

2016年12月16日 全63頁

第191回日本経済予測（改訂版）＜訂正版＞

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191回日本経済予測（改訂版）

トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？
～①海外投資行動、②個人消費、③経済統計の改善を検証～

実質 GDP：2016年度+1.3%、2017年度+0.9%

名目 GDP：2016年度+1.3%、2017年度+1.4%

第 191 回日本経済予測(改訂版)

【予測のポイント】

- (1) **トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか?**: 2016年7-9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+1.3% (前回: 同+1.1%)、2017 年度が同+0.9% (同: 同+0.9%) である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、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、米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与えるリスクがある。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。
- (2) **論点①: 企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果**: 日本経済の潜在成長率と期待成長率が低水準にとどまる中、企業は海外展開に成長の活路を見出している。国内法人と海外現地法人の投資行動を分析すると、合理的な戦略の下、国内の設備投資を絞り、アジアや北米に資源を振り向けていることが分かる。また、足下では実質 GDP と実質 GNI の乖離が大きくなっている。これは、交易条件の改善に加えて、企業の海外投資の進展に伴い海外現地法人からの所得が国内に還流していることによるものである。2015 年度の実績値に基づくと、海外利益の国内還流による押し上げ効果は、雇用者報酬が 3.2 兆円、名目個人消費が 2.4 兆円程度と試算される。
- (3) **論点②: 個人消費はなぜ低迷を続けているのか?**: 2014 年の消費税増税から 2 年半が経過したが、依然として個人消費は低迷を続けている。短期的要因として、年金特例の解消や可処分所得の伸び悩み、過去の景気対策の反動などが個人消費の重石になっていたと考えられ、2012~14 年度までの個人消費を合計 1.3%pt 程度下押しした。一方、今後は節約志向の強まりや将来不安の高まり、若年層の雇用、といった構造的な問題が、中長期的に個人消費の重石となろう。政府には、持続可能な社会保障制度の構築や「同一労働・同一賃金の原則」の導入に向けた取り組みを加速させていくことなどが期待される。
- (4) **論点③: 経済統計の改善に必要なものは何か?**: 諸外国と比較した場合、日本の統計は「正確性」、「速報性」という二つの要素で見劣りする。潜在成長率が低下している日本では、まずは「正確性」の向上を目指すべきだ。具体的な統計の改善方法を検討するため、家計調査を用いた分析を行った。「財」では振れの大きい項目を適切な統計に入れ替えることで、過小推計を解消することができる。一方、「サービス」では家計調査を補完する数値を用いても供給側の数値よりも弱い状況が続く。GDP の過小推計につながっている可能性もあるため、周辺統計の丁寧な検証が必要だ。今後はこうした詳細な分析を通じて問題点を明らかにし、用途に応じた対応策を考えることが求められる。
- (5) **日本経済のリスク要因**: 今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国の EU 離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の 5 点に留意が必要だ。
- (6) **日銀の政策**: 日銀は、現在の金融政策を当面維持する見通しである。2016年9月に導入した新たな金融政策の枠組みの下、デフレとの長期戦を見据えて、インフレ目標の柔軟化などが課題となろう。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 16 年度+3.1%、17 年度▲0.2%と想定。
- (2) 為替レートは 16 年度 109.6 円/ドル、17 年度 114.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 16 年+1.6%、17 年+2.2%とした。

第191回日本経済予測（改訂版）（2016年12月9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)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.8	1.3	1.4	3.3	1.3	1.5
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	1.3	1.3	0.9	1.2	1.0	1.1
内需寄与度	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6	0.9
外需寄与度	0.2	0.4	0.1	0.5	0.4	0.2
GDPデフレーター	1.4	0.0	0.5	2.0	0.2	0.4
全産業活動指数上昇率	0.9	1.0	1.1	0.4	0.5	1.2
鉱工業生産指数上昇率	-1.0	0.8	2.4	-1.2	-0.7	2.6
第3次産業活動指数上昇率	1.3	0.8	0.8	0.9	0.7	0.8
国内企業物価上昇率	-3.3	-2.7	0.4	-2.3	-3.4	0.2
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.0	-0.2	0.5	0.5	-0.3	0.5
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	-0.07	0.00	0.35	-0.07	0.00
マネースtock (M2) 増加率	3.6	3.8	4.1	3.7	3.6	4.1
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	0.5	5.5	6.4	-0.6	5.0	6.1
経常収支（億ドル）	1499	1810	1944	1356	1785	1894
経常収支（兆円）	18.0	20.1	22.5	16.4	19.6	21.6
対名目GDP比率	3.3	3.7	4.1	3.1	3.6	4.0
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格）						
民間消費	0.5 (0.3)	0.6 (0.3)	0.7 (0.4)	-0.4 (-0.2)	0.4 (0.2)	0.6 (0.4)
民間住宅投資	2.7 (0.1)	5.3 (0.2)	-1.5 (-0.0)	-1.6 (-0.1)	5.2 (0.2)	-0.7 (-0.0)
民間設備投資	0.6 (0.1)	1.3 (0.2)	0.8 (0.1)	1.2 (0.2)	0.7 (0.1)	0.9 (0.1)
政府最終消費	2.0 (0.4)	0.8 (0.2)	1.6 (0.3)	1.6 (0.3)	1.6 (0.3)	1.0 (0.2)
公共投資	-2.0 (-0.1)	4.0 (0.2)	-0.5 (-0.0)	-2.2 (-0.1)	-0.3 (-0.0)	6.1 (0.3)
財貨・サービスの輸出	0.8 (0.1)	1.3 (0.2)	4.5 (0.7)	3.0 (0.5)	0.4 (0.1)	3.9 (0.6)
財貨・サービスの輸入	-0.2 (0.0)	-1.2 (0.2)	3.5 (-0.6)	0.1 (-0.0)	-1.9 (0.3)	2.8 (-0.4)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.4	3.4	3.4	3.6	3.3	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	45.0	47.6	50.0	48.8	43.6	50.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.2	1.7	2.2	2.6	1.6	2.2
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.6	2.3	0.1	1.3	2.3
(3) 日本経済						
名目公共投資	-1.4	3.1	-0.2	-0.8	-1.3	6.4
為替レート（円/ドル）	120.1	109.6	114.0	121.0	110.0	114.0
（円/ユーロ）	132.5	120.1	122.5	133.7	121.5	122.5

(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 (12月9日)		前回予測 (11月21日)		前回との差	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.3	1.4	1.4	1.3	-0.1	0.1
実質GDP成長率(2011暦年連鎖価格)	1.3	0.9	1.1	0.9	0.2	0.0
内需寄与度	0.9	0.7	0.9	0.5	0.0	0.1
外需寄与度	0.4	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.1
GDPデフレーター	0.0	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.1
全産業活動指数上昇率	1.0	1.1	0.8	1.0	0.2	0.1
鉱工業生産指数上昇率	0.8	2.4	0.4	2.0	0.4	0.4
第3次産業活動指数上昇率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.1	0.1
国内企業物価上昇率	-2.7	0.4	-2.7	0.4	0.0	0.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.2	0.5	-0.2	0.4	0.1	0.1
失業率	3.1	3.0	3.1	3.0	0.0	0.0
10年物国債利回り	-0.07	0.00	-0.07	0.00	0.00	0.00
マネーストック(M2)増加率	3.8	4.1	3.8	4.1	0.0	0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	5.5	6.4	5.2	6.3	0.3	0.1
経常収支(億ドル)	1810	1944	1901	2116	-91	-171
経常収支(兆円)	20.1	22.5	20.6	23.2	-0.5	-0.8
対名目GDP比率	3.7	4.1	4.1	4.5	-0.3	-0.4
2. 実質GDP成長率の内訳 (2011暦年連鎖価格)						
民間消費	0.6	0.7	0.5	0.5	0.1	0.1
民間住宅投資	5.3	-1.5	5.8	-1.6	-0.5	0.1
民間設備投資	1.3	0.8	0.2	0.9	1.1	-0.1
政府最終消費	0.8	1.6	1.2	1.6	-0.4	-0.0
公共投資	4.0	-0.5	7.7	-2.7	-3.7	2.2
財貨・サービスの輸出	1.3	4.5	0.8	4.6	0.4	-0.1
財貨・サービスの輸入	-1.2	3.5	-0.9	3.4	-0.3	0.1
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.4	3.4	2.9	3.1	0.5	0.3
原油価格(WTI、\$/bbl)	47.6	50.0	45.1	44.9	2.5	5.1
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	1.7	2.2	1.7	2.1	0.1	0.1
米国の消費者物価上昇率	1.6	2.3	1.5	2.0	0.1	0.3
(3) 日本経済						
名目公共投資	3.1	-0.2	6.8	-2.4	-3.7	2.1
為替レート(円/ドル)	109.6	114.0	106.8	108.3	2.8	5.7
(円/ユーロ)	120.1	122.5	117.0	116.3	3.1	6.2

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 日本の実質GDPの数値は、前回予測は2005暦年連鎖価格。

(出所) 大和総研

◎目次

1. トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？	11
1.1 トランプ大統領決定が日本経済に与える影響を試算	11
1.2 米国経済のサイクルに与える影響	13
1.3 米国の通貨戦略に与える影響	14
1.4 過去の経験則は今回も当てはまるのか？	16
2. 日本経済のメインシナリオ	17
2.1 海外経済に底入れの兆し	17
2.2 国内需要は緩やかながらも回復方向へ	19
3. 論点①：企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果	21
3.1 企業は海外に成長の活路を見出す	21
3.2 企業利益の国内還流に伴う効果を検証する	24
3.3 海外利益の国内還流が個人消費を2.4兆円押し上げ	26
4. 論点②：個人消費はなぜ停滞を続けているのか？	27
4.1 個人消費を停滞させている3つの短期的要因	27
4.2 個人消費の停滞をもたらす中長期的要因	30
5. 論点③：経済統計の改善に必要なものは何か？	34
5.1 経済統計に最も大切なのは「正確性」と「速報性」	34
5.2 家計調査は個人消費を過小推計しているのか？	36
5.3 正確な分析が統計改善に向けた第一歩	39
6. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に	40
6.1 中国経済が抱える問題の全体像	41
6.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるのか？	44
6.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し	45
7. 補論：マクロリスクシミュレーション	47
7.1 円高	47
7.2 原油高騰	48
7.3 世界需要の低下	48
7.4 金利上昇	48
8. 四半期計数表	51

第 191 回日本経済予測（改訂版）

トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

～①海外投資行動、②個人消費、③経済統計の改善を検証～

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

トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

2016年7-9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+1.3%（前回：同+1.1%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）である。先行きの日本経済は、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の実施、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、米国大統領選挙におけるトランプ氏の勝利が、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与えるリスクがある。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。

実質GDP成長率は一次速報から下方修正

2016年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.3%、前期比+0.6%）を下回った。今回の改定は、ややネガティブな結果となったものの、その主因が、在庫の振れと後述する大改定に伴う短期的な下振れの影響だと考えられることから、過度に悲観する必要はないだろう。実質GDPの基調を見ると、日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社の見方を再確認させる内容だと評価できる。

民間設備投資、民間在庫変動、純輸出の下方修正が全体を押し下げ

一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間最終消費支出が上方修正される一方で、民間設備投資、民間在庫変動、純輸出が下方修正され、全体を押し下げた。

民間最終消費支出は、前期比+0.3%（一次速報：同+0.1%）と上方修正された。また、大改定の影響で、2016年に入ってから消費の基調が全体的に上方修正された点が注目される。民間設備投資が前期比▲0.4%（一次速報：同+0.0%）と下方修正された。法人企業統計のデータが反映されたことや、大改定の影響で2016年4-6月期の水準が大きく押し上げられた反動減が出た影響による。なお、中期的な改定状況を確認すると、設備投資の基調は僅かながらも上方修正されたとの評価が妥当である。民間在庫変動は前期比寄与度▲0.3%ptと一次速報（同▲0.1%pt）から下方修正され、市場コンセンサス（同▲0.1%pt）を下回った。形態別の寄与

度を見ると、民間在庫変動の4形態のうち「製品」が下方修正された影響が大きい。また、輸出が下方修正されるとともに、輸入が上方修正された結果、純輸出（輸出－輸入）は下方修正となった。

他の項目については、住宅投資と公的固定資本形成が一次速報から上方修正、政府消費が下方修正となったものの、GDP全体への影響はほとんど見られない。

2016年7-9月期 GDP 二次速報は3つの変更が重なる「大改定」

今回の二次速報は、①第一次年次推計（旧確報）、②基準改定（2005年基準から2011年基準へ移行）、③国民経済計算（SNA）の国際基準の変更（1993SNAから2008SNAへ移行）、という3つの変更が重なる大改定となっている点に注意が必要だ。なお、前回の国際基準の変更（1968SNAから1993SNAへ移行）は2000年に行われた。

今回の結果のポイントとして、（1）設備投資の水準が、「研究・開発（R&D）の資本化」によって大きく増加するとともに、設備投資の中期的な基調が僅かながらも上方修正されたこと、（2）2016年に入ってからの民間最終消費支出の基調が全体的に上方修正されたことが指摘できる。ただし、当社の景気の基調判断、経済見通しへの影響は限定的であった。

需要項目別動向：外需主導だが、消費の底入れも続く

2016年7-9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、民間最終消費支出は前期比+0.3%（一次速報：同+0.1%）と3四半期連続の増加となった。度重なる台風の上陸に伴う悪影響や、初秋の全国的な高気温を背景に季節商品の購入が伸び悩んだ可能性がある中でも、堅調な結果を示している。

住宅投資は前期比+2.6%（一次速報：同+2.3%）と3四半期連続の増加となった。GDPベースの住宅投資に先行する住宅着工戸数は、住宅ローン金利の低下、相続税対策のための貸家建設の増加、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、などの要因を背景として、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、工事の進捗ベースで推計される住宅投資が押し上げられている。

民間企業設備投資は前期比▲0.4%（一次速報：同+0.0%）と2四半期ぶりの減少となり、これまでの増加傾向にやや一服感が見られる。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によってもたらされているため、稼働率の上昇にはつながっていない。加えて、これまでの世界経済の減速や夏場までの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▲0.3%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と2四半期ぶりのマイナス寄与となった。流通に加え、GDP一次速報段階で仮置きされていた仕掛品、原材料もマイナスに寄与したことによる。なお、製品の前期比寄与度はゼロとなった。

公的固定資本形成は前期比+0.1%（一次速報：同▲0.7%）と2四半期連続の増加となったものの、ほぼ横ばい圏での着地となった。2015年度補正予算の前倒し執行がプラスに寄与したとみられるものの、過去の経済対策による公共投資の押し上げ効果剥落の影響が表れたもよう

だ。政府消費は同+0.3%（一次速報：同+0.4%）となり、均してみれば増加傾向が継続している。

輸出は前期比+1.6%（一次速報：同+2.0%）と2四半期ぶりに増加した。財輸出に関して、アジア向け輸出が前四半期に続いて堅調に推移し、米国およびEU向け輸出については持ち直しの動きが見られた。アジア向けでは、新型スマートフォンの発売を前に、ICの輸出数量が拡大基調にあったほか、米国向けでは自動車の輸出数量が振れを伴いつつも底堅く推移した。輸入は、国内需要の停滞を反映して、前期比▲0.4%（一次速報：同▲0.6%）と4四半期連続で減少した。この結果、外需（純輸出）の寄与は同+0.3%pt（一次速報：同+0.5%pt）のプラスとなった。

先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

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点には留意しておく必要がある。外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。米国ではFEDが年内にも利上げを実施する見込みであり、利上げ実施後の米国経済の減速や、利上げに伴う新興国からの資金流出などが危惧される。また、トランプ氏の政策次第では、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きに警戒する必要があるだろう。

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、当面は、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も個人消費の追い風となる。一方、トランプ氏の大統領選勝利後に大幅な円安と素材価格の上昇が進み、OPEC総会での減産合意を受けて原油価格が上昇に転じたことなどから、消費者物価が緩やかな上昇基調へと転じる可能性が生じている。足下の生鮮食品の値上がりに加えて、輸入製品を中心に消費者物価が上昇することになれば、家計が節約志向を一層強めるリスクがある点に注意したい。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、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を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めると予想している。

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、依然として力強さを欠く内需や夏場までの円高などを背景に、製造業を中心として企業収益に頭打ち感が見られており、企業が設備投資に対する慎重姿勢を維持している点には注意が必要だ。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。経済対策が盛り込まれた第2次補正予算が成立したことを受け、今後徐々に公共投資が押し上げられる見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果等を背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は底堅く推移するとみている。一方、米国では企業収益の伸びが低位にとどまっているほか、アジアでは鉄鋼業などを中心に過剰設備の調整が必要とされており、資本財や素材については輸出の不振が継続する公算が大きい。

論点①：企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果

日本経済の潜在成長率と期待成長率が低水準にとどまる中、企業は海外展開に成長の活路を見出している。国内法人と海外現地法人の投資行動を分析すると、合理的な戦略の下、国内の設備投資を絞り、アジアや北米に資源を振り向けていることが分かる。また、足下では実質 GDP と実質 GNI の乖離が大きくなっている。これは、交易条件の改善に加えて、企業の海外投資の進展に伴い海外現地法人からの所得が国内に還流していることによるものである。2015 年度の実績値に基づくと、海外利益の国内還流による押し上げ効果は、雇用者報酬が 3.2 兆円、名目個人消費が 2.4 兆円程度と試算される。

論点②：個人消費はなぜ低迷を続けているのか？

2014 年の消費税増税から 2 年半が経過したが、依然として個人消費は停滞を続けている。短期的要因として、年金特例の解消や可処分所得の伸び悩み、過去の景気対策の反動などが個人消費の重石になっていたと考えられ、2012～14 年度までの個人消費を合計 1.3%pt 程度下押しした。一方、今後は節約志向の強まりや将来不安の高まり、若年層の雇用、といった構造的な問題が、中長期的に個人消費の重石となろう。政府には、持続可能な社会保障制度の構築や「同一労働・同一賃金の原則」の導入に向けた取り組みを加速させていくことなどが期待される。

論点③：経済統計の改善に必要なものは何か？

諸外国と比較した場合、日本の統計は「正確性」、「速報性」という二つの要素で見劣りする。潜在成長率が低下している日本では、まずは「正確性」の向上を目指すべきだ。具体的な統計の改善方法を検討するため、家計調査を用いた分析を行った。「財」では振れの大きい項目を適切な統計に入れ替えることで、過小推計を解消することができる。一方、「サービス」では家計調査を補完する数値を用いても供給側の数値よりも弱い状況が続く。GDP の過小推計につながっている可能性もあるため、周辺統計の丁寧な検証が必要だ。今後はこうした詳細な分析を通じて問題点を明らかにし、用途に応じた対応策を考えることが求められる。

日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国の EU 離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の 5 点に留意が必要だ。このうち②について、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、現在の金融政策を当面維持する見通しである。2016年9月に導入した新たな金融政策の枠組みの下、デフレとの長期戦を見据えて、インフレ目標の柔軟化などが課題となる。

1. トランプ・ショックで日本経済に何が起きるのか？

2016年11月8日（米国時間）、米国で大統領選挙および議会選挙が実施され、即日開票された。大統領選挙では、事前の予想を裏切る形で、共和党候補のドナルド・トランプ氏が勝利した。同氏は、これまでの大統領選挙において、TPPへの反対を強調したほか、他国の通貨安を牽制するなど、内向き志向の政策を掲げていた。このため、とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。

1.1 トランプ大統領決定が日本経済に与える影響を試算

トランプ氏の勝利は、主に①円高、②株安、③世界経済の減速、という波及経路を通じて日本経済に負の影響を与えるリスクがある。①世界経済とグローバル金融市場の先行き不透明感が強まり、リスク回避的な円買いが起きることが想定される。円高は、日本の輸出減少や、輸出関連企業の収益悪化などを通じて、日本経済を下押しすることとなる。また、②株安は消費者マインドを冷やすことで個人消費を縮小させる要因となる。さらに、③米国で内向き志向が強まり世界経済が減速した場合、日本からの輸出も低迷してGDPを減少させることとなる。

図表 1 は、当社の短期マクロモデルを利用した、トランプ大統領決定が日本経済に与える影響の試算値である。想定したのは、①米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下（世界の実質GDPの水準が▲0.2%低下）したケース、②リーマン・ショック級を想定（世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下）したケースであり、それぞれのケースにおいてドル円の増価率およびTOPIX騰落率の前提を置き、試算した。

試算結果によると、仮にドル円相場が15%増価、TOPIXが20%下落した場合、①米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下したケースでは、日本の実質GDPはベンチマークと比較して0.71%程度押し下げられることとなる。一方、②リーマン・ショック級の影響を想定したケースでは、日本の実質GDPは同1.12%程度押し下げられるとの結果が得られた。

ただし、トランプ氏の勝利の報道を受けて、2016年11月9日の東京株式市場では日経平均株価が急落したが、翌日にはその下落分を取り戻したことなどを考慮すると、トランプ・ショックが日本経済に与える影響は、現時点では限定的であるとみることができよう。

図表1：トランプ大統領決定が日本経済に与える影響の試算

ケース①：米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.37%	▲0.42%	▲0.48%	▲0.54%	▲0.60%
	10%	▲0.47%	▲0.53%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.70%
	15%	▲0.59%	▲0.65%	▲0.71%	▲0.76%	▲0.82%
	20%	▲0.72%	▲0.78%	▲0.84%	▲0.89%	▲0.95%
	25%	▲0.86%	▲0.92%	▲0.98%	▲1.04%	▲1.10%

ケース②：リーマン・ショック級の影響を想定したケース

		TOPIX騰落率				
		▲10%	▲15%	▲20%	▲25%	▲30%
ドル円増価率	5%	▲0.96%	▲0.99%	▲1.02%	▲1.05%	▲1.08%
	10%	▲1.01%	▲1.04%	▲1.07%	▲1.10%	▲1.13%
	15%	▲1.06%	▲1.09%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%
	20%	▲1.12%	▲1.15%	▲1.18%	▲1.21%	▲1.24%
	25%	▲1.19%	▲1.22%	▲1.25%	▲1.28%	▲1.31%

(注1) 図表内の数値は、ベンチマークと比較した日本の実質GDPの押し下げ幅（発生後4四半期の平均値）。

(注2) ケース①は米国の実質GDPの水準が▲1.0%低下（世界の実質GDPの水準が▲0.2%低下）したケース、ケース②はリーマン・ショック級の影響を想定（世界の実質GDPの水準が▲1.3%低下）したケース

(注3) 赤枠線内は、各金融市場において、リーマン・ショック直後（2008年10-12月期、14%の円高（対ドル）、TOPIXが21%下落）相当の影響があったケースの想定。

(出所) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション

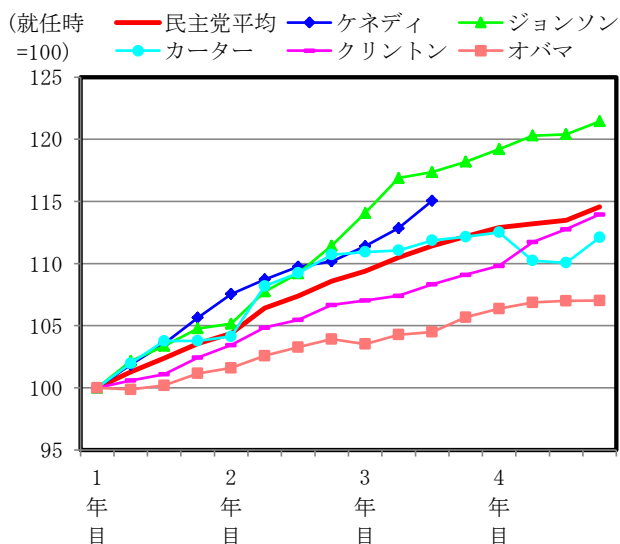
1.2 米国経済のサイクルに与える影響

次に、前頁で示した試算の前提の妥当性を検証するため、過去の米国の政権と経済の関係について考察していくこととする。

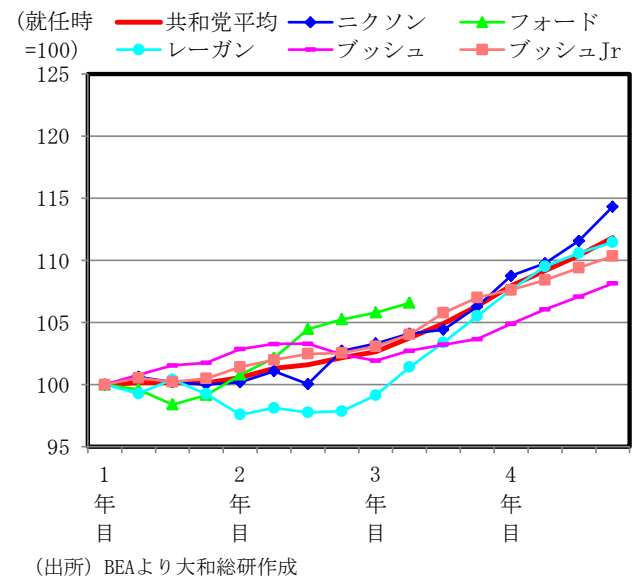
図表 2 は民主党政権時代、**図表 3** が共和党政権時代の実質 GDP の推移を示したものだ。「民主党政権時代は安定して右肩上がり」である一方で、「共和党政権時代は最初の2年程度はやや苦しいが、3年目から大きく盛り返してくる」という経験則が顕著に表れている。この背景として、党是の違いが端緒となり、異なる景気サイクルが発生している可能性が指摘できる。

すなわち、「民主党は大きな政府による歳出拡張路線を志向し、景気は安定的に拡大」する（＝景気敏感業種が優位な展開が続く）一方、「共和党は小さな政府による構造改革を優先するため、当初の景気は苦しい－けれども構造改革が結実し数年後に生産性が大きく向上する（＝成長産業優位と景気敏感業種劣位の展開が続く）」というサイクルが存在してきたということだ。

図表 2：民主党政権時代の経済成長経路



図表 3：共和党政権時代の経済成長経路



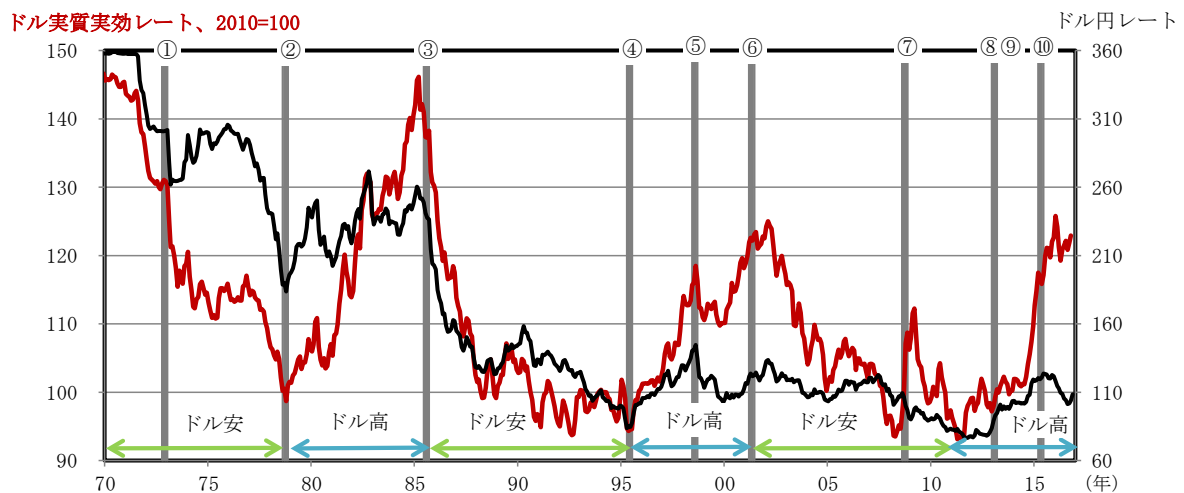
1.3 米国の通貨戦略に与える影響

そして、この政治的ビジネスサイクルはドルの通貨戦略にも当てはまる。**図表 4** に示すように、変動相場制に移行してから 40 年以上もの間、赤い折れ線で示したドルの実質実効レートは見事に 8 年、ないしは 4 年のサイクルを描いている。

これは次項に示すような政治的サイクルに起因するものである。まず、ドル高政策は、財政赤字の拡張に伴うインフレの高進と同時に志向される傾向が強い。これは、インフレを抑制する目的で金利上昇・ドル高が進展しやすいことに加え、財政ファイナンスを国外に頼っている米国において、利払い費を抑制する上でドル高を許容するインセンティブが発生することに起因している。

他方、ドル高が行き過ぎると企業を苦しめ、政治的な反動が発生する。その結果、財政政策・金融政策の方針転換と並行して通貨戦略が転換されるケースが、過去 40 年以上も確認されてきた。

図表 4：米国の通貨戦略と為替相場のサイクル



年月	出来事
① 73. 3	変動相場制へ移行
② 78. 11	米国カーター大統領「ドル防衛策」
③ 85. 9	プラザ合意「ドル安」政策を採用
④ 95. 4	ワシントンG7→7月日米協調介入、11月米国ドル買い介入
⑤ 98. 6	日米協調円買いドル売り介入
⑥ 01. 3	日銀による量的緩和開始 (-06. 3)、日本政府による円売り介入 (01-02)
⑦ 08. 9	リーマン・ショック→米国QE (08. 11-10. 6)、QE2 (10. 11-11. 6)、QE3 (12. 9-13. 12)
⑧ 12. 12	日本、安倍政権誕生→量的・質的金融緩和 (13. 4)、追加緩和 (14. 10)
⑨ 13. 5	バーナンキショック→12月、テーパリング開始
⑩ 15. 3	ECBによる量的緩和開始

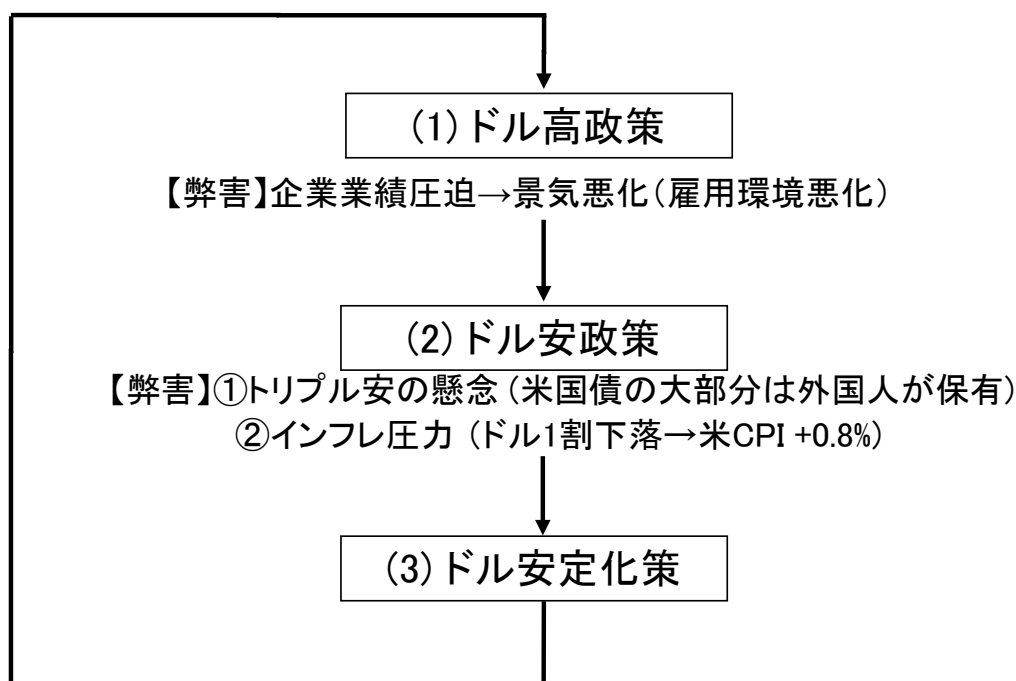
(出所) FRB、BIS、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

こうした政治的サイクルを踏まえつつ、これまでの状況を確認すると、2015年までのドル高進展の後、2016年初から「ドル安志向」に通貨戦略が転換しているようにも見える。この現象の背景にあるのは、結局のところ、ドル高で職が劣化した中間層の不満が予想外に強すぎ、想定してきたよりも遥かにトランプ氏が強かったため、民主党としても「これ以上失点するわけにいかない（これ以上トランプ氏に塩を送るわけにいかない）」状況に追い込まれてしまったのだろうと推察される。

事実、ルー財務長官は今年に入ってから突然思い出したかのように為替に対して神経質な発言を繰り返すようになり、2016年2月以降のG20では必ず「通貨の競争的な切り下げ」を牽制する声明文が追加されるようになった。さらに極め付きは、4月の為替報告書の中で日本が「為替操作国」の可能性のある監視リストに入れられてしまったことであり、10月の為替報告書でも監視リストから外されることはなかった。

今回の大統領選挙・議会選挙の結果を踏まえると、ドル安政策が取られる可能性に注意が必要だ。ただし、今後の先行きを考える上で重要なポイントは、トランプ新政権の「財政政策」が「大きな政府」路線に向かうのか、それとも「小さな政府」路線に向かうのかに依存していると言える。

図表5：米国通貨戦略の決定要因



(出所)大和総研作成

1.4 過去の経験則は今回も当てはまるのか？

以上の議論を踏まえた上で、トランプ氏の選挙公約を確認すると、法人税引き下げ、所得税簡素化・引き下げ、債務上限重視など「小さな政府」路線の政策と、インフラ投資拡充など、「大きな政府」路線の政策が混在していることが分かる（**図表 6**）。実際、同氏のこれまでの発言を確認しても一貫性が見られず、選挙公約どうしが矛盾し合っている。このため、中長期的には、政策の不透明性が高まる中で、金融市場も実体経済もリスク回避的な動きが広まりやすくなると考えられる。

今後の焦点は、同氏が、「小さな政府」路線と「大きな政府」路線のうち、いずれの政策へシフトしてくるかということになる。ただし、同日に開票された議会選挙においても共和党が勝利したことから、今のところ前者寄りの政策を打ち出していく公算が大きいのではないだろうか。

図表 6：大統領候補者別 政策比較一覧

	民主党 ヒラリー・クリントン	共和党 ドナルド・トランプ	従来の共和党
貿易政策	TPP反対（見直し要請）	TPP反対	自由貿易
年金・医療保険 （オバマケア）	拡充	オバマケア廃止 メディケイドは州に裁量を付与	削減
財政政策	インフラ投資拡充 法人租税回避抑制 富裕層への所得課税強化 -	インフラ投資拡充 法人税引き下げ 所得税簡素化・引き下げ 債務上限重視	歳出削減 （小さな政府）
雇用関連政策	最低賃金引き上げ	-	
金融政策	-	緩和	-
金融規制	規制強化	ドッド・フランク法の廃止	緩和
外交政策	同盟関係重視	不干渉、内向的	
移民政策	寛容	不寛容	

（出所）各種資料より大和総研作成

2. 日本経済のメインシナリオ

2.1 海外経済に底入れの兆し

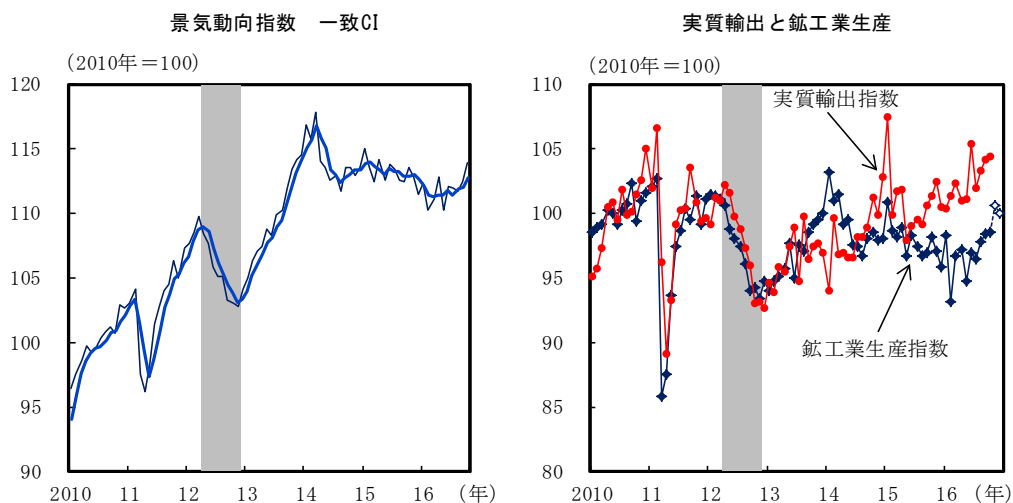
日本経済は「踊り場」脱却の可能性

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 7** 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を中心とした海外経済の底入れ観測、が挙げられる。このうち③については、後述するように、当面慎重にみておく必要がある。また、2016 年 11 月 8 日に即日開票された米国大統領選挙において、当初は劣勢とみられていた共和党のドナルド・トランプ氏が勝利した点についても注視しておく必要がある。同氏は選挙戦の中で、他国の通貨安を牽制するなど、内向き志向の政策を掲げていたためである。とりわけ中長期的には、同氏の勝利を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、グローバルな金融市場において、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きが生じる可能性もあるだろう。

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。外需については米国・中国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経済対策の実施、などの要因が下支え役となろう。強弱材料が入り交じる状況下で、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 7：一致 CI、実質輸出と鉱工業生産



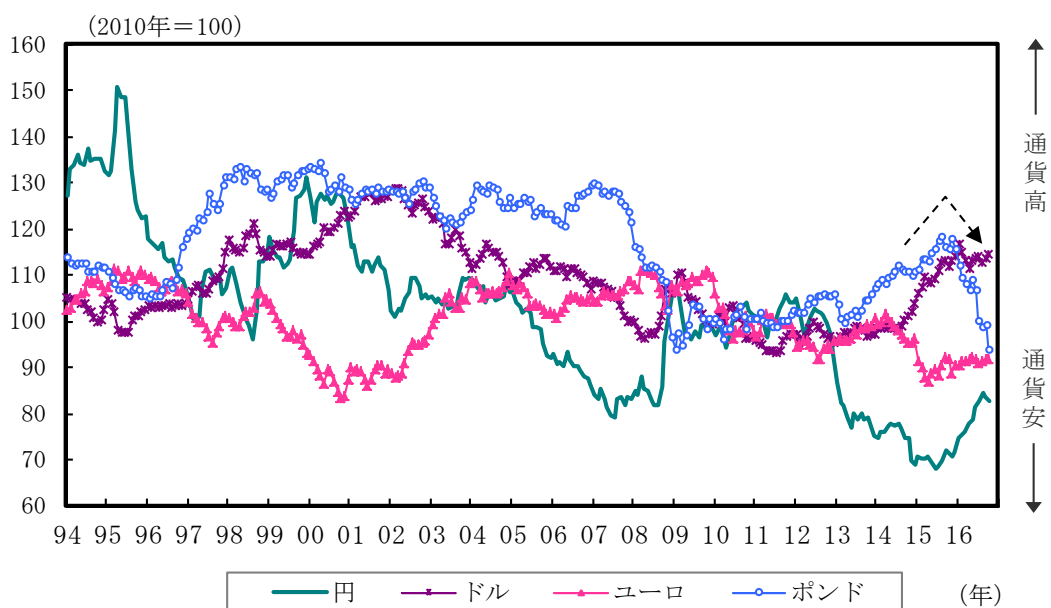
(注) シェードは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。
 鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。
 (出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

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8**）。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み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。

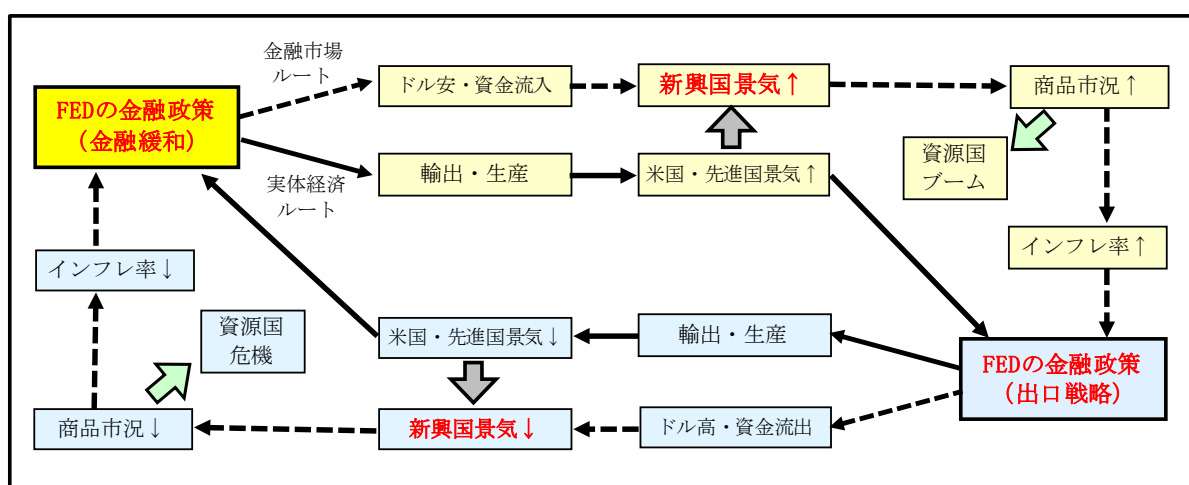
図表9で示したFEDを中心とする世界経済のサイクルに基づくと、ドル安進行には、新興国経済の回復などを通じて、世界経済を下支えする効果が見込まれる。実際、ドル安に転じて以降、新興国の株価が上昇に転じるなど、新興国景気が持ち直すとの期待感が強まっている。

図表8：実質実効為替 Broad（月次）



(出所) BIS統計より大和総研作成

図表9：FEDを中心とする世界経済のサイクル



(出所) 大和総研作成

2.2 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

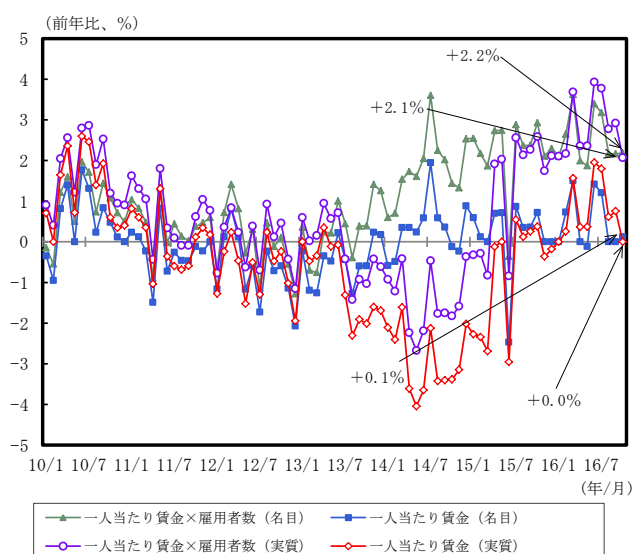
本節では、今後の国内需要の先行きについて考察したい。まず個人消費については、賃金が増加基調に転じていることが下支え要因となり、緩やかながらも増加が続くと考えられる。

図表 10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。消費税増税に伴う物価上昇の影響により 2014 年度は大幅な低下が続いたものの、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（実質）」を見ると、足下では前年比+2%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、2014 年後半以降上昇傾向にあり、現在の水準は 2012 年 12 月の第 2 次安倍政権の成立時を上回っている（**図表 11**）。

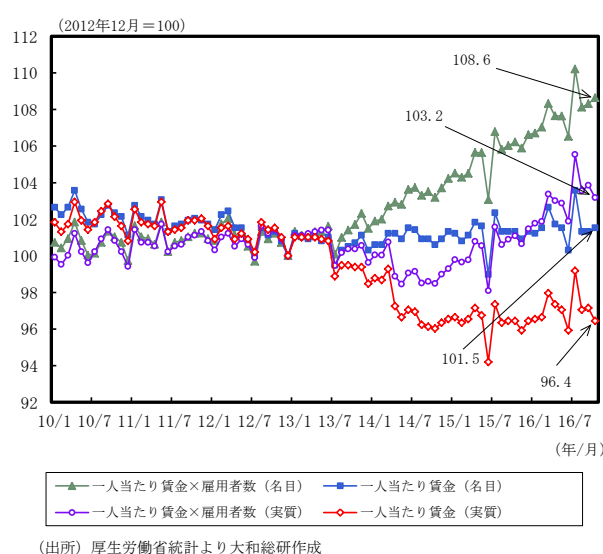
先行きの雇用・所得環境を展望すると、企業の労働需要が依然として旺盛であることから、雇用者数の増加基調は維持される公算が大きい。加えて、労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。さらに、前年比で見た原油安と円高の進行が物価を当面下押しする見込みであり、この結果、実質賃金には上昇圧力がかかるとみている。こうしたマクロ的な所得環境の改善により、今後の個人消費は一定程度下支えされると見込まれる（なお、個人消費に関する詳細な分析については、「第 4 章 論点②:個人消費はなぜ停滞を続けているのか?」を参照されたい）。

図表 10：一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 11：一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

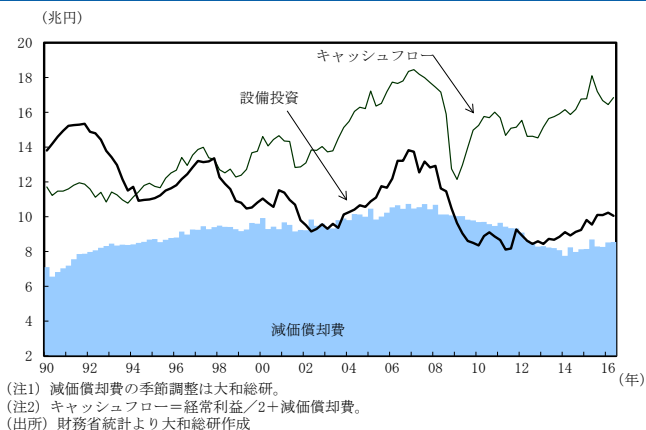
設備投資の先行きと収益構造に見られる課題

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 12** 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。

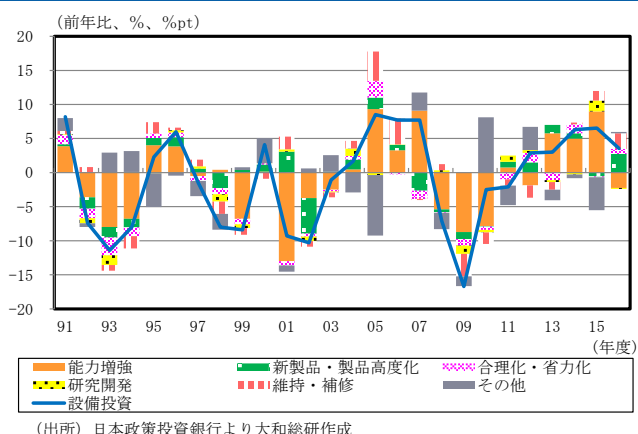
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2016 年度は、「新製品・製品高度化」、「維持・補修」のプラス寄与が目立っている（**図表 13**）。企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、これらの分野で投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。また、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的とする製品開発投資なども期待される。

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。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。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」するか否かを占う上では、「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 12：設備投資とキャッシュフロー



図表 13：投資動機による設備投資の要因分解(全産業)



3. 論点①：企業の海外投資行動に見られる特徴と国内への波及効果

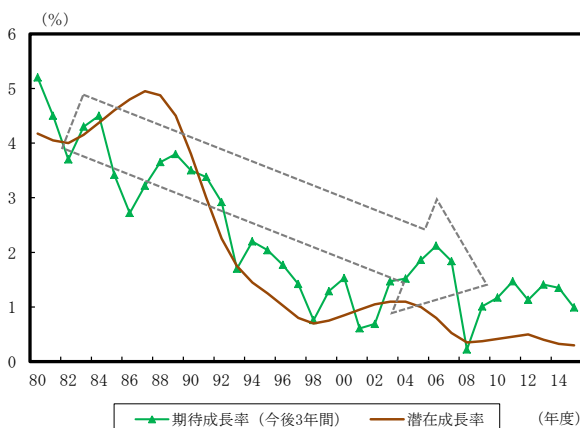
3.1 企業は海外に成長の活路を見出す

企業が海外展開を進める背景

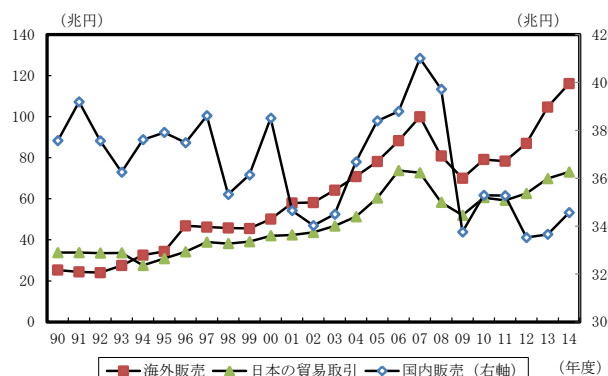
90年代以降、日本経済の成長率が低水準にとどまる中（**図表 14**）、企業は海外展開に成長の活路を見出している。**図表 15**は、製造業における売上高を「国内販売」「（第三国を含めた）海外販売」「日本の貿易取引（日本の輸出と海外現法からの輸入の合計額）」に分けたものであるが、国内販売が緩やかな減少傾向にある一方で、海外現地販売が拡大傾向をたどっている。国内・海外売上高合計に占める割合（2014年度）は、国内販売が65%、海外現地販売が22%、日本との貿易取引が14%となっている。企業の海外展開は、日本市場に向けた生産拠点というよりも、現地で作って現地や周辺国で販売する「地産地消」の意味合いが強いと言えよう。

この背景には、当然のことながら、日本経済と比べて海外経済の成長率が高いことがある。**図表 16**は、日本GDPに対する海外GDPの比率（海外GDP÷日本GDP）を名目値と購買力平価ベースで示したものであるが、日本経済の低成長と海外経済の高成長によって、90年代以降は比率の上昇傾向が続いている。この傾向は今後も継続することが予想され、日本企業は海外事業のウエイトをより一層引き上げていくことになるだろう。

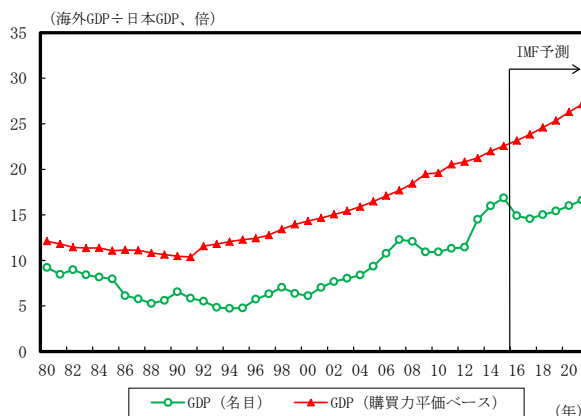
図表 14：期待成長率と潜在成長率



図表 15：製造業における国内・海外売上高の内訳



図表 16：海外GDP vs. 日本GDP



企業はどこで稼いでいるのか？

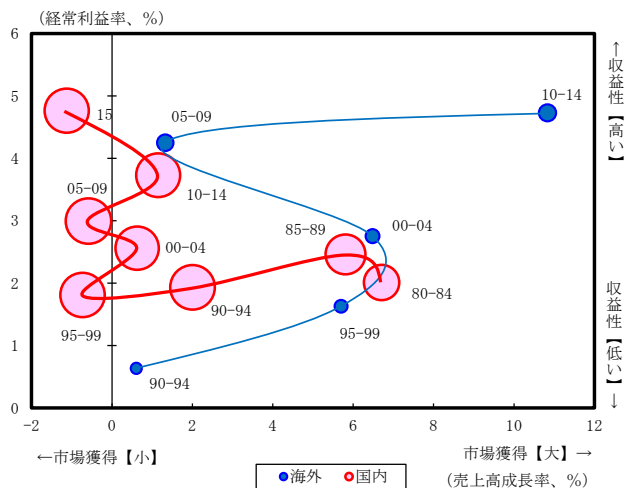
図表 17 は、国内法人と日本企業の海外現地法人のそれぞれについて、横軸に「売上高成長率」、縦軸に「経常利益率」を取ったものである。国内法人については、バブル崩壊以降に売上高の拡大ペースが大きく鈍化し、その後も成長ペースの回復は見られないものの、経常利益率が上昇しており収益性を高めていることが分かる。一方、海外現地法人については、2000年代以降、売上高成長率と経常利益率の両方で、常に国内法人を上回っており、高成長・高収益の事業基盤を確立している。

個別企業の経営計画においても、少子高齢化によって縮小する国内事業の収益性を高めると同時に、海外事業を成長ドライバーとして位置付けている企業が多数存在しており、その点はこのグラフからも確認できよう。

図表 18 は、海外事業の売上高成長率と経常利益率を地域別に示したものである。欧米と比べてアジア地域の成長性と収益性が高く、売上の割合も最も大きいことが確認できる。この要因としては、様々な業種でアジア市場が急激に拡大していることに加えて、文化的な親和性や物理的な距離の近さが海外進出の成功にプラスに作用していると考えられる。一方、収益性の向上こそ図られているものの、欧米の利益率水準は国内より必ずしも優れているわけではない。

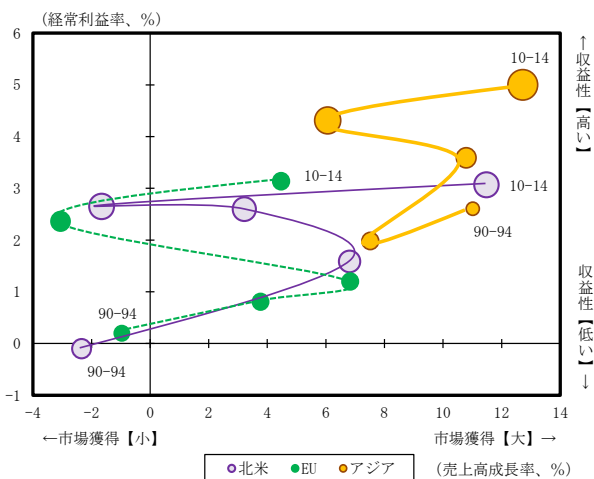
なお、海外事業のリスク要因は売上ボラティリティの高さであり、**図表 17** を見ると、海外事業の売上高成長率は乱高下しながら推移している。円換算した売上高は、為替変動によって大きく変動する可能性があり、加えて世界経済の不安定性が高まるときに円高が進行しやすいことも考慮すると、リーマン・ショックのような世界的な景気減速時には売上高成長率は大きく落ち込むことになるためだ。また、国内には大きな成長を見込めないながらも成熟市場として安定的な収益基盤があるのに対して、海外では相対的な市場シェアが必ずしも高くないので、事業の不確実性が大きいと考えられる。

図表 17：国内・海外における売上高成長率と経常利益率の推移



(注1) 経常利益率、売上高成長率は期間平均。
(注2) 丸の大きさは、売上高。
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

図表 18：欧米アジアにおける売上高成長率と経常利益率



(注1) 経常利益率、売上高成長率は期間平均。
(注2) 丸の大きさは、売上高。
(出所) 財務省、経済産業省統計より大和総研作成

日本企業の投資ポートフォリオ

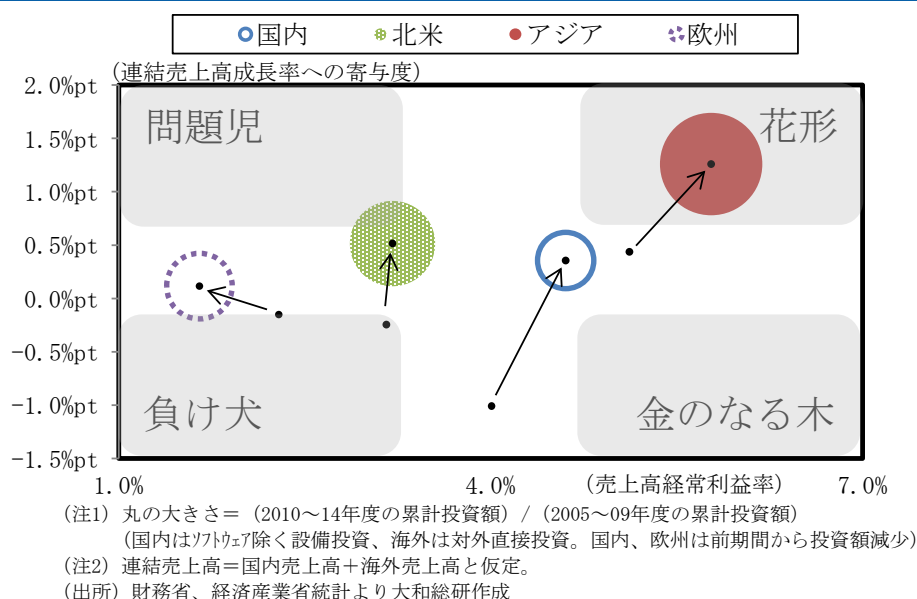
ここまで海外事業の成長性と収益性を見てきたが、国内と海外を合計した連結経営の視点で捉えた場合、日本企業はいかなる投資行動を取っているのだろうか。

図表 19 は、製造業における売上高経常利益率と連結売上高成長率への寄与度について、2005～09年度と2010～14年度の期間平均値を示したものである。これは「BCGマトリクス」という経営分析のフレームワークであり、収益率が高く市場成長も望める事業は「花形」、高収益率であるが市場成長が望みにくい事業は「金のなる木」、収益率は低いが市場成長が望める事業は「問題児」、低収益率で市場成長が望みにくい事業は「負け犬」と呼ばれる。また、色のついた丸の大きさは2005～09年度から2010～14年度にかけての投資増加率であり、丸が大きい地域ほど企業が重点的に資源を配分してきたことを意味する。

まず明らかなのは、高成長・高収益の花形事業であるアジアに対して企業が重点的に投資を行う一方で、国内への投資を縮小させていることである。2010～14年度において国内の売上高成長率はプラスであるものの、長期的に市場が縮小していくのは不可避であり、国内で稼いだ収益をアジアに振り向けていくことが合理的な企業行動と言えよう。売上減少とコーポレートガバナンス・コードなどによる収益性向上への取り組みが同時に加速していくことを考えれば、今後も国内は「金のなる木」としての側面を強めていこう。生産機能としての設備投資が力強さを欠く中で、企業が研究開発投資やM&Aを増加させていることとも、この点は整合的といえる。

アジアに次いで北米における投資も拡大している。中国経済の減速懸念に加えて、トランプ大統領誕生により米国経済の先行きが注目される中、日本企業にとっては、北米における収益性を高めて「花形」事業に近づけることが期待される。また、リーマン・ショック以降、債務危機などにより低成長が続く欧州においては、日本企業も苦戦を強いられており、投資を縮小させている。

図表 19：（製造業）地域別の収益率・売上高成長率・投資増加率の推移（FY05～09→FY10～14）



3.2 企業利益の国内還流に伴う効果を検証する

実質 GDP に比べて堅調な推移を示す実質 GNI

ここまで見てきた企業の海外投資の効果をマクロ経済の視点から検証することにしよう。最初に、国内で生み出された実質 GDP（国内総生産）と、それに對外取引などを加えた実質 GNI（国民総所得）の動向を比較してみたい（**図表 20**）。ここでは、「実質 GNI = 実質 GDP + 交易利得・損失 + 海外からの所得の純受取（実質）」という関係が成立している。なお、交易利得・損失とは、輸出物価と輸入物価の相対価格を示す交易条件の変化に伴う実質所得の増減のことである。

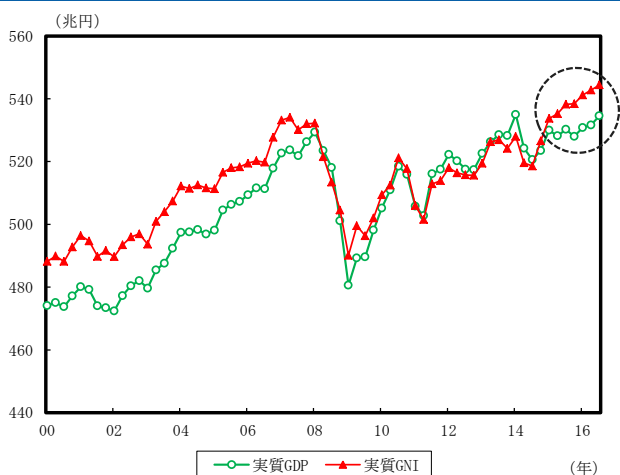
実質 GDP の推移を確認すると、日本経済が「踊り場」局面入りした 2015 年半ば以降、内需を中心に総じて冴えない推移が続いている。これは、家計の節約志向や企業の慎重姿勢を背景に、消費と投資の回復が力強さを欠いていることによるものである。他方で、実質 GNI は堅調な推移が続いており、この結果、足下で両者の乖離が大きくなっている。

ここで、2012 年末以降の実質 GNI の累積変化を寄与度分解することにより、両者に乖離が生じている背景を整理してみたい（**図表 21**）。まず、実質 GDP 要因の推移を確認しておく、アベノミクス開始後の景気回復を受けて押し上げに寄与している。ただし、2015 年に日本経済が「踊り場」局面入りした結果、この要因も横ばい圏での推移に転じている。

次に、交易利得・損失要因は、資源価格の上昇を背景に 2014 年前半まではマイナス幅が拡大していた。しかし、2014 年の夏場以降に原油を中心とする資源価格が大きく下落し、輸入物価が大幅に低下すると、日本の交易条件が大きく改善して徐々にプラス方向へと転換した。足下では、大きなプラス寄与を示しており、実質 GDP と実質 GNI の乖離につながっている。

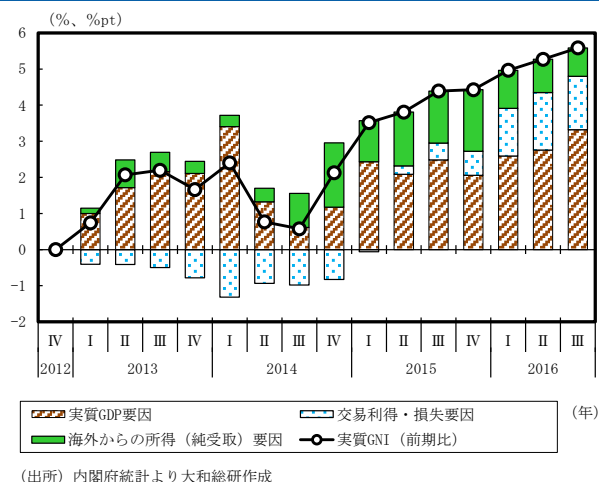
また、海外からの所得（純受取）要因は、振れを伴いつつ継続的にプラスに作用していることが確認できる。この背景としては、企業の海外投資の進展に伴い、海外現地法人からの所得が国内還流していることが挙げられる。ただし、2015 年末以降の円高進行を受けて、円ベースの所得受取額が鈍化しており、足下でプラス寄与が縮小している点には留意が必要だ。

図表 20：実質 GDP と実質 GNI



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表 21：実質 GNI 変化率の累積寄与度



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

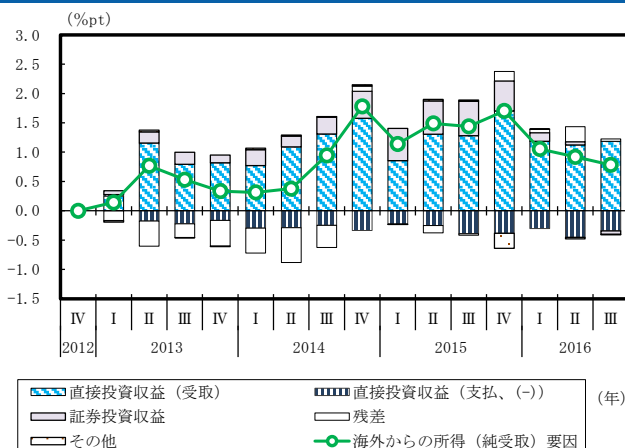
企業の直接投資収益が実質 GNI を押し上げ

ここからは、企業の海外投資に伴う収益構造を分析することにしよう。海外からの所得（純受取）要因の内訳を見ると、直接投資収益の受取が大きく押し上げに寄与していることが分かる（**図表 22**）。これは、日本企業による海外現地法人設立や現地企業の買収などに伴い、企業の海外利益と利益率が拡大していることや、円安効果を反映したものである。

直接投資収益（受取）要因の内訳を確認すると、2012 年秋以降の円安進行を背景に直接投資残高要因（うち為替変動）の押し上げ寄与が大きい（**図表 23**）。2015 年末以降の円高進行を受けて、この要因のプラス寄与が縮小傾向に転じている点には注意が必要であるものの、依然として大きなウェイトを占めている。また、収益率要因も振れを伴いながらもプラスに寄与しており、企業の「稼ぐ力」が海外で高まっている様子がうかがえる。

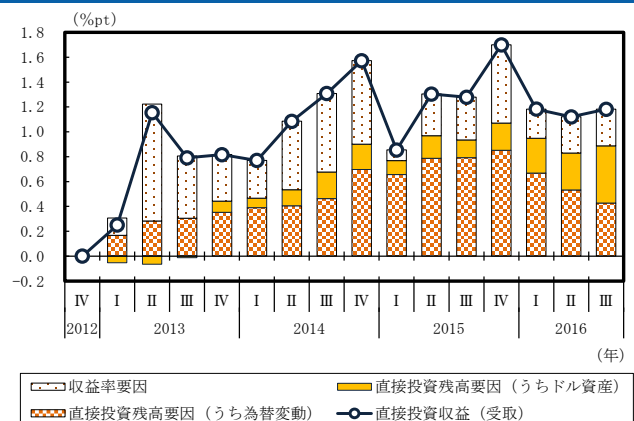
加えて、企業の海外投資の進展を背景に、直接投資残高要因（うちドル資産）のプラス寄与が着実に増加している点が注目される。前述したように、日本企業は、期待成長率や潜在成長率の停滞などを背景に国内での設備投資に対して慎重姿勢を維持しており、名目設備投資対 GDP 比も横ばい圏で推移している（**図表 24**）。しかし、企業の海外展開を受けて対外直接投資対 GDP 比は上昇しており、このことが直接投資収益（受取）の増加につながっている。

図表 22：海外からの所得（純受取）要因の内訳



(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

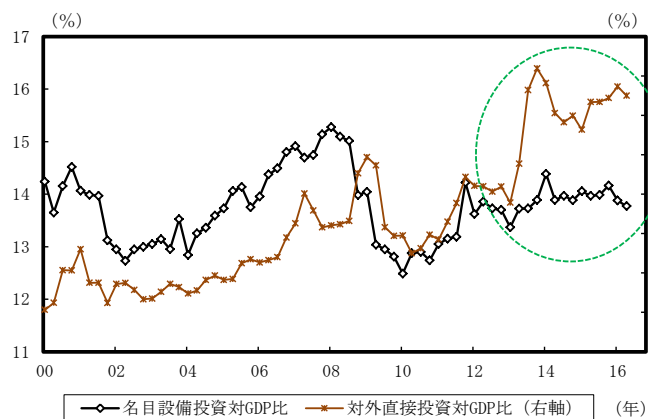
図表 23：直接投資収益（受取）要因の内訳



(注) 近似誤差は各要因の比率で按分。

(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 24：名目設備投資・対外直接投資対 GDP 比



(注) 対外直接投資は大和総研による季節調整値、3MA。

(出所) 内閣府、財務省、日本銀行統計より大和総研作成

3.3 海外利益の国内還流が個人消費を 2.4 兆円押し上げ

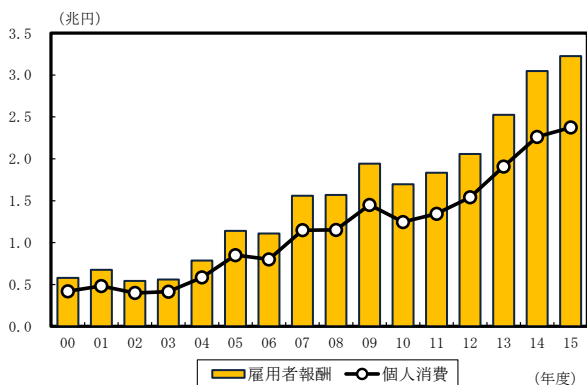
実質 GNI と実質 GDP は両者が相互に依存しており、企業の海外投資に伴う収益拡大によって実質 GNI が増加し、その利益を国内に還流させることで実質 GDP を押し上げる効果が期待される。具体的な波及経路としては、①海外利益の国内還流分を労働者に分配することを通じて雇用者報酬が増加する、②雇用者報酬の増加を受けて個人消費が押し上げられる、という 2 段階の経路が指摘できる。

ここで、海外利益の国内還流による雇用者報酬と個人消費の押し上げ効果を試算しておきたい。具体的には、海外利益の還流を示す「配当金・配当済支店収益（受取）」に、労働者に対する利益配分割合である「労働分配率」を乗じることで、雇用者報酬の押し上げ効果が試算できる。そして、この値に、家計の所得に対する消費の割合を示す「平均消費性向」を乗じることによって、消費の押し上げ効果が得られる。

図表 25 が、雇用者報酬と個人消費の押し上げ効果の推移を示したものである。企業の海外投資の増加に伴い、両者とも 2000 年代半ば以降に増加基調となり、その後 2008 年のリーマン・ショック後に一旦鈍化したものの、2013 年度以降は再び増加ペースが速まっている。2015 年度の実績値に基づく、海外利益の国内還流による押し上げ効果は、雇用者報酬が 3.2 兆円、名目個人消費が 2.4 兆円程度と試算される。結果については、幅を持ってみる必要があるものの、企業の海外投資の増加が国内経済に対してもプラスに作用していると評価できよう。

ただし、この効果については、企業の利益配分方針と家計の消費行動に依存する点に留意が必要である。例えば、企業の慎重姿勢によって労働者の賃上げが進まない場合や、家計の節約志向で個人消費が低迷する場合には、押し上げ効果が減殺されることになる。そこで、2015 年度の複数のシナリオを示したのが **図表 26** である。この図表からも分かるように、基本シナリオに比べて労働分配率と平均消費性向がかなり低い場合でも、個人消費を一定程度押し上げる効果が期待される。

図表 25：海外利益還流による押し上げ効果



(注1) 雇用者報酬の押し上げ効果は、「配当金・配当済支店収益（受取）」に1億円以上規模の企業の労働分配率を乗じたもの。ただし、ここでは母母に、営業外収益を加算して修正している。

修正労働分配率＝人件費÷（付加価値＋営業外収益）。

(注2) 個人消費の押し上げ効果は、雇用者報酬の押し上げ効果に平均消費性向（勤労者世帯、農林漁家含む）を乗じたもの。

(出所) 財務省、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 26：海外利益還流による消費押し上げ効果の複数シナリオ（2015年度、兆円）

		修正労働分配率 (%)								
		44	46	48	50	52	54	56	58	60
平均消費性向 (%)	66	1.81	1.89	1.97	2.06	2.14	2.22	2.30	2.38	2.47
	68	1.86	1.95	2.03	2.12	2.20	2.29	2.37	2.46	2.54
	70	1.92	2.01	2.09	2.18	2.27	2.35	2.44	2.53	2.62
	72	1.97	2.06	2.15	2.24	2.33	2.42	2.51	2.60	2.69
	74	2.03	2.12	2.21	2.30	2.40	2.49	2.58	2.67	2.77
	76	2.08	2.18	2.27	2.37	2.46	2.56	2.65	2.75	2.84
	78	2.14	2.23	2.33	2.43	2.53	2.62	2.72	2.82	2.91
	80	2.19	2.29	2.39	2.49	2.59	2.69	2.79	2.89	2.99
	82	2.25	2.35	2.45	2.55	2.66	2.76	2.86	2.96	3.06

(注) 赤で囲んだ箇所が2015年度の実績値に基づく基本シナリオ。

(出所) 財務省、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

4. 論点②：個人消費はなぜ停滞を続けているのか？

消費税増税の影響は「代替効果」（増税前の駆け込みとその反動）を発生させ、実質所得の低下を通じた「所得効果」により消費の減衰を招く。結果的に、所得増などアベノミクスによる成長の果実を受け取った家計の消費者マインドは冷え込んでしまった。このように、第2次安倍政権発足以降、堅調に推移していた日本の個人消費の歯車が狂う契機となったのが、2014年4月に実施された消費税増税であったとの見方に異論を唱える向きは少ない。

しかし、消費税増税から2年半以上経った現在でも個人消費は勢いを欠いたままだ。依然として個人消費の持ち直しの動きが緩慢なのはなぜだろうか。本章では、足下の個人消費が勢いを欠く要因を明らかにし、個人消費の拡大に向けた課題について考察していく。

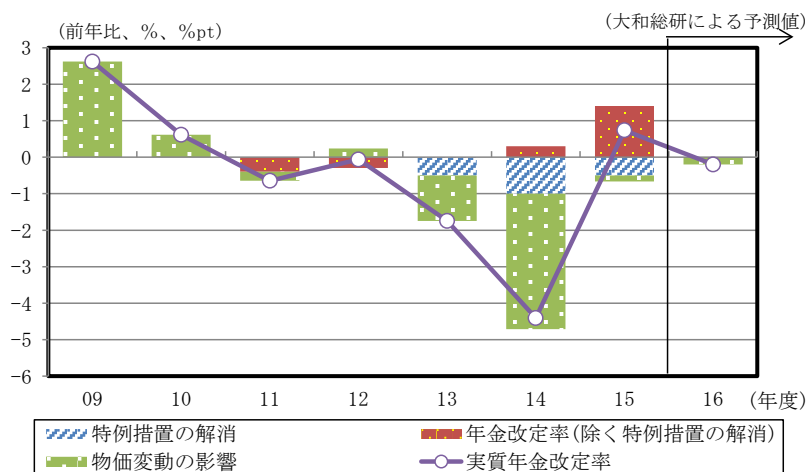
4.1 個人消費を停滞させている3つの短期的要因

年金の「特例水準の解消」による非勤労者所得の減少

個人消費に停滞感をもたらしている要因は、短期的要因と中長期的要因に大別することが可能だ。中長期的要因については後述するが、短期的要因としては、①年金の特例解消、②可処分所得の伸び悩み、③過去の景気対策の反動、の3つが挙げられる。

最初に、一つ目の要因として挙げた「①年金の特例解消」からその背景を考察していくこととしよう。第2次安倍政権発足後、円安などを背景に企業収益は大きく拡大したが、賃金が期待されたほどには伸びなかった点はよく指摘される。しかし、実はこうした「勤労者所得」よりも伸び悩んだのが「非勤労者所得」、特に年金受給額なのである。毎年の年金額は、物価や賃金の動向次第で改定される。しかし、過去の物価下落にもかかわらず、2012年度までの年金額は減額せずに据え置くという特例措置が取られていたため、本来の水準よりも高い水準にあった。2013年度以降、こうした特例水準が解消され、2013・2014年度の一人当たり年金受給額は減額されている（図表27）。高齢化の進展に伴い年金受給者数が伸びているため、年金給付額は総額としては増加しているが、公的年金を受給する約4,000万人（2014年度末時点）の一人当たり受給額は減少しており、高齢者層の消費者マインドを冷やしたと推測される。

図表27：実質年金改定率



(出所) 厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

給料の額面が上がったのに、手取り額は増えていない

所得関連では、「②可処分所得の伸び悩み」という形で、現役世代の消費においてもマイナス要因が発生していた。**図表 28** は、2012 年度から 2014 年度までの賃金・俸給や雇用者報酬、可処分所得などの変化幅を要因分解したものである。

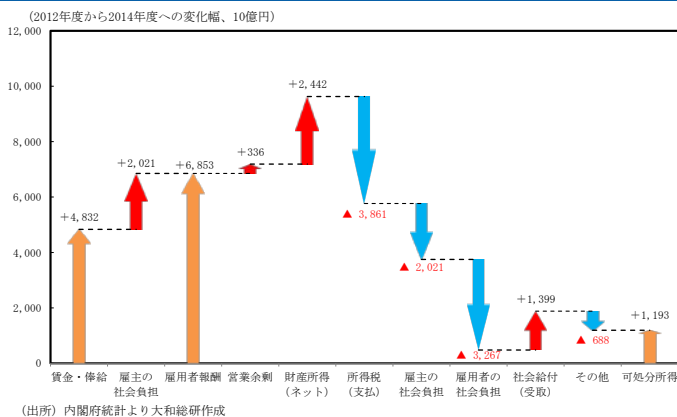
図表を見ると、2012 年度から 2014 年度までの間に雇用者報酬が計 7 兆円弱増加していた。一方で、所得の増加を受けて所得税が計 3.9 兆円程度増加したことに加え、社会負担（雇用者の社会負担）については計 3.3 兆円増加し、可処分所得の伸びを抑制していたことが確認できる。このように、第 2 次安倍政権発足後に雇用者報酬が増加したものの、社会保障費の負担増などを背景に、可処分所得の増勢ペースが緩やかなものにとどまり、現役世代の消費拡大の勢いを削ぐことになってしまった。また、2015 年度については、所得税の最高税率が引き上げられたことも可処分所得の下押し要因となっており、「給料の額面が上がっても手取りは増えない」状況が継続したとみられる。

過去の景気対策による需要先食いの影響が重石に

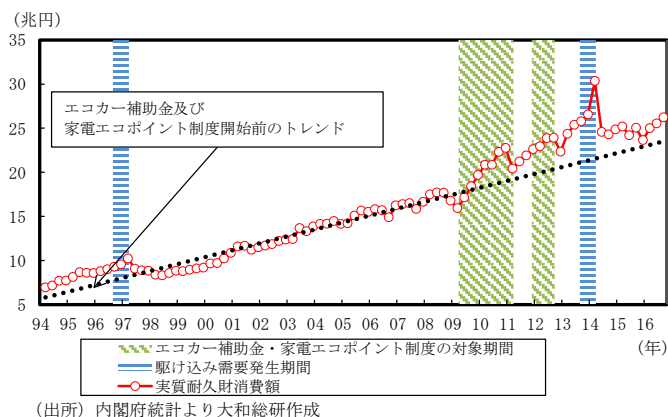
短期的要因の最後に挙げられるのが、「③過去の景気対策の反動」である。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主に、リーマン・ショック後の 2009 年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

図表 29 は、1994 年以降の実質耐久財消費額の推移を示したものである。個人消費を下支えするべく導入された 2009 年以降のエコカー補助金および家電エコポイント制度の対象期間中や、(景気対策ではないが) 2014 年 1-3 月期までの消費税増税前の駆け込み需要発生期間の耐久財消費額は、過去からのトレンドを大きく上回る動きを見せていたことが確認できる。一方、第 2 次安倍政権が発足するまで実質雇用者報酬が伸び悩んでいたことを考慮すると、2009 年から消費税増税前までの所得対比でみた耐久財消費額は強すぎた。換言すれば、景気対策によって耐久財の需要が先食いされ、かさ上げされていた公算が大きい。こうした需要先食いの反動の影響が消費税増税後に顕在化し、耐久財消費額の落ち込みにつながったと考えられる。

**図表 28：雇用者報酬、可処分所得変化幅の要因分解
(2012 年度→2014 年度)**



図表 29：耐久財消費額の推移



短期的要因が個人消費に与えた影響

短期的要因は個人消費に対してどの程度の影響を与えていたであろうか。図表 30 は、2012 年度から 2014 年度の期間において、それぞれの短期的要因が個人消費に与えた影響を定量的に示したものである。

実質個人消費は物価要因、可処分所得要因、平均消費性向要因に分解することができるが、本稿では、短期的要因が個人消費に与えた影響を測定するため、非消費支出要因や所得要因など、さらに細かく要因分解した。なお、前頁までで考察した短期的要因は、「①年金の特例解消：一人当たり受給額要因」、「②可処分所得の伸び悩み：社会負担要因」、「③過去の景気対策の反動：景気刺激策要因」に該当する。

図表 30 を見ると、個人消費の最大の重石となっていたのは物価要因であったことが確認できる。このことは、消費税増税が個人消費の停滞を招くきっかけになったとする、一般的な見方と整合的である。一方、可処分所得要因や平均消費性向要因についてはプラスに寄与していたことを踏まえると、消費税増税に伴う物価の上昇がなければ、所得の増加などを背景として個人消費は堅調に推移していた可能性があったと考えられるだろう。次に、短期的要因について見ていくと、「①年金の特例解消」は▲0.4%pt、「②可処分所得の伸び悩み」は▲0.7%pt、「③過去の景気対策の反動」については▲0.2%pt、合計で▲1.3%pt 程度、個人消費に対してマイナス寄与となっていた計算となる。

年金の特例解消、過去の景気対策の反動については、先行き重石とならなくなる見込み

以上の考察を踏まえ、先行きの個人消費を展望してみよう。まず、短期的要因のうち、「①年金の特例解消」、「③過去の景気対策の反動」については、今後個人消費の重石とはならなくなってくる可能性が高い。年金額の特例水準は 2015 年度で解消しているし、需要の先食いについても反動の影響が一巡している可能性があるほか、2009 年から 7 年半が経ってすでに耐久財の買い替え時期に入ってきていると考えられるためである。したがって、2017 年度以降も賃上げ基調が継続するのであれば、足下の物価下落も追い風となり、個人消費は緩やかながらも拡大傾向に復する公算が大きいと考えられる。

一方、「②可処分所得の伸び悩み」については、引き続き注意が必要だ。厚生年金保険料率は 2017 年 9 月に引き上げられた後、固定されることとなっているが、少子高齢化に解決の糸口が見つからない中、中長期的には厚生年金保険料を含めた社会負担が増加することはあっても、軽減されることは見込みがたい。

図表 30：実質個人消費の伸び率 要因分解（2012 年度⇒2014 年度）

実質個人消費	物価要因	可処分所得要因										平均消費性向要因				
		非消費支出要因					所得要因					名目個人消費要因				
		所得	社会負担	賃金・俸給	社会給付	年金	一人当たり	財産	景気刺激策	構造	可処分					
▲0.6	▲2.4	1.0	▲1.8	▲1.1	▲0.7	2.2	2.0	0.2	0.6	▲0.4	0.7	0.7	1.8	▲0.2	2.0	▲1.0

(注) 単位は%、%pt。2012年度から2014年度までの個人消費の変化を要因分解した。実質耐久消費財のトレンドと実績値の増加幅の差の名目値を景気刺激策要因とした。

誤差が生じるため、寄与度の合計は個人消費の伸び率と一致しない。

(出所) 厚生労働省資料、内閣府統計より大和総研作成

4.2 個人消費の停滞をもたらす中長期的要因

消費に対して後ろ向きになりつつある家計

次に、中長期的な要因に焦点を当てていくことにしよう。具体的には、節約志向の強まりや将来不安の高まり、若年層の雇用問題などについて考察したい。

図表 31 は、勤労者世帯の消費性向の推移を示したものである。足下ではやや持ち直しの動きも見られるが、2016年6月以降、平均消費性向が急低下していることが確認できる。足下の平均消費性向の低下は、可処分所得が増加する一方で消費支出が伸び悩んでいることによりもたらされている。平均消費性向の低下は、裏を返せば貯蓄率が上昇していることを意味する。2017年4月に予定されていた消費税増税の延期決定や、企業収益に頭打ち感が見られ始めたことなどを受け、日本経済と財政の先行き不透明感が強まる中、家計が不要不急の消費を抑制し、節約に走っている可能性が指摘できる。

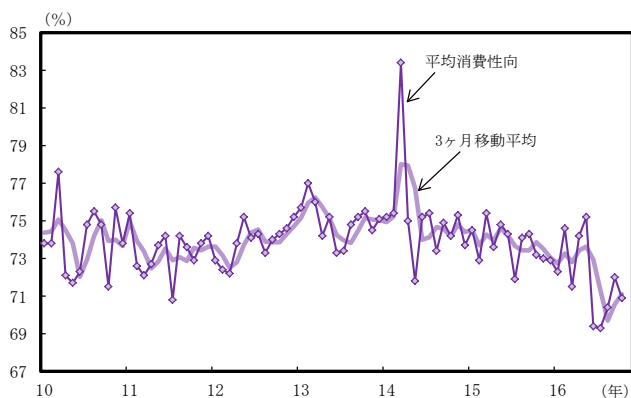
家計部門では「一点豪華主義」と「節約志向」が同時進行している可能性

では、家計の購入平均価格と消費者物価、購入数量のデータから、最近の家計が実際に節約志向を強めつつあるか否か、について考察してみることにしよう。

図表 32 は、品目別に品質と購入数量の変化を取ったものである。例えば、Aという品目について、家計の購入平均価格の伸び率が消費者物価指数の伸び率を上回っていれば、家計がAという品目の中でも、物価上昇率以上に価格が上昇した商品（≒相対的に高品質化した商品）を購入するようになったということの意味する。つまり、グラフの右にある品目ほど、家計の購入する商品が高品質化していると捉えることができる。改めて**図表 32**を見ると、品質と購入数量の変化率には負の相関があることが確認できるだろう。家計は相対的に高品質化した商品の購入頻度を下げ、一方、相対的に低品質化した商品については購入頻度を上げているのである。

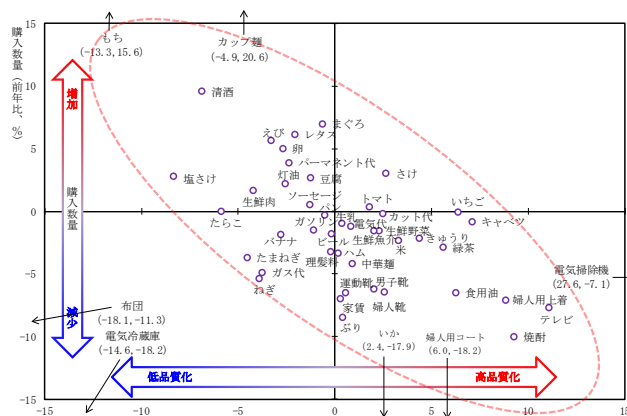
以上のことから得られるインプリケーションは以下の通りである。最近の家計は、高品質・高額な商品を購入するものの、低品質な商品に対しては購入平均価格を引き下げ、購入数量を増加させるなどして支出を切り詰め、バランスを保っているようだ。すなわち、家計は「一点豪華主義」を取る一方で、同時に「節約志向」も強めているとすることができるだろう。

図表 31：平均消費性向の推移（勤労者世帯）



(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 32：品目別 品質と購入数量の変化



(注) 2015年4-6月期と2016年4-6月期の前年比。家計調査、消費者物価指数の各統計でデータの取れる品目のうち、消費者物価指数のウェイトが大きい30品目についてプロットした。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

購入単価の下落が暗示するデフレ逆行リスク

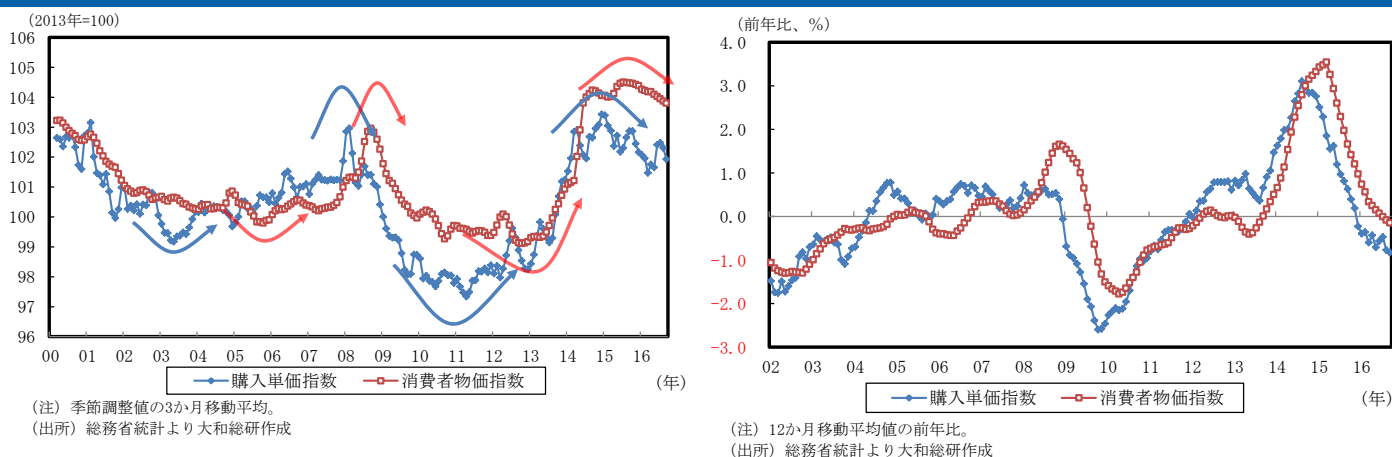
こうした節約志向の強まりを背景に、デフレに逆行するリスクが高まりつつある点にも注意が必要だ。図表 33 は、消費者物価指数と家計調査から作成した購入単価指数を並べて見たものである。購入単価指数が消費者物価指数に先行して動いていること、足下では購入単価指数の伸び率が消費者物価指数に先駆けてマイナス圏に突入していることが見て取れるだろう。

購入単価が消費者物価に先行するのはなぜだろうか。そもそも、消費者物価は、原則として同じ程度の品質の正規価格がどのように推移したかを示す指標である。一方で、購入単価は消費者が実際に購入した商品の価格を示すことになる。消費者がより高品質な商品を買えば、消費者物価が不変でも購入単価は上昇する。逆に、より低品質なもので我慢することになれば、購入単価は低下する。また、小売店が割引セールを行えば、同じ品質の商品でも、消費者は正規価格より安く購入できる。つまり、①消費者が安い商品を選ぶ、②小売店が安売りセールの回数を増やす、という需要側、供給側それぞれの行動が、購入単価を低下させ得るのである。

消費者がより安価で低品質なものを選好しているとすれば、企業にとっては「安いものしか売れない」という実感につながるだろう。このとき、企業が値下げ戦略を取ることによって、シェアを回復させようとする可能性は高い。すなわち、消費者の節約志向がデフレを招くことになるのだ。一方、小売店が自ら特売の回数を増やし、消費者が正規価格での購入を控えるような動きが生じた場合には、正規価格が特売の価格に収斂していくことも起こり得る¹。

つまり、消費者、小売店のデフレマインドの強まりが購入単価の低下として表れるということであり、その動きは物価の押し下げ圧力として強く作用する。一時デフレ的状况から脱した日本経済は、現在重大な岐路に立たされているといっても過言ではない。以上の理由から、今後のリスク要因として、デフレへの逆行の可能性を頭に入れておく必要があるようだ。

図表 33：購入単価指数と消費者物価指数推移（左：水準、右：前年比）



¹倉知、平木、西岡（2016）「マイクロデータからみた価格改定頻度の増加はマクロの価格粘着性にどのような影響を及ぼすか」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 16-J-6 では、特売のような一時的な価格改定がマクロのインフレ率の下押し要因となること、さらに、近年そのような傾向が増していることを指摘している。

将来への漠然とした不安が、若年層を中心に消費を抑制させている可能性

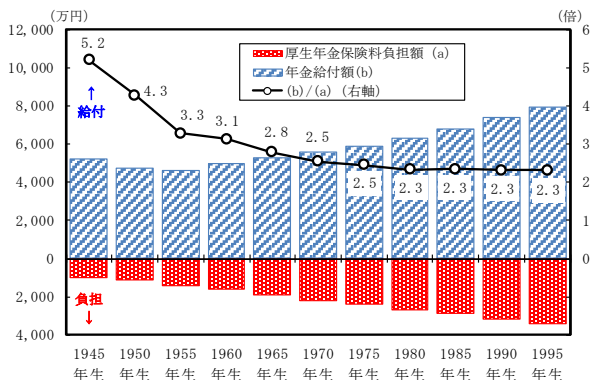
次に、将来不安の高まりについて考察していくことにしよう。図表 34 は、厚生労働省が公表している「平成 26 年財政検証結果レポート—『国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し』（詳細版）—」で示された、生まれ年別の厚生年金保険料の負担額と年金給付額である。本試算によれば、1945 年生まれ（2015 年時点で 70 歳）の人が負担する保険料総額と給付額の倍率は 5.2 倍であるが、その倍率は世代が下るほど低下し、1995 年生まれ（同時点で 20 歳）の倍率は 2.3 倍となるなど世代間格差が見られている。なお、試算は内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（平成 26 年 1 月 20 日 経済財政諮問会議提出）」の「経済再生ケース」の経済前提を想定したものであり、より厳しい経済前提を使用した場合には、世代間格差は一段と拡大するとみられる。社会保障制度は損得を考えるべきものではないとの見方もあるが、若年層がこうした状況を不公平に思い、自分が将来年金をもらえるのかといった不安を感じていたとしても不思議ではなく、このことは若年層の消費を抑制させる一因になっていると考えられる。

世代を下るごとに低下してきた若年層の平均消費性向

現在の若年層は、将来不安が相対的に小さかったと思われるかつての若年層（現在の中高年層）と比較して、消費に対する後ろ向きな傾向が見られるのであろうか。図表 35 は、平均消費性向を世帯主の生まれた世代別・年齢別に見たものである。世帯主の年齢が 30 歳から 50 歳頃までの、所得が伸び、かつ消費支出が拡大する世代においては、生まれた世代が下るごとに平均消費性向の水準が低下していることが確認できる。

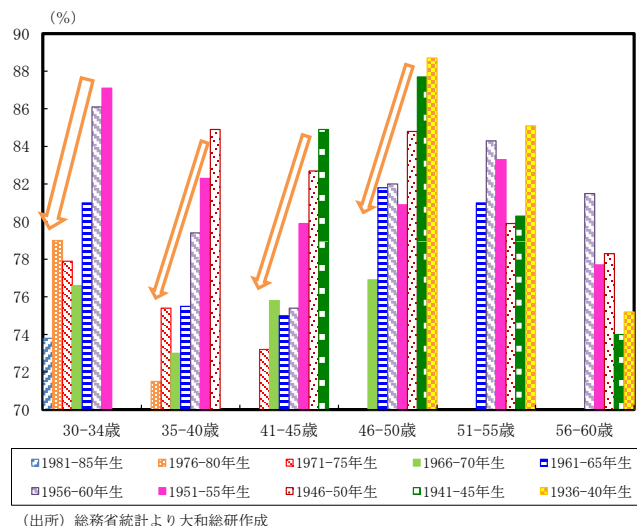
もちろん、1946-50 年生まれの人が 30~40 歳代の頃は、日本経済が成長を続けており、平均消費性向は高くなりやすかったと考えられる。しかし、それ以降の世代においても、世代が下るほど平均消費性向が低下する傾向が見られることから、年金制度の持続可能性に対する懸念など漠然とした不安が年々強まり、若年層を貯蓄に向かわせる要因として働いている可能性も否定し得ないだろう。加えて、長期停滞局面が続く中、年功序列制度が崩れ、将来的に所得が増加する見通しが立ちにくくなったことも、若年層の消費を抑制させる一因になっていると考えられる。

図表 34：厚生年金給付額の世代間格差



(注1) それぞれの保険料負担額及び年金給付額を資金上昇率を用いて65歳時点の価格に換算したものをさらに物価上昇率を用いて現在価値（平成26年度時点）に割引いたもの。
(注2) 経済前提は、平成35年までは内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（平成26年1月20日 経済財政諮問会議提出）」の「経済再生ケース」に準拠して設定されたケース、それ以降は内閣府試算を参考にした設定された最も成長率が低いケースを利用したもの。人口の前提は、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成24年1月推計）」の中心推計。
(出所) 厚生労働省資料より大和総研作成

図表 35：世帯主の世代別・年齢別 平均消費性向



(出所) 総務省統計より大和総研作成

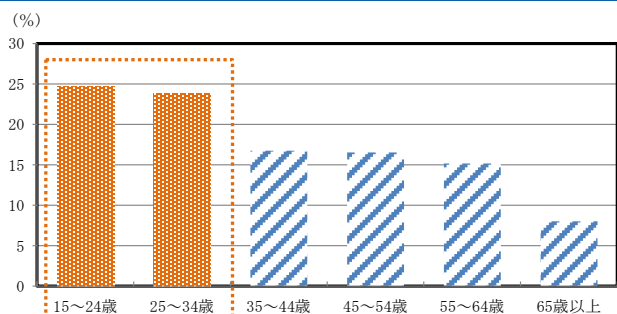
若年層の雇用環境の改善を図っていくことが急務

中長期的に個人消費を拡大させていくためには、こうした若年層の消費拡大が重要な要素となってくる。そのためには、若年層の雇用環境の改善を図ることが肝要だ。

若年層の雇用環境を改善させるためには、第一に、若年層の非自発的な非正規雇用を減らす必要がある。**図表 36** は、非正規雇用者数全体に占める非自発的な非正規雇用者数の割合を示したものである。図表から明らかなように、若年層の非自発的な非正規雇用者比率は、他の世代と比較して高い。非正規雇用には都合のよい時間に働けるといったメリットがある一方、雇用が不安定で賃金水準が低いというデメリットも存在する。非自発的な非正規雇用者が満足できる条件で働くことができるようになれば、将来不安の後退や生涯賃金の上昇といった効果が見込まれ、消費支出の拡大を促す可能性がある。

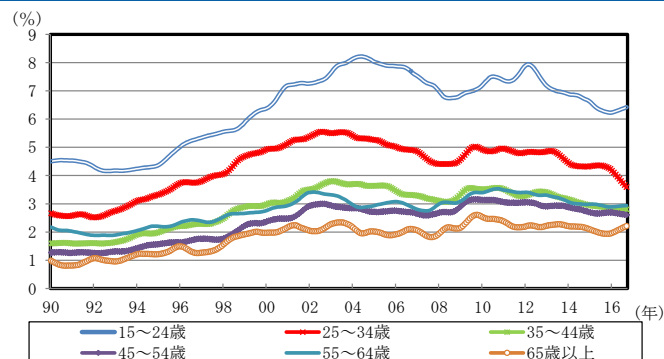
第二に、ミスマッチの解消を通じた若年失業率の低下も重要だ。**図表 37** は、年齢階級別の構造失業率を示したものである。15～24歳、25～34歳といった若年層では他の世代と比較し、足下の構造失業率が高い。また、過去からの推移を見ても、1990年代中ごろから若年層では急激な構造失業率の上昇が観測されており、長期にわたり若年層の就業に関するミスマッチが他の世代よりも大きいことが見て取れる。こうしたミスマッチを解消し、若年層の失業率を低下させることができれば、所得の増加や将来不安の低下につながり、個人消費の活性化を期待することができよう。

図表 36：非自発的非正規雇用者比率



(注1) 正規の職員・従業員の仕事がないことを理由に非正規雇用についている人が非正規雇用者数に占める割合。
 (注2) 15～24歳の非正規雇用者数は在学中を除くベースを使用。
 (出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 37：年齢階級別の構造失業率



(注) 大和総研による推計値。
 (出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

個人消費を抑制する中長期的要因は構造的な問題。解決に向けた政策的な対応が不可欠

以上で挙げた個人消費を停滞させている中長期的要因は、容易に解消させることが難しい構造的な問題であり、将来にわたって個人消費の拡大を妨げる要因となる公算が大きいと考えられる。したがって、政府は持続可能な社会保障制度を構築するなどの改革を推進し、国民が漠然と抱いている将来への不安感を払拭する必要がある。また、「同一労働・同一賃金の原則」の導入などにより労働市場の二極化を是正することを通じて、若年労働者の雇用環境を改善させることなども求められよう。

5. 論点③：経済統計の改善に必要なものは何か？

最近、経済統計に関する議論が活発に行われている。本章では、日本の経済統計が抱える課題を分析した上で、家計調査の改善方法を検証することを通じて、経済統計の改善に向けて必要なものを具体的に提示する。

5.1 経済統計に最も大切なのは「正確性」と「速報性」

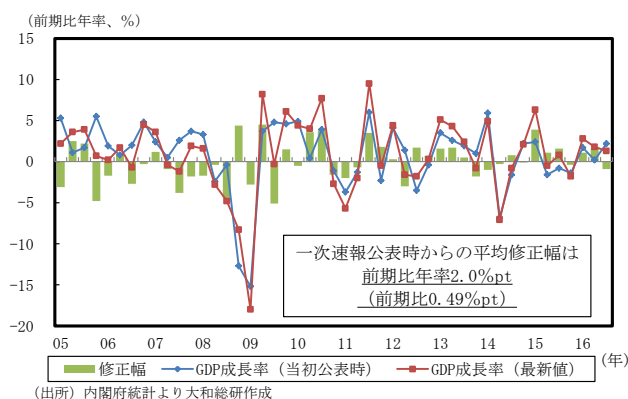
日本の経済統計は「正確性」も「速報性」も海外に見劣り

そもそも、経済統計に最も大切な要素は、「正確性」と「速報性」の二つである。いかに正確な統計でも、公表までに数年かかるようでは、利用価値は極端に低下する。一方で、速報性を高めたとしても後々大幅に修正されるような統計では、むしろ経済の実態を見誤ってしまう。

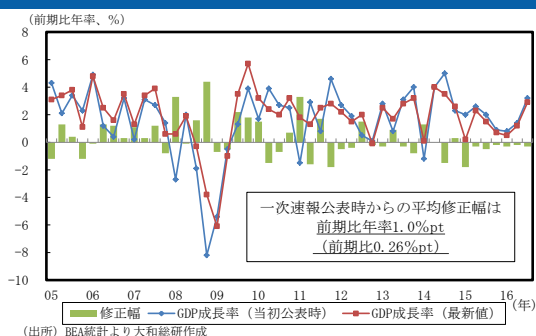
現行の統計データは、「正確性」と「速報性」のどちらが問題であろうか？実は、日本の統計は双方とも改善が求められると言わざるを得ない状況にある。**図表 38** は、日本の GDP 成長率に関して、当初公表された値と最新の値を比較したものである。2005 年から 2016 年第 3 四半期までで、前期比年率値の修正幅は平均 2.0%pt に及ぶ。一方、同期間について米国と欧州の修正幅を見ると、米国では平均 1.0%pt、欧州では平均 0.6%pt 程度と、日本と比べてかなり小さい。

また、日本の GDP に関しては、公表が遅いことも問題である。日本において 2016 年 7-9 月期の GDP 一次速報が公表されたのは 11 月 14 日である。一方、米国の GDP 公表は 10 月 28 日、ユーロ圏の GDP 公表は 10 月 31 日である。日本の GDP は、公表が遅いにもかかわらず、修正幅が大きい。すなわち、「正確性」も「速報性」も海外と比べて見劣りしている。

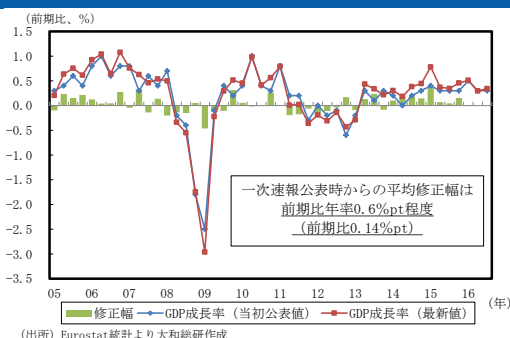
図表 38：GDP 成長率：当初公表時と最新値の比較（日本）



図表 39：GDP 成長率：当初公表時と最新値の比較（米国）



図表 40：GDP 成長率：当初公表時と最新値の比較（ユーロ圏）



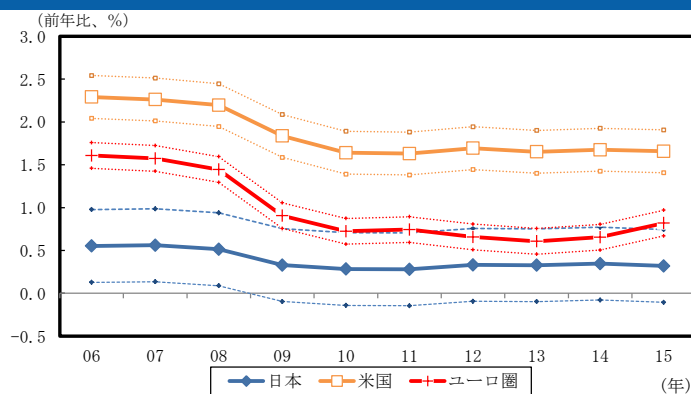
潜在成長率の低い日本では、統計の誤差の影響が大きい

日本においてここまで経済統計が問題視されているのは、潜在成長率の低さが一因だと考えられる。**図表 41** は OECD が推計した日米欧の潜在成長率の推移を示したものである。2015 年の日本の潜在成長率は前年比 +0.3% と、欧米と比べてかなり低い。ここで問題となるのは、GDP 統計の平均修正幅が潜在成長率を上回っているという点である。統計の修正幅はプラスマイナス双方向になり得るものであるが、統計の誤差が成長率を押し下げる方向に表れた場合、実際には潜在成長率並みの成長を実現していたとしても成長率がマイナスに落ち込む可能性が出てくる。

日本においては、景気の拡張・後退局面の判定は景気動向指数を用いて行われる。しかし、簡便法として、「2 四半期連続のマイナス成長」をもってテクニカルリセッションとみなすことも多い。潜在成長率の低下した日本経済において、一時的にマイナス成長になったとしても必ずしも景気後退を意味しないとの意見もあるが、テクニカルリセッションとなれば、政治的に景気対策の必要性が喧伝されることが少なくない。統計の振れによって経済成長率がマイナスに陥り、それを根拠に経済対策が打ち出されることも、今後起こり得る。実際には景気が悪化していないのに経済対策が打たれるとすれば、不必要な経費を支出することになってしまう。経済政策運営上、本当に必要な事業に注力するためにも、経済統計にはこれまで以上の正確性が求められると言えるのではないだろうか。

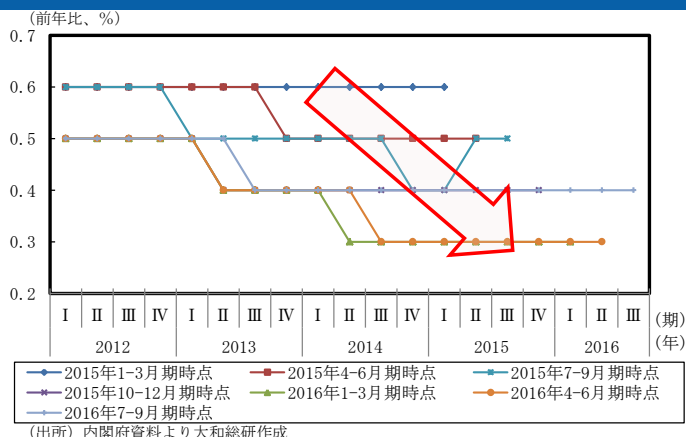
なお、日本においては潜在成長率の推計自体にも問題がある。**図表 42** は内閣府が推計、公表している、いわば政府の認識する潜在成長率である。この図表からは、過去 1 年半程度の間、日本の潜在成長率の推計値が大幅に下方修正され続けてきたことが浮き彫りになる。7-9 月期時点の数値こそ上方修正となったものの、そもそもの潜在成長率の水準を見誤っていたとすれば、これもまた経済政策運営において誤った判断がなされる可能性を高めることになりかねない。公式な政府統計ではなく、経済政策運営上の参考資料という立てつけであることは承知しているが、内閣府には潜在成長率の推計においても、「正確性」を高める努力を期待したいところである。

図表 41：日米欧の潜在成長率の推移



(注) 点線は、各国の潜在成長率に、成長率の平均修正幅 (前期比) を加算/減算したものの。
(出所) OECD統計より大和総研作成

図表 42：内閣府の推計する潜在成長率の変遷



(出所) 内閣府資料より大和総研作成

5.2 家計調査は個人消費を過小推計しているのか？

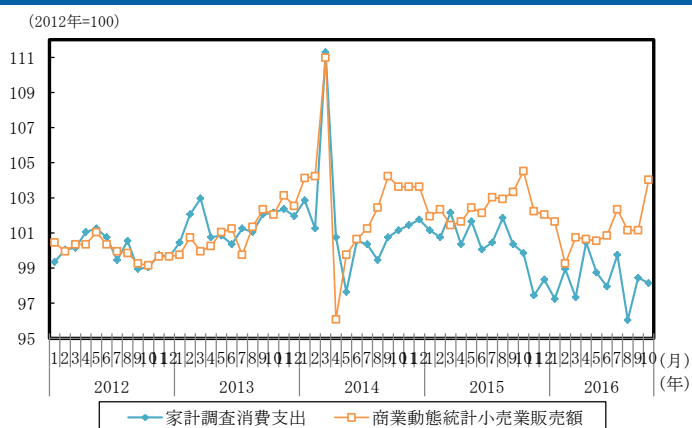
商業動態統計と比べて、家計調査の消費額は弱い動きが続く

次に、経済統計に関する議論の中でもとりわけ注目度が高い、家計調査に焦点を当てた分析を行う。ここでは、①家計調査が個人消費の動向を過小に推計しているのか、②GDP 統計の過小推計の要因となっているのか、という2点がメインテーマである。

そもそも、家計調査が個人消費を過小推計しているのではないかとの議論は、「商業動態統計の小売業販売額と比べて家計調査の消費支出額の基調が弱かったこと」が出发点である。図表43で両統計を比較して見ると、2014年3月頃まではおおむね連動していたが、2014年4月の消費税増税以降動きが乖離し、家計調査の消費支出額の基調は商業動態統計の小売業販売額と比べて弱い動きを示している。しかし、家計調査と商業動態統計は統計の集計範囲が違う。家計調査はサービス消費を含んでいる一方で、商業動態統計は小売業による「財」の販売額のみを対象としている。この点を調整して考えなければ、本当に家計調査が消費の基調を過小推計しているかどうかは判断しにくい。

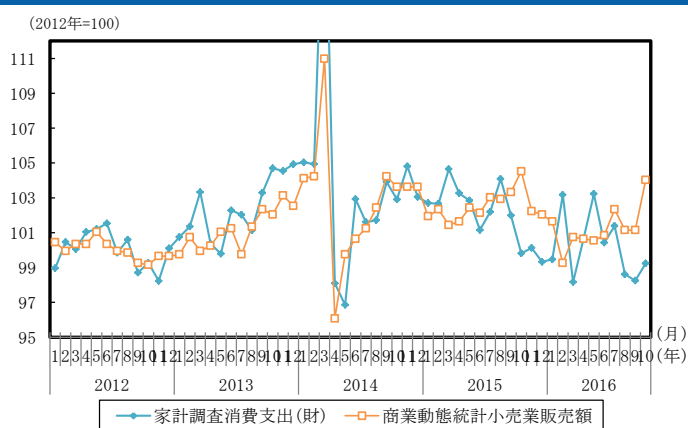
そこで、家計調査における「財」と、商業動態統計の小売業販売額を比較したものが、図表44である。これを見ると、家計調査における消費支出は、集計範囲を揃えても商業動態統計の小売業販売額よりも小さくなっている。2014年中の差は減少したように見えるが、2015年に下振れしている傾向は変わらない。家計調査の消費支出額と商業動態統計の小売業販売額の間で整合性が取れていない状況は、統計の集計範囲の違いのせいというわけではない。商業動態統計と比較した場合、後述の家計消費指数の推移も勘案すると、家計調査は個人消費を過小推計していると考えてよいだろう。

図表 43：家計調査と商業動態統計の比較



(注) 季節調整値。季節調整は大和総研。
(出所) 総務省、経済産業省統計より大和総研作成

図表 44：家計調査（財）と商業動態統計の比較

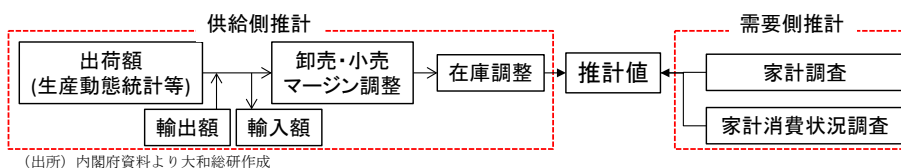


(注) 季節調整値。季節調整は大和総研。
(出所) 総務省、経済産業省統計より大和総研作成

家計調査の過小推計は GDP 統計に影響を与えるか？：「財」消費から見た比較

では、家計調査は GDP 統計上の個人消費の過小推計要因となっているのだろうか。そもそも、家計調査のうち GDP の推計に用いられている部分はあくまで一部分である（**図表 45**）。出荷額などの供給側の数値も用いられているほか、振れの大きい品目については家計消費状況調査という他の統計を利用し、家計調査は利用していない。家計調査のうち、GDP 統計に用いられていない部分と用いられている部分を区別し、それぞれの過小推計度合いを比較することができれば、家計調査が GDP 統計の過小推計にどの程度寄与しているかを判断することができると言えよう。

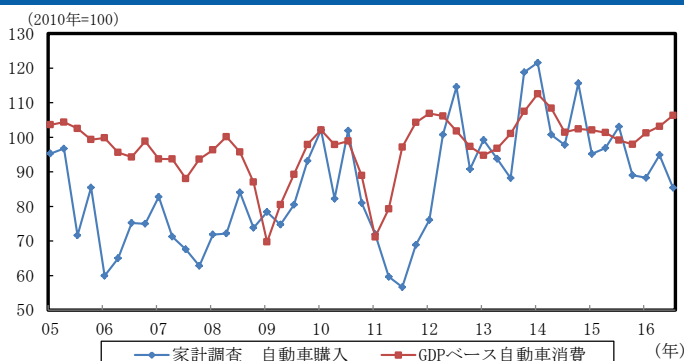
図表 45：GDP 統計（速報値）における消費金額推計手法



まず、個人消費の中でも変動が大きく、さらに金額も大きい自動車について検討する。**図表 46** は、家計調査における自動車消費金額と、GDP ベースの自動車消費を比較したものである。大まかな動きとしては連動している部分も見受けられるが、足下では家計調査の動きに弱さが見られる。家計調査の過小推計の要因の一つとして、自動車消費額の過小推計が挙げられそうだ。しかし、GDP の推計における自動車消費額は供給側推計の数値のみを用いることとなり、家計調査は用いられていない。したがって、家計調査が自動車消費額を過小推計していても、GDP の過小推計要因とはなり得ない。

次に、家計調査のうち、振れの大きい品目（家電や衣料品など）を家計消費状況調査で補完した「家計消費指数」を見てみよう。家計消費指数のうち、「財」と商業動態統計の小売業販売額を並べたものが**図表 47** である。先ほど検討した自動車を除いた数値を比較しているが、月次の細かい動きまで見ても相当程度連動性が高い。商業動態統計と家計調査の乖離は、家計消費状況調査で補完することで是正が可能なのである。すなわち、家計調査が過小推計している品目は、家計消費状況調査で置き換え可能な品目の割合が高いということだ。「財」という範囲で見たとき、家計調査は GDP 統計の過小推計に寄与していない可能性が高いのではないだろうか。

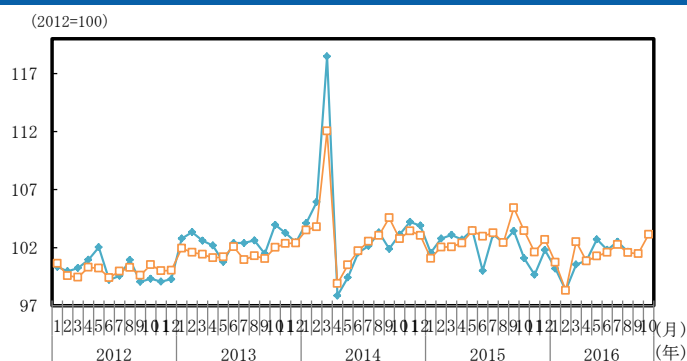
図表 46：家計調査、GDP 統計における自動車消費額の違い **図表 47：家計消費指数と商業動態統計の比較**



(注1) GDPベースの自動車消費額は大和総研による試算値。

(注2) 季節調整値。季節調整は大和総研。

(出所) 総務省、内閣府統計より大和総研作成



(注) 季節調整値。季節調整は大和総研。

(出所) 総務省、経済産業省統計より大和総研作成

家計調査の「サービス」消費は過小推計しているか？

ただし、ここまでの議論は「財」に限定した分析にとどまっている。次に、家計調査のうち「サービス」の部分について検討してみよう。

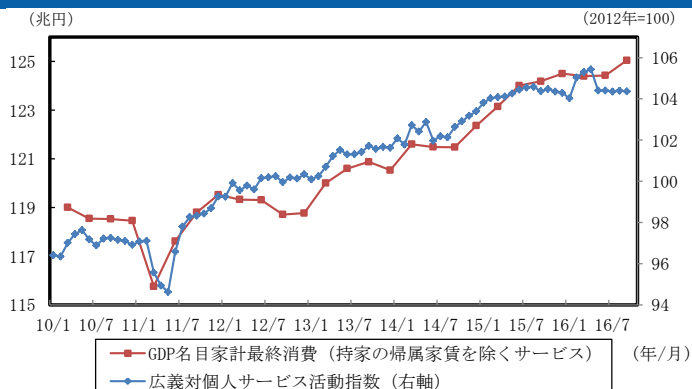
サービス業において、商業動態統計の小売業販売額に相当する統計としては第3次産業活動指数が有用である。図表48は、第3次産業活動指数のうち、広義対個人サービスを抽出したものと、GDP統計上のサービス消費の金額を比較したものであるが、おおむね連動した動きをしていることが確認できるだろう。つまり、家計調査のサービス支出額を第3次産業活動指数の数値と比べることにより、家計調査が過小推計しているか否かを判断することができる。

なお、GDP統計上の個人消費の「サービス」の推計においても、家計調査が用いられていない品目が多い。具体的には、「住宅賃貸料」、「医療・介護サービス」、「保険」、「金融」、「不動産仲介・管理」の品目が共通推計項目とされており、供給側推計値のみが用いられている。これらは、GDP統計における「サービス」消費の約半分を占める。

こうした品目を除いた上で、広義対個人サービス活動指数と、家計消費指数（サービス）を比較したものが図表49である。足下で、家計消費指数が広義対個人サービス活動指数から下振れしている。すなわち、サービス消費については、GDP統計の推計に用いられていない項目を除き、家計消費状況調査を用いて補正しても、過小推計されている可能性があるということだ。

ただし、家計消費指数（サービス）のうち、消費金額が大きく下振れしている項目を確認すると、航空運賃やパック旅行費などが挙げられる。これらの品目は、原油価格の下落により燃油サーチャージが大きく低下したことで、消費金額が減少したものと推察される。一方で、こうした品目は、消費者の購入単価が消費者物価に比べて大きく低下している品目でもある。第3次産業活動指数の作成に際して、航空運賃やパック旅行費の消費者物価が用いられており、家計消費指数の下振れには、消費者物価と購入単価の差が影響している可能性もあろう。もし消費者物価指数で調査されている価格が、消費者が実際に購入している価格と乖離して上振れしている状態が続いているのであれば、むしろ消費者物価指数にこそ統計の誤差が生じている可能性もある（前掲・図表33を参照）。結論として、家計調査や家計消費状況調査が「サービス」消費を過小推計しているかどうかは、慎重に判断する必要があるだろう。

図表48：対個人サービス活動指数とGDPサービス消費

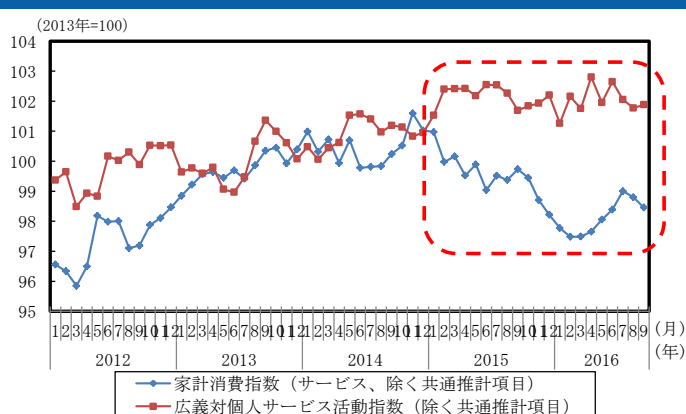


(注1) 広義対個人サービス活動指数は季節調整値の3か月移動平均。

(注2) 広義対個人サービス活動指数は、CPI（サービス）を乗じることで名目化した。

(出所) 内閣府、総務省、経済産業省統計より大和総研作成

図表49：家計消費指数（サービス）と対個人サービス活動指数



(注) 広義対個人サービス活動指数は、CPI（サービス）を乗じることで名目化した。

(出所) 総務省、経済産業省統計より大和総研作成

5.3 正確な分析が統計改善に向けた第一歩

家計調査が過小推計されていることは、GDPの過小推計にはつながっていない

家計調査は商業動態統計などと比べてこのところ弱い動きを続けており、確かに過小推計が疑われるものである。ただし、GDP速報における個人消費の推計に家計調査が用いられていない品目を除いて見れば、商業動態統計との動きの差はほぼ解消される。「財」という範囲で見れば、家計調査が過小推計されていることはGDPの過小推計にはつながっていないと言える。

一方、サービス消費に関しては、GDP推計に用いられていない項目を除いても、家計調査の数値には過小推計が疑われる。このうち、過小推計されていると考えられる品目は旅行費や航空運賃など、原油価格下落の影響を大きく受けている品目である。供給側の統計と比べれば過小推計されているということもできるが、むしろ供給側の統計が過大推計となっている可能性も考慮するべきであろう。すなわち、消費者物価が過大に推計されていることで、第3次産業活動指数の推計が上振れしているということである。家計調査のみに問題があると決めつけるのではなく、慎重な判断が求められると言えよう。

以上の要素をまとめたものが**図表50**である。最終的に、家計調査による過小推計が疑わしい品目のうち、GDPに影響を与えている可能性が高いものはごく僅かしかないのである。

図表50：家計調査による過小推計が疑わしい品目と、GDPへの影響

品目	GDPへの影響	GDP速報における推計方法
自動車	×	供給側推計値のみで推計。家計調査不使用。
家電	×	需要側推計値は家計消費状況調査を利用。
衣料品	×	需要側推計値は家計消費状況調査を利用。
医療、介護	×	国民医療費等で推計。家計調査不使用。
保険	×	供給側推計値のみで推計。家計調査不使用。
旅行費、航空運賃	△	需要側推計値は家計消費状況調査を利用。

(出所) 大和総研作成

統計の用途に合わせて問題点を正確に把握することが、統計改善の第一歩である

ここまで行ってきたように、公表されている統計を詳細に分析し、その他の統計との比較を行うことで、統計のどこに問題があるのか、その問題がどこまで波及しているのか、を検証することができる。統計の改善に求められるのは、まずはこういった作業を通じて、問題点を詳らかにすることではないだろうか。その上で、家計調査の改善に必要なこと、GDP統計の改善に必要なことなど、用途に合わせた調整を行っていくことが必要である。

6. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

日本経済が抱えるリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①トランプ氏の政策、に加えて、②中国経済の下振れ、③米国の「出口戦略」に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクおよび政治リスクを背景とする「リスクオフ」、⑤英国の EU 離脱交渉や欧州金融機関のデレバレッジ、の 5 点に留意が必要だ。

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。

6.1 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。

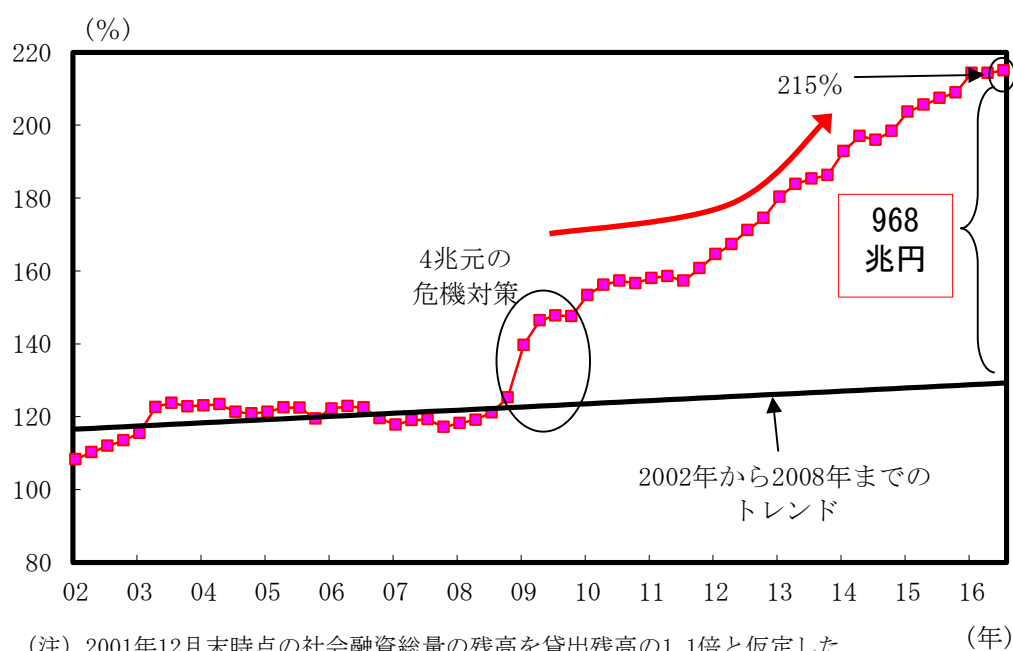
中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円弱

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51)。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51：中国の社会融資総量対名目GDP比



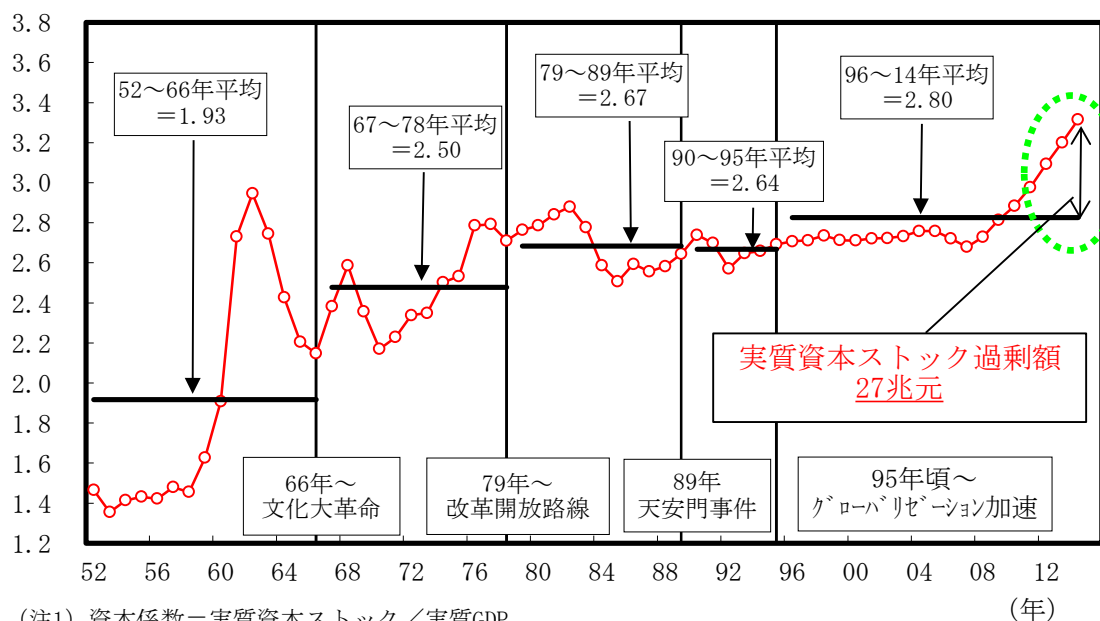
中国における過剰②：過剰資本ストック＝550兆円以上

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 52 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 52：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 53**）。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。

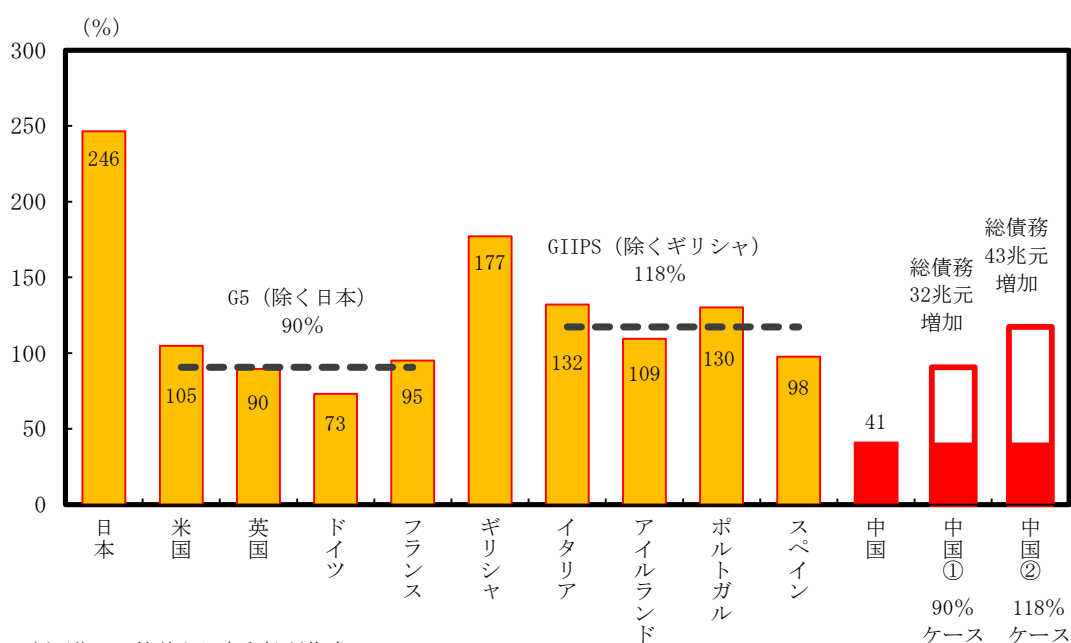
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

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 53：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



6.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるのか？

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54**）。

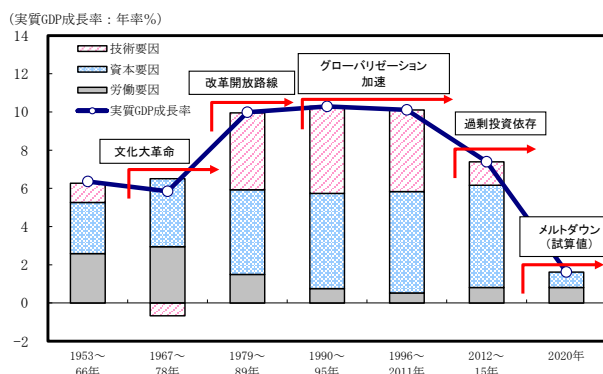
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

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上で、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。

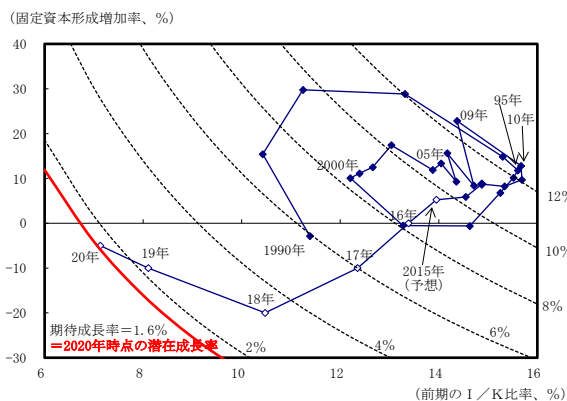
図表 54：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



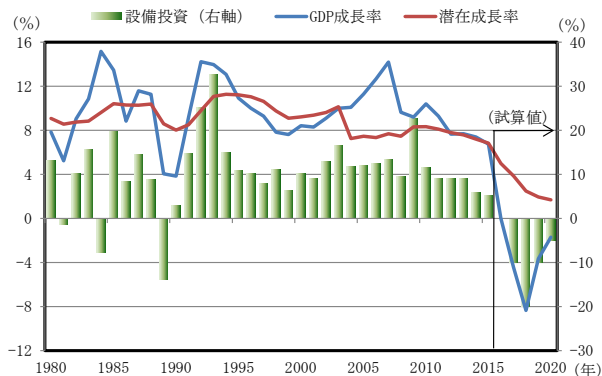
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

6.3 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

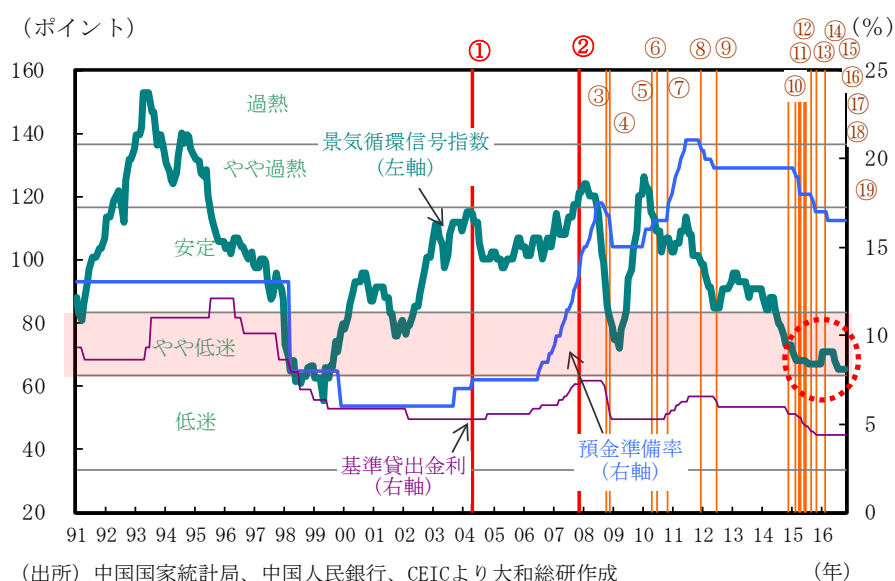
ただし、中国経済は向こう1～2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表 55 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）で底堅く推移している。先行きについても、財政・金融政策の発動などを受け、同指数が大きく腰折れすることはないとみている。

「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」が取られていることも、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 55：中国：景気循環信号指数



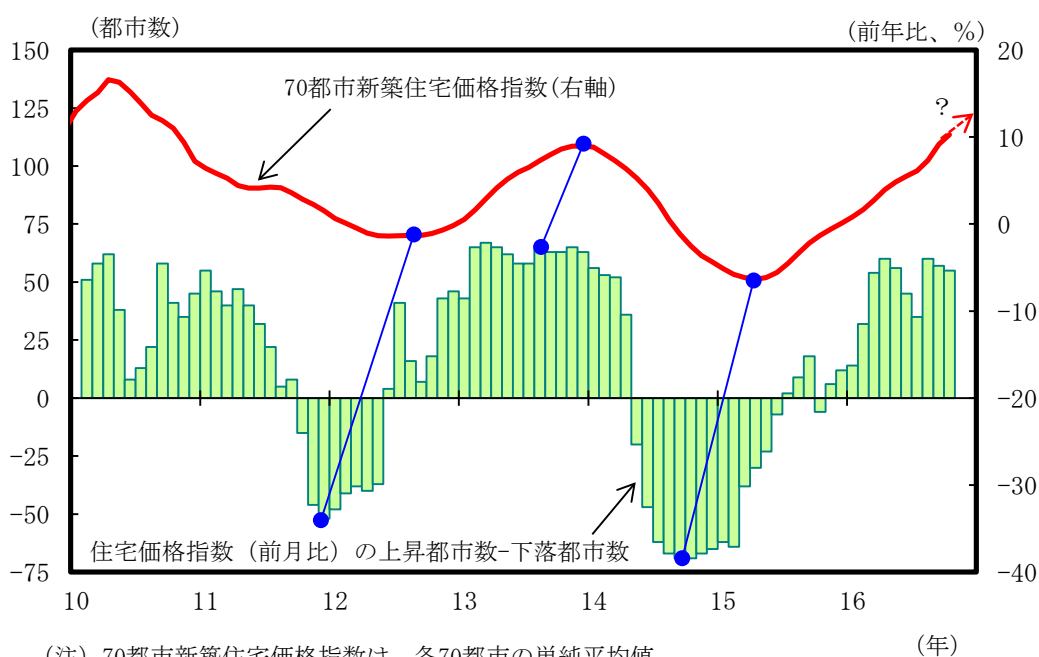
①2004/4	総量規制強化	⑩2014/11	利下げ
②2007/10	総量規制強化	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑫2015/3	利下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑭2015/5	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化	⑮2015/6	利下げ
⑦2010/10～2011/7	利上げ	⑯2015/7	預金準備率引き下げ
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/8	株価維持策実施
⑨2012/6	利下げ	⑱2015/10	預金準備率引き下げ
			利下げ
		⑲2016/2	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 56**）。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 56：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。

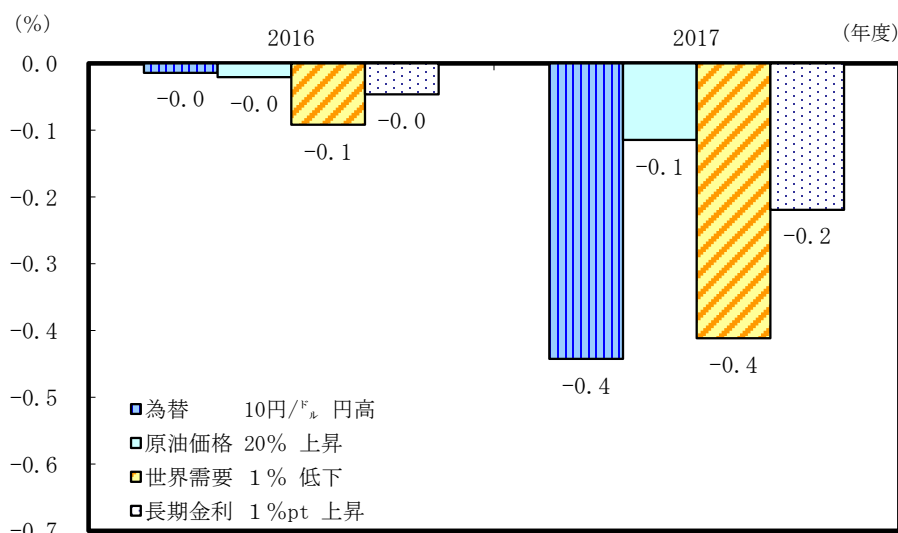
（出所）中国国家统计局統計より大和総研作成

7. 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2017年1-3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 ; 109.6 円/ドル, 114.0 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2016-17年度 ; 47.6 ドル/bbl, 50.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2016-17 暦年 ; 3.3%, 3.5%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2016-17 年度 ; ▲0.07%, 0.00%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 57：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

7.1 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▲0.0%、2017年度で▲0.4%縮小する。

7.2 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、消費者マインドが冷やされることから、民間消費も減速する。

7.3 世界需要の低下

世界需要 (GDP) が 1%低下した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2016 年度で▲0.1%、2017 年度で▲0.4%縮小することになる。

世界需要が低下すると、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、輸入をも減少させるという結果となる。

7.4 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▲0.0%、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 58 : 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	1.3	1.4	1.2 (-0.1)	0.7 (-0.8)	1.2 (-0.1)	0.9 (-0.6)
実質GDP	1.3	0.9	1.3 (-0.0)	0.4 (-0.4)	1.3 (-0.0)	0.8 (-0.1)
GDPデフレーター	0.0	0.5	-0.1 (-0.1)	0.3 (-0.4)	-0.1 (-0.1)	0.2 (-0.5)
全産業活動指数	1.0	1.1	0.8 (-0.1)	0.6 (-0.6)	0.9 (-0.0)	1.0 (-0.1)
鉱工業生産指数	0.8	2.4	0.4 (-0.4)	0.8 (-2.0)	0.8 (-0.0)	2.2 (-0.2)
第3次産業活動指数	0.8	0.8	0.8 (-0.1)	0.4 (-0.4)	0.8 (-0.0)	0.7 (-0.1)
国内企業物価	-2.7	0.4	-3.0 (-0.3)	-0.6 (-1.3)	-2.5 (0.2)	1.0 (0.7)
消費者物価	-0.2	0.5	-0.2 (-0.1)	0.3 (-0.2)	-0.1 (0.0)	0.6 (0.2)
失業率	3.1	3.0	3.1 (-0.0)	3.0 (0.0)	3.1 (0.0)	3.0 (-0.0)
貿易収支（兆円）	5.5	6.4	5.4 (-0.0)	6.3 (-0.2)	5.0 (-0.5)	4.6 (-1.9)
経常収支（億ドル）	1,810	1,944	1,952 (142)	1,966 (22)	1,767 (-43)	1,788 (-156)
経常収支（兆円）	20.1	22.5	20.2 (0.1)	20.8 (-1.7)	19.6 (-0.5)	20.8 (-1.7)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.6	0.7	0.6 (0.0)	0.5 (-0.1)	0.6 (-0.0)	0.5 (-0.2)
民間住宅投資	5.3	-1.5	5.3 (-0.0)	-1.7 (-0.3)	5.3 (-0.0)	-1.8 (-0.4)
民間設備投資	1.3	0.8	1.2 (-0.1)	-0.6 (-1.5)	1.2 (-0.1)	0.4 (-0.5)
政府最終消費	0.8	1.6	0.8 (0.0)	1.7 (0.1)	0.8 (-0.0)	1.6 (-0.0)
公共投資	4.0	-0.5	4.2 (0.2)	-0.0 (0.6)	4.0 (-0.0)	-0.7 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	1.3	4.5	1.2 (-0.1)	3.9 (-0.7)	1.3 (-0.0)	4.4 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	-1.2	3.5	-1.3 (-0.1)	3.5 (-0.1)	-1.3 (-0.1)	3.0 (-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	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
名目GDP	1.2 (-0.1)	1.0 (-0.4)	1.3 (-0.0)	1.2 (-0.2)	1.2 (-0.1)	1.3 (-0.2)
実質GDP	1.2 (-0.1)	0.5 (-0.4)	1.3 (-0.0)	0.7 (-0.2)	1.3 (-0.0)	1.0 (0.1)
GDPデフレーター	0.0 (-0.0)	0.5 (-0.0)	0.0 (0.0)	0.5 (0.0)	-0.0 (-0.1)	0.3 (-0.3)
全産業活動指数	0.9 (-0.1)	0.9 (-0.3)	0.9 (-0.0)	1.0 (-0.1)	1.0 (0.0)	1.3 (0.2)
鉱工業生産指数	0.5 (-0.3)	1.6 (-1.1)	0.8 (-0.1)	2.0 (-0.4)	1.0 (0.2)	3.0 (0.8)
第3次産業活動指数	0.8 (-0.0)	0.7 (-0.1)	0.8 (-0.0)	0.7 (-0.1)	0.8 (0.0)	0.8 (0.1)
国内企業物価	-2.7 (-0.0)	0.4 (-0.1)	-2.7 (0.0)	0.4 (-0.0)	-2.4 (0.3)	1.5 (1.4)
消費者物価	-0.2 (-0.0)	0.5 (-0.0)	-0.2 (0.0)	0.5 (-0.0)	-0.1 (0.1)	0.7 (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）	5.3 (-0.2)	5.8 (-0.6)	5.5 (0.0)	6.9 (0.5)	5.0 (-0.5)	4.7 (-1.8)
経常収支（億ドル）	1,785 (-25)	1,852 (-93)	1,814 (4)	1,723 (-221)	1,696 (-114)	1,777 (-167)
経常収支（兆円）	19.8 (-0.3)	21.5 (-1.0)	20.2 (0.0)	20.1 (-2.4)	19.6 (-0.5)	21.7 (-0.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.6 (-0.0)	0.6 (-0.1)	0.6 (-0.0)	0.6 (-0.0)	0.6 (-0.0)	0.6 (-0.1)
民間住宅投資	5.3 (-0.0)	-1.7 (-0.2)	5.2 (-0.1)	-2.1 (-0.8)	5.3 (0.0)	-1.7 (-0.2)
民間設備投資	1.3 (0.0)	0.4 (-0.4)	1.0 (-0.3)	-0.4 (-1.5)	1.2 (-0.1)	1.1 (0.2)
政府最終消費	0.8 (0.0)	1.6 (0.0)	0.8 (0.0)	1.6 (0.0)	0.8 (-0.0)	1.5 (-0.1)
公共投資	4.0 (0.0)	-0.5 (0.0)	4.0 (0.0)	-0.5 (0.0)	3.9 (-0.1)	-0.9 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	0.7 (-0.6)	3.2 (-1.8)	1.3 (-0.0)	4.5 (-0.0)	1.3 (0.0)	4.7 (0.3)
財貨・サービスの輸入	-1.3 (-0.1)	3.2 (-0.3)	-1.3 (-0.1)	3.0 (-0.6)	-1.3 (-0.1)	3.0 (-0.5)

(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

8. 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)	512.5	512.6	517.1	528.6	529.7	532.7	531.3	535.4	517.9	532.2	513.7	530.5
前期比%	0.0	0.0	0.9	2.2	0.2	0.6	-0.3	0.8				
前期比年率%	0.2	0.0	3.6	9.2	0.9	2.3	-1.0	3.1				
前年同期比%	2.0	0.9	2.0	3.3	3.3	3.9	2.6	1.3	2.1	2.8	2.1	3.3
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	507.8	506.8	509.4	517.3	516.6	517.7	515.4	518.9	510.4	517.2	510.5	516.7
前期比%	-1.8	-0.2	0.5	1.5	-0.1	0.2	-0.4	0.7				
前期比年率%	-7.1	-0.8	2.1	6.3	-0.5	0.8	-1.8	2.8				
前年同期比%	-0.3	-1.1	-0.4	-0.1	1.8	2.1	1.1	0.4	-0.4	1.3	0.3	1.2
内需寄与度(前期比)	-2.8	-0.1	0.2	1.3	0.0	0.3	-0.5	0.3	-1.1	1.1	0.4	0.7
外需寄与度(前期比)	1.0	-0.1	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.4	0.6	0.2	-0.0	0.5
GDPデフレーター(前年同期比%)	2.2	2.1	2.4	3.3	1.6	1.8	1.5	0.9	2.5	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	99.7	105.2	101.8	105.1	102.7
前年同期比%	4.4	4.0	2.4	0.5	-2.2	-3.7	-3.7	-3.5	2.8	-3.3	3.2	-2.3
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	100.0	100.3	100.2	99.6	100.2	100.1	100.1	99.5	100.0	100.0	99.5	100.0
前年同期比%	3.3	3.2	2.7	2.2	0.2	-0.2	-0.1	-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	2.3	2.7	3.0	3.0	3.6	3.7	1.7	3.3	0.8	3.1
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	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)	536.7	537.3	539.8	542.9	545.2	546.2	546.9	548.4	539.3	546.7	537.4	545.3
前期比%	0.2	0.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.3				
前期比年率%	1.0	0.5	1.9	2.3	1.7	0.7	0.5	1.1				
前年同期比%	1.3	0.9	1.7	1.4	1.6	1.6	1.3	1.0	1.3	1.4	1.3	1.5
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	521.2	523.0	524.5	526.5	527.8	528.2	528.3	529.0	524.0	528.4	522.1	527.8
前期比%	0.5	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1				
前期比年率%	1.8	1.3	1.2	1.5	1.0	0.3	0.1	0.5				
前年同期比%	0.9	1.1	1.8	1.4	1.2	1.0	0.7	0.5	1.3	0.9	1.0	1.1
内需寄与度(前期比)	0.5	-0.0	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.9	0.7	0.6	0.9
外需寄与度(前期比)	-0.1	0.3	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.4	0.2
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.4	-0.2	-0.1	-0.0	0.3	0.6	0.5	0.5	0.0	0.5	0.2	0.4
全産業活動指数(2010=100)	102.7	103.3	103.7	103.9	104.1	104.4	104.7	105.0	103.6	104.7	103.0	104.2
前期比%	0.3	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	1.0	1.1	0.5	1.2
鉱工業生産指数(2010=100)	96.3	97.6	98.6	98.9	99.4	99.9	100.4	101.0	98.2	100.6	97.1	99.6
前期比%	0.2	1.4	1.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	2.4	-0.7	2.6
第3次産業活動指数(2010=100)	103.8	104.2	104.4	104.5	104.7	104.9	105.2	105.4	104.3	105.1	103.9	104.8
前期比%	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.8	0.8	0.7	0.8
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	99.1	98.9	99.0	99.2	99.3	99.4	99.5	99.7	99.1	99.5	99.2	99.3
前年同期比%	-4.4	-3.6	-2.1	-0.5	0.2	0.5	0.5	0.5	-2.7	0.4	-3.4	0.2
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	99.8	99.6	99.8	100.0	100.3	100.1	100.3	100.4	99.8	100.3	99.7	100.2
前年同期比%	-0.4	-0.5	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	-0.2	0.5	-0.3	0.5
完全失業率(%)	3.2	3.0	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	-0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.07	0.00	-0.07	0.00
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.4	3.4	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.1	3.6	4.1
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	4.8	6.1	5.3	5.7	6.0	6.3	6.6	6.8	5.5	6.4	5.0	6.1
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,715	1,914	1,788	1,823	1,859	1,910	1,984	2,025	1,810	1,944	1,785	1,894
経常収支(季調済年率、兆円)	18.5	19.6	20.4	20.8	21.2	21.8	22.6	23.1	20.1	22.5	19.6	21.6
対名目GDP比率(%)	3.5	3.6	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	3.7	4.1	3.6	4.0
為替レート(¥/\$)	108.1	102.4	114.0	114.0	114.0	114.0	114.0	114.0	109.6	114.0	110.0	114.0
(¥/Euro)	120.7	114.7	122.5	122.5	122.5	122.5	122.5	122.5	120.1	122.5	121.5	122.5

(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、2011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	507.8	506.8	509.4	517.3	516.6	517.7	515.4	518.9	510.4	517.2	510.5	516.7	
前期比年率%	-7.1	-0.8	2.1	6.3	-0.5	0.8	-1.8	2.8					
前年同期比%	-0.3	-1.1	-0.4	-0.1	1.8	2.1	1.1	0.4	-0.4	1.3	0.3	1.2	
国内需要	515.7	515.4	516.2	522.8	523.0	524.6	522.0	523.8	517.6	523.3	519.5	523.1	
前期比年率%	-10.5	-0.3	0.7	5.2	0.1	1.2	-2.0	1.4					
前年同期比%	-0.2	-1.2	-1.4	-1.4	1.5	1.8	1.1	0.1	-1.1	1.1	0.3	0.7	
民間需要	387.4	385.9	386.5	392.7	392.6	393.9	391.2	391.7	388.2	392.4	390.1	392.7	
前期比年率%	-12.2	-1.5	0.6	6.6	-0.1	1.3	-2.7	0.5					
前年同期比%	-0.2	-1.6	-1.7	-1.9	1.4	2.0	1.2	-0.3	-1.4	1.1	0.3	0.7	
民間最終消費支出	291.7	292.7	294.2	295.9	294.7	296.2	294.0	295.2	293.6	295.2	296.4	295.2	
前期比年率%	-18.3	1.3	2.2	2.3	-1.6	2.1	-2.9	1.6					
前年同期比%	-2.8	-2.6	-1.7	-3.6	1.0	1.2	-0.1	-0.1	-2.7	0.5	-0.9	-0.4	
民間住宅投資	15.4	14.3	14.3	14.7	14.9	15.2	15.0	15.2	14.7	15.1	15.2	15.0	
前期比年率%	-31.3	-25.2	-0.6	12.8	5.0	7.3	-4.9	5.2					
前年同期比%	-0.9	-10.7	-14.0	-12.8	-3.1	6.1	4.7	3.0	-9.9	2.7	-4.3	-1.6	
民間企業設備投資	77.9	78.6	79.2	80.2	79.1	79.6	79.9	79.7	79.1	79.6	78.8	79.7	
前期比年率%	-6.8	3.7	2.9	5.1	-5.2	2.4	1.6	-1.2					
前年同期比%	3.9	2.8	2.1	1.4	1.4	1.0	1.0	-0.6	2.5	0.6	5.2	1.2	
民間在庫変動	2.4	0.3	-1.2	2.0	3.9	2.9	2.3	1.6	0.8	2.6	-0.3	2.8	
公的需要	128.3	129.4	129.7	130.1	130.4	130.7	130.8	132.1	129.4	130.9	129.4	130.4	
前期比年率%	-5.1	3.6	0.9	1.3	1.0	1.0	0.2	4.0					
前年同期比%	-0.0	0.0	-0.3	-0.0	1.7	1.1	0.6	1.4	-0.1	1.2	0.7	0.8	
政府最終消費支出	102.5	103.1	103.2	104.2	104.3	104.8	105.5	106.9	103.2	105.3	102.9	104.6	
前期比年率%	-2.3	2.2	0.7	3.7	0.4	1.8	2.9	5.4					
前年同期比%	-0.2	0.2	0.3	1.2	1.7	1.6	2.2	2.7	0.4	2.0	0.5	1.6	
公的固定資本形成	25.7	26.2	26.4	25.9	26.1	26.0	25.3	25.1	26.1	25.5	26.4	25.8	
前期比年率%	-15.2	7.2	3.8	-7.6	3.9	-2.1	-10.8	-2.8					
前年同期比%	0.7	-1.8	-2.0	-4.1	2.0	-0.2	-4.6	-3.4	-2.1	-2.0	0.7	-2.2	
公的在庫変動	0.0	0.2	0.0	0.0	-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	-7.9	-8.4	-6.8	-5.8	-6.6	-7.1	-6.8	-5.1	-7.2	-6.4	-8.9	-6.6	
財貨・サービスの輸出	79.7	80.7	83.4	84.7	81.6	83.4	82.8	83.5	82.2	82.9	80.7	83.1	
前期比年率%	4.3	5.4	13.9	6.6	-14.0	8.9	-2.5	3.2					
前年同期比%	6.7	8.2	12.6	7.6	2.1	3.1	-0.4	-1.3	8.7	0.8	9.3	3.0	
財貨・サービスの輸入	87.6	89.2	90.2	90.5	88.3	90.4	89.6	88.5	89.4	89.2	89.6	89.7	
前期比年率%	-15.6	7.3	4.7	1.4	-9.6	10.3	-3.6	-4.7					
前年同期比%	6.9	6.2	4.6	-0.7	0.6	1.2	-0.6	-2.0	4.1	-0.2	8.3	0.1	

(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、2011暦年連鎖価格)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	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	521.2	523.0	524.5	526.5	527.8	528.2	528.3	529.0	524.0	528.4	522.1	527.8	
前期比年率%	1.8	1.3	1.2	1.5	1.0	0.3	0.1	0.5					
前年同期比%	0.9	1.1	1.8	1.4	1.2	1.0	0.7	0.5	1.3	0.9	1.0	1.1	
国内需要	526.5	526.4	528.0	530.0	531.4	531.6	531.3	532.0	528.0	531.4	526.2	531.0	
前期比年率%	2.1	-0.0	1.2	1.5	1.0	0.2	-0.2	0.5					
前年同期比%	0.7	0.3	1.2	1.3	0.8	1.0	0.6	0.3	0.9	0.7	0.6	0.9	
民間需要	395.2	394.8	394.9	395.3	395.9	396.6	397.4	398.1	395.2	397.1	394.2	396.4	
前期比年率%	3.6	-0.4	0.1	0.3	0.6	0.7	0.8	0.7					
前年同期比%	0.7	0.2	0.9	1.0	0.1	0.5	0.6	0.8	0.7	0.5	0.4	0.5	
民間最終消費支出	295.9	296.9	297.1	297.4	298.0	298.5	299.0	299.5	296.9	298.9	296.4	298.3	
前期比年率%	0.9	1.3	0.3	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6					
前年同期比%	0.4	0.3	1.0	0.7	0.7	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7	0.4	0.6	
民間住宅投資	15.7	16.1	15.9	15.7	15.6	15.6	15.6	15.7	15.9	15.6	15.7	15.6	
前期比年率%	14.8	10.9	-5.9	-4.7	-3.2	1.2	1.0	0.6					
前年同期比%	5.4	6.5	6.0	3.4	-1.0	-3.3	-1.5	-0.1	5.3	-1.5	5.2	-0.7	
民間企業設備投資	80.7	80.5	80.6	80.8	81.0	81.1	81.4	81.7	80.6	81.3	80.3	81.0	
前期比年率%	5.6	-1.4	0.8	0.8	0.9	0.9	1.2	1.3					
前年同期比%	2.2	0.9	0.9	1.4	0.2	1.0	1.0	1.1	1.3	0.8	0.7	0.9	
民間在庫変動	2.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.7	1.3	1.7	1.3	
公的需要	131.3	131.6	133.1	134.8	135.5	135.0	133.9	133.8	132.8	134.3	132.0	134.7	
前期比年率%	-2.4	1.0	4.4	5.2	2.2	-1.5	-3.2	-0.2					
前年同期比%	0.9	0.7	1.9	2.2	2.8	2.5	0.5	-1.0	1.4	1.1	1.2	2.0	
政府最終消費支出	105.8	106.1	106.4	106.7	107.1	107.6	108.2	108.8	106.2	107.9	106.3	107.3	
前期比年率%	-4.2	1.2	1.2	1.1	1.4	1.8	2.3	2.2					
前年同期比%	1.4	1.2	0.9	-0.2	1.2	1.4	1.7	2.0	0.8	1.6	1.6	1.0	
公的固定資本形成	25.5	25.5	26.6	28.0	28.4	27.4	25.7	25.0	26.6	26.4	25.7	27.3	
前期比年率%	6.7	0.3	18.7	22.6	5.5	-13.4	-22.8	-9.8					
前年同期比%	-2.2	-1.8	5.5	11.9	11.2	7.3	-3.6	-10.8	4.0	-0.5	-0.3	6.1	
公的在庫変動	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	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.9	-3.7	-3.3	-3.3	-4.3	-3.6	-4.6	-3.7	
財貨・サービスの輸出	82.4	83.7	84.5	85.4	86.3	87.2	88.2	89.2	83.9	87.7	83.5	86.7	
前期比年率%	-5.2	6.5	4.1	4.3	4.1	4.3	4.9	4.5					
前年同期比%	0.5	0.4	1.9	2.2	4.9	4.1	4.4	4.5	1.3	4.5	0.4	3.9	
財貨・サービスの輸入	87.8	87.5	88.3	89.3	90.2	90.9	91.5	92.5	88.2	91.3	88.0	90.4	
前期比年率%	-3.5	-1.4	4.1	4.3	4.2	3.0	3.0	4.1					
前年同期比%	-0.7	-3.3	-1.5	0.7	2.8	3.9	3.6	3.6	-1.2	3.5	-1.9	2.8	

(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	512.5	512.6	517.1	528.6	529.7	532.7	531.3	535.4	517.9	532.2	513.7	530.5	
前期比年率%	0.2	0.0	3.6	9.2	0.9	2.3	-1.0	3.1					
前年同期比%	2.0	0.9	2.0	3.3	3.3	3.9	2.6	1.3	2.1	2.8	2.1	3.3	
国内需要	524.2	524.2	525.5	531.3	532.5	533.9	531.5	531.3	526.5	532.2	526.4	532.3	
前期比年率%	-4.9	-0.0	1.0	4.4	0.9	1.0	-1.8	-0.1					
前年同期比%	2.3	1.0	0.7	0.1	1.6	1.8	1.0	-0.1	1.0	1.1	2.2	1.1	
民間需要	394.0	392.6	393.7	399.4	400.0	401.3	398.6	397.9	395.0	399.4	395.5	399.9	
前期比年率%	-7.0	-1.4	1.1	5.9	0.7	1.2	-2.6	-0.8					
前年同期比%	2.4	0.6	0.2	-0.4	1.6	2.1	1.2	-0.5	0.7	1.1	2.2	1.1	
民間最終消費支出	296.5	297.6	299.2	300.2	299.6	301.3	299.2	299.3	298.4	299.9	300.1	300.1	
前期比年率%	-12.7	1.5	2.1	1.4	-0.7	2.2	-2.7	0.1					
前年同期比%	-0.1	-0.1	0.3	-2.2	1.1	1.2	-0.0	-0.3	-0.5	0.5	1.2	-0.0	
民間住宅投資	16.3	15.2	15.1	15.6	15.8	16.1	15.9	16.0	15.5	15.9	16.0	15.8	
前期比年率%	-23.4	-24.8	-1.2	13.7	4.8	8.2	-5.6	2.5					
前年同期比%	3.9	-7.3	-11.5	-10.3	-3.0	6.4	4.9	2.3	-6.7	2.7	-0.9	-0.7	
民間企業設備投資	78.7	79.7	80.5	81.9	80.9	81.3	81.5	81.1	80.3	81.2	79.7	81.4	
前期比年率%	-6.4	5.0	3.9	7.4	-4.9	2.0	0.9	-2.0					
前年同期比%	5.2	4.2	3.4	2.7	2.6	1.8	1.4	-0.9	3.8	1.1	6.4	2.1	
民間在庫変動	2.6	0.1	-1.1	1.7	3.7	2.6	2.1	1.5	0.8	2.4	-0.3	2.5	
公的需要	130.2	131.6	131.9	131.9	132.4	132.6	132.8	133.5	131.5	132.8	130.9	132.4	
前期比年率%	1.6	4.4	0.9	0.1	1.5	0.5	0.8	1.8					
前年同期比%	2.1	2.3	2.1	1.8	1.6	0.8	0.5	1.2	2.1	1.0	2.4	1.1	
政府最終消費支出	103.5	104.2	104.4	104.8	104.9	105.4	106.4	107.3	104.3	106.0	103.6	105.3	
前期比年率%	4.8	2.7	0.8	1.5	0.4	1.7	4.0	3.5					
前年同期比%	1.8	2.2	2.6	2.9	1.2	1.0	1.8	2.8	2.4	1.7	2.1	1.7	
公的固定資本形成	26.7	27.2	27.5	27.1	27.5	27.2	26.4	26.1	27.1	26.7	27.2	27.0	
前期比年率%	-9.2	8.5	3.8	-5.4	6.6	-4.1	-11.0	-5.1					
前年同期比%	3.9	1.7	0.5	-1.6	3.7	0.6	-3.9	-4.0	0.8	-1.4	3.4	-0.8	
公的在庫変動	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-11.7	-11.6	-8.5	-2.7	-2.7	-1.1	-0.2	4.1	-8.6	0.0	-12.7	-1.7	
財貨・サービスの輸出	87.4	90.4	95.7	95.5	92.9	94.8	91.0	87.9	92.3	91.7	90.1	93.6	
前期比年率%	3.0	14.7	25.6	-1.0	-10.2	8.1	-15.0	-12.7					
前年同期比%	7.6	10.3	18.1	10.1	5.7	5.0	-4.6	-7.9	11.5	-0.7	12.6	3.8	
財貨・サービスの輸入	99.1	102.0	104.2	98.2	95.7	95.9	91.2	83.9	100.9	91.6	102.8	95.3	
前期比年率%	-21.8	12.5	8.7	-21.1	-9.9	1.0	-18.4	-28.3					
前年同期比%	9.2	9.5	7.8	-7.0	-3.8	-6.0	-12.1	-14.8	4.5	-9.2	12.1	-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	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	536.7	537.3	539.8	542.9	545.2	546.2	546.9	548.4	539.3	546.7	537.4	545.3
前期比年率%	1.0	0.5	1.9	2.3	1.7	0.7	0.5	1.1				
前年同期比%	1.3	0.9	1.7	1.4	1.6	1.6	1.3	1.0	1.3	1.4	1.3	1.5
国内需要	532.1	531.7	534.1	536.9	539.0	539.6	539.7	540.9	533.8	539.6	532.3	538.7
前期比年率%	0.6	-0.3	1.8	2.2	1.5	0.4	0.1	0.9				
前年同期比%	-0.0	-0.5	0.5	1.2	1.2	1.5	1.0	0.7	0.3	1.1	0.0	1.2
民間需要	399.9	399.2	400.0	400.9	402.1	403.1	404.3	405.5	400.0	403.8	399.2	402.6
前期比年率%	2.0	-0.6	0.7	1.0	1.2	1.0	1.2	1.2				
前年同期比%	-0.0	-0.6	0.3	0.8	0.5	1.0	1.1	1.2	0.1	0.9	-0.2	0.9
民間最終消費支出	299.5	300.0	300.5	301.2	302.0	302.7	303.4	304.0	300.3	303.0	299.8	302.3
前期比年率%	0.3	0.7	0.7	0.9	1.2	0.9	0.9	0.8				
前年同期比%	-0.1	-0.4	0.5	0.6	0.9	0.9	1.0	0.9	0.1	0.9	-0.1	0.8
民間住宅投資	16.4	16.9	16.7	16.5	16.5	16.5	16.5	16.6	16.7	16.5	16.5	16.5
前期比年率%	12.6	11.8	-4.8	-3.7	-2.2	1.3	0.8	1.4				
前年同期比%	4.2	5.3	5.3	3.7	0.0	-2.5	-1.0	0.3	4.6	-0.8	4.3	0.0
民間企業設備投資	81.7	81.0	81.4	81.9	82.2	82.6	83.0	83.6	81.5	82.9	81.2	82.4
前期比年率%	3.0	-3.2	2.0	2.3	1.8	1.6	2.2	2.7				
前年同期比%	1.0	-0.5	-0.1	0.9	0.7	2.0	2.0	2.1	0.3	1.7	-0.2	1.4
民間在庫変動	2.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	1.3	1.6	1.3
公的需要	132.3	132.4	134.1	136.0	136.9	136.5	135.4	135.4	133.8	135.8	133.1	136.1
前期比年率%	-3.4	0.5	5.1	5.8	2.7	-1.3	-3.1	0.1				
前年同期比%	0.0	-0.1	1.1	2.2	3.1	3.1	0.9	-0.8	0.8	1.5	0.6	2.3
政府最終消費支出	105.8	106.1	106.5	106.9	107.4	108.0	108.7	109.4	106.3	108.3	106.4	107.7
前期比年率%	-5.4	0.9	1.6	1.5	1.8	2.2	2.7	2.6				
前年同期比%	0.7	0.6	0.1	-0.6	1.6	1.8	2.0	2.4	0.2	2.0	1.0	1.2
公的固定資本形成	26.4	26.4	27.6	29.1	29.5	28.5	26.7	26.0	27.6	27.5	26.7	28.4
前期比年率%	5.2	-1.0	20.1	23.6	5.9	-13.4	-22.7	-9.8				
前年同期比%	-3.6	-3.0	4.5	11.7	11.5	8.0	-3.3	-10.7	3.1	-0.2	-1.3	6.4
公的在庫変動	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	4.5	5.6	5.8	6.0	6.2	6.6	7.2	7.4	5.5	6.9	5.0	6.5
財貨・サービスの輸出	84.5	83.8	84.9	86.1	87.4	88.6	89.9	91.3	84.8	89.3	85.3	88.0
前期比年率%	-14.6	-3.4	5.1	6.0	5.9	5.6	6.4	6.0				
前年同期比%	-9.4	-11.2	-6.9	-2.1	3.6	5.5	6.1	6.0	-7.5	5.3	-8.9	3.2
財貨・サービスの輸入	80.0	78.2	79.1	80.1	81.2	82.0	82.8	83.8	79.3	82.4	80.2	81.5
前期比年率%	-17.2	-8.7	4.7	5.3	5.2	4.0	4.1	5.2				
前年同期比%	-16.5	-18.4	-13.4	-4.4	1.5	4.8	4.8	4.6	-13.5	3.9	-15.8	1.6

(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 (2011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	100.9	101.1	101.5	102.2	102.5	102.9	103.1	103.2	101.5	102.9	100.6	102.7	
前期比%	1.9	0.2	0.4	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1					
前年同期比%	2.2	2.1	2.4	3.3	1.6	1.8	1.5	0.9	2.5	1.4	1.7	2.0	
民間最終消費支出	101.6	101.7	101.7	101.5	101.7	101.7	101.8	101.4	101.6	101.6	101.2	101.6	
前期比%	1.7	0.1	-0.0	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.4					
前年同期比%	2.8	2.5	2.1	1.5	0.1	-0.1	0.0	-0.2	2.2	-0.0	2.0	0.4	
民間住宅投資	105.7	105.9	105.7	105.9	105.9	106.1	105.9	105.2	105.8	105.8	105.0	106.0	
前期比%	2.8	0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.2	-0.7					
前年同期比%	4.8	3.9	3.0	2.9	0.1	0.2	0.2	-0.7	3.6	-0.0	3.5	0.9	
民間企業設備投資	101.1	101.4	101.6	102.2	102.3	102.2	102.0	101.8	101.6	102.0	101.2	102.2	
前期比%	0.1	0.3	0.2	0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.2					
前年同期比%	1.2	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9	0.4	-0.4	1.3	0.4	1.2	0.9	
政府最終消費支出	100.9	101.1	101.1	100.6	100.6	100.6	100.8	100.4	101.0	100.7	100.6	100.7	
前期比%	1.8	0.1	0.0	-0.5	-0.0	-0.0	0.2	-0.4					
前年同期比%	2.0	1.9	2.3	1.7	-0.5	-0.6	-0.4	0.1	2.0	-0.3	1.5	0.1	
公的固定資本形成	103.7	104.0	104.0	104.6	105.3	104.7	104.7	104.1	104.1	104.6	103.3	104.8	
前期比%	1.7	0.3	-0.0	0.6	0.6	-0.5	-0.0	-0.6					
前年同期比%	3.3	3.6	2.6	2.6	1.6	0.7	0.7	-0.6	2.9	0.5	2.7	1.4	
財貨・サービスの輸出	109.6	112.0	114.8	112.7	113.9	113.7	109.9	105.4	112.3	110.6	111.7	112.5	
前期比%	-0.3	2.1	2.5	-1.8	1.1	-0.2	-3.4	-4.1					
前年同期比%	0.9	2.0	4.9	2.3	3.5	1.9	-4.2	-6.7	2.6	-1.5	3.0	0.8	
財貨・サービスの輸入	113.1	114.4	115.5	108.5	108.4	106.0	101.7	94.7	112.9	102.7	114.8	106.2	
前期比%	-1.9	1.2	1.0	-6.1	-0.1	-2.2	-4.1	-6.9					
前年同期比%	2.1	3.1	3.0	-6.4	-4.4	-7.2	-11.6	-13.1	0.3	-9.0	3.5	-7.4	

(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 (2011暦年=100)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	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	103.0	102.7	102.9	103.1	103.3	103.4	103.5	103.7	102.9	103.4	102.9	103.3	
前期比%	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.4	-0.2	-0.1	-0.0	0.3	0.6	0.5	0.5	0.0	0.5	0.2	0.4	
民間最終消費支出	101.2	101.1	101.2	101.3	101.4	101.4	101.5	101.5	101.1	101.4	101.1	101.3	
前期比%	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.5	-0.7	-0.6	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.2	-0.5	0.3	-0.5	0.2	
民間住宅投資	104.7	104.9	105.2	105.5	105.7	105.8	105.7	105.9	105.1	105.8	105.0	105.7	
前期比%	-0.5	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	-0.0	0.2					
前年同期比%	-1.2	-1.1	-0.7	0.2	1.0	0.8	0.5	0.4	-0.7	0.7	-0.9	0.6	
民間企業設備投資	101.1	100.7	101.0	101.4	101.6	101.8	102.0	102.4	101.1	102.0	101.2	101.7	
前期比%	-0.6	-0.5	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	-1.2	-1.4	-1.0	-0.4	0.5	1.0	1.0	1.0	-1.0	0.9	-1.0	0.5	
政府最終消費支出	100.0	100.0	100.1	100.2	100.3	100.4	100.5	100.6	100.1	100.4	100.1	100.4	
前期比%	-0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.7	-0.6	-0.7	-0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	-0.6	0.4	-0.5	0.2	
公的固定資本形成	103.7	103.4	103.7	103.9	104.0	104.0	104.0	104.0	103.7	104.0	103.7	104.0	
前期比%	-0.3	-0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	-1.5	-1.3	-1.0	-0.1	0.3	0.6	0.3	0.1	-0.9	0.3	-1.0	0.2	
財貨・サービスの輸出	102.6	100.2	100.4	100.8	101.3	101.6	102.0	102.3	101.1	101.8	102.2	101.5	
前期比%	-2.6	-2.4	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4					
前年同期比%	-9.9	-11.6	-8.6	-4.2	-1.3	1.3	1.6	1.4	-8.6	0.8	-9.2	-0.7	
財貨・サービスの輸入	91.2	89.4	89.6	89.8	90.0	90.2	90.4	90.7	90.0	90.3	91.2	90.1	
前期比%	-3.8	-1.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	-16.0	-15.6	-12.2	-5.0	-1.2	0.8	1.1	0.9	-12.4	0.4	-14.2	-1.1	

(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	-1.8	-0.2	0.5	1.5	-0.1	0.2	-0.4	0.7	-0.4	1.3	0.3	1.2	
国内需要	-2.8	-0.1	0.2	1.3	0.0	0.3	-0.5	0.3	-1.1	1.1	0.4	0.7	
民間需要	-2.5	-0.3	0.1	1.2	-0.0	0.3	-0.5	0.1	-1.0	0.8	0.2	0.5	
民間最終消費支出	-2.9	0.2	0.3	0.3	-0.2	0.3	-0.4	0.2	-1.6	0.3	-0.5	-0.2	
民間住宅投資	-0.3	-0.2	-0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	
民間企業設備投資	-0.3	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.1	-0.0	0.4	0.1	0.8	0.2	
民間在庫品増加	1.0	-0.4	-0.3	0.6	0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.5	0.4	0.1	0.6	
公的需要	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	-0.0	0.3	0.2	0.2	
政府最終消費支出	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	
公的固定資本形成	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.0	-0.1	-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	1.0	-0.1	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.4	0.6	0.2	-0.0	0.5	
財貨・サービスの輸出	0.2	0.2	0.6	0.3	-0.7	0.4	-0.1	0.1	1.4	0.1	1.5	0.5	
財貨・サービスの輸入	0.8	-0.3	-0.2	-0.1	0.5	-0.5	0.2	0.2	-0.8	0.0	-1.5	-0.0	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-0.3	-1.1	-0.4	-0.1	1.8	2.1	1.1	0.4	-0.4	1.3	0.3	1.2	
国内需要	-0.1	-1.3	-1.4	-1.4	1.5	1.8	1.1	0.2	-1.1	1.1	0.4	0.7	
民間需要	-0.1	-1.3	-1.3	-1.4	1.1	1.5	0.9	-0.1	-1.0	0.8	0.2	0.5	
民間最終消費支出	-1.6	-1.5	-1.0	-2.2	0.6	0.7	-0.0	-0.0	-1.6	0.3	-0.5	-0.2	
民間住宅投資	-0.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	
民間企業設備投資	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.4	0.1	0.8	0.2	
民間在庫変動	1.0	0.2	-0.2	0.9	0.4	0.5	0.7	-0.1	0.5	0.4	0.1	0.6	
公的需要	-0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.4	0.3	0.2	0.3	-0.0	0.3	0.2	0.2	
政府最終消費支出	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.1	0.4	0.1	0.3	
公的固定資本形成	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	-0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
公的在庫変動	-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	0.3	0.0	0.1	0.6	0.2	-0.0	0.5	
財貨・サービスの輸出	1.1	1.3	2.0	1.3	0.4	0.6	-0.1	-0.2	1.4	0.1	1.5	0.5	
財貨・サービスの輸入	-1.3	-1.1	-0.9	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.4	-0.8	0.0	-1.5	-0.0	

(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	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	0.5	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	1.3	0.9	1.0	1.1
国内需要	0.5	-0.0	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.9	0.7	0.6	0.9
民間需要	0.7	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.5	0.4	0.3	0.4
民間最終消費支出	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.2	0.4
民間住宅投資	0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.0	0.2	-0.0
民間企業設備投資	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
民間在庫変動	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1
公的需要	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.0	0.4	0.3	0.3	0.5
政府最終消費支出	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.1	0.0	0.2	0.3	0.1	-0.2	-0.3	-0.1	0.2	-0.0	-0.0	0.3
公的在庫変動	-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	0.3	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0	0.4	0.1	0.4	0.2
財貨・サービスの輸出	-0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.1	0.6
財貨・サービスの輸入	0.2	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.3	-0.4
2. 前年同期比%												
実質GDP成長率	0.9	1.1	1.8	1.4	1.2	1.0	0.7	0.5	1.3	0.9	1.0	1.1
国内需要	0.7	0.3	1.2	1.3	0.8	1.0	0.6	0.3	0.9	0.7	0.6	0.9
民間需要	0.5	0.2	0.7	0.7	0.1	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4
民間最終消費支出	0.2	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4
民間住宅投資	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	0.2	-0.0	0.2	-0.0
民間企業設備投資	0.3	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
民間在庫変動	-0.1	-0.3	-0.2	-0.0	-0.3	0.0	0.0	-0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1
公的需要	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	0.1	-0.3	0.4	0.3	0.3	0.5
政府最終消費支出	0.3	0.2	0.2	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
公的固定資本形成	-0.1	-0.1	0.3	0.7	0.4	0.3	-0.2	-0.7	0.2	-0.0	-0.0	0.3
公的在庫変動	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	0.2	0.7	0.6	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.4	0.1	0.4	0.2
財貨・サービスの輸出	0.1	0.1	0.3	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7	0.2	0.7	0.1	0.6
財貨・サービスの輸入	0.1	0.6	0.3	-0.1	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	0.2	-0.6	0.3	-0.4

(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。

(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	
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%	3.8	3.9	3.9	4.0	3.6	3.4	3.3	3.2	4.0	3.4	4.0	3.6	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	103.0	97.2	73.2	48.6	57.8	46.5	42.2	33.6	80.5	45.0	92.9	48.8	
前年同期比%	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	-43.9	-52.2	-42.4	-30.8	-18.7	-44.1	-5.2	-47.5	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	15,901	16,095	16,187	16,269	16,374	16,455	16,491	16,525	16,113	16,461	15,982	16,397	
前期比年率%	4.0	5.0	2.3	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8					
前年同期比%	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)	236.8	237.3	237.1	235.4	236.8	237.6	238.1	237.9	236.7	237.7	236.7	237.0	
前期比年率%	1.9	0.9	-0.3	-2.9	2.4	1.4	0.8	-0.3					
前年同期比%	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)	110.9	111.3	111.1	109.8	110.0	110.2	109.6	109.7	110.8	109.9	110.9	109.9	
前期比年率%	2.2	1.2	-0.7	-4.6	1.0	0.6	-2.0	0.4					
前年同期比%	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	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	103.5	104.2	104.4	104.8	104.9	105.4	106.4	107.3	104.3	106.0	103.6	105.3	
前期比年率%	4.8	2.7	0.8	1.5	0.4	1.7	4.0	3.5					
前年同期比%	1.8	2.2	2.6	2.9	1.2	1.0	1.8	2.8	2.4	1.7	2.1	1.7	
名目公的固定資本形成 (兆円)	26.7	27.2	27.5	27.1	27.5	27.2	26.4	26.1	27.1	26.7	27.2	27.0	
前期比年率%	-9.2	8.5	3.8	-5.4	6.6	-4.1	-11.0	-5.1					
前年同期比%	3.9	1.7	0.5	-1.6	3.7	0.6	-3.9	-4.0	0.8	-1.4	3.4	-0.8	
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	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. 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%	3.4	3.4	3.3	3.6	3.5	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.5	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	45.6	44.9	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	47.6	50.0	43.6	50.0	
前年同期比%	-21.1	-3.4	18.6	48.7	9.5	11.3	0.0	0.0	5.8	4.9	-10.7	14.8	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	16,583	16,713	16,800	16,889	16,977	17,062	17,150	17,245	16,746	17,108	16,655	17,020	
前期比年率%	1.4	3.2	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1	2.2					
前年同期比%	1.3	1.6	1.9	2.2	2.4	2.1	2.1	2.1	1.7	2.2	1.6	2.2	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	239.4	240.4	242.4	243.5	244.9	246.3	247.6	248.9	241.4	246.9	240.0	245.6	
前期比年率%	2.5	1.6	3.4	1.9	2.3	2.3	2.1	2.2					
前年同期比%	1.0	1.1	1.8	2.4	2.3	2.5	2.1	2.2	1.6	2.3	1.3	2.3	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	110.2	110.4	110.8	111.3	111.8	112.4	112.9	113.4	110.7	112.6	110.3	112.1	
前期比年率%	1.7	0.7	1.4	1.7	2.0	2.0	1.8	1.9					
前年同期比%	0.1	0.2	1.1	1.4	1.4	1.8	1.9	1.9	0.7	1.8	0.3	1.6	
F Fレート (期末、%)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.75	1.25	0.75	1.25	
10年物国債利回り (%)	1.75	1.56	2.11	2.41	2.42	2.48	2.52	2.66	1.96	2.52	1.84	2.46	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	105.8	106.1	106.5	106.9	107.4	108.0	108.7	109.4	106.3	108.3	106.4	107.7	
前期比年率%	-5.4	0.9	1.6	1.5	1.8	2.2	2.7	2.6					
前年同期比%	0.7	0.6	0.1	-0.6	1.6	1.8	2.0	2.4	0.2	2.0	1.0	1.2	
名目公的固定資本形成 (兆円)	26.4	26.4	27.6	29.1	29.5	28.5	26.7	26.0	27.6	27.5	26.7	28.4	
前期比年率%	5.2	-1.0	20.1	23.6	5.9	-13.4	-22.7	-9.8					
前年同期比%	-3.6	-3.0	4.5	11.7	11.5	8.0	-3.3	-10.7	3.1	-0.2	-1.3	6.4	
為替レート (¥/\$)	108.1	102.4	114.0	114.0	114.0	114.0	114.0	114.0	109.6	114.0	110.0	114.0	
(¥/Euro)	120.7	114.7	122.5	122.5	122.5	122.5	122.5	122.5	120.1	122.5	121.5	122.5	

(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。