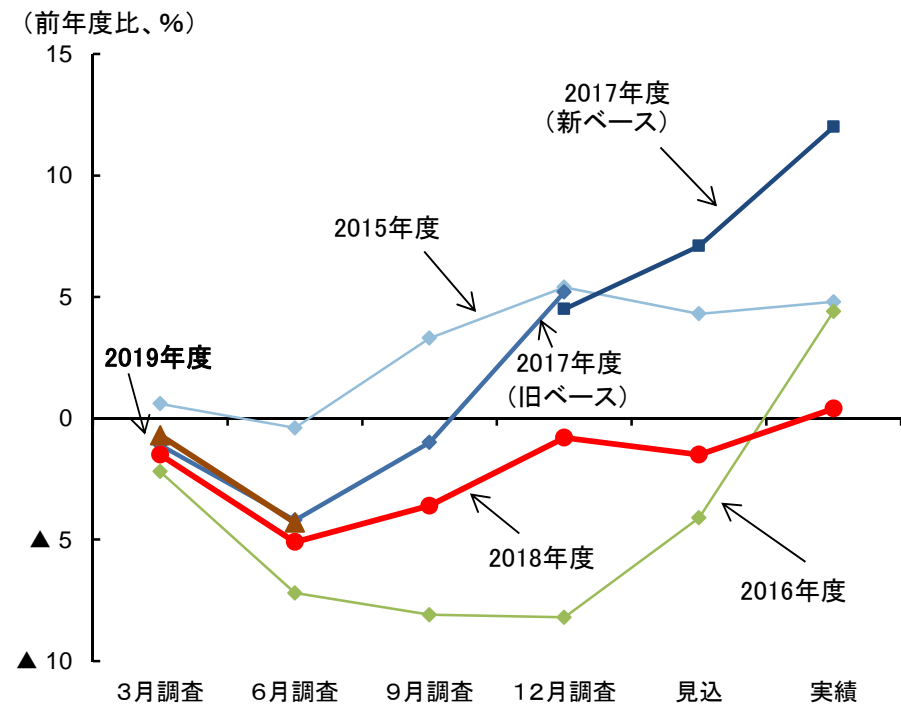
- 日銀短観(6月調査、7/1)における大企業の業況判断DIは、製造業が+7%(3月調査+12%)と大幅悪化、非製造業は+23%Ptと小幅改善
  - 製造業は、中国をはじめとする海外経済の減速やIT需要の低迷を受け、機械関連業種や自動車が悪化
  - 非製造業は、大型連休による特需もあり小売業や宿泊・飲食サービス業が改善
- 2019年度の経常利益計画は、前年度比▲4.3%と下方修正も、例年対比で必ずしも悪い水準ではない
  - ただし、想定為替レート(1ドル=109.35円)は足元対比やや円安水準で、企業収益下振れのリスク

### 業況判断DI



(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

### 経常利益計画(全規模・全産業)

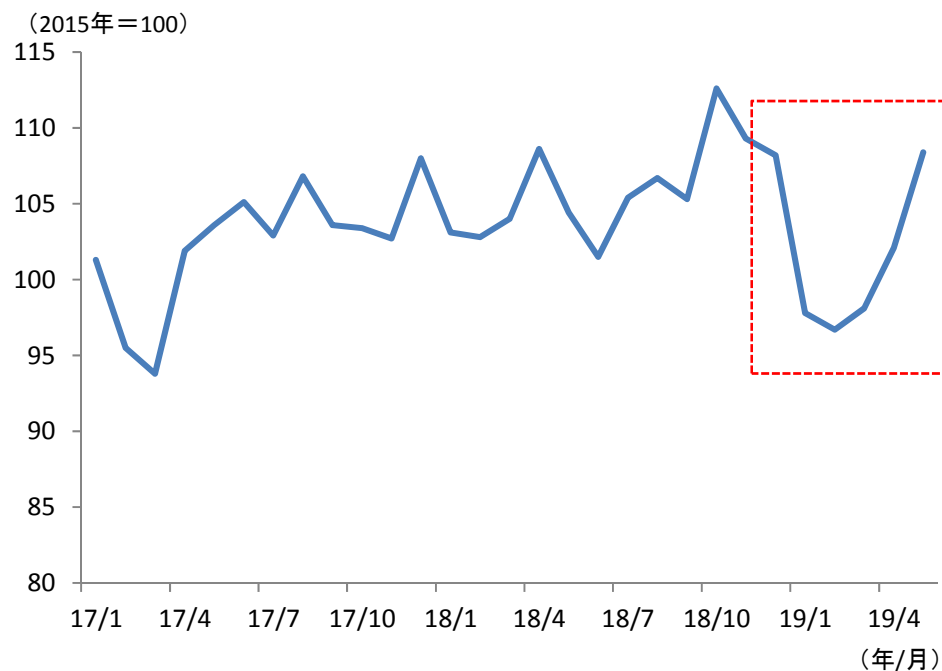


(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

## 設備投資は足元堅調だが、投資マインドは例年比強いとはいえない

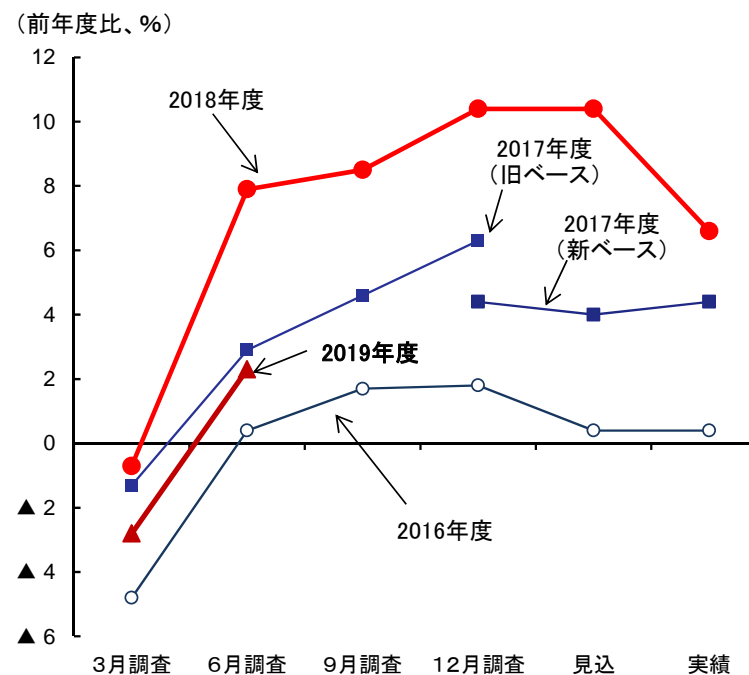
- 5月の資本財総供給は前年度比+6.1%と3カ月連続でプラス。足元の設備投資は底堅く推移
- 6月短観の設備投資計画は前年度比+2.3%と3月調査時点から上方修正。ただし、2018年度の6月実績の下方修正幅が大きいことに鑑みると、投資計画の上方修正幅は例年比強いとは言えず
  - 貿易摩擦を巡る不確実性の高まりやIT関連需要の低迷が背景との見方

### 資本財総供給(除、輸送機械)



(出所)経済産業省「鉱工業総供給表」より、みずほ総合研究所作成

### 設備投資計画(全規模・全産業)

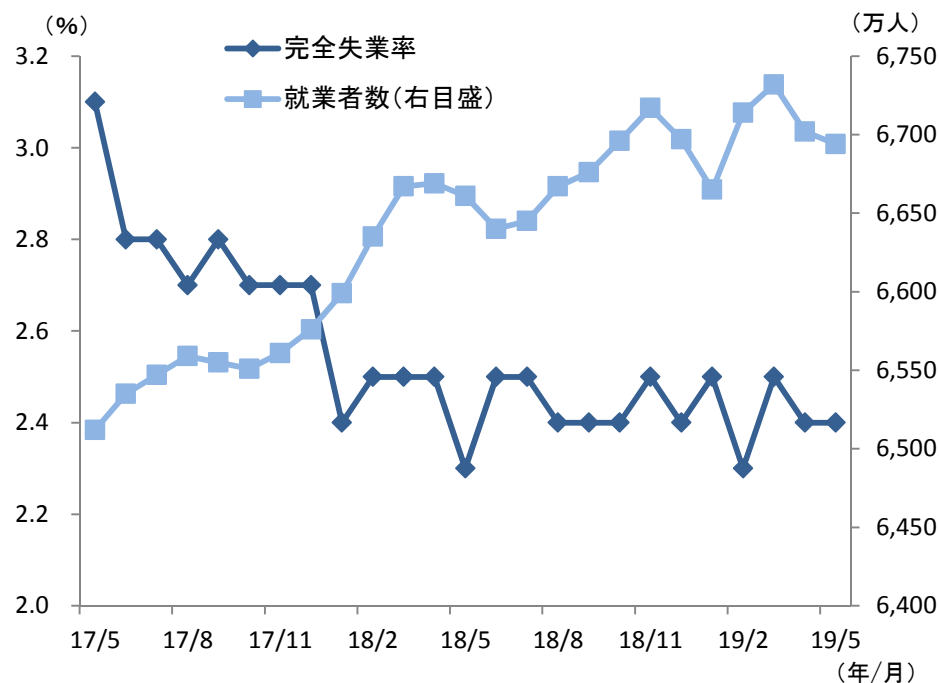


(注)土地を含み、ソフトウェア及び研究開発投資を除く  
(出所)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

## 就業者数は足元伸びが一服も、雇用環境は良好。個人消費は足元底堅く推移

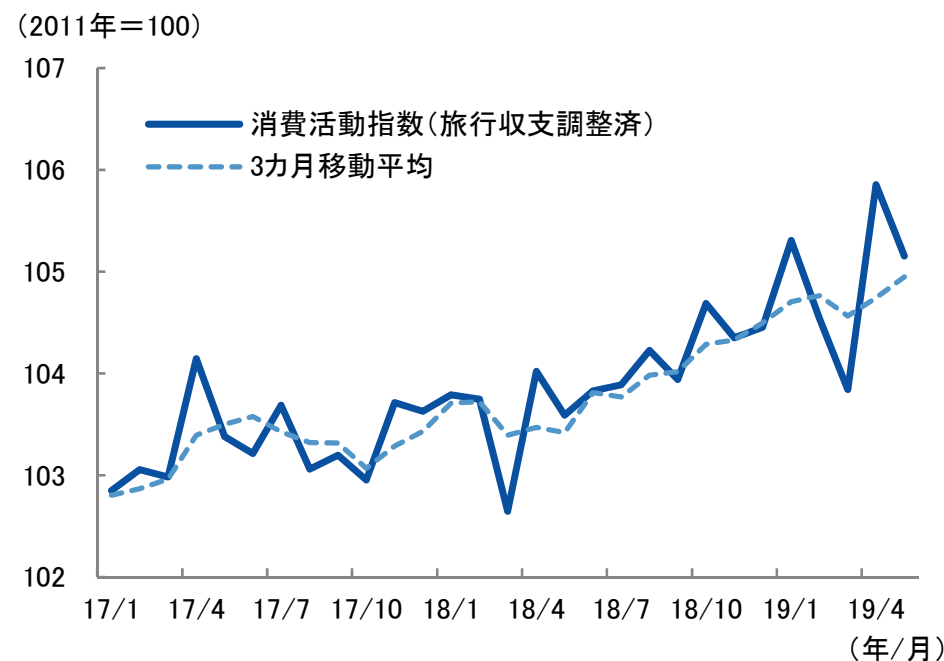
- 5月の失業率は2.4%と前月から横ばい。就業者数は前月差▲8万人となり、伸びが一服
  - 5月の新規求人数は前月比+4.2%と2カ月連続で増加しており、雇用環境は良好
- 5月の消費活動指数(旅行収支調整済)は、前月比▲0.7%とマイナス。ただ均してみれば底堅く推移

### 失業率と就業者数



(出所)総務省「労働力調査」より、みずほ総合研究所作成

### 消費活動指数

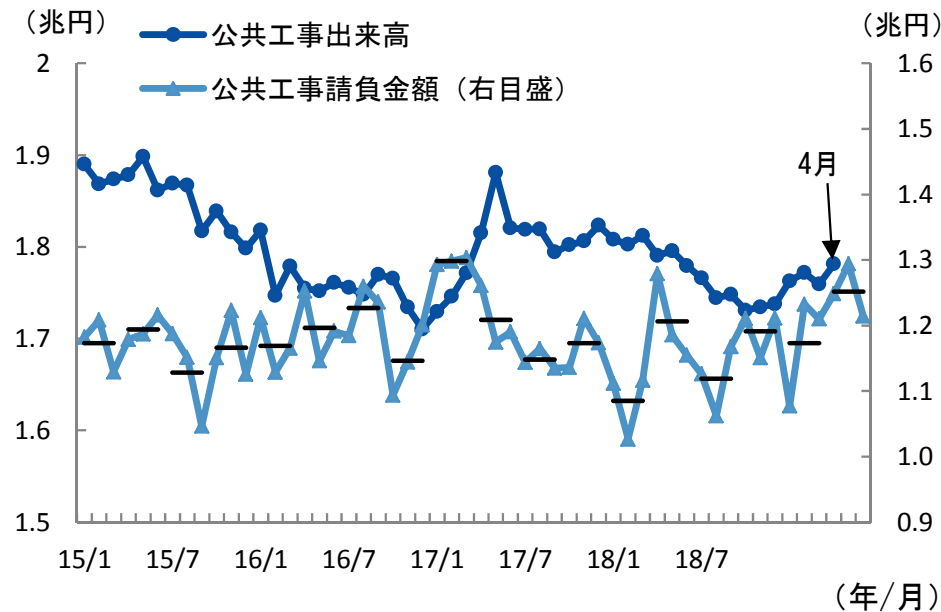


(出所)日本銀行「消費活動指数」より、みずほ総合研究所作成

## 物価は足元伸び縮小、今後も緩やかに鈍化する見通し

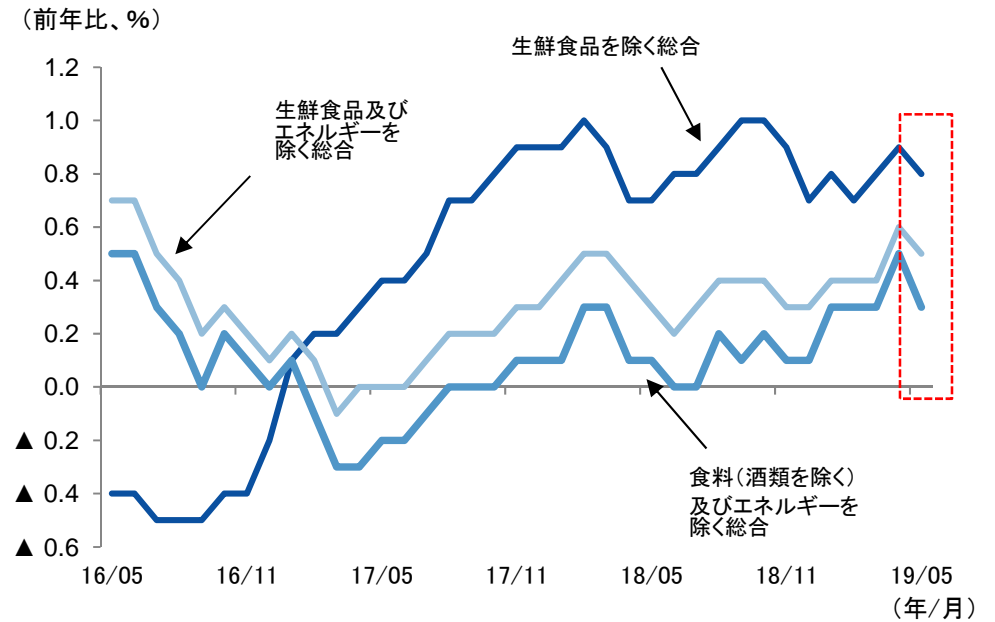
- 4月の公共工事出来高は前月比+1.3%と2カ月ぶりに増加。2018年度第一次補正予算が進捗
  - 6月の公共工事請負金額は前月比▲6.2%も、4~6月期は前期比+6.7%と増加。公的需要は当面増加の見通し
- 5月の全国コアCPI(生鮮食品を除く)は前年比+0.8%(4月同+0.9%)と伸び縮小
  - エネルギーが鈍化したほか、携帯電話機が押し下げ。当面はエネルギー価格・通信料低下を受け伸び鈍化が続く

### 公共工事出来高と請負金額



(出所) 各種報道資料より、みずほ総合研究所作成

### 消費者物価指数



(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

## (2) 国内金融政策～7月決定会合は政策据え置きを見込む

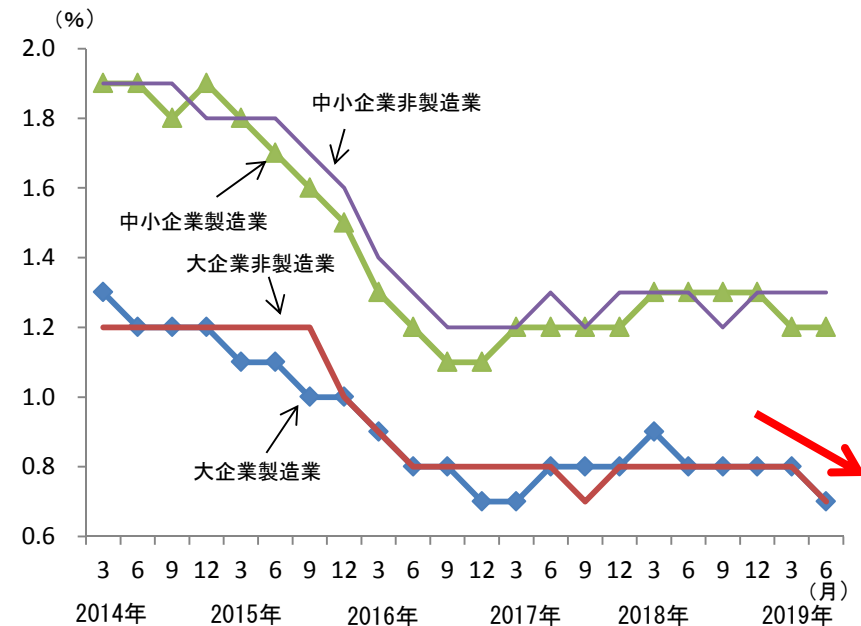
- 7月決定会合(7/29・30)では政策維持を予想。6月会合では早期の追加緩和を求める意見は見られず
  - 6月会合では金融機関に対するマイナス金利の資金供給が議論されるも、効果を疑問視する見方
- 日銀は世界経済の不透明感が企業・家計のマインドに与える影響を注視。展望レポートで先行きの景気判断を引き下げる場合、フォワードガイダンスを修正(時間軸の長期化)する可能性
  - 6月短観における企業の物価見通しは統計開始以来の最低水準に低下

### 主な意見(6月金融政策決定会合)

- ・2%に向けたモメンタムは維持されていることから、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが必要
- ・企業・家計のマインド悪化が物価上昇のモメンタムに与える影響をしっかりと点検する必要。モメンタムが失われるような状況が懸念される場合には、必要な政策を適切に実施していくことも考えなければならない
- ・米欧で緩和期待が高まりなど外部環境が変化する中、金融緩和を強化する必要。幅広い追加緩和オプションの実現可能性や効果と副作用について、さらに検討を深めておく必要
- ・中央銀行が金融機関に対しマイナス金利の資金供給を行うことは、経済・金融情勢次第では、銀行貸出の増加にはつながらない恐れや金利押し下げ圧力をもたらす懸念

(出所)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

### 日銀短観(企業の物価見通し)



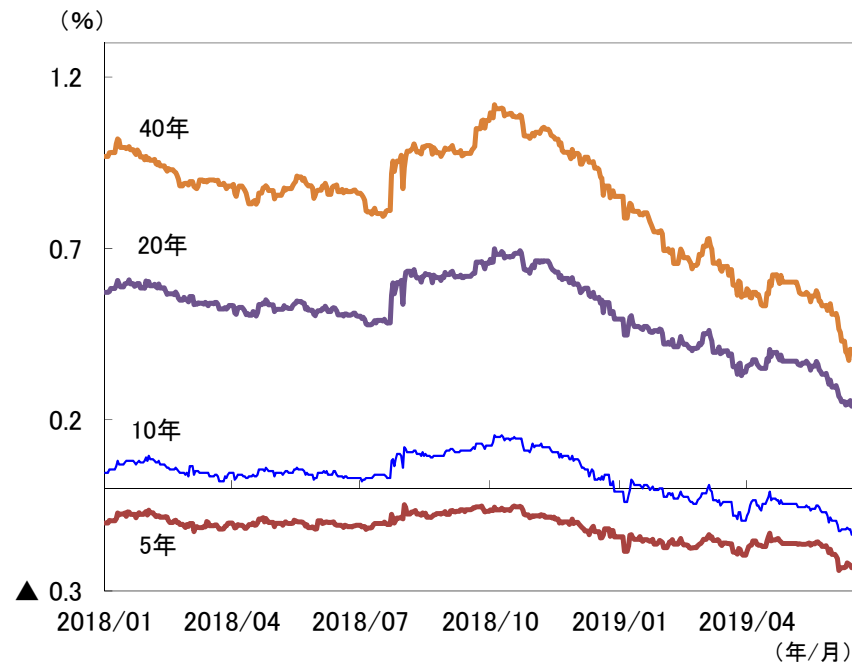
(注)5年後の物価見通し

(出所)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

### (3) 国内長期金利～10年国債利回りはマイナス圏で推移

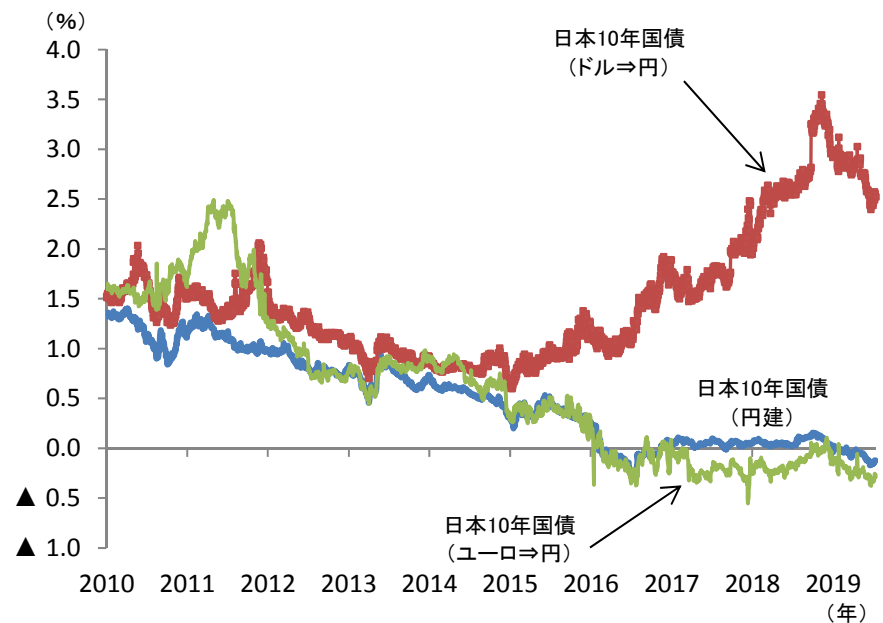
- 日本の10年国債利回りは海外金利の低下を受け▲0.1%台半ばでの推移。生保等を中心とした買入れによる超長期債利回りの低下は足元一服
- 欧米金利が低下する中、海外投資家による日本国債投資が高水準で推移。日銀がマイナス金利深掘りを行う可能性は低く、更なる金利低下余地は限定的と予想するも、海外金利低下局面で10年国債利回りが一時的に▲0.2%台に低下する可能性も

#### 国債利回りの推移



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

#### 海外投資家から見た日本国債利回り

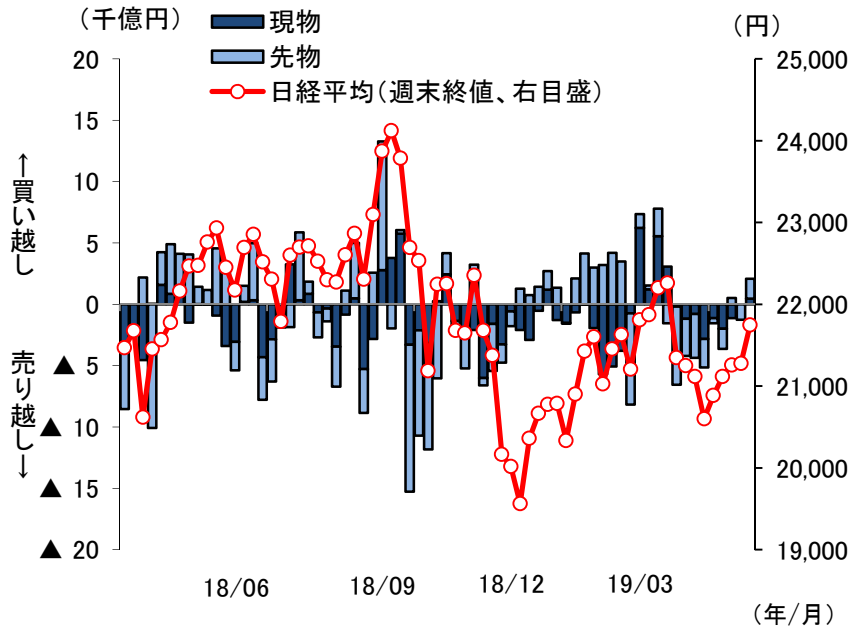


(注) 為替ヘッジコストは3ヵ月物フォワードレート等を用いて計算した想定値(年率換算)  
 (出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

## (4) 国内株式市場～先行き不透明感が重石となり上値は限定的

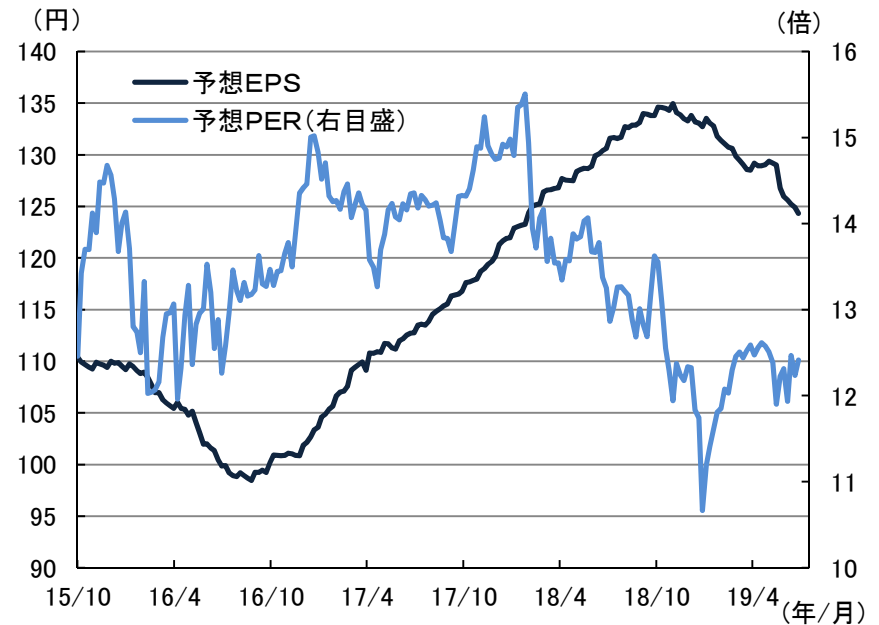
- 海外株高を背景に、足元では海外投資家が9週間ぶりに買い越し(現物・先物合計)
- 予想EPSは減少基調が継続。予想PERは13倍を下回る
- バリュエーション面では割安だが、米金融政策などを背景に先行き不透明感が強く、海外勢の本格的な買い戻しは見込みづらい。当面の上値は限定的となる見込み

### 海外投資家の売買動向と日経平均株価



(出所) 東京証券取引所、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 予想EPSと予想PER

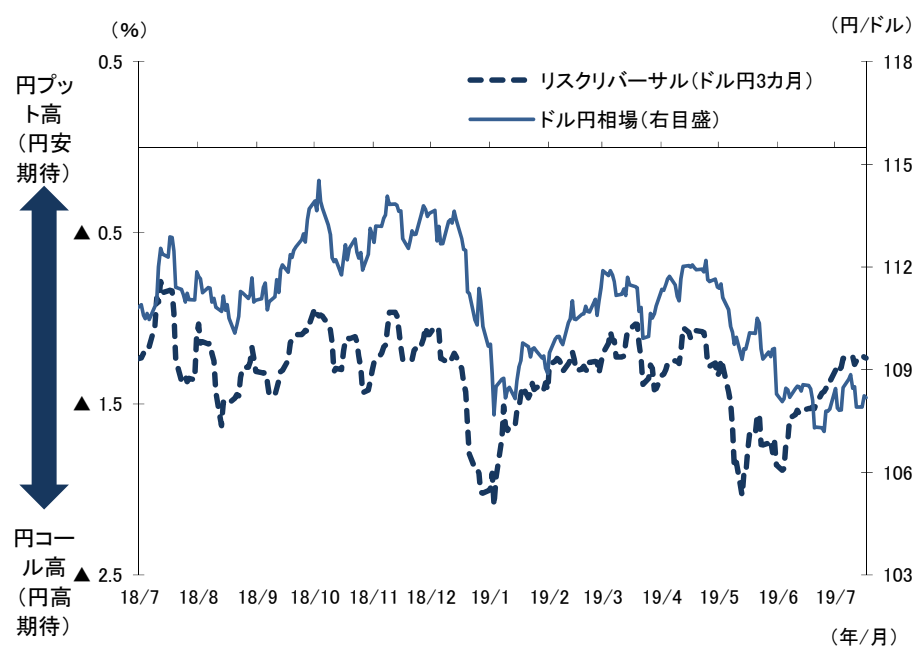


(注) 予想EPSと予想PERは12カ月先  
(出所) Datastreamより、みずほ総合研究所作成

## 6. 為替相場～米中協議再開を受け円高進行への警戒は足元で和らぐ

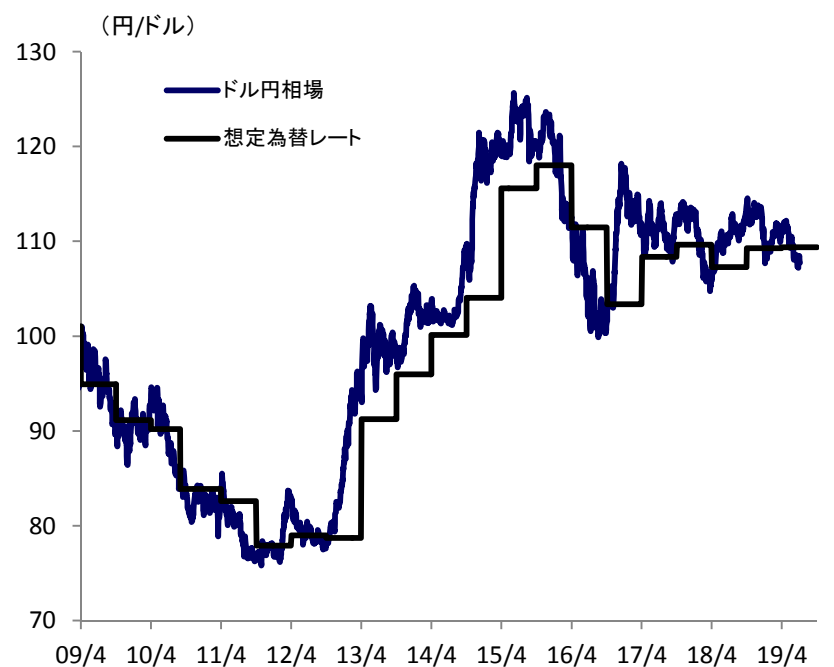
- ドル円相場は一時1ドル＝108円台へと円安が進む。米中協議の再開を受け円高進行への警戒がやや和らぐ状況。米利下げが予防的対応に留まれば、ドル円相場はレンジでの推移が続くと予想
  - ― 日銀短観(6月調査)における大企業・製造業の2019年度上期の想定為替レートは1ドル＝109円36銭と前回調査から円安方向に修正

### リスクリバーサル



(注)リスクリバーサル: オプション市場参加者の為替相場見通しを分析する手法  
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 企業の想定為替レート



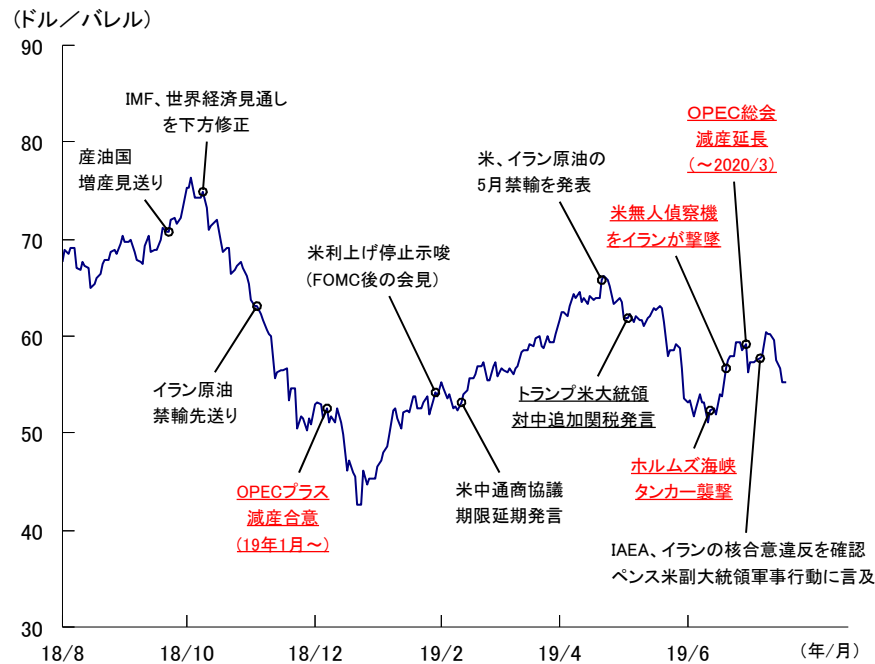
(注) 想定為替レートは日銀短観の製造業、大企業ベース。上期は6月調査、下期は12月調査の想定レートを参照  
(資料) 日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成



## 7. 原油市場の動向～中東の緊迫化で一時反発するも、年後半は上値の重い展開

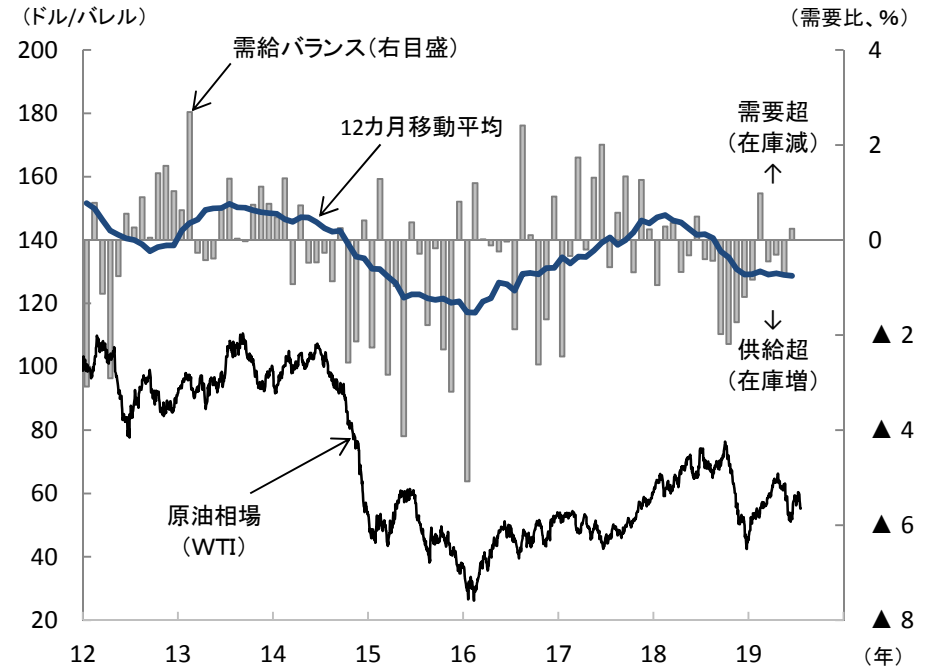
- 緊迫する中東情勢を受け、WTI原油は一時60ドルに反発。イランの核合意違反となる高濃度のウラン濃縮が背景に
  - その後、英国がジブラルタル沖でイランのタンカーを拿捕。一方、ホルムズ海峡ではイランが英国タンカーを拿捕
  - 米国はペンス副大統領が軍事行動に言及したほか、サウジアラビアへの駐留再開を決めるなど中東情勢は緊迫
- しかし、原油相場の反発は足元で一服しており、年後半の原油相場も上値を抑えられた展開を予想
  - OPECプラスの減産延長は原油相場の押し上げ要因だが、世界経済が減速に向かう中では原油需給の均衡にはなおも時間を要するとみられる

### 原油相場の推移



(出所) Refinitivより、みずほ総合研究所作成

### 原油相場と需給バランス



(出所) EIA、Refinitivより、みずほ総合研究所作成

## 8. 予測値一覧

		○メインシナリオ					○サブシナリオ1				○サブシナリオ2			
		2019/ 4-6	7-9	10-12	2020/ 1-3	4-6	2019/ 7-9	10-12	2020/ 1-3	4-6	2019/ 7-9	10-12	2020/ 1-3	4-6
米 国	F F レ ー ト (期末値、%)	2.25~ 2.50	2.00 ~2.25	1.75 ~2.00	1.75 ~2.00	1.75 ~2.00	2.00~ 2.25	2.00~ 2.25	2.25~ 2.50	2.50~ 2.75	1.75~ 2.00	1.50~ 1.75	1.50~ 1.75	1.50~ 1.75
	10年国債利回り (%)	2.30	2.10	2.20	2.30	2.30	2.20	2.40	2.70	3.00	1.90	1.70	1.50	1.50
	ダウ平均株価 (ドル)	26,100	27,000	27,000	27,000	27,000	28,000	30,500	32,500	32,500	23,000	21,000	20,000	20,000
日 本	ユ-ロ円TIBOR (3か月、%)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.07	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年国債利回り (%)	-0.08	-0.15	-0.15	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
	日経平均株価 (円)	21,400	21,500	21,500	22,000	22,000	23,000	25,500	27,000	27,000	19,500	17,500	15,000	15,000
欧 州	E C Bレポレート (期末値、%)	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20
	10年国債利回り (ドイツ国債、%)	-0.11	-0.30	-0.25	-0.20	-0.20	-0.20	0.00	0.30	0.30	-0.30	-0.40	-0.50	-0.50
為 替	ドル円相場 (円/ドル)	110	108	108	107	107	110	113	115	115	105	100	95	95
	ユーロドル相場 (ドル/ユーロ)	1.12	1.14	1.15	1.15	1.15	1.12	1.12	1.12	1.12	1.14	1.17	1.20	1.20

■ サブシナリオ1(アップサイドシナリオ)

— 米景気の回復ペース加速による利上げ期待の高まりから長期金利、株価が上昇。為替相場はドル高・円安進行

■ サブシナリオ2(ダウンサイドシナリオ)

— 米保護主義政策に伴う関税引き上げ等で欧米も含め世界的に景気減速。長期金利が低下、株価は下落。為替相場はドル安・円高が進行

# 資料1-1

## 日本経済予測総括表(6月10日時点)

		2017	2018	2019	2020	2018				2019				2020				2021
		年度				1~3	4~6	7~9	10~12	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	0.6	0.5	▲0.1	0.6	▲0.6	0.5	0.6	▲0.1	0.5	▲0.5	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲0.4	2.3	▲2.6	1.8	2.2	▲0.3	2.2	▲2.1	0.9	1.1	0.6	0.6	0.0
内需	前期比、%	1.5	0.8	0.6	0.4	▲0.2	0.6	▲0.5	0.8	0.1	0.1	0.6	▲0.8	0.2	0.3	0.2	0.1	▲0.0
民需	前期比、%	1.8	1.1	0.4	0.2	▲0.2	0.9	▲0.5	0.9	0.1	0.0	0.6	▲1.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
個人消費	前期比、%	1.1	0.4	0.5	0.2	▲0.1	0.6	▲0.3	0.3	▲0.1	0.4	1.1	▲1.7	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2
住宅投資	前期比、%	▲0.7	▲4.3	▲3.9	▲5.0	▲2.3	▲2.0	0.8	1.4	0.6	▲0.8	▲2.5	▲3.6	▲3.0	▲1.0	0.2	0.6	0.8
設備投資	前期比、%	4.5	3.5	1.6	1.0	1.0	2.6	▲2.6	2.7	0.3	▲0.2	0.8	0.3	0.5	0.5	0.4	▲0.4	▲0.6
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	0.5	▲0.1	1.4	1.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.3	0.6	0.8	0.0	0.3	0.3	0.4	▲0.2
政府消費	前期比、%	0.4	0.9	0.9	1.1	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1
公共投資	前期比、%	0.5	▲3.9	3.1	1.4	▲1.1	▲0.7	▲2.0	▲1.5	1.2	0.6	1.7	2.9	▲0.6	▲0.3	0.7	0.8	▲1.6
外需	前期比寄与度、%Pt	(0.4)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)
輸出	前期比、%	6.4	1.3	0.8	1.4	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4	1.7	1.0	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4
輸入	前期比、%	4.1	2.0	0.8	1.1	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6	2.6	1.3	▲1.1	0.2	0.4	0.6	0.3	0.2
名目GDP	前期比、%	2.0	0.5	1.0	1.2	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8	▲0.2	0.6	▲0.3	0.9	0.3	0.3	▲0.0	0.6
GDPデフレーター	前年比、%	0.1	▲0.1	0.4	0.7	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.8	0.9	1.0	0.6	0.4
内需デフレーター	前年比、%	0.6	0.4	0.4	0.7	0.9	0.5	0.6	0.5	0.2	0.3	0.1	0.3	0.8	0.9	0.9	0.5	0.5

(注)網掛けは予測値

(出所)内閣府より、みずほ総合研究所作成

## 資料1-2

### 米国経済予測総括表(6月10日時点)

		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	2.8	1.7	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	2.8	1.9	2.0	1.2	1.5	1.5	2.0
個人消費	前期比年率、%	2.6	2.3	2.0	0.5	3.8	3.5	2.5	1.3	2.3	2.4	2.4	1.7	1.7	1.7	1.7
住宅投資	前期比年率、%	▲ 0.3	▲ 2.2	1.8	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 4.7	▲ 3.5	▲ 1.0	1.0	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
設備投資	前期比年率、%	6.9	4.3	3.7	11.5	8.7	2.5	5.4	2.3	5.5	5.0	3.6	4.0	3.1	2.7	2.8
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	0.0	0.1	0.3	▲ 1.2	2.3	0.1	0.6	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
政府支出	前期比年率、%	1.5	2.2	▲ 1.4	1.5	2.5	2.6	▲ 0.4	2.5	4.7	2.0	1.0	▲ 5.0	▲ 3.0	▲ 3.0	0.9
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	▲ 0.2	0.0	0.3	▲ 0.0	1.2	▲ 2.0	▲ 0.1	1.0	0.1	▲ 0.8	▲ 0.2	0.1	0.4	0.4	0.2
輸出	前期比年率、%	4.0	2.1	2.6	3.6	9.3	▲ 4.9	1.8	4.8	2.7	▲ 0.7	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0
輸入	前期比年率、%	4.5	1.9	1.9	3.0	▲ 0.6	9.3	2.0	▲ 2.5	1.4	4.4	4.3	1.7	▲ 0.1	▲ 0.2	0.8
失業率	%	3.9	3.7	3.8	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8	3.9
個人消費支出デフレーター	前年比、%	2.0	1.7	1.8	1.9	2.2	2.2	1.9	1.4	1.7	1.8	1.9	2.3	1.8	1.7	1.6
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.9	1.7	1.9	1.7	1.9	2.0	1.9	1.6	1.6	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

---

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。