

2016年9月8日 全63頁

# 第190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  
シニアエコノミスト 長内 智  
エコノミスト 岡本 佳佑  
エコノミスト 小林 俊介  
エコノミスト 齋藤 勉  
エコノミスト 前田 和馬  
田中 誠人

## 第190回日本経済予測（改訂版）

欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか？  
～①Brexit、②長期停滞論、③ジニ係数などの格差問題を検証～

実質 GDP：2016年度+0.9%、2017年度+0.9%  
名目 GDP：2016年度+1.7%、2017年度+1.3%

## 第 190 回日本経済予測(改訂版)

### 【予測のポイント】

- (1) **海外発の景気下振れリスクは残存**: 2016 年 4-6 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 2016 年度が前年度比+0.9%(前回:同+0.9%)、2017 年度が同+0.9%(同:同+0.9%)である。足下で日本経済は「踊り場」局面が継続しているものの、先行きに関しては、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の策定、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。本予測では、以下の 3 つの論点について考察した。
- (2) **論点①: Brexit を受けて欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか?**: Brexit が決定したことで起こり得る、金融システムを通じたリスクについて定量的に検証した。Brexit を受けた足下のリスクは英国における不動産価格の下落であるが、仮に不動産価格が急落しても英国の銀行、英国経済、世界経済への影響は限定的だ。また、イタリアの不良債権処理問題は、イタリア経済には一定の打撃を与え得るが、世界経済への影響は軽微なものにとどまる。ただし、これらの問題が複合化して、欧州の金融システム全体に危機が波及した場合、世界 GDP を 2.7%、日本の GDP を 1.9% 下押しする可能性がある。今後も欧州の金融システムの動向からは目が離せない状況が続くだろう。
- (3) **論点②: 長期停滞論を踏まえたわが国の経済対策の評価**: 世界経済の長期停滞を避けるため、先進国には「ワイズ・スペンディング(賢明な支出)」を積極化させることが期待される。8 月に日本政府は大型補正予算の編成を決定したが、そもそも巨額の財政赤字を抱えるわが国が大型経済対策を乱発することは困難である。財政出動で景気が浮揚している間に、成長戦略の推進や将来の成長に向けた構造改革を断行することが不可欠だ。当社の試算では、労働市場改革による労働参加率の上昇やパートタイム労働者の労働時間延長によって、潜在 GDP は 24 兆円程度押し上げられる。
- (4) **論点③: ジニ係数などの「格差問題」からみた今後の政策課題**: 国際比較を通じて、わが国の所得格差問題を改めて整理するとともに、今後の政策課題について検討した。国際的に見ると、日本の所得格差は、1985 年から 2000 年にかけて拡大したものの、2000 年から 2009 年にかけては、所得格差拡大の動きは見られない。今後日本が解決すべき問題は、「所得格差」ではなく「所得低迷」である。わが国が所得低迷から脱出するためには、3 つの課題に取り組まねばならない。第一に、正社員と非正規社員という所得の「2 つの山」を緩和・解消する必要がある。第二に、短期的には低所得者層向けの所得支援策に有効な側面がある一方で、中長期的な視点からは、人的資本の価値向上策が求められる。第三に、最低賃金引き上げによる時給の「底上げ効果」にも期待したい。
- (5) **日本経済のリスク要因**: 日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする「リスクオフ(円高・株安)」、④英国の EU 離脱や欧州金融機関のデレバレッジ、の 4 点に留意が必要だ。当社の中国に対する見方は「短期=楽観。中長期=悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000 兆円弱の過剰融資」「550 兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が 600 兆円から 800 兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。
- (6) **日銀の政策**: 日銀は、9 月以降追加的な金融緩和に踏み切る見通しである。日銀にとって、デフレとの戦いが長期化する中で、持続可能な金融政策の枠組みを再構築することが課題となろう。

### 【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 16 年度+7.4%、17 年度▲3.0%と想定。
- (2) 為替レートは 16 年度 103.2 円/ドル、17 年度 101.5 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 16 年+1.5%、17 年+2.3%とした。

## 第190回日本経済予測（改訂版）（2016年9月8日）

	2015年度	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2015暦年	2016暦年 (予測)	2017暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	2.2	1.7	1.3	2.5	1.5	1.6
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	0.8	0.9	0.9	0.5	0.7	1.0
内需寄与度	0.8	1.1	0.6	0.1	0.8	1.0
外需寄与度	0.1	-0.1	0.2	0.4	-0.1	0.0
GDPデフレーター	1.4	0.8	0.5	2.0	0.8	0.6
全産業活動指数上昇率	0.9	0.8	1.1	0.4	0.4	1.2
鉱工業生産指数上昇率	-1.0	0.3	2.1	-1.2	-1.0	2.1
第3次産業活動指数上昇率	1.3	0.7	0.9	0.9	0.6	0.9
国内企業物価上昇率	-3.2	-2.2	0.6	-2.3	-3.1	0.5
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.0	-0.1	0.8	0.5	-0.2	0.7
失業率	3.3	3.1	3.0	3.4	3.1	3.0
10年物国債利回り	0.26	-0.11	-0.10	0.35	-0.09	-0.10
マネースtock (M2) 増加率	3.6	3.9	4.1	3.7	3.7	4.1
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	0.5	4.2	5.1	-0.6	4.1	4.8
経常収支（億ドル）	1499	1861	2110	1356	1805	2043
経常収支（兆円）	18.0	19.4	21.7	16.4	19.2	20.7
対名目GDP比率	3.5	3.8	4.2	3.3	3.8	4.0
<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	-0.2 (-0.1)	0.6 (0.3)	0.6 (0.3)	-1.2 (-0.7)	0.4 (0.2)	0.6 (0.3)
民間住宅投資	2.4 (0.1)	4.9 (0.1)	-3.0 (-0.1)	-2.5 (-0.1)	4.8 (0.1)	-2.3 (-0.1)
民間設備投資	2.1 (0.3)	0.4 (0.1)	1.1 (0.2)	1.5 (0.2)	0.5 (0.1)	0.8 (0.1)
政府最終消費	1.6 (0.3)	1.8 (0.3)	1.7 (0.3)	1.2 (0.2)	2.0 (0.4)	1.4 (0.3)
公共投資	-2.7 (-0.1)	8.0 (0.3)	-3.4 (-0.1)	-2.5 (-0.1)	1.3 (0.1)	7.1 (0.3)
財貨・サービスの輸出	0.4 (0.1)	0.1 (0.0)	4.6 (0.8)	2.8 (0.5)	-0.9 (-0.2)	3.8 (0.6)
財貨・サービスの輸入	-0.0 (0.0)	0.7 (-0.1)	4.0 (-0.6)	0.3 (-0.1)	-0.5 (0.1)	3.8 (-0.6)
<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	2.9	2.9	3.1	3.1	2.8	3.1
原油価格 (WTI、\$/bbl)	45.0	44.8	44.5	48.8	42.1	44.5
<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	1.7	2.3	2.6	1.5	2.3
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.2	1.9	0.1	1.0	1.8
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	-2.6	7.4	-3.0	-1.6	0.4	7.6
為替レート（円/ドル）	120.1	103.2	101.5	121.0	106.6	101.5
（円/ユーロ）	132.5	116.0	114.4	133.7	119.4	114.4

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(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。

(出所) 大和総研

## 前回予測との比較

	今回予測 (9月8日)		前回予測 (8月19日)		前回との差	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	1.7	1.3	1.6	1.3	0.1	0.0
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.1	-0.0
内需寄与度	1.1	0.6	1.0	0.6	0.1	0.0
外需寄与度	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.0	-0.0
GDPデフレーター	0.8	0.5	0.7	0.5	0.0	0.0
全産業活動指数上昇率	0.8	1.1	0.6	1.1	0.2	0.0
鉱工業生産指数上昇率	0.3	2.1	0.1	2.0	0.2	0.1
第3次産業活動指数上昇率	0.7	0.9	0.7	0.9	0.0	0.0
国内企業物価上昇率	-2.2	0.6	-2.2	0.6	0.0	0.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.1	0.8	-0.1	0.8	0.0	0.0
失業率	3.1	3.0	3.2	3.1	-0.1	-0.1
10年物国債利回り	-0.11	-0.10	-0.11	-0.10	0.00	0.00
マネーストック(M2)増加率	3.9	4.1	3.9	4.1	0.0	0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	4.2	5.1	4.2	5.1	0.0	0.0
経常収支(億ドル)	1861	2110	1861	2110	0	0
経常収支(兆円)	19.4	21.7	19.4	21.7	0.0	0.0
対名目GDP比率	3.8	4.2	3.8	4.2	-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	0.6	0.6	0.6	0.6	0.0	0.0
民間住宅投資	4.9	-3.0	4.9	-3.0	0.0	0.0
民間設備投資	0.4	1.1	0.1	1.1	0.3	-0.0
政府最終消費	1.8	1.7	1.9	1.7	-0.2	0.0
公共投資	8.0	-3.4	7.9	-3.3	0.0	-0.1
財貨・サービスの輸出	0.1	4.6	0.1	4.6	0.0	-0.0
財貨・サービスの輸入	0.7	4.0	0.7	4.0	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	2.9	3.1	2.9	3.1	0.0	0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	44.8	44.5	44.8	44.5	0.0	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)	1.7	2.3	1.6	2.2	0.0	0.1
米国の消費者物価上昇率	1.2	1.9	1.4	2.0	-0.2	-0.1
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	7.4	-3.0	7.4	-2.9	0.1	-0.1
為替レート(円/ドル)	103.2	101.5	103.2	101.5	0.0	0.0
(円/ユーロ)	116.0	114.4	114.9	113.0	1.0	1.4

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

## ◎目次

1. 日本経済のメインシナリオ .....	10
1.1 海外経済に底入れの兆し .....	10
1.2 国内需要は緩やかながらも回復方向へ .....	13
2. 論点①：Brexit を受けて欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか？ .....	20
2.1 英国の EU 離脱決定により、英国内で不動産価格急落のリスク .....	20
2.2 イタリアの銀行の不良債権処理問題 .....	22
2.3 欧州金融システム全体に危機が波及した場合、世界 GDP は 2.7%、日本の GDP は 1.9% 下振れ .....	26
3. 論点②：長期停滞論を踏まえたわが国の経済対策の評価 .....	27
3.1 世界経済の底割れ回避に向け、先進国は「ワイズ・スペンディング」の積極化を .....	27
3.2 「未来への投資を実現する経済対策」の経済効果 .....	28
3.3 長期停滞局面が続く日本経済に活力を与える労働市場改革 .....	30
4. 論点③：ジニ係数などの「格差問題」からみた今後の政策課題 .....	34
4.1 国際比較から浮かび上がる所得格差の特徴 .....	34
4.2 所得低迷から脱出するための 3 つの課題 .....	36
5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に .....	40
5.1 中国経済が抱える問題の全体像 .....	41
5.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？ .....	44
5.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し .....	45
6. 補論：マクロリスクシミュレーション .....	47
6.1 円高 .....	47
6.2 原油高騰 .....	48
6.3 世界需要の減少 .....	48
6.4 金利上昇 .....	48
7. 四半期計数表 .....	51

# 第 190 回日本経済予測（改訂版）

## 欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか？

～①Brexit、②長期停滞論、③ジニ係数などの格差問題を検証～

執行役員	チーフエコノミスト	熊谷 亮丸
	シニアエコノミスト	長内 智
	エコノミスト	岡本 佳佑
	エコノミスト	小林 俊介
	エコノミスト	齋藤 勉
	エコノミスト	前田 和馬
		田中 誠人

### 海外発の景気下振れリスクは残存

2016 年 4-6 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 2016 年度が前年度比+0.9%（前回：同+0.9%）、2017 年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。足下で日本経済は「踊り場」局面が継続しているものの、先行きに関しては、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の策定、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。

### 2016 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.7%（前期比+0.2%）

2016 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+0.7%（前期比+0.2%）と、一次速報（前期比年率+0.2%、前期比+0.0%）から上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+0.2%、前期比+0.0%）を上回った。1-3 月期に「うるう年」による営業日数の増加分が含まれていることを勘案すると、この効果が剥落する中でも堅調な推移を示した結果だと言えるだろう。総じて見ると、日本経済は「踊り場」から緩やかな回復に向けた局面が続いているという当社のこれまでの見方を再確認させる内容だと言える。

### 主要な内需項目が軒並み上方修正

一次速報からの主な改訂内容を需要項目別に見ると、個人消費、設備投資、在庫投資、公共投資の全てが上方修正され、全体を押し上げた。個人消費は、主に 6 月分の基礎統計を反映して小幅に上方修正された。中身を見ると、とりわけ耐久財の上方修正が大きく、他全ての項目「半耐久財」、「非耐久財」、「サービス」が小幅に下方修正される中でも全体を押し上げた。設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比▲0.1%（一次速報：同▲0.4%）と上方修正された。形態別の設備投資を確認すると、輸送用機械の伸びがとりわけ大きい。在庫投資は前期比寄与度+0.1%pt と一次速報（同▲0.0%pt）から上方修正されている。形態別の寄与度を見ると、在庫投資の 4 形態「製品在庫」、「仕掛品在庫」、「原材料在庫」、「流通在庫」全てが上方修正となっている。公共投資も小幅に上方修正され、前期比+2.6%（一次速報：同+2.3%）となったが、これは主に 6 月分の基礎統計を反映したものである。

## 需要項目別動向：基調として見ると個人消費と輸出の停滞が続く

2016年4-6月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比+0.2%（一次速報：同+0.2%）と2四半期連続の増加となった。1-3月期に「うるう年」効果によって押し上げられた反動の影響がある中でも堅調だ。個人消費の内訳を見ると、財・サービスの「耐久財（前期比+2.2%）」「サービス（同+0.1%）」がプラスとなり、特に、耐久財のプラス幅が大きい。2009年以降続いてきたエコカー減税・家電エコポイント・消費増税前の駆け込み等による需要先食いの悪影響が剥落しつつある。他方、「半耐久財（同▲1.6%）」「非耐久財（同▲0.4%）」は振るわない。実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用する一方、保険料率や最高所得税率の引き上げなどの所得下押し効果を通じて家計の実質可処分所得の伸びが限定的なものにとどまっていることが背景にあると考えられる。

住宅投資は前期比+5.0%（一次速報：同+5.0%）と3四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住宅着工戸数は、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要などから、増加基調で推移してきた。こうした住宅着工の動きを反映し、工事の進捗ペースで推計される住宅投資が押し上げられている。

設備投資は前期比▲0.1%（一次速報：同▲0.4%）と2四半期連続の減少となった。企業収益は引き続き高水準で推移しているものの、収益の源泉は数量の増加ではなく、主として投入コストの低下や輸出向け算出価格の上昇によってもたらされているため、稼働率の上昇にはつなげていない。加えて、世界経済の減速や円高進行も設備投資の逆風となっている。

民間在庫品増加は前期比寄与度+0.1%pt（一次速報：同▲0.0%pt）と僅かながらも4四半期ぶりのプラス寄与となった。製品在庫、流通在庫はマイナスに寄与したが、仕掛品在庫、原材料在庫はプラスに寄与している。

公共投資は前期比+2.6%（一次速報：同+2.3%）と2四半期連続の増加となった。2015年度補正予算の前倒し執行がプラスに寄与したものとみられる。政府消費も同+0.1%と増加傾向が継続している。

輸出は前期比▲1.5%（一次速報：同▲1.5%）と2四半期ぶりの減少となった。財輸出に関しては、米国やアジア向け輸出で持ち直しの動きがみられるが、堅調に推移してきたEU向け輸出は、前四半期に急増した船舶等の輸出が減少し、一時的に弱さが見られた。輸入は、国内需要の足踏みを反映して、同▲0.0%（一次速報：同▲0.1%）と小幅ながら3四半期連続で減少した。外需（純輸出）寄与は同▲0.3%pt（一次速報：同▲0.3%pt）のマイナスとなった。

GDPデフレーターは前期比+0.2%（一次速報：同+0.2%）と小幅ながら7四半期連続で上昇した。国内需要デフレーターが同▲0.3%（一次速報：同▲0.2%）と低下した一方で、輸入デフレーターの下落が続いたことで（輸入デフレーターの下落は、GDPデフレーターに対して押し上げに寄与する）、全体としてはプラスを維持した。なお、GDPデフレーターの前年比は+0.7%（一次速報：同+0.8%）と、10四半期連続の上昇となったものの、上昇幅は前期（同+0.9%）

から縮小した。名目 GDP は前期比年率+1.3%、前期比+0.3%（一次速報：前期比年率+0.9%、前期比+0.2%）と2四半期連続の増加となった。

### 先行きの日本経済は、下振れリスクを抱えた状況が続く公算

当社のこれまでのメインシナリオに特段の修正はない。先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。しかし引き続き内需に力強さが欠けているほか、外需については英国のEUからの離脱が決定し、世界経済の先行き不透明感が強まるなど、下振れリスクが浮上している点に警戒が必要だ。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。また、消費者物価上昇率が前年比でマイナスに転じ、物価の影響を考慮した実質賃金が堅調に推移していることや、2017年4月に予定されていた消費税増税が延期され、消費者マインドの改善が期待されることなども個人消費の追い風である。一方、円高に伴う企業業績の悪化懸念を受け、所得環境の先行き不透明感が強まりつつあることなどは個人消費の重石となろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。日本銀行が1月にマイナス金利の導入を決定し、住宅ローン金利が低下していることは住宅投資の下支え要因となる。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税に向けて急拡大した住宅着工は今後徐々に減少することが予想され、タイムラグを経て住宅投資も減少し始めると考えられる。

設備投資は横ばい圏での推移を予想する。労働需給が引き続きタイトな中、特に外需の影響を受けにくい非製造業において、人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。一方、世界経済の停滞や円高・ドル安といった外部環境の悪化は、引き続き製造業を中心とした輸出企業の業績の重石となろう。これまで設備投資を支えてきた“好業績”という前提が崩れれば、設備投資を先送りする企業が増える可能性が高いとみている。

公共投資については、堅調な推移を想定している。過去の経済対策の効果が剥落する一方で、2016年度本予算および補正予算の執行に伴う需要が徐々に顕在化し、公共投資を下支えする見込みである。

輸出に関しては、緩やかながらも拡大へ向かうとみている。財輸出を地域別にみると、米国向けについては、雇用環境の改善などを背景として消費財輸出が堅調に推移しよう。一方、欧州向け輸出は、当面、慎重にみておく必要があるようだ。英国で6月に行われたEUからの離脱の是非を問う国民投票の結果、離脱が決定した。この結果を受け、欧州経済の先行き不透明感が強まっており、域内の需要拡大に水を差す可能性があると考えられるためである。一方、アジア向けについては、減速傾向が強まっていた中国経済に底入れ感が出始めていることが好材料だ。ただし足下で再度の減速がみられていることに加え、年末にかけて予想されている米国の金融引締めを背景とした資金流出の再加速の可能性のあることには注意が必要である。

### 論点①：Brexit を受けて欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか？

本予測では、3つの論点について考察した。最初に、Brexit が決定したことで起こり得る、



金融システムを通じたリスクについて定量的に検証した。Brexit を受けた足下のリスクは英国における不動産価格の下落であるが、仮に不動産価格が急落しても英国の銀行、英国経済、世界経済への影響は限定的だ。また、イタリアの不良債権処理問題は、イタリア経済には一定の打撃を与え得るが、世界経済への影響は軽微なものにとどまる。ただし、これらの問題が複合化して、欧州の金融システム全体に危機が波及した場合、世界 GDP を 2.7%、日本の GDP を 1.9% 下押しする可能性がある。今後も欧州の金融システムの動向からは目が離せない状況が続くだろう。

#### 論点②：長期停滞論を踏まえたわが国の経済対策の評価

世界経済の長期停滞を避けるため、先進国には「ワイズ・スペンディング（賢明な支出）」を積極化させることが期待される。8月に日本政府は大型補正予算の編成を決定したが、そもそも巨額の財政赤字を抱えるわが国が大型経済対策を乱発することは困難である。財政出動で景気が浮揚している間に、成長戦略の推進や将来の成長に向けた構造改革を断行することが不可欠だ。当社の試算では、労働市場改革による労働参加率の上昇やパートタイム労働者の労働時間延長によって、潜在 GDP は 24 兆円程度押し上げられる。

#### 論点③：ジニ係数などの「格差問題」からみた今後の政策課題

国際比較を通じて、わが国の所得格差問題を改めて整理するとともに、今後の政策課題について検討した。国際的に見ると、日本の所得格差は、1985年から2000年にかけて拡大したものの、2000年から2009年にかけては、所得格差拡大の動きは見られない。今後日本が解決すべき問題は、「所得格差」ではなく「所得低迷」である。わが国が所得低迷から脱出するためには、3つの課題に取り組まねばならない。第一に、正社員と非正規社員という所得の「2つの山」を緩和・解消する必要がある。第二に、短期的には低所得者層向けの所得支援策に有効な側面がある一方で、中長期的な視点からは、人的資本の価値向上策が求められる。第三に、最低賃金引き上げによる時給の「底上げ効果」にも期待したい。

#### 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする「リスクオフ（円高・株安）」、④英国のEU離脱や欧州金融機関のデレバレッジ、の4点に留意が必要だ。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円弱の過剰融資」「550兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆円から800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

#### 日銀の金融政策

日銀は、9月以降追加的な金融緩和に踏み切る見通しである。日銀にとって、デフレとの戦いが長期化する中で、持続可能な金融政策の枠組みを再構築することが課題となろう。

## 1. 日本経済のメインシナリオ

### 1.1 海外経済に底入れの兆し

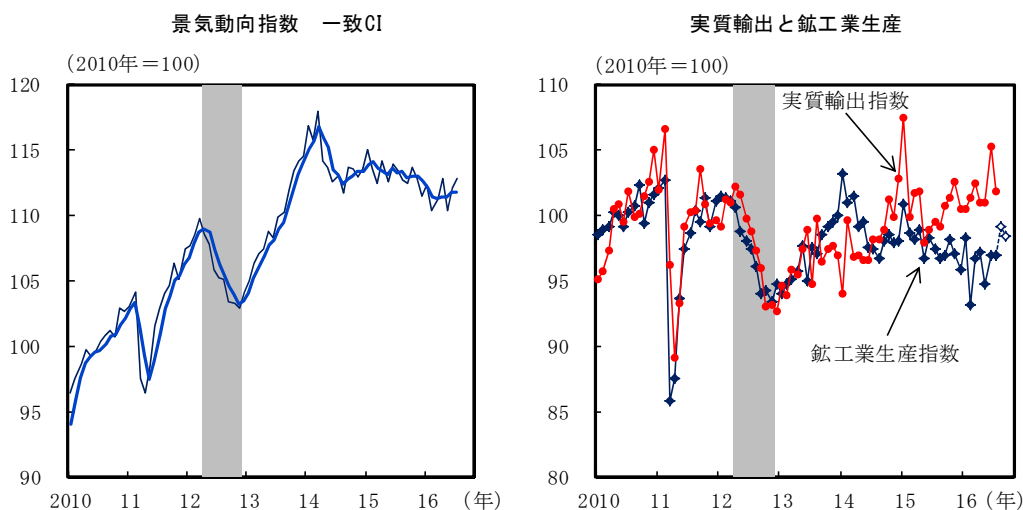
#### 日本経済は「踊り場」脱却の可能性

足下の日本経済は、依然として「踊り場」局面を抜け出せずにいる。**図表 1** は、わが国の景気動向指数（一致 CI）、実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。景気動向指数（一致 CI）は、大きく腰折れする状況にこそないものの、2015 年半ば以降、弱い動きが継続している。同様に、鉱工業生産も緩やかな減少トレンドが続いてきた。しかし、足下では実質輸出の底入れなどを背景として、先行きの生産計画には持ち直しの兆しが見られる。

輸出底入れの背景としては、①雇用環境の改善を受け米国の消費財需要が堅調であること、②大胆な金融緩和の効果などによる欧州における内需の回復、③減速傾向が強まっていた中国経済の底入れ観測、が挙げられる。このうち②については、次章で後述するように、当面慎重にみておく必要がある。英国で 6 月に行われた EU からの離脱の是非を問う国民投票の結果、離脱が決定した。この結果を受け、欧州経済の先行き不透明感が強まっていることが、域内の需要拡大に水を差す可能性があると考えられるためである。一方で、③については次項で解説する通り、FED の利上げペースがスローダウンするとの観測を背景に、しばらく継続する可能性があるだろう。

以下では、まず日本経済を取り巻く海外経済の状況を概観したうえで、今後の日本の内需の動向について考察しよう。結論を先取りすれば、先行きの日本経済は、しばらく「踊り場」局面が続いた後、緩やかに回復する見通しだ。外需については中国および欧州を中心とする海外経済の下振れリスクが残存していることには注意が必要だが、内需については、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の策定、などの要因が下支え役となろう。強弱材料が入り混じる状況下で、日本経済の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想している。

図表 1：一致 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。

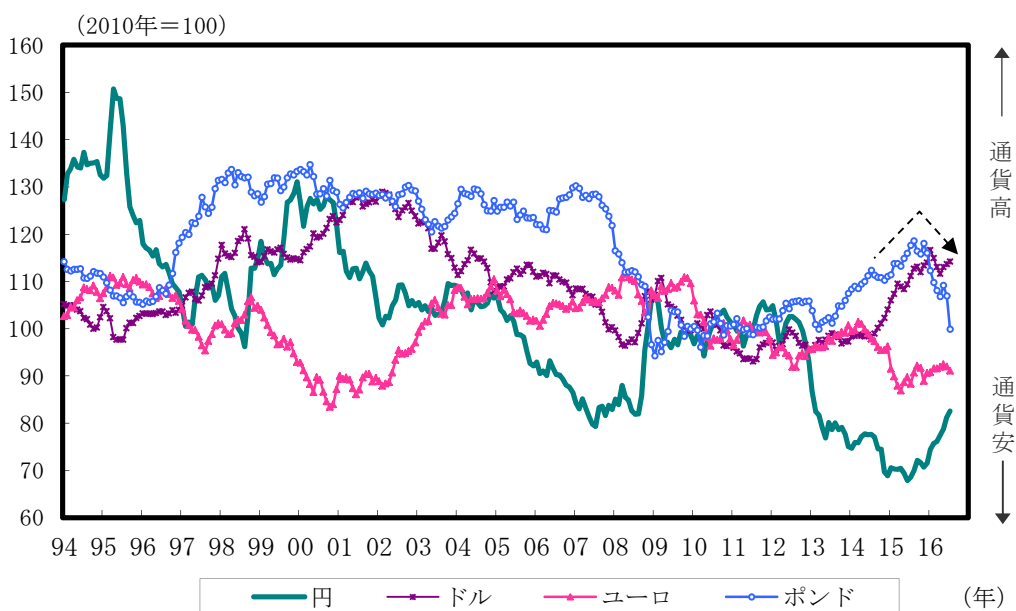
(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

ドル安が世界経済の下支え役に

最近の海外経済の環境変化として、FEDの利上げペースが減速するとの観測に起因する「ドル高」から「ドル安」への転換が指摘できる。実質実効為替レートの推移を見ると、FEDの「出口戦略」をにらんで、2015年末まではドル高が進行していた（図表2）。しかし、2016年に入ってからグローバル金融市場の混乱や世界経済の減速懸念などを受けて、FEDの利上げペースがスローダウンすると見る向きが増えたことから、実質実効ドル相場は下落に転じた。

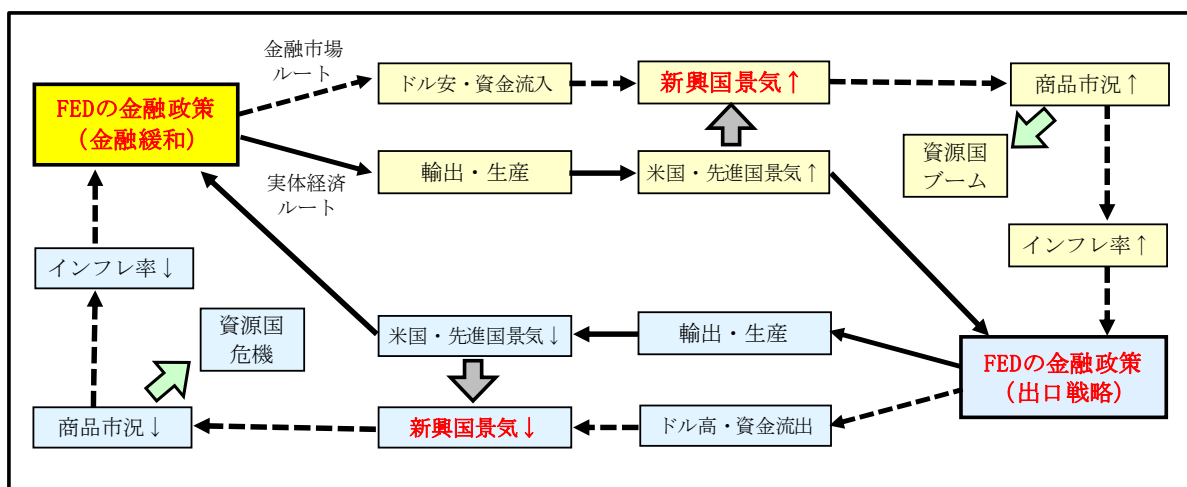
図表3で示したFEDを中心とする世界経済のサイクルに基づくと、ドル安進行には、新興国経済の回復などを通じて、世界経済を下支えする効果が見込まれる。実際、ドル安に転じて以降、新興国の株価が上昇に転じるなど、新興国景気が持ち直すとの期待感が強まっている。

図表2：実質実効為替 Broad（月次）



(出所) BIS統計より大和総研作成

図表3：FEDを中心とする世界経済のサイクル



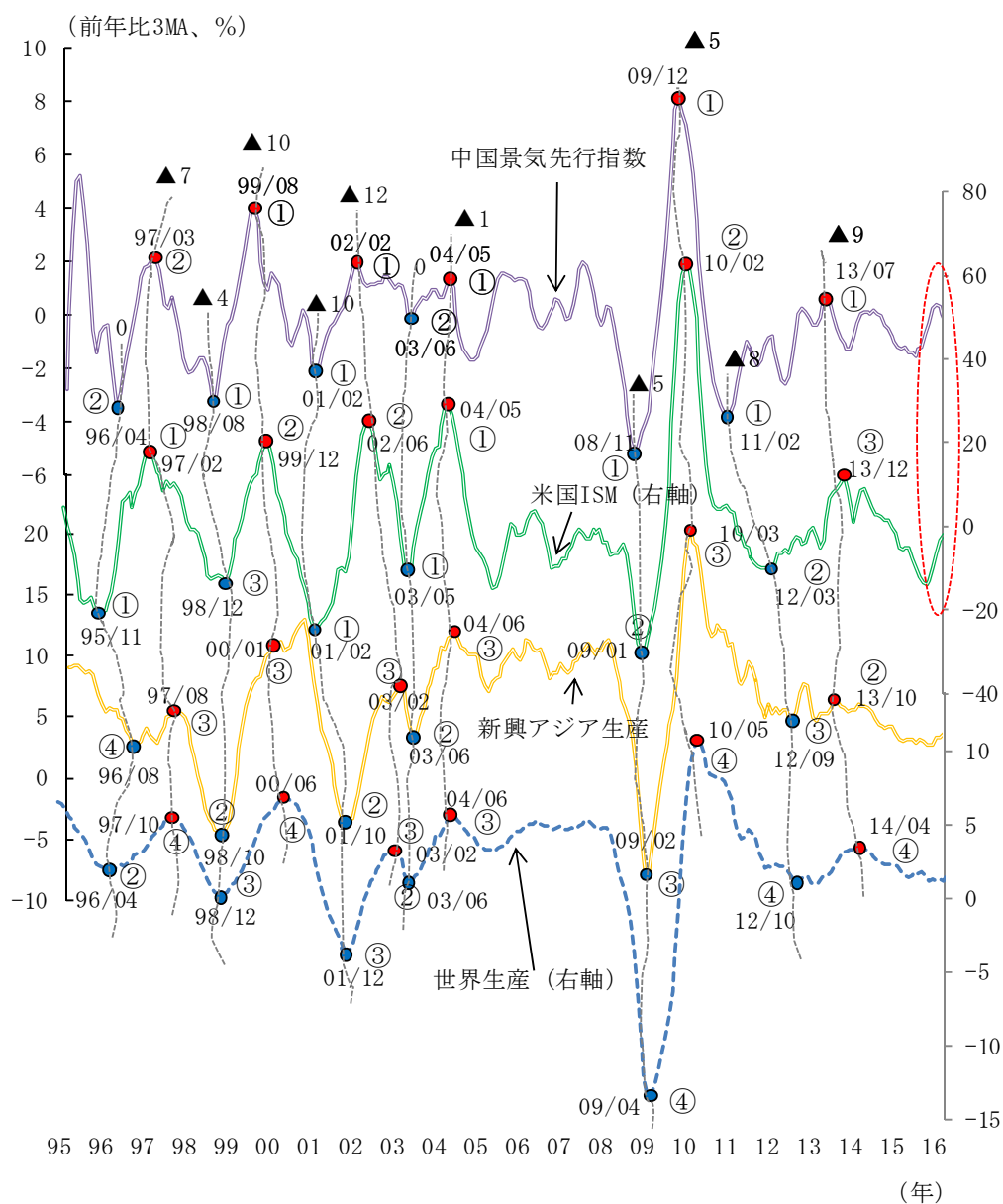
(出所) 大和総研作成

## 世界生産の先行指標にも改善の動き

海外経済の先行きを考えるうえで、当社は、世界生産に先行する指標として、様々な経済指標・金融データを比較・検証した結果、①中国景気先行指数、②米国 ISM 製造業景況感指数、という 2 指標に注目している。図表 4 に世界生産と各指標の景気サイクルを示し、サイクルの早い順番に、①～④の番号を付した。この図表を見ると、中国の景気先行指数と米国の ISM 製造業景況感指数が、世界生産に先行する傾向が観察できる。なお、図表中では、中国の景気先行指数が世界生産に先行した月数を「(▲X)」といった表記で示している（例えば、「(▲9)」）。

足下で、世界生産に先行する 2 指標に改善の動きが見られていることから、景気サイクルという視点に立てば、今後世界生産も徐々に改善に向かう可能性が生じていると言えよう。

図表 4：世界生産に先行する中国景気先行指数と米国 ISM 製造業景況感指数



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

## 1.2 国内需要は緩やかながらも回復方向へ

### マクロの賃金増加は個人消費を下支え

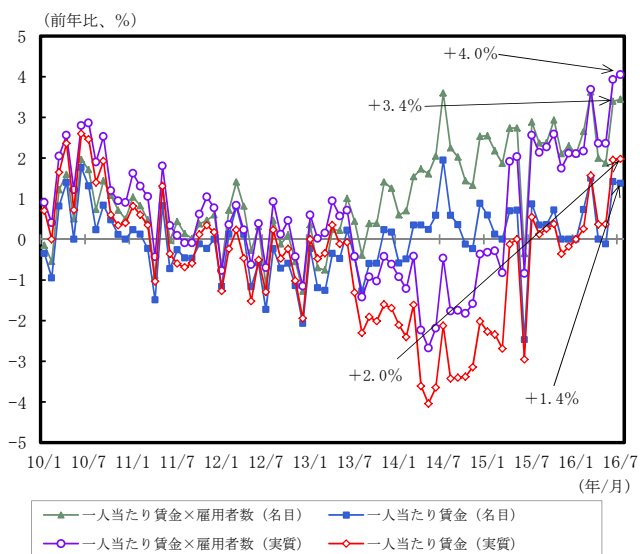
本節では、今後の国内需要の先行きについて考察したい。まず個人消費については、賃金が増加基調に転じていることが下支え要因となり、緩やかながらも増加が続くと考えられる。

**図表 5** を見ると、足下の一人当たり賃金（実質）は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費増税に伴う物価上昇の影響により 2014 年度は大幅な減少が続いたものの、2015 年度に入り、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2014 年以降の原油価格の下落が足下の物価に対して大きな下押し圧力を及ぼしていることが、実質賃金の押し上げに寄与している。これら物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも、一人当たり実質賃金の上昇を助長している。

また、日本経済にとってより一層重要な指標である、「マクロの賃金（＝一人当たり賃金×雇用者数）」を見ると、足下では前年比+3%を超える伸びになっている。非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇用者数が持続的に増加し、それがマクロの賃金を押し上げるという構図が続いているのだ。さらに、マクロの賃金の絶対水準を確認すると、2015 年後半以降上昇傾向にあり、現在の水準は 2012 年 12 月の第二次安倍政権の成立時を上回っている（**図表 6**）。

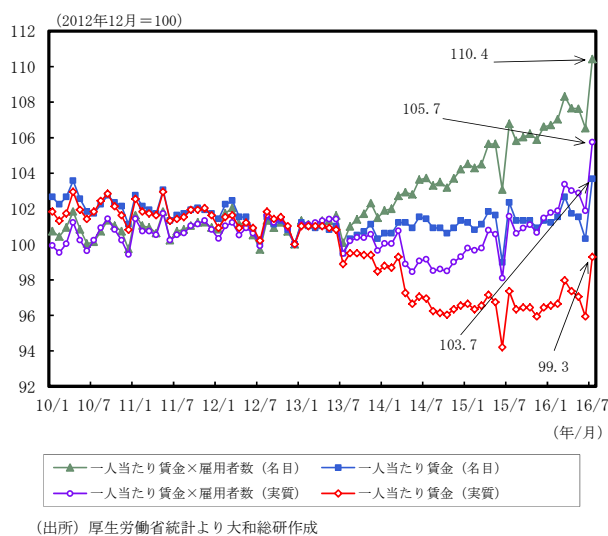
先行きの雇用・所得環境を展望すると、企業の労働需要が依然として旺盛であることから、雇用者数の増加基調は維持される公算が大きい。加えて、労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。さらに、前年比で見た原油安と円高の進行が物価を当面下押しする見込みであり、この結果、実質賃金には上昇圧力がかかるとみている。こうしたマクロ的な所得環境の改善により、今後の個人消費は一定程度下支えされると見込まれる。

図表 5：一人当たり賃金とマクロの賃金（前年比）



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表 6：一人当たり賃金とマクロの賃金（水準）



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

可処分所得が増加していないことが消費の抑圧要因に

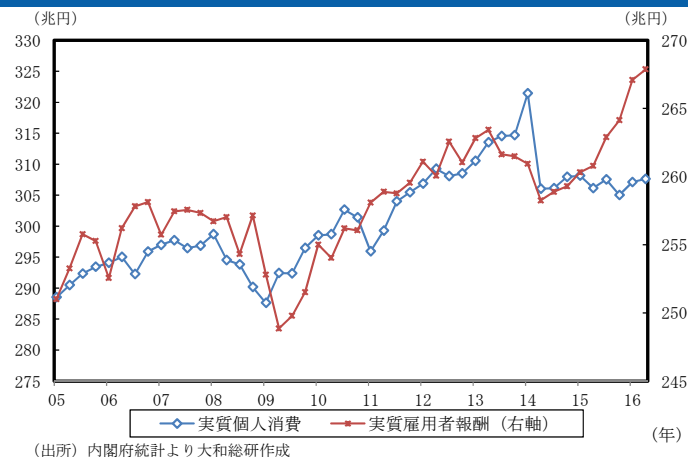
ただし、賃金の伸びと比較すると、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまる可能性が高い。実際、2014年4月以降、個人消費の動きと雇員報酬の動きには乖離が見られる。雇員報酬が増加する一方で、消費は横ばい圏の推移にとどまっている（図表7）。

この背後には、雇員報酬が増加する中で、可処分所得が伸び悩んでいるという現状がある。図表8に、雇員報酬と可処分所得の推移を示した。雇員報酬が非常に高い伸び率で増加を続けている一方で、可処分所得の伸びが限定的であることが見て取れるだろう。

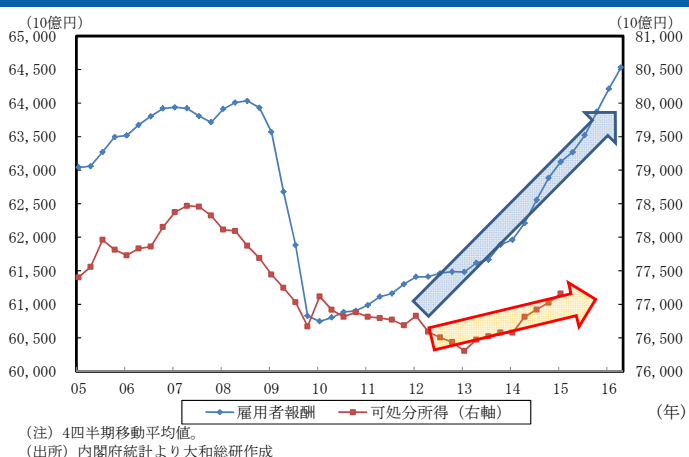
なぜこのような差が生じるのかを示したものが、図表9である。この図表を見ると、社会負担（社会保険料負担）の増加が可処分所得の下押し要因となっていることが確認できる。すなわち、額面で給与が増加していても、保険料の徴収も増加していることから、手取り金額の増加幅が小さくなってしまっている。

なお、近年、一時的に可処分所得を下押ししていた要因としては、①2013年度～2015年度にかけて年金給付額の特例水準の解消が行われたこと、②2015年度から所得税の最高税率が引き上げられたこと、の2点も指摘できる。2016年度以降は、これらの影響がなくなるため、可処分所得の伸び率は多少改善する可能性がある。しかし、社会保険料負担増の流れは変わっていないため、やはり可処分所得の増加幅は雇員報酬の増加幅と比べて小さなものにとどまろう。

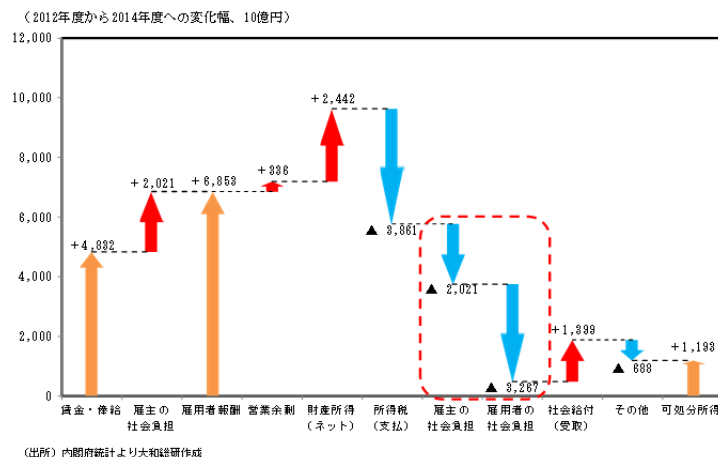
図表7：実質個人消費と実質雇員報酬の推移



図表8：雇員報酬と可処分所得の推移



図表9：雇員報酬、可処分所得変化幅の要因分解



フラット化する賃金カーブ：雇用者報酬が増加する中でも、現役世代の男性の収入は増加せず

また、現役世代の男性の収入が増加していないという点も、消費の下押し要因となっている。

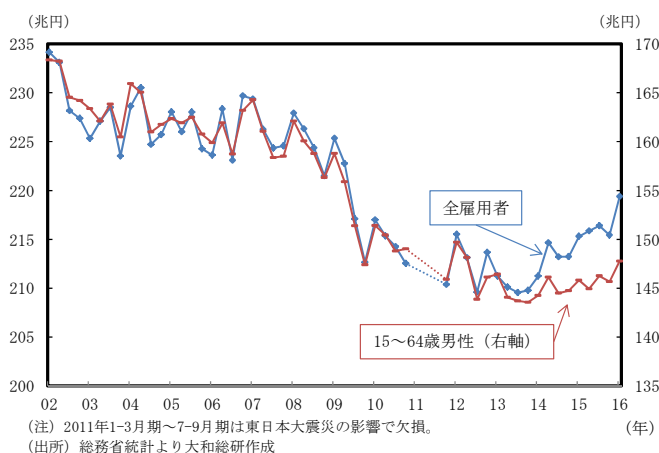
**図表 10** を見ると、全体と比べて 15～64 歳の男性の雇用者報酬の伸びが鈍いことが分かる。

政府の号令のもと、多くの企業でベースアップが行われているのに、彼らの雇用者報酬が増加していないのはなぜだろうか。**図表 11** を見ると、若年層の賃金が着実に上昇する一方で、40 代前後の賃金はむしろ低下を続けている。ベースアップが行われていれば、賃金カーブは上方に平行シフトするはずであるが、実際にはフラット化しているのである。

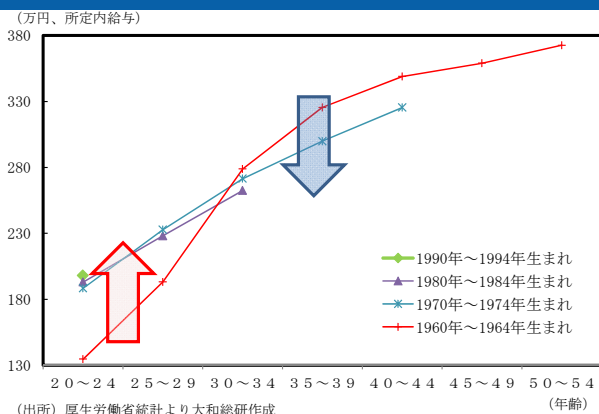
**図表 12** は、賃金カーブがフラット化している理由を示したものだ。数年間にわたり、40 代のうち課長の割合の低下が続いている。すなわち、企業は 40 代雇用者の昇進を遅らせる、昇進できる人数を減らす、といった取り組みを行っている可能性があるのだ。40 代には団塊ジュニア世代が含まれるため、人件費全体に占める割合も大きい。企業は、ボリュームゾーンを形成する雇用者の昇進を遅らせることで、人件費の削減を図っているのである。

多くの世帯では世帯主の賃金が世帯収入の大部分を占めており、将来にわたる見通しが立ちやすいのも世帯主の収入である。すなわち、世帯主の収入が減少することは、家計が消費水準を決めるうえでカギを握る、世帯収入の将来見通しを悪化させることに他ならない。こうした理由から、現役世代の男性の賃金が低迷していることが、消費を大きく抑制しているのである。

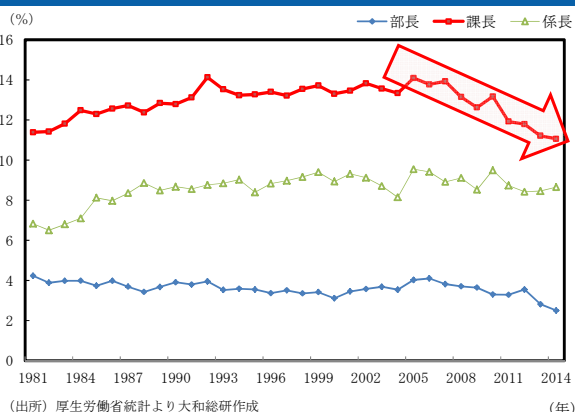
**図表 10：労働力調査から推計した雇用者報酬（年収×雇用者数）**



**図表 11：生まれ年別、年齢別賃金カーブ**



**図表 12：40代労働者に占める役職割合**



## 原油安は 2016 年度の実質 GDP を+0.85%押し上げ

このように、名目賃金が増加している中でも名目可処分所得は横ばい圏での推移が続いていること、および、その結果として個人消費が伸び悩んできたこと、には注意が必要だ。ただし、名目ベースの可処分所得が伸び悩む中でも、原油安などを受けた物価上昇率の低下は、実質可処分所得の改善などを通じて実体経済にプラスの効果をもたらすだろう。

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のが**図表 13**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てきたことによって、2015～2017年度の実質GDPの水準はそれぞれ2015年度=+0.69%、2016年度=+0.85%、2017年度=+0.90%押し上げられる計算となる。実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.49%pt、+0.16%pt、+0.05%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の更新・改修投資を下支えする要因となろう。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は、実質金利を上昇させ、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が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。

以上、見てきたように、これまでの原油安は日本経済にとって大きなメリットをもたらすものと考えられる。

図表 13：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	2015年度	0.69	1.11	2.64	2.88	0.47	3.51	3.16	2.45	0.49
	2016年度	0.85	1.28	2.98	4.04	0.66	4.43	4.23	3.35	0.16
	2017年度	0.90	1.32	3.35	4.66	0.73	4.78	4.77	3.84	0.05
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	0.34	0.59	1.32	1.15	0.24	1.72	1.22	0.88	0.27
	2016年度	0.51	0.84	1.72	2.07	0.42	2.66	2.09	1.57	0.18
	2017年度	0.56	0.88	1.96	2.57	0.49	2.97	2.50	1.93	0.05

		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	2015年度	2.87	-19.21	-2.27	-3.18	-1.30	1.37	0.71	0.79
	2016年度	3.90	-24.17	-3.11	-4.39	-1.65	1.75	0.93	1.01
	2017年度	4.38	-25.81	-3.45	-4.95	-1.70	1.91	1.04	1.13
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	1.13	-9.07	-1.14	-1.57	-0.72	0.65	0.32	0.37
	2016年度	1.97	-14.55	-1.99	-2.76	-1.11	1.02	0.52	0.58
	2017年度	2.35	-16.41	-2.34	-3.29	-1.20	1.15	0.61	0.67

(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



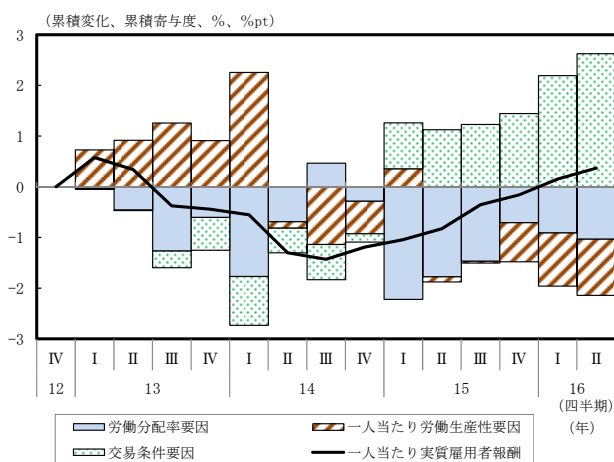
## 交易条件の改善が実質雇用者報酬を下支え

原油安は、交易条件の改善を通じて、一人当たり実質雇用者報酬の押し上げに寄与する点も注目される。このことを確認するために、一人当たり実質雇用者報酬を、①労働分配率要因（＝雇用者報酬÷名目GDP）、②労働生産性要因（＝実質GDP÷雇用者数）、③交易条件要因（＝GDPデフレーター÷民間消費デフレーター）、の3つに要因分解してみよう（**図表14**）。ここでは、一国で生み出された付加価値に占める労働者の取り分を示す労働分配率の上昇、労働者一人が生み出した付加価値である労働生産性の改善、海外からの所得流入に概ね相当する交易条件の改善は、一人当たり実質雇用者報酬に対してプラスに寄与することとなる。

第二次安倍政権が成立した2012年10-12月期以降の累積変化を見ると、労働分配率要因は総じてマイナス圏で推移していることが確認できる。したがって、一人当たり実質雇用者報酬を増加させるという観点からは、アベノミクスは「分配」にも一定の目配りを行うステージへと移行する必要性が高まっているのだ。他方で、2014年末までマイナスに寄与していた交易条件要因は、2015年に入ってからプラス寄与に転じ、一人当たり実質雇用者報酬の下支え役となっている。

この背景を確認するために、交易条件要因をGDPの各需要項目のデフレーターにより要因分解すると、交易条件要因が2015年にプラスに転じたのは、輸入デフレーター要因のマイナス寄与縮小が主因であることが分かる（**図表15**）。つまり、2014年夏場以降の原油価格や他の資源・エネルギー価格の下落は、輸入デフレターの低下（＝交易条件要因に対してプラスに作用）を通じて、一人当たり実質雇用者報酬の押し上げに寄与していたのである。

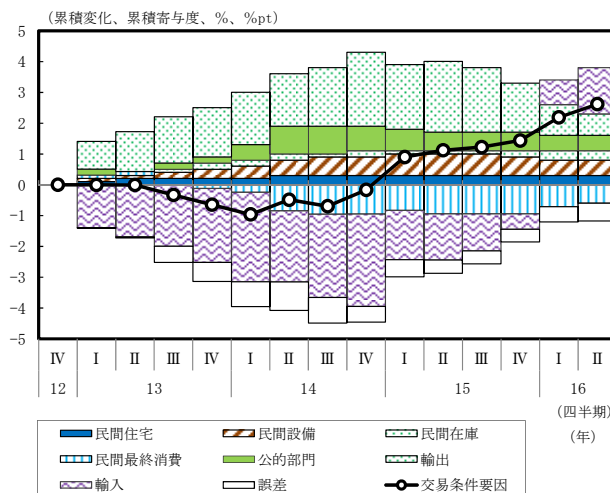
図表14：一人当たり実質雇用者報酬の要因分解



(注) 一人当たり実質雇用者報酬＝雇用者報酬/名目GDP（労働分配率要因）  
 ×実質GDP/雇用者数（一人当たり労働生産性要因）  
 ×GDPデフレーター/民間最終消費デフレーター  
 （交易条件要因）。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

図表15：交易条件要因の要因分解



(注1) 交易条件は、GDPデフレーター/民間最終消費デフレーター。

(注2) GDPの各需要項目のデフレーターで要因分解したもの。

(出所) 内閣府より大和総研作成

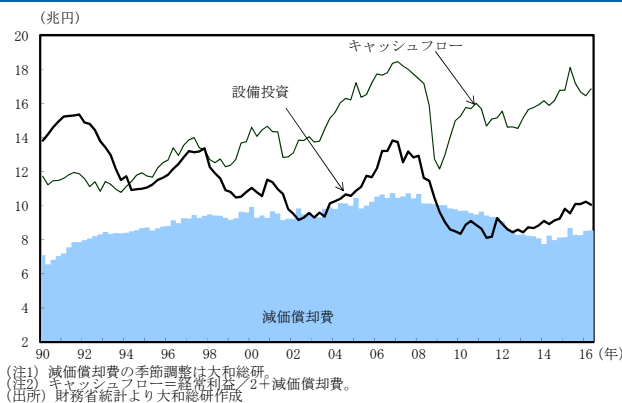
## 設備投資の先行きと収益構造に見られる課題

当社は、先行きの設備投資に関して、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込んでいる。

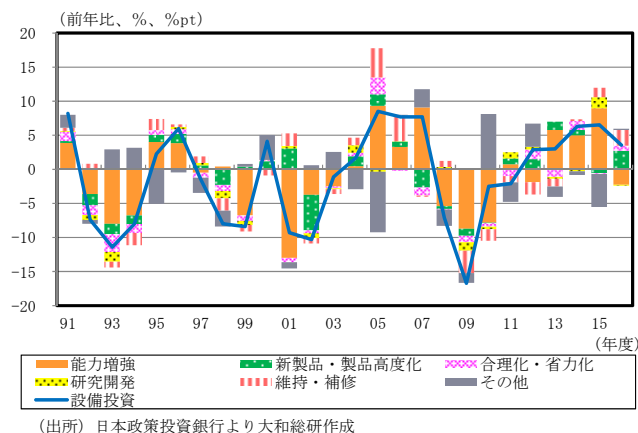
まず、**図表 16** は、法人企業統計ベースの設備投資、キャッシュフロー、減価償却費の推移を示している。設備投資は、リーマン・ショック後の急激な景気悪化を背景に、減価償却費を下回る水準まで大きく落ち込んだものの、2012 年半ば以降、緩やかな増加基調をたどっている。この背景としては、企業収益の改善によりキャッシュフローが増大してきたことに加え、金利が低下する中で、企業が設備投資を行いやすい環境になっていることが指摘できる。今後も企業収益は非製造業を中心に底堅く推移すると見込まれ、設備投資を下支えする要因となるだろう。

次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2016 年度は、「新製品・製品高度化」、「維持・補修」のプラス寄与が目立っている（**図表 17**）。企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、これらの分野で投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。また、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的とする製品開発投資なども期待される。

図表 16：設備投資とキャッシュフロー



図表 17：投資動機による設備投資の要因分解（全産業）



## 設備投資の「本格化」には売上数量の増加がカギ

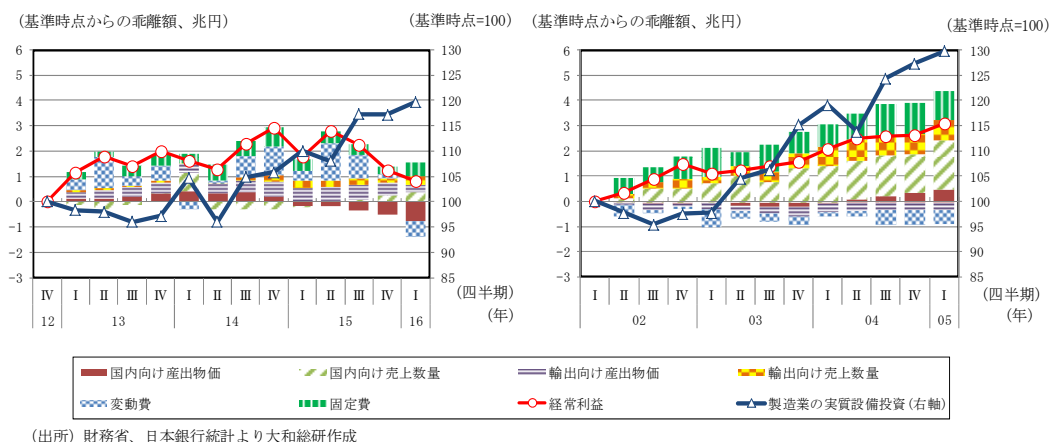
他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題がしばしば指摘されている。以下では、企業の収益構造と設備投資の関係を分析することを通じて、設備投資が伸び悩んでいる背景について考察する。

**図表 18** は、企業収益を「産出価格要因」、「売上数量要因」などに分解したものである。2012年10-12月期以降の利益拡大局面は、2002年1-3月期以降の利益拡大局面と比べて、「変動費」や「輸出向け産出物価」による押し上げが目立つ一方、「輸出向け売上数量」の影響は極めて限定的であったことが確認できる。

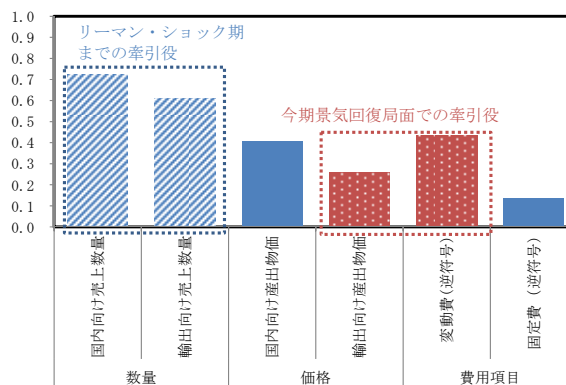
企業収益の内訳項目と設備投資の相関関係を確認すると、「国内向け売上数量」と「輸出向け売上数量」は、設備投資との相関が強い（**図表 19**）。他方、「変動費」と「輸出向け産出物価」は、設備投資との相関があまり強くない。つまり、数量要因に起因する収益拡大は設備投資を増加させる効果が大きい一方、価格要因による収益拡大は設備投資の増加につながりにくいのだ。

以上のことから、設備投資が「本格化」するか否かを占ううえでは、「国内向け売上数量」や「輸出向け売上数量」の増加がカギになるものと考えられる。

図表 18 : 企業収益の要因分解



図表 19 : 設備投資と企業収益の内訳項目との相関係数



(注) 4四半期時差相関のうち絶対値の最も大きい係数を表示。  
 (出所) 財務省、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

## 2. 論点① : Brexit を受けて欧州で金融不安が再燃すると何が起きるのか？

### 2.1 英国の EU 離脱決定により、英国国内で不動産価格急落のリスク

2016年6月23日、英国でEU残留の是非を問う国民投票が行われ、離脱派が勝利を収めた。現時点で、英国はEUとの離脱交渉に向けた準備を進めているところであり、いつどのような形で離脱が実現するのかは明らかでない。このため、英国のEU離脱（以下「Brexit」）が英国経済、世界経済、日本経済にどのような影響を与えるかは未知数であるが、本節では、Brexitが決定したことで起こり得る、金融システムを通じたリスクについて検証しておきたい。

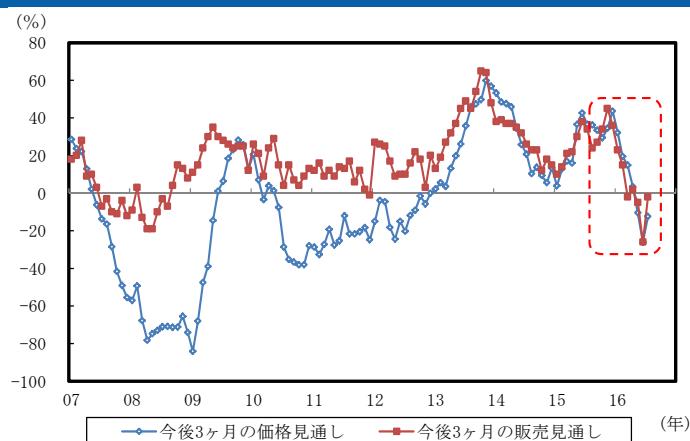
足下で英国にすでに生じている影響の中で、大きなものの一つが不動産市場の変調である。英国では、2013年初頭から不動産価格の上昇が続いており、上昇ペースは年間10%に迫る勢いであった。しかし、Brexitの機運が高まった2015年後半以降、不動産価格が急落するとの懸念が生じている。図表20は、英国の住宅販売業者に住宅価格と販売の見通しを調査した結果であるが、価格、販売の見通しがいずれもマイナス圏に突入している。

この背景には、英国がEUから離脱することにより、欧州を統括する拠点として英国内に事業所を設置していた多くの外国企業が、EU域内の他国に移転するのではないかと懸念がある。オフィスが移転することで、英国で勤務していた従業員も移転を余儀なくされる。この結果、オフィスや住宅の需要が減少し、不動産価格が急落するリスクがあると考えられているのだ。

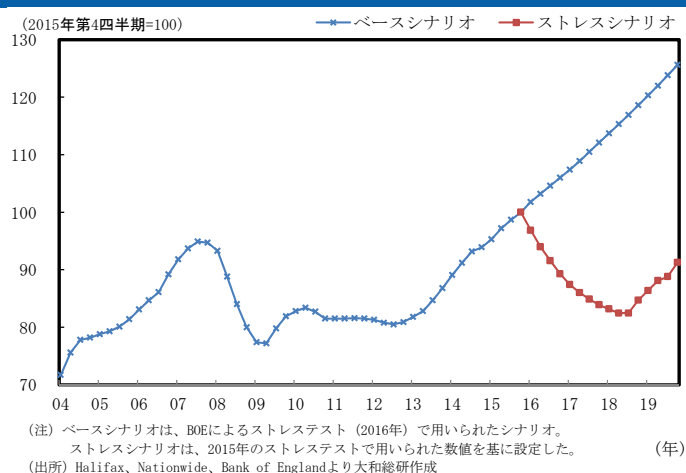
それでは、仮に英国国内で不動産価格が急落した場合、何が起きるのだろうか。建設需要の減少による実体経済への悪影響も懸念されるが、短期的に影響が出るかどうかは現時点で未知数である。以下では、不動産向け貸出を行っている銀行の財務状況への影響がどのように実体経済に波及するか、という点について検証してみたい。

BOE（イングランド銀行）は、銀行のストレステストを行う際に、不動産価格急落のシナリオを想定している。2015年のストレステストでは、住宅、商業用不動産の価格がベースシナリオと比べて4割近く下落するケースについて試算している。BOEによれば、このとき、銀行の被る損失は、約100億ポンドに達することとなる。

図表 20 : 英国住宅販売業者サーベイ



図表 21 : 英国住宅価格の推移とストレスシナリオ



## 不動産価格急落が英国の銀行に与える影響

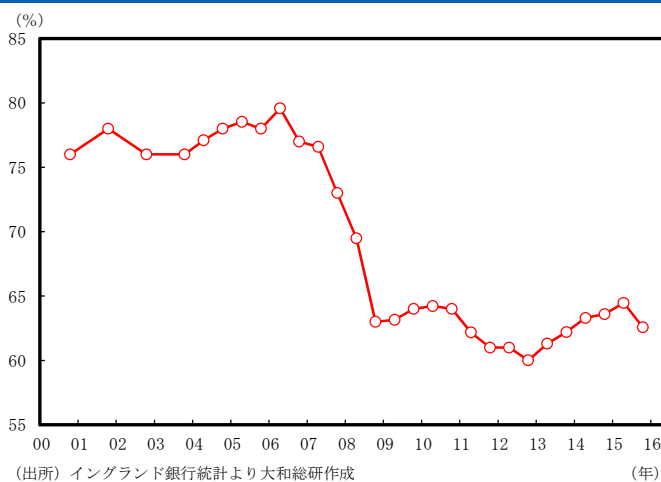
100 億ポンドという金額は、2016 年 8 月時点の為替レートで日本円に換算すると、約 1.3 兆円である。ただし、この金額が英国の銀行に与える影響は、限定的なものにとどまるだろう。

そもそも英国の銀行は、グローバルに活動する大規模な銀行が多い。このため、国内向け不動産貸出が貸出全体に占める割合も 3 割程度と決して高い水準ではない。また、近年は不動産向けの貸出を行う際に、担保価値の何割まで貸出を行うかという基準を厳しく設定しており、損失の発生を抑える仕組みが構築されている（**図表 22**）。さらに、世界的な金融規制強化の流れを受けて、自己資本比率改善の取り組みも継続的に行われている（**図表 23**）。

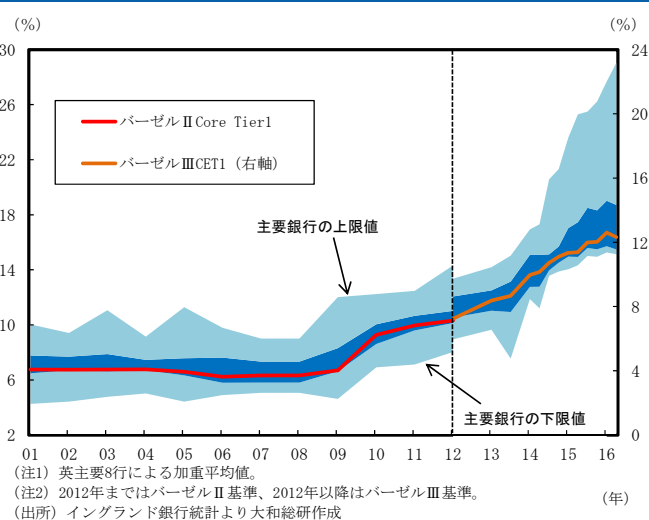
こうした背景があるため、仮に英国の銀行が 100 億ポンドの損失を計上したとしても、英国の銀行の普通株等 Tier1 比率は 0.5%pt の悪化にとどまると試算される。現状、英国の普通株等 Tier1 比率は 12%を超える水準にあるため、資本不足に陥るといったシナリオは想定し難い。つまり、英国で不動産価格が急落しても、直ちに銀行経営が脅かされる可能性は低いのである。

以上のように、直接的な影響は限定的と考えているが、英国の銀行の自己資本比率が悪化した場合には、銀行が自己資本を積み増し、リスク資産を圧縮する可能性もある。この動きがどの程度のインパクトを持つかは、後ほど、イタリアの銀行に関する試算と一緒にお示ししよう。

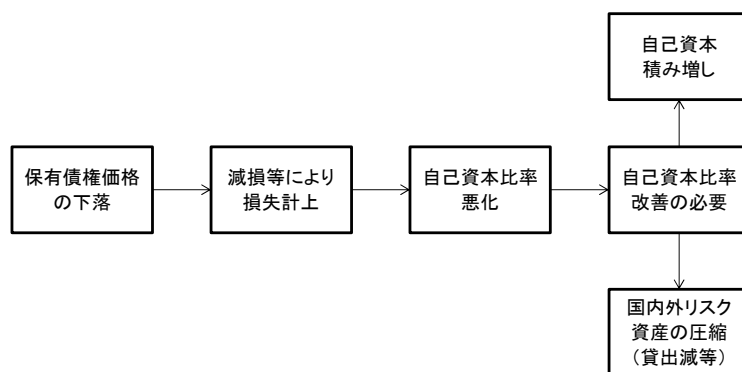
図表 22：商業用不動産向け貸出残高/担保不動産評価額



図表 23：英主要銀行の自己資本比率



図表 24：銀行保有債権価格下落がリスク資産圧縮に至る経路



(出所) IMF “Spillover Report” 等より大和総研作成

## 2.2 イタリアの銀行の不良債権処理問題

ここで、Brexitに加えて、欧州で懸念されている問題について考察を加えたい。それは、イタリアの不良債権問題である。

**図表 25**で確認できるように、イタリアの銀行の不良債権比率は突出して高い。かつてはスペインの銀行も不良債権比率の上昇が続いていたが、2013年以降は低下に転じている。

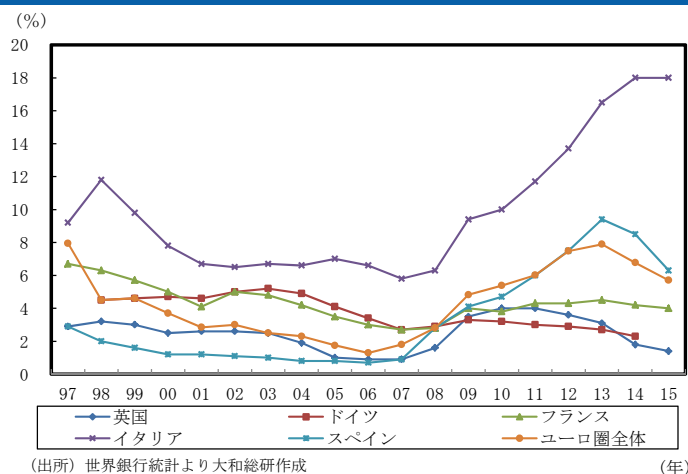
巨額な不良債権を抱える一方で、イタリアの銀行の自己資本比率はEU平均や他国と比べて低い（**図表 26**）。このため、EBA（欧州銀行監督機構）が2016年に行ったストレステストの結果では、欧州主要国の中でイタリアの銀行の財務状況が最も悪化すると試算されている。中でも、イタリア第3位の大手銀行であるモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行（以下「モンテパスキ」）に関しては、リスクシナリオが顕在化した際に自己資本不足に陥る可能性が指摘されている。こうした事態を打開すべく、ECBはモンテパスキに、不良債権処理を求めている。

ただし、不良債権処理を行う際には、額面よりもさらに安い価格での投げ売りを余儀なくされることが多い。この結果、モンテパスキを中心とするイタリアの銀行は、巨額の損失を計上することが懸念されている。

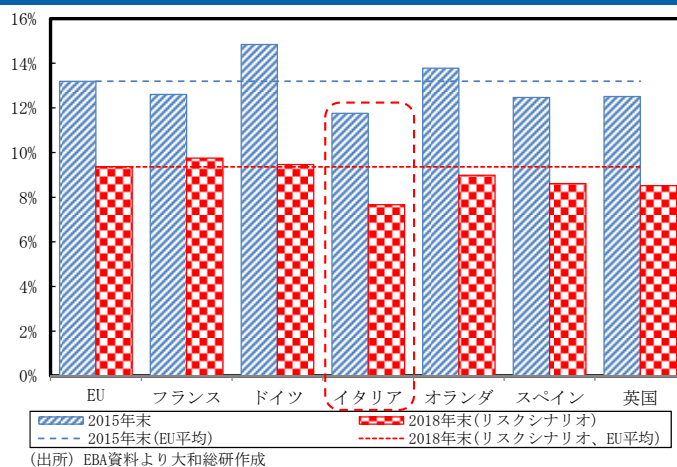
イタリアの銀行の不良債権処理問題がどこまで波及するかについても、Brexitと同様に注目度が高い。2016年1月から、EUの銀行再建・破綻処理指令（BRRD）が正式に導入された。この制度では、公的資本注入を行う際には、債権者も損失の一部を負担する（「ベイルイン」）ことが求められているため、不良債権処理により公的資本の注入が必要となれば、投資家や預金者なども損失を被る可能性がある。このため、不良債権処理の実施がどこまで欧州諸国の銀行経営や各国の実体経済に波及するか、といった点が注目されているのである。

ベイルインが行われることになるのかどうかについては、本稿では考察しないが、イタリアの銀行が不良債権処理を行い、その後自己資本比率を改善させる過程で、どの程度リスク資産の圧縮が行われ、どの程度自己資本の積み増しが必要であるかについて、検証を行っていく。

図表 25：欧州主要国銀行の不良債権比率



図表 26：欧州主要国銀行の普通株等 Tier1 比率



## 自己資本比率改善の中身：金融環境悪化期は「デレバレッジ」、安定期は「資本増強」？

試算に先駆けて、過去に欧州の銀行が自己資本比率を改善させた際に、どの程度を自己資本の積み増しで行い、どの程度をリスク資産の圧縮で行ったかを確認しておきたい。

Tier1 比率は、「Tier1 資本/リスクエクスポージャー」で計算されるため、この比率を上昇させるためには、①分子である Tier1 資本を積み増す、②分母であるリスクエクスポージャーを削減する、のいずれかが必要になる。ここでは、①の Tier1 資本の積み増しを「資本増強」、②のリスクエクスポージャーの削減を「デレバレッジ」、と定義した。

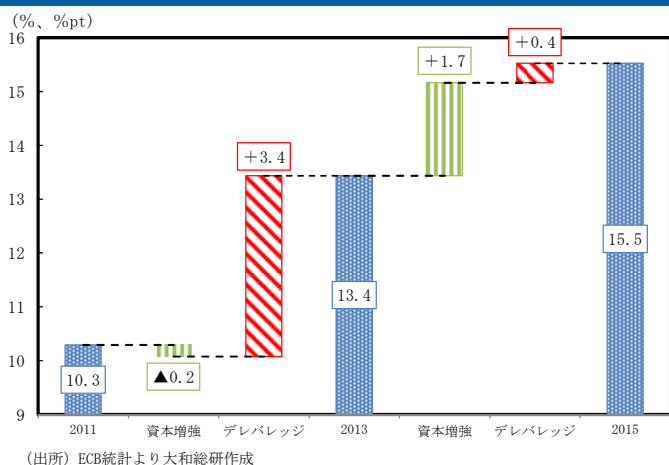
**図表 27、図表 28** は、2011 年から 2013 年、および、2013 年から 2015 年にかけての英国とイタリアの銀行の Tier1 比率の上昇と、その内訳を見たものである。期間を 2 つに分けたことで、Tier1 比率が上昇している局面でも、タイミングによってその中身が大きく異なることが確認できる。

2011 年から 2013 年にかけて、欧州債務危機のさなかでは、Tier1 比率改善に対して、「デレバレッジ」が 100%以上の寄与率を示す一方で、「資本増強」はマイナスに寄与した。不良債権処理や減損などに伴い自己資本が毀損し、Tier1 資本の総額はむしろ減少している。こうした状況下でも、銀行は金融規制の強化に対応するべく、自己資本比率の改善を求められたことから、貸出額の大幅な削減を含む、大規模な「デレバレッジ」が行われたのである。

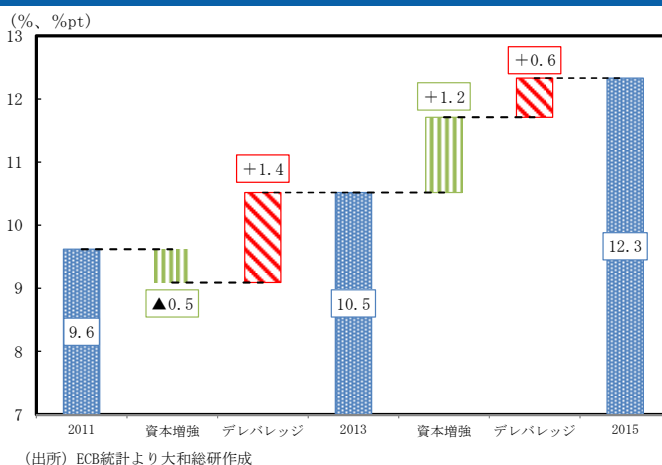
これに対して、2013年から2015年にかけては、ギリシャに対する懸念こそくすぶっていたが、欧州全体の金融環境としては比較的安定していた。バーゼルⅡからバーゼルⅢへの移行も進展しており、自己資本比率の改善は引き続き求められたものの、AT1 債の発行などを含めた、「資本増強」が容易に行える環境であった。この時期、一部は「デレバレッジ」による自己資本比率の改善も見られるが、全体への寄与率で見れば2割から3割程度にとどまっている。

以上の議論を総括すれば、銀行が自己資本比率を改善させる際に、「資本増強」と「デレバレッジ」がそれぞれどの程度行われるかは、その時期の金融環境に依存している。極めて単純化すれば、金融環境の悪い時期には「デレバレッジ」、比較的安定した時期には「資本増強」のウエイトが高まる傾向があると言えよう。

図表 27：英国の銀行の Tier1 比率の変化と内訳



図表 28：イタリアの銀行の Tier1 比率の変化と内訳



## 英国における不動産価格急落、イタリアの不良債権処理に関するシミュレーション

ここまでの議論を踏まえて、「デレバレッジ」がグローバルな実体経済に与える影響について定量的に分析しよう。まず、英国で不動産価格が急落した場合、英国の銀行は最大 100 億ポンドの損失を被り、自己資本比率は 0.5%pt 悪化する可能性がある。英国の銀行が悪化した自己資本比率を改善させるために、必要な貸出減少額を示したものが、**図表 29** である。

金融環境が悪く、「資本増強」が困難である場合、自己資本比率の改善が全て「デレバレッジ」に依存する可能性がある。その場合、英国の銀行の貸出は 1,000 億ユーロ程度減少する計算となる。この金額は、決して小さいものではなく、英国の実質 GDP を 0.8%程度下押しする。また、海外向け貸出の減少を通じて、他国にもマイナスの影響を及ぼすことになる。

しかし、英国経済が世界経済に占める割合が大きくないため、海外向け貸出の減少額は世界経済全体から見れば小さなものとどまる。この結果、世界全体の実質 GDP への影響は 0.1%の下押し、わが国の実質 GDP への影響も 0.07%の下押しに限定されるとの試算結果が得られる。

同様に、イタリアで不良債権処理が行われた際の影響について試算した結果が、**図表 30** である。「デレバレッジの割合=100%」という形で自己資本比率の改善が行われれば、イタリアの実質 GDP は 2%弱程度低下する可能性があるとして試算される。

これはイタリアにとっては非常に大きなダメージであるが、やはりイタリアが世界経済に占める割合が小さいこと、イタリアの銀行の海外向け貸出が大きくないことなどから、世界経済に与える影響は限定的と考えられる。具体的には、世界全体の実質 GDP の落ち込み幅は 0.13%、わが国の実質 GDP の落ち込み幅は 0.09%にとどまる計算となる。

**図表 29 : 英国で不動産価格が急落した際の貸出変化額と実質 GDP への影響**

	デレバレッジ 割合	英国の銀行の貸し出し変化額			英GDP 変化割合 %	世界GDP 変化割合 %	日本GDP 変化割合 %
		合計	国内	海外			
		Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR			
Brexitで英国不動産価格急落 (英国の銀行でデレバレッジ発生)	30%	-35	-19	-15	-0.25	-0.03	-0.02
	50%	-58	-32	-25	-0.41	-0.05	-0.04
	100%	-114	-64	-50	-0.81	-0.10	-0.07

(注1) 貸出額は、BISの Consolidated banking statisticsのうち、Foreign Claimsと Domestic Claimsの額を使用。

(注2) Brexitの影響で、英国不動産価格がリーマン・ショック時並みに下落するケースを想定。その後、自己資本比率を改善させるためにデレバレッジが起こる場合の試算値。

(出所) EBA資料、BOE資料、BIS統計等より大和総研作成

**図表 30 : イタリアで不良債権処理が行われた際の貸出変化額と実質 GDP への影響**

	デレバレッジ 割合	イタリアの銀行の貸し出し変化額			伊GDP 変化割合 %	世界GDP 変化割合 %	日本GDP 変化割合 %
		合計	国内	海外			
		Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR			
イタリア不良債権処理 (イタリアの銀行でデレバレッジ発生)	30%	-73	-56	-17	-0.64	-0.04	-0.03
	50%	-117	-90	-27	-1.02	-0.07	-0.05
	100%	-224	-172	-52	-1.95	-0.13	-0.09

(注1) 貸出額は、BISの Consolidated banking statisticsのうち、Foreign Claimsと Domestic Claimsの額を使用。

(注2) イタリアで不良債権処理が行われ、自己資本が毀損。その後、CET 1 ratioを他国銀行並みに改善させるためにデレバレッジが起こる場合の試算値。

(出所) EBA資料、BIS統計等より大和総研作成



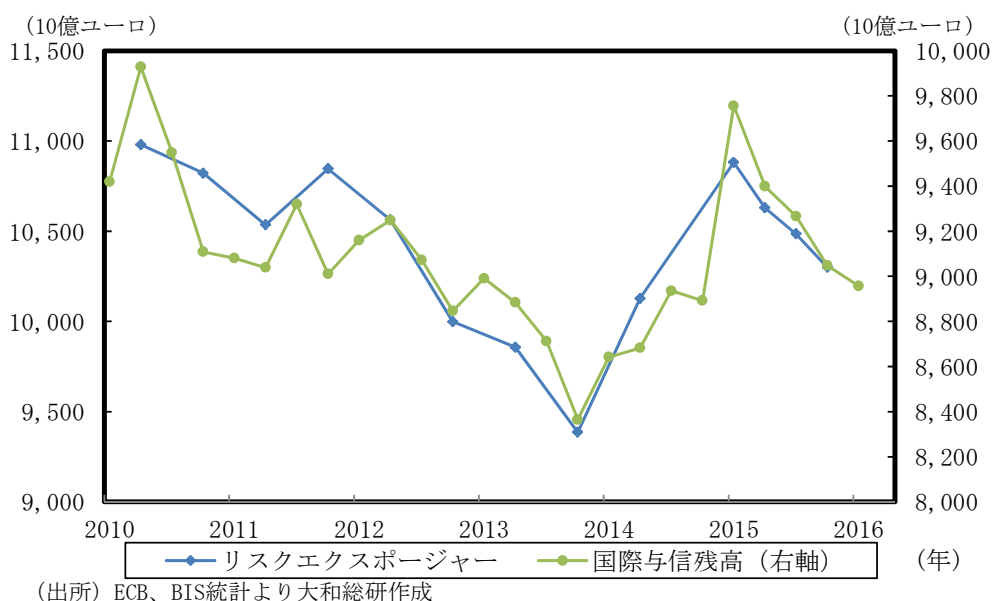
## 他国に悪影響が波及すると何が起きるのか？

ここまで見てきた通り、英国における不動産価格急落やイタリアの不良債権処理の影響は、最悪のケースでも決してそれほど大きなものではない。

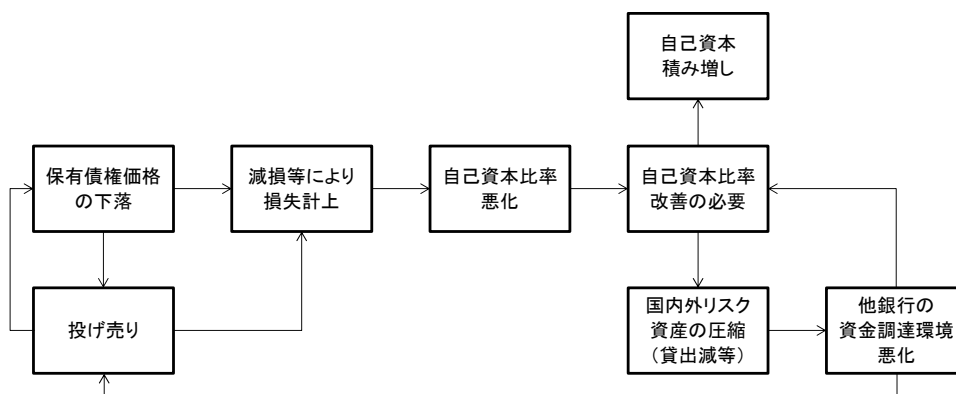
ただし、前頁までの試算においては、あくまで英国の銀行、イタリアの銀行の貸出減少の影響のみを考慮している。実際には、ある銀行で「デレバレッジ」が行われた場合、他国の金融機関にも影響が波及する可能性が高い。**図表 31** は欧州銀行のリスクエクスポージャーと欧州銀行による国際与信残高の推移を見たものである。明らかに、銀行のリスクエクスポージャーの削減に合わせて、他国向けの与信が減少している様子が見て取れるだろう。

**図表 32** は銀行のバランスシート悪化が他行に波及していく経路を示した概念図である。ある銀行の「デレバレッジ」により、他国の銀行から資金が引き揚げられると、その銀行も「デレバレッジ」を余儀なくされる。こうした動きが金融資産の投げ売りなどを招き、さらに他国の銀行のバランスシートを悪化させる可能性がある。この結果、スパイラル的に「デレバレッジ」が加速することが懸念されるのである。

**図表 31：欧州銀行のリスクエクスポージャーと国際与信残高の推移**



**図表 32：銀行のバランスシート悪化の波及経路（概念図）**



### 2.3 欧州金融システム全体に危機が波及した場合、世界 GDP は 2.7%、日本の GDP は 1.9% 下振れ

前頁のように、銀行間でバランスシート悪化の流れが波及していくと、問題はより深刻化する。EBA が 2016 年に行ったストレステストでは、①グローバル金融市場におけるリスクプレミアム拡大の巻き戻し、②低成長、低金利環境の継続に伴う銀行、保険業界の収益悪化、③公的機関、非金融民間企業の債務懸念の増幅、④急速に拡大するシャドーバンキング部門への波及、という負荷が想定されている。こうしたシナリオが現実化することが、欧州における金融危機の最悪の展開であると言えよう。

EBA が行ったストレステストの結果によれば、上記のシナリオが現実化した場合、欧州主要銀行の自己資本比率（普通株等 Tier1 比率）は 4%pt 程度悪化する。ただし、これはイタリアのモンテパスキを除けば、欧州の銀行を資本不足に陥らせるほどのインパクトではない。つまり、最悪シナリオが現実化した場合でも、欧州の金融システムの健全性は当面保たれるのだ。

とはいえ、実際に自己資本比率が悪化した場合には、次のショックに備えて、銀行は自己資本比率のさらなる改善を要求されるだろう。現実的には数年間の猶予が与えられることになろうが、悪化した自己資本比率を元の水準まで戻す努力を求められる可能性もあるだろう。

このとき、欧州の金融環境は、非常に厳しいものと推察される。したがって、銀行は自己資本比率の改善を、「資本増強」ではなく、「デレバレッジ」のみで行わなければならない可能性がある。その場合、**図表 33** に示した通り、貸出の減少額は 3 兆ユーロを超える巨額なものとなり、世界の実質 GDP は 2.7%、日本の実質 GDP は 1.9% 落ち込むことが懸念される。

欧州の問題は、個別に見れば日本経済に与える影響は軽微である。ただし、それらの問題が複合化して、欧州の金融システム全体に危機が波及した場合、グローバル経済、日本経済への悪影響は莫大なものとなり得る。今後も欧州の金融システムからは目が離せない状況が続こう。

**図表 33 : 欧州金融機関に負荷が生じた際の貸出変化額と実質 GDP への影響**

		デレバレッジ 割合	貸し出し変化額			世界GDP 変化割合 %	日本GDP 変化割合 %
			合計	国内	海外		
			Bil.EUR	Bil.EUR	Bil.EUR		
欧州金融機関に過度な負荷が生じたケース (EBAストレステストの adverse scenarioを想定。)	シナリオ①	100%	-3,453	-2,310	-1,142	-2.7	-1.9
	自己資本比率を	50%	-1,882	-1,259	-623	-1.5	-1.0
	2015年末の水準まで回復	30%	-1,224	-818	-405	-1.0	-0.7
	シナリオ②	100%	-2,034	-1,361	-674	-1.6	-1.1
	自己資本比率改善幅が	50%	-1,068	-714	-354	-0.8	-0.6
	シナリオ①の半分	30%	-671	-448	-222	-0.5	-0.4
	シナリオ③	100%	-1,118	-747	-370	-0.9	-0.6
	自己資本比率改善幅が	50%	-573	-383	-190	-0.4	-0.3
	シナリオ①の1/4	30%	-353	-236	-117	-0.3	-0.2

(注1) 貸出額は、BISのConsolidated banking statisticsのうち、Foreign ClaimsとDomestic Claimsの額を使用。

(注2) EBAストレステスト(2016年)では、①グローバル金融市場におけるリスクプレミアム拡大の巻き戻し、②低成長、低金利環境の継続に伴う銀行、保険業界の収益悪化、③公的機関、非金融民間企業の債務懸念の増幅、④急速に拡大するシャドーバンキング部門への波及、という負荷が想定されている。

(注3) シナリオ①では、EBAストレステスト(2016年)のadverseシナリオにおける2018年末自己資本比率を、2015年末自己資本比率程度まで改善させるケースを想定。シナリオ②では、CET1ratioの改善幅がシナリオ①の半分、シナリオ③では1/4になるケースを想定。

(出所) EBA資料、BIS統計等より大和総研作成

### 3. 論点②：長期停滞論を踏まえたわが国の経済対策の評価

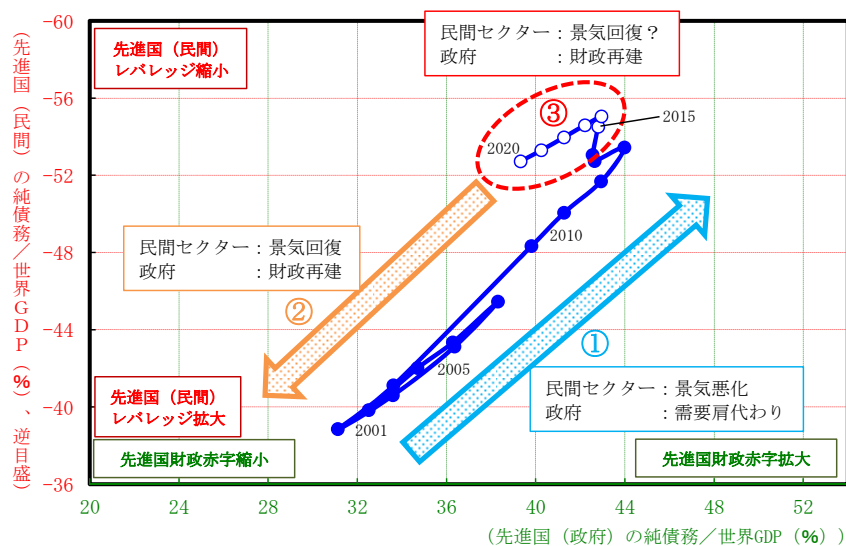
近年、世界経済が長期停滞の時代に入っているとの懸念が強まっている。確かに需要供給曲線は世界中で下方シフトしており、先進国の多くが「ゼロ金利制約」の下、貯蓄超過に苦しんでいることは紛れもない事実である。本章では、世界経済の「長期停滞論」を踏まえたうえで、わが国の経済対策の評価やあるべき政策などについて考察する。

#### 3.1 世界経済の底割れ回避に向け、先進国は「ワイズ・スペンディング」の積極化を

長期停滞からの脱出に向け、財政出動は一つの選択肢となり得る。最初に、世界経済の現状を先進国の政府および民間の債務レバレッジの観点から整理しておきたい（図表 34）。図表の横軸は「先進国（政府）の純債務／世界 GDP（％）」、縦軸は「先進国（民間）の純債務／世界 GDP（％）」を示している。この図表を用いて世界経済の大きなサイクルを振り返ると、まず、①先進国の民間セクターにおいて景気が悪化すると、先進国の政府が需要を肩代わりする（図表中①矢印）。この結果として、②先進国の民間セクターにおいて景気が十分に回復すると、需要創出のために財政出動を行っていた政府は財政再建に乗り出すこととなる（図表中②矢印）。そして、次第にインフレ（時として「バブル」）が発生し、調整期を迎えることで、再び①に回帰する。

こうした世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復がまだまだ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引締めがスタートしてしまっている」ことこそが、現在の世界的な景気低迷の根幹にあると言える（図表中③点線枠）。この需要の穴を埋めてきたのが、かつては中国をはじめとする新興国であった。しかし、中国の経済成長率の下方シフトが続く中、新興国にこれ以上の需要創出を期待することは難しい。世界経済をリードする先進国に対しては、ケインズの言う「ワイズ・スペンディング（賢明な支出）」を積極化し、世界経済が長期停滞に陥ることを回避するよう取り組むことが期待される。

図表 34：世界経済の現状：先進国（政府/民間）の債務レバレッジ



(注) 各指標は世界のGDP対比の割合(%)。2015年以降の白抜き部分はIMFの予測値。

(出所) IMFより大和総研作成

### 3.2 「未来への投資を実現する経済対策」の経済効果

#### 2016年度の実質GDPを0.2%押し上げる効果

停滞する日本経済を押し上げるべく、安倍政権は8月2日、「未来への投資を実現する経済対策」を閣議決定した。対策の事業規模は28.1兆円とかなり大規模である。ただし、本対策のうち2016年度第2次補正予算として国費で財政措置が組まれた金額は4.1兆円にとどまる。今回の対策は、2016年度の日本経済をどの程度下支えするのだろうか。

国・地方の歳出として予算措置が行われている項目では、「一億総活躍社会の実現の加速」「21世紀型のインフラ整備」「震災からの復興、防災対応」の金額が大きい。このうち、「一億総活躍社会の実現の加速」に関しては、2017年度本予算以降の財政措置となる項目が多く、2016年度第2次補正予算に盛り込まれた項目の大部分は「21世紀型のインフラ整備」「震災からの復興、防災対応」、すなわち公共事業関係費である。

2016年度第2次補正予算では約3兆円の公共事業関係費が手当てされたが、予算が成立しても、当該事業が実際に付加価値を生み出すには時間がかかる。2016年度本予算では、公共事業に関しては半年で8割の契約を目指すという目標が掲げられた。2016年度第2次補正予算に関しても同様の目標が掲げられるとすれば、2016年度中に8割程度契約済みとなることが目安とされるだろう。

公共事業は、契約された後に工事が進捗することによって初めて付加価値を生み出すことになる。予算措置の行われた公共事業のうち、2016年度中に進捗するのは、契約済みとなった事業のさらに4割、したがって全体の3割程度となる見込みだ。このように考えると、2016年度第2次補正予算で予算措置が行われた公共事業3兆円弱のうち、1兆円程度がGDPの押し上げに寄与すると考えられる。実質GDPに対する押し上げ効果としては、0.2%程度となる見込みである（**図表35**）。今回の大規模かつ積極的な財政支出は、日本経済の底上げはもちろんのこと、世界経済の長期停滞局面入り回避にも一役買うことが期待されよう。

**図表 35 : 2016年度補正予算の見込みと実質GDP押し上げ効果**

	2016年度 第2次補正予算	GDP 押し上げ効果
I. 一億総活躍社会の実現の加速	約0.7兆円	0.0%程度
II. 21世紀型のインフラ整備	約1.4兆円	0.1%程度
III. 英国のEU離脱に伴う不安定性 などのリスクへの対応並びに中小 企業・小規模事業者及び地方の支 援	約0.4兆円	0.0%程度
IV. 熊本地震や東日本大震災から の復興や安全・安心、防災対応の 強化	約1.4兆円	0.1%程度
合計	約4.1兆円	0.2%程度

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

## 将来の成長に向けた構造改革こそが本命

財政出動が景気の底上げにつながることに疑う余地はない。しかし、その経済的な押し上げ効果は短期間で終わってしまう。そもそも巨額の財政赤字を抱える日本では財政出動の余地も限られており、大型経済対策を乱発することは困難である。したがって、財政出動で景気が押し上げられている間に、従来の「第三の矢（成長戦略）」の加速に加えて、将来の成長に向けた構造改革を断行していくことが不可欠である。

このような観点から今回の経済対策を見ると、労働市場改革など将来の成長に向けた構造改革への取り組みも盛り込まれている点が注目される（**図表 36**、**図表 37**）。労働市場改革を中心とする構造改革が、なぜ現在の日本経済に必要不可欠なのか、次節で明らかにしていくこととしよう。

**図表 36 : 「未来への投資を実現する経済対策」に盛り込まれた、所得底上げ政策**

I. 一億総活躍社会の実現の加速	
(2) 若者への支援拡充、女性活躍の推進	
①	給付型奨学金の検討
②	無利子奨学金の残存適格者の解消、低所得世帯の成績基準の撤廃
(3) 社会全体の所得と消費の底上げ	
①	働き方改革の推進
	・同一労働同一賃金の実現に向けた検討
	・高齢者の再就職支援、継続雇用の支援
②	年金受給資格期間の短縮
③	簡素な給付措置
④	雇用保険制度の見直し

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

**図表 37 : 「未来への投資を実現する経済対策」に盛り込まれた、女性活躍のための環境整備政策**

I. 一億総活躍社会の実現の加速	
(1) 子育て・介護の環境整備	
①	保育・介護の受け皿整備
②	保育士の処遇改善
③	介護人材の処遇改善
④	保育・介護サービスを提供する多様な人材の確保措置の拡充
⑤	保育・介護の労働負担の軽減、生産性向上
⑦	育児休業期間の延長等
⑨	キャリアアップ助成金の活用
(2) 若者への支援拡充、女性活躍の推進	
③	役員候補段階の女性を対象にしたリーダー育成研修
④	結婚支援の充実、地域共生社会の実現、女性の活躍推進を加速するための対策
(3) 社会全体の所得と消費の底上げ	
①	働き方改革の推進
	・労働契約法等の的確な運用に向けたガイドラインの策定
	・テレワークの推進、女性活躍推進法等の見直し

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

### 3.3 長期停滞局面が続く日本経済に活力を与える労働市場改革

本節では、今回の政府の経済対策を踏まえて、労働参加率や労働時間の変化が潜在労働投入量に与える影響について定量的な分析を行った。結論から述べると、最低賃金の引き上げや女性の社会進出の推進により、わが国の潜在労働投入量を大幅に引き上げることが可能であり、長期停滞で閉塞感が漂う日本経済に活力を与えることが期待される。

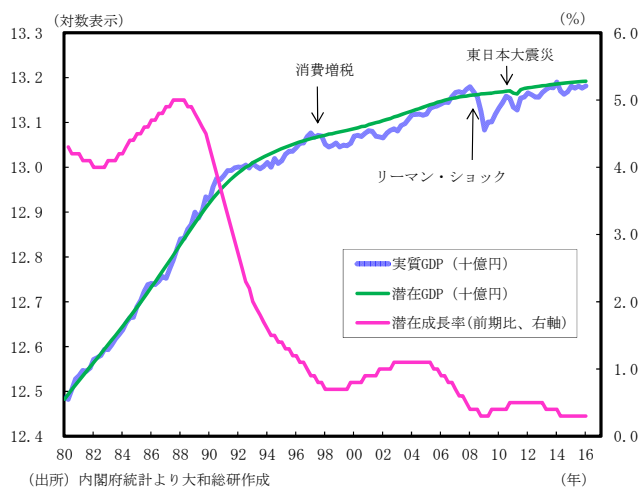
#### 日本経済はバブル崩壊後、長期停滞局面から抜け出せずにいる

最初に 1980 年代以降の日本経済の動きを概観しておきたい（**図表 38**）。日本の実質 GDP は、1980 年代までは潜在 GDP とほぼ同水準で増加し続けてきた。しかし、1990 年代前半頃からはほぼ一貫して潜在 GDP の水準を上回れずにいる。人口減少や少子高齢化、それに伴う消費の停滞や設備投資意欲の減退、度重なる経済的ショックを受けて、需要が年々弱まっており、供給能力の拡大に追い付けなくなっていることなどが背景にある。また、1980 年代に+4%台で推移していた潜在成長率は、+0%台前半まで低下しており、反転上昇する兆しも見られない。

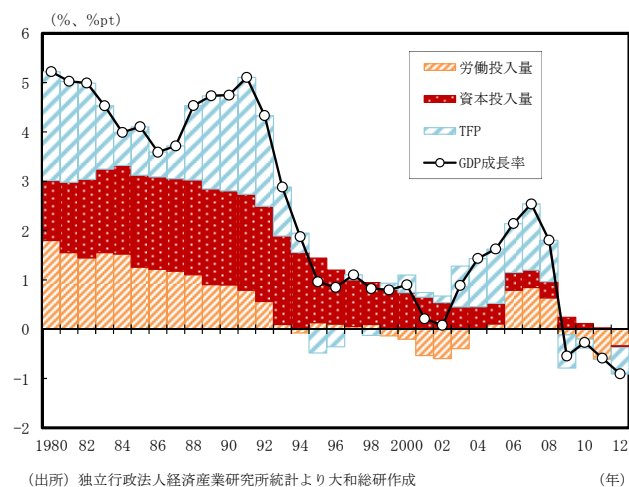
わが国の GDP 成長率はなぜ低下しているのだろうか。**図表 39** は、日本の GDP 成長率を労働投入量、資本投入量、TFP（全要素生産性、技術進歩を示すとされる）の 3 要素で要因分解したものである。1980 年代は 3 要素が概ねバランスよくプラスに寄与することで、前年度比+4%前後の高成長を維持していたことが確認できる。しかし、1990 年代に入ると、資本投入量や TFP のプラス寄与が縮小したことに加え、労働投入量についてはマイナス寄与に転じている。

資本投入量のプラス寄与の縮小は、資本ストックの伸び率が年々小さくなっていることに起因している。しかし、日本経済の期待成長率が+1%前後の水準にとどまる中では、企業に対して資本ストックを積極的に積み増していくことを期待するのは難しい。一方、人口減少・少子高齢化社会に突入し、マイナス寄与に転じてしまった労働投入量については、政策対応次第では再度増加に転じる余地があるものと考えられる。

図表 38：実質 GDP と潜在 GDP



図表 39：GDP 成長率の要因分解（過去 5 年間の平均）



## 労働投入量を押し下げたのは人口要因。労働参加率や労働時間（パート）はプラス寄与

次に、近年の労働投入量について、その増減要因を明らかにしていきたい（**図表 40**）。労働投入量は就業者数と労働時間に分解することができる。具体的には、就業者数を総人口要因、生産年齢人口比率要因、労働参加率要因、就業率要因の 4 つに、労働時間を一般労働者要因とパートタイム労働者要因の 2 つに要因分解している。

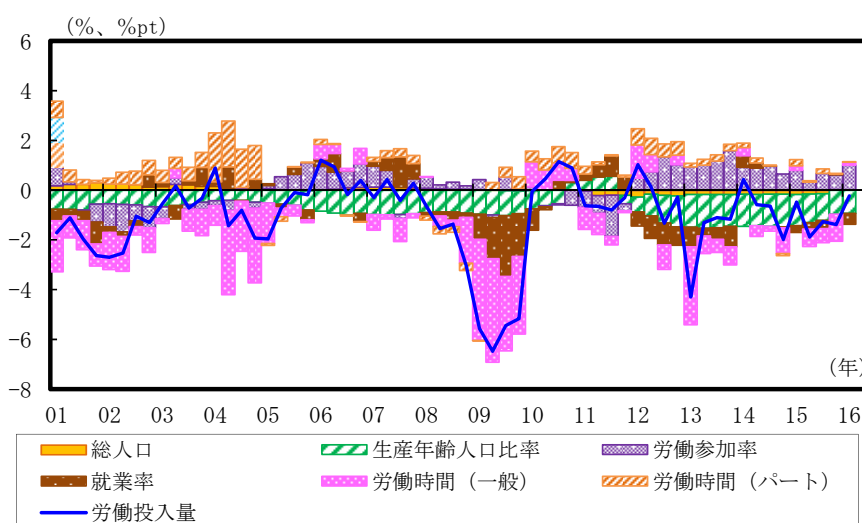
就業者数要因について見てみると、少子高齢化の進展に伴い労働供給能力が低下し始めており、ほぼ一貫して生産年齢人口比率要因が労働投入量に対してマイナス寄与となっていることが確認できる。さらに、2011 年以降は、総人口要因もわずかながらマイナス寄与に転じている。一方、プラスに寄与したのは労働参加率要因である。とりわけ 2012 年 12 月の第二次安倍政権誕生以降は、女性の社会進出の加速や景気回復などが追い風になったとみられる。

次に、労働時間要因について見ると、景気の低迷やそれに伴う一般労働者の削減などを背景に、一般労働者の労働時間要因は概ねマイナス寄与となっている。他方で、パートタイム比率が上昇しているため、一人当たり労働時間が減少する中でも、パートタイム労働者の労働時間要因は小幅ながらプラスに寄与している。

総人口や生産年齢人口を増加させるためには、少子化対策のさらなる強化や移民の受け入れ容認といった政策を講じる必要がある。しかし、少子化対策の効果が発現するには数十年単位の時間を要するし、移民の受け入れについては国論を二分しかねないテーマであり、直ちに実現することが可能な選択肢とは言えないだろう。一方で、労働参加率の上昇や労働時間の延長については、相対的にハードルの低い政策変更で対応できると考えられる。

ここからは、労働参加率や労働時間の可変性について考察し、それらが労働投入量に与える影響について、定量的な分析を行っていくこととしたい。

**図表 40：労働投入量の要因分解（前年比）**



(注) 就業率=就業者数÷労働力人口。15～64歳人口の就業者数、労働力人口。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

## 最低賃金の引き上げで労働参加率は上昇するか？

まず、労働参加率について考察しよう。今回の経済対策に盛り込まれた「子育て・介護の環境整備」は、直接的に労働参加率を引き上げる政策である。また、「同一労働・同一賃金の実現に向けた検討」についても、労働参加率の上昇につながると考えられる。一般に、時給と労働参加率の間には正の相関がある。時給が上がれば、「余暇によって得られる効用よりも所得を得られることによる効用の方が大きくなる」と考える人が増加するためだ。

正規・非正規労働者間の格差を是正するため、政府は2015年時点で全国平均798円であった最低賃金を1,000円まで引き上げる意向を示している。仮に、最低賃金が1,000円まで引き上げられた場合、パートタイム労働者の時給は現在よりも12%高い1,260円程度まで上昇する可能性がある。さらに、パートタイム労働者の時給が1,260円まで上昇すれば、一般・パートタイムを合わせた全体の労働参加率は、現在の76%から79%程度に上昇すると試算される。

## パートタイム労働者の労働時間を抑制する「103万円の壁」、「130万円の壁」

今回の経済対策には盛り込まれなかったものの、中長期的な観点からは、いわゆる「103万円の壁（配偶者（妻）の年収が103万円以下であれば、世帯主（夫）は配偶者控除を受けられる制度）」や「130万円の壁（配偶者の年収が130万円以下であれば、社会保険料を負担する必要がない制度）」といった問題の解消を検討していく必要がある。以下で示すように、とりわけ女性のパートタイム労働者にとって、「103万円の壁」や「130万円の壁」の存在が労働時間を抑制する一因となっている可能性が高いためだ。

**図表 41** は、パートタイム労働者の年収・労働時間・時給の推移を示したものである。パートタイム労働者の時給は1994年以降、ほぼ一貫して上昇しており、2016年5月時点の時給は1,106円と、1994年初比で16.5%増加した。一方、パートタイム労働者の年収の伸び率は+4.5%にとどまっており、2016年5月時点で117万円に抑えられていることが確認できる。他方で、パートタイム労働者の労働時間を見ると、1994年の99時間から88時間へと10.3%も減少している。このことは、大部分のパートタイム労働者が、「103万円の壁」や「130万円の壁」を突破しないよう、労働時間を削減している証左であると言えよう。

世帯主の年収が減少基調にある昨今、共働きをすることでより多くの収入を確保しておきたいと考えている家計も多いはずだ。したがって、仮に「103万円の壁」や「130万円の壁」が撤廃、あるいは「壁」の水準が引き上げられれば、パートタイム労働者として働く配偶者が、現在よりも労働時間を延長させるインセンティブが高まるものと考えられる。



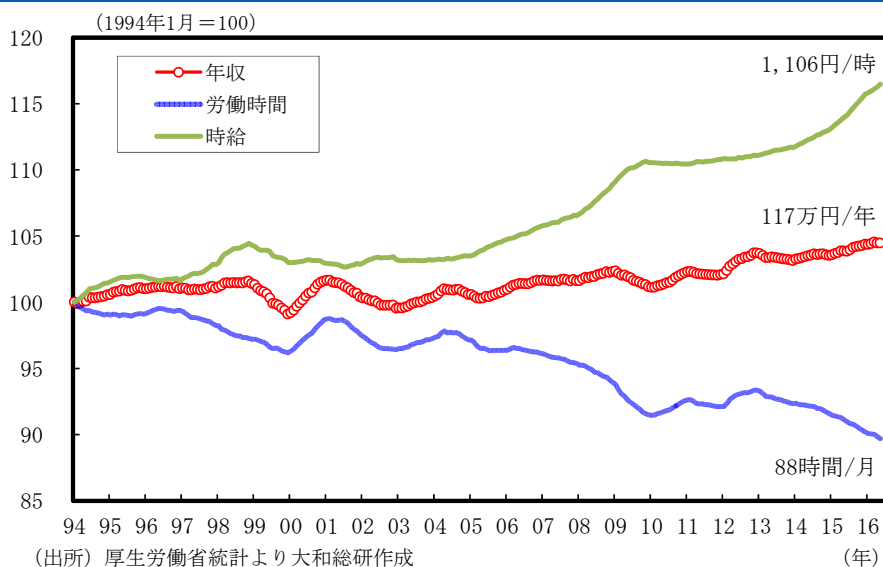
## 労働参加率や労働時間の引き上げで、潜在 GDP は 24 兆円程度増加する可能性

最後に、全体の労働参加率およびパートタイム労働者の労働時間の変動が潜在労働投入量に与える影響を試算した結果を提示したい（**図表 42**）。

試算結果によると、前頁で言及したように、全体の労働参加率を 76%から 79%まで引き上げることができれば、潜在労働投入量は 3.9%pt 増加する。パートタイム労働者の労働時間が 89 時間から 100 時間まで増加すると、潜在労働投入量は 2.4%pt 増加する。さらに、両者が実現すれば、潜在労働投入量を 6.4%pt、潜在 GDP の水準を 24 兆円程度押し上げることが可能、との試算結果が得られた。

試算結果についてはある程度の幅を持つてみる必要があるものの、人口減少社会にあっても労働投入量を引き上げるという意味で、労働参加率の上昇やパートタイム労働者の労働時間の延長を促す政策の実現により、閉塞感の漂う日本経済に活力を与えることが期待されよう。

**図表 41：パートタイム労働者の年収・労働時間・時給の推移（12ヶ月移動平均）**



**図表 42：要因別 潜在労働投入量の押し上げ率の試算**

単位：%pt

		パートタイム労働者の労働時間				
		80時間	85時間	89時間	95時間	100時間
労働参加率	70%	▲9.6	▲8.6	▲7.9	▲6.7	▲5.7
	73%	▲5.7	▲4.7	▲4.0	▲2.7	▲1.7
	76%	▲1.8	▲0.8	0.0	1.3	2.4
	79%	2.0	3.1	3.9	5.3	6.4
	82%	5.9	7.0	7.9	9.3	10.4

(注1) 二重枠は過去4四半期の労働参加率およびパートタイム労働者の労働時間の平均値。

(注2) 先行き4四半期の平均押し上げ率。

(出所) 厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

## 4. 論点③：ジニ係数などの「格差問題」からみた今後の政策課題

### 4.1 国際比較から浮かび上がる所得格差の特徴

2000年から2009年にかけて、わが国の所得格差は拡大していない

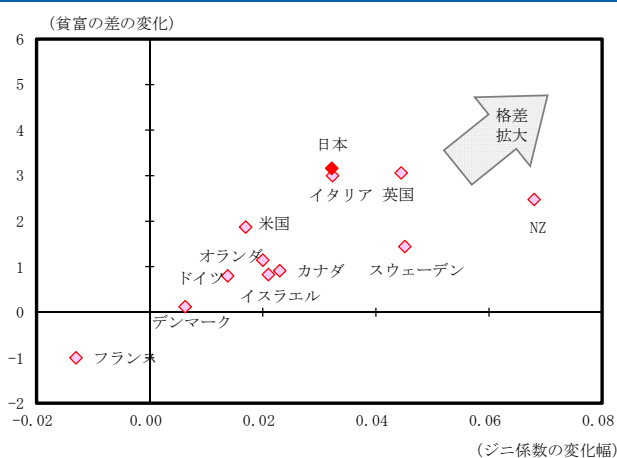
現在、世界各国の政治・経済を巡る様々な議論の根底には所得格差の問題が存在する。例えば、英国のEU離脱問題、米国大統領選挙、長期停滞論、さらにはアベノミクス第2ステージにおける所得再分配政策などが挙げられる。そこで、本章では、所得格差の国際比較を通じて、わが国の所得格差問題を改めて整理するとともに、今後の政策課題について検討したい。

はじめに、所得格差を示す代表的な指標である、①ジニ係数（再分配所得ベース）、②貧富の差（上位10%の平均所得を下位10%の平均所得で除したもの）の国際比較を通じて、わが国の所得格差の特徴を明らかにする。なお、両指標ともに、値が大きい（小さい）ほど、所得格差が大きい（小さい）と評価される。

OECD諸国について、1985年から2000年にかけての所得格差の変化を見ると、ほぼ全ての国で所得格差が拡大しており、特に「ニュージーランド（以下、NZ）」、「英国」、「スウェーデン」、「日本」、「イタリア」での格差拡大が目立つ（**図表43**）。つまり、1985年から2000年における、わが国の所得格差の拡大ペースは、国際的に見ても速かったと評価できる。この背景としては、バブル崩壊後の景気低迷に伴い、わが国で中間層が大きく減少していたことなどが考えられる。

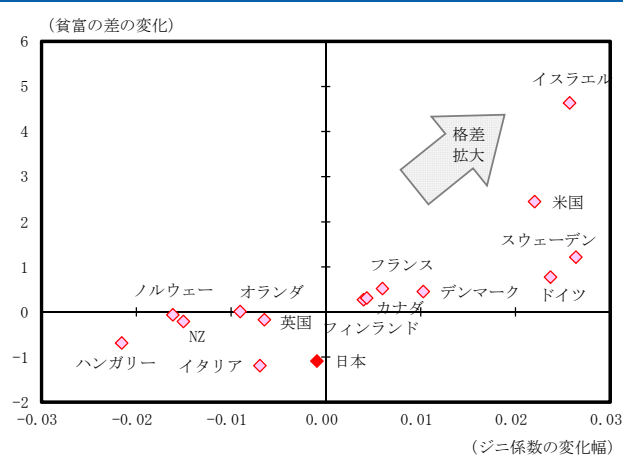
しかし、2000年から2009年にかけては、国ごとの状況が大きく異なっている（**図表44**）。所得格差が拡大している国としては、「米国」、「イスラエル」、「スウェーデン」、「ドイツ」が注目される。ドイツは労働市場改革の影響が格差拡大につながったとみられる。他方、日本は、ジニ係数と貧富の差がいずれも小幅に低下しており、格差拡大の動きは見られない。この結果は、厚生労働省の「所得再分配統計（再分配所得ベース）」とも整合的である。結論として、この期間において、わが国の所得格差は拡大していないと評価することが妥当だと言えよう。

**図表43：ジニ係数と貧富の差の変化（1985～2000年）**



(注1) ジニ係数は、再分配所得ベース（課税・移転後）。  
 (注2) 貧富の差は、上位10%の平均所得を下位10%の平均所得で除したもの。  
 (出所) OECD統計より大和総研作成

**図表44：ジニ係数と貧富の差の変化（2000～2009年）**



(注1) ジニ係数は、再分配所得ベース（課税・移転後）。  
 (注2) 貧富の差は、上位10%の平均所得を下位10%の平均所得で除したもの。  
 (出所) OECD統計より大和総研作成

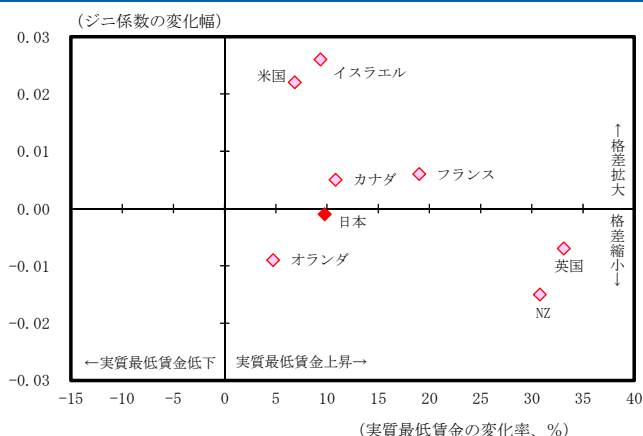
## 今後、わが国が解決すべき問題は「所得格差」ではなく「所得低迷」

国民生活や経済活動に関しては、所得格差と同時に所得水準の動向についても確認することが重要である。例えば、もし所得格差が拡大していなくても、実質所得の水準が低下していれば、国民所得の底上げという課題に対処する必要が生じる。そこで、データが取得可能な主要国について、所得格差と所得水準の関係について概観することにしよう。

実質最低賃金とジニ係数の変化（2000～2009年）を見ると、いずれの国も実質最低賃金が上昇しており、最も低い所得層の実質的な購買力が引き上げられていることが分かる（**図表 45**）。「英国」と「NZ」では、実質最低賃金が大きく上昇する中で、ジニ係数が低下しており、最低賃金の引き上げが格差縮小に寄与している可能性が指摘できる。このため、近年のわが国の最低賃金引き上げの動きは、所得格差を縮小する方向に作用することが期待される。

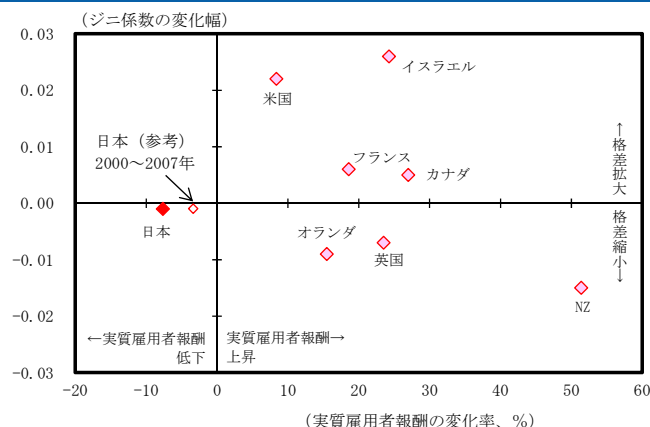
他方、マクロの実質雇業者報酬と実質賃金（マンアワーベース）について確認すると、日本はいずれも低下している（**図表 46**、**図表 47**）。2009年はリーマン・ショックの影響を受けた可能性があるため、期間を2000～2007年に変更した結果も示しているが、結論は同じだ。以上の考察から、今後日本が解決すべき問題は、「所得格差」ではなく「所得低迷」だと言えよう。

**図表 45：実質最低賃金とジニ係数（2000～2009年）**



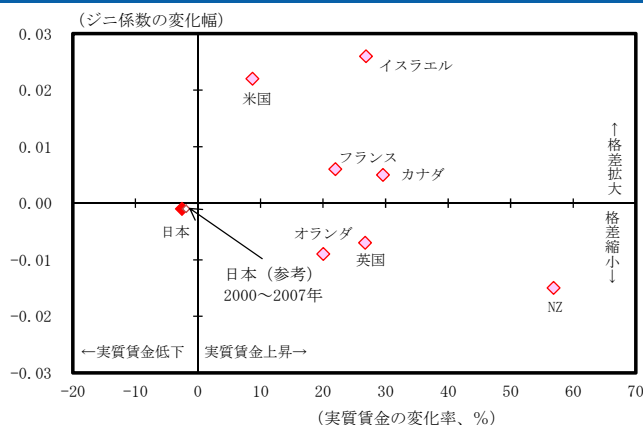
(注) 実質最低賃金は、各国の最低賃金（年収換算）をCPIで実質化したもの。  
(出所) OECD統計より大和総研作成

**図表 46：実質雇業者報酬とジニ係数（2000～2009年）**



(注1) 実質雇業者報酬の実質化はCPIによる。  
(注2) フランスは雇業者報酬でなくマクロの賃金 (Wages) を利用。  
(出所) OECD統計より大和総研作成

**図表 47：実質賃金とジニ係数（2000～2009年）**



(注1) 実質賃金はマンアワーベース、実質化はCPIによる。  
(注2) NZは賃金でなく雇業者報酬を利用。  
(出所) OECD統計より大和総研作成

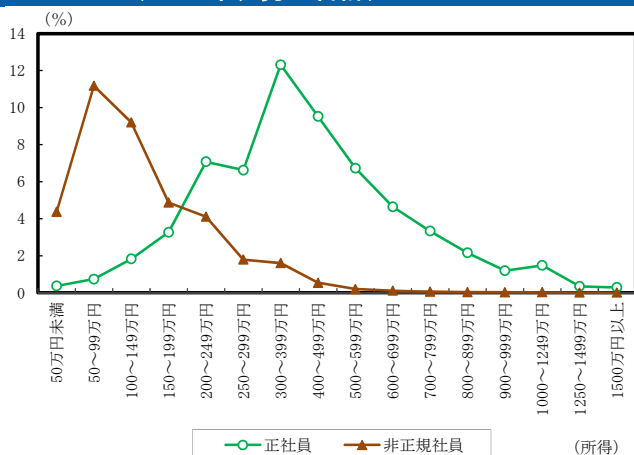
## 4.2 所得低迷から脱出するための3つの課題

### 課題①：正社員と非正規社員という所得の「2つの山」を緩和・解消

わが国では、正社員と非正規社員との所得格差が大きく、両者の所得分布を並べると「2つの山」が存在する（図表48）。さらに、男女別に見ると、非正規社員の山は「女性の非正規社員」が形成していることが分かる（図表49）。このため、2つの山を緩和・解消するためには非正規社員、特に女性を中心に所得増加を図ることが重要だ。具体的には、①日本型の「同一労働同一賃金」の実現、②非正規社員向けの職業訓練支援、③女性の労働制約の緩和、が挙げられる。

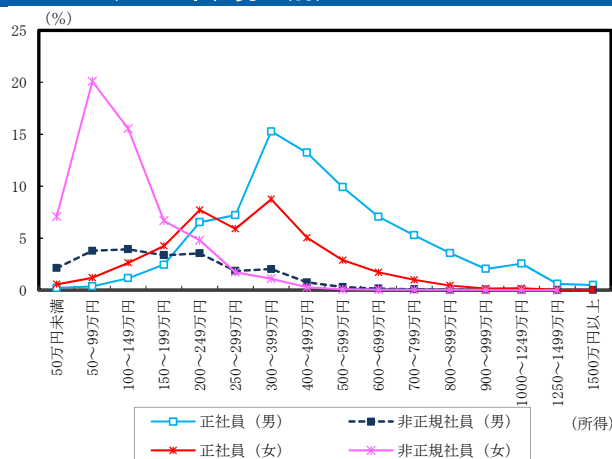
まず、日本固有の雇用慣行を十分考慮したうえで、日本型の「同一労働同一賃金」を実現し、これにより正社員と非正規社員の処遇格差を緩和させる必要がある。同時に、職業訓練支援策などを通じて、非正規社員の知識や技能習得を促すことが欠かせない。これは、非正規社員の賃金は勤続年数に比べて伸びにくく、その一因として、非正規社員（特に中小企業）には職業訓練を通じた人材育成機会が少ないという問題が存在するためである（図表50、図表51）。また、女性の非正規社員については、子育てなどの面において強い労働制約が存在することが、所得増加の障壁となっている。今後は、子育て支援制度の一層の充実などが重要なカギになるだろう。

図表48：正社員と非正規社員の所得分布  
(2012年、男女合計)



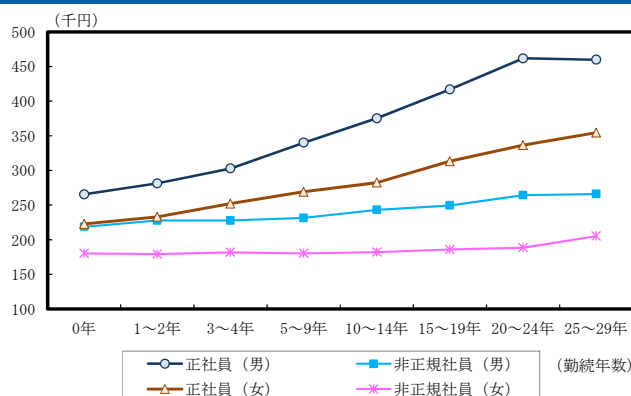
(注) 構成比の分母は「正社員+非正規社員」ベース。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表49：正社員と非正規社員の所得分布  
(2012年、男女別)



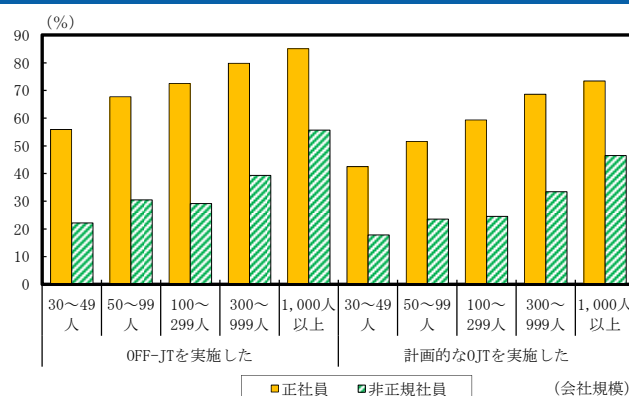
(注) 構成比の分母は「正社員+非正規社員」ベース。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表50：勤続年数別の賃金カーブ (2015年)



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表51：研修の実施状況 (2015年度調査)



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

## 課題②：低所得者対策は、短期の所得支援策から中長期的な人的資本の価値向上策へ

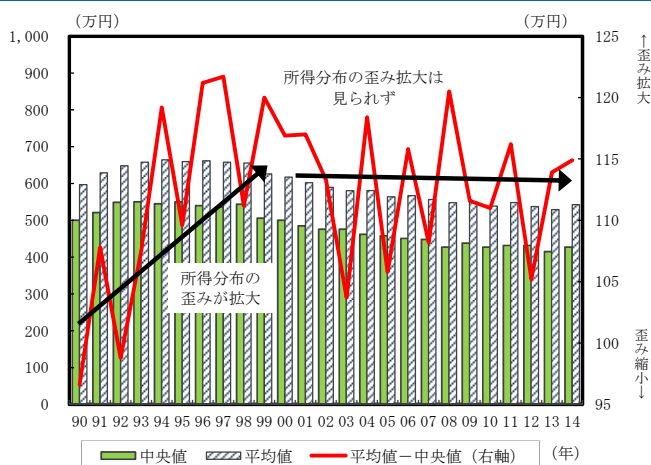
わが国では、バブル崩壊以降、高度成長を支えた分厚い中間層が疲弊し、低所得者層が増加していることが「格差問題」として長らく議論されてきた。また近年は、海外の研究者を中心に、格差拡大が中長期的に経済成長を抑制していると主張する研究結果が発表されるとともに、「長期停滞論」の一因として格差拡大を指摘する論文も出ている。その具体的な経路としては、①格差拡大が低所得者層の教育機会を損なうことを通じて人的資本の蓄積を阻害すること、②借入制約の強い低所得者層の増加により総需要が抑制されること、などが挙げられる。

本稿では、わが国の所得分布の変化を確認することにより、以上のような論点について考察することとしたい。まず、所得分布の平均値と中央値の差により分布の歪みを捉えると、1990～2000年頃は、両者の差が拡大傾向にあったことが分かる（図表 52）。分布の歪みは簡便的に所得の不平等を示すことから、この期間は、バブル崩壊後の景気低迷などを背景に、所得の格差が拡大していたと推察される。しかし、2000年以降、平均値と中央値の差は上下に振れながらも、基調として上昇しておらず、所得分布の歪みが拡大する傾向は観察されない。

次に、所得分布の形状の変化を確認すると、1990年から2000年にかけて、所得が400万円から750万円の世帯が減少する一方、300万円以下と1,100万円以上の世帯は小幅ながら増加した（図表 53）。つまり、この時期に年収500万円前後の中間層の減少が進展したと考えられる。2000年から2014年にかけては、年収が50万円から350万円の低所得者層が増加し、400万円以上の層が総じて小幅に減少していることが確認できる。この背景としては、非正規雇用や高齢者世帯の増加が挙げられる。

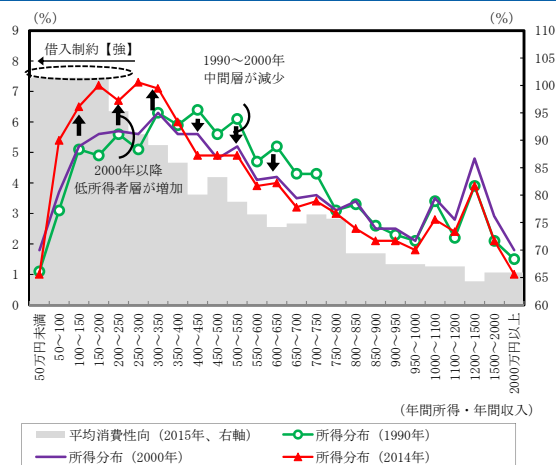
最後に、以上の所得分布の変化を踏まえると、低所得者向けの現金給付措置などの所得再分配政策は、格差問題や所得の底上げという観点から短期的には有効な面があると言えよう。ただし、現金給付は永続的に実施できるものでなく、根本的な問題解決にはつながらない。今後重要なことは、構造的に所得分布全体を押し上げていくために、労働生産性改革などの成長戦略を着実に実施することである。その中では、中長期的な視点から、低所得者層の人的資本を向上させるような教育・職業訓練支援策を一層強化することが強く求められよう。

図表 52：所得分布（世帯）の歪み



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表 53：所得分布の変化と平均消費性向（世帯）



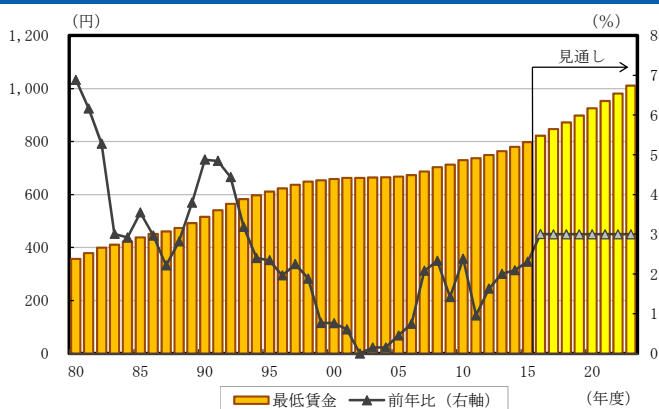
(注) 所得分布は「所得」、平均消費性向は「収入」。  
(出所) 厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

### 課題③：最低賃金引き上げによる「底上げ効果」に期待

安倍政権は、低所得者対策や格差対策などから最低賃金を毎年3%程度引き上げて、将来的に時給を1,000円まで引き上げる方針を示している(図表54)。最低賃金の影響率の推移を見ると、アベノミクス下で影響率が大きく上昇しており、直接的に最低賃金引き上げの影響を受ける労働者数が増えていることが分かる(図表55)。ただし、都道府県を経済の強さに応じた4つのランクに分類して各々の影響率を見ると、影響率の上昇幅はランクごとに異なっており、近年の最低賃金の引き上げは、地域の経済実態に一定程度配慮した形で行われている様子がうかがえる。

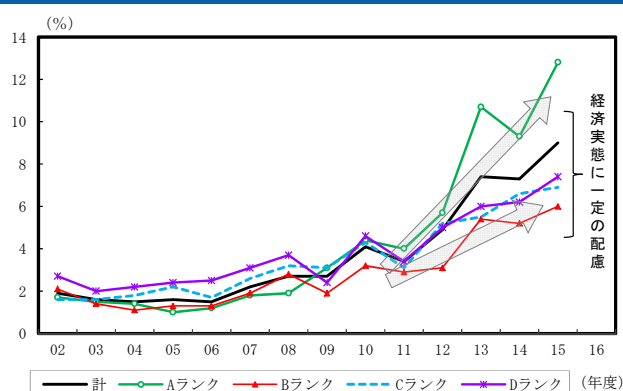
また、最低賃金の上昇は「底上げ効果」により、間接的に労働者の時給の上昇に寄与すると考えられる。雇用形態別に見ると、1990年代末までは、一般労働者と短時間労働者(女性)のいずれも時給と最低賃金の間に正の関係が確認できる(図表56)。2000年以降も、短時間労働者(女性)の時給と最低賃金には明確な関係が見られることから、最低賃金「3%」の上昇には、短時間労働者(女性)の時給を一定程度底上げする効果が期待される。

図表54：最低賃金の推移



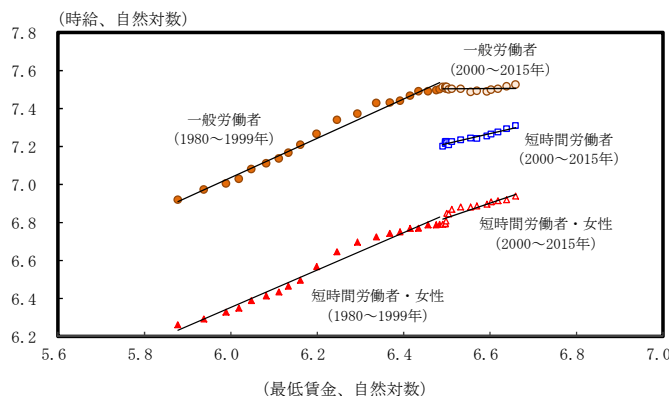
(注) 2016年度は審議会の目安額、2016年度以降は3%の伸びが続くと仮定。  
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表55：最低賃金の影響率(ランク別)



(注1) 影響率とは、最低賃金額を改正した後に、改正後の最低賃金額を下回ることとなる労働者割合のこと。  
(注2) 最低賃金の引き上げ目安額は、都道府県の経済実態に応じて4つのランクに分けて決められる。最も経済の強いAランクで5都府県、Bランクで11府県、Cランクで14道県、Dランクで17県となっている。  
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表56：最低賃金と時給(所定以内給与)の関係



(注1) 時給の変化は、最低賃金の効力発生後に生じるという関係があるため、時給のデータは1年後のものを利用している。  
(注2) 一般労働者の時給は、所定内給与を所定内時間で除したもの。  
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

## 最低賃金引き上げの負の影響をどのように捉えるべきか

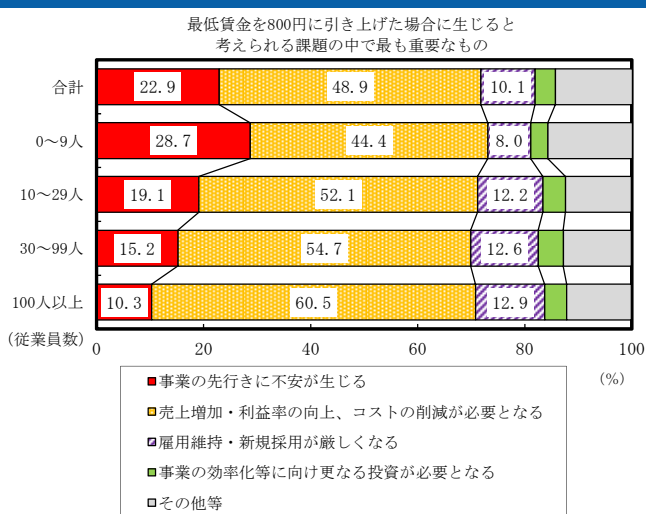
最低賃金の引き上げは、労働者の所得の増加を通じて個人消費を活性化させる側面がある一方で、企業にとって、最低賃金の引き上げは直接的に人件費を上昇させることから、特に地方および中小企業の経営に対して深刻な問題となり得る。中小企業が人件費を抑制するために、リストラなどの人員調整を加速させるリスクもあるだろう。実際、厚生労働省が2010年に実施したアンケート調査によると、「最低賃金を800円に引き上げた場合に生じると考えられる課題」について、規模の小さな企業ほど「事業の先行きに不安が生じる」という回答が多くなっている点に留意しておきたい（図表57）。

近年は、最低賃金が上昇する中でも雇用環境の改善が進んでおり、マクロ的に見ると、最低賃金上昇に伴う人員調整の動きはまだ顕在化していない。しかし、今後も最低賃金の引き上げが続く中で、雇用環境に対して負の影響が顕在化する可能性があることから、中小企業などに対する最低賃金引き上げの影響については、引き続き細心の注意が必要であろう。

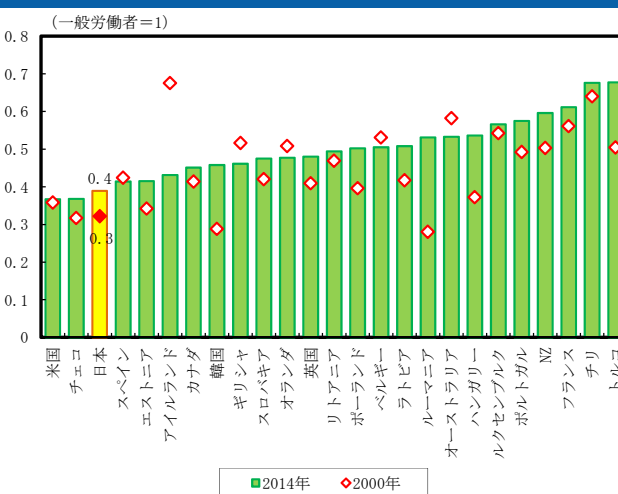
国際的に見ると、わが国の最低賃金の水準は、一般労働者の賃金水準に比べて決して高いと言えない（図表58）。この結果については幅を持ってみる必要があるものの、国際比較の観点からは、雇用環境への負の影響を十分勘案したうえで、格差対策や所得底上げのために最低賃金を引き上げることに一定の妥当性があると考えられる。なお、海外において、格差是正のために最低賃金を引き上げる動きが強まっており、最低賃金の引き上げは日本特有の政策対応でない点も指摘しておきたい。

こうした中、政府に求められるのは、最低賃金上昇の影響を強く受ける地方および中小企業の生産性や収益力を高めるような政策対応である。長期的に見ると、最低賃金の引き上げは、企業の収益が改善する中で実施されることが大前提でなければならない。現在、成長戦略では、「IT利活用をはじめとする中堅企業・中小企業・小規模事業者の生産性向上支援」を図ることが明記されており、その着実な進展を期待したい。

図表 57：企業が考える最低賃金の影響



図表 58：一般労働者の平均賃金（中央値）に対する最低賃金の比率



## 5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

### 日本経済が抱える4つのリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④英国のEUからの離脱や欧州金融機関のデレバレッジ、の4点に留意が必要である。

本章では、これらのリスク要因の中で、中国経済の動向に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。結論をあらかじめ述べれば、当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円弱の過剰融資」「550兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆円から800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。



## 5.1 中国経済が抱える問題の全体像

### 「短期＝楽観。中長期＝悲観」

2015年の夏場以降、中国における「バブル」崩壊の懸念が急速に強まっている。中国が突如として、人民元の切り下げに踏み切ったことをきっかけに、グローバルな金融市場は激震に見舞われた。われわれは、中国経済が抱えるリスクをどのように捉えればよいのだろうか？（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測(改訂版)」(2015年9月8日)参照)

当社の中国に対する見方を一言で述べれば「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国は所詮「社会主義」の国なので、公共投資を中心とするカンフル剤を打てば、問題を1～2年程度先送りすることは可能である。しかし、向こう3～5年程度の時間軸で見れば、中国では「バブル」崩壊のリスクが高まるとみている。

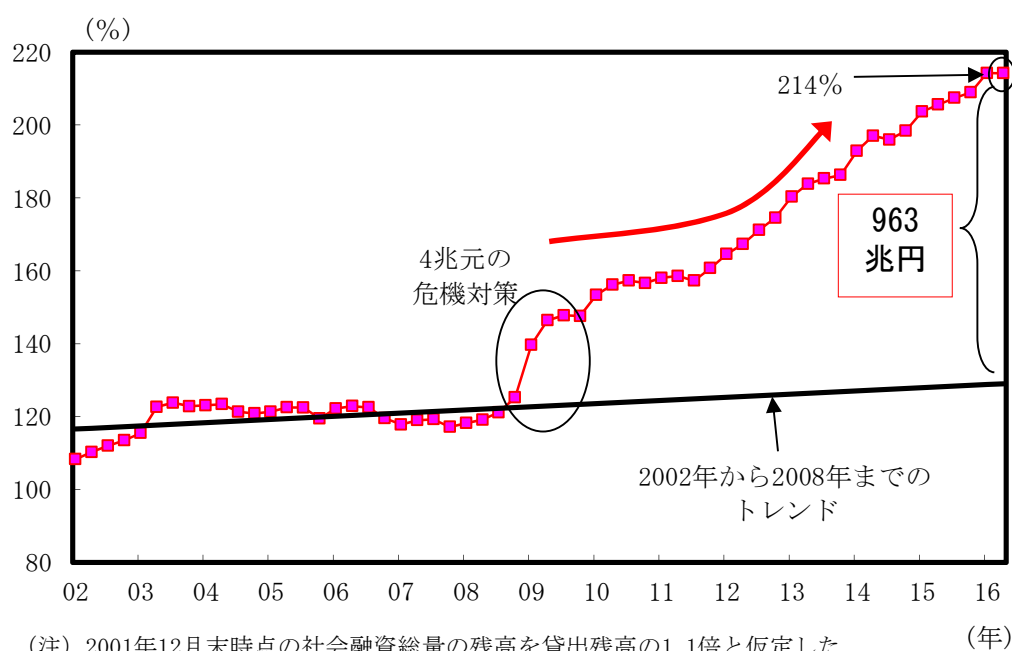
### 中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円弱

最初に現在、中国には膨大な2つの過剰が存在することを指摘しておきたい。

第一の過剰は金融面での過剰融資である。中国における過剰融資の総額は1,000兆円弱と推定される(図表59)。将来的にこのうち何割かが焦げ付く場合、数百兆円規模の不良債権が発生することが懸念される。わが国の「バブル」崩壊に伴う不良債権額が100兆円規模であったことを勘案すると、文字どおり「人類史上最大のバブル」といっても過言ではない。

最近のグローバルな金融市場では、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で3.2兆ドル(2016年7月末時点)程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国の長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きによって急速な円高が進行、といったリスクシナリオを警戒する向きが少なくなる。

図表59：中国の社会融資総量対名目GDP比



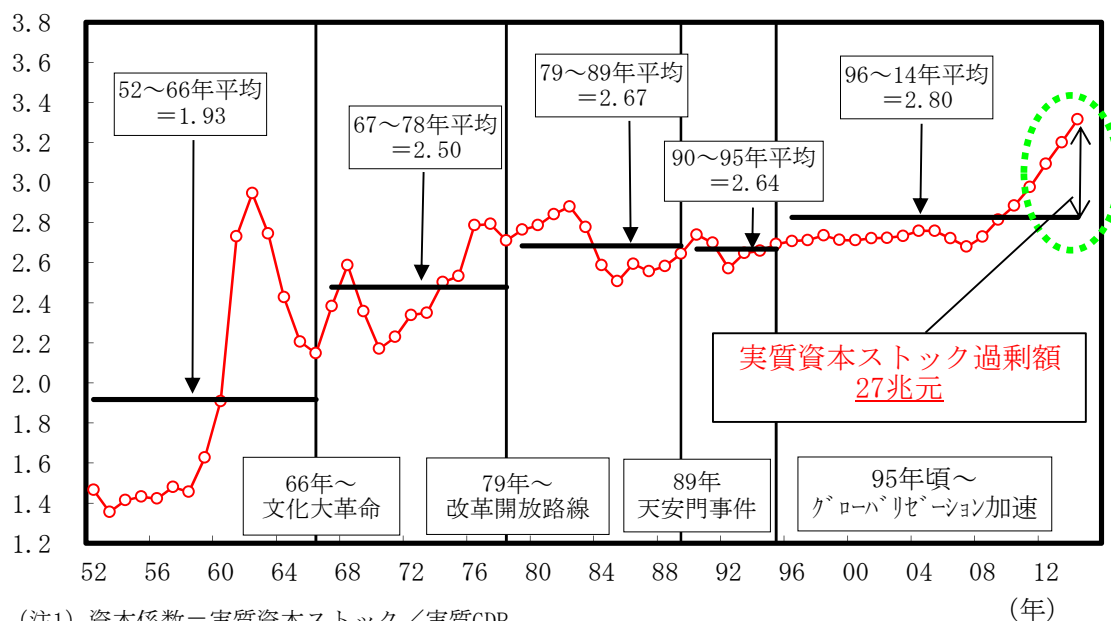
## 中国における過剰②：過剰資本ストック＝550兆円以上

第二の過剰は、工場や機械といった、いわゆる「資本ストック」の過剰である。その総額は550兆円以上と推定される。外資を自転車操業的に呼び込んで、資本ストックを増やすことによって成長する、中国の経済成長モデルは大きな曲がり角に差し掛かっている。

**図表 60** は、中国における「資本係数（＝実質資本ストック／実質 GDP）」の長期的な推移を示したものである。この図表を見ると、中国では、リーマン・ショックに対する政策対応などを背景に、大規模な設備投資が行われ、近年資本係数が上昇傾向にあることが分かる。さらに、足下では、過去の20年程度のトレンドから上方に乖離しており、設備の過剰感が増している様子がうかがえる。

ここで、資本係数のトレンドからの乖離幅を用いて、実質資本ストックの過剰額を試算すると、中国では、2014年時点で27兆元程度（実質資本ストックの15%程度、名目円換算で550兆円以上）の過剰な実質資本ストックが存在する可能性が示唆される。

図表 60：中国：資本係数の推移



## 財政出動余地は 600 兆円から 800 兆円程度

これに対して、中国の財政出動余地はどの程度か？中国が、諸外国並みにストックベースの債務残高を拡大するという前提の下では、600 兆円から 800 兆円規模の財政出動が可能だと推定される。

すなわち、IMF（国際通貨基金）のデータを用いて 2014 年の一般政府債務残高対名目 GDP 比を確認すると、G5（除く日本）の平均値が 90%、GIIPS（除くギリシャ）の平均値が 118%であるのに対して、中国は 41%と両者よりかなり低いことが分かる（**図表 61**）。さらに、主要先進国において財政状況が最悪である日本（246%）と比べると、中国は 6 分の 1 程度にとどまっている。

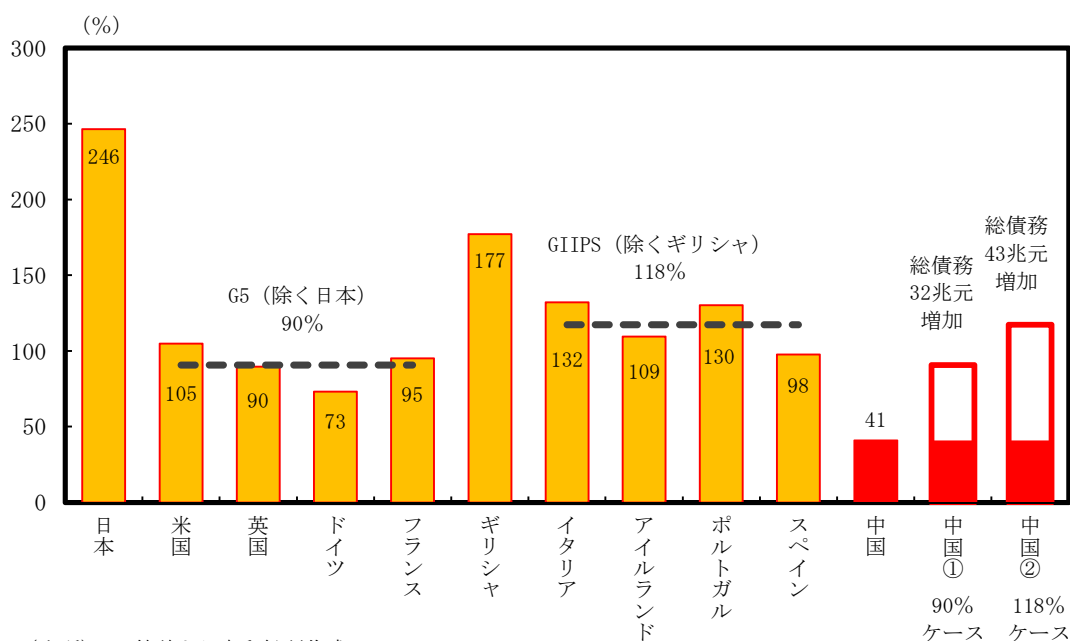
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

### まとめ：中国経済が抱える問題の全体像

すなわち、現在の中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000 兆円弱の過剰融資」「550 兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が 600 兆円から 800 兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図なのである。

やはり、中長期的にみると中国経済は決して楽観視できない。仮に中国政府が大型の財政出動を行ったとしても、中国が抱える本質的な構造問題は解決しないからだ。国有企業などが抱える様々な問題を根本的に解決しない限り、中国がどれだけ公共投資などのカンフル剤を打っても、それは問題の先送りにすぎない。将来的には、より一層膨張した「バブル」がはじけるという最悪のシナリオが不可避となるだろう。

図表 61：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



## 5.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

### 中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードは？

ここで、中国で「バブル」が崩壊した場合の潜在的なマグニチュードを定量化しておきたい。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が本格化する「メルトダウンシナリオ」では、中国の潜在成長率は1.6%まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスに陥る（**図表62**）。

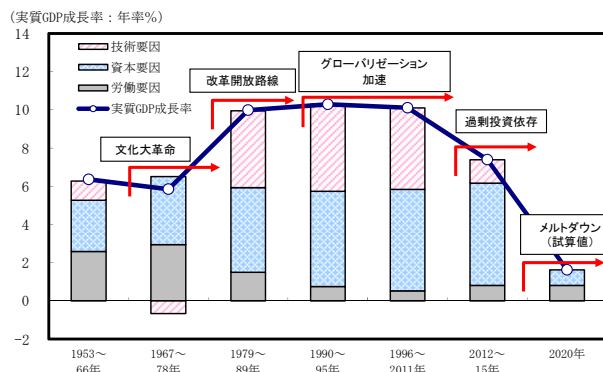
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

しかしながら、中国経済が「メルトダウン」する場合には、全く別次元の話となる。その影響は世界経済を奈落の底に叩き落とすほどの強烈なインパクトを持つことになりかねない。

中国の政策当局には、自らが置かれた状況を的確に認識したうえで、中長期的な構造改革と、短期的なカンフル剤による景気刺激策をバランスよく講じて、何とか中国経済を「ソフトランディング」に導くことを切に期待したい。

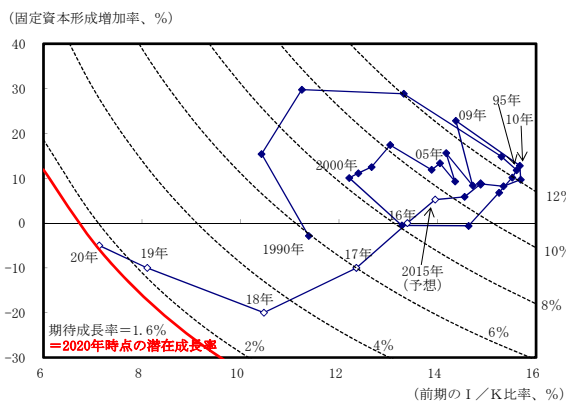
**図表 62：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）**

#### 【潜在成長率の要因分解】



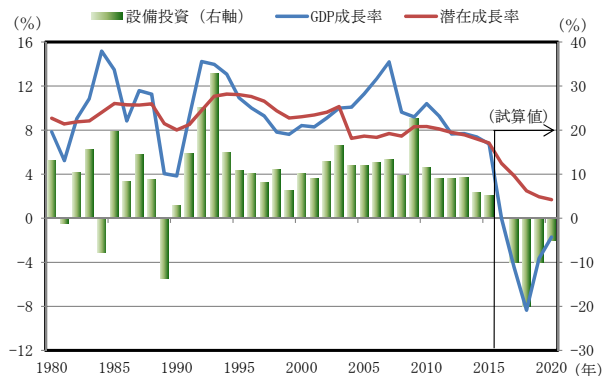
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。  
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

#### 【資本ストック循環図】



(出所) 中国統計年報、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

#### 【経済成長率】



(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

### 5.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し

#### 景気循環信号指数には下げ止まりの兆し

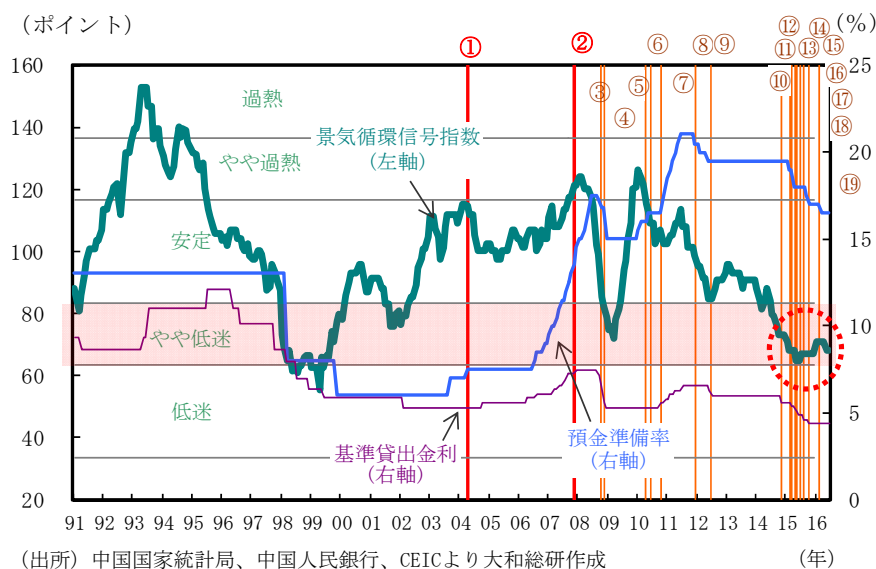
ただし、中国経済は向こう 1~2 年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

**図表 63** で中国の「景気循環信号指数」を見ると、2014 年に入ってから低下傾向を強め、現状は「やや低迷」を示すゾーン（63.33~83.33）で推移しているものの、足下では財政・金融政策の発動を受け、同指数は急速に反発している。

#### 「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。中国の政治指導者にとっては、政治不安の引き金になりかねない、景気の底割れだけは何としても避けたいところだろう。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。

図表 63：中国：景気循環信号指数



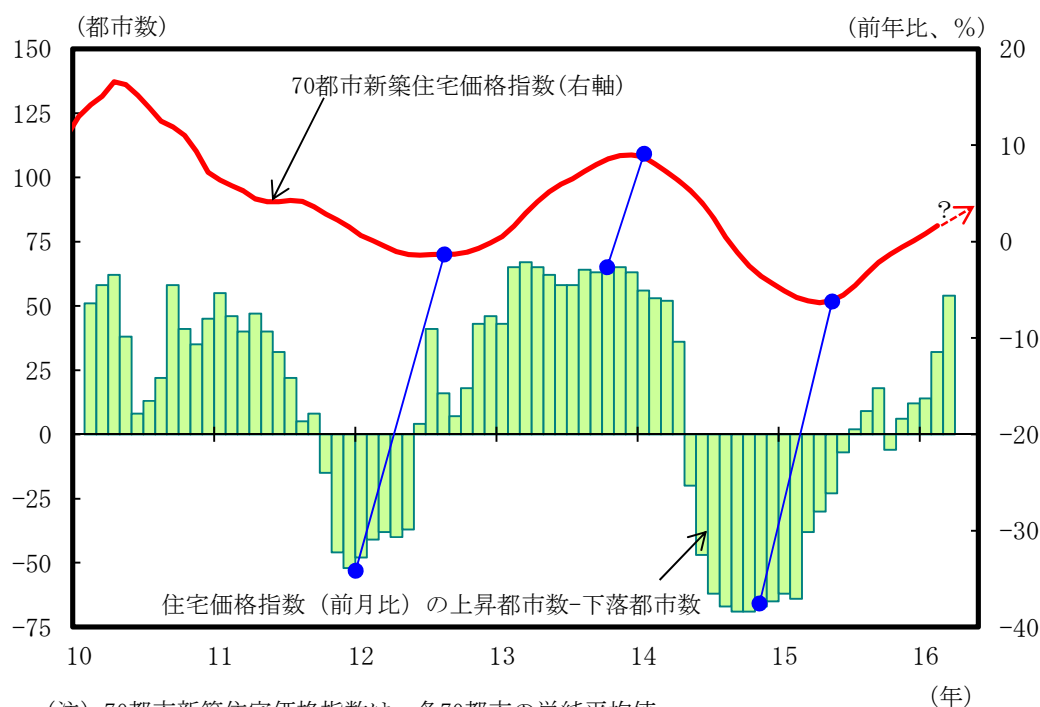
①2004/4	総量規制強化	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
②2007/10	総量規制強化	⑫2015/3	利下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑭2015/5	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑮2015/6	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化		預金準備率引き下げ
⑦2010/10~2011/7	利上げ	⑯2015/7	株価維持策実施
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/8	預金準備率引き下げ
⑨2012/6	利下げ		利下げ
⑩2014/11	利下げ	⑱2015/10	預金準備率引き下げ
			利下げ
			預金準備率引き下げ

## 個人消費との連動性を有する、中国の不動産価格は上昇へ

当社は、とりわけ足下の中国の経済データの中で70都市新築住宅価格指数（前年比）の先行指標が上向いている点に注目している（**図表 64**）。中国の70都市新築住宅価格指数の各都市価格指数（前月比）の「上昇都市数－下落都市数」は、70都市新築住宅価格指数（前年比）に対して6ヶ月程度先行する傾向がある。「上昇都市数－下落都市数」の推移を確認すると、2014年9月に底打ちした後は緩やかな上昇傾向に転じ、2015年3月以降、上昇ペースが加速している。70都市新築住宅価格指数は先行指標である「上昇都市数－下落都市数」に遅れること7ヶ月、2015年4月に底を打ち、上昇基調に転じた。足下でも「上昇都市数－下落都市数」は上昇基調が継続していることから、70都市新築住宅価格指数についても当面上昇傾向が続く可能性が高いと考えられる。

なお、当社の定量分析によれば、中国の個人消費は、株価ではなく不動産価格の動向によって規定されている部分が多い。この点を踏まえると、不動産価格の上昇傾向が当面続く可能性が高いことは、中国経済全体にとって、非常に好ましい材料であると言えよう。

図表 64：中国の70都市新築住宅価格指数



(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。

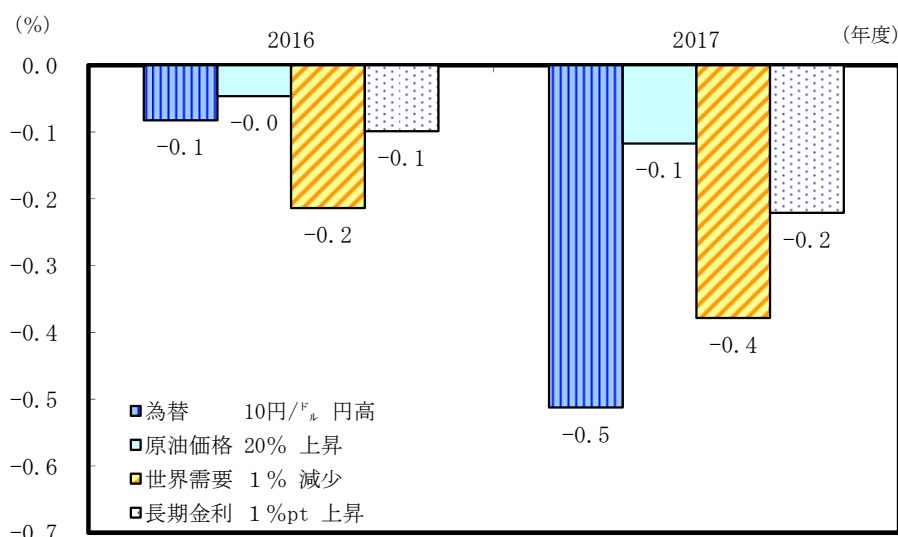
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

## 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2016年10-12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 : 2016-17年度 ; 103.2 円/ドル, 101.5 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI)価格 : 2016-17年度 ; 44.8 ドル/bbl, 44.5 ドル/bbl	→ 各四半期 20%上昇
・ 世界経済成長率 : 2016-17 暦年 ; 2.8%, 3.1%	→ 各四半期 1%低下
・ 長期金利 : 2016-17 年度 ; ▲0.11%, ▲0.10%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 65 : 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2016年度で▲0.1%、2017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 2016 年度で▲0.0%、2017 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繋がる。

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 2016 年度で▲0.2%、2017 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、2016 年度で▲0.1%、2017 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。したがって、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 66 : 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	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
名目GDP	1.7	1.3	1.4 (-0.3)	0.8 (-0.8)	1.4 (-0.3)	1.0 (-0.6)
<b>実質GDP</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9 (-0.1)</b>	<b>0.4 (-0.5)</b>	<b>0.9 (-0.0)</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	0.8	0.5	0.6 (-0.2)	0.3 (-0.3)	0.5 (-0.2)	0.2 (-0.5)
全産業活動指数	0.8	1.1	0.5 (-0.3)	0.8 (-0.6)	0.7 (-0.1)	1.1 (-0.1)
鉱工業生産指数	0.3	2.1	-0.5 (-0.9)	0.9 (-2.0)	0.3 (-0.1)	2.0 (-0.2)
第3次産業活動指数	0.7	0.9	0.6 (-0.2)	0.7 (-0.4)	0.7 (-0.1)	0.8 (-0.1)
国内企業物価	-2.2	0.6	-2.8 (-0.7)	-0.1 (-1.3)	-1.8 (0.3)	1.0 (0.7)
消費者物価	-0.1	0.8	-0.2 (-0.1)	0.7 (-0.2)	-0.1 (0.1)	0.9 (0.2)
失業率	3.1	3.0	3.1 (-0.0)	3.1 (0.0)	3.1 (0.0)	3.0 (-0.0)
貿易収支（兆円）	4.2	5.1	4.2 (-0.0)	4.9 (-0.2)	3.1 (-1.1)	3.2 (-1.9)
経常収支（億ドル）	1,861	2,110	2,015 (154)	2,067 (-43)	1,775 (-86)	1,942 (-168)
経常収支（兆円）	19.4	21.7	19.7 (0.2)	19.5 (-2.3)	18.4 (-1.0)	20.0 (-1.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.6	0.6	0.6 (-0.0)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.2)
民間住宅投資	4.9	-3.0	4.8 (-0.1)	-3.3 (-0.4)	4.9 (-0.1)	-3.4 (-0.4)
民間設備投資	0.4	1.1	0.0 (-0.3)	-0.1 (-1.6)	0.1 (-0.2)	0.8 (-0.6)
政府最終消費	1.8	1.7	1.8 (0.0)	1.8 (0.2)	1.7 (-0.0)	1.7 (-0.0)
公共投資	8.0	-3.4	8.3 (0.3)	-3.1 (0.6)	7.9 (-0.1)	-3.5 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	0.1	4.6	-0.1 (-0.2)	4.0 (-0.9)	0.1 (-0.1)	4.6 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	0.7	4.0	0.6 (-0.2)	4.3 (0.1)	0.5 (-0.2)	3.6 (-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	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
名目GDP	1.5 (-0.2)	1.1 (-0.4)	1.6 (-0.1)	1.2 (-0.2)	1.6 (-0.1)	1.3 (-0.2)
<b>実質GDP</b>	<b>0.7 (-0.2)</b>	<b>0.7 (-0.4)</b>	<b>0.8 (-0.1)</b>	<b>0.7 (-0.2)</b>	<b>0.9 (-0.0)</b>	<b>1.0 (0.1)</b>
GDPデフレーター	0.8 (-0.0)	0.4 (-0.0)	0.8 (0.0)	0.5 (0.0)	0.6 (-0.1)	0.3 (-0.3)
全産業活動指数	0.6 (-0.1)	1.1 (-0.2)	0.7 (-0.1)	1.1 (-0.1)	0.8 (0.1)	1.2 (0.2)
鉱工業生産指数	-0.3 (-0.6)	1.8 (-0.9)	0.2 (-0.2)	1.9 (-0.4)	0.7 (0.3)	2.6 (0.8)
第3次産業活動指数	0.7 (-0.0)	0.9 (-0.1)	0.7 (-0.0)	0.9 (-0.1)	0.8 (0.0)	1.0 (0.1)
国内企業物価	-2.2 (-0.0)	0.6 (-0.1)	-2.2 (0.0)	0.6 (-0.0)	-1.5 (0.7)	1.3 (1.4)
消費者物価	-0.1 (-0.0)	0.8 (-0.0)	-0.1 (0.0)	0.8 (-0.0)	-0.0 (0.1)	1.0 (0.3)
失業率	3.1 (-0.0)	3.0 (0.0)	3.1 (0.0)	3.1 (0.0)	3.1 (0.0)	3.0 (-0.0)
貿易収支（兆円）	3.7 (-0.5)	4.7 (-0.4)	4.4 (0.1)	5.6 (0.5)	3.1 (-1.1)	3.3 (-1.8)
経常収支（億ドル）	1,807 (-54)	2,021 (-89)	1,873 (12)	1,745 (-364)	1,698 (-163)	1,964 (-146)
経常収支（兆円）	18.8 (-0.6)	20.8 (-0.9)	19.6 (0.1)	18.0 (-3.7)	18.3 (-1.1)	21.1 (-0.6)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.5 (-0.0)	0.5 (-0.1)	0.6 (-0.0)	0.5 (-0.0)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)
民間住宅投資	4.9 (-0.0)	-3.3 (-0.3)	4.6 (-0.3)	-3.4 (-0.7)	4.9 (-0.0)	-3.2 (-0.2)
民間設備投資	0.3 (-0.1)	0.7 (-0.5)	-0.2 (-0.6)	0.2 (-1.6)	0.3 (-0.1)	1.4 (0.2)
政府最終消費	1.8 (0.0)	1.7 (0.0)	1.8 (0.0)	1.7 (0.0)	1.7 (-0.0)	1.6 (-0.1)
公共投資	8.0 (0.0)	-3.3 (0.0)	8.0 (-0.0)	-3.4 (0.0)	7.7 (-0.2)	-3.6 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	-1.1 (-1.2)	4.3 (-1.6)	0.1 (-0.0)	4.6 (-0.0)	0.2 (0.1)	4.9 (0.3)
財貨・サービスの輸入	0.5 (-0.2)	3.9 (-0.3)	0.6 (-0.2)	3.6 (-0.6)	0.6 (-0.1)	3.5 (-0.7)

(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

このページは白紙です

## 7. 四半期計数表

## (1-a) 主要経済指標

	2014		2015				2016		年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015
名目国内総支出(兆円)	487.4	483.8	488.3	498.2	498.0	501.1	499.7	503.8	489.6	500.5	486.9	499.2
前期比%	-0.0	-0.8	0.9	2.0	-0.1	0.6	-0.3	0.8				
前期比年率%	-0.1	-3.0	3.8	8.4	-0.2	2.5	-1.1	3.3				
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.2	3.6	2.2	1.1	1.5	2.2	1.6	2.5
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	523.9	520.8	523.7	530.0	527.5	530.2	528.0	530.8	524.8	529.2	526.1	529.0
前期比%	-2.1	-0.6	0.6	1.2	-0.5	0.5	-0.4	0.5				
前期比年率%	-8.1	-2.4	2.2	5.0	-1.9	2.1	-1.7	2.1				
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	0.2	-0.9	0.8	-0.0	0.5
内需寄与度(前期比)	-2.9	-0.7	0.2	1.1	-0.1	0.3	-0.5	0.4	-1.6	0.8	0.0	0.1
外需寄与度(前期比)	0.8	0.1	0.3	0.1	-0.4	0.2	0.1	0.1	0.6	0.1	-0.0	0.4
GDPデフレーター(前年同期比%)	2.2	2.0	2.3	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	2.4	1.4	1.7	2.0
全産業活動指数(2010=100)	101.1	101.1	101.7	102.6	102.5	102.5	102.3	102.3	101.7	102.6	102.0	102.5
前期比%	-2.8	0.0	0.6	0.9	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-1.1	0.9	0.1	0.4
鉱工業生産指数(2010=100)	98.8	97.4	98.2	99.3	98.0	97.0	97.1	96.1	98.4	97.4	99.0	97.8
前期比%	-3.1	-1.3	0.8	1.1	-1.3	-1.0	0.0	-1.0	-0.5	-1.0	2.1	-1.2
第3次産業活動指数(2010=100)	101.2	101.7	102.2	103.1	103.3	103.4	103.3	103.6	102.1	103.5	102.3	103.2
前期比%	-2.8	0.5	0.6	0.8	0.2	0.1	-0.1	0.3	-1.1	1.3	-0.4	0.9
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	106.0	106.5	105.1	103.3	103.7	102.6	101.2	99.8	105.2	101.8	105.1	102.7
前年同期比%	4.4	4.0	2.4	0.5	-2.2	-3.6	-3.7	-3.5	2.8	-3.2	3.2	-2.3
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.3	103.5	103.4	102.7	103.4	103.4	103.4	102.6	103.2	103.2	102.7	103.2
前年同期比%	3.3	3.2	2.7	2.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	2.8	-0.0	2.6	0.5
完全失業率(%)	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2	3.5	3.3	3.6	3.4
10年物国債利回り(%)	0.59	0.52	0.40	0.34	0.40	0.38	0.29	-0.01	0.46	0.26	0.53	0.35
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.2	3.0	3.5	3.5	3.9	4.0	3.4	3.2	3.3	3.6	3.4	3.7
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-9.4	-9.8	-6.2	-0.7	-1.6	-1.5	1.4	3.6	-6.6	0.5	-10.5	-0.6
経常収支(季調済年率、億ドル)	430	437	1,025	1,193	1,316	1,304	1,581	1,724	794	1,499	367	1,356
経常収支(季調済年率、兆円)	4.4	4.5	11.7	14.2	16.0	15.9	19.2	19.9	8.7	18.0	3.9	16.4
対名目GDP比率(%)	0.9	0.9	2.4	2.9	3.2	3.2	3.8	3.9	1.8	3.5	0.8	3.3
為替レート(¥/\$)	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	115.4	109.9	120.1	105.8	121.0
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.0	138.4	132.5	140.3	133.7

(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

	2016		2017				2018		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)
名目国内総支出(兆円)	505.4	507.2	510.3	513.4	515.2	515.5	515.8	517.0	509.1	515.9	506.7	515.0
前期比%	0.3	0.4	0.6	0.6	0.3	0.1	0.0	0.2				
前期比年率%	1.3	1.4	2.5	2.4	1.4	0.3	0.2	1.0				
前年同期比%	1.5	1.2	2.2	1.9	1.9	1.7	1.0	0.7	1.7	1.3	1.5	1.6
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	531.7	532.7	534.9	537.0	538.3	538.5	538.6	539.4	534.2	538.8	532.7	538.2
前期比%	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	0.2				
前期比年率%	0.7	0.8	1.7	1.6	1.0	0.1	0.0	0.6				
前年同期比%	0.8	0.5	1.4	1.2	1.3	1.1	0.6	0.4	0.9	0.9	0.7	1.0
内需寄与度(前期比)	0.4	0.2	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.1	1.1	0.6	0.8	1.0
外需寄与度(前期比)	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.0
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3	0.8	0.5	0.8	0.6
全産業活動指数(2010=100)	102.7	103.1	103.4	103.6	103.9	104.2	104.5	104.9	103.3	104.5	102.8	104.0
前期比%	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.8	1.1	0.4	1.2
鉱工業生産指数(2010=100)	96.3	97.3	97.8	98.2	98.6	99.0	99.6	100.5	97.8	99.8	96.8	98.8
前期比%	0.2	1.0	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.3	2.1	-1.0	2.1
第3次産業活動指数(2010=100)	103.8	104.0	104.2	104.5	104.7	104.9	105.2	105.5	104.2	105.2	103.9	104.8
前期比%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.7	0.9	0.6	0.9
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	99.2	99.5	99.8	99.9	100.0	100.1	100.3	100.4	99.6	100.2	99.6	100.1
前年同期比%	-4.3	-3.0	-1.4	0.1	0.8	0.6	0.5	0.5	-2.2	0.6	-3.1	0.5
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.0	103.0	103.3	102.9	103.6	103.9	104.2	103.9	103.1	103.9	103.0	103.7
前年同期比%	-0.4	-0.4	-0.1	0.3	0.6	0.9	0.9	0.9	-0.1	0.8	-0.2	0.7
完全失業率(%)	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0
10年物国債利回り(%)	-0.15	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.11	-0.10	-0.09	-0.10
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.4	3.9	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.1	3.7	4.1
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	4.8	3.7	4.1	4.3	4.6	4.8	5.3	5.6	4.2	5.1	4.1	4.8
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,734	1,858	1,904	1,946	2,001	2,072	2,153	2,212	1,861	2,110	1,805	2,043
経常収支(季調済年率、兆円)	18.8	18.9	19.3	19.8	20.3	21.0	21.9	22.5	19.4	21.7	19.2	20.7
対名目GDP比率(%)	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	4.1	4.2	4.3	3.8	4.2	3.8	4.0
為替レート(¥/\$)	108.1	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	103.2	101.5	106.6	101.5
(¥/Euro)	120.7	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	116.0	114.4	119.4	114.4

(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)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015	
国内総支出	523.9	520.8	523.7	530.0	527.5	530.2	528.0	530.8	524.8	529.2	526.1	529.0	
前期比年率%	-8.1	-2.4	2.2	5.0	-1.9	2.1	-1.7	2.1					
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	0.2	-0.9	0.8	-0.0	0.5	
国内需要	515.8	512.4	513.6	519.1	518.5	520.1	517.8	520.0	515.4	519.1	518.5	518.9	
前期比年率%	-11.1	-2.6	1.0	4.3	-0.5	1.3	-1.8	1.7					
前年同期比%	-0.3	-1.7	-1.9	-2.3	0.5	1.5	0.7	0.1	-1.6	0.7	-0.0	0.1	
民間需要	392.4	388.4	389.1	394.6	393.4	395.3	392.9	394.0	391.3	393.9	394.3	394.0	
前期比年率%	-13.3	-4.1	0.8	5.7	-1.2	1.9	-2.4	1.2					
前年同期比%	-0.3	-2.1	-2.4	-3.0	0.3	1.7	0.8	-0.1	-2.0	0.7	-0.1	-0.1	
民間最終消費支出	306.0	306.1	308.0	308.1	306.2	307.5	305.0	307.2	307.2	306.5	310.5	306.7	
前期比年率%	-17.9	0.1	2.4	0.2	-2.6	1.8	-3.2	2.8					
前年同期比%	-2.5	-2.7	-2.1	-4.1	0.1	0.4	-1.0	-0.2	-2.9	-0.2	-0.9	-1.2	
民間住宅投資	13.8	12.8	12.8	13.2	13.4	13.5	13.5	13.5	13.1	13.5	13.7	13.4	
前期比年率%	-37.1	-26.8	0.5	11.0	7.0	4.3	-1.8	-0.5					
前年同期比%	-2.1	-12.5	-15.5	-15.4	-3.2	5.9	4.8	2.0	-11.7	2.4	-5.3	-2.5	
民間企業設備投資	70.3	70.0	70.0	72.1	71.4	72.0	72.8	72.4	70.7	72.2	71.0	72.1	
前期比年率%	-15.3	-1.8	-0.3	12.9	-3.8	3.0	5.0	-2.6					
前年同期比%	1.5	0.6	-0.1	-1.3	1.3	2.6	4.1	0.6	0.1	2.1	3.1	1.5	
民間在庫品増加	2.2	-0.6	-1.6	1.2	2.5	2.3	1.5	1.0	0.3	1.8	-0.9	1.9	
公的需要	123.4	124.0	124.5	124.5	125.0	124.8	125.0	126.0	124.2	125.1	124.3	124.8	
前期比年率%	-3.6	2.2	1.6	-0.2	1.7	-0.6	0.5	3.3					
前年同期比%	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	1.3	0.7	0.2	0.9	-0.3	0.8	0.2	0.5	
政府最終消費支出	101.8	102.1	102.5	102.7	103.1	103.3	104.1	105.0	102.3	103.9	102.2	103.3	
前期比年率%	-1.0	1.0	1.5	1.0	1.5	0.7	3.3	3.6					
前年同期比%	-0.3	-0.2	0.3	0.6	1.3	1.2	1.6	2.2	0.1	1.6	0.1	1.2	
公的固定資本形成	21.5	21.8	22.0	21.7	21.9	21.5	20.8	20.9	21.8	21.2	22.1	21.5	
前期比年率%	-15.1	5.3	4.5	-5.4	3.7	-7.1	-12.2	1.0					
前年同期比%	-0.1	-2.6	-2.5	-4.1	2.1	-0.7	-5.2	-4.7	-2.6	-2.7	0.4	-2.5	
公的在庫品増加	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	9.5	10.3	12.4	13.1	10.5	11.9	11.9	12.4	11.3	11.7	9.6	11.9	
財貨・サービスの輸出	88.8	90.1	93.1	94.7	90.7	93.0	92.1	92.3	91.7	92.1	90.1	92.6	
前期比年率%	1.7	6.1	13.9	6.9	-15.8	10.6	-3.7	0.4					
前年同期比%	5.5	7.5	11.2	7.3	1.9	3.1	-0.9	-2.5	7.9	0.4	8.3	2.8	
財貨・サービスの輸入	79.3	79.8	80.7	81.6	80.1	81.1	80.3	79.8	80.4	80.4	80.5	80.8	
前期比年率%	-13.8	2.4	4.8	4.4	-6.9	5.0	-4.2	-2.1					
前年同期比%	5.9	5.1	3.6	-0.6	0.8	1.5	-0.5	-2.0	3.4	-0.0	7.2	0.3	

(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)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
国内総支出	531.7	532.7	534.9	537.0	538.3	538.5	538.6	539.4	534.2	538.8	532.7	538.2	
前期比年率%	0.7	0.8	1.7	1.6	1.0	0.1	0.0	0.6					
前年同期比%	0.8	0.5	1.4	1.2	1.3	1.1	0.6	0.4	0.9	0.9	0.7	1.0	
国内需要	522.0	523.2	525.5	527.6	528.6	528.3	527.8	528.3	524.9	528.1	522.8	528.0	
前期比年率%	1.6	0.9	1.8	1.6	0.7	-0.2	-0.4	0.4					
前年同期比%	0.7	0.6	1.6	1.6	1.1	0.9	0.3	0.0	1.1	0.6	0.8	1.0	
民間需要	395.4	396.2	396.3	396.7	397.3	397.9	398.8	399.5	396.3	398.4	395.6	397.7	
前期比年率%	1.4	0.8	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8	0.7					
前年同期比%	0.5	0.3	0.9	0.7	0.5	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	
民間最終消費支出	307.7	308.0	308.4	308.9	309.3	309.7	310.3	310.7	308.3	310.1	307.9	309.6	
前期比年率%	0.7	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	0.7	0.5					
前年同期比%	0.4	0.2	1.1	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4	0.6	
民間住宅投資	14.1	14.4	14.1	13.8	13.6	13.7	13.7	13.7	14.1	13.7	14.0	13.7	
前期比年率%	21.6	9.5	-9.6	-7.8	-4.7	1.2	1.0	0.6					
前年同期比%	5.6	6.7	4.7	2.7	-3.5	-5.3	-2.7	-0.5	4.9	-3.0	4.8	-2.3	
民間企業設備投資	72.3	72.4	72.5	72.7	72.9	73.1	73.4	73.6	72.5	73.3	72.4	73.0	
前期比年率%	-0.6	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5					
前年同期比%	1.0	0.6	-0.4	0.3	1.0	1.0	1.2	1.4	0.4	1.1	0.5	0.8	
民間在庫品増加	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	
公的需要	126.6	127.0	129.2	130.9	131.3	130.3	129.0	128.9	128.7	129.6	127.3	130.3	
前期比年率%	2.0	1.4	6.9	5.3	1.3	-2.9	-3.9	-0.6					
前年同期比%	1.5	1.8	3.6	4.3	3.2	2.6	-0.3	-1.9	2.8	0.8	1.9	2.4	
政府最終消費支出	105.1	105.5	105.9	106.2	106.6	107.1	107.7	108.3	105.7	107.5	105.4	107.0	
前期比年率%	0.4	1.5	1.4	1.2	1.6	1.8	2.3	2.2					
前年同期比%	2.0	2.2	1.7	1.1	1.4	1.5	1.7	2.0	1.8	1.7	2.0	1.4	
公的固定資本形成	21.4	21.5	23.3	24.6	24.6	23.2	21.3	20.5	22.9	22.1	21.8	23.3	
前期比年率%	10.8	0.8	37.6	25.7	0.2	-21.5	-29.1	-13.8					
前年同期比%	-2.2	-0.5	11.5	18.4	14.9	8.2	-8.5	-16.9	8.0	-3.4	1.3	7.1	
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	11.1	11.2	11.3	11.4	11.6	12.0	12.5	12.9	11.2	12.2	11.4	11.9	
財貨・サービスの輸出	90.9	91.7	92.6	93.7	94.7	95.8	97.0	98.2	92.2	96.4	91.8	95.3	
前期比年率%	-5.8	3.6	4.1	4.6	4.5	4.9	5.2	4.9					
前年同期比%	-0.1	-1.4	0.4	1.5	4.4	4.5	4.8	4.9	0.1	4.6	-0.9	3.8	
財貨・サービスの輸入	79.8	80.5	81.3	82.3	83.1	83.8	84.5	85.3	81.0	84.2	80.4	83.4	
前期比年率%	-0.2	3.5	4.2	4.7	4.2	3.3	3.4	4.1					
前年同期比%	-0.6	-0.7	1.3	3.0	4.2	4.1	3.9	3.8	0.7	4.0	-0.5	3.8	

(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)

	2014		2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015
国内総支出	487.4	483.8	488.3	498.2	498.0	501.1	499.7	503.8	489.6	500.5	486.9	499.2
前期比年率%	-0.1	-3.0	3.8	8.4	-0.2	2.5	-1.1	3.3				
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.2	3.6	2.2	1.1	1.5	2.2	1.6	2.5
国内需要	501.5	498.1	499.7	504.0	504.0	505.5	502.9	502.8	501.0	503.7	502.1	504.1
前期比年率%	-5.3	-2.6	1.3	3.5	0.0	1.2	-2.0	-0.1				
前年同期比%	2.4	0.6	0.1	-0.9	0.5	1.5	0.5	-0.3	0.5	0.6	1.9	0.4
民間需要	377.7	373.4	374.5	378.9	378.5	380.2	377.7	377.1	376.2	378.4	377.8	378.8
前期比年率%	-7.4	-4.5	1.2	4.7	-0.4	1.8	-2.6	-0.7				
前年同期比%	2.4	0.2	-0.6	-1.6	0.3	1.8	0.7	-0.5	0.1	0.6	1.8	0.3
民間最終消費支出	292.4	292.6	294.2	293.4	292.0	293.3	290.9	291.5	293.2	291.9	295.4	292.4
前期比年率%	-12.3	0.3	2.3	-1.1	-2.0	1.9	-3.3	0.8				
前年同期比%	0.2	-0.3	-0.2	-2.9	-0.1	0.2	-1.2	-0.6	-0.8	-0.4	1.1	-1.0
民間住宅投資	15.2	14.1	14.1	14.5	14.7	14.9	14.8	14.7	14.4	14.8	15.0	14.7
前期比年率%	-29.4	-27.3	0.5	11.5	6.5	4.7	-1.3	-4.0				
前年同期比%	2.7	-9.0	-13.1	-13.0	-3.4	5.9	5.0	1.3	-8.5	2.2	-2.0	-1.7
民間企業設備投資	67.7	67.6	67.8	70.0	69.5	70.1	70.8	69.9	68.4	70.1	68.4	70.1
前期比年率%	-13.3	-0.6	1.2	13.9	-2.7	3.1	4.0	-4.9				
前年同期比%	2.9	2.0	1.5	0.1	2.5	3.6	4.4	0.1	1.5	2.5	4.5	2.5
民間在庫品増加	2.4	-0.8	-1.6	0.9	2.3	1.9	1.2	1.0	0.2	1.6	-1.0	1.6
公的需要	123.8	124.7	125.2	125.1	125.5	125.3	125.3	125.8	124.7	125.3	124.3	125.3
前期比年率%	1.7	3.1	1.4	-0.2	1.2	-0.7	-0.0	1.6				
前年同期比%	2.1	2.1	2.1	1.3	1.3	0.4	0.0	0.2	1.9	0.5	2.2	0.7
政府最終消費支出	100.4	100.8	101.2	101.4	101.5	101.8	102.6	103.2	101.0	102.3	100.5	101.8
前期比年率%	4.2	1.8	1.5	0.8	0.3	1.3	2.9	2.4				
前年同期比%	1.9	1.9	2.7	2.1	1.0	0.9	1.4	1.8	2.2	1.3	1.8	1.4
公的固定資本形成	23.3	23.7	23.9	23.6	24.0	23.5	22.7	22.5	23.7	23.0	23.8	23.4
前期比年率%	-8.0	6.7	3.9	-5.2	6.5	-8.6	-12.9	-2.5				
前年同期比%	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-5.0	-5.5	0.4	-2.6	3.4	-1.6
公的在庫品増加	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	-14.0	-14.4	-11.4	-5.8	-6.0	-4.4	-3.2	0.9	-11.4	-3.2	-15.2	-4.9
財貨・サービスの輸出	84.0	86.2	91.5	91.6	88.6	90.3	86.8	83.8	88.4	87.4	86.4	89.3
前期比年率%	1.7	11.2	26.9	0.2	-12.2	7.6	-14.7	-13.1				
前年同期比%	6.6	9.6	16.3	9.5	5.1	4.8	-4.9	-8.6	10.5	-1.1	11.4	3.4
財貨・サービスの輸入	98.0	100.6	103.0	97.3	94.7	94.7	90.0	82.8	99.8	90.5	101.6	94.2
前期比年率%	-22.2	11.0	9.7	-20.2	-10.4	-0.0	-18.5	-28.1				
前年同期比%	8.7	8.8	7.0	-7.0	-3.8	-5.8	-12.2	-15.1	4.0	-9.3	11.4	-7.3

(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)

	2016		2017				2018		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)
国内総支出	505.4	507.2	510.3	513.4	515.2	515.5	515.8	517.0	509.1	515.9	506.7	515.0
前期比年率%	1.3	1.4	2.5	2.4	1.4	0.3	0.2	1.0				
前年同期比%	1.5	1.2	2.2	1.9	1.9	1.7	1.0	0.7	1.7	1.3	1.5	1.6
国内需要	503.7	505.5	508.7	511.5	513.1	513.0	512.8	513.7	507.7	512.9	505.3	512.5
前期比年率%	0.7	1.5	2.5	2.3	1.2	-0.0	-0.2	0.7				
前年同期比%	-0.0	0.0	1.2	1.9	1.7	1.4	0.7	0.3	0.8	1.0	0.2	1.4
民間需要	377.6	378.9	379.6	380.5	381.5	382.4	383.5	384.6	379.3	383.1	378.4	382.0
前期比年率%	0.6	1.4	0.7	1.0	1.0	1.0	1.2	1.1				
前年同期比%	-0.2	-0.3	0.5	0.9	1.0	0.9	1.0	1.2	0.2	1.0	-0.1	1.0
民間最終消費支出	291.2	291.9	292.5	293.3	294.0	294.5	295.2	295.7	292.3	294.9	291.8	294.3
前期比年率%	-0.3	0.8	0.9	1.1	0.9	0.7	0.9	0.7				
前年同期比%	-0.3	-0.5	0.6	0.6	1.0	0.9	0.9	0.8	0.1	0.9	-0.2	0.8
民間住宅投資	15.3	15.7	15.4	15.1	15.0	15.0	15.0	15.1	15.4	15.0	15.3	15.0
前期比年率%	19.6	10.6	-8.7	-6.8	-3.8	1.3	0.8	1.4				
前年同期比%	4.4	5.7	3.9	3.1	-2.5	-4.5	-2.2	-0.1	4.3	-2.4	3.9	-1.6
民間企業設備投資	69.6	69.9	70.2	70.6	71.0	71.3	71.8	72.3	70.1	71.6	69.9	71.2
前期比年率%	-1.7	1.6	2.1	2.4	2.0	2.0	2.4	2.9				
前年同期比%	-0.1	-0.3	-0.8	0.9	2.1	2.1	2.2	2.4	-0.0	2.2	-0.3	1.8
民間在庫品増加	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5
公的需要	126.0	126.6	129.1	131.0	131.6	130.6	129.2	129.1	128.4	129.8	126.9	130.5
前期比年率%	0.9	1.9	8.0	6.2	1.7	-3.0	-4.1	-0.5				
前年同期比%	0.7	1.1	3.2	4.7	3.8	3.2	-0.0	-2.1	2.5	1.1	1.3	2.8
政府最終消費支出	102.9	103.4	103.8	104.3	104.8	105.4	106.1	106.8	103.6	105.7	103.3	105.1
前期比年率%	-1.1	1.9	1.8	1.6	2.0	2.2	2.7	2.6				
前年同期比%	1.3	1.6	1.3	1.0	1.9	1.9	2.1	2.4	1.3	2.1	1.5	1.7
公的固定資本形成	23.1	23.2	25.2	26.7	26.8	25.2	23.1	22.3	24.8	24.0	23.5	25.3
前期比年率%	10.3	1.6	39.3	26.7	0.6	-21.5	-29.1	-13.7				
前年同期比%	-3.7	-1.5	10.9	19.1	15.8	8.8	-8.1	-16.8	7.4	-3.0	0.4	7.6
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	1.7	1.6	1.7	1.8	2.1	2.5	3.0	3.3	1.7	2.7	1.5	2.3
財貨・サービスの輸出	80.8	81.7	82.7	84.0	85.3	86.6	88.0	89.4	82.2	87.3	82.1	85.9
前期比年率%	-13.4	4.3	5.1	6.3	6.4	6.2	6.7	6.4				
前年同期比%	-9.3	-9.6	-4.9	0.3	5.8	6.0	6.5	6.4	-5.9	6.2	-8.1	4.6
財貨・サービスの輸入	79.1	80.0	81.0	82.1	83.2	84.0	85.0	86.0	80.5	84.5	80.7	83.6
前期比年率%	-16.9	4.8	4.9	5.7	5.2	4.3	4.4	5.2				
前年同期比%	-16.7	-15.5	-10.2	-0.7	5.3	5.0	5.0	4.7	-11.1	5.0	-14.4	3.6

(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)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015	
国内総支出	93.0	92.9	93.2	94.0	94.4	94.5	94.6	94.9	93.3	94.6	92.5	94.4	
前期比%	2.1	-0.2	0.4	0.8	0.4	0.1	0.2	0.3					
前年同期比%	2.2	2.0	2.3	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	2.4	1.4	1.7	2.0	
民間最終消費支出	95.5	95.6	95.5	95.2	95.4	95.4	95.4	94.9	95.5	95.2	95.1	95.3	
前期比%	1.6	0.1	-0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.0	-0.5					
前年同期比%	2.7	2.4	1.9	1.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	2.1	-0.2	1.9	0.2	
民間住宅投資	110.0	109.8	109.8	109.9	109.8	109.9	110.0	109.0	109.9	109.7	109.0	109.9	
前期比%	2.9	-0.2	-0.0	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.9					
前年同期比%	4.9	3.9	2.9	2.9	-0.2	0.1	0.2	-0.8	3.6	-0.2	3.5	0.8	
民間企業設備投資	96.2	96.5	96.9	97.1	97.4	97.4	97.2	96.6	96.7	97.1	96.3	97.3	
前期比%	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3	0.0	-0.2	-0.6					
前年同期比%	1.4	1.4	1.6	1.5	1.2	0.9	0.3	-0.5	1.5	0.4	1.3	1.0	
政府最終消費支出	98.6	98.8	98.8	98.7	98.4	98.6	98.5	98.2	98.7	98.4	98.3	98.5	
前期比%	1.3	0.2	-0.0	-0.1	-0.3	0.1	-0.1	-0.3					
前年同期比%	2.1	2.1	2.4	1.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	2.0	-0.3	1.6	0.2	
公的固定資本形成	108.4	108.8	108.6	108.7	109.4	109.0	108.8	107.9	108.7	108.7	107.9	108.9	
前期比%	2.0	0.3	-0.2	0.0	0.7	-0.4	-0.2	-0.9					
前年同期比%	3.9	3.9	2.6	2.3	0.8	0.2	0.3	-0.8	3.1	0.0	3.0	0.9	
財貨・サービスの輸出	94.6	95.7	98.3	96.7	97.7	97.1	94.1	90.8	96.4	94.9	95.9	96.4	
前期比%	-0.0	1.2	2.7	-1.6	1.1	-0.7	-3.0	-3.6					
前年同期比%	1.0	1.9	4.6	2.1	3.1	1.6	-4.0	-6.3	2.4	-1.5	2.8	0.6	
財貨・サービスの輸入	123.6	126.1	127.5	119.3	118.1	116.7	112.1	103.8	124.1	112.7	126.2	116.6	
前期比%	-2.5	2.0	1.2	-6.5	-1.0	-1.2	-3.9	-7.4					
前年同期比%	2.6	3.5	3.3	-6.4	-4.6	-7.2	-11.8	-13.3	0.6	-9.2	3.9	-7.6	

(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)

	2016		2017				2018		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)
国内総支出	95.0	95.2	95.4	95.6	95.7	95.7	95.8	95.9	95.3	95.7	95.1	95.7
前期比%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1				
前年同期比%	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3	0.8	0.5	0.8	0.6
民間最終消費支出	94.7	94.8	94.8	94.9	95.0	95.1	95.1	95.2	94.8	95.1	94.8	95.0
前期比%	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0				
前年同期比%	-0.7	-0.7	-0.6	0.1	0.4	0.4	0.3	0.2	-0.5	0.3	-0.6	0.3
民間住宅投資	108.6	108.9	109.2	109.4	109.7	109.7	109.7	109.9	109.0	109.8	108.9	109.6
前期比%	-0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.0	-0.0	0.2				
前年同期比%	-1.1	-0.9	-0.8	0.4	1.0	0.8	0.5	0.4	-0.6	0.7	-0.9	0.7
民間企業設備投資	96.3	96.5	96.8	97.2	97.4	97.6	97.8	98.2	96.7	97.8	96.6	97.5
前期比%	-0.3	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3				
前年同期比%	-1.1	-0.9	-0.4	0.6	1.1	1.1	1.0	1.0	-0.4	1.1	-0.7	0.9
政府最終消費支出	97.9	98.0	98.1	98.2	98.3	98.4	98.5	98.6	98.0	98.4	98.0	98.3
前期比%	-0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
前年同期比%	-0.6	-0.6	-0.4	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	-0.4	0.4	-0.5	0.3
公的固定資本形成	107.7	107.9	108.3	108.5	108.6	108.6	108.6	108.6	108.2	108.6	108.0	108.6
前期比%	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0				
前年同期比%	-1.5	-1.0	-0.5	0.6	0.8	0.6	0.3	0.1	-0.5	0.4	-0.9	0.5
財貨・サービスの輸出	88.9	89.0	89.3	89.6	90.0	90.3	90.7	91.0	89.2	90.5	89.4	90.2
前期比%	-2.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4				
前年同期比%	-9.2	-8.3	-5.3	-1.2	1.4	1.5	1.6	1.4	-6.0	1.5	-7.3	0.8
財貨・サービスの輸入	99.1	99.4	99.6	99.8	100.1	100.3	100.5	100.8	99.4	100.4	100.4	100.2
前期比%	-4.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3				
前年同期比%	-16.2	-14.9	-11.3	-3.6	1.0	0.9	1.1	0.9	-11.7	1.0	-13.9	-0.2

(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

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-2.1	-0.6	0.6	1.2	-0.5	0.5	-0.4	0.5	-0.9	0.8	-0.0	0.5	
国内需要	-2.9	-0.7	0.2	1.1	-0.1	0.3	-0.5	0.4	-1.6	0.8	0.0	0.1	
民間需要	-2.6	-0.9	0.1	1.1	-0.2	0.4	-0.5	0.2	-1.5	0.6	-0.1	0.0	
民間最終消費支出	-3.0	0.0	0.4	0.0	-0.4	0.3	-0.5	0.4	-1.7	-0.1	-0.5	-0.7	
民間住宅投資	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	
民間企業設備投資	-0.6	-0.1	-0.0	0.4	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.2	-0.6	-0.2	0.6	0.3	-0.0	-0.2	-0.1	0.6	0.3	0.2	0.6	
公的需要	-0.2	0.2	0.1	-0.0	0.1	-0.0	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.3	0.0	0.2	
公的固定資本形成	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
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	0.8	0.1	0.3	0.1	-0.4	0.2	0.1	0.1	0.6	0.1	-0.0	0.4	
財貨・サービスの輸出	0.1	0.3	0.6	0.3	-0.8	0.5	-0.2	0.0	1.3	0.1	1.3	0.5	
財貨・サービスの輸入	0.7	-0.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.3	0.2	0.1	-0.7	0.0	-1.4	-0.1	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	0.2	-0.9	0.8	-0.0	0.5	
国内需要	-0.2	-1.7	-2.0	-2.3	0.5	1.6	0.7	0.2	-1.6	0.8	0.0	0.1	
民間需要	-0.1	-1.6	-1.9	-2.2	0.2	1.4	0.7	0.0	-1.5	0.6	-0.1	0.0	
民間最終消費支出	-1.5	-1.7	-1.3	-2.5	0.0	0.2	-0.6	-0.1	-1.7	-0.1	-0.5	-0.7	
民間住宅投資	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.1	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	
民間企業設備投資	0.2	0.1	-0.0	-0.2	0.2	0.4	0.5	0.1	0.0	0.3	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.3	0.4	-0.1	1.0	0.1	0.6	0.6	-0.1	0.6	0.3	0.2	0.6	
公的需要	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.5	0.0	0.3	0.0	0.2	
公的固定資本形成	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
公的在庫品増加	0.0	0.1	-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	-0.2	0.2	1.1	1.4	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.6	0.1	-0.0	0.4	
財貨・サービスの輸出	0.9	1.2	1.8	1.2	0.3	0.6	-0.2	-0.4	1.3	0.1	1.3	0.5	
財貨・サービスの輸入	-1.1	-1.0	-0.7	0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.4	-0.7	0.0	-1.4	-0.1	

(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

	2016		2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)
1. 前期比%												
実質GDP成長率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	0.2	0.9	0.9	0.7	1.0
国内需要	0.4	0.2	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.1	1.1	0.6	0.8	1.0
民間需要	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.3	0.4
民間最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3
民間住宅投資	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.1
民間企業設備投資	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
民間在庫品増加	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
公的需要	0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.0	0.7	0.2	0.5	0.6
政府最終消費支出	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3
公的固定資本形成	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	-0.3	-0.4	-0.1	0.3	-0.1	0.1	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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.8	-0.2	0.6
財貨・サービスの輸入	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.6	0.1	-0.6
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	0.8	0.5	1.4	1.2	1.3	1.1	0.6	0.4	0.9	0.9	0.7	1.0
国内需要	0.7	0.6	1.5	1.6	1.1	0.9	0.3	0.0	1.1	0.6	0.8	1.0
民間需要	0.3	0.2	0.7	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4
民間最終消費支出	0.2	0.1	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
民間住宅投資	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.1
民間企業設備投資	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1
民間在庫品増加	-0.2	-0.2	-0.0	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
公的需要	0.3	0.4	0.9	1.1	0.8	0.6	-0.1	-0.5	0.7	0.2	0.5	0.6
政府最終消費支出	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
公的固定資本形成	-0.1	-0.0	0.5	0.8	0.5	0.3	-0.4	-0.9	0.3	-0.1	0.1	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	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	-0.1	0.2	-0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	-0.0	-0.2	0.1	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.0	0.8	-0.2	0.6
財貨・サービスの輸入	0.1	0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.1	-0.6	0.1	-0.6

(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

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015	
<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%	3.4	3.5	3.3	3.6	3.2	2.9	2.8	2.7	3.5	2.9	3.4	3.1	
原油価格 (WTI、\$/bbl)													
前年同期比%	103.0	97.2	73.2	48.6	57.8	46.5	42.2	33.6	80.5	45.0	92.9	48.8	
	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	-43.9	-52.2	-42.4	-30.8	-18.7	-44.1	-5.2	-47.5	
<b>2. 米国経済</b>													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)													
前期比年率%	15,901	16,095	16,187	16,269	16,374	16,455	16,491	16,525	16,113	16,461	15,982	16,397	
前年同期比%	4.0	5.0	2.3	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8					
	2.4	2.9	2.5	3.3	3.0	2.2	1.9	1.6	2.8	2.2	2.4	2.6	
消費者物価指数 (1982-1984=100)													
前期比年率%	236.8	237.3	237.1	235.4	236.8	237.6	238.1	237.9	236.7	237.7	236.7	237.0	
前年同期比%	1.9	0.9	-0.3	-2.9	2.4	1.4	0.8	-0.3	2.1	1.8	1.2	-0.1	
	2.1	1.8	1.2	-0.1	-0.0	0.1	0.5	1.1	1.3	0.4	1.6	0.1	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)													
前期比年率%	110.9	111.3	111.1	109.8	110.0	110.2	109.6	109.7	110.8	109.9	110.9	109.9	
前年同期比%	2.2	1.2	-0.7	-4.6	1.0	0.6	-2.0	0.4	1.9	1.8	1.2	-0.5	
	1.9	1.8	1.2	-0.5	-0.8	-0.9	-1.3	0.0	1.1	-0.8	1.6	-0.9	
FFレート (期末、%)													
	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.50	0.25	0.50	
10年物国債利回り (%)													
	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.22	2.19	1.92	2.34	2.12	2.54	2.14	
<b>3. 日本経済</b>													
名目政府最終消費支出 (兆円)													
前期比年率%	100.4	100.8	101.2	101.4	101.5	101.8	102.6	103.2	101.0	102.3	100.5	101.8	
前年同期比%	4.2	1.8	1.5	0.8	0.3	1.3	2.9	2.4	1.9	1.9	2.7	2.1	
	1.9	1.9	2.7	2.1	1.0	0.9	1.4	1.8	2.2	1.3	1.8	1.4	
名目公的固定資本形成 (兆円)													
前期比年率%	23.3	23.7	23.9	23.6	24.0	23.5	22.7	22.5	23.7	23.0	23.8	23.4	
前年同期比%	-8.0	6.7	3.9	-5.2	6.5	-8.6	-12.9	-2.5	3.8	1.2	0.1	-1.9	
	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-5.0	-5.5	0.4	-2.6	3.4	-1.6	
為替レート (¥/\$)													
	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	115.4	109.9	120.1	105.8	121.0	
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.0	138.4	132.5	140.3	133.7	

(注) 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

	2016		2017				2018		年度		暦年	
	4-6	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)
<b>1. 世界経済</b>												
<b>主要貿易相手国・地域経済成長率</b> (貿易額加重平均)												
前年同期比%	2.8	2.8	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	2.9	3.1	2.8	3.1
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	45.6	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5	44.8	44.5	42.1	44.5
前年同期比%	-21.1	-4.3	5.6	32.3	-2.5	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.6	-13.7	5.8
<b>2. 米国経済</b>												
<b>実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)</b>	16,575	16,702	16,792	16,891	16,989	17,083	17,179	17,272	16,740	17,131	16,648	17,036
前期比年率%	1.2	3.1	2.2	2.4	2.3	2.2	2.3	2.2				
前年同期比%	1.2	1.5	1.8	2.2	2.5	2.3	2.3	2.3	1.7	2.3	1.5	2.3
<b>消費者物価指数 (1982-1984=100)</b>	239.4	239.8	240.8	241.9	243.1	244.4	245.7	247.0	240.5	245.1	239.5	243.8
前期比年率%	2.5	0.7	1.6	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1				
前年同期比%	1.1	0.9	1.1	1.7	1.6	1.9	2.0	2.1	1.2	1.9	1.0	1.8
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	110.2	110.3	110.7	111.2	111.7	112.3	112.8	113.3	110.6	112.5	110.2	112.0
前期比年率%	1.6	0.5	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9	2.0				
前年同期比%	0.1	0.1	1.0	1.3	1.4	1.8	1.9	1.9	0.6	1.7	0.3	1.6
<b>F Fレート (期末、%)</b>	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.75	1.25	0.75	1.25
<b>10年物国債利回り (%)</b>	1.75	1.56	1.70	1.86	1.93	2.06	2.10	2.22	1.72	2.08	1.73	1.99
<b>3. 日本経済</b>												
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	102.9	103.4	103.8	104.3	104.8	105.4	106.1	106.8	103.6	105.7	103.3	105.1
前期比年率%	-1.1	1.9	1.8	1.6	2.0	2.2	2.7	2.6				
前年同期比%	1.3	1.6	1.3	1.0	1.9	1.9	2.1	2.4	1.3	2.1	1.5	1.7
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	23.1	23.2	25.2	26.7	26.8	25.2	23.1	22.3	24.8	24.0	23.5	25.3
前期比年率%	10.3	1.6	39.3	26.7	0.6	-21.5	-29.1	-13.7				
前年同期比%	-3.7	-1.5	10.9	19.1	15.8	8.8	-8.1	-16.8	7.4	-3.0	0.4	7.6
<b>為替レート (¥/\$)</b>	108.1	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	103.2	101.5	106.6	101.5
(¥/Euro)	120.7	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	114.4	116.0	114.4	119.4	114.4

(注) 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。