

（BOX 3）輸出環境とそのリスク評価

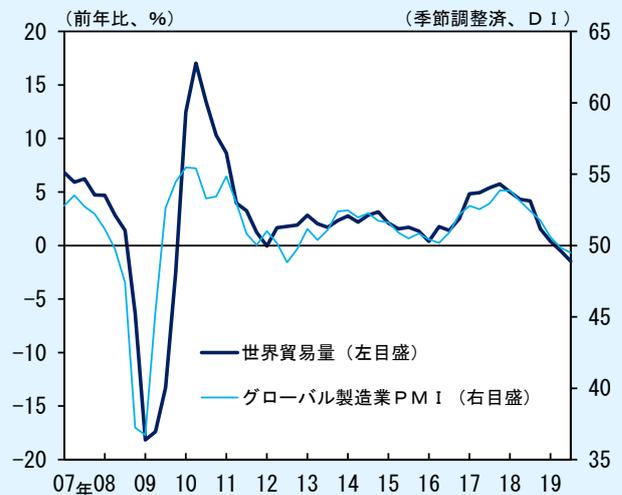
今回の展望レポートの中心的な見通しでは、海外経済の成長ペースが持ち直す時期は、従来の見通しから後ずれすると想定している。これに伴い、わが国輸出が、弱めの動きを脱し、増加基調に復する時期も後ずれするとみられるが、総じて海外経済の緩やかな成長が維持されるもとの、輸出の底割れは回避されると見込んでいる。本BOXでは、こうした輸出見通しを巡るリスクについて定量的に点検しておく。

2018年後半以降、中国をはじめとする新興国の設備投資の減速や、ITサイクルの悪化などを背景に、グローバルな製造業の業況感や生産・貿易活動は、アジア地域を中心に弱めの動きとなっている。こうしたもとの、世界貿易量の水準は概ね横ばいで推移しており、前年比は、足もとではゼロ%程度まで落ち込んでいる（図表 B3-1）。先行きの世界貿易量は、暫くの間、低迷が続けるとみられるが、その後は、徐々に伸びを高め、世界経済成長率並みに復していく姿を想定している（前掲図表 13）。

こうした世界貿易量の見通しは、「海外経済全体について、製造業の業況感や生産・貿易活動の悪化が、非製造業に大きく波及せず、全体として、一段の減速が回避される」ことを前提としている。この点、新興国も含めグローバルにみて、総じて緩和的な金融環境が維持されていることは、各国で国内需要を下支えし、外需の弱さの悪影響を和らげるうえで重要な役割を果たしていると考えられる。

一方、BOX 1で概観したとおり、米中貿易摩擦は拡大・長期化の様相を呈しているほか、中国における財政政策の効果発現も遅れているため、

図表B3-1：世界貿易量と製造業PMI



(出所) オランダ経済政策分析局、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved. (注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2019/3Qは、7~8月の値。2. グローバル製造業PMIは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。

当面は、海外経済の一段の減速に伴い、輸出が下振れるリスクを意識しておく必要がある。こうしたリスクの大きさについて、わが国輸出の早期警戒指標である「SCOPE」（Surveillance Indices for Critical Overseas Perils to Exports）で確認すると（図表 B3-2）<sup>36</sup>、輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、9月は、全 18 指標のうち 7 指標と、4 割程度にまで増加している（図表 B3-3）。前回の展望レポートの公表以降の動きをみると、既に悪化シグナルを発していた、①グローバル製造業 PMI：新規輸出受注指数、②OECD 製造業景況感指数、③WSTS 世界半導体出荷額、④世界自動車販売台数、⑤日本製造業 PMI：新規輸出受注指数の 5 指標に加えて、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中国経済の減速の影響などから、足もとでは、⑥ISM 製造業景況感指数：新規輸出受注指数と⑦中国金属加工機械生産台数も、追加的に悪化シグナルを発している。この輸出環境の悪化シグナルを発している指標の数は、過去に輸出が大きく減少した 4 つの局面——実質輸出が一定の期間にわたって 1 標準偏差を超えてトレンドから下方に乖離した局面：①アジア通貨危機時、②IT バブル崩壊時、③リーマン・ショック時、④欧州債務危機時——と比べれば、なお少ない状態が維持されている（図表 B3-4）。ただし、2015 年後半～2016 年前半の所謂「チャイナ・ショック」の時期を明確に上回ってきており、輸出下振れのリスクは高まりつつあると評価される。

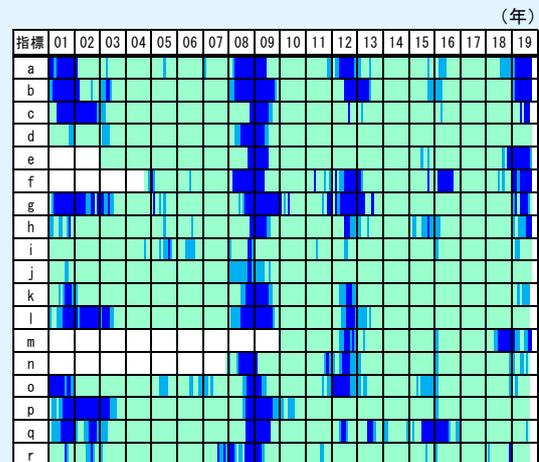
こうした輸出の下振れリスクを定量的に評価するため、上記の SCOPE のシグナル発生割合を説明変数として分位点回帰を行い、3 か月先のわが国輸出の伸び率の確率分布（Exports at Risk）

図表B3-2：モニタリング指標

指標	
世界	
企業	a グローバル製造業PMI：新規輸出受注指数
	b OECD製造業景況感指数
	c WSTS世界半導体出荷額
家計	d OECD消費者景況感指数
	e 世界自動車販売台数
日本	
企業	f 日本製造業PMI：新規輸出受注指数
	g 機械受注（外需）：電子・通信機械
米国	
企業	h ISM製造業景況感指数：新規輸出受注指数
	i 7月7日7連銀製造業景況感指数：先行き出荷
家計	j ミシガン大学消費者態度指数：現状
欧州	
企業	k ユーロ圏製造業景況感指数：生産期待
	l ユーロ圏サービス業景況感指数：需要期待
アジア	
企業	m 中国金属加工機械生産台数
	n 中国製造業PMI
総合	o 台湾景気総合判断指数
金融	p MSCI先進国株価指数
	q MSCI新興国株価指数
	r VIX指数

（注）グローバル製造業PMIは、J.P.Morganグローバル製造業PMI。日本製造業PMIは、じぶん銀行日本製造業PMI。

図表B3-3：SCOPE



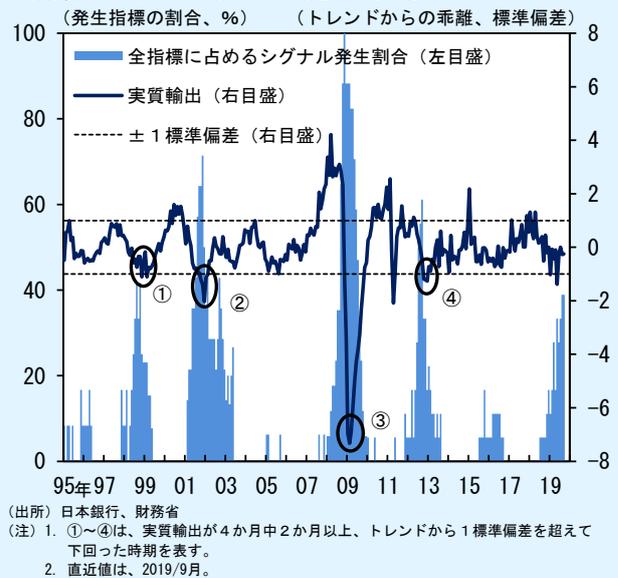
（出所）Haver、Bloomberg、内閣府、WSTS、Wards Intelligence、IHS Markit © and database right IHS Markit Ltd 2019. All rights reserved.  
 （注）1. 実質輸出が先行き大幅に減少する可能性を、指標ごとにそれぞれの閾値との対比で可視化したもの。日本銀行スタッフ算出。  
 2. 図中の色は指標ごとに設定した閾値との対比で以下の通り表示、青色：閾値を超過、水色：閾値～閾値の1/2、緑色：閾値の1/2未満、白色：データなし。

<sup>36</sup> SCOPEの詳細については、2019年1月展望レポートのBOX 1を参照。

を推計した（図表 B3-5①）。これは、統計学的に  
 いえば、「SCOPEのシグナル発生割合を所与と  
 した時の、3か月先の輸出の伸び率に関する条件  
 付き確率分布」を計測することを意味している。  
 推計結果をみると、足もとの分布は、欧州債務危  
 機時ほどではないが、1年前やチャイナ・ショッ  
 ク時と比べ、下方の裾野が厚くなっていることが  
 確認できる（図表 B3-5②）。

このように、米中貿易摩擦の拡大・長期化や中  
 国をはじめとする新興国・資源国経済の減速の動  
 きを背景に、グローバルな製造業の生産・貿易活  
 動が減速するもとで、わが国輸出の下振れリス  
 クは高まりつつある。こうした状況において、仮に、  
 過去4回の輸出の急減局面でみられたように、株  
 価の大幅な下落や信用リスクプレミアムの上昇な  
 ど金融環境の引き締まりが追加的に生じる場合  
 には、輸出が大幅に減少するリスクが一段と高まる  
 可能性もあるため、注意が必要である。

図表B3-4：シグナル発生割合



図表B3-5：Exports at Risk

①推計の概要

- (分位点回帰)
- ・被説明変数：実質輸出の先行き3か月間の変化率
  - ・説明変数：1. 当月のシグナル発生割合（前月までの半年間の最高値未満の場合は0とする）  
 2. 実質輸出の過去3か月間の変化率  
 3. 定数項

②推計値

