

貿易摩擦が設備投資に与える影響 不確実性が設備投資の伸びを1%Pt程度押し下げ

みずほ総合研究所

調査本部 経済調査部

03-3591-1241

- 貿易摩擦は企業マインドを冷え込ませる懸念がある。テキスト分析の結果、貿易摩擦絡みで先行きの景況感についてネガティブに評価する企業の声が2018年に増加したことが確認された。
- 日本における通商政策の不確実性指数は、2017年から2018年にかけて、米国の通商政策に対する不安や米国と他国間の貿易摩擦を背景として大幅に上昇する傾向。
- 2018年以降の貿易を巡る不確実性ショックは設備投資の伸びを平均的に0.9%Pt（GDP換算で0.2%Pt）程度押し下げると試算。特に製造業で影響大。今後も不確実性が高まるリスクに留意。

2019年を見通す上で、消費増税が国内に起因する最大のリスクファクターであるとすれば、外的要因として最も懸念されるのが、言うまでもなく世界的な貿易摩擦の帰趨である。現時点では日本経済への影響は限定的なものに留まっているが、米中間の貿易摩擦が激しさを増した場合には、外需の鈍化という形で間接的ながら日本にも景気の下押し圧力として働く可能性が高い。さらには、仮に米国が自動車への追加関税を強行した場合、自動車の輸出低下に留まらず、関連産業への波及や、雇用を通じた消費への影響がでる公算が大きいだろう¹。

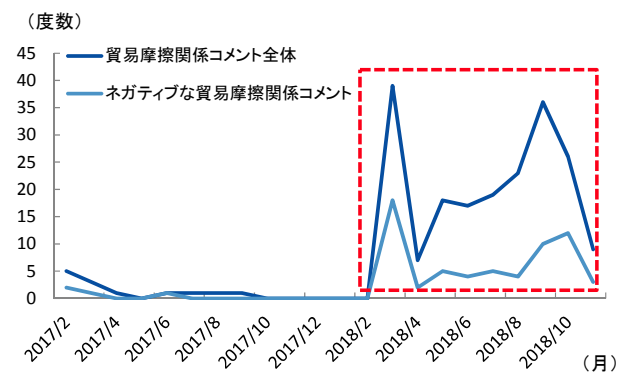
ただし、貿易摩擦の影響はこれだけにとどまらない。みずほ総合研究所（2018a）では、日本経済の当面のリスク要因として貿易摩擦の激化を挙げた上で、「不確実性の高まりが企業の投資マインドの下押し材料になる懸念」があると指摘している。本稿では、これまでの通商政策を巡る不確実性が企業行動にどのような影響を与えたか、定量的に分析する。

1. 貿易摩擦に対する企業の反応～先行きの景況感をネガティブに評価する声が増加

実際に企業は貿易摩擦等これまでの通商政策の動向についてどのように捉えているのだろうか。

テキスト分析の手法を用いて、内閣府「景気ウォッチャー調査」において、①「景気の先行きに対する判断理由」の中に「貿易」「米中」「通商」「保護主義」「関税」などの貿易摩擦関連の単語を含むコメント、②そのうち「景気の先行き判断」について「▲（やや悪）」または「×（悪）」としているコメントを時系列で集計したものが図表1である²。こ

図表1 景気の先行きをネガティブに判断しているコメント数（貿易摩擦関連の単語を含むもの）



(注) 2017年1月～2018年11月のコメント数を記載。

(資料) 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

れによると、2018年に入り、米国と他国間での貿易を巡る対立等の報道が多くなされたこと等を受け、先行きの景況感について不安視する企業が多くなってきたことがわかる（2018年1～11月の貿易摩擦関連の単語を含むコメントは計194、そのうち先行き判断についてネガティブな評価をしているコメント

図表 2 先行きの景況感をネガティブに判断しているコメント(通商政策関連、2017～2018年)

判断	業種・職種	判断の理由
▲	家電量販店(店長)	国内は、政治や貿易問題などの株価への影響が大きく、企業の第1四半期への影響が 不透明 であることから、消費者の購買心理も 不安定 となる。
▲	その他サービス業[映像制作](経営者)	米国の関税問題で、大手企業でも 不安が募っている様子 がみられ、広告などを 控える 傾向にある。
▲	その他専門店[宝石](経営者)	米国が仕掛けた貿易戦争による 弊害が、これから2～3か月の間に少しずつ出てくる 。特に米国に対する輸出について、自動車を中心としたメーカーが 打撃を受ける 。
▲	金属製品製造業(経営者)	米国による鉄鋼輸入関税で、鉄鋼関連の市場では 警戒感が強まる 。
▲	衣料品専門店(経営者)	米国の鋼鉄関税に関して、日本が対象国から除外されないと 悪くなる 。
▲	電気機械器具製造業(企画担当)	米国で関税引上げの話があり、決定されると影響を受ける。販売価格を維持しようとする利益が 圧迫され、価格対応すれば売上が落ちる恐れがあり、かじ取りが難しい 。
▲	乗用車販売店(経営者)	米国大統領が自動車の関税を25%にするとの発言の 先行きが気掛かり である。
▲	その他サービス業[ソフト開発](経営者)	米国の自動車関税が引き上げられれば、 当然悪くなる 。
▲	観光型旅館(管理担当)	米国との貿易問題が拡大する懸念もあり、 景気の上昇にブレーキが掛かる気がする 。
▲	通信会社(営業担当)	自動車関税25%への引上げなどの貿易摩擦が、 内需に影響を与えるとみられる 。
▲	乗用車販売店(経営者)	今年になってから上向いてきていた世界経済も、米国大統領による関税の引上げなどで貿易戦争につながり、世界経済もその影響で足踏みを始めている。この 問題が解決するまでは景気が低迷し、消費も伸びない 。
▲	金属製品製造業(経営者)	米国の輸入関税問題により、 特殊鋼のほか、裾野の広い自動車関連部品や、その材料に影響が出る 。
▲	衣料品専門店(経営者)	米国の保護主義による貿易戦争が始まれば 悪化する 。
▲	通信会社(営業担当)	世界各国の異常気象と米国の関税施策により、今後大きな打撃を受けるのではないかと。特に日本は米国に依存しているが、特別扱いをされていないため、 東南アジア政策に転換し輸出を検討しなくてはならない 。
▲	通信会社(営業担当)	企業の経費削減も加速するとみており、 投資を控えて米国の関税問題の様子うかがい をしている。
▲	鉄鋼業(総務担当)	米国と中国の貿易関税強化で 輸出品の受注見込みが減少傾向 になる。
▲	輸送用機械器具製造業(総務経理担当)	米中貿易戦争で米国向けと中国向けの輸出が減る。我が国からは車を輸出しており、 海外の消費マインドが下がると業績が悪くなる 。
▲	輸送業(エリア担当)	関税のために 従来ルートでの輸出入を控え、違った流れになり混乱する 。
▲	観光型旅館(管理担当)	米中間の輸入関税問題、米国による日本向けの関税の引上げ懸念などで、 先行きに不透明感がある 。
▲	衣料品専門店(経営者)	米国と中国の貿易戦争の影響が出るため 先行きは悪化する 。
▲	乗用車販売店(経営者)	地元の経済界の人たちと景気の先行きの議論をするが、政治、経済、外交(貿易を含む)に期待できない 透明性がないから不安と心配が先に来ってしまう というのが結論になってしまう。
▲	輸送業(役員)	米国の閉鎖的で保護主義的な経済政策、貿易政策が 徐々に我が国にも影響 してくる。
▲	乗用車販売店(経営者)	米中間の貿易戦争に端を発した世界同時株安の影響で、 景気は更に悪くなる 。
▲	化学工業(人事担当)	国外のネガティブな要因、例えば米中貿易戦争、英国EU離脱問題、中東情勢等がニュースをにぎわしており、 2～3か月後に景気が良くなるポジティブな話はほとんどない 。
▲	輸送業(エリア担当)	米中の関税問題で 物流の動きが鈍化 している。
▲	不動産業(営業担当)	米中の貿易戦争により、 先行きが不透明 と感じている経営者が増えている。設備投資のほか、不動産の購入、賃貸を控えるなど、 様子を見る企業が増える ため、景気は来年に向けて弱含んでくる。
×	輸送用機械器具製造業(総務経理担当)	米国の輸入関税や中国との貿易摩擦等で大きく円高に振れていることから、 輸出が減少 している。
×	その他非製造業[電気業](営業担当)	米国大統領による輸入関税の導入で、世界の経済状況が悪くなっている。今後、 日本がどのような対策を講じるのかは不透明 である。
×	輸送業(支店長)	米中貿易戦争の勃発、円高リスクによる 日本景気の先行きが不透明 。
×	一般レストラン(経営者)	最大の悪化要因は米中の貿易戦争である。米国政権の強硬な保護貿易政策が米国内にも悪影響を与え、 世界的に景気が悪化する危険性を感じる 。

(注) 2017年1月～2018年11月のコメントを集計。該当コメント数が多いため、一部割愛している。

(資料) 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

が計63となっている)。

具体的なコメントの主な内容を一覧にしたものが図表2だ。為替や株価を経由した景気への悪影響や、貿易摩擦の不透明感を懸念する声が製造業・非製造業を問わず多いことがわかる。また、「控える」「警戒」「かじ取りが難しい」「様子うかがい」「様子を見る」などの単語も散見され、企業行動にこうした不確実性が影響している様子がみてとれる。

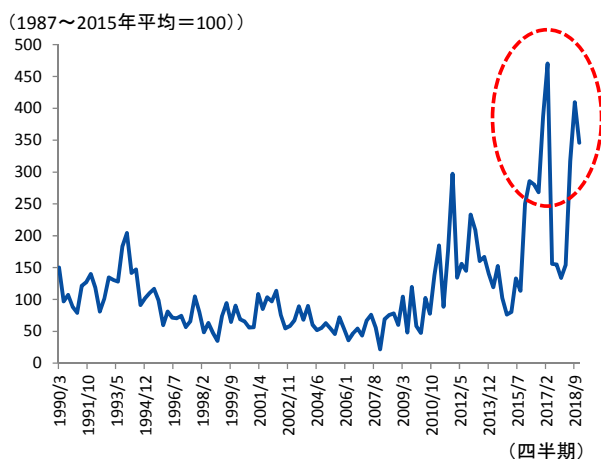
確かに、2017年にトランプ政権が発足して以降、米国の通商政策に関する不確実性は高まった感がある。実際、Economic Policy Uncertaintyの「通商政策不確実性指数(Trade Policy Uncertainty Index)」を日本について見てみると、2017年から2018年にかけて、不確実性の増大傾向が確認できる(図表3)。この指標は、日本の新聞に掲載された記事から、経済・政策に関する用語に加えて通商分野に関する用語(貿易摩擦、通商問題、輸入制限、貿易ルール等)と不確実性に関する用語(不透明、不確実、不確定、不安)を含む記事を収集し、対総記事数を算出して指数化されたもの(季節調整値)である。図表3からは、1990年代以降を通じてみても、近年の通商政策に関する不確実性の度合いが極めて大きいことがわかる。また、不確実性指数を政策類型別にみると、2018年においては通商政策の不確実性の高まりは他の政策と比較しても突出している(図表4)。少なくとも足元においては、「不確実性」と言えば、通商政策を巡る不透明性が主眼に置かれていることが多いと言えるだろう。

2. 通商政策の不確実性が設備投資に与える影響の定量的評価

(1) 不確実性と設備投資に関する先行研究のサーベイ

前節でみたような通商政策の不確実性は企業行動にどのような影響を与えるのだろうか。Bernanke(1983)やBloom(2009)などの先行研究においては、不確実性が生じた局面において、調整費用が大きく不可逆性が強い設備投資(あるいは雇用)が先送りされるという「様子見(“wait and see”)」メカニズムの存在が示唆されている。また、森川(2015)は、日銀短観のマイクロデータを用いた実証分析により、業況や設備過不足の先行き不確実性が日本企業の設備投資計画に対して負の影響を及ぼすことを指摘している。さらに、市川(2015)は不確実性の高まりによる1標準偏差分の株価のヒストリ

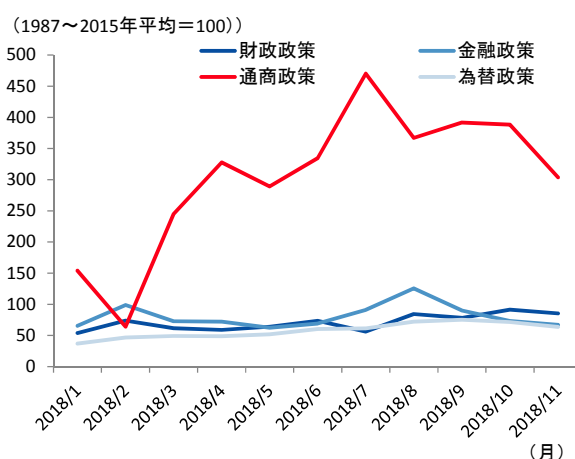
図表3 通商政策不確実性指数の推移
(1990~2018年)



(注) 2018年第4四半期は10・11月平均。

(資料) Economic Policy Uncertainty より、みずほ総合研究所作成

図表4 政策類型別の不確実性指数の推移
(2018年)



(資料) Economic Policy Uncertainty より、みずほ総合研究所作成

カルボラティリティの上昇（6.5Pt程度）が1年後の設備投資を1%程度押し下げると試算している。最近ではIMF（「World Economic Outlook」（2018/10））が、貿易摩擦のマクロ経済への影響についてシミュレーションを行っており、企業のセンチメント悪化で設備投資が低迷する効果（confidence effect）により2018～2020年の日本の実質GDP成長率が0.2%Pt程度下押しされるとしている³。

前節で確認した足元の状況を踏まえれば、不確実性の高まりが「様子見」メカニズムを通じて、企業の設備投資を下押ししている可能性は十分に考えられるだろう。

（2）通商政策を巡る不確実性が設備投資に与える影響の推計

本稿では、通商政策を巡る不確実性が企業の設備投資に与える影響を定量的に推計するため、①不確実性の大きさを表す変数として通商政策不確実性指数（ TPU_t ）⁴、②実体経済の動向を表す変数として鉱工業生産指数（ Y_t ）、そして③企業行動を表す変数として法人企業統計の設備投資（除く金融保険業、除くソフトウェア）（ IP_t ）という3変数を用いたベクトル自己回帰（VAR）モデルを推計する。

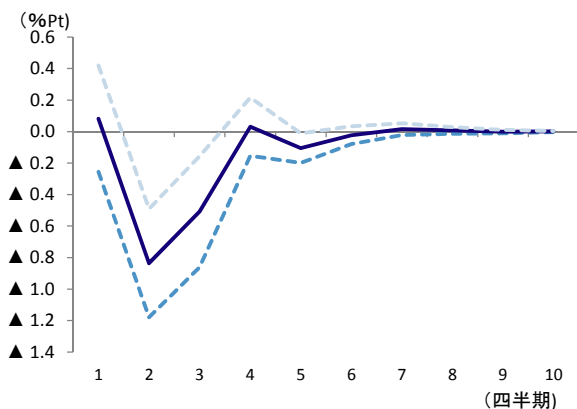
設備投資について法人企業統計を用いる理由は、以下で分析に用いるように、業種別の設備投資の動向についてデータが取得可能であるためである⁵。なお、四半期データを用いることから推計の自由度を確保するため推計モデルとしては小規模なものとしている⁶が、これらの3変数に加え、企業収益や貸出金利、株価などをそれぞれ変数として追加した場合でも推計を行ったところ、以下の議論に大きな影響は認められなかった。

分析の具体的な枠組みとしては、各変数が「通商政策の不確実性ショック（ $u_{uncertainty}$ ）」「実体経済のショック（ u_{real} ）」「設備投資ショック、 u_{ip} ）」という3つの構造ショックによって規定されていると想定した構造VARを推計した（詳細は補論参照）。

構造VARから識別された通商政策の不確実性ショックが設備投資に与える影響をみたものが図表5だ（1標準偏差のショックを与えた場合のインパルス応答）。通商政策の不確実性の増大は、ラグを伴って設備投資に有意に負の影響を与えることがわかる⁷。定量的には、1標準偏差の不確実性ショックは1四半期後の設備投資伸び率を0.8%Pt程度下押しすると試算される。

通商政策の不確実性ショックの累積的な影響をみたのが図表6だ。図表5と同じ1標準偏差の不確実性

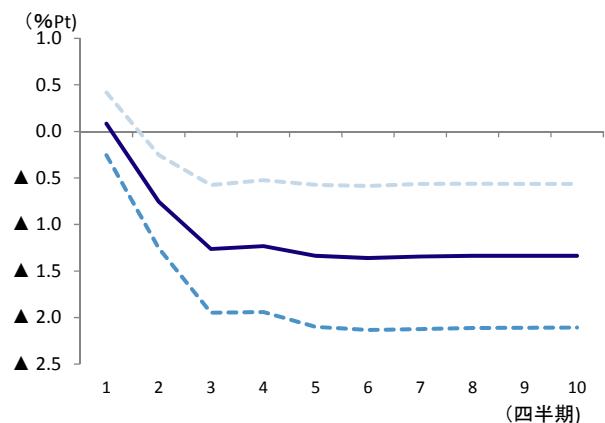
図表5 設備投資の通商政策不確実性ショックに対するインパルス応答



（注）1標準偏差の通商政策不確実性ショックを与えた場合の設備投資（前期比伸び率）の変化を示している。点線は±1標準偏差分の信頼区間を示す。

（資料）みずほ総合研究所作成

図表6 設備投資の通商政策不確実性ショックに対するインパルス応答（累積効果）



（注）1標準偏差の通商政策不確実性ショックを与えた場合の設備投資（前期比伸び率）の変化を示している。点線は±1標準偏差分の信頼区間を示す。

（資料）みずほ総合研究所作成

ショックを与えた場合、設備投資の伸びを累積で1.3%Pt程度下押しすることがわかる。

足元の設備投資への影響度について簡易的に試算すると、2018年以降の通商政策の不確実性ショックは設備投資の伸びを平均的に0.9%Pt程度（名目GDP成長率で約0.2%Pt程度）押し下げる格好となる。7～9月期の設備投資の減少については前期の反動や自然災害の影響が指摘されているが、不確実性ショックが特に2018年4～6月期以降で大きくなっている⁸ことを踏まえると、企業の投資マインドの悪化も一定程度下押しに寄与した可能性が示唆される。

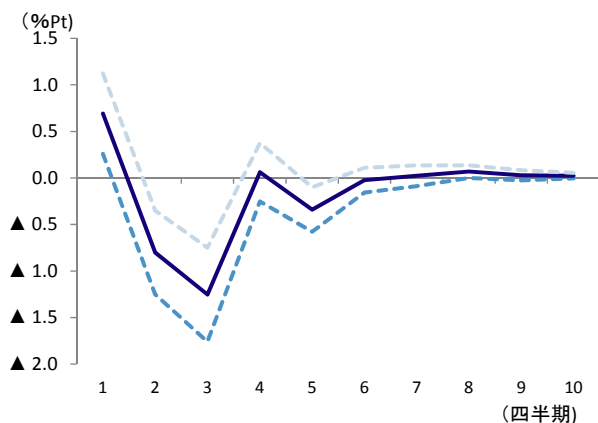
（3）業種別の影響度の評価

次に、こうした不確実性の影響度について業種ごとに違いがあるのかを見てみよう。設備投資について、製造業・非製造業別に分けて先ほどと同じ1標準偏差の不確実性ショックに対するインパルス応答をみたのが図表7、図表8だ。非製造業についてもインバウンド等を通じて世界経済との関係性が強まっているほか、運輸業や卸売業などは特に実体経済（製造業の生産）の動向の影響を強く受けることが想定されるため、製造業と同様の枠組みの構造VARで推計を行っている。インパルス応答の形状をみると、非製造業と比較して、製造業は2四半期後まで負の影響が長期化し、設備投資伸び率の押し下げ幅も1標準偏差のショックに対して2四半期後で1.3%Pt程度（2018年以降の平均的な不確実性ショックの大きさが与えるインパクトとしては、製造業の設備投資伸び率を1.4%Pt程度下押し）と大きいことがわかる。

製造業については、例えば米中貿易摩擦で中国経済が鈍化した場合、中国への資本財出荷が鈍化すると想定されるほか、世界的に貿易摩擦が深刻化した場合にはサプライチェーンの見直しを余儀なくされるケースもあるとみられるから、企業は設備投資に対して慎重になりやすいと考えられる。

さらに、製造業の設備投資について、同様の枠組みによる構造VARで通商政策不確実性ショックが与えるインパクトを業種別に推計した結果が図表9だ。影響が顕在化する時期や影響度の大きさにはバラツキがあるが、総じてみれば、不確実性の増大が1～2四半期のラグを伴って設備投資の伸びを1～4%Pt程度押し下げており、製造業の主な業種について負の影響が生じたことが確認できる⁹。

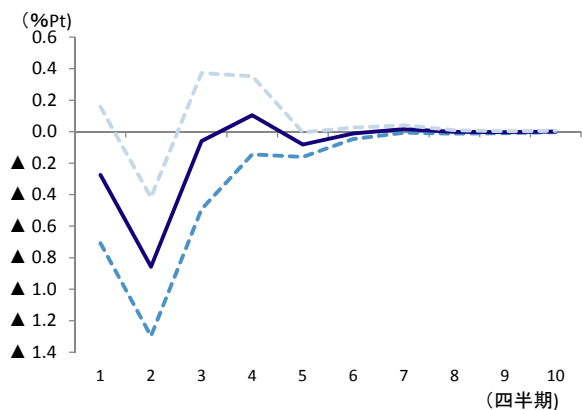
図表7 設備投資の通商政策不確実性ショックに対するインパルス応答(製造業)



(注) 1標準偏差の通商政策不確実性ショックを与えた場合の設備投資（前期比伸び率）の変化を示している。点線は±1標準誤差分の信頼区間を示す。

(資料) みずほ総合研究所作成

図表8 設備投資の通商政策不確実性ショックに対するインパルス応答(非製造業)



(注) 1標準偏差の通商政策不確実性ショックを与えた場合の設備投資（前期比伸び率）の変化を示している。点線は±1標準誤差分の信頼区間を示す。

(資料) みずほ総合研究所作成

3. 今後の展望

本稿では、通商政策の不確実性増大が設備投資に与える影響について考察した。本稿での推計は簡易的なものであるため、推計結果は幅をもって解釈する必要があるものの、不確実性の増大が製造業を中心とした企業の設備投資に負の影響を与えることが示唆されている。

通商問題の先行きはまさに「不確実」だ。米国は中間選挙により「ねじれ議会」の状況となったが、みずほ総合研究所（2018b）が指摘しているように、トランプ大統領と民主党は保護主義で共鳴する懸念がある。米中摩擦については、現状では米国が対中追加関税引上げを延期したことにより一時休戦モードとなっているものの、米国側は中国との構造改革を巡る協議で合意が得られなかった場合は制裁関税を拡大する方針であり、今後の動向は不透明であることに変わりはない。トランプ米大統領は「私はタリフマンだ」「（関税が）米国の経済力を最大限に発揮する最良の方法だ」などと発言しており、米中協議の動向については引き続き注視する必要がある。

また、日米間の交渉（TAG：Trade Agreement on goods）も年明けから本格化する。特に注目されるのが自動車分野の交渉の行方だ。菅原（2018）が指摘しているように、日米共同声明においてはTAGの交渉結果を米国の自動車産業の製造や雇用の増加につながるものとすべきという米国の立場を日本は尊重することとされており、これを実現するために、米国は日本に対して対米投資の増大や対米自動車輸出の抑制を求めてくる懸念がある（図表10）。仮に、日本が輸出する自動車への追加関税や輸出数量規制などを米国が導入する構えを見せた場合、日本企業の中長期的な投資計画やサプライチェーンの見直しにも影響が出ると考えられる。製造業を中心とした企業の投資マインドが大きく下押しされる可能性がある点には留意しなければならないだろう。

図表 9 通商政策不確実性ショックに対する
主な業種の設備投資への影響（製造業）

	押し下げ幅(%Pt)	ラグ(期数)
製造業全体	▲ 1.3	1~2
食料品	▲ 2.5	2
パルプ・紙・紙加工品	▲ 1.7	0
化学	▲ 1.1	2
石油製品・石炭製品	▲ 3.5	1
金属製品	▲ 4.3	2
一般機械器具	▲ 1.6	1~2
電気機械・情報通信	▲ 3.0	1~2
自動車・同付属品	▲ 2.0	2
その他の製造業	▲ 2.4	1

- (注) 1. 1標準偏差の通商政策不確実性ショックを与えた場合の設備投資（前期比伸び率）の変化を示している。複数期間に有意にマイナスの影響が確認できた場合は押し下げ幅が最大となる期間について押し下げ幅を記載。
2. ±1標準偏差の信頼区間で有意にマイナスの影響が確認された業種の中から主なものについて記載している。
3. 業種別に区分すると企業のサンプル数が小さくなるため、推計結果は相当の幅をもって解釈する必要がある。
4. 業種別の設備投資の値はみずほ総合研究所による季節調整値。長期の設備投資の時系列データが取得できない業種は推計対象から除外している。

(資料) みずほ総合研究所作成

図表 10 日米共同声明(2018年9月26日)の
概要

	日本	米国
基本姿勢	自由で、公正な、ルールに基づく貿易	・相互主義的貿易 ・日本及び他国との間の貿易赤字の削減
合意事項	・日米物品貿易協定(TAG)交渉の開始 ・TAG交渉妥結後に他の貿易投資課題につき交渉	
了解事項	農林水産物につき、日本の既存のEPAにおける市場アクセス水準を最大限とする	自動車分野につき、米国内での生産及び雇用の増大に資するものとする
	協議中は、本共同声明の精神に反する措置の発動を控える	

(資料) The White House, 'Joint Statement of the United States and Japan,' September 26, 2018 より、みずほ総合研究所作成

当面の設備投資については省人化投資ニーズの顕在化等により堅調に推移することが見込まれるが、本稿の考察を踏まえれば、下振れリスクにも留意する必要がある。内閣府が公表した10月の機械受注は9月の落ち込みと比べると回復度合いはやや鈍いものとなっており、内閣府は基調判断を「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に下方修正した。米中貿易摩擦の深刻化やそれに伴う中国経済の急速な減速など、企業マインドを冷え込ませる対外的なリスク要因には引き続き目を配る必要がありそうだ。

【補論】

本稿では、①不確実性の大きさを表す変数として通商政策不確実性指数 (TPU_t)、②実体経済の動向を表す変数として鉱工業生産指数 (Y_t)、そして③企業行動を表す変数として法人企業統計の設備投資（除く金融保険業、除くソフトウェア） (IP_t) という3変数（いずれも季節調整値）から成る以下のような構造VARを推計した。1990年第1四半期～2018年第3四半期のデータを使用している。

$$A_0 X_t = c + \sum_{p=1} A_p X_{t-p} + u_t \quad (1)$$

A は係数行列、 $X_t = (\text{dlog}(TPU_t), \text{dlog}(Y_t), \text{dlog}(IP_t))'$ はt期の変数の列ベクトル、 c は定数項の列ベクトル、 $u_t = (u_{\text{uncertainty},t}, u_{\text{real},t}, u_{\text{ip},t})'$ は構造ショックを表す。各変数について対数をとって階差をとることで各変数を定常化している。上記の構造VARは直接推計できないため、両辺に A_0^{-1} を掛けて下記のような誘導型VARに変換して推計を行う¹⁰。

$$X_t = d + \sum_{p=1} B_p X_{t-p} + \varepsilon_t \quad (2)$$

これは $\text{dlog}(TPU_t), \text{dlog}(Y_t), \text{dlog}(IP_t)$ の3つの被説明変数を、自身を含む全ての変数の過去の値に回帰した3本の推計式を行列表記したものだ。それぞれの回帰式の誤差項 $\varepsilon_{tpu,t}, \varepsilon_{y,t}, \varepsilon_{ip,t}$ は、モデルで説明できない（予期できない）変動を表し、 ε_t というベクトルにまとめられている。

3変数の同時方程式の構造を想定しているため、内生性の問題からこのままでは各変数の構造ショックの影響を識別できないが、ここでは市川（2015）と同様に、単純な下三角行列を用いて一定の制約を課した構造VARを推計することで構造ショックを識別することとする。(1)式と(2)式から、 $\varepsilon_t = A_0^{-1} u_t$ という関係が成り立つので、誤差項 ε_t から構造ショック u_t を識別するため、各変数の外生性の強さを考慮して A_0^{-1} に次のような短期制約を課することとする。

$$\varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_{tpu,t} \\ \varepsilon_{y,t} \\ \varepsilon_{ip,t} \end{pmatrix} = A_0^{-1} u_t = \begin{bmatrix} a_{11} & 0 & 0 \\ a_{21} & a_{22} & 0 \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix} \begin{pmatrix} u_{\text{uncertainty},t} \\ u_{\text{real},t} \\ u_{\text{ip},t} \end{pmatrix}$$

すなわち、不確実性は最も外生的であり同時点での他のショックの影響を受けないと考える一方、設備投資は不確実性や景気変動に遅行する（不確実性や景気動向（及びそれに伴う設備稼働率や企業収益の動向）を踏まえて企業経営者は設備投資計画を修正することに加え、企業が投資案件の発注を行ってから実際の機械の据付等までにはタイムラグが発生する）と想定している。

これにより、不確実性ショックを不確実性指数の予期しない変動、景気ショックを実体経済の予期しない変動のうち不確実性ショックで説明できない部分、そして設備投資ショックを設備投資の予期しない変動のうち不確実性ショックでも景気ショックでも説明できない部分として識別する。

[参考文献]

- 市川雄介 (2015) 「不確実性の増大と景気への影響」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、9月11日
- 菅原淳一 (2018) 「日米物品貿易協定交渉開始で合意～今後の交渉の行方には要警戒～」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、9月27日
- みずほ総合研究所 (2018a) 「2018・19年度 内外経済見通し～2019年は成長鈍化も底堅さは維持、不確実性の高まりに警戒～」、2018年11月15日
- みずほ総合研究所 (2018b) 「中間選挙後の米国」、みずほ総合研究所『緊急レポート』、11月15日
- みずほフィナンシャルグループ (2018) 「激変する米国の通商政策と世界経済への影響」、Oneシンクタンクレポート MIZUHO Research & Analysis 2018 no.17、2018年10月19日
- 森川正之 (2015) 「業況見通しの不確実性と設備投資」RIETI Discussion Paper Series, 15-J-040
- Bernanke, Ben S. (1983) “Irreversibility, uncertainty and cyclical investment,” *The Quarterly Journal of Economics*, 98 (1), pp.85-106.
- Bloom, Nicholas (2009) “The Impact of Uncertainty Shocks,” *Econometrica*, 77 (3), pp.623-685
- Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, & Ikuo Saito (2017) “Policy Uncertainty in Japan,” *IMF working paper*, November 15, 2017.

-
- ¹ 貿易摩擦を巡る論点についての詳細は、世界貿易の縮小や企業マインドの悪化等による世界経済・日本経済への影響について幅広い観点から整理しているみずほフィナンシャルグループ (2017) を参照されたい。
- ² より具体的には、「景気の先行きに対する判断理由」の中に「貿易」or「摩擦」or「米中」or「通商」or「保護主義」or「関税」or「貿易戦争」or「輸入制限」or「貿易交渉」or「TAG」を含むコメントを抽出している。
- ³ IMFのシミュレーションでは、貿易戦争がエスカレートしたワーストケース（金融コンディションのタイト化も含む）においては、世界経済は成長率3%割れの実質リセッション、日本はマイナス成長に陥る絵姿となっている。詳細はみずほフィナンシャルグループ (2017) を参照。
- ⁴ 不確実性の代理変数としては、市川(2015)のように株価のボラティリティ・インデックスなどを使う先行研究も多い。ただし、森川 (2015) が指摘しているように、株価データは市場の織り込みを通じた forward-looking な指標ではある一方で、経済主体が直面する不確実性を捉えているかという点については議論の余地がある。
- ⁵ ただし、法人企業統計を用いる場合は中小企業のサンプル替えに伴うかく乱要因が生じ得る点に留意が必要である。
- ⁶ 月次データを用いた推計を行えばサンプル数をより多く確保できるが、月次データには一般にノイズが多く含まれ、ラグ次数も長くなりやすいというデメリットがある。本稿では本文で記載したとおり業種別の分析が可能な法人企業統計の利点を重視し、四半期データでの推計を行うこととした。
- ⁷ 実体経済（生産）と設備投資の変数の順番を変更した場合や、企業収益あるいは貸出金利、株価を変数としてそれぞれ加えた場合についても推計を行ったが得られたインパルス応答の形状はほぼ同じであった。
- ⁸ 構造 VAR の推計結果を用いてヒストリカル分解を行うと、2018年7～9月期の設備投資が前期比約4%の低下となったうち、不確実性ショックが設備投資の伸びを1.4%Pt程度下押ししたと試算される。
- ⁹ ただし、業種別に区分することで企業のサンプル数が小さくなるほか、本稿の簡易なモデルでは業種ごとの特性を十分に捉えきれていない可能性があるため、業種別の影響度については相当の幅をもって解釈する必要がある。
- ¹⁰ VARモデルの推計にあたって、ラグ次数は Hannan-Quinn 情報基準に従い2四半期とした。

[共同執筆者]

経済調査部主任エコノミスト

酒井 才介

saisuke.sakai@mizuho-ri.co.jp

経済調査部エコノミスト

坂本 明日香

asuka.sakamoto@mizuho-ri.co.jp

経済調査部

矢澤 広崇

hirotaka.yazawa@mizuho-ri.co.jp

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