

2015年6月8日 全59頁

## 第185回日本経済予測（改訂版）

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸  
エコノミスト 長内 智  
エコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 久後 翔太郎  
永井 寛之

### 第185回日本経済予測（改訂版）

「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？  
～日米欧3極の非伝統的金融政策の効果を検証する～

実質 GDP：2015年度+2.0%、2016年度+1.9%

名目 GDP：2015年度+3.0%、2016年度+2.3%

## 第 185 回 日本経済予測(改訂版)

### 【予測のポイント】

- (1) **日本経済のメインシナリオ**: 2015 年 1-3 月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2015 年度が前年度比+2.0%(前回:同+1.7%)、2016 年度が同+1.9%(同:同+1.8%)である。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。
- (2) **日本経済に関する 3 つの論点**: 本予測では、以下の 3 つの論点について考察した。

**論点①: 日米欧 3 極の非伝統的金融政策の効果**: 日米欧 3 極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探った。試算結果を見ると、FED の LSAP シリーズが実体経済の改善に最も効果的であったことが確認できる。米国では、LSAP 採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。他方、CPI への影響については日銀の QQE I が最も大きかった。日銀の金融政策は、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことが CPI に対する大きな上昇圧力を生じさせた。

**論点②: 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに?**: 米国の利上げに伴う世界経済への悪影響が懸念されている。一方で ECB の量的緩和による世界経済に対する下支え効果に期待がかかるが、当社のマクロモデルによる試算結果によれば、世界経済および日本経済に与える影響は ECB よりも FED の方が大きくなる見込みだ。ただし FED があくまで米国の景気に中立的なペースで利上げを行う限り、過度の懸念は禁物である。新興国のバランスシート改善に伴い、通貨危機のリスクも低減している。最大のテールリスクは、米国の利上げに伴う中国の「バブル」崩壊シナリオだ。中国の金融緩和は一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされるため、将来的な調整余地を増幅することになりかねない。

**論点③: 企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き**: 企業収益は極めて高い水準での推移が続いており、「経済の好循環」実現に向けて、その分配に対する注目度が高まっている。企業の利益分配という観点から賃金・設備投資の先行きを検討すると、雇用不足感が特に強く、労働分配率が高い中小企業非製造業では、人件費の増加が収益を圧迫し、設備投資を抑制する可能性が高い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

- (3) **4 つのリスク要因**: 日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の 4 点に留意が必要である。
- (4) **日銀の金融政策**: 当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標の期限内の達成は困難だと考えている。日銀は、2015 年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切る見通しである。

### 【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 15 年度▲5.1%、16 年度▲3.7%と想定。17 年 4 月に消費税率を引き上げ。
- (2) 為替レートは 15 年度 124.2 円/ドル、16 年度 125.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 15 年+2.2%、16 年+2.7%とした。

## 第185回日本経済予測(改訂版) (2015年6月8日)

	2014年度	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)	2014暦年	2015暦年 (予測)	2016暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	1.6	3.0	2.3	1.6	3.1	2.2
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	-0.9	2.0	1.9	-0.1	1.3	1.8
内需寄与度	-1.5	1.5	1.7	-0.1	0.7	1.6
外需寄与度	0.6	0.6	0.2	0.0	0.6	0.2
GDPデフレーター	2.5	1.0	0.4	1.7	1.9	0.3
全産業活動指数上昇率	-1.5	1.5	2.4	-0.3	0.7	1.9
鉱工業生産指数上昇率	-0.3	1.0	4.7	2.1	0.2	3.4
第3次産業活動指数上昇率	-1.7	2.1	1.9	-0.8	1.3	1.6
国内企業物価上昇率	2.8	-1.3	0.9	3.2	-1.5	1.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	2.8	0.4	1.1	2.6	0.6	1.0
失業率	3.6	3.3	3.1	3.6	3.4	3.2
10年物国債利回り	0.46	0.47	0.70	0.53	0.42	0.64
マネースtock(M2)増加率	3.3	3.4	4.0	3.4	3.4	3.9
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-6.5	0.1	0.1	-10.4	0.1	0.5
経常収支(億ドル)	673	1370	1435	250	1331	1446
経常収支(兆円)	7.7	17.0	17.9	2.6	16.3	18.1
対名目GDP比率	1.6	3.4	3.5	0.5	3.3	3.5
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2005暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	-3.1 (-1.9)	1.6 (1.0)	1.5 (0.9)	-1.3 (-0.8)	0.2 (0.1)	1.3 (0.7)
民間住宅投資	-11.7 (-0.4)	1.7 (0.0)	5.9 (0.1)	-5.1 (-0.2)	-3.4 (-0.1)	4.8 (0.1)
民間設備投資	0.4 (0.1)	4.9 (0.7)	5.5 (0.8)	3.9 (0.5)	3.1 (0.4)	5.0 (0.7)
政府最終消費	0.4 (0.1)	0.8 (0.2)	1.0 (0.2)	0.2 (0.1)	0.8 (0.2)	1.0 (0.2)
公共投資	2.0 (0.1)	-5.8 (-0.3)	-4.9 (-0.2)	3.8 (0.2)	-3.9 (-0.2)	-5.4 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	8.0 (1.3)	8.0 (1.4)	5.7 (1.0)	8.4 (1.4)	8.3 (1.5)	5.8 (1.1)
財貨・サービスの輸入	3.7 (-0.7)	5.3 (-0.8)	5.3 (-0.8)	7.4 (-1.4)	4.3 (-0.9)	4.6 (-0.9)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.3	3.2	3.5	3.3	3.2	3.5
原油価格(WTI、\$/bbl)	80.5	59.9	63.8	92.9	56.7	62.9
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.6	2.2	2.7	2.4	2.2	2.7
米国の消費者物価指数上昇率	1.3	1.1	1.7	1.6	0.5	1.9
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	5.1	-5.1	-3.7	6.8	-2.8	-4.3
為替レート(円/ドル)	109.9	124.2	125.0	105.8	122.7	125.0
(円/ユーロ)	138.4	137.3	138.0	140.3	136.0	138.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

## 前回予測との比較

	今回予測 (6月8日)		前回予測 (5月27日)		前回との差	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	3.0	2.3	2.6	2.2	0.4	0.1
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	2.0	1.9	1.7	1.8	0.3	0.1
内需寄与度	1.5	1.7	1.2	1.6	0.3	0.1
外需寄与度	0.6	0.2	0.6	0.2	-0.0	-0.0
GDPデフレーター	1.0	0.4	0.9	0.4	0.1	0.0
全産業活動指数上昇率	1.5	2.4	1.7	2.5	-0.2	-0.0
鉱工業生産指数上昇率	1.0	4.7	1.9	4.9	-0.9	-0.2
第3次産業活動指数上昇率	2.1	1.9	2.1	1.9	0.0	0.0
国内企業物価上昇率	-1.3	0.9	-1.3	0.9	0.0	0.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.4	1.1	0.4	1.1	0.0	0.0
失業率	3.3	3.1	3.3	3.1	0.0	0.0
10年物国債利回り	0.47	0.70	0.47	0.70	0.00	0.00
マネーストック(M2)増加率	3.4	4.0	3.4	4.0	0.0	0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
経常収支(億ドル)	1370	1435	1419	1495	-49	-60
経常収支(兆円)	17.0	17.9	17.0	17.9	0.0	0.0
対名目GDP比率	3.4	3.5	3.4	3.5	-0.0	-0.0
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 (2005暦年連鎖価格)</b>						
民間消費	1.6	1.5	1.7	1.4	-0.1	0.1
民間住宅投資	1.7	5.9	1.8	5.9	-0.1	-0.0
民間設備投資	4.9	5.5	3.0	5.5	1.9	0.0
政府最終消費	0.8	1.0	0.9	1.0	-0.0	-0.0
公共投資	-5.8	-4.9	-6.0	-4.9	0.1	-0.0
財貨・サービスの輸出	8.0	5.7	8.0	5.7	-0.0	-0.0
財貨・サービスの輸入	5.3	5.3	5.3	5.3	0.0	0.0
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.2	3.5	3.4	3.5	-0.2	-0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	59.9	63.8	60.2	63.8	-0.2	0.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.2	2.7	2.2	2.7	-0.0	-0.0
米国の消費者物価指数上昇率	1.1	1.7	0.6	1.9	0.5	-0.2
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	-5.1	-3.7	-5.2	-3.7	0.1	-0.0
為替レート(円/ドル)	124.2	125.0	119.9	120.0	4.3	5.0
(円/ユーロ)	137.3	138.0	134.8	135.0	2.5	3.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(出所) 大和総研

## ◎目次

1. 日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大.....	10
1.1 Is This Time Different?.....	10
1.2 日本経済のメインシナリオ.....	14
2. 論点①：日米欧3極の非伝統的金融政策の効果を検証する.....	20
2.1 非伝統的金融政策の効果を横断的に比較.....	20
2.2 分析手法の概要.....	21
2.3 各国金融市場の反応.....	22
2.4 GDPの押し上げ効果はFED、CPIへの影響は日銀に軍配.....	23
3. 論点②：「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？.....	24
3.1 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？.....	25
3.2 欧州の量的緩和は世界経済を支えることができるのか？.....	27
3.3 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？.....	28
3.4 米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？.....	29
3.5 中国は「バブル」崩壊を防げるのか？.....	30
4. 論点③：企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き.....	31
4.1 企業規模・産業別に見た、利益分配の定量分析.....	31
4.2 アンケート調査に見る企業の利益分配スタンス.....	35
5. 日本経済が抱える4つのリスク要因.....	36
5.1 リスク要因①：財政規律喪失への懸念を背景とする「トリプル安（債券安・円安・株安）」..	37
5.2 リスク要因②：中国の「バブル」崩壊に対する懸念.....	39
5.3 リスク要因③：米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺.....	41
5.4 リスク要因④：地政学的リスクを背景とする世界的な株安.....	42
6. 補論：マクロリスクシミュレーション.....	44
6.1 円高.....	44
6.2 原油高騰.....	45
6.3 世界需要の減少.....	45
6.4 金利上昇.....	45
7. 四半期計数表.....	47

# 第 185 回日本経済予測（改訂版）

「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

～日米欧 3 極の非伝統的金融政策の効果を検証する～

執行役員	チーフエコノミスト	熊谷 亮丸
	エコノミスト	長内 智
	エコノミスト	小林 俊介
	エコノミスト	久後 翔太郎
		永井 寛之

## 日本経済のメインシナリオ

2015 年 1-3 月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2015 年度が前年度比+2.0%（前回：同+1.7%）、2016 年度が同+1.9%（同：同+1.8%）である。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

## 実質 GDP 成長率は一次速報から上方修正

2015 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+3.9%（前期比+1.0%）と、一次速報（前期比年率+2.4%、前期比+0.6%）から上方修正された。実質 GDP が 2 四半期連続のプラス成長となり、成長ペースも加速したという構図は一次速報から変わらず、日本経済が緩やかな持ち直しを続けていることを再確認させる結果と言える。今回の結果は市場コンセンサス（前期比年率+2.8%）に比べて上振れしているが、これは事前予想で下方修正されるとみられていた在庫投資が予想外の上方修正となったためである。また、設備投資は一次速報から大幅に上方修正され、後述するように、過去 2 四半期の数字がマイナスからプラスに上方修正された点も注目される。

## 設備投資と在庫投資の上方修正が押し上げに寄与

一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、設備投資と在庫投資が上方修正となり、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、設備投資は前期比+2.7%となり、一次速報（同+0.4%）から大幅に上方修正された。また、設備投資は、今回の季節調整替えの影響などによって、過去 2 四半期（2014 年 7-9 月期と同 10-12 月期）の数字がマイナスからプラスに上方修正された点に注意が必要である。この結果、一次速報段階において、設備投資は 2014 年 1-3 月期以来 4 四半期ぶりの増加となっていたが、二次速報では、2014 年 7-9 月以降 3 四半期連続の増加となった。これまで設備投資は回復が遅れているとみられていたが、今回の結果を踏まえると、設備投資は均してみると緩やかに持ち直していたと評価できる。なお、法人企業統計の結果を踏まえると、今回は製造業、非製造業ともにプラスに寄与したとみられる。

在庫投資は前期比寄与度+0.6%pt と一次速報（同+0.5%pt）から予想外の上方修正となり、GDP 成長率を押し上げた。在庫投資に関しては、今後在庫調整による下押し圧力に留意する必要があるものの、個人消費と設備投資の増加といった最終需要の増加を伴っていることを勘案す

ると、過度の懸念は必要ないと考えている。

他方、住宅投資、公共投資は小幅に下方修正されたものの GDP への影響は限定的なものに留まっており、個人消費、政府消費、輸出入は一次速報から横ばいとなった。

#### 需要項目別動向：内需の二本柱を中心に景気回復を確認

2015 年 1-3 月期（二次速報）の結果を基に需要項目の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比+0.4%（一次速報：同+0.4%）と 3 四半期連続で増加し、緩やかな持ち直しが続いている。家計の雇用・所得環境の改善を背景に、マクロの実質雇用者報酬が同+0.6%（一次速報：同+0.6%）と 3 四半期連続で増加したことなどが、個人消費の増加に寄与した格好だ。個人消費の内訳を見ても、財・サービスが全てプラスになるなど底堅さが示された。

住宅投資は前期比+1.7%（一次速報：同+1.8%）と 4 四半期ぶりの増加となった。GDP ベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数の動向を見ると、消費税増税に伴う反動減の影響が徐々に緩和する中で、家計の雇用・所得環境の改善や住宅ローン金利の低さなどもあって、2014 年 10-12 月期から持ち直しの動きが出ている。進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工から時間的なラグを伴って底打ちし、2015 年 1-3 月期から増加へ転じた格好だ。

設備投資は前期比+2.7%（一次速報：同+0.4%）と 3 四半期連続の増加となり、均してみると緩やかに持ち直している。企業の設備過剰感の解消及び不足感の高まりや、これまでの円安進行や国内景気の回復を背景に企業収益の改善傾向が続いたことなどが設備投資の増加を支えているとみられる。

公共投資は前期比▲1.5%（一次速報：同▲1.4%）と減少した。2013 年度補正予算および 2014 年度本予算の前倒し執行を受けて、2014 年 10-12 月期までは公共投資の増加傾向が続いていたが、こうした効果が剥落した結果、4 四半期ぶりの減少となった。

輸出は前期比+2.4%（一次速報：同+2.4%）と 3 四半期連続の増加となった。米国と欧州向け輸出の増加が押し上げに寄与したとみられる。輸入についても内需の持ち直しに沿う形で前期比+2.9%（一次速報：同+2.9%）と 3 四半期連続で増加した。輸入の押し下げ寄与が拡大した結果、外需（純輸出）の寄与度は同▲0.2%pt（一次速報：同▲0.2%）と小幅ながらも 4 四半期ぶりのマイナスとなった。

#### 先行きの日本経済は景気拡大が続く公算

先行きの日本経済は、引き続き緩やかな拡大が続くと予想する。実質 GDP は、個人消費と輸出の緩やかな増加が続き、設備投資の持ち直しの動きが明確化することで、今後もプラス基調で推移すると見込む。

個人消費については、家計を取り巻く良好な雇用・所得環境と消費者マインドの改善を主因に、増加傾向が続くとみられる。経団連調査（1 次集計結果）によると、今年のベースアップによる賃金上昇分は前年比+0.7%前後になると見込まれ、2015 年度の年金額も改定率が同+0.9%とプラスに転じている（2014 年度は同▲0.7%）。企業業績の改善を背景に、夏季賞与が 3 年連続増加すると見込まれることもプラス材料。これらは 5 月頃から家計可処分所得の増加に

逐次反映され、その後の個人消費の押し上げ要因になることが期待される。また、2014年夏以降に大きく下落した原油価格は足下でも総じて低水準で推移しており、それが時間的なラグを伴って消費者物価を押し下げ、家計の実質賃金を上昇させることも、個人消費増加の追い風となろう。住宅投資は、消費税増税に伴う反動減の剥落や良好な雇用・所得環境などを背景に、先行指標である住宅着工が持ち直しの動きを続けていることを踏まえると、今後も緩やかな回復が続く公算が大きい。

設備投資についても、緩やかに持ち直すと考えている。先行指標である機械受注の増加傾向が続いていることに加えて、日銀短観等のアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも設備過剰感の解消が続くと予想され、企業の設備投資需要が徐々に顕在化すると見込む。これまでの円安進行に伴って、一部製造業において国内生産比率を高める動きが見られていることや、原油安による収益の改善なども企業の設備投資を後押しする材料となろう。なお足下で、生産や設備稼働率に弱さが見られるものの、個人消費と輸出の増加などに支えられて、先行きは緩やかな増加基調に復するとみている。

輸出は、海外経済の成長率が再び高まる中で、緩やかな増加基調が続く見込みである。米国経済は、2015年1-3月期実質GDP成長率がマイナスに転じたものの、冬場の天候不順や資源価格の急落、港湾ストなどのマイナス要因の影響が剥落することに加え、景気に配慮した利上げが見込まれることなどから、4-6月期以降は着実な回復を示すと想定している。米国景気の回復は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することになろう。欧州経済については、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和の効果などから、徐々に持ち直しの動きを見せ始めており、欧州向け輸出は今後も堅調に推移する見通しである。景気の拡大ペースが鈍化している中国に関しては、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めていることから、景気は腰折れせず、緩やかな拡大基調を維持するとみている。

### 3つの論点

本予測では、以下の3つの論点について考察した。

#### 論点①：日米欧3極の非伝統的金融政策の効果

日米欧3極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探った。試算結果を見ると、FEDのLSAPシリーズが実体経済の改善に最も効果的であったことが確認できる。米国では、LSAP採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。他方、CPIへの影響については日銀のQQE Iが最も大きかった。日銀の金融政策は、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことがCPIに対する大きな上昇圧力を生じさせた。

## 論点②：「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

米国の利上げに伴う世界経済への悪影響が懸念されている。一方で ECB の量的緩和による世界経済に対する下支え効果に期待がかかるが、当社のマクロモデルによる試算結果によれば、世界経済および日本経済に与える影響は ECB よりも FED の方が大きくなる見込みだ。ただし FED があくまで米国の景気に中立的なペースで利上げを行う限り、過度の懸念は禁物である。新興国のバランスシート改善に伴い、通貨危機のリスクも低減している。最大のテールリスクは、米国の利上げに伴う中国の「バブル」崩壊シナリオだ。中国の金融緩和は一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされるため、将来的な調整余地を増幅することになりかねない。

## 論点③：企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き

企業収益は極めて高い水準での推移が続いており、「経済の好循環」実現に向けて、その分配に対する注目度が高まっている。企業の利益分配という観点から賃金・設備投資の先行きを検討すると、雇用不足感が特に強く、労働分配率が高い中小企業非製造業では、人件費の増加が収益を圧迫し、設備投資を抑制する可能性が高い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

## 日本経済が抱える4つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

## 日銀の金融政策

当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率2%」目標の期限内の達成は困難だと考えている。日銀は、2015年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切る見通しである。

# 1. 日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大

## 1.1 Is This Time Different?

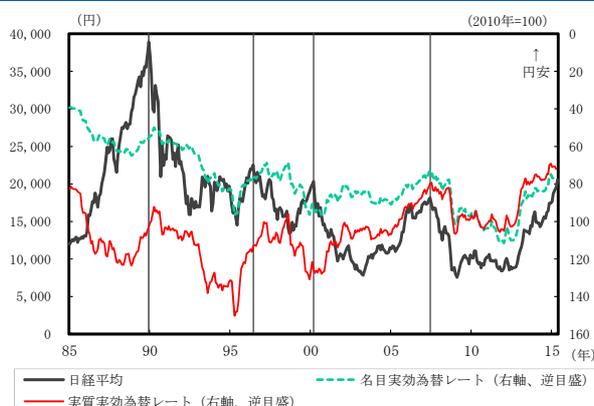
### 日経平均株価が2万円の大台を回復

日経平均株価が2015年4月22日に終値で2万円の大台を回復した（**図表1**）。日経平均株価が終値で2万円台を付けるのは、2000年4月14日以来、約15年ぶりのことである。この主な背景として、アベノミクス採用以降の円安進行や国内景気の回復に伴う企業業績の改善、欧州や中国の追加金融緩和などを受けて、世界的に「リスクオン」の流れが継続したことが挙げられる。その後、高値警戒感などから株価が一時的に調整する場面も見られたが、企業決算が堅調な内容であったことや米国株高の流れなどを受けて、日経平均株価は再び上昇傾向に転じた。

それでは、マクロ経済の視点から、今回の株価上昇局面をどう評価すればよいのだろうか？ 時価総額ベースの株価指数であるTOPIX（東証株価指数）と名目GDPとの関係を確認すると、歴史的に見て、TOPIXはおおむね名目GDPの2ヶ月分～8ヶ月分のレンジ内で推移していることが分かる（**図表2**）。しかし、1990年代のバブル崩壊後は、TOPIXが上昇しても名目GDPの4ヶ月分の水準が天井となり、その後は株価が下落に転じるということが何度も繰り返されてきた。市場で過熱感を指摘する声が出ている最近の株価水準は、TOPIXが名目GDPのレンジのほぼ中央に位置していることから、バブル崩壊後の「失われた20年」と同じパラダイムで評価すれば、すでに天井圏にあると見る向きもある。

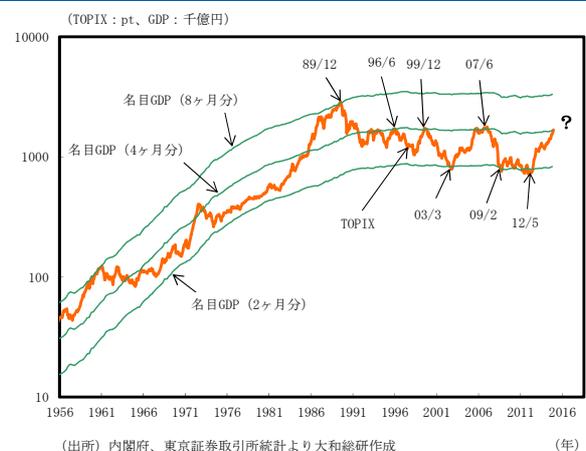
しかしながら、「アベノミクス」の効果で日本経済が再生に向けて歩み始め、企業が財務体質の改善と収益力の強化を進める中で、これまでと同じ枠組みで考えて本当によいのだろうか。数年前に過去の金融危機の歴史を分析した『This Time is Different（今回は違う）』という書籍<sup>1</sup>が世界的なベストセラーとなったことは記憶に新しいところであるが、今回の株価上昇局面は過去と違うのだろうか（Is This Time Different?）。そこで、以下では代表的なマクロ経済指標の長期的な推移を検証した上で、今回の株価上昇局面の特徴について考察したい。

**図表1：日経平均株価と実効為替レート**



(注) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
(出所) 日本経済新聞社、日本銀行統計より大和総研作成

**図表2：TOPIXと名目GDP**



(出所) 内閣府、東京証券取引所統計より大和総研作成

(年)

<sup>1</sup> Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

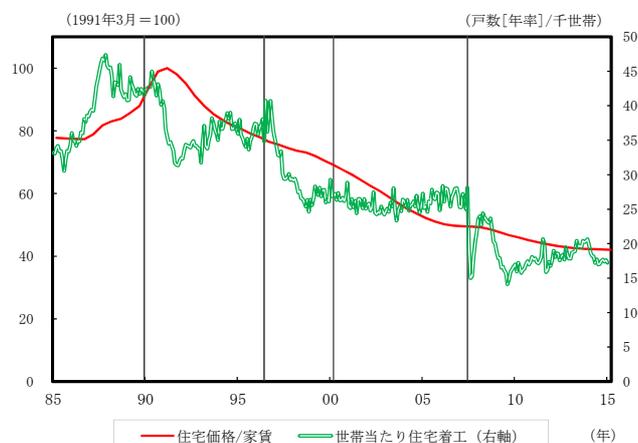
## 企業を苦しめた「3つの過剰」も今や昔

まず最初に、住宅・不動産市場にかつてのバブル期のような過熱感が見られない点を強調しておきたい。不動産価格のバリュエーションを「住宅価格／家賃」の推移によって確認すると、1991年以降は長期的な低下傾向が続いており、不動産価格に割高感はないと評価できる（**図表3**）。世帯当たりの住宅着工戸数もバブル期の半分程度の水準まで減少している。近年、既存の住宅ストックが空き家となる事例が増えていることには留意が必要であるものの、現在のところ新規の住宅供給に過剰感はないと考えられる。

続いて、バブル崩壊後に日本企業を苦しめた雇用、設備、企業債務という「3つの過剰」に見られる変化について確認しよう。

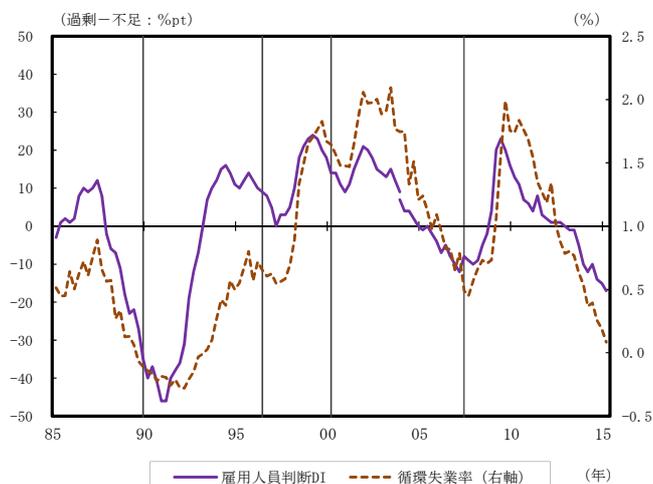
まず第一に、雇用に関して、企業の労働需給を示す日銀短観の「雇人員判断DI（全規模全産業）」を見ると、第2次安倍内閣が2012年12月に発足した3ヶ月後の2013年3月に「不足超」へと転じ、その後も雇用の不足感が高まってきたことが分かる（**図表4**）。これは主として国内景気の回復を背景に、中小企業を中心に「建設」、「小売」、「宿泊・飲食サービス」などの非製造業において人手不足感が高まっていることによるものである。さらに、景気循環に伴って変動する循環失業率（大和総研の試算値）を見ても足下でゼロ近傍まで低下しており、労働市場で需給のひっ迫感が強まっている様子がうかがえる<sup>2</sup>。

図表3：住宅・不動産



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) 住宅価格は全国市街地価格指数の住宅地、家賃はCPIの家賃。  
 (注3) 世帯数は暦年データを線形補完、データの無い2014年以降は横ばいとした。  
 (出所) 日本経済新聞社、一般財団法人日本不動産研究所、国土交通省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表4：雇用状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) 雇人員判断DIは全規模全産業、循環失業率は大和総研の試算値。  
 (出所) 日本経済新聞社、日本銀行、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

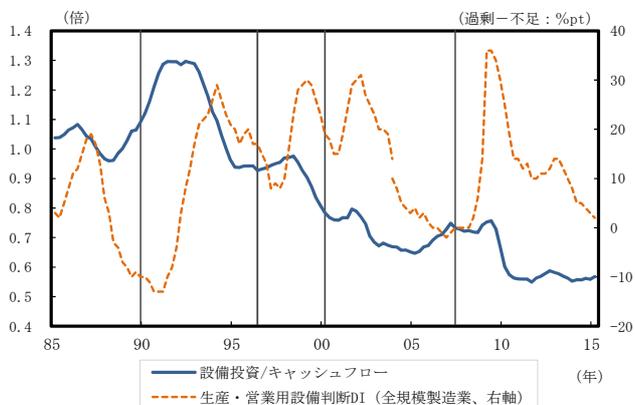
<sup>2</sup> 循環失業率は、完全失業率から雇用のミスマッチなどの景気循環に左右されない構造失業率を差し引いて計算したもの（循環失業率＝完全失業率－構造失業率）である。

第二に、設備については、「設備投資／キャッシュフロー」比率が大きく低下しており、近年も総じて低い水準での推移が続いている（**図表 5**）。これは、企業が稼いだ利益の割に設備投資を抑制していること、足下で企業収益の改善傾向が続く中でも設備投資に対して慎重姿勢を続けていることを示唆している。また、既存設備の過剰感を示す日銀短観の「生産・営業用設備判断 DI（全規模製造業）」が、2013 年の年央から低下傾向を強めてゼロに近づいていることを踏まえると、マクロで見た設備の過剰感はほとんど解消していると判断できる。

第三に、企業債務の過剰感も着実に解消している。企業の有利子負債比率は、1990 年代のバブル崩壊後もしばらく横ばい圏で推移していたが、企業が有利子負債の圧縮を進める中で、1990 年代後半から低下傾向に転じ、過剰債務が解消に向かうこととなった（**図表 6**）。また、企業は有利子負債の削減とともに、自己資本の増強によって経営基盤の安定化を図っていることも確認できる。さらに、企業の資金繰りに関して、日銀短観の「資金繰り判断 DI（全規模全産業）」を見ると、リーマン・ショック後に企業の資金繰りが大きく悪化したものの、国内景気の回復や日銀の大胆な金融緩和などを背景に、足下では 1990 年代前半の水準まで回復している。

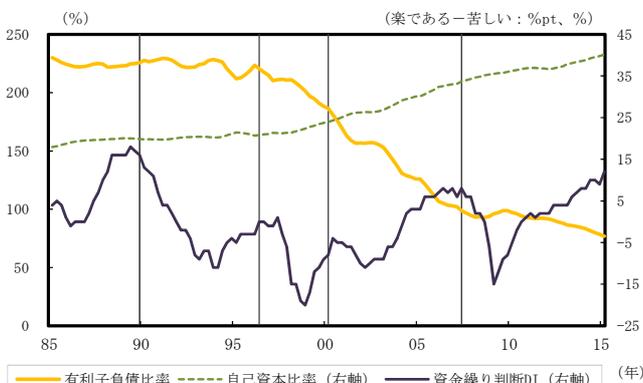
ここまでの議論を整理すると、日本の住宅・不動産市場に「バブル」的な過熱感は観察されず、長期停滞の大きな要因となっていた「3つの過剰」もおおむね解消されたと判断できる。すなわち、現在の日本経済は、過去の負の遺産を克服して「失われた 20 年」から脱却するための絶好の機会を迎えているのである。

図表 5：設備投資状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) 設備投資／キャッシュフローは4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。  
 (出所) 日本経済新聞社、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 6：負債状況



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) 有利子負債比率と自己資本比率は4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。  
 (注3) 資金繰り判断DIは全規模全産業。  
 (出所) 日本経済新聞社、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

### 企業の「稼ぐ力」が着実に向上し、過去の天井を突き破ることが現実味を帯びる

今回の株価上昇局面をマクロ経済の視点から評価する際には、企業の収益力の変化についても注目したい。法人企業統計によると、企業の経常利益は 2014 年 10-12 月期に過去最高を更新した（**図表 7**）。これは、2012 年秋以降の円安進行に伴って輸出関連製造業を中心に業績の改善が大きく進んだことに加えて、国内景気の回復に伴って非製造業の業績も改善傾向が続いたためだ。企業の収益力を測る「ROA（総資産利益率、経常利益ベース）」を見ても、リーマン・ショック直前の水準まで上昇しており、企業は財務改善を進める中で「稼ぐ力」を向上させてきたことが分かる。また、企業の採算性を示す「損益分岐点比率」の推移を確認すると、2009 年

後半から低下（＝改善）傾向が続いており、現在はバブル期の水準をも下回っている。

このように企業の経常利益、収益力、採算性が高まっている現状を踏まえると、TOPIXが1990年代のバブル崩壊以降、何度も跳ね返されてきた「名目GDPの4ヶ月分」の天井を突き破ることが現実味を帯びてきたと言えよう。

### 今後の課題はデフレ脱却と成長戦略の断行

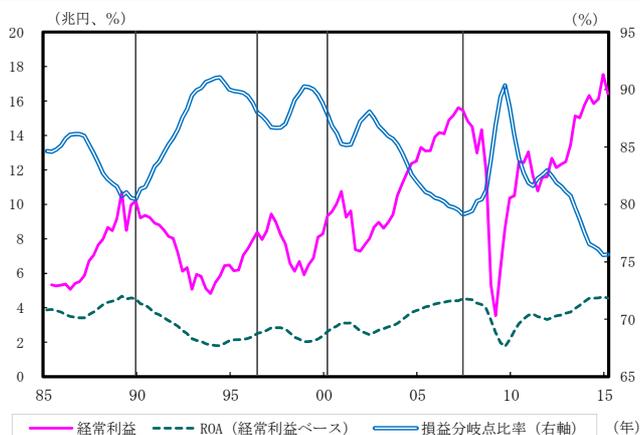
最後に、今後の課題についても一言触れておきたい。まず、日本経済は物価の持続的な下落という意味でのデフレ状況ではなくなっているものの、まだ「デフレ脱却」には至っていない。昔から「株はインフレに強く、デフレに弱い」と言われてきたように、日本経済が再びデフレ状況に陥る場合には、株価も下落局面に転じることとなろう。つまり、日本経済の再生のためだけでなく、株価の長期的な上昇にとっても、デフレからの脱却が最重要課題なのである。

デフレから脱却するためには、名目賃金の上昇率がインフレ率を上回ることが重要だ。所定内給与（30人以上の事業所ベース）の前年比を見ると、2014年に入ってからマイナス幅が大きく縮小し、最近ではプラス圏で推移している（**図表8**）。しかし、賃金上昇が定着して、それがインフレ率を上回ったと言うにはまだ物足りない。なお、先行きについては、政労使会議の合意や企業収益の改善を背景に、今年のベースアップ率は昨年を上回ると見込まれ、夏季賞与も3年連続で増加する見通しである。そして、こうした動きは5月以降の名目賃金の上昇に寄与することが期待される。

さらに、企業の期待成長率が高まってこない点にも留意する必要がある。期待成長率（今後5年）はバブル期に3%を超えていたものの、日本のバブル崩壊とともに低下傾向が続き、足下では1%台半ばにとどまっている。企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、個人部門に好影響を及ぼしつつある中で、アベノミクスの「第三の矢（成長戦略）」の強化などを通じて、企業の期待成長率を高めることが喫緊の課題である。

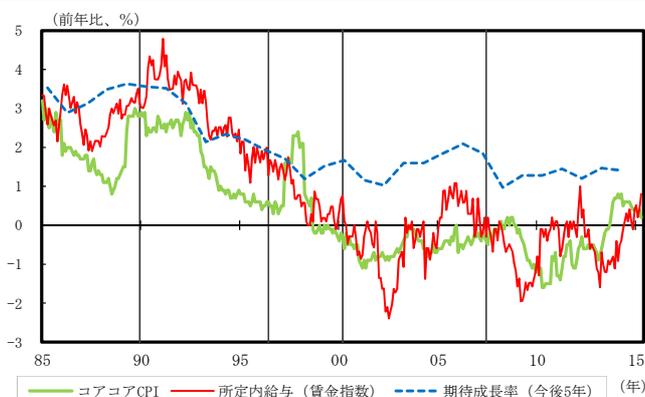
以上の考察からも、株価のさらなる上昇を展望する意味で、①デフレ脱却、②成長戦略の断行、という日本経済が長年抱えてきた「宿題」の重要性が再確認できるだろう。

図表7：企業の収益率



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) ROAと損益分岐点比率は4四半期移動平均値、全規模全産業（除く金融保険業）。  
 (出所) 日本経済新聞社、財務省統計より大和総研作成

図表8：物価、賃金、期待成長率



(注1) 縦線は日経平均（月末）の山、1989年12月、1996年6月、2000年3月、2007年6月。  
 (注2) コアコアCPIは、食料（種類を除く）およびエネルギーを除く総合。  
 (注3) 2014年4月の消費税率引き上げのコアコアCPIに対する影響は日銀資料により調整。  
 (注4) 期待成長率は今後5年間の見通しで、各調査年度の結果を当年度4月の値とした。  
 (出所) 日本経済新聞社、総務省、日本銀行、厚生労働省、内閣府統計より大和総研作成

## 1.2 日本経済のメインシナリオ

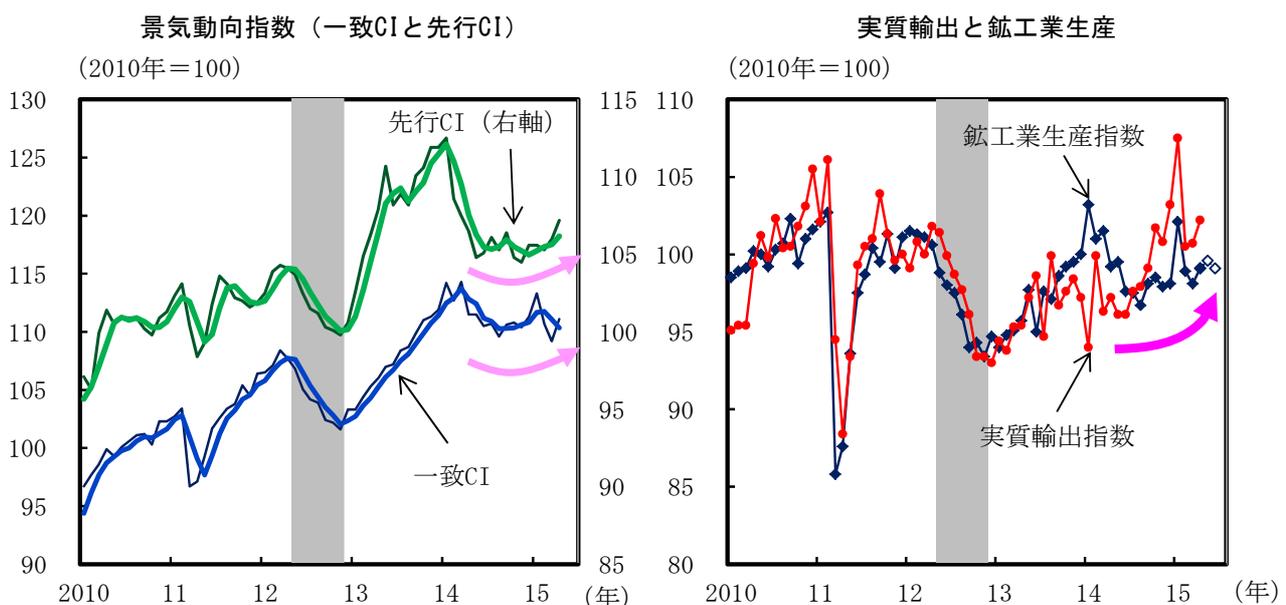
### 日本経済は緩やかな回復軌道をたどる見通し

日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

わが国の実質 GDP は2014年4-6月期から2四半期連続のマイナス成長となり、景気動向指数の一致CIを見ても、2014年1月をピークに低下傾向をたどっていた。しかしながら、実質 GDP は2014年10-12月期から2四半期連続のプラス成長となり、悪化傾向にあった一致CIも2014年8月を底に持ち直している。2014年1月を山にして始まった景気後退局面は同年8月前後までの極めて短い期間で終了し、9月以降、景気は再び拡張局面入りしたとみられる（図表9）。足下の一致CIは、統計上の特殊要因などによって振れが大きくなっているが、4月の生産予測調査がプラスとなっていることや、先行CIが底堅く推移していることなどを勘案すると、今後は緩やかな回復傾向に復すると見込んでいる。

景気拡大の背景には、増税後の反動減によって大きく落ち込んだ個人消費が底堅い雇用・所得環境を背景に、持ち直しの動きを続けていることがある。また、円安進行による押し上げ効果もあり、企業収益は改善傾向が続いており、設備投資などの企業部門の需要も底堅い。加えて、2012年末からの景気拡張局面において伸び悩んでいた実質輸出も増加傾向にある。こうした内外需の拡大を受けて、製造業の生産についても2014年の年央からならしてみると緩やかな持ち直しの動きが続いており、景気の底入れ感が強まっている。

図表9：一致CI、先行CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドーは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

## アベノミクスによる好循環は継続

今後もわが国ではアベノミクスによる好循環の継続が予想される。

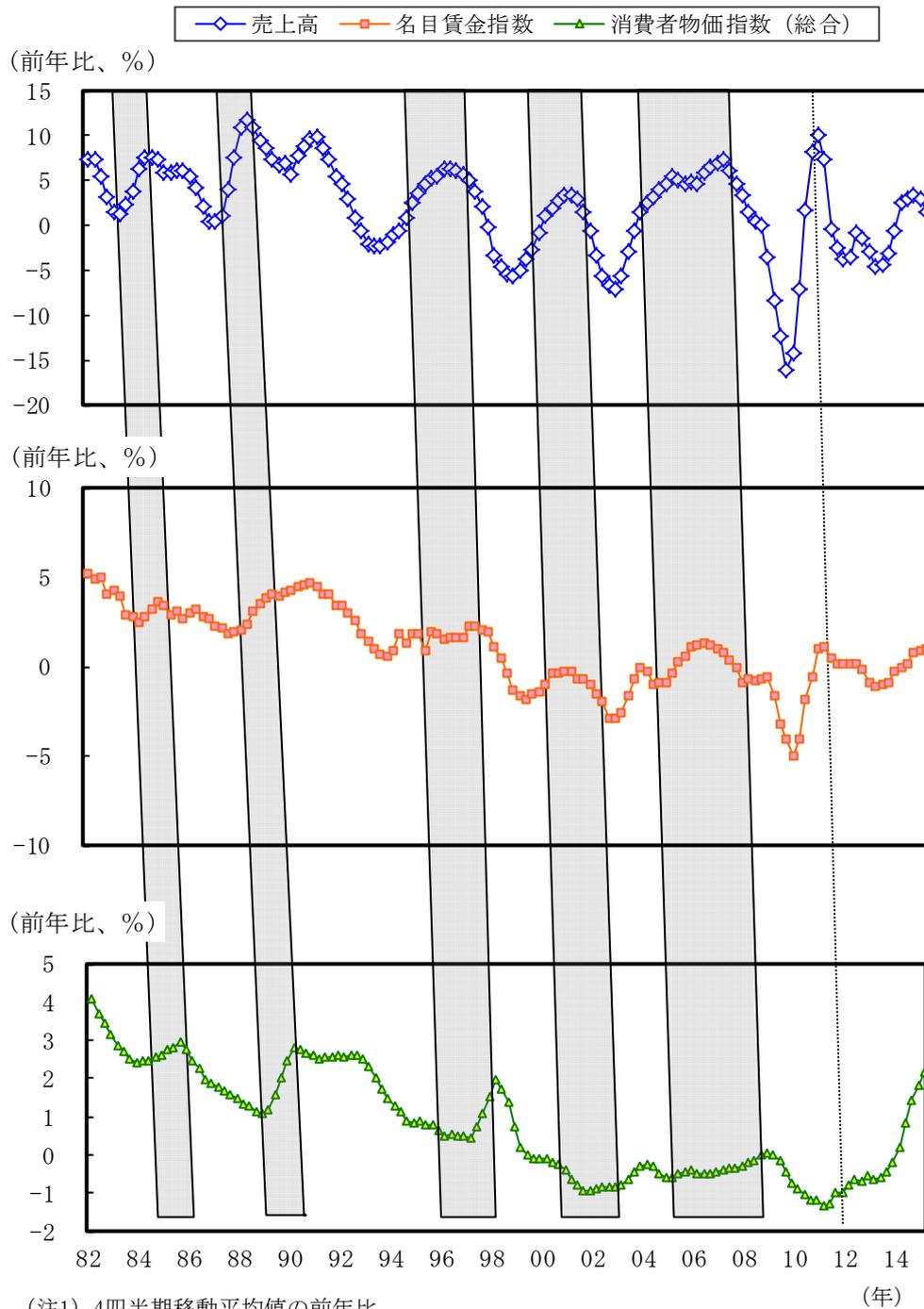
一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表 10**に示した通り、過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

実際、足下では、企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、ようやく個人部門に好影響を及ぼしつつある。2014年の春闘における賃上げ率は+2.2%と、15年ぶりの高い伸びを記録した。さらに、2015年の賃上げ率は前年を上回る伸びになると見る向きが多い。すなわち、大局的に見て、日本経済の底流では、アベノミクスが想定する「生産→所得→消費」という好循環が着実に継続しているのである。

図表 10 : 売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

(注2) シャドローは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

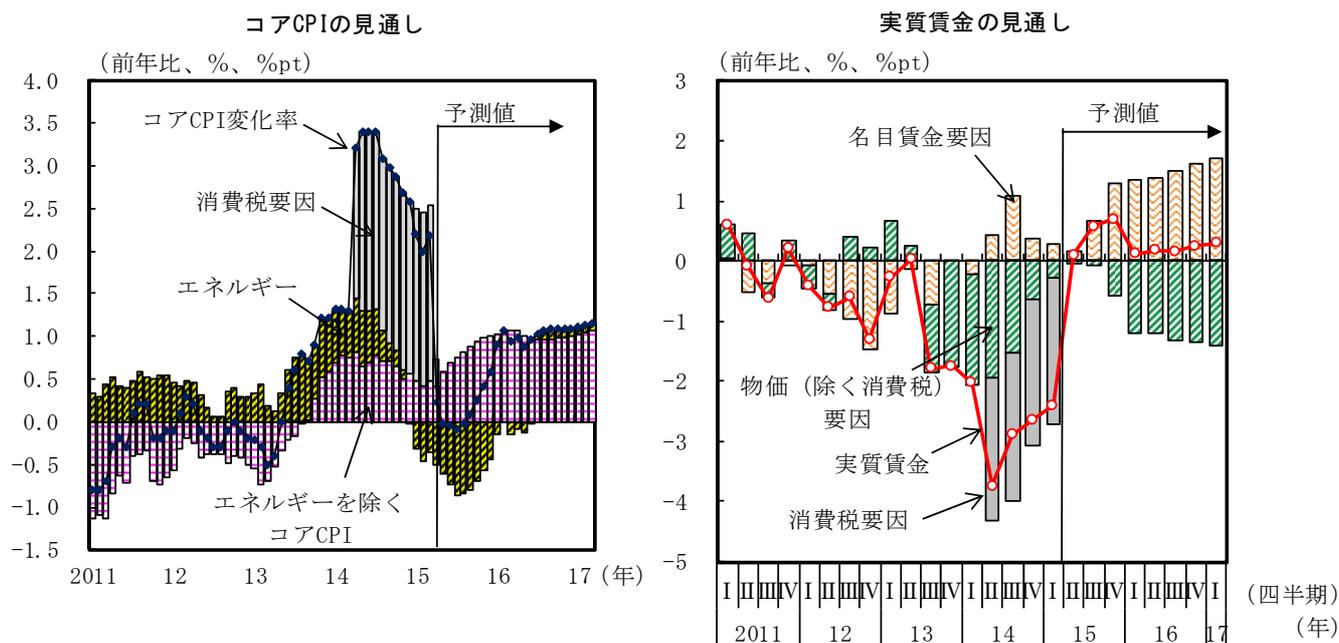
## エネルギー価格下落が実質賃金の押し上げ要因に

ここで、原油安が日本経済に与える影響について検証しておきたい。

原油価格の下落を踏まえて、コア CPI の先行きを見通すと、2015 年内についてはエネルギーによる押し下げがコア CPI の上昇を抑制する要因となろう。①足下で回復に向けた動きが見られている景気については拡大傾向をたどり、マクロ的な需給ギャップは改善が続く見込みであること、②原油安と同時に進行した円安による物価押し上げ効果が当面残存することなどから、エネルギー以外の物価については上昇傾向が継続する見通しである。しかしながら、エネルギー価格の下落による物価の下押し幅は一時的にエネルギー以外の要因による物価押し上げ幅を上回るとみられることに加えて、2014 年 4 月の消費税増税による物価の押し上げ効果も 2015 年 4 月には剥落するため、コア CPI は 2015 年春頃には前年割れとなる可能性が高まっている。

物価上昇率がいったんマイナスに転落する中、これまで低迷が続いてきた実質賃金は急速に改善する公算が大きい。消費税増税による影響がなくなる 2015 年 4-6 月期には実質賃金の前年比伸び率はプラスに転じるとみられる。また、原油価格の下落は企業収益の改善要因となり、その一部が家計に分配されることで名目賃金を押し上げる要因となろう。エネルギー価格下落による物価下押し圧力は徐々に剥落し、物価上昇幅は 2015 年半ば頃から再び上昇幅を拡大させていくとみられるものの、名目賃金も上昇基調が続くことから、実質賃金はプラス圏での推移が継続すると予想している。消費税増税に伴う物価上昇が実質賃金を押し下げ、そのことが増税後の個人消費停滞の要因になったことは記憶に新しいところであるが、今後、実質賃金が増加に転じるとみられることは、個人消費を活性化させる大きな原動力となるだろう。

図表 11：コア CPI、実質賃金の見通し



(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

## 原油価格の下落は 2015 年度の実質 GDP を+0.52%押し上げ

原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したものが**図表 12**である。シミュレーション結果によれば、2014 年 6 月時点で 105 ドル/bbl だった原油価格が下落したことによって、2014～2016 年度の実質 GDP の水準はそれぞれ 2014 年度：+0.19%、2015 年度：+0.52%、2016 年度：+0.42%押し上げられる計算となる。また、実質 GDP 成長率に対する影響はそれぞれ+0.19%pt、+0.34%pt、▲0.10%pt となる。

需要項目別の内訳を見ると、実質賃金の増加を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の増加が設備投資を押し上げる要因となろう。また、企業収益の増加分は一部が賃金として家計に分配されるとみられ、企業所得の増加は家計需要の増加にも寄与することとなる。なお、原油価格の下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、住宅投資や設備投資を抑制する要因となるが、そのマイナス効果は所得増加によるプラス効果を下回るものと考えられる。

物価については、輸入物価の下落によって CGPI、CPI、ともに押し下げられ、内需デフレーターは大きく低下することとなるが、控除項目である輸入デフレーターが大きく低下することで、GDP デフレーターは上昇する。この結果、名目 GDP は実質 GDP 以上に押し上げられる。

また、輸入の 4 割弱にも上る資源輸入金額が大きく減少することで、貿易収支赤字が大幅に縮小し、経常収支黒字幅は大きく拡大する見込みである。貿易収支については、東日本大震災をきっかけに赤字での推移が続いてきたが、原油価格の急落によって、これまで見通せなかった黒字化が現実味を帯びてきている。

以上、見てきたように、原油価格の下落は日本経済にとって非常に大きなメリットをもたらす。2014 年初から半ばにかけて停滞した日本経済は、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

図表 12：原油価格下落が日本経済に与える影響

		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入	名目GDP	GDPデフレーター	GDP成長率
		%	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	0.19	0.27	0.45	0.91	0.16	0.96	1.15	0.95	0.19
	2015年度	0.52	0.84	2.09	2.23	0.33	2.68	2.41	1.88	0.34
	2016年度	0.42	0.61	1.54	2.19	0.29	2.20	2.26	1.83	-0.10
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.05	0.07	0.09	0.25	0.05	0.25	0.31	0.26	0.05
	2015年度	0.19	0.35	0.85	0.58	0.11	0.98	0.56	0.37	0.14
	2016年度	0.11	0.20	0.37	0.35	0.06	0.57	0.28	0.17	-0.08
原油価格20%上昇	2014年度	-0.02	-0.01	0.01	-0.13	-0.03	-0.08	-0.16	-0.14	-0.02
	2015年度	-0.09	-0.07	-0.21	-0.65	-0.10	-0.43	-0.75	-0.66	-0.07
	2016年度	-0.10	-0.08	-0.43	-0.77	-0.10	-0.49	-0.85	-0.75	-0.01

		経常収支/ 名目GDP	輸入物価	輸出物価	CGPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業 活動指数	全産業活動 指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
WTI=105ドルシナリオとの差	2014年度	1.08	-7.07	-0.81	-1.08	-0.32	0.38	0.20	0.22
	2015年度	2.16	-14.52	-1.66	-2.34	-0.97	1.04	0.55	0.61
	2016年度	2.12	-12.87	-1.43	-2.07	-0.86	0.88	0.48	0.52
WTI=70ドルシナリオとの差	2014年度	0.30	-1.97	-0.26	-0.34	-0.08	0.10	0.05	0.06
	2015年度	0.51	-4.49	-0.54	-0.75	-0.43	0.36	0.18	0.21
	2016年度	0.32	-2.62	-0.31	-0.44	-0.35	0.21	0.10	0.11
原油価格20%上昇	2014年度	-0.15	0.93	0.13	0.17	0.01	-0.03	-0.02	-0.02
	2015年度	-0.65	4.38	0.51	0.71	0.03	-0.19	-0.12	-0.12
	2016年度	-0.73	4.58	0.51	0.73	0.03	-0.23	-0.14	-0.15

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。

(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

WTI=70ドルシナリオでは、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばいと仮定。

(出所) 大和総研作成

## 行き過ぎた海外設備投資は円安の効果で修正される公算

最後に、最近マスメディアなどをにぎわしている、「設備投資の国内回帰」について検証したい。

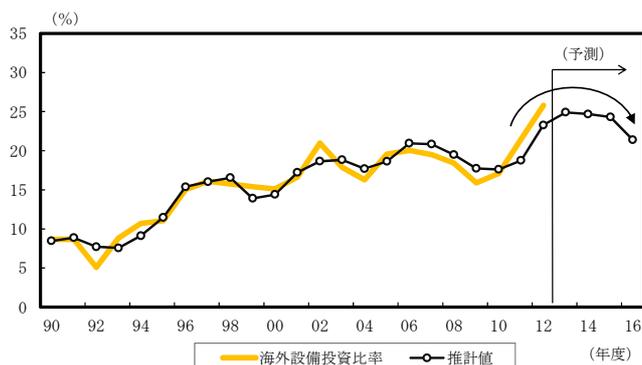
以下では、海外設備投資比率を、①海外生産比率、②実質実効為替レート、の2つの決定要因によって推計し、今後の動向について展望する<sup>3</sup>。

第一に、海外設備投資比率は、短期的な上下動を伴いつつも、長期的な上昇傾向が続いている（図表13）。この要因を確認すると、構造的には、日本のインフレ率が海外よりも低いことからインフレ格差要因がマイナスに寄与する一方で、国内市場よりも海外市場の拡大ペースが速いことが、継続的に海外設備投資比率を高める方向に作用していることが分かる（図表14）。また、名目実効為替要因に関しては変動を伴いつつ、長きにわたる円高傾向を背景に海外設備投資比率の押し上げに寄与している。

第二に、過去の円高局面では、円高が進行してから2～3年後に名目実効為替要因が大きく上昇しており、企業の海外移転を加速させる原因となっていた。すでに指摘した通り、企業の生産拠点の配置は、長期的に見ると海外と日本国内の需要と生産コストの差に比例する形で決定されるが、急速な円高の進行は、国内外の相対的な需要と生産コストに基づくトレンドから乖離させる形で、海外設備投資比率を上昇させてきたとみられる。

結論として、国際通貨基金（IMF）による世界経済の見通しや、最近の名目実効為替レートに基づいた推計結果によれば、海外設備投資比率は、2012年秋以降の円安進行を背景に、2014年度以降、低下に転じることが予想される。

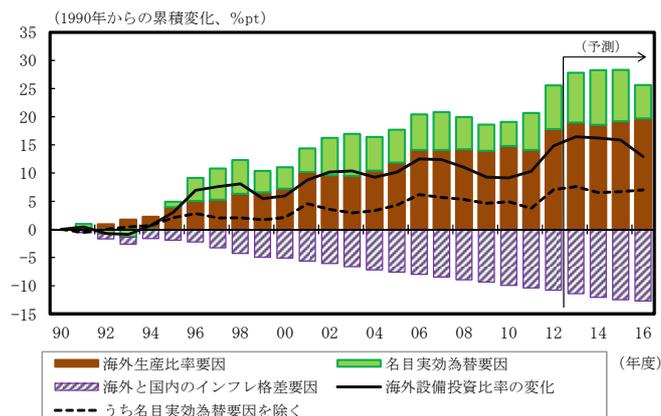
図表13：製造業の海外設備投資比率



- (注1) 海外設備投資比率は、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査」、海外生産比率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を利用。
- (注2) 海外設備投資比率の推計式は、以下の通り。  

$$\text{海外設備投資比率}(t) = -75.44 + 1.11 \times \text{海外生産比率}(t) + 16.55 \times \ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$$
 全て1%有意。推計は、GMM法による。操作変数に、定数項、海外生産比率(t-1)、世界と日本の名目GDP比(t-3)、 $\ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$ を利用。
- (注3) 先行きの値は、海外生産比率を、世界と日本のGDP比(PPPベース)(t-2)と名目実効為替レート(t-2)によって推計した結果を利用して延長。
- (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

図表14：製造業の海外設備投資比率の要因分解



- (注) 海外と国内のインフレ格差要因は、名目実効為替レート/実質実効為替レートによる。日本のインフレ率(≠生産コストの上昇)が海外より低い場合は押し下げに寄与。
- (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

<sup>3</sup> 海外設備投資比率の要因分解の結果は、推計方法や利用するデータ期間の影響を受けるため、ある程度の幅を持って見る必要がある。

## 2. 論点①：日米欧3極の非伝統的金融政策の効果を検証する

### 2.1 非伝統的金融政策の効果を横断的に比較

#### 効果の異なる各国中央銀行の非伝統的金融政策

本章では、日米欧3極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探りたい。

結論を先取りすると、**図表15**の通りである。

最初に目につくのは、日銀による「量的・質的金融緩和Ⅰ、Ⅱ」、FEDによる「LSAPⅡ、Ⅲ」、ECBによる「量的緩和」のいずれも株価が大幅に上昇しており、グローバルな株式市場が非伝統的金融政策を好感している様子がうかがえる点である。

次に、実体経済面での影響を見ると、家計部門の株式保有比率が高い米国において、株高による資産効果から個人消費が大きく伸びていることが分かる。日本でも株価上昇による資産効果を検出することはできたが、米国と比べると大きく見劣りする。

最後に、需給ギャップの改善と通貨安という2つの経路から、各国の非伝統的金融政策がCPIに与えた影響を検証すると、「日銀の量的・質的金融緩和が最も効果的であった」との結論が得られた。需給ギャップの改善度合いでは、わが国の量的・質的金融緩和の影響は米国のLSAPシリーズに比べると小さいものの、為替市場で急速な円安が進行したことが、CPIを大きく押し上げたとみられる。

図表15：非伝統的金融政策の効果の国際比較

		量的・質的金融緩和		LSAP		ECBの量的緩和	
		I	II	II	III		
金融市場の変化	長期金利	(%pt)	0.02	-0.10	-0.81	0.58	-0.24
	為替	(%)(-が通貨安)	-9.93	-3.99	1.14	9.49	-2.86
	株価	(%)	20.25	19.73	17.30	23.90	8.63
実体経済	個人消費	(%)	0.28	0.27	0.63	0.87	0.12
	輸出	(%)	0.87	0.35	-	-	0.24
	輸入	(%)	0.13	0.13	0.28	0.39	0.06
	実質GDP	(%)	0.29	0.20	0.38	0.53	0.15
CPI	GDPギャップの改善	(%pt)	0.03	0.02	0.10	0.13	0.03
	通貨安	(%pt)	0.15	0.06	-	-	0.02
	合計	(%pt)	0.18	0.08	0.10	0.13	0.05

(注) 網掛け部分に関しては本来想定される効果が検出されなかった。  
(出所) Bloomberg等より大和総研作成

## 2.2 分析手法の概要

### 各国ごとの部分均衡モデルによる効果の算出

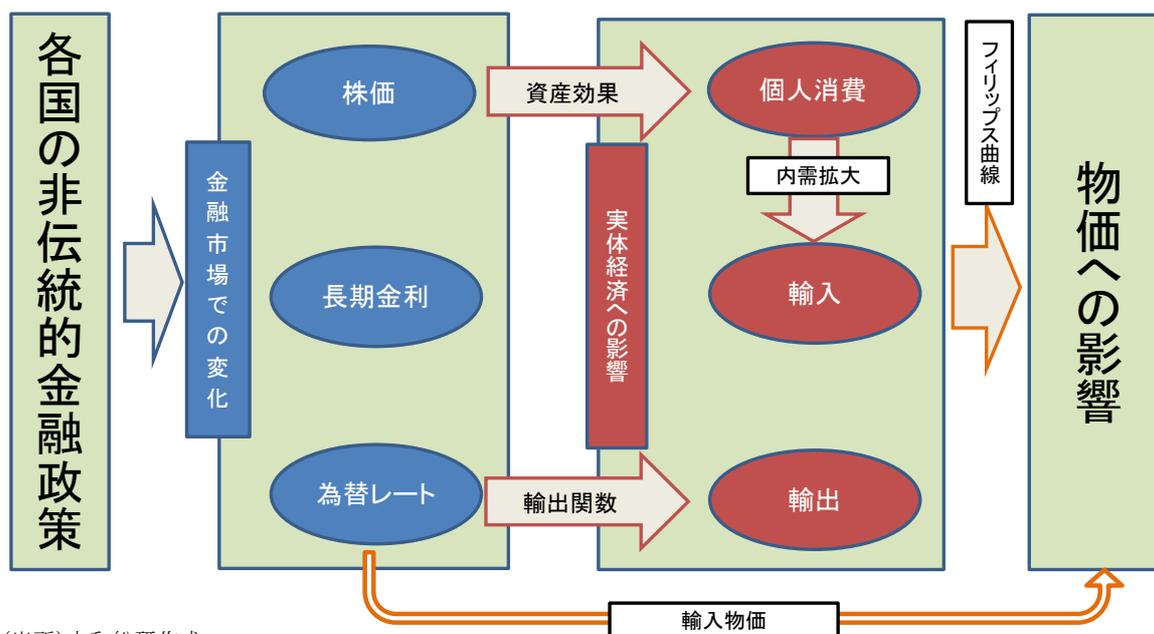
本章で採用した分析手法の概要をまとめると、**図表 16** の通りである。

第一に、各国で非伝統的金融政策が採用された期間の金融市場の変化(具体的には、各国の株価、長期金利、為替レートの変化)を観察した。

第二に、金融市場での変化が実体経済に与える影響を推計した。具体的には、各国の消費関数を推計し、株価の変化が個人消費をどの程度押し上げたかを試算した。同時に、個人消費の拡大が内需の増加を通じて輸入を誘発することから、輸入の増加額についても関数を用いて計測した。加えて、輸出関数を推計することで、為替レートが輸出をどの程度押し上げたかを試算した。最終的に、それぞれの項目の変化額を合計することで、各国の非伝統的金融政策が金融市場の変化を通じて実質 GDP を押し上げた効果を求めた。

第三に、実体経済の改善と通貨安による CPI への影響を推計した。具体的には、上記の方法で算出した GDP の変化がどの程度 GDP ギャップを縮小させたかを計測し、各国のフィリップス曲線を用いて、GDP ギャップ改善による CPI 押し上げ効果を試算した。加えて、日本で観察されたような通貨安が輸入物価の上昇を通じて CPI を押し上げる効果を推計するために、実際の CPI 上昇率とフィリップス曲線から推計される CPI 上昇率の乖離幅を、為替レートや AR 項で説明する関数を推計することで、為替レートが CPI を押し上げる影響を試算した。

図表 16 : 分析手法の概要



## 2.3 各国金融市場の反応

### 非伝統的金融政策に対する金融市場の反応

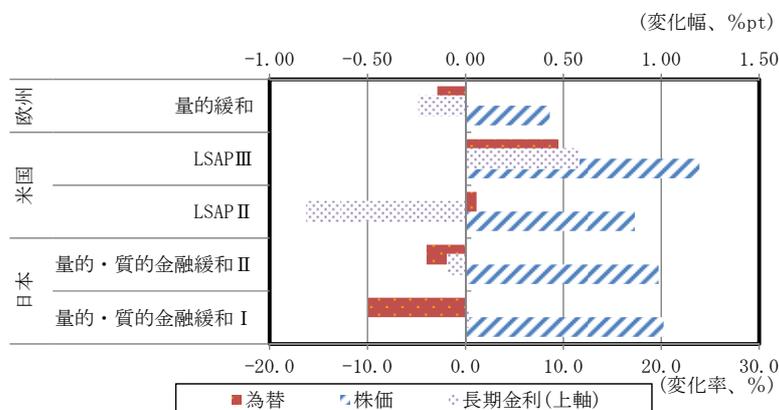
最初に、各国の非伝統的金融政策採用以降の金融市場の反応を見てみよう。いずれの政策も採用後に株価が上昇しているという共通点がある。ニュースやイベントに反応しやすい株式市場にとって非伝統的金融政策の採用は絶好の買い材料であることから、いずれの国においても共通の反応が示されたと言えよう。

日本やユーロ圏では、為替レートの減価が観察された。理論的にはゼロ金利下でのマネタリーベース拡大には通貨安を導く効果はないとの見方がある一方で、為替市場参加者の多くはゼロ金利下でもマネタリーアプローチによる通貨安を前提に行動しているとみられることから、非伝統的金融政策は自己実現的に通貨安を導くことができたのだろう。また、近年日本においては株価と為替の連動性が極めて高かったため、量的・質的金融緩和による通貨安・株高圧力がスパイラル的に働くことで、為替レートと株価を大幅に変動させることに成功した。

一方、LSAP が採用されていた時期に、米国ではドル高が進行した。LSAP シリーズにより、直感的にはドル安が進行するはずであるが、この間発生したユーロ圏の債務危機などの問題を背景とするドル高圧力が、LSAP によるドル安圧力を上回ったと評価できよう。

長期金利の変動を見ると、わが国の量的・質的金融緩和が効果的であったことが分かる。量的・質的金融緩和では、長期国債の購入額が膨大であっただけでなく、財務省から発行されて間もない長期国債も購入対象に含めたことから、リスクプレミアムを大幅に縮小することに成功したとみられる。ECB による量的緩和採用後も長期金利は低下しており、効果的であったと考える。欧州では ECB 以外の主要中央銀行もマイナス金利を採用したことを背景に、ユーロ圏の長期金利に低下圧力がかかっている。一方、LSAPⅢでは長期金利の上昇幅が大きい。これは同政策の採用期間中に、テーパリングに関するアナウンスメントが行われたことに市場が大きく反応したためである。こうした FED の経験を参考にすると、日銀や ECB でも、市場が量的緩和からの出口を意識すると、長期金利が急上昇する可能性があり要注意であろう。

図表 17：非伝統的金融政策採用後の金融市場の動向



(注) それぞれの政策の採用開始から終了までの変化幅。現在進行中の政策については、採用日から2014年度末までの変化幅とした。

(出所) Bloombergより大和総研作成

## 2.4 GDP の押し上げ効果は FED、CPI への影響は日銀に軍配

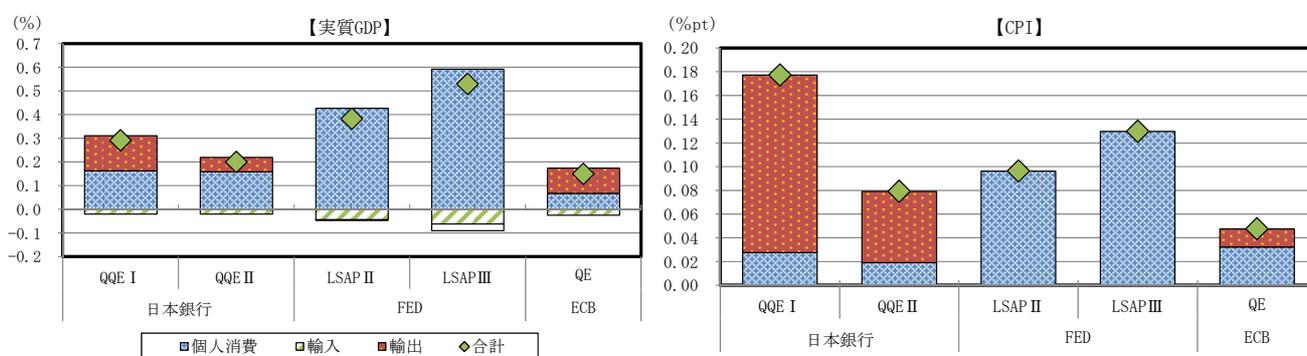
### 量的・質的金融緩和の円安を通じた CPI 押し上げ効果が顕著

最後に、前項でまとめた金融市場における変化が、各国の実体経済や CPI に対してどのような影響を与えたか、定量的な分析を試みた。

**図表 18** 左図は、非伝統的金融政策が実質 GDP に与えた影響を試算したものである。具体的な推計方法としては、①株価上昇による個人消費の増加、②個人消費の増加に伴う輸入の増加、③為替レートの減価に伴う輸出の増加、という 3 つの効果の合計値により、非伝統的金融政策が実質 GDP をどの程度押し上げたかを試算した。試算結果を見ると、FED の LSAP シリーズが実体経済の改善に最も効果的であった可能性が示唆される。米国では、LSAP 採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。日本やユーロ圏においても株価が上昇したことで、資産効果による個人消費の増加が GDP を押し上げたが、米国と比べるとその度合いは小さい。ただし、日本およびユーロ圏では、非伝統的金融政策に対する為替市場の反応が米国よりも敏感であったことから、為替レートの減価を通じた輸出の増加が GDP を押し上げている。

次に、**図表 18** 右図では非伝統的金融政策の CPI への影響をまとめた。具体的には、①フィリップス曲線を推計した上で、上記の方法で算出された GDP の押し上げ効果が需給ギャップの改善を通じて、CPI を押し上げた度合いを推計し、②CPI の実績値と上記フィリップス曲線による推計値の残差を、為替レートと 1 階の AR 項で回帰することで、為替レートの CPI 押し上げ効果を試算した。結果を見ると、日銀の QQE I において CPI が大きく押し上げられていることが分かる。日銀の金融政策は、すでに指摘した通り、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことが CPI に対する大きな上昇圧力を生じさせた。他方、ユーロ圏では、量的緩和を通じて CPI は小幅ながら押し上げられているものの、デフレ懸念を払しょくするには力強さに欠ける。このため、今後 ECB はさらなる追加緩和を迫られる可能性が高いだろう。

図表 18：非伝統的金融政策の効果（左図：実質 GDP、右図：CPI）



(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。白抜きは為替の影響を考慮した場合の影響。  
(出所) 大和総研作成

(注) LSAP II、LSAP III に関しては為替の効果が検出されなかったため、為替の影響を除いた値。  
(出所) 大和総研作成

### 3. 論点②：「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

#### 米国長期金利の見通しとリスクシナリオ

FED の利上げに伴い世界経済には逆風が吹くことが懸念されているが、その影響のマグニチュードはどの程度のものなのだろうか？一方で ECB が量的緩和を導入したが、米国と欧州の金融政策のいずれの影響が大きいのだろうか？本予測の 2 つ目の論点として、本章では、米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響について分析する。

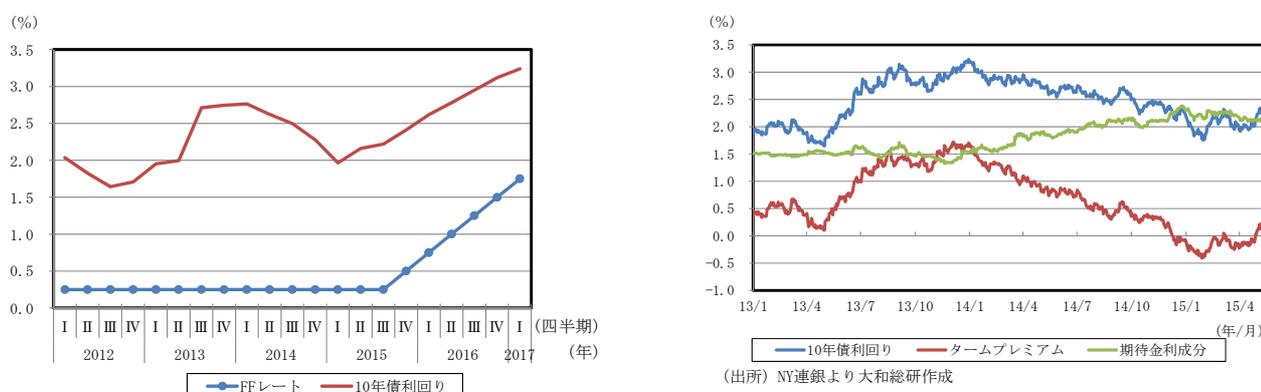
本論に入る前に、米国長期金利の見通しについて簡単な説明を行いたい。

**図表 19** の左図は米国の長期金利の見通しを示したものである。見通し期間中の米国経済を俯瞰すると、①実体経済は緩やか改善が続く見通しであること、②物価も上昇傾向が続くとみられること、という 2 点から長期金利には緩やかな上昇圧力がかかる。加えて、このような状況下で、FED が一定のペースで利上げを進めることで、長期金利は緩やかな上昇が続くとみている。

なお、メインシナリオでは長期金利は緩やかな上昇を見込むが、リスクシナリオとしてタームプレミアムの上昇には一定の留意が必要であろう。特に、FED の出口戦略との関連で、長期国債への再投資のペースがタームプレミアムに重大な影響を与えると考えられる。現時点で FED は長期国債の再投資の減少ペースに関してガイダンスを発表しておらず、マーケットでもコンセンサスは形成されていない状況だ。2015 年に関しては償還を迎える国債の金額は大きくないことから、再投資の減少ペースは大きな問題とならないものの、2016 年に入ると償還国債は急激に増加することから、再投資の減少ペースが債券需給を通じてタームプレミアムに与える影響度合いも拡大することが予想される。このため、2015 年後半にも発表されるであろう、再投資に関するガイダンスが長期金利に与える影響には警戒が必要だ。

以上の点に留意しつつ、本予測の前提となる米国の金利見通しを述べると、FED の利上げ開始時期は 2015 年第 4 四半期と想定している。米国長期金利に関しては緩やかな上昇を見込んでおり、2016 年末には 3%程度まで上昇すると予想している。

図表 19：米国長期金利の動向（左図：米国の金利見通し、右図：長期金利の要因分解）



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

(出所) NY連銀より大和総研作成

### 3.1 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？

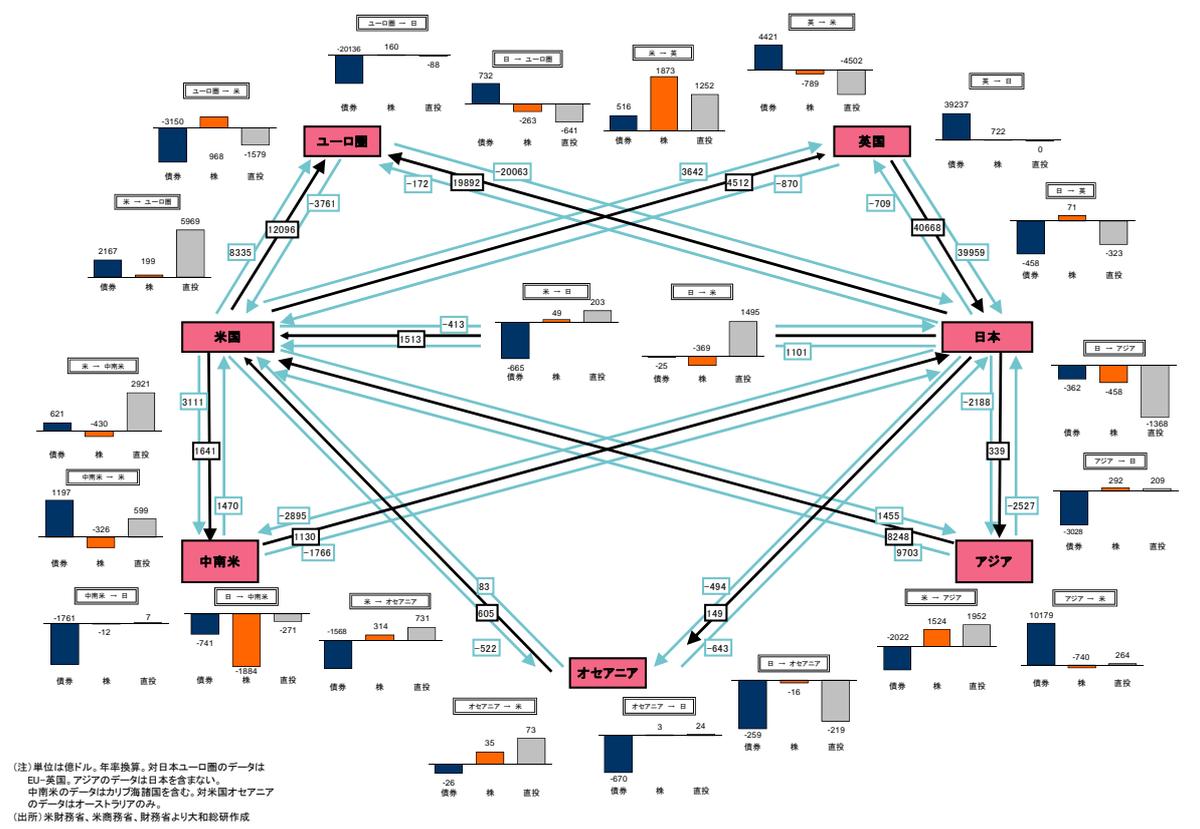
#### 世界的な金利上昇圧力とドル高が世界経済の重石に

以下では、本章のメインテーマである、米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響について検証していきたい。

最初に、米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表 20** に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇することになる。結果的に、世界的な金利の上昇は、世界経済を下押しすることが懸念される。

次に、米国金利の上昇に伴うドル高は、一義的には輸出競争力の変化を通じた所得分配、すなわち米国から米国以外への需要のスピルオーバーをもたらすにすぎない。ただし、ドルで資金を調達している国、とりわけ新興国にはマイナスの影響が見込まれる。新興国の中でも、とりわけドルペッグなどの硬直的な為替制度を採用している国は、いわゆる「通貨防衛のための利上げ」を迫られるケースもあり、最悪のケースでは外貨準備を使い果たして、「通貨危機」的な状況に陥ってきたということは過去の歴史が示している通りである。

**図表 20 : グローバルマネーフロー (2014 年)**

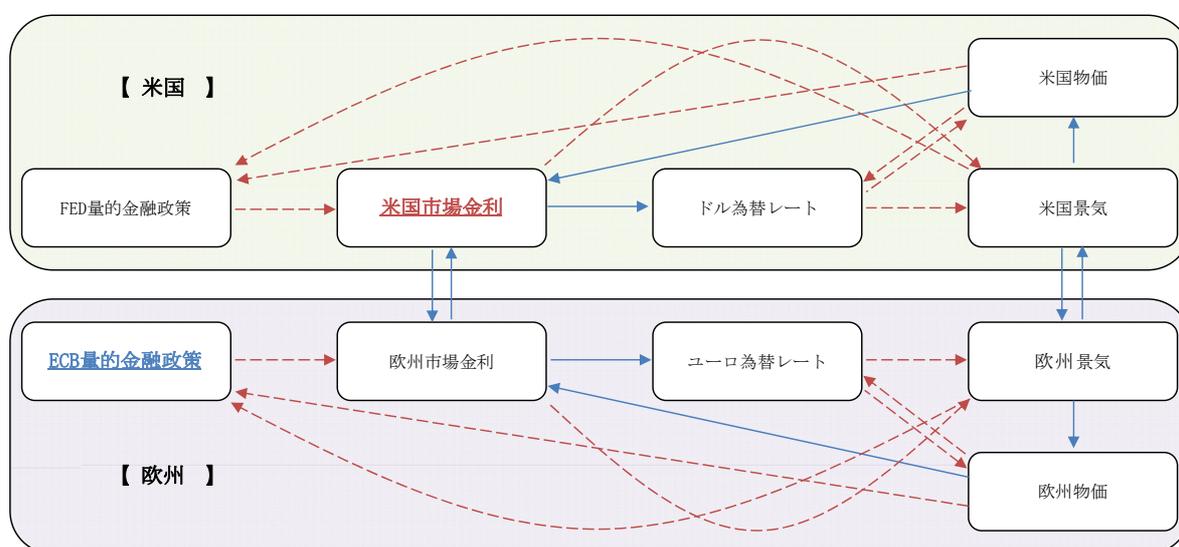


## 世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえて、本予測では、世界経済モデルを構築して、米国と欧州における金融政策の発動が世界経済および日本経済に与える影響について試算した。

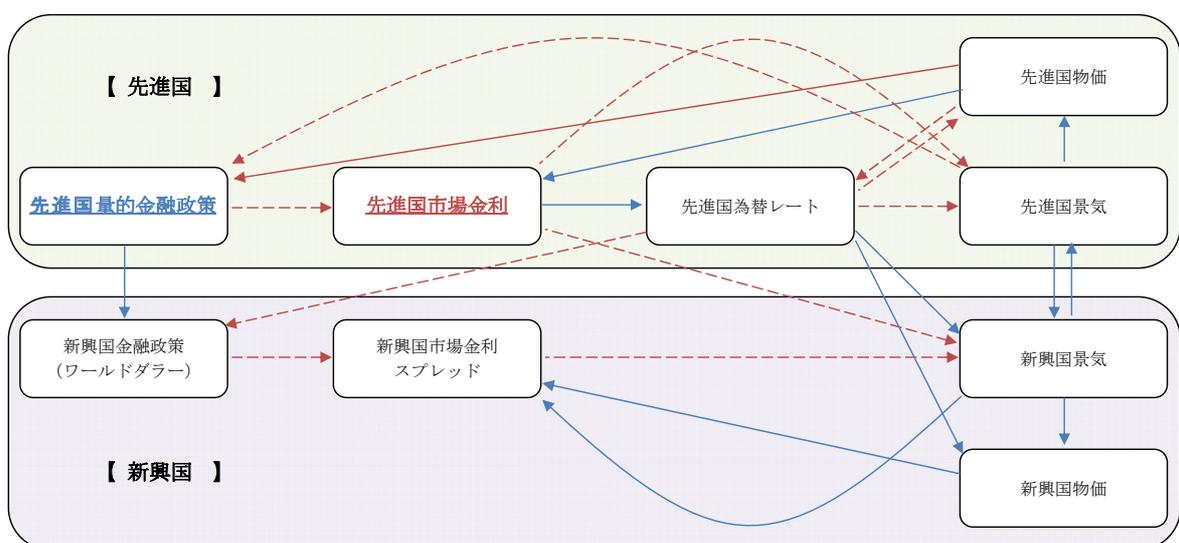
**図表 21、図表 22** にモデルの概要を示したが、これらはそれぞれ、先進国間、および先進国と新興国の間での景気連動を示している。具体的には、当社の世界経済モデルは、①先進国間の動きとしては「金利」と「為替」の変動を通じて実体経済が影響を受ける、②先進国と新興国の間では、金利や為替の変動の結果として「外貨準備」や「金利スプレッド」が変動し、これにより実体経済が影響を受ける、というメカニズムを取り込んだものとなっている。

図表 21：米国と欧州の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。  
(出所) 大和総研作成

図表 22：先進国と新興国の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。  
(出所) 大和総研作成

## 3.2 欧州の量的緩和は世界経済を支えることができるのか？

### 米国利上げの悪影響は不可避だが、過度の悲観は禁物

米国が利上げに向かうと予想される一方で、ECB は量的緩和を導入し、2015年3月から月額600億ユーロの国債購入を2016年9月まで継続することを決定している。欧州の量的緩和は欧州金利の低下、先進国金利や新興国の外貨準備、金利スプレッドなどの変動を通じて世界経済を下支えすることが見込まれる。

最終的に、欧州の量的緩和は米国の利上げの悪影響を相殺することができるのだろうか？

この疑問に答えるべく、世界経済モデルを用いて試算した結果をまとめたものが**図表 23**だ。当社の試算結果から得られるインプリケーションは以下の3点である。

第一に、FEDによる利上げの悪影響を、ECBの量的緩和では相殺することは難しい。最も左の列にFEDの利上げとECBの量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017年までの累計で世界経済を0.25%程度押し下げる」ことが見込まれる。

第二に、米国自身も利上げの悪影響を受けるわけであり、現在のFEDの方針として景気にネガティブな影響を与えるほどのペースで利上げを実施するスタンスではない。逆に言えば利上げをすることはよほど米国の景気が良くなっていくということが前提条件となる。このため「米国の景気に中立的なペース」で利上げが行われた場合にどうなるかを考察しておくことがより現実的になってくる。そのようなケースでの試算値を、**図表 23**の最も右の列に示している。この試算値は、仮にFEDの利上げが「米国の景気に中立的なペース」に収まるのであれば——言葉を換えれば、FEDの利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、世界経済への悪影響はほとんどないということを示唆している。

第三に、もう1つ注目すべきポイントとして、「(中国以外の) 新興国は『テールリスク』ではなくなった」という点を強調しておきたい(中国については後述する)。確かにドル高によって新興国が金融面からネガティブな影響を受ける経路はモデル上でも確認された。しかし、その規模はドル高によって輸出が促進される効果でおおむね相殺できるレベルにとどまっている。

**図表 23 : 世界経済モデルによる試算値**

		米国利上げ + 欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ + 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
米国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.14%	0.09%	0.00%
	2017年	-0.27%	-0.34%	0.13%	0.00%
ユーロ圏	2015年	0.02%	0.00%	0.04%	0.01%
	2016年	-0.06%	-0.15%	0.14%	0.02%
	2017年	-0.25%	-0.39%	0.20%	-0.01%
新興国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.08%	③ -0.12%	0.09%	-0.01%
	2017年	-0.24%	-0.31%	0.12%	-0.05%
世界	2015年	0.01%	0.00%	0.03%	0.00%
	2016年	① -0.08%	-0.13%	0.10%	② 0.00%
	2017年	-0.25%	-0.34%	0.14%	-0.02%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値（世界のGDPの約82%をカバー）。

(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注4) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

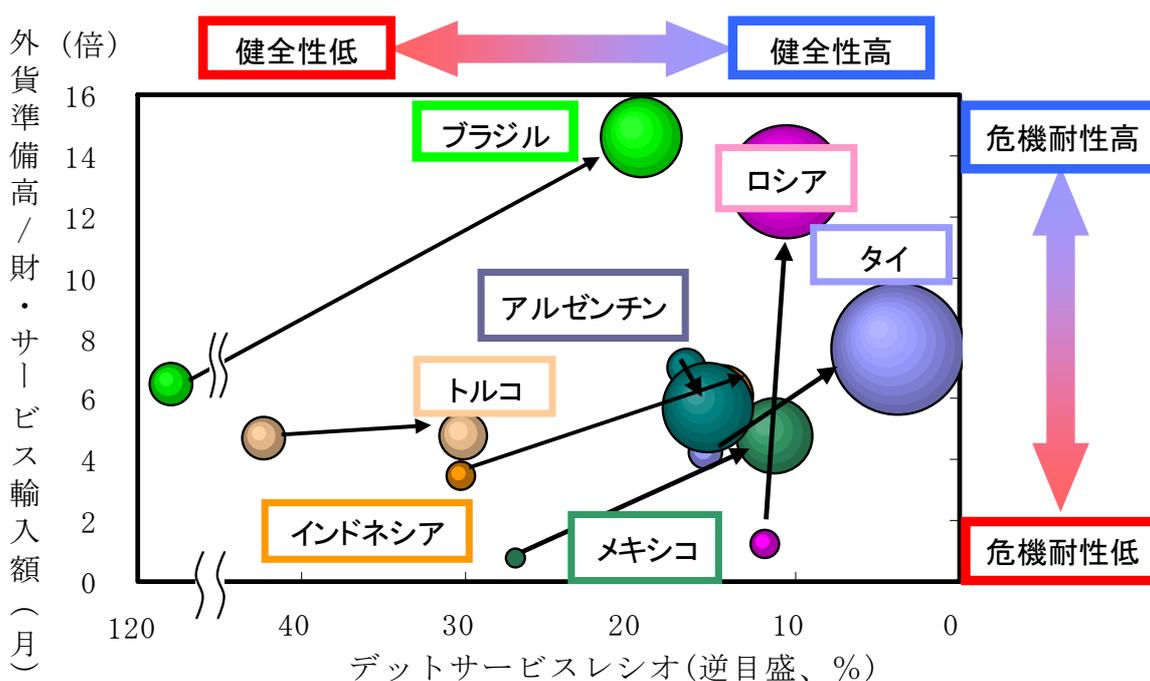
### 3.3 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？

#### 新興国のバランスシートは大幅に改善

なぜ（中国以外の）新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？最大の要因は、新興国の対外的なバランスシートが大幅に改善されたことである。

**図表 24** は、金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものである。各国とも過去の金融危機の教訓から、外貨準備を大幅に積み増している。絶対額が増加しているだけでなく、外貨準備の財・サービス輸入額（図表中の縦軸）や短期資本（図表中の丸の大きさ）に対する比率を見ても、各国ともおおむね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオに関して、各国とも危機発生時からおおむね低下（改善）している。

図表 24：新興国の危機耐性



(注1) 矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。

(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

(注3) 丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。

(丸が大きいほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

### 3.4 米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？

#### 日本経済の大幅な減速や有事の円高を心配する状況にはない

ここまでの考察を踏まえた上で、再度マクロモデルを用いて日本経済への影響を試算したものが**図表 25**だ。インプリケーションは以下の3点である。

第一に、米国が利上げに向かう中では日本経済も減速する影響は免れない。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017年までの累計で日本の実質 GDP を 0.18%程度押し下げる」ことが見込まれる。

しかしながら、第二に、米国の利上げが景気に中立的なペースにとどまる限りにおいて、その悪影響は限定的である。**図表 25**の最も右の列に「米国の景気に中立的なペース」で FED が利上げを行う場合の試算値を示しているが、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、日本経済への悪影響は極めて限定的だ。

第三に、新興国の「テールリスク」も大きく懸念すべき状況にはないため、「リスクオフ」進行に伴う大幅な円高や景気の大崩れを心配する必要は限定的であろう。**図表 25**の左から2列目に示している通り、米国の利上げは「有事の円高」ではなく、日米金利差の拡大を素直に反映したドル高・円安を招く可能性が高いだろう。

図表 25：日本経済モデルによる影響試算値

		米国利上げ＋欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
実質GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
	2016年	① -0.06%	-0.08%	0.05%	② -0.01%
	2017年	-0.18%	-0.23%	0.09%	-0.01%
輸出	2015年	0.02%	0.00%	0.07%	-0.02%
	2016年	-0.36%	-0.52%	0.34%	-0.03%
	2017年	-1.06%	-1.34%	0.50%	-0.05%
設備投資	2015年	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.13%	0.09%	-0.02%
	2017年	-0.29%	-0.37%	0.15%	-0.05%
名目実効円	2015年	0.02%	-0.07%	0.20%	0.02%
	2016年	-0.71%	③ -0.92%	0.44%	-0.71%
	2017年	-1.50%	-1.73%	0.48%	-1.50%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注3) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研短期マクロモデルを用いて大和総研試算

### 3.5 中国は「バブル」崩壊を防げるのか？

#### 金融緩和による景気刺激は可能だが、将来的な調整余地は増幅

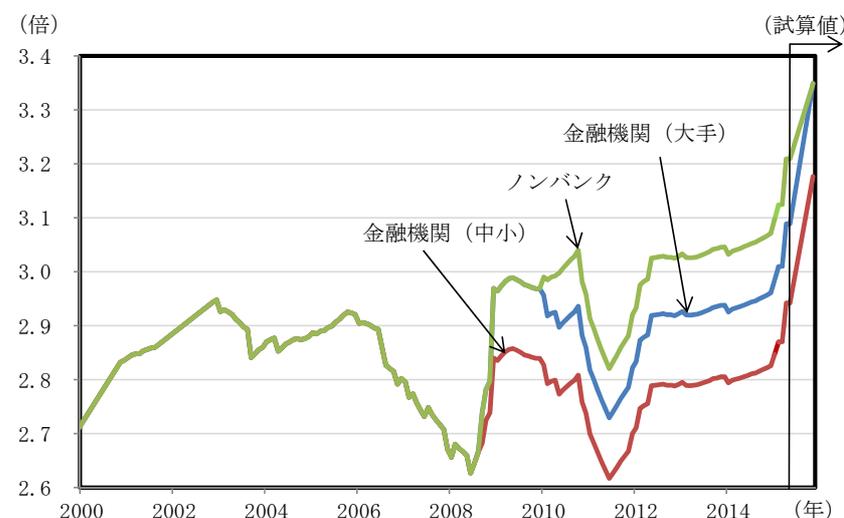
他方で、注意しておかなければならないのはやはり中国だ。足下までの中国の減速には構造的要因と循環的要因の双方が作用しているが、このうち循環的要因については、今後より一層悪化してくる可能性がある。中国人民幣は事実上ドルペッグされている。従って低金利のドル資金を調達し、人民幣建てで中国国内に投資することは、いわば確定的な収益を得ることが可能な投資であった。しかしドル建ての金利が上昇に向かう中で、利鞘は薄まる。同時に、為替介入による流動性供給の増大効果も薄まるため、市場における投機熱も減退してしまう。これらを踏まえると、米国の金利上昇が中国のバブル経済を崩壊させるトリガーとなる可能性には、一定の注意を払っておく必要があるだろう。

こうした動きに対して中国は預金準備率の引き下げで対応しており、今年に入ってからすでに合計 1.5%pt の引き下げが行われている。この結果、信用乗数は約 3.6% 底上げされるという計算となる。マネーストックに直すと約 4.6 兆元、名目 GDP に直すと約 2.3 兆元の規模だ。

なお、仮にリーマン・ショック後の水準まで預金準備率が引き下げられた場合には、追加的に信用乗数が約 8%（マネーストックに直すと 10.2 兆元）底上げされる効果が期待される（**図表 26**）。加えて 2014 年 11 月以降の 3 度にわたる利下げ（6.00%→5.10%）も、預金準備率引き下げの景気刺激効果を補完する役割を担うだろう。

ただし、政策的に景気が底上げされたとしても、金融緩和で余った資金が需要のない不動産開発や過剰な設備投資、あるいは金融商品の購入に使われた結果であるのならば、あくまで一過性のものである。結論として、中国の金融緩和は短期的には一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされるため、将来的な調整余地を増幅することになりかねず、中国経済の「テールリスク」は温存されることになるだろう。

図表 26 : 中国の信用乗数



(注) 試算値はリーマン・ショック後並みに預金準備率が引き下げられた場合の数値。

(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

## 4. 論点③：企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き

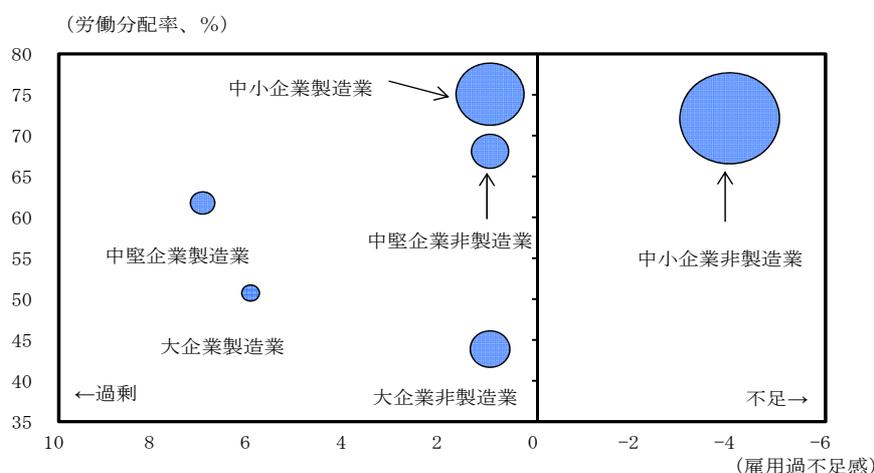
### 4.1 企業規模・産業別に見た、利益分配の定量分析

#### 中小企業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性

足下の日本経済は緩やかな拡大基調が継続しているが、とりわけ企業収益は極めて高い水準での推移が続いている。2012 年末以降の円安傾向が輸出売上を押し上げてきたことに加えて、固定費を中心とするコスト削減により企業の収益性は向上しており、法人企業統計に見るマクロの経常利益は2014 年 10-12 月期には過去最高水準を更新した。さらに、2014 年半ばから急速に進んだ原油価格の下落は、半年程度のタイムラグを伴って企業収益を押し上げるとみられることから、企業の利益は今後一層増加する公算が大きい。こうした良好な企業収益を背景に、ベースアップの動きが拡大するなど、「経済の好循環」は徐々に広がりつつあると言える。しかし一方で、設備投資に関しては持ち直しの兆しは見られているものの、依然伸び悩みが続いている。そこで本章では企業の利益分配という観点から賃金・設備投資の先行きを検討する。

**図表 27** は、企業規模別・産業別に雇用過剰感、労働分配率、設備投資の企業収益に対する弾性値を見たものである。本章の結論をあらかじめ述べると、雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になるとみられる。加えて、設備投資の企業収益に対する弾性値が大きいことから、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業非製造業では、雇用不足感が強く人件費の増加圧力は高まっているものの、労働分配率の水準が低いため、収益を経由した設備投資の押し下げは限定的なものになるとみられる。また、大企業製造業では人件費負担の増加が設備投資を抑制する可能性は低い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

**図表 27：企業規模別・産業別に見た雇用過剰感、労働分配率、設備投資の収益弾性値**



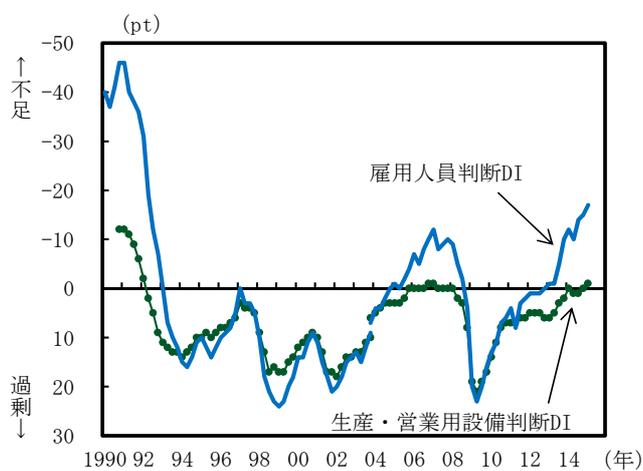
(注) プロットの大きさは設備投資の企業収益（キャッシュフロー）に対する弾性値。  
 雇用過剰感不足感日は銀短観「雇用人員判断DI」の2000年以降ピークからの乖離。2015年3月調査。  
 労働分配率は大和総研による季節調整値。2015年1-3月期時点。  
 (出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

## 高まる設備・雇用の不足感

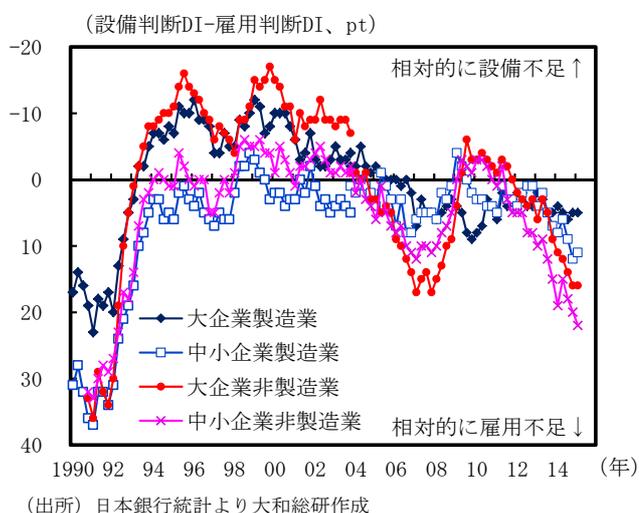
高水準の企業利益が設備投資や賃金などに、どのように分配されるかを考える上で、まず、それぞれの投資に対してどれほどの需要があるかを確認する。日銀短観における生産・営業用設備判断DI および雇用人員判断DI の推移を見ると（**図表 28**）、設備および労働力に対する需要は足下まで回復傾向にあることが分かる。設備判断DI については、リーマン・ショック以降、生産水準の回復が遅れる中で過剰超での推移が続いてきたが、足下でようやくリーマン・ショック以前と同水準まで改善し、過剰感がほぼ解消されている。また、雇用判断については 2013 年初から不足超での推移が続いてきたが、足下ではリーマン・ショック前のピークを上回る水準まで高まっており、労働需給が非常にタイトな状況にあることを示している。

次に、設備、雇用双方の不足感が高まる中、設備、雇用どちらの不足感がより切迫したものであるかを企業規模別・産業別に確認したものが**図表 29**である。これを見ると、いずれの企業規模、産業でも相対的に雇用の不足感が強い様子が見て取れる。とりわけ中小企業ではその傾向が顕著であり、人手不足が切実であった 1990 年代以来の雇用不足感となっている。大企業に関しては、非製造業では中小企業ほどではないものの、相対的に雇用不足感が高まりつつあることが確認できる。一方、製造業については、方向感として雇用不足が深刻になりつつあるものの、過去との絶対水準の比較においては、雇用不足感はそれほど深刻ではない。

図表 28：設備判断DI と雇用判断DI（全規模全産業）



図表 29：設備判断DI と雇用判断DI の差

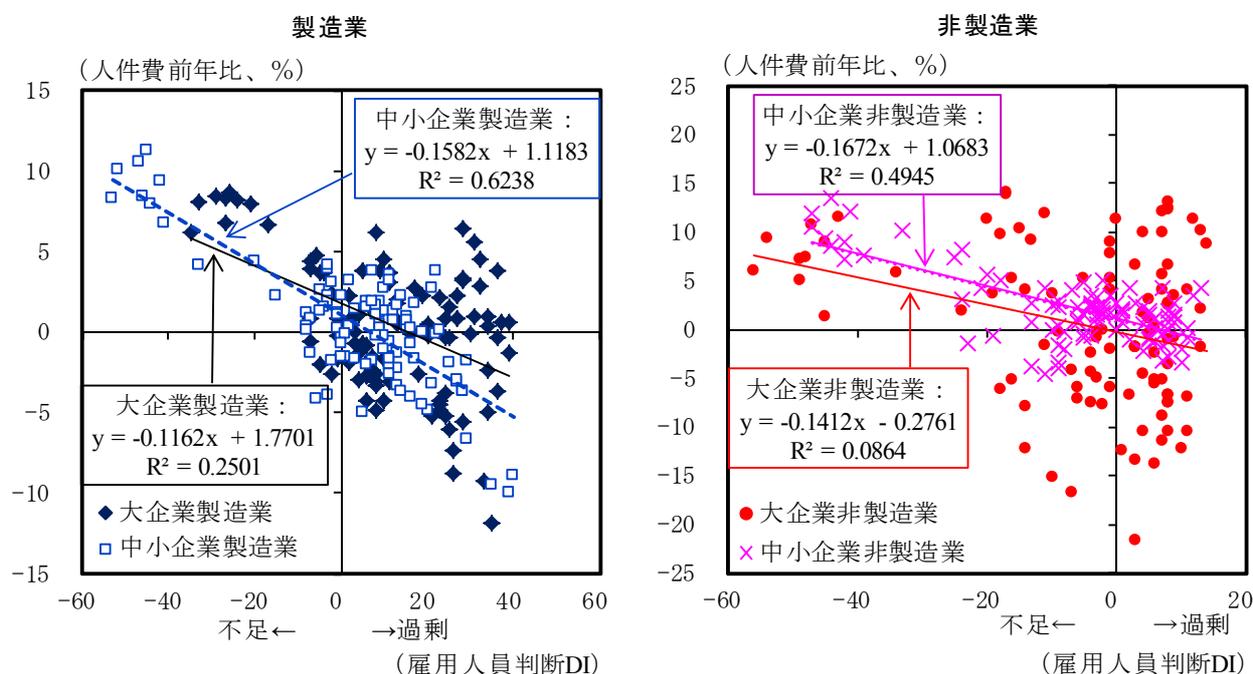


## 労働需給ひっ迫は中小企業を中心に人件費負担増加圧力に

ここまで見てきたように、景気拡大が続く中で、設備・雇用に対する需要は高まっており、とりわけ雇用の不足感が強まっている。こうした雇用不足感を解消するためには、企業は雇用者数を増加させる必要があり、企業の人件費負担は今後増加する可能性が高いだろう。失業率の水準は構造失業率に迫る水準まで低下し、有効求人倍率も1倍を上回って推移するなど、マクロの労働需給は非常にひっ迫した状況にある。このため企業が追加的に労働力を確保するためのコスト、すなわち賃金にも上昇圧力がかかる公算が大きいことも、人件費増加の要因になるとみられる。

実際に過去の雇用過不足感と人件費の関係を企業規模別・産業別に確認してみると(図表30)、大企業に関しては、製造業、非製造業の双方において、人件費と労働需給の関係性が弱い。すなわち労働需給以外の要因が人件費の増減に影響を与えているとみられる。一方で、中小企業では雇用過不足感と人件費の変化には一定程度関係性が見られており、雇用不足が人件費増加要因となる可能性が高いことを示唆している。前項で確認した通り、足下では経済全体として雇用のひっ迫感が高まる中、特に中小企業では雇用不足が深刻な問題となっており、過去の関係性に照らせば、中小企業では人件費負担が増加する公算が大きい。

図表30：企業規模別・産業別 雇用過不足感と人件費の関係



(注) データ期間は1990年1Q～2014年4Q。

(出所) 日本銀行、財務省統計より大和総研作成

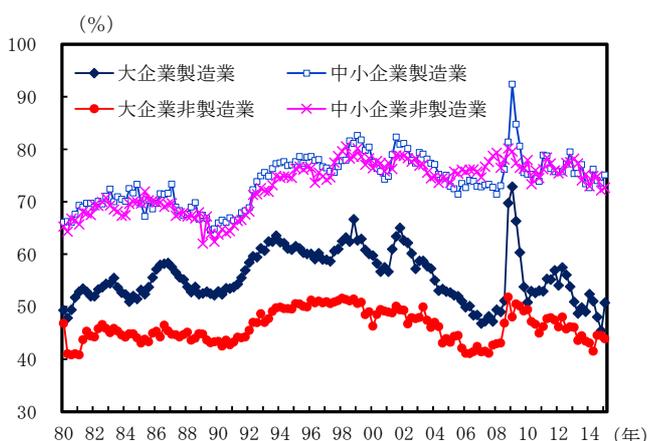
## 中小企業は労働分配率が高く、収益が設備投資に与える影響が大きい

利益処分という観点からすると、設備投資や株主分配などを優先して人件費を抑制するという可能性もあるものの、前項で確認した通り、相対的に雇用の不足感が高まっていることに加えて、マクロの労働需給が非常にひっ迫する中では、企業は労働力確保のために人件費の増加を余儀なくされるとみられる。人件費負担の増加は企業収益を押し下げる方向に作用するが、総コストに占める人件費の割合が高い企業、産業ほどその悪影響は大きくなる。**図表 31** は労働分配率の推移を企業規模別・産業別に見たものである。これを見ると、構造的に製造業、非製造業を問わず、中小企業の労働分配率が相対的に高いことが確認できる。つまり、人件費の増加が企業収益に及ぼす影響は中小企業ほど大きくなる。

ただし、企業収益の変化は設備投資に影響を与えるものの、それはあくまで設備投資を決定する一要因であり、収益の変化が設備投資に与える影響は企業ごとに一様ではないとみられる。そこで企業規模別・産業別に設備投資関数を推計し、企業収益の変化が設備投資に与える影響（弾性値）を比較すると（**図表 32**）、企業規模が小さいほど企業収益の変化が設備投資に与える影響が大きいという結果になった。

以上を踏まえると、雇用の不足感が強い中小企業は、コストに占める人件費の割合が高いため、人件費の増加が収益悪化要因になるとみられる。さらに、中小企業の設備投資は企業収益に対する弾性値が高いため、収益の変化が設備投資に大きな影響を与えることになる。ただし、人件費増加の背景には生産活動の拡大があり、これ自体は設備過剰感の解消を通じて設備投資需要を喚起する要因になることから、マクロの設備投資は増加基調が続く見込みである。相対的には中小企業での設備投資が伸びづらく、設備投資増加の中心はあくまで大企業になるとみられるが、中小企業についても需給要因を主因に設備投資は増加基調が続く可能性が高く、過度に悲観視する必要はないだろう。

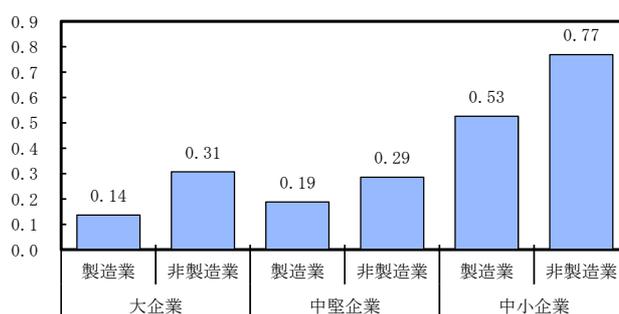
図表 31：企業規模別・産業別労働分配率



(注) 労働分配率 = 人件費 / (経常利益 + 人件費 + 減価償却費 + 支払利息)。  
大和総研による季節調整値。

(出所) 財務省統計より大和総研作成

図表 32：設備投資の企業収益に対する弾性値



(注) 図表の値は以下の規模別産業別設備投資関数における  $\alpha$  の値  
 $\ln(\text{実質設備投資}) = \alpha \ln(\text{実質キャッシュフロー}) + \beta \text{生産・営業用設備判断DI} + \gamma \text{実質金利} + \text{定数項}$   
 設備投資、キャッシュフロー、金利は設備投資デフレーターで実質化。  
 (出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

## 4.2 アンケート調査に見る企業の利益分配スタンス

### 大企業は設備投資、中小企業は従業員還元積極的に

最後に、視点を変えてアンケート調査を用いて企業の利益分配スタンスを企業規模別・産業別に確認してみる（**図表 33**）。まず、全産業ベースでの結果に注目すると、大企業では「設備投資」（60.3%）の重要度が最も高く、「内部留保」（56.1%）、「株主への還元」（55.4%）が続く結果となっている。「設備投資」が1位となったのは2007年度調査以来、7年ぶりであり、企業の設備投資意欲が改善傾向にあることが確認できる。一方、中小企業に関して見ると、「内部留保」（56.8%）の重要性が最も高く、「従業員への還元」（55.4%）がそれに次ぐ形となっており、大企業で1位となった「設備投資」の割合は39.8%と、大企業に比べるとその重要度は大きく後退する。

また、内訳をさらに製造業・非製造業に分けて見ると、中小企業の中でも製造業については「設備投資」（51.1%）の割合が比較的高く、全体の中で2位となっている。一方、中小企業非製造業では「設備投資」の割合が37.5%と、相対的に低位にとどまっており、投資に対して慎重な様子が見ええる。こうしたアンケート結果は、前項の定量分析とおおむね整合的であり、中小企業における雇用のひっ迫、人件費負担の増加が、設備投資を抑制する要因となる可能性を示唆していると言えよう。

**図表 33：企業の利益分配のスタンス**

（回答社数構成比、%）

	全産業					
	全産業		製造業		非製造業	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業
設備投資	① 60.3	39.8	① 69.7	② 51.1	② 55.4	37.5
新製（商）品・新技術等の研究・開発	24.9	14.3	43.8	26.5	14.9	11.8
関連会社への出資、M&A	10.3	3.7	9.8	3.1	10.5	3.8
有利子負債削減	21.8	30.2	24.3	27.6	20.4	30.7
新規雇用の拡大	7.3	19.1	2.8	20.0	9.7	18.9
従業員への還元	27.2	② 55.4	26.0	① 62.1	27.8	② 54.1
役員報酬・賞与	3.3	22.8	2.4	18.1	3.7	23.7
株主への還元	55.4	9.3	② 55.7	7.9	55.2	9.6
内部留保	② 56.1	① 56.8	44.3	47.9	① 62.4	① 58.6
その他	1.7	3.0	0.8	2.3	2.1	3.2

（注1）10項目中1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比。

（注2）2014年度実績、調査時点は2015年1-3月期。

（出所）内閣府、財務省統計より大和総研作成

## 5. 日本経済が抱える4つのリスク要因

### 日本経済が抱える4つのリスク要因

本章では、日本経済が抱える4つのリスク要因について考察する。

今後の日本経済のリスク要因としては、①財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

## 5.1 リスク要因①：財政規律喪失への懸念を背景とする「トリプル安（債券安・円安・株安）」

### 財政規律喪失の懸念

第一のリスク要因は、財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行である。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション（負債の現金化）」の色彩を帯びる。もしわが国で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

### 日本経済の5つの構造変化

日本政府は、将来的な日本経済を取り巻く環境の激変を念頭に置き、着実に財政再建に取り組む必要がある。図表 34 に示した通り、日本経済を取り巻く環境は、中長期的に見ると、①財政赤字の拡大、②経常収支黒字の減少、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（もしくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。いわば「オセロゲーム」のように、上記①～⑤の要素が一気にひっくり返ってしまう危険性が強まるのだ。こうした構造変化は、「ゆで蛙」のようであった日本経済をいきなり熱湯の中に投げ込むほどの衝撃を与えるだろう。

第一に、今後、世界最速のペースで高齢化が進展する中、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

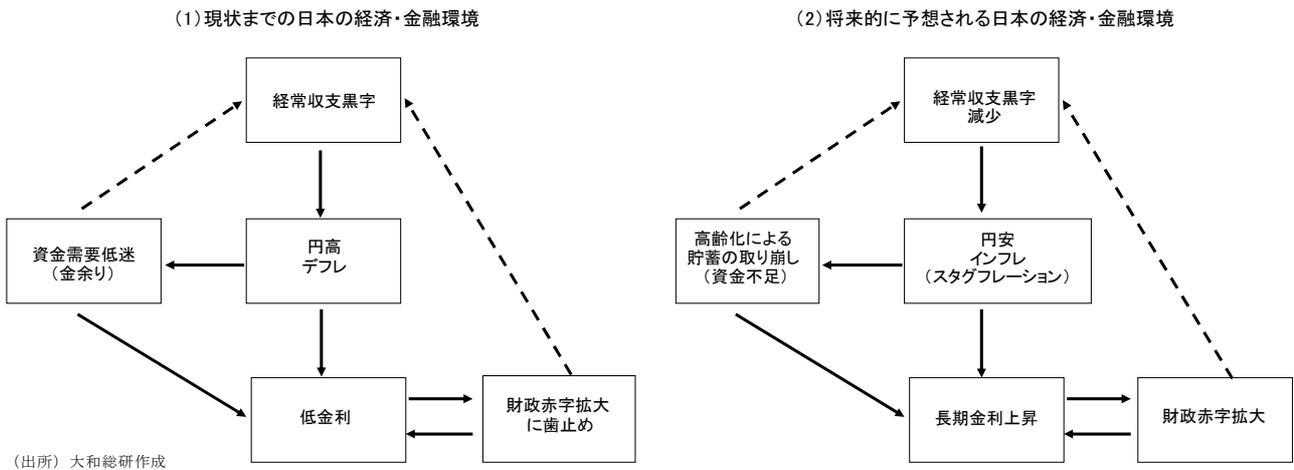
第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常収支黒字が減少する可能性がある。マクロ経済学の世界では「経常収支（海外部門の貯蓄超過）＝財政収支（公的部門の貯蓄超過）＋民間部門の貯蓄超過」という恒等式が成立しているからである。

第三に、為替市場では、日銀が金融引き締めに移るタイミングは諸外国の中央銀行よりも遅れるとみられることなどから、円安基調が続く公算である。

第四に、日銀の量的・質的金融緩和などを背景に、わが国の「デフレ」的な環境は曲がり角を迎えつつある。財政規律の喪失を背景に、円相場が経済のファンダメンタルズと乖離する形で大きく下落する局面では、国民生活を圧迫する輸入インフレ圧力の昂進が懸念される。

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが強まる。つまり、わが国でも、「国債暴落」という「狼」がついとその姿を現すことになるかもしれないのだ。

図表 34 : 日本経済を取り巻く環境の変化 (概念図)

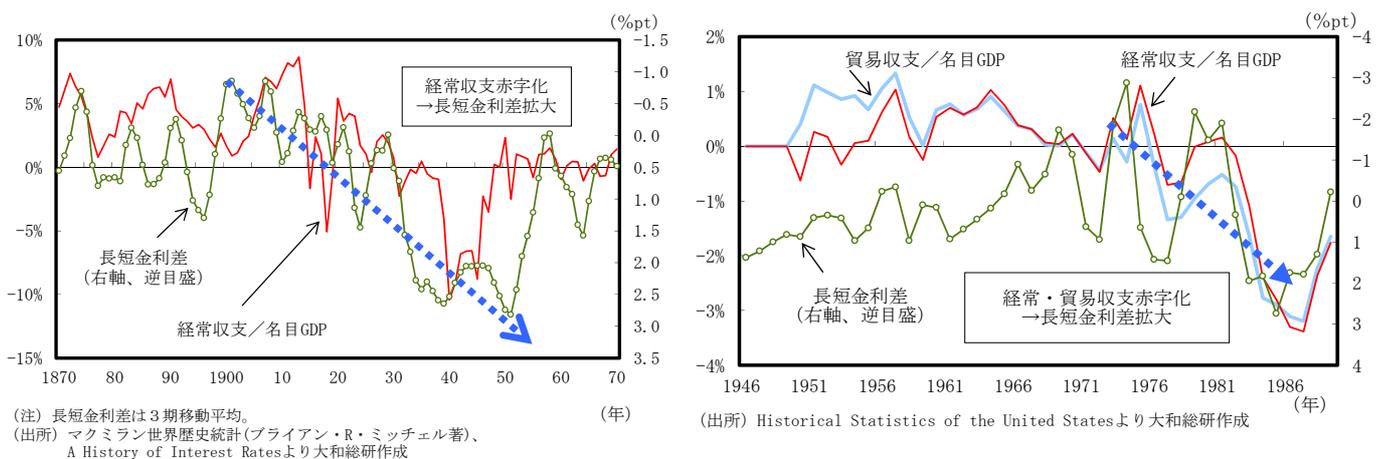


経常収支の悪化は長短スプレッドを拡大させる

歴史を紐解くと、経常収支の悪化は長短スプレッドの拡大を惹起する傾向がある。

図表 35 は、英国・米国の経常収支が赤字に転落した時期（英国：1920～40 年代。米国：1970～80 年代）の長短スプレッドの推移を見たものであるが、いずれのケースでも長短スプレッドが急速に拡大している。わが国に関しても、財政赤字の累増を勘案すると、将来的に経常収支の赤字化が視野に入る段階で長短スプレッドが急拡大する可能性に細心の注意が必要であると云えよう。

図表 35 : 経常収支と長短金利差 (左図 : 英国、右図 : 米国)



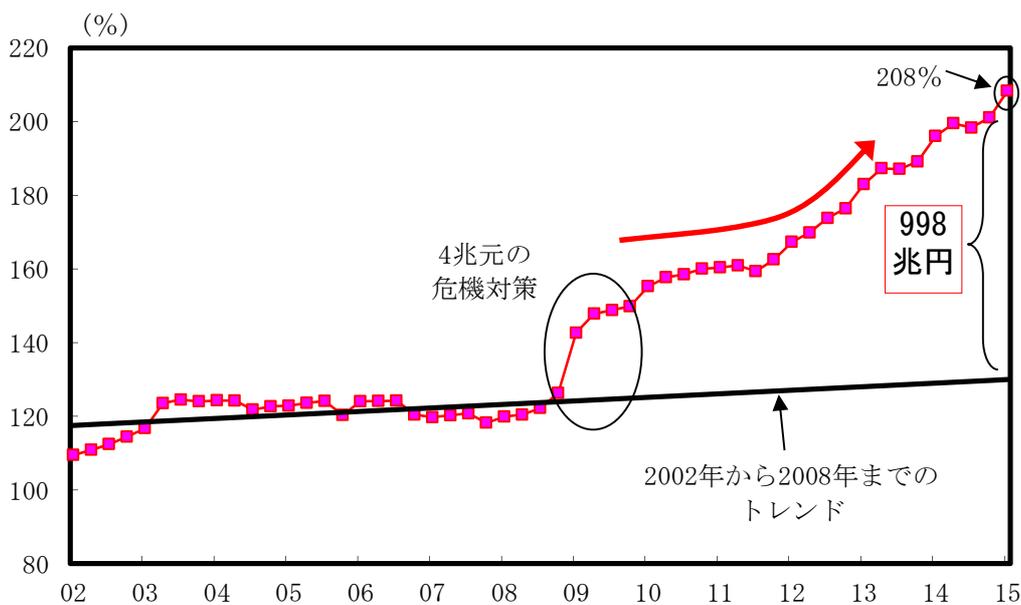
## 5.2 リスク要因②：中国の「バブル」崩壊に対する懸念

日本経済が抱える第二のリスク要因は、中国の「バブル」崩壊に対する懸念である。

中国では、リーマン・ショックへの危機対応以降、過剰融資が問題になっている。**図表 36** は中国の社会融資総量のストック総額を試算したものである。2009 年以降、それまでのトレンドから大きく上振れした融資総量は拡大を続けており、2015 年 3 月末時点で名目 GDP 比 208%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 998 兆円程度が過剰融資と考えることもできるが、このうちの何割かが不良債権となって焦げ付く場合、将来的に中国経済やグローバルな金融市場が大きく動揺する可能性がある。とりわけ、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.9 兆ドル程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国で長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きから円高が進行、といったリスクシナリオには要注意であろう。

図表 36：中国の社会融資総量残高 GDP 比



(注) 2001年12月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。(年)  
 (出所) 中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

## 中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響は？

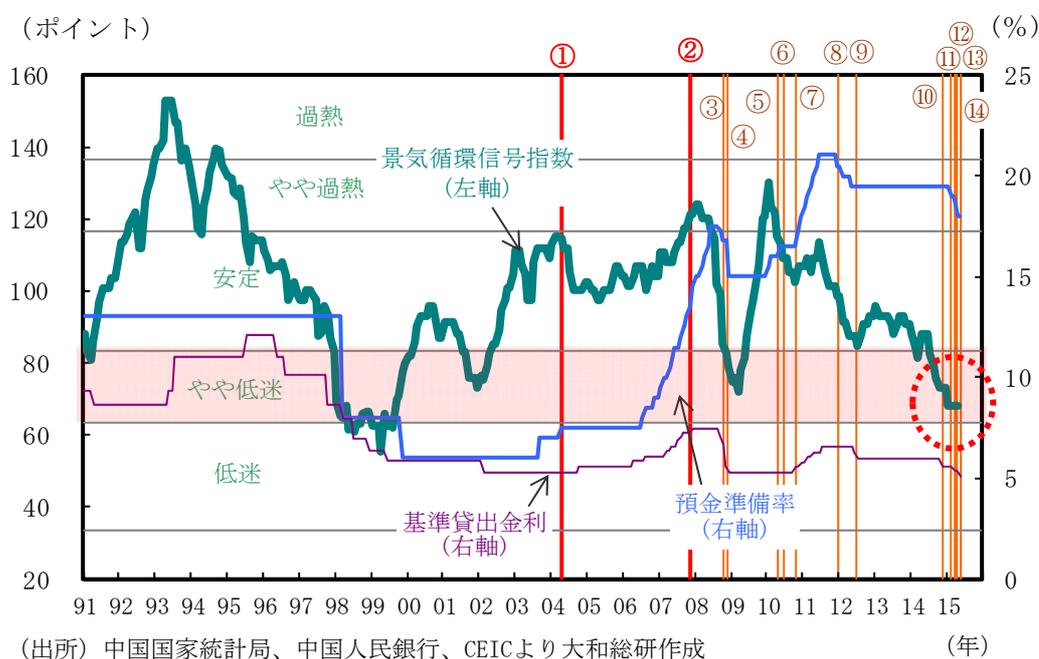
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表 37 で中国の「景気循環信号指数」を見ると、2010年2月の123.3をピークに低下し、ここ最近では景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）を大きく割り込んで推移している。しかしながら、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様、利下げなどの景気下支え策の発動が続いていることもあり、現状中国経済は小康状態になっている。

### 「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。10年に一度の政治指導者交代の局面で、景気の底割れだけは何とでも避けたいとの思惑が働くとみるのが自然だ。中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう1～2年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能である。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」がとられていることも、中国経済の短期的な底割れを防ぐ要因となるだろう。実際、2015年3月5日に開幕した全国人民代表大会（全人代）において、李克強首相は2015年の政府経済成長率目標を7%前後と、グローバルな金融市場で下限とみられていた7%と同程度にする方針を表明した。

図表 37：中国：景気循環信号指数



①2004/4	総量規制強化	⑧2011/12	預金準備率引き下げ
②2007/10	総量規制強化	⑨2012/6	利下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑩2014/11	利下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑫2015/3	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
⑦2010/10～2011/7	利上げ	⑭2015/5	利下げ

### 5.3 リスク要因③：米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺

#### 米国の出口戦略は、日本経済にとってプラス

日本経済が抱える第三のリスク要因は、米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺である。

2013年以降、グローバルな金融市場は、そもそも米国の出口戦略をどう評価するかという点を考えあぐねてきた。

当社は、米国が出口戦略を講じることは、日本経済にとってプラスとなる面の方が大きいと考えている。出口戦略が講じられれば、米国の長期金利は実体経済の回復を反映する形で緩やかに上昇していく可能性が高い。**図表 38** は米国の長期金利と TOPIX の推移を見たものである。足下では、日本株がアベノミクスへの期待感から上昇する一方で、米国の長期金利は地政学的リスクへの警戒感などから低下傾向にあるものの、歴史的に見ると両者の間には緩やかな連動性が存在する。

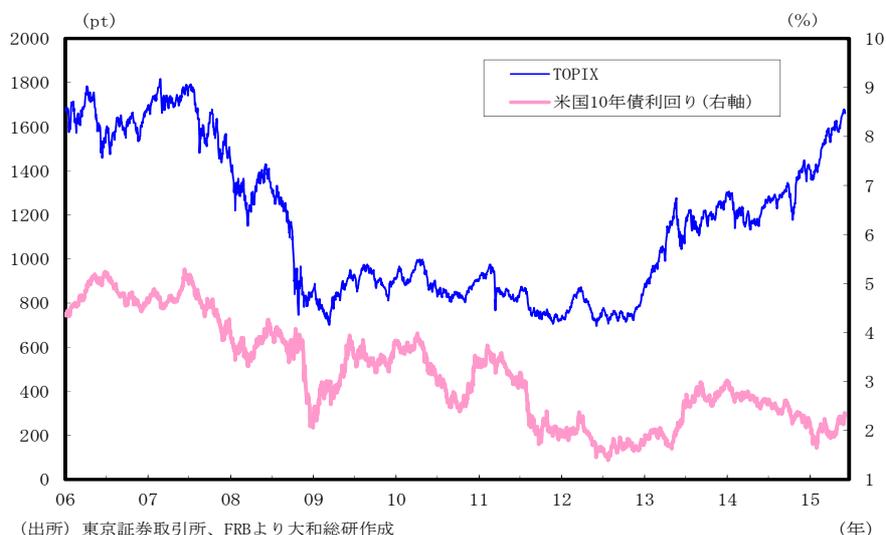
それでは、なぜ米国の長期金利と日本株の間に緩やかな連動性が存在するのであろうか？これには2つの理由がある。

第一の理由は、米国の長期金利上昇に伴い日米金利差が拡大することが、円安・ドル高要因になるからである。円安の進行は、日本企業の輸出金額の増加を後押しすることとなる。

第二の理由は、そもそも米国で長期金利が上昇する背景として、米国経済が強いケースが多いことである。米国経済が堅調に推移することは、わが国からの輸出全般を下支えする効果がある。

さらに、FED が米国の実体経済の回復に即した形で、慎重な出口戦略を講ずることも、心強い材料である。FED のイエレン議長は、実体経済の回復を注意深く確認しながら、緩やかに出口戦略を進めていくと表明している。結論として、FED が拙速な出口戦略を講じる結果、新興国市場を中心にグローバルな金融市場が大混乱に陥るリスクは限定的とみてよいだろう。

**図表 38：米国 10 年債利回りと TOPIX の推移**



## 5.4 リスク要因④：地政学的リスクを背景とする世界的な株安

### 「リスクオン」から「リスクオフ」へ？

日本経済が抱える第四のリスク要因は、地政学的リスクである。

地政学的リスクへの警戒感が高まると、グローバルな金融市場で「リスクオン」から「リスクオフ」への動きが進行することが懸念される。

**図表 39** は、ドル円レートと日経平均株価の推移を見たものである。近年、両者は極めて高い連動性を有している。世界的な景気回復などを背景に、投資家が積極的にリスクを取る状態を「リスクオン」と呼ぶ。日銀の大胆な金融緩和策の効果もあり、2012 年後半以降、投資家は総じて前向きなリスクテイクを行っており、円安と株高が同時並行的に進行してきた。今後、地政学的リスクへの警戒感が高まり「リスクオフ」が進行する局面では、円高がわが国の輸出企業に悪影響を及ぼすことに加えて、株安を受けた個人消費の下押し圧力の発生を警戒する必要があるだろう。

図表 39：ドル円レートと日経平均株価



## 地政学的リスクの影響を受ける国は？

次に、ロシアやイラクにおける地政学的リスクが顕在化した場合、諸外国が受ける影響度について検証しておきたい（**図表 40**）。

最初に、ロシアにおける地政学的リスクについて見てみよう。ロシアの貿易関係を見ると、オランダ、イタリア、ドイツなどユーロ圏の国々への輸出のシェアが高い。ロシアはエネルギー輸出を通じて欧州の国々と密接に結びついている。ロシアに対する各国の与信残高を見ても、フランスやイタリアなどユーロ圏の国からの与信が多いことが分かる。以上のデータから見る限り、ロシアにおける地政学的リスクが顕在化した場合には、実体経済面、金融面から欧州への悪影響が大きくなる可能性があるだろう。

これに対して、イラクにおいて地政学的リスクが深刻化するケースでは、ユーロ圏は貿易金額も与信残高も水準的には低いため、直接的な影響度は小さいとみられる。ただし、原油価格の高騰など副次的なリスクが存在することから、原油の輸入依存度が高い国などでは景気下振れの可能性があり、要注意であろう。

最後に強調しておきたいのは、中国がロシア、イラクの両国と緊密な経済関係を有しているという点である。今後、ロシアやイラクにおける地政学的リスクが顕在化した場合には、中国経済の不透明感がより一層強まる可能性がある点に、細心の注意を払う必要があるだろう。

**図表 40：ロシア、イラクとの貿易関係と与信残高**

【ロシアの輸出入の内訳(2013年)】

輸出		輸入	
国名	シェア (%)	国名	シェア (%)
ユーロ圏	39.4	ユーロ圏	31.2
オランダ	13.3	中国	16.9
イタリア	7.5	ドイツ	12.0
ドイツ	7.0	アメリカ	5.3
中国	6.8	ウクライナ	5.0
トルコ	4.8	イタリア	4.6
ウクライナ	4.5	ベラルーシ	4.4
ベラルーシ	3.8	日本	4.3
日本	3.7	フランス	4.1
ポーランド	3.7	韓国	3.3

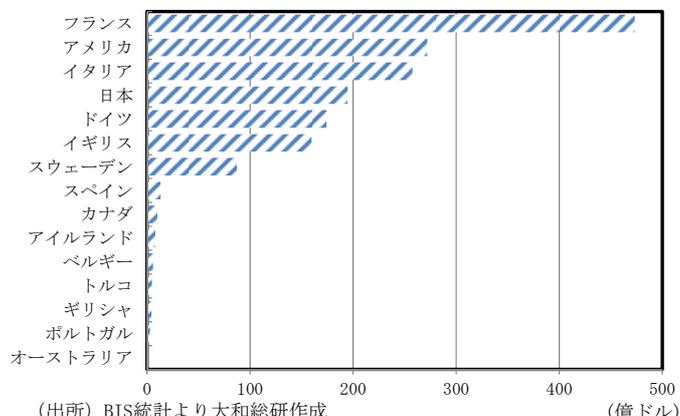
(出所) IMF統計より大和総研作成

【イラクの輸出入の内訳(2013年)】

輸出		輸入	
国名	シェア (%)	国名	シェア (%)
インド	21.6	トルコ	25.4
中国	19.8	シリア	18.1
ユーロ圏	15.1	中国	14.7
アメリカ	14.6	ユーロ圏	11.2
韓国	10.2	アメリカ	4.3
ギリシャ	5.3	韓国	4.2
イタリア	4.3	ドイツ	3.5
カナダ	3.8	イタリア	3.5
シンガポール	3.3	ヨルダン	2.6
日本	2.9	インド	2.0

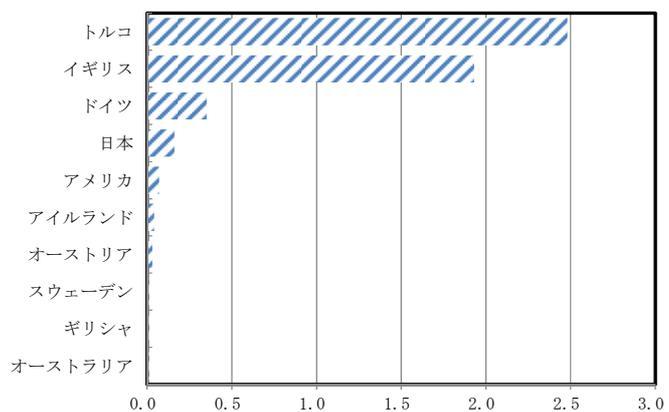
(出所) IMF統計より大和総研作成

【ロシア向け与信残高(2014年Q1)】



(出所) BIS統計より大和総研作成

【イラク向け与信残高(2014年Q1)】



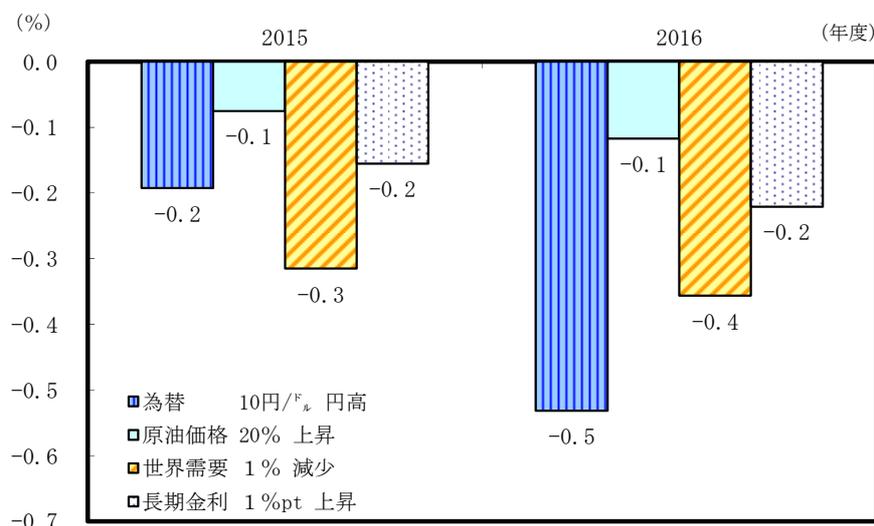
(出所) BIS統計より大和総研作成

## 6. 補論：マクロリスクシミュレーション

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかを試算する。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2015年7-9月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2015-16年度 ; 124.2 円/ドル, 125.0 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI)価格 : 2015-16年度 ; 59.9 ドル/bbl, 63.8 ドル/bbl	→ 各四半期 20%上昇
・ 世界経済成長率 : 2015-16 暦年 ; 3.2%, 3.5%	→ 各四半期 1%低下
・ 長期金利 : 2015-16 年度 ; 0.47%, 0.70%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 41：実質 GDP に与える影響



(注) 標準シナリオから各リスクシナリオへ変化した場合の影響度。  
(出所) 大和総研作成

### 6.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少となり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により、個人消費は減少する。なお、円高の影響が個人消費に波及するまでには長いラグがあるため、本シミュレーション期間内での影響は軽微である。以上の経路を通じて、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2015年度で▲0.2%、2016年度で▲0.5%縮小する。

## 6.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 20%上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2015 年度で▲0.1%、2016 年度で▲0.1%縮小させることになる。

原油価格の上昇は輸入デフレーターを押し上げることになる。輸入デフレーターが上昇すると名目輸入額が増加し、純輸出が減少して名目 GDP が減少する。また、原油価格の上昇はエネルギー価格を上昇させるとともに、原材料価格の上昇を通じて最終財価格を上昇させる。その結果、家計の実質購買力は低下し、消費を押し下げることにつながる。

企業部門においては、原材料価格の上昇によって収益が圧迫され、設備投資が減速する。設備投資は企業マインドに左右されるため、翌年度の設備投資にも影響を与えることになる。収益の減少は雇用所得環境の悪化につながり、消費マインドが冷やされることから、民間消費も減速する。

## 6.3 世界需要の減少

世界需要（GDP）が 1%減少した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2015 年度で▲0.3%、2016 年度で▲0.4%縮小することになる。

世界需要が減少すると、日本からの輸出が押し下げられるため、製造業の売上の減少によって企業収益が悪化する。また、製造業の生産活動の低下は、非製造業への波及によって、広く企業収益を押し下げることになる。こうした企業収益の減少に加えて、鉱工業生産の減少による稼働率の低下および設備過剰感の高まりから、設備投資が減少する。さらに企業収益の減少は、賃金下落圧力となるため、ラグを伴って個人消費や住宅投資といった家計部門の需要も減少することになる。なお、こうした状況に陥ると、内需の減少を受けて、輸入をも低下させるという結果となる。

## 6.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は金利上昇がなかった場合に比べ、2015 年度で▲0.2%、2016 年度は▲0.2%の縮小となる。金利上昇による資金調達コストの上昇は設備投資や住宅投資を減少させる。また、個人への直接的な影響は純有利子負債（有利子資産を除いた有利子負債）の大きさによって決まるが、個人は純受取主体、つまり有利子資産が有利子負債を上回っているため、金利上昇は財産所得を増加させる。投資の減少による景気悪化を受け、勤労所得は減少するものの、財産所得の増加に相殺され、個人消費への影響は軽微なものにとどまることとなる。

ただし、他のシミュレーション同様、ここでは金利が上昇するときの外部環境を考慮していない。通常、金利は独歩的には上昇せず、景気の回復や先行きの明るい見通しを反映して上昇する。そのようなときには期待物価上昇率が高まり、実質金利の上昇を抑えることになるため、

投資の限界収益率（投資収益率と実質金利の差）は保たれ、設備投資には影響が出にくくなる  
と考えられる。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性  
がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住  
宅投資などに対するクラウドイングアウト効果などによって、シミュレーション結果に近い効  
果がマクロ経済にもたらされるとみられる。

図表 42：シミュレーション結果

	標準シナリオ		シミュレーション1 円高（10円高）		シミュレーション2 原油20%上昇	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
名目GDP	3.0	2.3	2.5 (-0.5)	1.9 (-0.8)	2.5 (-0.4)	2.1 (-0.6)
<b>実質GDP</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8 (-0.2)</b>	<b>1.5 (-0.5)</b>	<b>1.9 (-0.1)</b>	<b>1.8 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	1.0	0.4	0.7 (-0.3)	0.4 (-0.3)	0.6 (-0.4)	0.3 (-0.5)
全産業活動指数	1.5	2.4	1.1 (-0.4)	2.2 (-0.6)	1.5 (-0.1)	2.4 (-0.1)
鉱工業生産指数	1.0	4.7	-0.3 (-1.4)	4.1 (-2.0)	0.9 (-0.1)	4.6 (-0.2)
第3次産業活動指数	2.1	1.9	1.8 (-0.3)	1.7 (-0.4)	2.0 (-0.1)	1.8 (-0.1)
国内企業物価	-1.3	0.9	-2.3 (-1.0)	0.6 (-1.3)	-0.8 (0.5)	1.1 (0.7)
消費者物価	0.4	1.1	0.2 (-0.2)	1.0 (-0.3)	0.5 (0.1)	1.1 (0.2)
失業率	3.3	3.1	3.3 (0.0)	3.2 (0.0)	3.3 (-0.0)	3.1 (-0.0)
貿易収支（兆円）	0.1	0.1	0.3 (0.2)	-0.2 (-0.3)	-1.8 (-1.9)	-2.6 (-2.7)
経常収支（億ドル）	1,370	1,435	1,474 (105)	1,335 (-99)	1,226 (-144)	1,237 (-197)
経常収支（兆円）	17.0	17.9	16.8 (-0.2)	15.4 (-2.6)	15.2 (-1.8)	15.5 (-2.5)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.6	1.5	1.6 (-0.0)	1.4 (-0.1)	1.5 (-0.1)	1.4 (-0.2)
民間住宅投資	1.7	5.9	1.5 (-0.2)	5.5 (-0.5)	1.5 (-0.2)	5.6 (-0.4)
民間設備投資	4.9	5.5	4.0 (-0.8)	4.8 (-1.5)	4.5 (-0.4)	5.2 (-0.6)
政府最終消費	0.8	1.0	0.9 (0.1)	1.2 (0.2)	0.8 (-0.0)	1.0 (-0.0)
公共投資	-5.8	-4.9	-5.4 (0.5)	-4.7 (0.7)	-5.9 (-0.1)	-4.9 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	8.0	5.7	7.6 (-0.4)	5.0 (-1.0)	7.9 (-0.1)	5.6 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	5.3	5.3	5.1 (-0.3)	5.9 (0.4)	4.9 (-0.4)	5.0 (-0.6)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
名目GDP	2.6 (-0.3)	2.2 (-0.4)	2.8 (-0.2)	2.2 (-0.2)	2.8 (-0.2)	2.3 (-0.2)
<b>実質GDP</b>	<b>1.6 (-0.3)</b>	<b>1.8 (-0.4)</b>	<b>1.8 (-0.2)</b>	<b>1.8 (-0.2)</b>	<b>2.0 (0.0)</b>	<b>2.0 (0.1)</b>
GDPデフレーター	1.0 (-0.0)	0.4 (-0.0)	1.0 (0.0)	0.4 (-0.0)	0.8 (-0.2)	0.3 (-0.4)
全産業活動指数	1.3 (-0.2)	2.4 (-0.2)	1.5 (-0.1)	2.4 (-0.1)	1.7 (0.1)	2.5 (0.2)
鉱工業生産指数	0.1 (-0.9)	4.7 (-0.9)	0.8 (-0.3)	4.6 (-0.4)	1.6 (0.5)	5.0 (0.8)
第3次産業活動指数	2.0 (-0.1)	1.8 (-0.1)	2.1 (-0.1)	1.9 (-0.1)	2.2 (0.1)	1.9 (0.1)
国内企業物価	-1.4 (-0.0)	0.9 (-0.1)	-1.3 (0.0)	0.9 (-0.0)	-0.3 (1.0)	1.3 (1.4)
消費者物価	0.4 (-0.0)	1.0 (-0.0)	0.4 (0.0)	1.0 (-0.0)	0.6 (0.2)	1.2 (0.3)
失業率	3.3 (-0.0)	3.1 (0.0)	3.3 (0.0)	3.2 (0.0)	3.3 (-0.0)	3.1 (-0.0)
貿易収支（兆円）	-0.6 (-0.7)	-0.4 (-0.5)	0.5 (0.3)	0.7 (0.6)	-1.9 (-2.0)	-2.4 (-2.5)
経常収支（億ドル）	1,293 (-76)	1,345 (-90)	1,333 (-37)	1,094 (-340)	1,173 (-196)	1,287 (-148)
経常収支（兆円）	16.1 (-1.0)	16.8 (-1.1)	16.6 (-0.5)	13.7 (-4.3)	15.3 (-1.7)	16.8 (-1.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.6 (-0.1)	1.5 (-0.0)	1.6 (-0.0)	1.5 (-0.0)	1.6 (-0.1)	1.5 (-0.1)
民間住宅投資	1.6 (-0.1)	5.6 (-0.4)	1.1 (-0.5)	5.8 (-0.7)	1.6 (-0.1)	5.8 (-0.2)
民間設備投資	4.7 (-0.2)	5.2 (-0.5)	3.8 (-1.0)	4.9 (-1.6)	4.9 (0.0)	5.6 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.0)	1.1 (0.0)	0.9 (0.0)	1.1 (0.0)	0.8 (-0.0)	1.0 (-0.1)
公共投資	-5.8 (0.0)	-4.9 (0.1)	-5.8 (-0.0)	-4.9 (0.0)	-6.2 (-0.4)	-5.0 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	6.3 (-1.6)	5.7 (-1.6)	8.0 (-0.0)	5.6 (-0.0)	8.1 (0.1)	5.9 (0.4)
財貨・サービスの輸入	5.0 (-0.3)	5.3 (-0.3)	5.0 (-0.3)	5.0 (-0.6)	5.1 (-0.2)	4.7 (-0.8)

(注1) 表の数値は断りがない限り、前年度比変化率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支は数値。

(注2) 括弧内数値は基準解の水準に対する乖離率。ただし、失業率、貿易収支、経常収支については乖離幅。

(出所) 大和総研作成

## 7. 四半期計数表

## (1-a) 主要経済指標

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
名目国内総支出(兆円)	479.5	481.9	481.6	488.0	488.3	485.0	488.8	499.9	483.1	490.6	480.1	487.6	
前期比%	0.3	0.5	-0.1	1.3	0.1	-0.7	0.8	2.3					
前期比年率%	1.3	1.9	-0.3	5.5	0.2	-2.7	3.1	9.4					
前年同期比%	0.8	1.9	2.0	2.5	1.8	0.6	1.4	2.5	1.8	1.6	1.0	1.6	
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	527.5	530.1	528.9	534.7	525.3	522.8	524.4	529.5	530.6	525.7	527.5	526.9	
前期比%	0.7	0.5	-0.2	1.1	-1.7	-0.5	0.3	1.0					
前期比年率%	2.9	2.0	-0.9	4.4	-6.8	-2.0	1.2	3.9					
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.9	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
内需寄与度(前期比)	0.7	0.9	0.3	1.4	-2.8	-0.5	0.0	1.1	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
外需寄与度(前期比)	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	1.1	0.1	0.3	-0.2	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	-0.3	2.5	-0.6	1.7	
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	97.1	97.6	97.9	99.3	95.7	96.1	97.1	97.4	98.0	96.6	97.3	97.0	
前期比%	0.6	0.5	0.3	1.4	-3.7	0.4	1.1	0.3	1.9	-1.5	0.8	-0.3	
鉱工業生産指数(2010=100)	96.1	97.8	99.6	101.9	98.8	97.4	98.2	99.7	98.9	98.6	97.0	99.0	
前期比%	1.6	1.7	1.8	2.3	-3.1	-1.3	0.8	1.6	3.3	-0.3	-0.8	2.1	
第3次産業活動指数(2005=100)	100.1	100.2	100.0	101.6	97.6	98.3	99.3	100.0	100.5	98.8	100.0	99.2	
前期比%	0.4	0.0	-0.2	1.6	-3.9	0.7	1.0	0.8	1.3	-1.7	0.7	-0.8	
企業物価指数(2010=100)													
国内企業物価指数	101.6	102.4	102.6	102.9	106.0	106.5	105.1	103.3	102.4	105.3	101.9	105.1	
前年同期比%	0.6	2.2	2.5	2.0	4.4	4.0	2.5	0.5	1.8	2.8	1.3	3.2	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	99.9	100.3	100.7	100.6	103.3	103.5	103.4	102.7	100.4	103.2	100.1	102.7	
前年同期比%	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.2	2.7	2.1	0.8	2.8	0.4	2.6	
完全失業率(%)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.9	3.6	4.0	3.6	
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	
10年物国債利回り(%)	0.77	0.73	0.64	0.61	0.59	0.52	0.40	0.34	0.69	0.46	0.70	0.53	
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.5	3.8	4.2	3.9	3.2	3.0	3.5	3.5	3.9	3.3	3.6	3.4	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-6.0	-9.3	-11.7	-15.8	-8.4	-10.6	-7.4	0.3	-11.0	-6.5	-8.8	-10.4	
經常収支(季調済年率、億ドル)	967	315	-96	-518	313	193	931	1,254	147	673	403	250	
經常収支(季調済年率、兆円)	9.6	3.1	-1.0	-5.3	3.2	2.0	10.7	14.9	1.5	7.7	3.9	2.6	
対名目GDP比率(%)	2.0	0.6	-0.2	-1.1	0.7	0.4	2.2	3.0	0.3	1.6	0.8	0.5	
為替レート(¥/\$)	98.8	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	114.5	119.1	100.2	109.9	97.6	105.8	
(¥/Euro)	129.6	130.7	139.9	140.3	139.5	137.8	143.8	132.6	135.1	138.4	130.6	140.3	

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (1-b) 主要経済指標

	2015		2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)
名目国内総支出(兆円)	500.4	503.5	506.2	509.0	511.7	515.2	518.2	520.9	505.1	516.7	502.9	513.8
前期比%	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5				
前期比年率%	0.5	2.5	2.2	2.2	2.2	2.8	2.3	2.1				
前年同期比%	2.5	3.9	3.6	1.8	2.2	2.3	2.3	2.4	3.0	2.3	3.1	2.2
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	531.6	534.7	537.1	539.3	541.5	544.3	546.8	550.4	536.0	546.0	533.6	543.2
前期比%	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6				
前期比年率%	1.6	2.4	1.8	1.7	1.6	2.0	1.9	2.6				
前年同期比%	1.2	2.3	2.5	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.0	1.9	1.3	1.8
内需寄与度(前期比)	0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.5	1.7	0.7	1.6
外需寄与度(前期比)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.6	0.2	0.6	0.2
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.3	1.5	1.1	-0.0	0.4	0.5	0.5	0.3	1.0	0.4	1.9	0.3
全産業活動指数(農林水産除<2005=100)	97.5	97.8	98.2	98.7	99.3	99.9	100.5	102.1	98.1	100.5	97.7	99.6
前期比%	0.1	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	1.5	1.5	2.4	0.7	1.9
鉱工業生産指数(2010=100)	98.8	98.9	99.8	100.8	101.9	103.3	104.8	107.1	99.6	104.4	99.2	102.6
前期比%	-0.9	0.1	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	2.1	1.0	4.7	0.2	3.4
第3次産業活動指数(2005=100)	100.4	100.7	101.1	101.5	101.9	102.3	102.8	104.2	100.9	102.8	100.5	102.1
前期比%	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4	2.1	1.9	1.3	1.6
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	103.3	103.6	104.0	104.3	104.6	104.8	104.9	105.0	103.8	104.8	103.6	104.6
前年同期比%	-2.5	-2.7	-1.0	1.0	1.2	1.1	0.8	0.6	-1.3	0.9	-1.5	1.0
消費者物価指数(生鮮食品除<総合2010=100)	103.3	103.5	103.8	103.7	104.3	104.6	105.0	104.9	103.6	104.7	103.3	104.4
前年同期比%	0.1	0.0	0.4	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1	0.4	1.1	0.6	1.0
完全失業率(%)	3.4	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.3	3.1	3.4	3.2
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年物国債利回り(%)	0.40	0.44	0.49	0.55	0.61	0.67	0.73	0.80	0.47	0.70	0.42	0.64
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.2	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4.2	4.1	3.4	4.0	3.4	3.9
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-0.2	-0.0	0.1	0.5	0.4	0.4	0.5	-0.9	0.1	0.1	0.1	0.5
経常収支(季調済年率、億ドル)	1350	1345	1377	1407	1436	1461	1481	1361	1370	1435	1331	1446
経常収支(季調済年率、兆円)	16.4	16.8	17.2	17.6	17.9	18.3	18.5	17.0	17.0	17.9	16.3	18.1
対名目GDP比率(%)	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	3.3	3.4	3.5	3.3	3.5
為替レート(¥/\$)	121.7	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	124.2	125.0	122.7	125.0
(¥/Euro)	135.3	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	137.3	138.0	136.0	138.0

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
国内総支出	527.5	530.1	528.9	534.7	525.3	522.8	524.4	529.5	530.6	525.7	527.5	526.9	
前期比年率%	2.9	2.0	-0.9	4.4	-6.8	-2.0	1.2	3.9					
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.9	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	518.3	522.5	524.1	531.6	516.5	514.2	514.5	520.1	524.5	516.5	519.9	519.4	
前期比年率%	2.7	3.3	1.2	5.9	-10.9	-1.8	0.3	4.4					
前年同期比%	1.5	2.2	2.7	3.6	-0.4	-1.7	-1.9	-2.1	2.5	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	394.6	397.9	399.2	407.2	391.6	388.7	388.9	394.7	400.0	391.1	395.9	394.2	
前期比年率%	2.2	3.4	1.3	8.3	-14.4	-2.9	0.1	6.1					
前年同期比%	1.2	1.8	2.3	4.3	-0.7	-2.4	-2.8	-3.0	2.4	-2.2	1.6	-0.4	
民間最終消費支出	314.9	316.0	315.4	322.1	305.6	306.7	307.8	308.9	317.2	307.3	314.6	310.6	
前期比年率%	3.5	1.4	-0.6	8.7	-19.0	1.4	1.5	1.5					
前年同期比%	1.9	2.3	2.3	3.4	-2.9	-3.0	-2.4	-4.1	2.5	-3.1	2.1	-1.3	
民間住宅投資	14.2	14.8	15.2	15.5	13.9	13.0	12.9	13.1	15.0	13.2	14.5	13.8	
前期比年率%	6.3	19.8	12.3	8.3	-36.6	-23.3	-2.5	7.0					
前年同期比%	6.6	8.3	10.2	11.9	-2.0	-12.4	-15.5	-15.4	9.3	-11.7	8.8	-5.1	
民間企業設備投資	69.5	70.1	71.1	74.7	71.1	71.2	71.4	73.3	71.5	71.8	69.5	72.2	
前期比年率%	10.8	3.4	6.2	21.9	-17.9	0.3	1.0	11.0					
前年同期比%	-0.2	1.2	3.0	10.8	2.4	1.4	0.2	-1.6	4.0	0.4	0.4	3.9	
民間在庫品増加	-3.9	-2.9	-2.6	-5.2	1.0	-2.1	-3.2	-0.7	-3.7	-1.3	-2.7	-2.4	
公的需要	123.7	124.6	124.8	124.4	124.9	125.4	125.7	125.4	124.5	125.4	124.0	125.2	
前期比年率%	4.6	3.0	0.7	-1.5	1.6	1.8	0.7	-0.8					
前年同期比%	2.7	3.8	4.2	1.6	0.6	0.7	0.8	0.7	3.1	0.7	2.9	0.9	
政府最終消費支出	102.2	102.1	102.2	101.9	102.2	102.4	102.7	102.8	102.2	102.6	102.1	102.3	
前期比年率%	2.5	-0.3	0.2	-1.1	1.2	0.8	1.1	0.3					
前年同期比%	2.6	2.0	1.5	0.2	-0.0	0.3	0.5	0.8	1.6	0.4	1.9	0.2	
公的固定資本形成	21.5	22.6	22.6	22.4	22.6	23.0	23.0	22.6	22.4	22.8	22.0	22.8	
前期比年率%	12.3	22.1	0.6	-3.5	2.9	6.6	0.4	-5.9					
前年同期比%	3.6	14.1	16.1	6.6	4.4	2.0	2.3	0.2	10.3	2.0	8.0	3.8	
公的在庫品増加	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	9.7	8.0	5.7	5.7	10.0	10.5	12.3	12.1	7.3	11.2	8.1	9.6	
財貨・サービスの輸出	83.9	83.6	83.7	88.8	88.8	90.2	93.1	95.3	85.0	91.9	83.2	90.2	
前期比年率%	12.5	-1.5	0.3	26.8	-0.1	6.5	13.5	9.9					
前年同期比%	-0.6	2.6	6.8	9.1	5.7	7.7	11.3	7.4	4.4	8.0	1.2	8.4	
財貨・サービスの輸入	74.2	75.6	78.0	83.1	78.8	79.7	80.8	83.2	77.8	80.6	75.1	80.6	
前期比年率%	10.1	7.6	13.1	29.3	-19.3	4.3	5.8	12.2					
前年同期比%	0.5	2.9	8.9	14.8	6.0	5.2	3.8	0.0	6.7	3.7	3.1	7.4	

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (2-b) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
国内総支出	531.6	534.7	537.1	539.3	541.5	544.3	546.8	550.4	536.0	546.0	533.6	543.2	
前期比年率%	1.6	2.4	1.8	1.7	1.6	2.0	1.9	2.6					
前年同期比%	1.2	2.3	2.5	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.0	1.9	1.3	1.8	
国内需要	520.8	523.4	525.4	527.2	529.0	531.4	533.7	538.3	524.4	533.3	522.6	530.4	
前期比年率%	0.6	1.9	1.5	1.4	1.4	1.8	1.7	3.5					
前年同期比%	0.8	1.8	2.0	1.4	1.6	1.6	1.5	2.2	1.5	1.7	0.6	1.5	
民間需要	395.8	398.4	400.5	402.3	404.2	406.5	408.7	413.3	399.5	408.4	397.5	405.4	
前期比年率%	1.2	2.7	2.1	1.8	1.8	2.4	2.2	4.5					
前年同期比%	1.0	2.5	3.0	2.0	2.1	2.0	1.9	2.9	2.1	2.2	0.8	2.0	
民間最終消費支出	310.3	312.0	313.0	313.8	314.4	315.3	316.6	321.4	312.4	317.0	311.2	315.1	
前期比年率%	1.8	2.2	1.4	1.0	0.8	1.1	1.7	6.1					
前年同期比%	1.5	1.8	1.7	1.6	1.3	1.0	1.1	2.4	1.6	1.5	0.2	1.3	
民間住宅投資	13.3	13.4	13.5	13.5	13.7	14.2	14.4	14.6	13.4	14.2	13.3	14.0	
前期比年率%	4.9	3.6	2.0	2.4	5.3	13.4	7.0	4.5					
前年同期比%	-4.3	3.3	4.5	3.1	3.3	5.7	6.9	7.6	1.7	5.9	-3.4	4.8	
民間企業設備投資	73.9	74.7	75.7	76.7	77.7	78.7	79.8	81.2	75.4	79.5	74.4	78.2	
前期比年率%	3.6	4.5	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	7.0					
前年同期比%	3.9	5.1	6.1	4.5	5.1	5.3	5.5	6.0	4.9	5.5	3.1	5.0	
民間在庫品増加	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-2.2	-3.9	-1.7	-2.4	-1.4	-1.8	
公的需要	125.0	124.9	124.9	124.9	124.9	124.9	124.9	125.0	124.9	124.9	125.1	125.0	
前期比年率%	-1.3	-0.3	-0.2	0.1	-0.0	0.1	0.2	0.2					
前年同期比%	0.3	-0.4	-0.9	-0.5	0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	
政府最終消費支出	103.0	103.2	103.5	103.8	104.0	104.3	104.6	104.9	103.4	104.5	103.2	104.2	
前期比年率%	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1					
前年同期比%	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	0.8	1.0	0.8	1.0	
公的固定資本形成	22.0	21.7	21.3	21.1	20.8	20.6	20.3	20.1	21.5	20.4	21.9	20.7	
前期比年率%	-10.7	-6.0	-5.7	-4.5	-5.3	-4.7	-4.1	-4.2					
前年同期比%	-2.3	-5.8	-7.4	-6.4	-5.6	-5.0	-4.5	-4.8	-5.8	-4.9	-3.9	-5.4	
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	13.5	14.1	14.5	14.9	15.3	15.6	15.9	14.8	14.3	15.4	13.6	15.4	
財貨・サービスの輸出	96.7	98.6	100.0	101.3	102.6	104.0	105.5	107.0	99.2	104.8	97.7	103.4	
前期比年率%	6.1	7.8	6.1	5.1	5.3	5.6	5.7	5.9					
前年同期比%	9.0	9.4	7.4	6.2	6.1	5.5	5.4	5.6	8.0	5.7	8.3	5.8	
財貨・サービスの輸入	83.2	84.4	85.5	86.4	87.3	88.4	89.5	92.1	84.9	89.4	84.1	87.9	
前期比年率%	0.2	6.1	5.3	4.1	4.5	4.9	5.3	12.1					
前年同期比%	5.6	6.1	5.8	3.9	5.0	4.7	4.7	6.7	5.3	5.3	4.3	4.6	

(注1) 需要の小計(国内、民間、公的)は各構成項目の単純集計値であり、政府発表の系列とは異なります。

(注2) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
国内総支出	479.5	481.9	481.6	488.0	488.3	485.0	488.8	499.9	483.1	490.6	480.1	487.6	
前期比年率%	1.3	1.9	-0.3	5.5	0.2	-2.7	3.1	9.4					
前年同期比%	0.8	1.9	2.0	2.5	1.8	0.6	1.4	2.5	1.8	1.6	1.0	1.6	
国内需要	490.7	495.9	499.7	508.3	501.9	499.6	500.8	505.1	499.0	502.0	493.8	502.7	
前期比年率%	1.2	4.3	3.1	7.0	-4.9	-1.9	1.0	3.5					
前年同期比%	1.2	2.8	3.4	4.4	2.2	0.7	0.1	-0.6	2.9	0.6	1.9	1.8	
民間需要	369.7	373.7	377.1	385.0	376.9	373.2	374.2	378.2	376.7	375.7	372.0	377.4	
前期比年率%	1.5	4.5	3.7	8.6	-8.2	-3.9	1.1	4.3					
前年同期比%	0.7	2.3	3.0	5.1	2.0	-0.2	-1.0	-1.7	2.8	-0.2	1.6	1.4	
民間最終消費支出	293.0	294.6	295.8	302.5	292.0	292.9	294.3	294.0	296.6	293.4	293.5	295.5	
前期比年率%	2.8	2.3	1.5	9.4	-13.2	1.3	1.9	-0.5					
前年同期比%	1.2	2.7	2.9	4.2	-0.3	-0.7	-0.5	-2.8	2.7	-1.1	1.9	0.7	
民間住宅投資	14.9	15.6	16.3	16.6	15.3	14.2	14.2	14.4	15.9	14.5	15.3	15.0	
前期比年率%	11.3	22.0	17.2	9.0	-28.5	-24.6	-2.0	7.9					
前年同期比%	8.9	11.6	13.9	15.0	2.8	-9.0	-13.0	-12.9	12.5	-8.5	11.3	-1.8	
民間企業設備投資	66.0	66.6	67.8	71.4	68.4	68.5	69.0	70.9	68.2	69.3	66.0	69.4	
前期比年率%	12.1	4.0	7.3	22.5	-15.6	0.9	2.8	11.3					
前年同期比%	0.2	2.3	4.3	11.7	3.6	2.6	1.6	-0.3	4.9	1.7	1.2	5.1	
民間在庫品増加	-4.1	-3.2	-2.7	-5.4	1.3	-2.5	-3.3	-1.1	-3.9	-1.5	-2.8	-2.5	
公的需要	121.0	122.2	122.6	123.3	125.0	126.3	126.7	127.0	122.4	126.2	121.7	125.4	
前期比年率%	0.3	4.0	1.3	2.3	5.6	4.4	1.0	1.0					
前年同期比%	2.8	4.3	4.3	2.1	2.9	3.6	3.3	2.8	3.3	3.2	3.0	3.0	
政府最終消費支出	98.6	98.7	98.6	99.3	100.6	101.3	101.7	102.2	98.8	101.4	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.8	0.3	-0.4	3.1	5.0	2.9	1.6	2.2					
前年同期比%	2.5	1.9	1.0	0.0	2.1	2.7	3.0	2.9	1.3	2.7	1.7	2.0	
公的固定資本形成	22.4	23.7	23.9	23.8	24.4	24.9	25.0	24.6	23.6	24.8	23.0	24.6	
前期比年率%	12.1	25.3	4.9	-1.7	9.3	9.7	0.2	-5.0					
前年同期比%	4.5	16.0	18.8	8.7	8.3	5.9	5.0	2.6	12.4	5.1	9.5	6.8	
公的在庫品増加	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.1	
財貨・サービスの純輸出	-11.1	-14.1	-18.2	-20.3	-13.6	-14.6	-12.1	-5.3	-15.9	-11.4	-13.6	-15.2	
財貨・サービスの輸出	78.0	78.8	79.2	83.7	83.6	86.4	91.5	91.8	80.0	88.4	77.5	86.4	
前期比年率%	23.0	4.1	2.4	24.3	-0.3	14.1	26.1	1.0					
前年同期比%	8.5	14.1	17.8	13.2	6.6	9.6	16.2	9.6	13.3	10.5	10.8	11.4	
財貨・サービスの輸入	89.1	92.8	97.4	104.0	97.2	101.0	103.6	97.0	95.9	99.8	91.2	101.5	
前期比年率%	19.6	17.8	21.3	29.8	-23.6	16.3	11.0	-23.2					
前年同期比%	10.3	17.9	24.5	22.2	8.6	8.7	6.9	-6.8	18.8	4.0	15.2	11.4	

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
国内総支出	500.4	503.5	506.2	509.0	511.7	515.2	518.2	520.9	505.1	516.7	502.9	513.8	
前期比年率%	0.5	2.5	2.2	2.2	2.2	2.8	2.3	2.1					
前年同期比%	2.5	3.9	3.6	1.8	2.2	2.3	2.3	2.4	3.0	2.3	3.1	2.2	
国内需要	504.6	507.6	510.3	513.0	515.7	519.3	522.4	526.8	509.0	521.2	507.0	517.6	
前期比年率%	-0.4	2.4	2.2	2.1	2.1	2.8	2.4	3.5					
前年同期比%	0.5	1.6	1.8	1.6	2.2	2.3	2.2	2.8	1.4	2.4	0.8	2.1	
民間需要	378.0	380.9	383.6	386.1	388.7	392.1	394.9	399.2	382.3	393.9	380.2	390.4	
前期比年率%	-0.2	3.2	2.8	2.7	2.7	3.5	2.9	4.4					
前年同期比%	0.2	2.1	2.5	2.2	2.8	2.9	2.8	3.6	1.8	3.0	0.8	2.7	
民間最終消費支出	294.7	296.6	298.1	299.4	300.5	302.1	304.1	309.4	297.3	304.1	295.9	301.6	
前期比年率%	1.0	2.7	2.0	1.7	1.5	2.1	2.7	7.2					
前年同期比%	0.9	1.3	1.3	1.8	2.0	1.8	2.0	3.3	1.3	2.3	0.2	1.9	
民間住宅投資	14.6	14.8	14.9	15.0	15.3	15.8	16.1	16.4	14.8	15.9	14.7	15.6	
前期比年率%	5.3	4.5	3.0	3.5	6.5	15.1	8.5	6.0					
前年同期比%	-4.3	3.9	5.3	4.0	4.4	6.9	8.3	9.0	2.2	7.2	-2.3	5.9	
民間企業設備投資	71.5	72.4	73.4	74.6	75.8	77.1	78.4	80.0	73.1	78.0	72.1	76.4	
前期比年率%	3.6	4.9	5.9	6.4	6.7	6.9	7.2	8.6					
前年同期比%	4.6	5.7	6.5	5.0	6.0	6.4	6.7	7.4	5.4	6.7	3.9	6.0	
民間在庫品増加	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-3.7	-6.6	-2.9	-4.0	-2.5	-3.1	
公的需要	126.6	126.7	126.7	126.9	127.0	127.2	127.4	127.7	126.7	127.3	126.7	127.2	
前期比年率%	-1.0	0.1	0.3	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7					
前年同期比%	1.5	0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.5	1.1	0.3	
政府最終消費支出	102.6	102.9	103.3	103.7	104.0	104.4	104.8	105.2	103.1	104.6	102.8	104.2	
前期比年率%	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5					
前年同期比%	2.0	1.6	1.7	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.7	1.4	2.0	1.4	
公的固定資本形成	24.0	23.7	23.4	23.2	22.9	22.7	22.6	22.4	23.5	22.6	23.9	22.9	
前期比年率%	-10.4	-5.2	-4.7	-3.4	-4.1	-3.4	-2.8	-2.8					
前年同期比%	-1.4	-5.4	-6.7	-5.6	-4.5	-3.8	-3.3	-3.5	-5.1	-3.7	-2.8	-4.3	
公的在庫品増加	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
財貨・サービスの純輸出	-4.2	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0	-4.1	-4.2	-5.9	-4.1	-4.5	-4.4	-4.1	
財貨・サービスの輸出	93.1	94.9	96.3	97.5	98.8	100.2	101.6	103.0	95.6	101.0	94.1	99.6	
前期比年率%	6.1	7.8	6.1	5.1	5.3	5.6	5.7	5.9					
前年同期比%	11.7	9.9	4.9	6.3	5.9	5.5	5.6	5.6	8.1	5.6	8.9	5.8	
財貨・サービスの輸入	97.3	99.0	100.4	101.6	102.8	104.2	105.7	108.9	99.6	105.5	98.5	103.6	
前期比年率%	1.2	7.2	5.9	4.6	5.1	5.5	5.9	12.7					
前年同期比%	0.3	-1.9	-3.3	4.8	5.6	5.2	5.4	7.2	-0.1	5.9	-3.0	5.2	

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2005暦年=100)

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
国内総支出	90.9	90.9	91.0	91.3	92.9	92.8	93.2	94.4	91.0	93.3	91.0	92.5	
前期比%	-0.4	-0.0	0.2	0.2	1.8	-0.2	0.5	1.3					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	-0.3	2.5	-0.6	1.7	
民間最終消費支出	93.0	93.3	93.8	93.9	95.6	95.5	95.6	95.2	93.5	95.5	93.3	95.1	
前期比%	-0.2	0.2	0.5	0.2	1.7	-0.0	0.1	-0.5					
前年同期比%	-0.7	0.3	0.5	0.8	2.7	2.4	2.0	1.3	0.2	2.1	-0.3	2.0	
民間住宅投資	105.0	105.5	106.6	106.8	110.1	109.6	109.7	110.0	106.0	109.8	105.3	108.9	
前期比%	1.2	0.5	1.1	0.2	3.1	-0.4	0.1	0.2					
前年同期比%	2.1	3.0	3.4	2.9	4.9	3.9	2.9	2.9	2.9	3.6	2.3	3.5	
民間企業設備投資	95.0	95.1	95.4	95.5	96.1	96.3	96.7	96.8	95.3	96.5	95.0	96.1	
前期比%	0.3	0.2	0.2	0.1	0.7	0.1	0.4	0.1					
前年同期比%	0.4	1.2	1.2	0.9	1.2	1.2	1.4	1.3	0.9	1.3	0.7	1.1	
政府最終消費支出	96.5	96.6	96.5	97.5	98.4	98.9	99.0	99.5	96.7	98.9	96.7	98.4	
前期比%	-1.3	0.2	-0.2	1.1	0.9	0.5	0.1	0.5					
前年同期比%	-0.1	-0.1	-0.5	-0.2	2.1	2.5	2.5	2.1	-0.2	2.3	-0.2	1.7	
公的固定資本形成	104.0	104.7	105.8	106.3	107.9	108.7	108.6	108.9	105.4	108.6	104.8	107.8	
前期比%	-0.0	0.6	1.1	0.5	1.5	0.7	-0.0	0.2					
前年同期比%	0.9	1.7	2.3	2.0	3.8	3.8	2.6	2.4	1.8	3.0	1.3	2.9	
財貨・サービスの輸出	92.9	94.2	94.7	94.2	94.2	95.8	98.3	96.3	94.1	96.2	93.2	95.7	
前期比%	2.3	1.4	0.5	-0.5	-0.0	1.7	2.7	-2.1					
前年同期比%	9.1	11.1	10.3	3.7	0.9	1.8	4.4	2.0	8.5	2.3	9.5	2.7	
財貨・サービスの輸入	120.0	122.8	124.9	125.1	123.3	126.7	128.3	116.7	123.3	123.7	121.4	126.0	
前期比%	2.1	2.3	1.8	0.1	-1.4	2.8	1.2	-9.0					
前年同期比%	9.8	14.6	14.3	6.4	2.4	3.3	3.0	-6.8	11.3	0.3	11.7	3.7	

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-b) デフレーター (2005暦年=100)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
国内総支出	94.1	94.2	94.3	94.4	94.5	94.7	94.8	94.6	94.2	94.6	94.2	94.6	
前期比%	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1					
前年同期比%	1.3	1.5	1.1	-0.0	0.4	0.5	0.5	0.3	1.0	0.4	1.9	0.3	
民間最終消費支出	95.0	95.1	95.2	95.4	95.6	95.8	96.0	96.3	95.2	95.9	95.1	95.7	
前期比%	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	-0.6	-0.5	-0.4	0.3	0.6	0.8	0.8	0.9	-0.3	0.8	-0.0	0.6	
民間住宅投資	110.1	110.3	110.6	110.8	111.2	111.6	112.0	112.4	110.4	111.8	110.2	111.4	
前期比%	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	-0.0	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4	0.6	1.2	1.2	1.1	
民間企業設備投資	96.8	96.8	97.0	97.3	97.6	97.9	98.2	98.6	97.0	98.1	96.8	97.7	
前期比%	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4					
前年同期比%	0.7	0.6	0.3	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3	0.5	1.1	0.8	0.9	
政府最終消費支出	99.6	99.7	99.8	99.9	100.0	100.1	100.2	100.3	99.7	100.1	99.6	100.0	
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.2	0.8	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.4	1.2	0.4	
公的固定資本形成	109.0	109.2	109.5	109.8	110.2	110.6	110.9	111.3	109.4	110.8	109.1	110.4	
前期比%	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4					
前年同期比%	0.9	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.4	0.8	1.3	1.2	1.1	
財貨・サービスの輸出	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3	
前期比%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0					
前年同期比%	2.5	0.5	-2.3	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.0	0.6	0.0	
財貨・サービスの輸入	117.0	117.2	117.4	117.6	117.7	117.9	118.1	118.2	117.3	118.0	117.1	117.9	
前期比%	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-5.0	-7.5	-8.6	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	-5.2	0.6	-7.0	0.7	

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (5-a) 実質経済成長率に対する寄与度

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.7	0.5	-0.2	1.1	-1.7	-0.5	0.3	1.0	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	0.7	0.9	0.3	1.4	-2.8	-0.5	0.0	1.1	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	0.4	0.7	0.3	1.5	-2.9	-0.7	0.0	1.2	1.8	-1.7	1.2	-0.3	
民間最終消費支出	0.5	0.2	-0.1	1.3	-3.2	0.2	0.2	0.2	1.5	-1.9	1.3	-0.8	
民間住宅投資	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.0	0.0	0.3	-0.4	0.3	-0.2	
民間企業設備投資	0.3	0.1	0.2	0.7	-0.7	0.0	0.0	0.4	0.5	0.1	0.1	0.5	
民間在庫品増加	-0.5	0.2	0.1	-0.6	1.3	-0.7	-0.2	0.6	-0.5	0.5	-0.4	0.1	
公的需要	0.3	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.8	0.2	0.7	0.3	
政府最終消費支出	0.1	-0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	
公的固定資本形成	0.1	0.2	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.5	0.1	0.4	0.2	
公的在庫品増加	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	1.1	0.1	0.3	-0.2	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	0.4	-0.1	0.0	1.0	-0.0	0.3	0.6	0.4	0.7	1.3	0.2	1.4	
財貨・サービスの輸入	-0.4	-0.3	-0.5	-1.3	1.1	-0.2	-0.3	-0.6	-1.2	-0.7	-0.5	-1.4	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.9	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	1.5	2.3	2.8	3.6	-0.2	-1.7	-2.0	-2.1	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	0.9	1.4	1.8	3.2	-0.4	-1.9	-2.2	-2.3	1.8	-1.7	1.2	-0.3	
民間最終消費支出	1.1	1.4	1.4	2.0	-1.8	-1.9	-1.5	-2.5	1.5	-1.9	1.3	-0.8	
民間住宅投資	0.2	0.3	0.3	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	0.3	-0.4	0.3	-0.2	
民間企業設備投資	-0.0	0.2	0.4	1.7	0.3	0.2	0.0	-0.3	0.5	0.1	0.1	0.5	
民間在庫品増加	-0.4	-0.5	-0.4	-0.8	1.1	0.2	-0.2	1.0	-0.5	0.5	-0.4	0.1	
公的需要	0.7	0.9	1.1	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.2	0.7	0.3	
政府最終消費支出	0.5	0.4	0.3	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.4	0.1	
公的固定資本形成	0.1	0.6	0.8	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.5	0.1	0.4	0.2	
公的在庫品増加	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.2	-0.1	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	1.1	1.2	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	-0.1	0.4	0.9	1.4	0.9	1.2	1.8	1.3	0.7	1.3	0.2	1.4	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.5	-1.5	-2.7	-1.1	-1.0	-0.7	-0.0	-1.2	-0.7	-0.5	-1.4	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	2.0	1.9	1.3	1.8	
国内需要	0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.5	1.7	0.7	1.6	
民間需要	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.6	1.7	0.7	1.7	
民間最終消費支出	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.9	1.0	0.9	0.1	0.7	
民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	
民間企業設備投資	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.8	0.4	0.7	
民間在庫品増加	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	
公的需要	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.6	0.2	0.6	0.2	
財貨・サービスの輸出	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	1.4	1.0	1.5	1.1	
財貨・サービスの輸入	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.2	2.3	2.5	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.0	1.9	1.3	1.8	
国内需要	0.8	1.8	2.0	1.4	1.6	1.5	1.4	2.1	1.5	1.7	0.7	1.6	
民間需要	0.7	1.9	2.2	1.5	1.5	1.5	1.4	2.2	1.6	1.7	0.7	1.7	
民間最終消費支出	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6	0.7	1.4	1.0	0.9	0.1	0.7	
民間住宅投資	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.1	
民間企業設備投資	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.7	0.8	0.4	0.7	
民間在庫品増加	-0.5	0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	
公的需要	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	
公的在庫品増加	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	0.7	0.7	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	-0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	
財貨・サービスの輸出	1.5	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.4	1.0	1.5	1.1	
財貨・サービスの輸入	-0.8	-0.9	-0.9	-0.6	-0.8	-0.7	-0.8	-1.1	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (6-a) 主要前提条件

	2013			2014			2015			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2013	2014	2013	2014	
1. 世界経済													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	3.0	3.2	3.5	3.3	3.3	3.4	3.2	3.2	3.2	3.3	3.1	3.3	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	94.2	105.8	97.6	98.6	103.0	97.2	73.2	48.6	99.1	80.5	98.0	92.9	
前年同期比%	0.9	14.8	10.6	4.5	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	7.6	-18.7	4.1	-5.2	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	15,607	15,780	15,916	15,832	16,010	16,206	16,295	16,264	15,784	16,194	15,710	16,086	
前期比年率%	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	-0.7					
前年同期比%	1.8	2.3	3.1	1.9	2.6	2.7	2.4	2.7	2.3	2.6	2.2	2.4	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	232.1	233.4	234.2	235.4	236.8	237.5	237.0	235.2	233.8	236.7	233.0	236.7	
前期比年率%	-0.1	2.3	1.4	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1					
前年同期比%	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	1.4	1.3	1.5	1.6	
生産者物価指数 (最終財、1982=100)	195.7	196.8	197.6	199.6	201.3	201.5	198.9	192.9	197.4	198.8	196.6	200.4	
前期比年率%	-1.4	2.2	1.6	4.2	3.4	0.5	-5.1	-11.5					
前年同期比%	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	-3.2	1.3	0.7	1.2	1.9	
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
10年物国債利回り (%)	2.00	2.71	2.75	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.55	2.34	2.35	2.54	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	98.6	98.7	98.6	99.3	100.6	101.3	101.7	102.2	98.8	101.4	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.8	0.3	-0.4	3.1	5.0	2.9	1.6	2.2					
前年同期比%	2.5	1.9	1.0	0.0	2.1	2.7	3.0	2.9	1.3	2.7	1.7	2.0	
名目公的固定資本形成 (兆円)	22.4	23.7	23.9	23.8	24.4	24.9	25.0	24.6	23.6	24.8	23.0	24.6	
前期比年率%	12.1	25.3	4.9	-1.7	9.3	9.7	0.2	-5.0					
前年同期比%	4.5	16.0	18.8	8.7	8.3	5.9	5.0	2.6	12.4	5.1	9.5	6.8	
為替レート (¥/\$)	98.8	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	114.5	119.1	100.2	109.9	97.6	105.8	
(¥/Euro)	129.6	130.7	139.9	140.3	139.5	137.8	143.8	132.6	135.1	138.4	130.6	140.3	
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	

(注1) 2017年4月の消費税率引き上げを想定。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (6-b) 主要前提条件

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
<b>1. 世界経済</b>													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	3.2	3.0	3.1	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.2	3.5	3.2	3.5	
原油価格 (WTI、\$/bbl)													
前年同期比%	57.3	60.0	60.8	61.7	62.5	63.3	64.2	65.0	59.9	63.8	56.7	62.9	
	-44.4	-38.3	-16.9	27.0	9.1	5.6	5.5	5.4	-25.5	6.3	-39.0	11.0	
<b>2. 米国経済</b>													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)													
前期比年率%	16,368	16,489	16,608	16,723	16,830	16,937	17,043	17,146	16,547	16,989	16,432	16,883	
前年同期比%	2.6	3.0	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.2	2.7	2.2	2.7	
	2.2	1.7	1.9	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5					
消費者物価指数 (1982=1984=100)													
前期比年率%	237.5	238.9	240.0	240.6	241.8	243.3	244.2	244.5	239.3	243.5	237.9	242.5	
前年同期比%	3.9	2.4	1.9	1.0	1.9	2.5	1.6	0.5	1.1	1.7	0.5	1.9	
	0.3	0.6	1.3	2.3	1.8	1.8	1.7	1.6					
生産者物価指数 (最終財、1982=100)													
前期比年率%	195.0	197.0	198.3	199.6	200.3	202.0	202.5	202.6	197.6	202.0	195.9	201.2	
前年同期比%	4.4	4.2	2.8	2.5	1.5	3.4	1.1	0.1	-0.6	2.2	-2.2	2.7	
	-3.1	-2.3	-0.3	3.5	2.7	2.5	2.1	1.5					
FFレート (期末、%)													
	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	0.75	1.75	0.50	1.50	
10年物国債利回り (%)													
	2.16	2.22	2.41	2.62	2.78	2.95	3.12	3.24	2.35	3.02	2.19	2.87	
<b>3. 日本経済</b>													
名目政府最終消費支出 (兆円)													
前期比年率%	102.6	102.9	103.3	103.7	104.0	104.4	104.8	105.2	103.1	104.6	102.8	104.2	
前年同期比%	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.7	1.4	2.0	1.4	
	2.0	1.6	1.7	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5					
名目的固定資本形成 (兆円)													
前期比年率%	24.0	23.7	23.4	23.2	22.9	22.7	22.6	22.4	23.5	22.6	23.9	22.9	
前年同期比%	-10.4	-5.2	-4.7	-3.4	-4.1	-3.4	-2.8	-2.8	-5.1	-3.7	-2.8	-4.3	
	-1.4	-5.4	-6.7	-5.6	-4.5	-3.8	-3.3	-3.5					
為替レート (¥/\$)													
	121.7	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	124.2	125.0	122.7	125.0	
(¥/Euro)	135.3	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	138.0	137.3	138.0	136.0	138.0	
無担保コール翌日物 (期末、%)													
	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	

(注1) 2017年4月の消費税率引き上げを想定。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。