

2017年3月9日 全59頁

第192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 前田 和馬
田中 誠人

第192回日本経済予測（改訂版）

トランプ政権成立で何が起きるのか？
～「グレートローテーション」や働き方改革などを検証～

実質 GDP：2016年度+1.4%、2017年度+1.4%、2018年度+1.1%
名目 GDP：2016年度+1.4%、2017年度+1.7%、2018年度+1.8%

第 192 回日本経済予測(改訂版)

【予測のポイント】

- (1) **日本経済はバランスの取れた成長軌道へ**: 2016年10-12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+1.4%(前回:同+1.3%)、2017年度が同+1.4%(同:同+1.3%)、2018年度が同+1.1%(同:同+1.1%)である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しだ。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: トランプ政権成立で何が起きるのか?**: 2017年1月に米国でトランプ政権が成立したことを受け、①保護貿易主義化、②移民政策、③米国の通貨戦略についてその影響を検証した。主な結論は以下の3点である。第一に、米国がNAFTAから脱退するだけであれば、日本経済への影響は軽微なものにとどまるが、国境税調整が導入された場合には、日本の実質GDPは▲0.4%程度下押しされる可能性がある。第二に、200万~300万人の不法移民の強制送還によって労働者が減少すれば、米国の潜在GDPは▲0.7~▲1.1%程度押し下げられるリスクがある。第三に、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「ドル安政策」に踏み切る可能性がある(→トランプ政権成立が日本経済に与える影響についてご関心のある方は、弊社が2016年12月に緊急出版した『日経プレミアシリーズ: トランプ政権で日本経済はこうなる』(日本経済新聞出版社)をご一読いただきたい)。
- (3) **論点②: 「グレートローテーション」は継続するか?**: 現状、世界的なマネーの流れは、債券から株式へとシフトする「グレートローテーション」の様相を呈している。これは、FRBが2015年12月から利上げ局面に入ったことで長期金利が上昇を続ける一方、世界的な景気の回復により株高が継続しているために起きている。グレートローテーションは、景気が下降し、株式相場が調整局面に入ると終了する。今後グレートローテーションが継続するか否かを占うメルクマールとしては、①世界経済の成長率が上方修正されるか、②銅価格が上昇するか、③米国の通貨当局がドル安政策を取るか、という3点に注目したい。
- (4) **論点③: 日本経済再生にとって今なぜ働き方改革が重要か?**: 日本経済は、トランプ政権の影響という「外患」に備えることが非常に重要な一方で、潜在成長率の長期低迷という国内の構造的な「内憂」にもしっかりと向き合う必要がある。人口減少社会に突入している日本では、潜在成長率の向上という観点から、働き方改革の加速などを通じて女性や高齢者の活躍を一層進めることが課題となっている。女性の積極的な労働参加が進む欧州諸国と比べると、日本は依然として見劣りしており、女性の労働市場への参加余地はまだ大きい。仮に育児や介護対策で就業障壁が完全に撤廃されることになれば、最大で100万人以上の女性が就業することができる計算となる。
- (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トランプ大統領の政策、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。
- (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▲1.3%、17年度+4.6%、18年度▲1.5%と想定。
- (2) 為替レートは16年度108.5円/ドル、17年度113.9円/ドル、18年度113.9円/ドルとした。
- (3) 米国実質GDP成長率(暦年)は16年+1.6%、17年+2.3%、18年+2.6%とした。

第192回日本経済予測 改訂版 (2017年3月8日)

	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)	2016暦年	2017暦年 (予測)	2018暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.4	1.7	1.8	1.3	1.7	1.7
実質GDP成長率 (2011暦年連鎖価格)	1.4	1.4	1.1	1.0	1.6	1.1
内需寄与度	0.8	1.2	1.1	0.5	1.2	1.0
外需寄与度	0.6	0.2	0.0	0.5	0.4	0.1
GDPデフレーター	-0.0	0.3	0.6	0.3	0.1	0.6
全産業活動指数上昇率	0.9	1.4	1.4	0.6	1.4	1.4
鉱工業生産指数上昇率	1.4	3.2	2.0	-0.2	3.6	2.2
第3次産業活動指数上昇率	0.6	1.0	1.2	0.7	0.9	1.2
国内企業物価上昇率	-2.7	2.0	2.6	-3.5	1.2	3.0
消費者物価上昇率 (生鮮食品除く総合)	-0.2	0.9	0.7	-0.3	0.7	0.7
失業率	3.1	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0
10年物国債利回り	-0.06	0.00	0.00	-0.07	0.00	0.00
マネースtock (M2) 増加率	3.6	3.9	3.9	3.5	3.9	3.9
国際収支統計						
貿易収支 (兆円)	6.0	5.4	5.5	5.6	5.6	5.5
経常収支 (億ドル)	1855	1708	1812	1897	1712	1795
経常収支 (兆円)	20.3	19.6	20.8	20.6	19.5	20.4
対名目GDP比率	3.8	3.6	3.7	3.8	3.6	3.7
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	0.6 (0.4)	0.7 (0.4)	0.9 (0.5)	0.4 (0.2)	0.7 (0.4)	0.8 (0.5)
民間住宅投資	6.2 (0.2)	0.2 (0.0)	2.7 (0.1)	5.6 (0.2)	1.5 (0.0)	1.6 (0.0)
民間設備投資	2.5 (0.4)	2.1 (0.3)	2.2 (0.3)	1.4 (0.2)	2.6 (0.4)	1.9 (0.3)
政府最終消費	0.7 (0.1)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	1.5 (0.3)	0.5 (0.1)	0.8 (0.2)
公共投資	-0.6 (-0.0)	3.9 (0.2)	-1.7 (-0.1)	-3.0 (-0.2)	5.7 (0.3)	-1.9 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	2.6 (0.4)	3.9 (0.6)	2.3 (0.4)	1.2 (0.2)	4.2 (0.7)	2.6 (0.4)
財貨・サービスの輸入	-1.2 (0.2)	2.4 (-0.4)	2.1 (-0.4)	-1.7 (0.3)	1.8 (-0.3)	2.2 (-0.3)
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	3.6	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	48.2	52.9	52.9	43.5	52.9	52.9
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率 (2009暦年連鎖価格)	1.8	2.3	2.7	1.6	2.3	2.6
米国の消費者物価上昇率	1.7	2.7	2.5	1.3	2.8	2.5
(3) 日本経済						
名目公共投資	-1.3	4.6	-1.5	-3.8	6.4	-1.6
為替レート (円/ドル)	108.5	113.9	113.9	108.8	113.9	113.9
(円/ユーロ)	118.7	120.4	120.4	120.6	120.4	120.4

(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 (3月8日)			前回予測 (2月17日)			前回との差		
	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度	2017年度	2018年度	2016年度	2017年度	2018年度
1. 主要経済指標									
名目GDP成長率	1.4	1.7	1.8	1.3	1.8	1.6	0.1	-0.1	0.1
実質GDP成長率(2011暦年連鎖価格)	1.4	1.4	1.1	1.3	1.3	1.1	0.1	0.1	-0.0
内需寄与度	0.8	1.2	1.1	0.7	1.1	1.1	0.1	0.1	-0.0
外需寄与度	0.6	0.2	0.0	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.0
GDPデフレーター	-0.0	0.3	0.6	-0.0	0.5	0.5	0.0	-0.2	0.2
全産業活動指数上昇率	0.9	1.4	1.4	1.0	1.4	1.7	-0.1	0.0	-0.4
鉱工業生産指数上昇率	1.4	3.2	2.0	1.6	3.7	2.6	-0.2	-0.5	-0.6
第3次産業活動指数上昇率	0.6	1.0	1.2	0.7	0.8	1.5	-0.0	0.2	-0.3
国内企業物価上昇率	-2.7	2.0	2.6	-2.7	2.0	2.6	0.0	0.0	0.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	-0.2	0.9	0.7	-0.2	0.9	0.7	0.0	0.0	0.0
失業率	3.1	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	0.0	0.0	0.0
10年物国債利回り	-0.06	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
マネーストック(M2)増加率	3.6	3.9	3.9	3.6	3.9	3.9	0.0	0.0	0.0
国際収支統計									
貿易収支(兆円)	6.0	5.4	5.5	5.8	5.8	6.2	0.2	-0.4	-0.7
経常収支(億ドル)	1855	1708	1812	1840	1823	1953	16	-114	-141
経常収支(兆円)	20.3	19.6	20.8	20.2	21.1	22.6	0.1	-1.4	-1.8
対名目GDP比率	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	0.0	-0.3	-0.3
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	0.9	0.6	0.8	0.9	0.0	-0.1	-0.0
民間住宅投資	6.2	0.2	2.7	6.2	0.2	2.7	0.0	-0.0	0.0
民間設備投資	2.5	2.1	2.2	1.7	1.5	2.2	0.8	0.6	0.0
政府最終消費	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	-0.1	-0.1	-0.0
公共投資	-0.6	3.9	-1.7	-0.8	3.1	-1.6	0.1	0.8	-0.1
財貨・サービスの輸出	2.6	3.9	2.3	2.6	3.9	2.3	0.0	0.0	-0.0
財貨・サービスの輸入	-1.2	2.4	2.1	-1.2	2.4	2.1	-0.0	-0.0	-0.0
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	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	0.1	0.0	-0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	48.2	52.9	52.9	48.4	53.9	53.9	-0.2	-1.0	-1.0
(2) 米国経済									
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	1.8	2.3	2.7	1.8	2.3	2.7	0.0	0.0	-0.0
米国の消費者物価上昇率	1.7	2.7	2.5	1.6	2.4	2.3	0.0	0.3	0.3
(3) 日本経済									
名目公共投資	-1.3	4.6	-1.5	-1.2	4.5	-0.8	-0.0	0.1	-0.7
為替レート(円/ドル)	108.5	113.9	113.9	108.5	114.0	114.0	-0.0	-0.1	-0.1
(円/ユーロ)	118.7	120.4	120.4	118.9	121.0	121.0	-0.2	-0.6	-0.6

(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：バランスの取れた成長軌道へ	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が継続	11
2. 論点①：トランプ政権成立で何が起きるのか？	16
2.1 ポイント①：米国の保護貿易主義化が世界経済に与える影響は？	17
2.2 ポイント②：不法移民の強制送還の影響は？	22
2.3 ポイント③：米国は「ドル安カード」を切るのか？	24
3. 論点②：「グレートローテーション」は継続するか？	28
3.1 債券から株式へのマネーシフト	28
3.2 「グレートローテーション」が継続するか否かを占う3つのメルクマール	30
4. 論点③：日本経済再生にとって今なぜ働き方改革が重要か？	32
4.1 日本経済を覆う潜在成長率の長期低迷という「内憂」	32
4.2 働き方改革に関する3つのポイント	34
5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に	37
5.1 中国経済が抱える問題の全体像	38
5.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるのか？	41
5.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し	42
6. 補論：マクロリスクシミュレーション	43
6.1 円高	43
6.2 原油高騰	44
6.3 世界需要の低下	44
6.4 金利上昇	44
7. 四半期計数表	47

第 192 回日本経済予測（改訂版）

トランプ政権成立で何が起きるのか？

～「グレートローテーション」や働き方改革などを検証～

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	前田 和馬
		田中 誠人

日本経済はバランスの取れた成長軌道へ

2016 年 10-12 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+1.4%（前回：同+1.3%）、2017 年度が同+1.4%（同：同+1.3%）、2018 年度が同+1.1%（同：同+1.1%）である。先行きの日本経済は、①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しだ。

実質 GDP 成長率は一次速報から上方修正だが、市場コンセンサスを下回る

2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+1.2%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+1.0%、前期比+0.2%）から上方修正されたものの、市場コンセンサス（前期比年率+1.6%、前期比+0.4%）を下回った。

今回の改定は、市場コンセンサスには届かなかったものの、その主因は在庫調整の一段の進展にあるとみられることから、過度に悲観する必要はないだろう。むしろ設備投資の上方修正を中心に、外需主導から内外需のバランスの取れた成長へと日本経済がシフトしつつあることが注目に値する。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メインシナリオを再確認させる内容であった。

民間設備投資の上方修正が全体を押し上げ

一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間在庫変動、公的資本形成、民間住宅が下方修正される一方で、民間企業設備、民間消費が上方修正され、全体を押し上げた。

民間最終消費支出は、主に 12 月分の基礎統計を反映して前期比+0.0%（一次速報：同▲0.0%）と、わずかながら増加となった。中身を見ると、引き続き「耐久財」が強かったほか、半耐久財の減少幅が縮小、サービスの増加幅がわずかながら拡大した一方で、非耐久財の減少幅は拡大した。民間設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比+2.0%（一次速報：同+0.9%）と上方修正された。形態別総固定資本形成を確認すると、輸送用機械の伸びがとりわけ大きいですが、その増勢は一服しつつある。その他の機械設備等や知的財産生産物は一進一退ながら 10-12 月期は増加を記録した。他方、2016 年中頃まで増勢を続けてきた住宅、その他の建物・構築物はわずかながら減少した。

在庫投資は前期比寄与度▲0.2%pt と一次速報（同▲0.1%pt）から下方修正されている。形態別の寄与度を見ると、「原材料在庫」「製品在庫」が上方修正されたものの、「仕掛品在庫」の下方修正が大きく、全体を押し下げた。公的資本形成は基礎統計の直近値の反映により下方修正され、前期比▲2.5%（一次速報：同▲1.8%）となった。輸出・輸入に修正はない。他の項目については、若干ながら住宅投資と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。

需要項目別動向：外需主導だが、内需寄与も徐々に拡大

2016 年 10-12 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+0.0%（一次速報：同▲0.0%）と、わずかながら 4 四半期連続の増加となった。エネルギー支出と生鮮食品の値上がり等を背景に非耐久財・半耐久財の消費は下押しされたが、16 年度に入ってから続いてきた耐久財の買い替えサイクルが追い風となった。

住宅投資は前期比+0.1%（一次速報：同+0.2%）と小幅ながら 4 四半期連続の増加となった。住宅投資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が、足下では駆け込み需要の剥落等の要因から頭打ち感が強まっている。

民間企業設備投資は前期比+2.0%（一次速報：同+0.9%）、一進一退ながら底堅い動きが続いている。高水準で推移する企業収益を背景に、研究開発投資や人手不足に対応した省人化・合理化投資が設備投資を押し上げ、また、非製造業において物流拠点や倉庫などの建設需要が増加していることが、設備投資にプラスに寄与したとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.2%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と、2 四半期連続のマイナス寄与となった。全体的に在庫調整が進展し続けているが、とりわけ流通品在庫のマイナス寄与が大きい。

公的固定資本形成は前期比▲2.5%（一次速報：同▲1.8%）と 2 四半期連続の減少となった。過去の経済対策による押し上げ効果剥落の影響がマイナスに寄与したとみられる。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+2.6%（一次速報：同+2.6%）と、2 四半期連続で増加した。財輸出に関して、アジア向け輸出をはじめ、米国および EU 向け輸出も堅調に推移した。米国向けでは乗用車の輸出が底堅く推移し、アジア向けでは乗用車やバス・トラックといった輸送用機器のほか、IC の輸出が堅調さを維持した。輸入は前期比+1.3%（一次速報：同+1.3%）と、5 四半期ぶりに増加した。この結果、外需寄与度は前期比寄与度+0.2%pt と、2 四半期連続のプラス寄与となった。

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。ただし、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。例えば利上げに伴う米国経済の減

速や、新興国からの資金流出などが危惧される。加えて、米国の通商政策が保護貿易主義へと大きく転換し、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、外需主導で成長する日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。

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。ただし、昨秋来のエネルギー支出と生鮮食品の値上がり等を受けて、消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じている点は気がかりだ。また、政府は 2017 年の春闘においてもベースアップを要請しているが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収ではなく年収ベースでの賃金の引き上げで対応する姿勢を示しているところが多いようだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、家計が財布の紐を緩めていくことは期待しづらいだろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに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、それに遅れるかたちで住宅投資も減少し始めるとみている。足下では住宅着工件数に頭打ち感が見られており、工事進捗ベースで計上される住宅投資は、住宅着工件数の動きに追随するかたちで弱含む公算が大きい。

設備投資は緩やかな増加を予想する。労働需給がタイトな中、特に非製造業において、引き続き人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。また、7-9 月期の GDP 二次速報から計上されるようになった研究開発費も、設備投資の押し上げ要因となろう。ただし、企業収益が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点には留意しておきたい。本格的な設備投資拡大の可能性については、外需の拡大などを背景とした稼働率の上昇がカギを握っている。

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。2016 年度第 2 次補正予算の執行により、先行きの公共投資は徐々に増加する見込みである。

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などを背景に、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引き続き底堅く推移しよう。ただし、米国経済が極端な保護貿易主義に走れば、世界の貿易を停滞させる可能性があり、中長期的なリスク要因になると考えられる。また、仮に日米貿易摩擦問題が表面化するようなこととなれば、自動車産業を中心に輸出産業が打撃を受ける可能性がある。

論点①：トランプ政権成立で何が起きるのか？

2017 年 1 月に米国でトランプ政権が成立したことを受け、①保護貿易主義化、②移民政策、③米国の通貨戦略についてその影響を検証した。主な結論は以下の 3 点である。第一に、米国が NAFTA から脱退するだけであれば、日本経済への影響は軽微なものにとどまるが、国境税調整が導入された場合には、日本の実質 GDP は▲0.4%程度下押しされる可能性がある。第二に、200 万～300 万人の不法移民の強制送還によって労働者が減少すれば、米国の潜在 GDP は▲0.7

～▲1.1%程度押し下げられるリスクがある。第三に、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「ドル安政策」に踏み切る可能性がある（→トランプ政権成立が日本経済に与える影響についてご関心のある方は、弊社が2016年12月に緊急出版した『日経プレミアシリーズ:トランプ政権で日本経済はこうなる』(日本経済新聞出版社)をご一読いただきたい)。

論点②：「グレートローテーション」は継続するか？

現状、世界的なマネーの流れは、債券から株式へとシフトする「グレートローテーション」の様相を呈している。これは、FRBが2015年12月から利上げ局面に入ったことで長期金利が上昇を続ける一方、世界的な景気の回復により株高が継続しているために起きている。グレートローテーションは、景気が下降し、株式相場が調整局面に入ると終了する。今後グレートローテーションが継続するか否かを占うメルクマールとしては、①世界経済の成長率が上方修正されるか、②銅価格が上昇するか、③米国の通貨当局がドル安政策を取るか、という3点に注目したい。

論点③：日本経済再生にとって今なぜ働き方改革が重要か？

日本経済は、トランプ政権の影響という「外患」に備えることが非常に重要な一方で、潜在成長率の長期低迷という国内の構造的な「内憂」にもしっかりと向き合う必要がある。人口減少社会に突入している日本では、潜在成長率の向上という観点から、働き方改革の加速などを通じて女性や高齢者の活躍を一層進めることが課題となっている。女性の積極的な労働参加が進む欧州諸国と比べると、日本は依然として見劣りしており、女性の労働市場への参加余地はまだ大きい。仮に育児や介護対策で就業障壁が完全に撤廃されることになれば、最大で100万人以上の女性が就業することができる計算となる。

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トランプ大統領の政策、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。

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ろう。

1. 日本経済のメインシナリオ：バランスの取れた成長軌道へ

1.1 海外経済に底入れの兆し

日本経済はバランスの取れた成長軌道へ

足下の日本経済は、回復軌道に復しつつある。**図表 1** は、わが国の実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。鉱工業生産は緩やかな減少トレンドが続いてきたが、足下では実質輸出の底入れなどを背景として、先行きの生産計画は持ち直している。

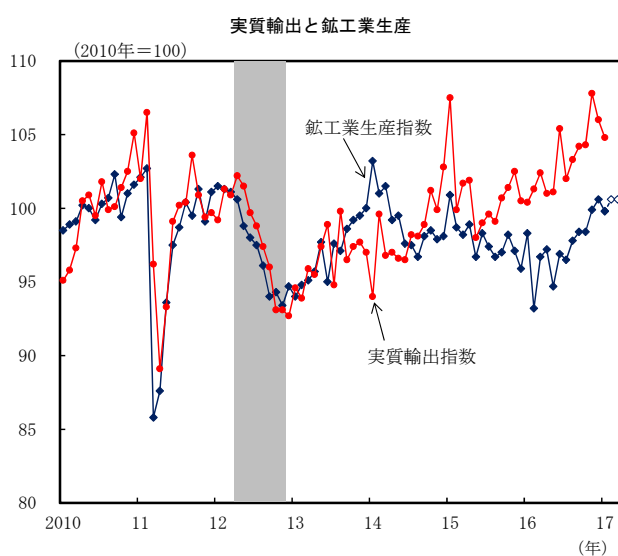
加えて、在庫調整が着実に進展している点にも注目したい。**図表 2** は在庫循環の動きを示したものである。足下の状況を確認すると、「在庫削減局面」から「回復局面」へと移行し、次の「在庫積み増し局面」にあることが見て取れる。

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する海外経済の底入れの兆し、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、米国トランプ大統領のドル高・他国通貨安に対する牽制や国境税の強化、移民受け入れに対する強硬な対応などにも注意が必要である。中長期的には、こうした内向き志向の政策を受けて、世界経済の先行き不透明感が強まり、世界経済の拡大に水を差す可能性も考えられよう（→詳細な分析は、「第2章 論点①：トランプ政権成立で何が起きるのか？」を参照されたい）。

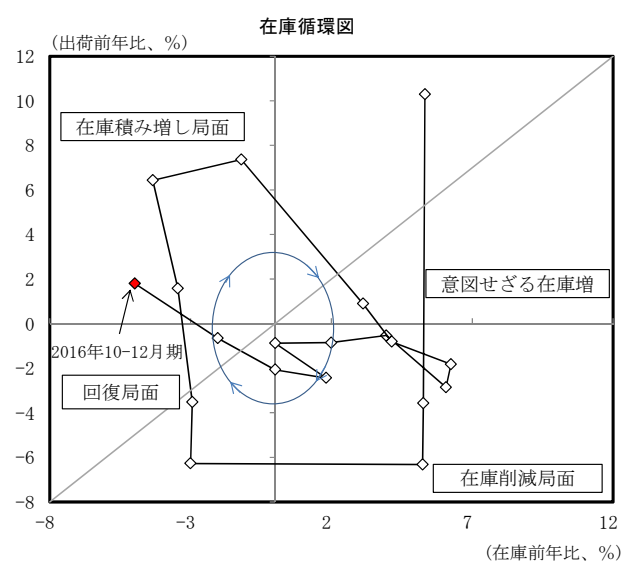
先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く公算が大きい。①輸出の持ち直し、②在庫調整の進展に加えて、③底堅い消費・設備投資に支えられた内需の回復により、バランスの取れた成長軌道へと移行する見通しである。

図表 1：日本の実質輸出、鉱工業生産



(注1) シャドローは景気後退期。
 (注2) 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) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

図表 2：在庫循環



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

1.2 国内需要は緩やかながらも回復が継続

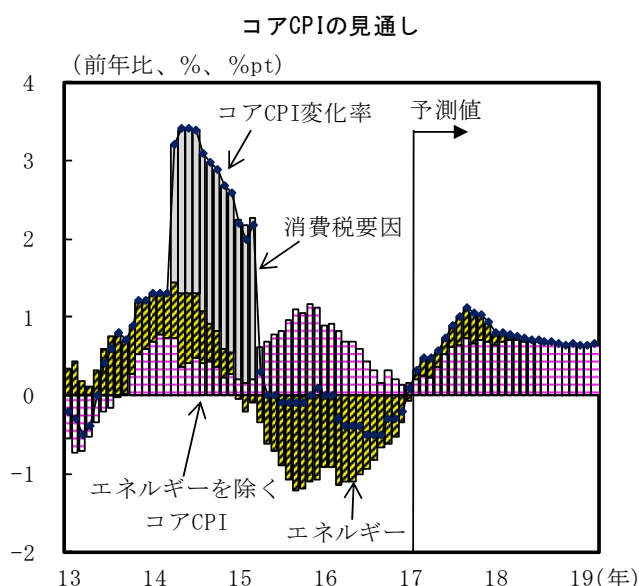
実質雇用者報酬の伸びは減速するが、なお個人消費を下支え

本節では、今後の国内需要の先行きについて考察したい。まず個人消費に関しては、緩やかながらも増加が続くと考えられる。

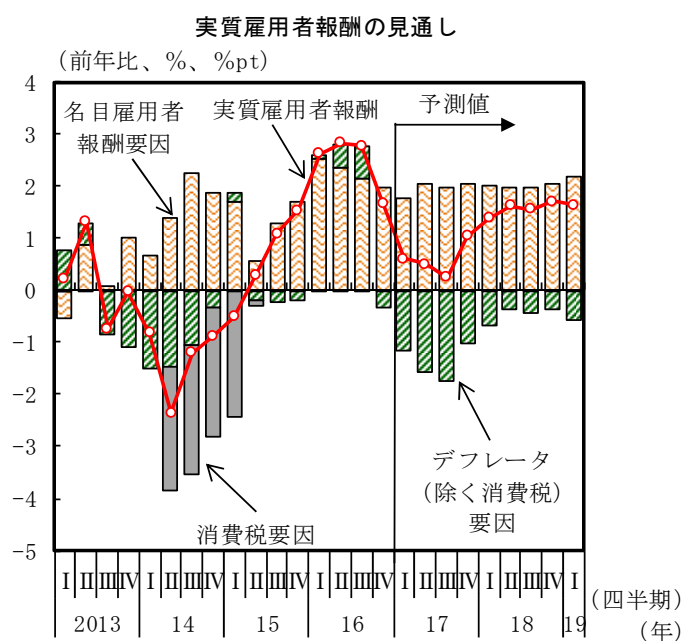
図表 3 を見ると、足下の実質雇用者報酬は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費税増税に伴う物価上昇の影響により 2014 年度は大幅な低下が続いたものの、2015 年度に入り、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2014 年以降の原油価格の下落が足下の物価に対して下押し圧力を及ぼしていることが、実質賃金の押し上げに寄与してきた。これら物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも、実質雇用者報酬の上昇を助長している。実質雇用者報酬に加え、非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇用者数が持続的に増加しており、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。

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。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。ただし、**図表 3** に示す通り、前年比で見た原油価格の回復と円安の進行が物価を当面押し上げる見込みであり、この結果、実質賃金の上昇速度は緩やかに減速するとみている。

図表 3：コア CPI、実質雇用者報酬の見通し



(出所) 総務省統計より大和総研作成



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

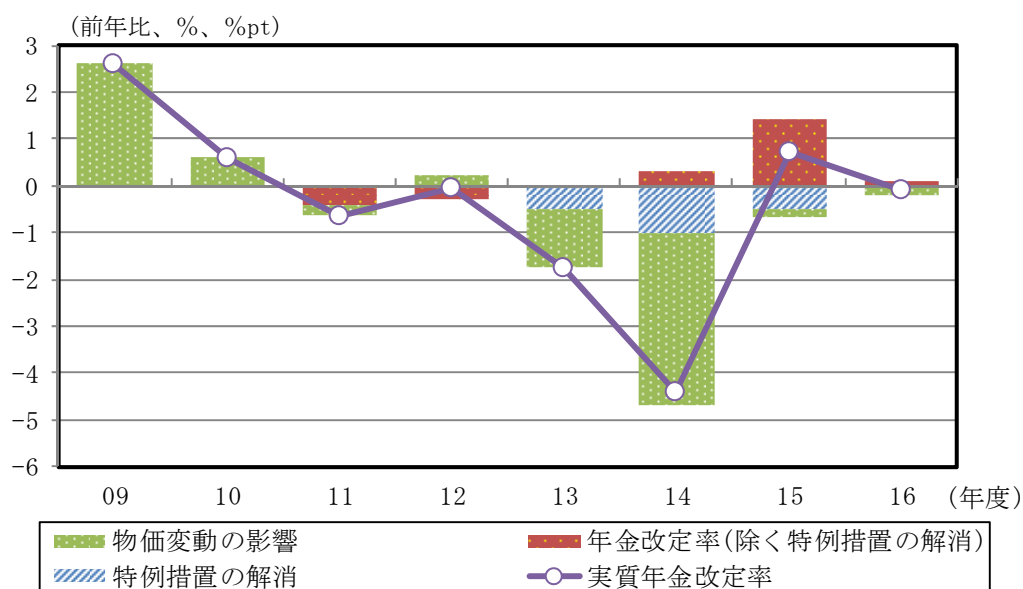
個人消費に3つの好材料

前述のように、実質賃金の伸び率はプラスを維持しつつも、緩やかに減速へと向かう見通しだ。他方、過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた3つの要因、すなわち、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動、のいずれについても、今後は悪影響が一巡し、個人消費の見通しを明るくする好材料となる公算が大きい。

好材料①：年金「特例措置の解消」に伴う影響が一巡

最初に、一つ目の要因として挙げた「①年金の特例措置の解消」について考察する。毎年の年金受給額は、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、一人当たり年金受給額は抑制されてきた（**図表4**）。もちろん、高齢化の進展に伴い年金受給者数が伸びているため、年金給付額は国全体で見た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。こうした特例措置の解消は、2015年度を以ていったん完了しており、2016年度以降の一人当たり年金給付額を抑制する要因としては働いていない。このことがタイムラグを伴って高齢者層の消費者マインドを回復させる効果を勘案すると、少なくとも過去にもたらしてきたような消費抑制効果は徐々に一巡するだろう。

図表4：実質年金改定率



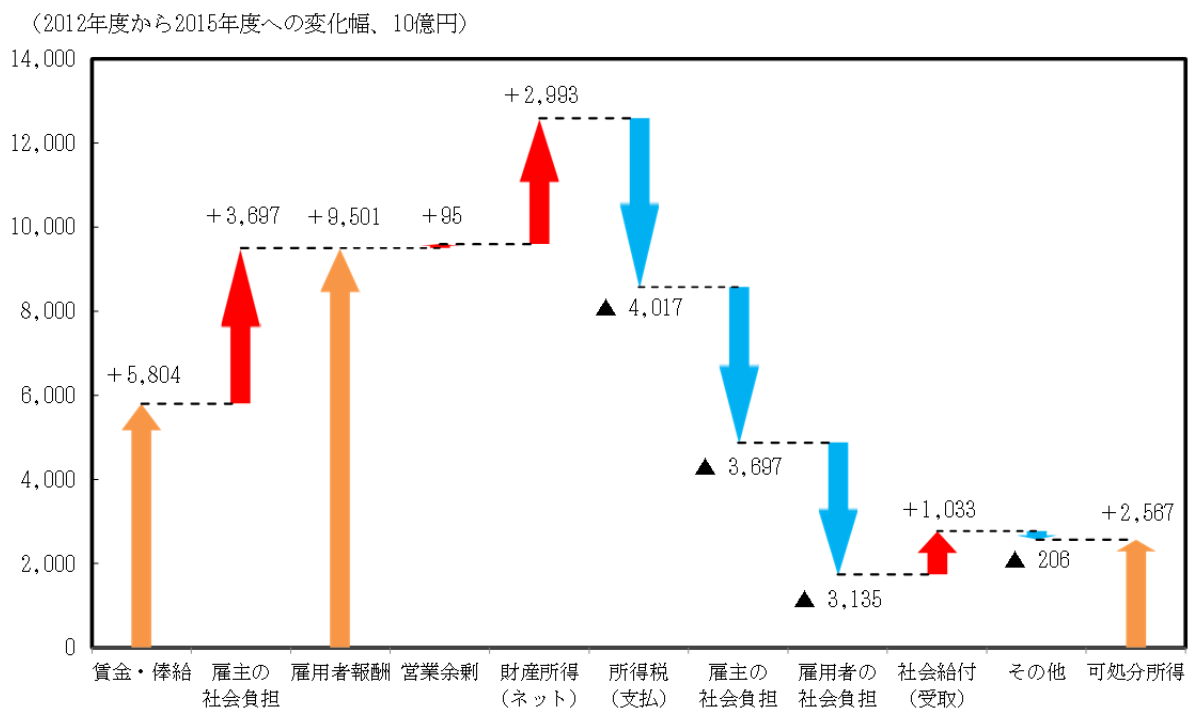
(出所) 厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

好材料②：現役世代の負担増加速度はいったん減速へ

次に、「②現役世代の税・保険負担の増加」について考察する。前述の年金受給世代に加え、現役世代においても可処分所得を圧縮する要因が発生していた。**図表 5**は、2012年度から2015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。この図表を見ると、2012年度から2015年度までの間に雇用者報酬が計9.5兆円程度増加していた。一方で、所得の増加を受けて所得税が計4兆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3.1兆円程度増加し、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」という状況が継続したとみられる。

2016年度以降は、これらの悪材料の中で所得税率引き上げの影響は一巡する。また、毎年の保険料負担の引き上げ幅についても、いったんピークアウトに向かう。総じて雇用者報酬の増加幅に比べて可処分所得の増加幅を抑制してきた悪材料は剥落していくとみられる。もちろん、根本的な問題である少子高齢化が続く中で、社会保険料の負担が増加するという大きな流れが変わらない限り、将来的にはこの問題が再燃する可能性はあるものの、少なくとも本予測が対象としている今後2～3年間程度の可処分所得の見通しを好転させる材料として挙げることはできよう。

図表 5：雇用者報酬、可処分所得変化幅の要因分解（2012年度→2015年度）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

好材料③：過去の景気対策による需要先食いの影響が解消へ

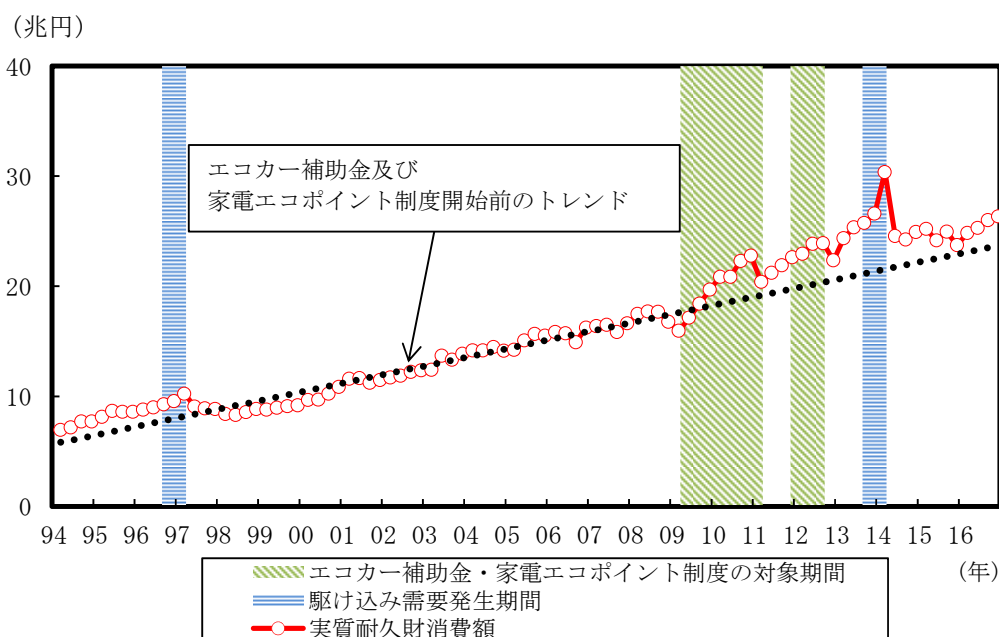
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

図表6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見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。

しかし、**図表6**からも確認されるように、直近3四半期の実質耐久財消費額は回復傾向が顕在化している。エコカー補助金および家電エコポイント制度の導入から約7年が経過し、また、前回の消費税増税からも3年弱が経とうとしている中、当時購入した耐久財の買い替えサイクルが再び上向いてきている可能性が示唆される。

以上の議論をまとめると、実質賃金については伸び率が減速するもののプラスを維持することに加えて、足下までの個人消費を抑制し続けてきた、①年金の特例措置の解消、②現役世代の税・保険負担の増加、③過去の景気対策の反動といった悪材料が一巡する中、先行きの個人消費は緩やかながらも増加が続くと考えられる。

図表6：実質耐久財消費額の推移



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

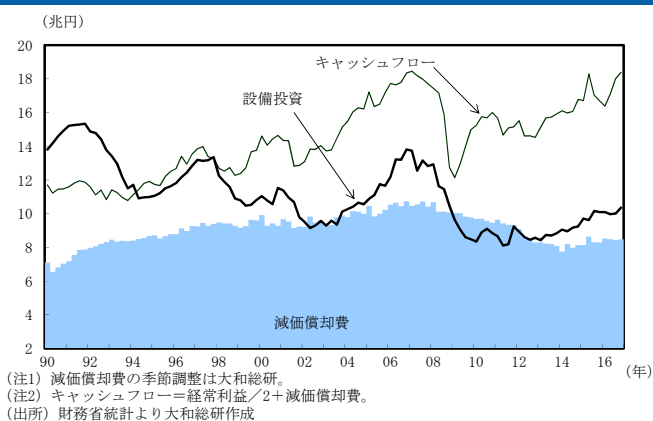
更新・改修投資を中心に設備投資は底堅く推移する見通し

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 7** 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。

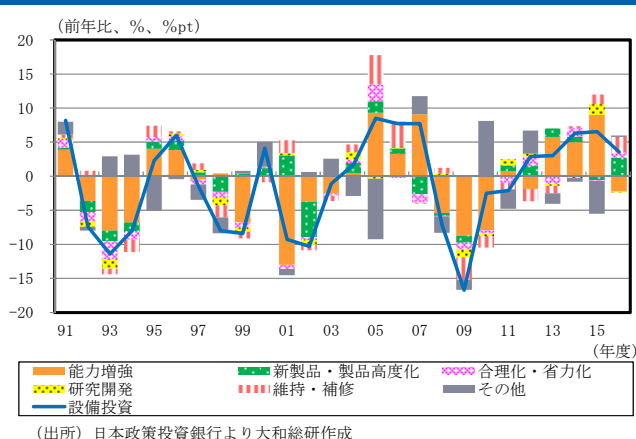
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2016 年度は、「新製品・製品高度化」、「維持・補修」のプラス寄与が目立っている（**図表 8**）。企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、これらの分野で投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。また、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的と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点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 7：設備投資とキャッシュフロー



図表 8：投資動機による設備投資の要因分解（全産業）



2. 論点①：トランプ政権成立で何が起きるのか？

2017年1月20日、ドナルド・トランプ氏が米国大統領に就任した。トランプ大統領は就任直後から、TPPからの永久離脱やNAFTAの再交渉・脱退を表明したほか、イスラム系移民の入国制限措置を発表するなど、選挙公約の実現に向けて積極的に動き出している。根底にあるのは米国の国益を最優先する「米国第一主義」だ。米国第一主義を標榜するトランプ政権の誕生は、世界経済にどのような影響を与えるだろうか。本章では、とりわけ経済面で影響が大きいと考えられる、①保護貿易主義化、②移民政策、③米国の通貨戦略、の3つにポイントを絞り、その影響を検証した。

本章の結論をあらかじめ述べれば、以下の通りである。

第一に、米国がNAFTAから脱退するだけであれば、日本経済への影響は軽微なものにとどまるが、国境税調整が導入された場合には、日本の実質GDPは▲0.4%程度下押しされる可能性がある。

第二に、200万～300万人の不法移民の強制送還によって労働者が減少すれば、米国の潜在GDPは▲0.7～▲1.1%程度押し下げられるリスクがある。

第三に、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「ドル安政策」に踏み切る可能性がある（→トランプ政権成立が日本経済に与える影響についてご関心のある方は、弊社が2016年12月に緊急出版した『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』（日本経済新聞出版社）をご一読いただきたい）。

2.1 ポイント①：米国の保護貿易主義化が世界経済に与える影響は？

トランプ大統領が日米自動車産業を口撃（こうげき）する理由

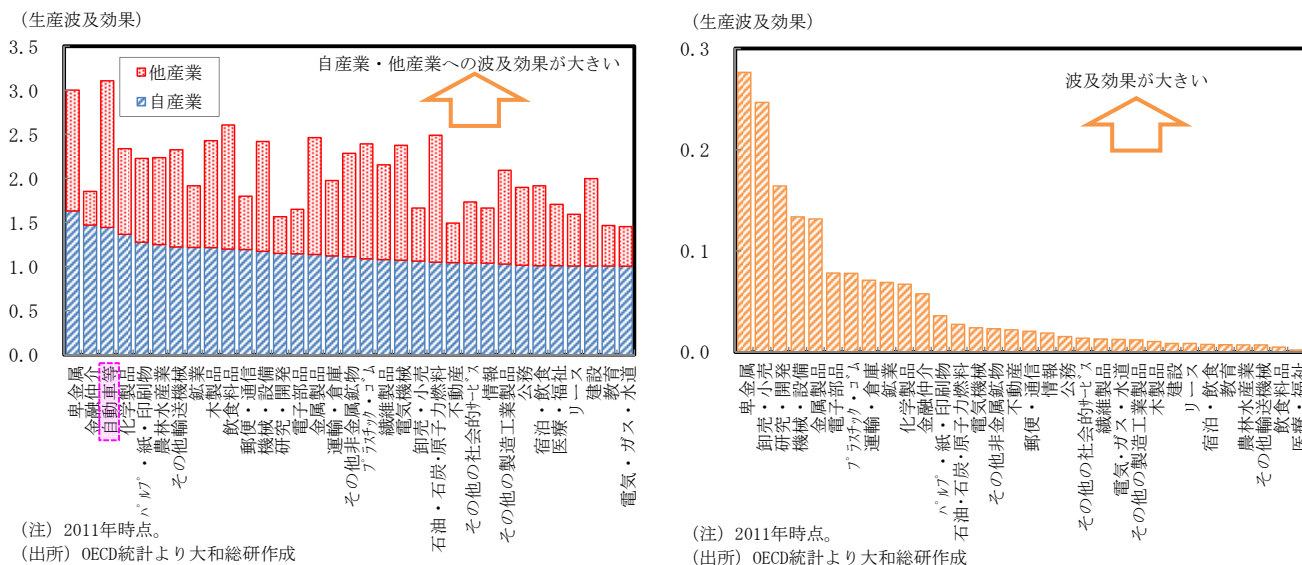
対日貿易に関して、トランプ大統領が「不公平だ」として槍玉に挙げてきたのが日本の自動車産業である。1980年代の日米貿易摩擦を経て、日系自動車メーカーは米国人を雇用し、現地生産を促進してきた。しかし、トランプ大統領は日系自動車メーカーに対して、さらなる米国内での雇用増・生産増を迫っている。口撃（こうげき）の矛先は米国のビッグスリーにも向かっており、耐えかねたフォード・モーターはメキシコでの工場建設計画を中止し、米国内での生産増強を発表している。

では、実際に米自動車産業の需要が拡大した場合、米国経済にどの程度の生産波及効果が期待できるだろうか。米国の産業連関表によれば、自動車等産業において1単位の需要が発生した場合、「自動車等」およびその他の産業を合わせて、新たに3.1単位の需要が発生することが期待される（図表9左）。そのうち、半分弱が「自動車等」の産業内で発生する需要であるが、残りは「卑金属」や「卸売・小売」、「研究・開発」などの他産業で需要が発生するとみられている（図表9右）。

図表9左から、その他の産業と比較して、「自動車等」は米国経済に対する生産波及効果が大きい産業であることが確認できる。つまり、「自動車等」は裾野が広く、同産業での需要の増加は米国経済全体に好影響を与えることができる。

結論として、日米自動車メーカーに対するトランプ大統領の口撃は、中長期的には価格上昇などを通じて米国消費者の負担増を招くといった致命的な問題点を抱えているものの、少なくとも短期的に米国人の雇用を創出するという観点からは、早期に実績を残したいトランプ大統領にとって、口撃を続ける誘因が存在するものと推察される。

図表9：米国の産業別生産波及効果（左）、自動車等の産業別生産波及効果（右）



NAFTA は米国が締結する通商協定の中で唯一成果が上がっている協定

第二次世界大戦後、世界各国は自由貿易の名の下に、二国間あるいは多国間で各種通商協定を締結し、世界経済のグローバル化を深化させた。しかし、トランプ大統領は選挙戦中から一貫して貿易の自由化に消極的なスタンスを示してきた。こうした大統領の姿勢を象徴する出来事として挙げられるのが、TPP からの永久離脱や NAFTA の再交渉・脱退表明であろう。

NAFTA は 1994 年に発効した米国・カナダ・メキシコ（以下、加・墨）の 3 ヶ国間の自由貿易協定である。米議会予算局（CBO）が 2016 年 9 月に公表した通商協定の効果分析に関する資料によると、「米加間の輸出入増加分のうちの 6.5%、米墨間の輸出入増加分のうちの 48.6%、米国と加・墨間の輸出入増加分のうちの 24.4%が NAFTA に起因する」と試算されている（1994～2005 年）。こうした分析結果を基に、同資料では、「NAFTA は米国が締結する通商協定の中で唯一成果が上がっているものであり、特に米墨間の貿易拡大に貢献した」と記されている¹。

NAFTA 脱退が加・墨経済に与える影響はそれぞれ▲0.34%、▲0.58%程度と試算される

CBO の分析結果を踏まえ、米国が NAFTA から脱退した場合に加・墨経済が受ける影響について、当社の試算結果を示しておこう（**図表 10**）。

米国が NAFTA から脱退することによって、まず第一に、加・墨から米国への輸出品に対する関税率が現行のゼロ%から引き上げられ、加・墨の輸出が減少する可能性がある。第二に、米国から両国に対する輸出品に対する関税率も引き上げられることから、両国の輸入も減少することが予想される。第三に、関税率の引き上げに伴って両国の輸入物価が上昇することから、実質所得が低下し、個人消費にも下方圧力がかかることになる。これらの影響を勘案すると、加・墨の実質 GDP は、それぞれ▲0.34%、▲0.58%程度減少すると試算される。

米国が NAFTA から脱退した際に、純輸出の面で墨経済が加経済に比べてより大きな影響を受けるといふこの試算結果は、NAFTA 発効でメキシコの方が大きな経済効果を得ていたとする、上記の CBO の分析結果とも整合的である。

図表 10：米国が NAFTA から脱退した場合のカナダ・メキシコ経済への影響の試算

	カナダ経済への影響				メキシコ経済への影響			
	実質GDP	個人消費	輸出	輸入	実質GDP	個人消費	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲0.34	▲0.40	▲0.21	▲0.11	▲0.58	▲0.67	▲0.33	▲0.17
米政府の支出有り	▲0.34	▲0.40	▲0.19	▲0.11	▲0.57	▲0.67	▲0.30	▲0.17

（注）単位は%。実績値からの乖離率。米政府の支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行ったか否かを示す。
大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。
（出所）大和総研作成

¹ CBO (2016) “How Preferential Trade Agreements Affect the U.S. Economy”, September 2016.

NAFTA 脱退は米国経済に対して好影響をもたらすか？

次に、「NAFTA 脱退が米国経済に与える影響」についても試算結果を示しておきたい（**図表 11 左**）。結論から述べると、米国の NAFTA からの脱退は、トランプ大統領が主張するほど米国経済にとって大きなプラス効果をもたらす戦略とはならないと考えられる。

まず、外需の側面から考察してみると、第一に、関税率が引き上げられることで輸入物価が上昇するため、輸入が減少する公算が大きい。第二に、加・墨両国向け輸出品の関税率も引き上げられることから、輸出も減少することになるだろう。内需面では、第三に、輸入物価の上昇に伴って消費者物価が上昇することが個人消費の重石となる。第四に、個人消費と純輸出の変動によって、国内の設備投資も影響を受けることになる。これらの影響をまとめて試算すると、NAFTA からの脱退により、米国の実質 GDP は▲0.10%程度下押しされるリスクがある。

ただし、関税率の引き上げによって増加した税収を、需要創出のために政府がインフラ投資などに支出するのであれば影響度合いは変わってくる。その場合、米国の実質 GDP は+0.02%程度増加する可能性がある。なお、こうした政府支出による需要増効果を考慮するケースでは、加・墨経済が受けるマイナスの影響もやや和らぐことになるだろう（**前頁図表 10 下段**）。

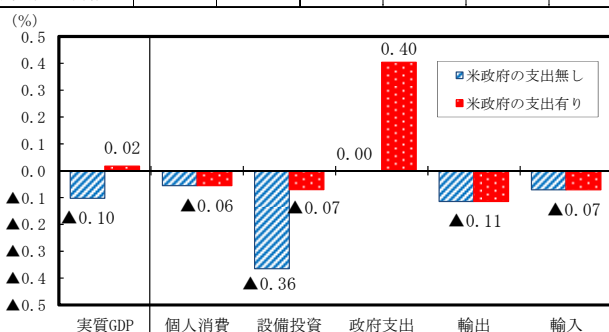
米国の NAFTA 脱退による日本経済全体への影響は軽微なものにとどまる見通し

「米国の NAFTA 脱退が日本経済に与える影響」についても試算結果を示しておこう（**図表 11 右**）。米国の NAFTA からの脱退は、自動車産業のようなメキシコに多くの生産拠点を構えている産業においては、高関税率を課されるリスクがあるほか、生産拠点の移転を迫られるといったマイナスの影響を受ける可能性が指摘されている。しかし、日本経済全体への影響としては限定的なものとなりそうだ。

当社の試算によれば、米国経済の減速を受けて輸出が減少することなどから、わが国の実質 GDP は▲0.01%程度下押しされる可能性がある。一方、米国が政府支出を増加させた場合は+0.00%と、ほぼ横ばいになると試算される。以上より、米国が NAFTA から脱退したとしても、日本経済全体としては、その影響は比較的軽微なものにとどまる公算が大きいと考えられる。

図表 11：米国が NAFTA から脱退した場合の米国（左）、日本（右）経済への影響の試算

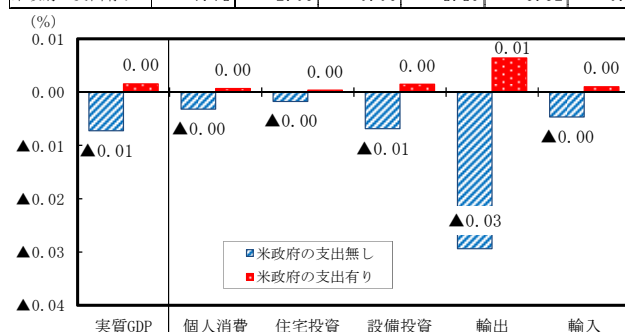
【十億ドル】	実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲17.15	▲6.46	▲10.17	0.00	▲2.44	▲1.91
米政府の支出有り	2.79	▲6.46	▲1.97	11.75	▲2.44	▲1.91



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

【十億円】	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲35.31	▲9.38	▲0.26	▲5.46	▲24.39	▲4.17
米政府の支出有り	7.71	2.05	0.06	1.19	5.32	0.91



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル（2015年版）を利用して試算した。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

国境税調整の導入は、輸出の減少を通じて日本経済に悪影響を与える見込み

米国の保護貿易主義化によって、日本経済が大きな打撃を受けると考えられるのは、「米国が国境税調整を導入するケース」である。国境税調整とは、簡単に説明すると、「米国からの輸出品に対する課税を免除する一方で、米国外からの輸入品に対しては課税する」という課税方式だ。共和党では 20%の税率を課すことを検討しているもようであり、実際に導入された場合、日本からの輸入品に対しても高い税率が課されることが予想される。

国境税調整の導入による影響を検証する上で重要な点は、輸入品がどこで加工された（付加価値を付けられた）ものであるかを把握することである。国境税調整では、全て米国外で加工された輸入品であれば、20%の税率が課されるが、例えば、輸入品の 50%分が米国内で加工されていったん A 国に輸出され、A 国で残りを加工して米国が再輸入するような製品については、「10% (=20%×50%)」分の税率が課されることになる。

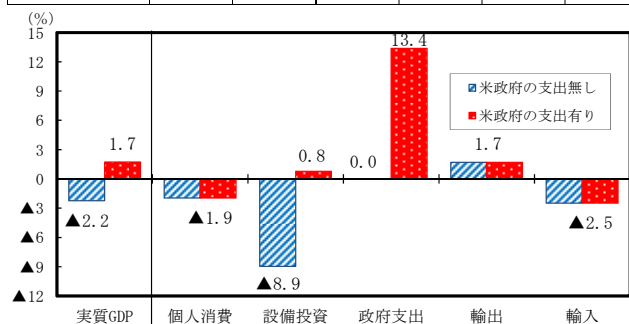
以上の考え方を基に、OECD と WTO が発表している付加価値貿易（Tiva）指標を利用して計算すると、米国の輸入品における米国外での付加価値額比率は 76%となる。そこで本稿では、米国の輸入品に対して、米国外での付加価値額比率（76%）に税率（20%）を乗じた 15%分の税率が掛けられるものと想定して試算した。また、日本の対米輸出に関しては、同様の考え方で 17%分の税率が掛けられると想定した。

図表 12 左は、米国経済への影響を示したものである。国境税調整が導入されることによって、輸入物価が上昇するため、個人消費が抑制される。さらに、内需の落ち込みなどにより設備投資も悪影響を受け、米国の実質 GDP は▲2.2%程度下押しされるとの試算結果が得られた。ただし、NAFTA の試算と同様に、増加した税収を政府支出として支出する場合には、その悪影響を上回る需要増が生じ、米国の実質 GDP は+1.7%程度押し上げられる可能性がある。

一方、日本経済への影響を示したのが**図表 12 右**である。甚大な影響を受けるのは輸出だ。輸出価格の上昇や世界経済の縮小などによって輸出は▲2.2%程度減少し、日本の実質 GDP は▲0.4%程度落ち込むと見込まれる。また、米国の政府支出が増加したとしても、輸出価格の上昇に起因する輸出の減少を補いきれず、実質 GDP は▲0.1%程度落ち込むと試算される。

図表 12：米国が国境税調整を課した場合の米国（左）、日本（右）経済への影響の試算

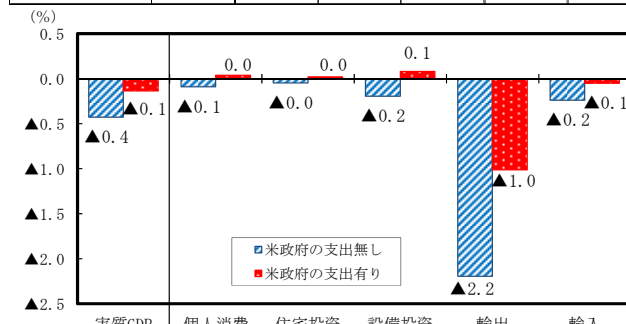
【十億ドル】	実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲371.1	▲224.5	▲249.2	0.0	36.2	▲66.4
米政府の支出有り	288.7	▲224.5	21.9	388.7	36.2	▲66.4



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、関税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。大和総研短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

【十億円】	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米政府の支出無し	▲2,041	▲268	▲7	▲156	▲1,824	▲214
米政府の支出有り	▲619	110	3	64	▲842	▲46



(注) 実績値からの乖離率。表は金額。米政府支出の有無は、税率引き上げに伴い、それを財源として政府支出を行うか否かを示す。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル（2015年版）を利用して試算した。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

輸入品に対する高税率を円安・ドル高で相殺するには？

前頁で示したように、仮に米国が国境税調整のような高い税率を日本からの輸入品に対して課した場合、日本経済は大きな悪影響を受けることが予想される。しかし、わが国の景気減速に伴って、為替市場において円安・ドル高が進行することになれば、輸入品に対する税率引き上げの影響は一定程度相殺される。




図表 13 は、そうしたケースを想定し、円の対ドル相場と米国の輸入品に対する税率の変動が日本の純輸出に与える影響を試算したものである。なお、本試算は、税率の変動や為替の変動が輸出物価に影響し、純輸出を変動させる効果のみを計算したものであり、世界経済の減速がもたらす輸出減少の効果は考慮していない。

米国の輸入品に掛けられる税率が高くなればなるほど（図表中で右に行くほど）、米国の輸入物価が上昇することになるため、日本からの輸出が減少する。一方、円安になるほど（図表中で上に行くほど）、日本の輸出物価が下落するため、輸出にとっての追い風となる。

仮に日本の対米輸出品に対して、前頁で想定したレベルの国境税調整が導入された（日本からの輸入品に対しては17%分の税率）場合、為替の変動がなければ、日本の純輸出は▲0.2%台半ば程度減少する計算となる。そして、こうした税率引き上げの影響を円安・ドル高によってカバーするためには、ドル円相場が15%程度、円安・ドル高方向で推移する必要がある。

以上、本節では米国の通商政策が保護貿易主義化した場合に発生し得る各国経済への影響を試算した。ただし、本試算は多くの前提を置いて行ったものであり、結果については相当程度の幅を持って見る必要がある点には留意しておいていただきたい。

図表 13：円の対ドル相場と米国の輸入品に対する税率の変動が日本の純輸出に与える影響の試算

		現行税率  輸入品に対する税率引き上げ								
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	
円安 	30%	0.41	0.36	0.31	0.27	0.22	0.17	0.12	0.07	
	25%	0.34	0.29	0.24	0.19	0.14	0.09	0.03	▲0.02	
	20%	0.27	0.22	0.16	0.11	0.05	0.00	▲0.05	▲0.11	
	15%	0.20	0.15	0.09	0.03	▲0.03	▲0.09	▲0.14	▲0.20	
	10%	0.14	0.07	0.01	▲0.05	▲0.11	▲0.17	▲0.23	▲0.29	
	5%	0.07	0.00	▲0.06	▲0.13	▲0.19	▲0.26	▲0.32	▲0.38	
	0%	0.00	▲0.07	▲0.14	▲0.20	▲0.27	▲0.34	▲0.41	▲0.48	
	円高 	5%	▲0.07	▲0.14	▲0.21	▲0.28	▲0.35	▲0.43	▲0.50	▲0.57
		10%	▲0.14	▲0.21	▲0.29	▲0.36	▲0.44	▲0.51	▲0.59	▲0.66
15%		▲0.20	▲0.28	▲0.36	▲0.44	▲0.52	▲0.60	▲0.67	▲0.75	
20%		▲0.27	▲0.35	▲0.44	▲0.52	▲0.60	▲0.68	▲0.76	▲0.84	
25%		▲0.34	▲0.43	▲0.51	▲0.60	▲0.68	▲0.77	▲0.85	▲0.94	
30%	▲0.41	▲0.50	▲0.59	▲0.67	▲0.76	▲0.85	▲0.94	▲1.03		

(注) 単位は%。実績値からの乖離率。大和総研の短期マクロモデルによる試算値。試算結果は幅を持って見ておく必要がある。

(出所) 大和総研作成

2.2 ポイント②：不法移民の強制送還の影響は？

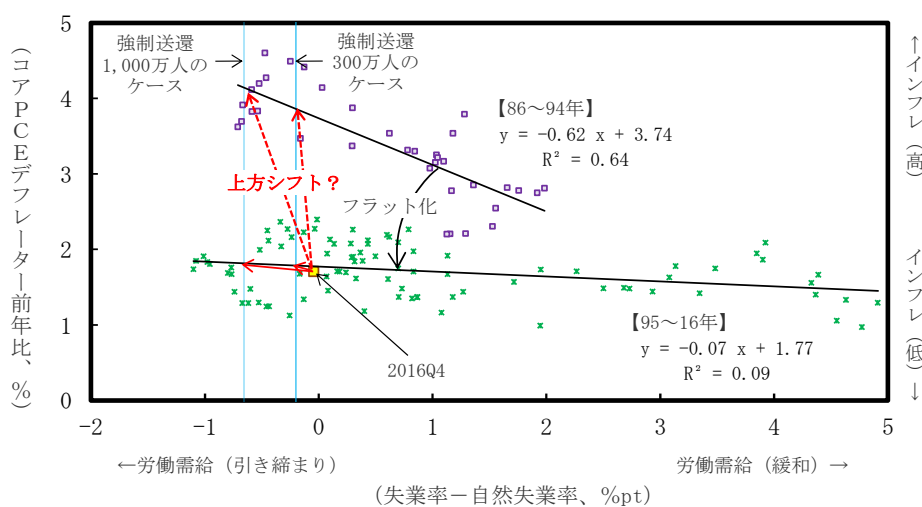
強制送還に伴うインフレ圧力は当面限定的

トランプ大統領は、2016年11月のテレビ番組のインタビューにおいて、1,100万人いるとされる不法移民のうち犯罪歴のある200万～300万人を速やかに強制送還する方針を明らかにした。具体的な移民対策については不透明な点が多いが、強制送還に伴う、①労働市場のタイト化によるインフレ圧力、②労働投入の減少による潜在成長率の下押し、という影響に留意したい。

まず、①に関して、労働市場の需給を示す「失業率－自然失業率」と、家計の直面する物価を示す「コアPCEデフレーター」の関係を示したのが**図表14**である。自然失業率とは、長期的な均衡状態の下での失業率であり、「失業率－自然失業率」が小さいほど需給が引き締まっていると評価でき、賃金上昇などを通じたインフレ圧力が生じやすい。この結果、両者には右下がりの関係が観察されることになる。実際、米国では、1980年代後半から1990年代半ばにかけて、両者の間に明確な右下がりの関係が見て取れる。しかし、1990年代後半以降、両者の関係はフラット化しており、労働需給が引き締まってもインフレ率が上昇しにくい構図となっている。

不法移民の強制送還は、米国で働く労働者の減少を通じて、米国の労働市場を一層引き締めることになる。一定の仮定の下、強制送還が300万人、1,000万人となるケースについて「失業率－自然失業率」の水準を機械的に試算すると、それぞれ▲0.2%pt、▲0.7%pt程度、労働市場がタイト化（左にシフト）する。ただし、現在の「フラット化したフィリップス曲線」に基づく限り、インフレ圧力は当面限定的なものにとどまろう。他方、中長期的には、トランプ政権の政策を背景とする期待インフレ率上昇などを通じて、フィリップス曲線が上方シフトする可能性もある。この場合、労働需給のタイト化を受けインフレ率が高進するリスクが生じかねない。

図表14：不法移民の強制送還とインフレ率（労働需給版フィリップス曲線）



- (注1) 「失業率－自然失業率」は3四半期先行。
 (注2) 強制送還の300万人、1,000万人のケースの「失業率－自然失業率」は、①強制送還で労働力人口が減少、②強制送還で失業者が減少（Foreign Bornの失業率分と仮定）、③移民以外の失業者が就業者となって移民の分を穴埋め、④自然失業率は足下で一定、と仮定して機械的に試算したもの。相当の幅を持って見ておく必要がある。
 (出所) BEA、BLS、CBO、Haver Analyticsより大和総研作成

200 万～300 万人の強制送還で潜在 GDP を▲0.7～▲1.1%程度押し下げ

「①労働投入の減少による潜在成長率の下押し」に関しては、不法移民の強制送還によって労働者が減少し、米国経済の実力を示す潜在 GDP が下押しされるリスクがある。図表 15 で、労働者の減少がコブ＝ダグラス型の生産関数に基づく潜在 GDP に及ぼす影響を示した。この関数は、(1) 就業者数と労働時間からなる労働投入、(2) 生産設備などの資本投入、(3) 技術革新などを示す全要素生産性、という 3 つの要素から構成される。トランプ政権の移民対策やインフラ投資は、労働投入の減少、資本投入の増加という形で潜在成長率に悪影響を及ぼすこととなる。

ここで、不法移民の強制送還によって、労働投入が減少する影響について確認しておきたい。200 万～300 万人を強制送還することによって、潜在 GDP の水準は▲0.7～▲1.1%程度押し下げられる計算となる。不法移民の穴を埋めるために米国人の労働参加が進めば、マイナスの影響を緩和できることや、不法移民が就いている職種の労働生産性が低いことなどを踏まえると、図表中の数字は幾分割り引いてみる必要があるだろう。しかし、米国のピュー・リサーチ・センター (Pew Research Center) による 2014 年の米国の労働力人口に占める不法移民の比率 (推計値) が 5%程度であることを勘案すると、米国の労働市場は多くの不法移民によって支えられている側面があるのも事実である。トランプ政権が一度に数百万人を強制送還する場合には、労働者の減少を通じて、潜在 GDP を一定程度下押しする可能性がある点には注意が必要だ。

他方、トランプ政権の掲げるインフラ投資は、純資本ストックの増加を通じて潜在 GDP に対してプラスに作用する。現在の潜在 GDP の構造に基づく、不法移民を 200 万人強制送還した場合でも、純資本ストックを 1.5%程度増やすことができれば、潜在 GDP に対するマイナスの影響をおおむね相殺することができる。物価変動を一定とすると、これは約 8,000 億ドル分の名目純資本に相当する。トランプ米大統領はインフラ投資の増加に前向きであり、その規模は 10 年間で 1 兆ドルとも言われてきた。実際の規模については不透明感が残っているものの、米国人の労働参加の拡大に加え、成長に資するインフラ投資が実施されることになれば、強制送還の悪影響を相殺し、さらには米国の潜在 GDP を押し上げる効果も期待されよう。

図表 15 : 不法移民の強制送還が米国の潜在 GDP に及ぼす影響 (%)

		不法移民の変化 (万人)								
		←移民減			0			移民増→		
		-800	-600	-400	-200	0	200	400	600	800
↑投資減 実質純資本	-2.0%	-3.8	-3.1	-2.4	-1.6	-0.9	-0.2	0.6	1.3	2.1
	-1.5%	-3.6	-2.9	-2.1	-1.4	-0.7	0.1	0.8	1.6	2.3
	-1.0%	-3.4	-2.7	-1.9	-1.2	-0.4	0.3	1.0	1.8	2.5
	-0.5%	-3.2	-2.4	-1.7	-1.0	-0.2	0.5	1.3	2.0	2.7
	0%	-3.0	-2.2	-1.5	-0.7	0.0	0.7	1.5	2.2	3.0
↓投資増	0.5%	-2.7	-2.0	-1.3	-0.5	0.2	1.0	1.7	2.4	3.2
	1.0%	-2.5	-1.8	-1.0	-0.3	0.4	1.2	1.9	2.7	3.4
	1.5%	-2.3	-1.6	-0.8	-0.1	0.7	1.4	2.1	2.9	3.6
	2.0%	-2.1	-1.3	-0.6	0.2	0.9	1.6	2.4	3.1	3.8

(注1) Pew Research Centerの推計によると、2014年時点において労働力人口に占める不法移民の比率は5%である。米国の2016年の就業者数に占める不法移民の比率を同程度と仮定すると、750万人に相当する。

(注2) 表の影響は、コブ＝ダグラス型生産関数に基づく米国の潜在GDP (大和総研による試算値) に対するもの。

(出所) BEA、BLS、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

2.3 ポイント③：米国は「ドル安カード」を切るのか？

米国の通貨戦略を規定する3つのファクター

「中国や日本が市場で何年も通貨安誘導を繰り返して、米国はバカをみている」

1月末の製薬会社幹部との会合において、トランプ大統領はこのように述べ、中国と日本の為替政策を批判した。米国が多額の貿易赤字を計上している原因は「他国の通貨安誘導」にあるという主張である。日本をはじめとした主要国は通貨安誘導を否定しているものの、この発言を受けて為替市場は乱高下している。今後のドル相場はどのように動くのだろうか。

今後のドル相場を占う上では、米国の通貨当局がどのようなスタンスを取るのかがカギとなる。**図表 16** は、米国の通貨戦略における「(1)ドル高政策→(2)ドル安政策→(3)ドル安定化策」というサイクル、およびこのサイクルを規定する3つのファクターを示したものだ。また、このサイクルの歴史とドル実質実効為替レート、ドル円相場の推移を示したのが**図表 17** である。

米国の通貨戦略のサイクルを規定するのは、①米経常収支、②米インフレ、③米金融市場、という3つのファクターである。すなわち、まず第一に、「①米経常収支」の悪化が懸念されると「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと転換し、その後、経常赤字が頭打ちになると「(3)ドル安定化策」を講ずる。第二に、「②米インフレ」圧力が限定的な時点で「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと移行し、インフレ懸念が強まると「(3)ドル安定化策」を取る。第三に、「③米金融市場」が安定している時に「(2)ドル安政策」を取り、金融市場が混乱しトリプル安（株安・ドル安・債券安）の懸念が生じると「(3)ドル安定化策」へと移行する。

日米経常収支の推移を示した**図表 18**、米コアCPIと、資源価格を映すCRB指数の推移を示した**図表 19**、米長期金利とNYダウの推移を示した**図表 20**を見ると、上記のサイクルが確認できる。

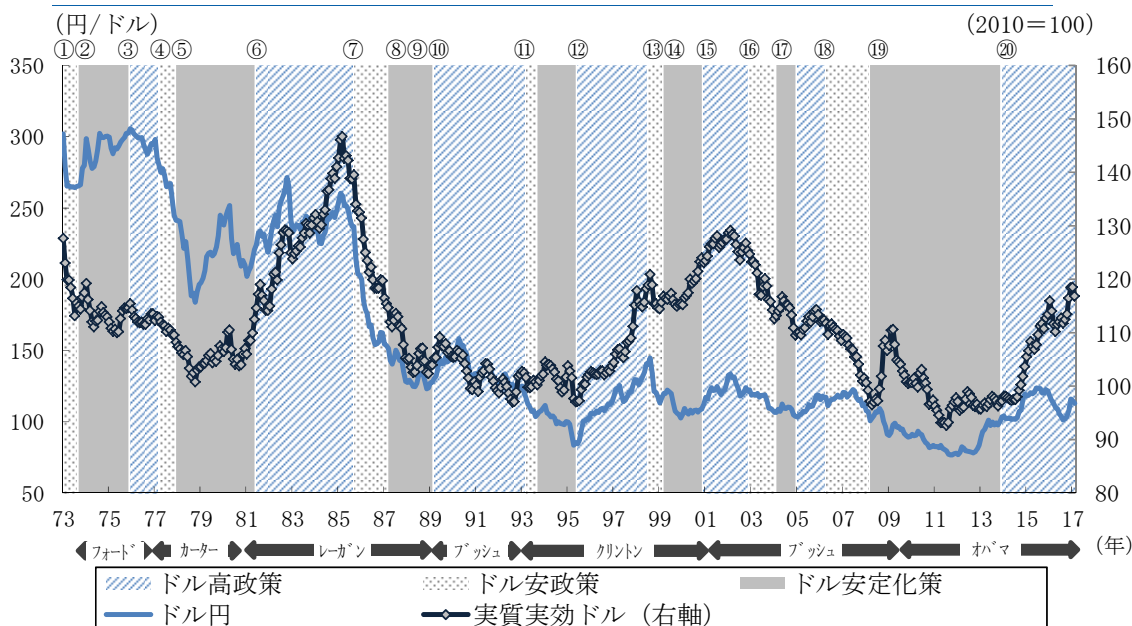
例えば、「(1)ドル高政策」を放棄し、「(2)ドル安政策」に転換した代表的な出来事として、1985年9月のプラザ合意が挙げられる。当時は、レーガノミクス（大型減税、規制緩和、軍事費拡大と他の歳出の削減、マネーサプライ抑制）に伴う「双子の赤字（財政赤字・経常赤字）」の積み上がり政策転換の契機となった。93年のクリントン政権においては、低インフレ下で米国景気が伸び悩む中、日米の貿易不均衡を解消するために円高ドル安政策が取られた。一方、米国が「(2)ドル安政策」から「(3)ドル安定化策」へと転じたのは、商品価格上昇などを反映したインフレ懸念の台頭や、金融市場の混乱といった条件が満たされた時であった。

図表 16：米国の通貨戦略のサイクルと3つのファクターの関係

	(1) ドル高政策	→	(2) ドル安政策	→	(3) ドル安定化策
①米経常収支			赤字拡大		赤字縮小
②米インフレ			物価安定		インフレ懸念
③米金融市場			安定		混乱

(出所) 大和総研作成

図表 17：米国通貨戦略とドル実質実効為替レート・ドル円の推移

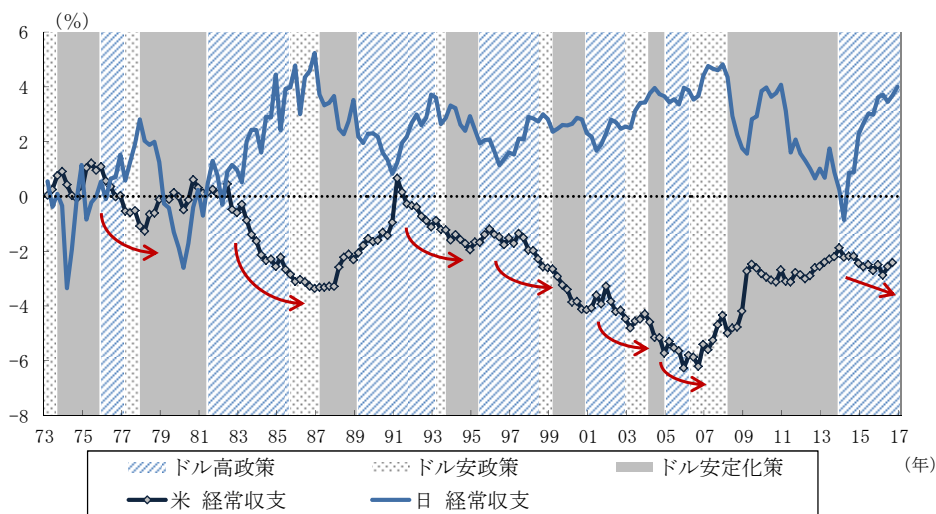


(出所) 日本銀行統計、Haver Analyticsより大和総研作成

	年月	出来事
①	73. 3	変動相場制へ移行
②	73. 7	バーンズ連銀議長＝シュルツ財務長官のドル買い介入宣言 (「ドル安→インフレ」阻止の目的)
③	75. 11	ランブイエ・サミット：ドル安定を目的とした国際協調体制の構築
④	77. 2	ブルメンソール財務長官のドル安発言「円過小評価論」「日独機関車論」
⑤	77. 12	カーター大統領「ドル防衛」の意思表示 →78. 11 カーター大統領「ドル防衛策」
⑥	81. 4	リーガン財務長官＝スプリンケル財務次官の為替市場非介入宣言
⑦	85. 9	プラザ合意：「ドル安」政策を決定
⑧	87. 2	ルーブル合意：「ドル安定」を表明
	87. 4	ワシントン合意：「ドル安定」を確認
⑨	87. 12	クリスマス合意：「一層のドル安阻止」
⑩	89. 4	ワシントン G7「ドル高抑制」を確認
⑪	93. 2	フォーリー下院議長「クリントン大統領は円高を望んでいる」 ベンツェン財務長官「米国の輸出促進に繋がる円の上昇を支持する」
	93. 4	クリントン大統領「日米貿易不均衡で具体的な成果を出すには 第一に円高、第二に景気刺激策」
⑫	95. 7	日米協調介入。日市場金利低め誘導
	95. 11	米通貨当局ドル買い介入
⑬	98. 6	日米協調円買いドル売り介入
⑭	99. 2	G7蔵相・中銀総裁会議後に、榊原財務官「円安容認」発言
⑮	00. 12	共和党候補のブッシュ氏が大統領選勝利
⑯	02. 12	米オニール財務長官が更迭、スノー氏が新たな長官に就任
⑰	04. 10	米「本国投資法」成立、05年限りの時限立法で実施
⑱	06. 4	G7 財務省・中銀総裁会議「人民元レートの柔軟性は望ましい」
⑲	08. 9	リーマン・ショック →米国QE(08. 11～10. 6)、米国QE2(10. 11～11. 6)、 米国QE3(12. 9～14. 10)
⑳	13. 5	バーナンキショック→12月、テーパリング開始

(出所) 日本銀行統計、Haver Analyticsより大和総研作成

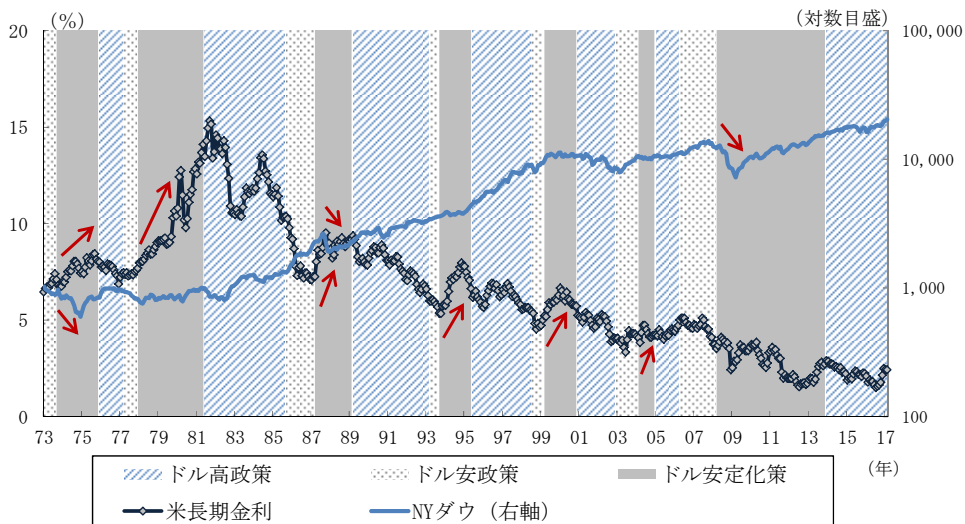
図表 18 : 米国通貨戦略と日米経常収支の推移



図表 19 : 米国通貨戦略と米インフレ率の推移



図表 20 : 米国通貨戦略と米金融市場



「インフレ懸念の後退」が「(2)ドル安政策」へと転換する条件

直近の米国の通貨戦略のサイクルを確認すると、現在は「(1)ドル高政策」を取っていると判断できる。

2001年に大統領に就任したブッシュ氏は、基本的に「(1)ドル高政策」を志向していた。しかし、「(1)ドル高政策」によって拡大を続けた経常赤字を背景に、2006年4月のG7財務相・中央銀行総裁会議では「多額の経常黒字がある新興国経済、特に中国の為替レートの一層の柔軟性は、必要な調整が進むために望ましい」との文言が声明に盛り込まれ、人民元売り・ドル買い介入を行う中国を牽制した。この結果、為替市場ではドル売りが進行した。しかし、米国の「(2)ドル安政策」は、2008年9月のリーマン・ショックによる金融市場の混乱を契機に「(3)ドル安定化策」へと転じる。そして、2014年1月にFRBはテーパリングを開始し、2017年現在においても年内複数回の利上げを示唆するなど、欧州や日本と比べて引き締めの金融政策を取っている。以上のような状況下で、最近のドル相場は上昇基調で推移しているのだ。

こうしたドル高の流れは、短期的には継続することが見込まれよう。その理由として、発言とは裏腹に、トランプ大統領の掲げている政策にはドル高を招く要素が多いことが挙げられる。①インフラ投資のための財政出動やドッド・フランク法の見直しによって米国経済の活性化が期待されること、②レパトリ減税によって米国企業が海外に留保している利益が米国内に還流するとの期待感、③国境税調整の導入——これらは全てドル高要因だと解釈されている。

また、米財務長官のムニューチン氏は、指名承認公聴会において「強いドルは長期的には重要」と述べている。この背景には、財政ファイナンスを国外に頼っている米国において、安定的な資金調達を行う上で「(1)ドル高政策」を取るインセンティブが強いことがある。

しかし、前述したように米国のトランプ大統領の発言からは、「(2)ドル安政策」を志向する本音も垣間見える。今後の焦点は「米国の通貨当局がどのタイミングで、どういった条件が満たされた時に、本格的な『(2)ドル安政策』に転じるか？」ではないだろうか。

米国の通貨戦略のサイクルを踏まえると、「(2)ドル安政策」への転換点を占うカギは「米インフレ」と「米金融市場」の動向にあると考えられる。足下で原油価格が上昇基調にあることや、減税・インフラ投資によって米国景気が拡大することはインフレ要因となる。また、本章の「ポイント②：不法移民の強制送還の影響は？」で指摘したように、不法移民の強制送還が実施されるのであれば、これもインフレの一因となり得る。加えて、インフレ懸念の増大はFRBの利上げを招く可能性があることから、長期金利に対する上昇圧力を生じさせる。

以上の考察を踏まえると、為替市場では短期的にはドル高が進む可能性が高いものの、中長期的にみると、インフレ懸念が後退した際には、トランプ大統領が本格的な「(2)ドル安政策」に踏み切る可能性があるだろう。当面、インフレ懸念が後退しない限りは、米国が「(1)ドル高政策」から「(2)ドル安政策」へと転じる可能性は低いと考えられるが、インフレ圧力が抑制され、金融市場の混乱が予想されない時には、トランプ大統領が「ドル安カード」を本格的に切ってくる公算が大きい。

3. 論点②：「グレートローテーション」は継続するか？

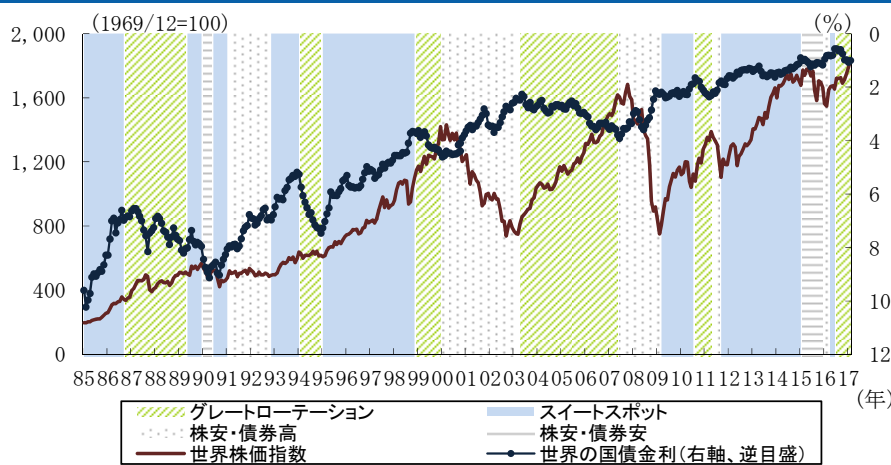
3.1 債券から株式へのマネーシフト

現状、世界的なマネーの流れは、債券から株式へとシフトする「グレートローテーション」の様相を呈している。世界株価指数（MSCI WORLD INDEX）は2016年2月を底として右肩上がりの上昇を続けており、当初の想定を覆す形で2016年11月の米大統領選でトランプ氏が当選を決めた後も、世界の株式市場はポジティブな反応を示している。一方、米長期金利を中心に世界の国債金利は上昇を続けている。本章では、世界的な株式相場と債券相場のサイクルを検証しつつ、今後グレートローテーションが継続するか否かを占うメルクマールとして、①世界経済の成長率が上方修正されるか、②銅価格が上昇するか、③米国の通貨当局がドル安政策を取るか、という3点がカギを握ることを確認する。

グレートローテーションは「利上げに始まり、景気後退で終わる」

図表21は、世界の株価指数と国債金利の推移に加えて、「世界株価指数が上昇しているか？下落しているか？」「世界の国債金利が上昇しているか？下落しているか？」の4パターンで期間を分けたものである。青く塗られた期間は株高と債券高が併存する「スイートスポット」、緑斜線の期間が債券安と株高を示す「グレートローテーション」である。また、白背景のドットは「株安・債券高」、白背景の横縞が「株安・債券安」の局面である。

図表21：世界の株価指数と国債金利の推移



■ レーガン ▲ ブッシュ ▲ クリントン ▲ ブッシュ ▲ オバマ
 (注1) 世界株価指数はMSCI WORLD INDEX。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します。
 (注2) 世界の国債金利は、2000年8月まではWGBI平均金利、それ以降はBloomberg Barclays Indices最低利回り。
 (出所) Bloomberg、MSCI/Haver Analyticsより大和総研作成

債券相場と株式相場には、一般的に以下のサイクルが成り立つ。

まず、景気悪化によって株式相場が低迷し、資金需要の減退と緩和的な金融政策により金利が低下する（＝「①株安・債券高」）。

次に、財政面からの景気刺激策や金融緩和によって供給された流動性が、株式相場を押し上げる「②スイートスポット（株高・債券高）」が到来する。スイートスポットは、景気が拡大する一方で物価が比較的落ち着いた環境下で、政策金利が安定的に推移した時期に訪れる。そし

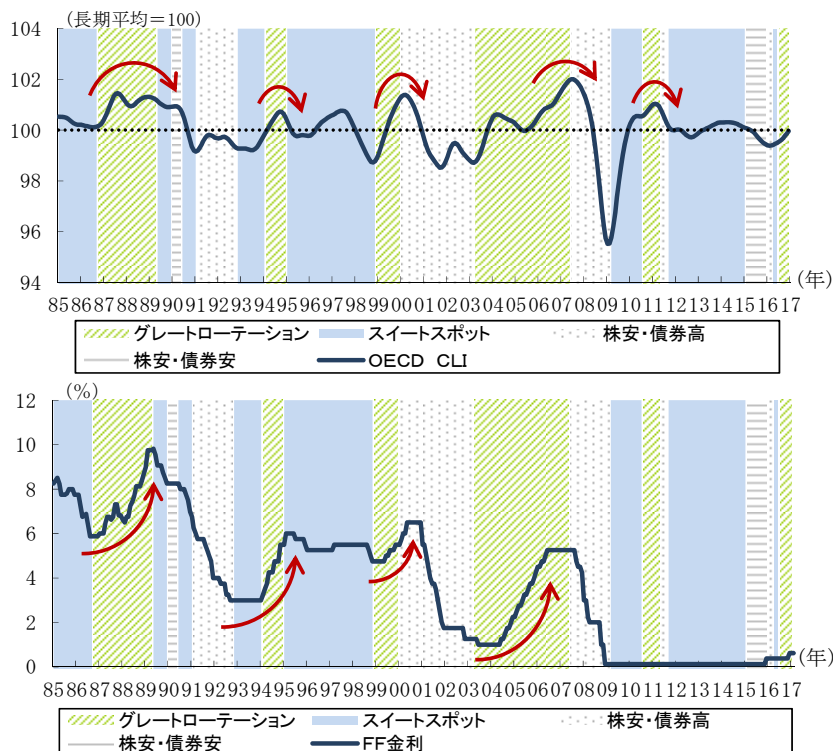
て、このスイートスポットは、景気過熱やインフレ圧力高進を背景とする、中央銀行による政策金利の引き上げを受けた債券相場の下落により終焉を迎える。

「③グレートローテーション（株高・債券安）」は、スイートスポットの後に訪れるケースが多い。金利引き上げを受けて長期金利が上昇を続ける一方、世界的な景気の拡大が続く場合には株高が持続する。そして、景気後退によって株式相場のパフォーマンスが悪化すると、「④株安・債券安」に移行するか、もしくは期間を置かずに「①株安・債券高」へと回帰する。

図表 22は、世界の景気動向を示すOECDの景気先行指数とFF金利の推移を示したものである。図表中で、青（＝「スイートスポット」）と緑（＝「グレートローテーション」）の部分では、OECD景気先行指数が景気上昇局面を意味する100を上回るケースが多くなっている。他方、青の「スイートスポット」ではFF金利が横ばいとなっているのに対して、緑の「グレートローテーション」は利上げ局面であることが分かる。そして、景気が下降局面に入ると同時にグレートローテーションは終了する。

近年の推移を見ると、2011年後半から15年にかけて、日米欧が極めて緩和的な金融政策を継続・強化したことで金利の低下が続く一方で、大量に供給された流動性が株式市場に流れ込み株高が起こっている。他方で、景気は一進一退の推移となり回復局面ではなかったため、スイートスポットはグレートローテーションには移行せず、株高の中で債券相場が上下するような状況が続いた。そして、足下では世界的に景気が上向く中で、FRBが2015年12月から利上げ局面に入ったことで、債券から株式への資金シフトが生じている。

図表 22 : OECD 景気先行指数と FF 金利



(注) OECD CLI は、OECD+Major 6 Non-member (ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、南アフリカ) かつ Amplied Adjusted。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

3.2 「グレートローテーション」が継続するか否かを占う3つのメルクマール

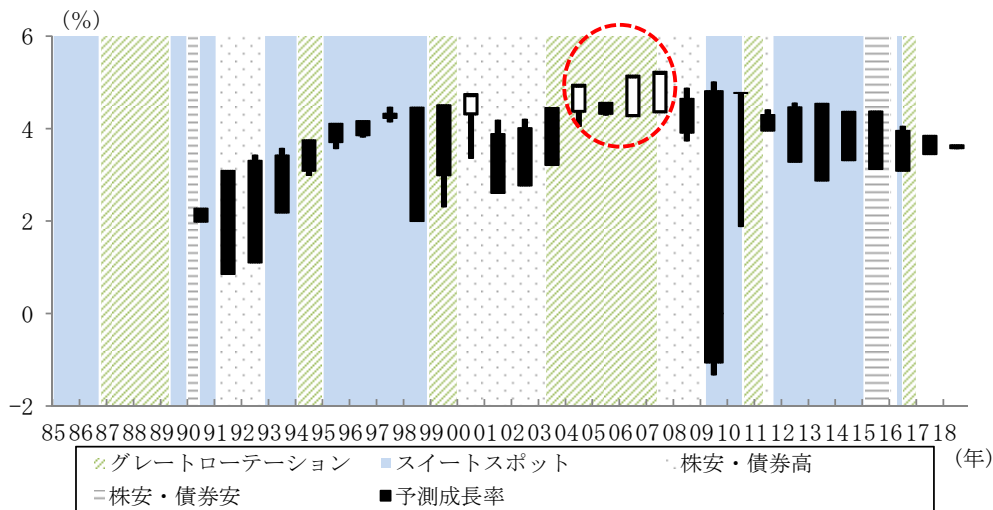
今後「グレートローテーション」がいつまで続くのかを占う上で、当社は3つの指標に注目している。

メルクマール①：世界経済の成長率が上方修正されるか？

第一のメルクマールは、IMF（国際通貨基金）の公表している世界経済の成長率予測の変化である。図表23は、データ取得が可能な1990年以降において、2年前から当年10月までの成長率の予測値をローソク足で表現したものである。ほとんどの年において、IMFの成長率予測は当初よりも下方修正されているものの、グレートローテーションが比較的長い期間継続した2003～07年においては、経済見通しの上方修正が行われた年が多かったことが分かる。また、下方修正された場合でも、その修正は小幅にとどまっている。

当然のことながら、株式相場は経済成長率の期待値を即座に織り込んでいると考えられることから、想定以上の好景気である時に株価は上昇する。しかし、図表を見ると、2017年、18年の成長率見通しが下方修正されていることが確認できる。こうした経済見通しの悪化は株式市場にネガティブな影響を与える可能性があるだろう。したがって、足下のグレートローテーションが長期化するか否かを占うにあたり、今後、先行きの成長率見通しが上方修正されていくのか、また仮に下方修正であってもその修正が小幅にとどまるのか、といった点が注目される。

図表23：世界経済の成長率予測の推移



(注) 2年前～当年10月までの6回分の予測値（4月と10月）の中で、始値（2年前予測値）、終値（当年10月予測値）、安値、高値をローソク足で表記。2017年と18年は、16年までに公表された予測値。
(出所) IMF統計より大和総研作成

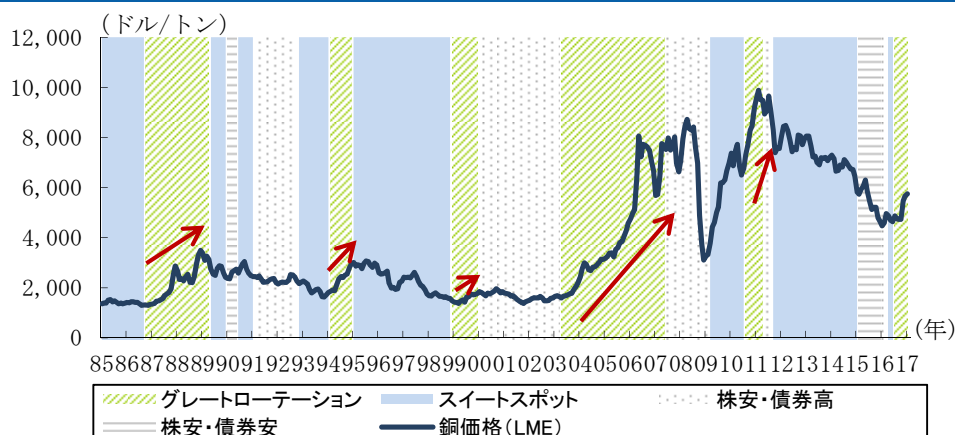
メルクマール②：銅価格が上昇するか？

第二のメルクマールは、銅価格である。図表24を見ると、グレートローテーションの期間において、銅価格が明確に上昇していることが分かる。

銅は電線や銅管に加工され、電力ケーブルのほか、自動車や産業機械、家電製品など製造業で幅広く使われており、世界的に生産が上向けば価格は上昇すると考えられる。これに加えて、世界最大の消費国は中国であるため、中国の景況感を映す指標でもある。また、インフラ関連

の用途も多いことを考えると、今後はトランプ大統領による大型インフラ投資の実現性を映す指標としての意味合いも大きいだらう。

図表 24：銅価格（LME）の推移



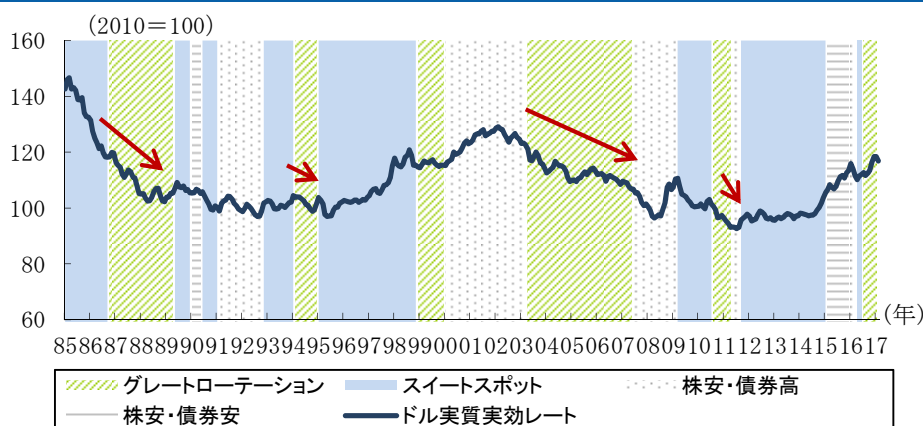
(出所) IMF統計より大和総研作成

メルクマール③：米国の通貨当局がドル安政策を取るか？

最後のメルクマールは、ドル相場である。グレートローテーションの期間中、為替相場はドル安に振れる傾向がある（図表 25）。

これには、第 2 章で述べたように、米国の通貨戦略が関係している。米国がドル安政策を取る条件は、インフレ懸念が限定的かつ金融市場の動向が安定していることだ。したがって、米国の通貨当局がドル安政策を取るということは、裏を返せば、彼らが世界経済の動向を過度に悲観的には見ていないことを意味するからである。以上のロジックから、米国がドル安政策を取る局面では、グレートローテーションが継続しやすいとの推論が成り立ち得る。

図表 25：ドル実質実効為替レートの推移



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

今後を展望すると、FRB が 2017 年も複数回の利上げを示唆していることから、長期金利上昇（＝債券安）の流れが反転する展開は想定しがたい。一方、株高が継続するか否かという点を占う意味で、上記の 3 つのメルクマールに注目しておきたい。

4. 論点③：日本経済再生にとって今なぜ働き方改革が重要か？

4.1 日本経済を覆う潜在成長率の長期低迷という「内憂」

日本経済の真の実力は依然として1%を下回る水準

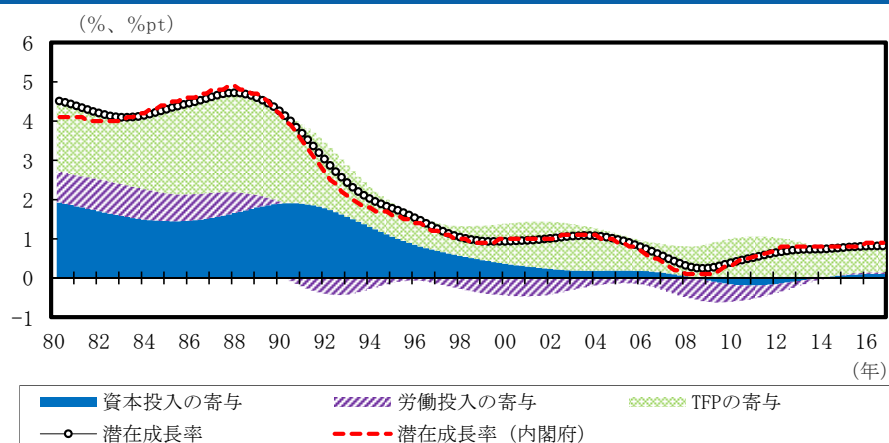
日本経済は、ここまで分析してきたトランプ政権の影響という「外患」に備えることが非常に重要な一方で、海外要因だけに目を奪われずに、潜在成長率の長期低迷という国内の構造的な「内憂」にもしっかりと向き合う必要がある。2016年12月のGDP統計の基準改定および新たな国際基準（2008SNA）への対応で日本の国内総生産（GDP）が上方修正されたことを受けて、内閣府が公表した足下の潜在成長率の推計値は0%前半（0.4%）から後半（0.8%）へと上方修正されることとなった。その後、2017年3月1日に公表された内閣府の新たな推計値では、足下の潜在成長率が0.9%へと小幅上方修正された。

しかし、依然として日本経済の真の実力を示す潜在成長率は1%を下回ったままであり、長期的な低成長から抜け出せていない。今後、日本経済を再生させ、持続的な経済成長を実現するためには、低迷している潜在成長率を高めることが必要不可欠だ。本章では、アベノミクスの重要な柱となっている「働き方改革」に関連して、潜在成長率の向上という観点から、労働の量や生産性などの側面からみた課題について検討することとしたい。

まず、当社が内閣府と同様の手法で潜在成長率を試算した結果が**図表 26**である。日本の潜在成長率は、1980年代のバブル崩壊以降、急速に低下しており、1990年代末以降はせいぜい1%程度の水準にとどまっている。潜在成長率を要因分解すると、労働投入が1990年代に入ってからマイナス寄与に転じている点が注目される。この背景としては、週休2日制導入に伴う労働時間の減少や、労働力の中核である生産年齢人口の減少などが指摘できる。

2014年末以降は、景気回復などに伴う労働参加の進展により、労働投入のマイナス寄与は解消されている。しかし人口減少社会に突入している日本では、いずれ労働投入の寄与が再びマイナス圏に転じることはほぼ確実だ。このため、潜在成長率の向上という観点から、働き方改革の加速などを通じて女性や高齢者の活躍を一層進めることが課題となっているのだ。

図表 26：日本の潜在成長率（前期比年率）



(注) 潜在成長率の推計値は、定義や推計方法によって異なるため幅を持って見ておく必要がある。
 (出所) 内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省等より大和総研作成

労働投入と生産性の変化が日本の潜在 GDP に及ぼす影響

潜在成長率と働き方改革の関係について考察する際には、労働投入という量の側面だけでなく、生産性の向上といった質の側面にも焦点を当てることが重要だ。仮に、女性を中心に労働参加を拡大させたとしても、その分だけ生産性が低下することになれば、潜在成長率の向上につながらないためである。具体的に労働投入と TFP（全要素生産性）という2つの生産要素が日本の潜在 GDP に与える影響を試算したのが**図表 27**である。

まず、労働投入に関しては、生産年齢人口の減少というわが国の構造問題が下押し圧力になる点に注意が必要だ。労働の供給元の減少が続く以上、労働参加拡大の動きが一巡してしまえば、就業者数の減少を通じて労働投入は潜在 GDP に対してマイナスに寄与する構図となる。もし、労働投入が▲0.4%減少することになれば、潜在 GDP を▲0.3%程度下押しすると試算される。ただし、2013 年半ばから就業者数が増加傾向になっており、2014 年末以降は、労働投入のマイナス寄与は解消されている。このため、働き方改革の加速などを通じて女性や高齢者の活躍を一層進めれば、当面は生産年齢人口の減少による下押し圧力を相殺することができると考えられる。

他方、働き方改革で重要な柱となっている長時間労働の是正は、労働投入を直接減少させる要因となる。過去を振り返ってみると、1990 年代に入ってから労働投入がマイナス寄与に転じた際、労働時間の減少が大きく下押しに寄与していたことが確認できる。ただし、労働参加を拡大させれば、その分だけマクロで見た総労働時間が増加し、長時間労働是正の影響を緩和できる。加えて、**図表 27** から明らかなように、労働投入が一定程度減少しても、生産性を向上させる取り組みによって、全体として潜在 GDP を押し上げることも可能となる。

こうした点を踏まえると、今後、働き方改革によって、①労働投入の増加、②生産性の向上という「二兎」を追うことこそが、日本経済再生にとって最も重要な課題だと言えよう。以下では、働き方改革に関する3つのポイントについて検討することとしたい。

図表 27：日本の潜在 GDP に及ぼす影響（％）

		← 減少 労働投入 増加 →						
		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
↑ 悪化 TFP 改善 ↓	-0.3%	-0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.1
	-0.2%	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2
	-0.1%	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3
	0.0%	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.4
	0.1%	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5
	0.2%	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
	0.3%	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省等より大和総研作成

4.2 働き方改革に関する3つのポイント

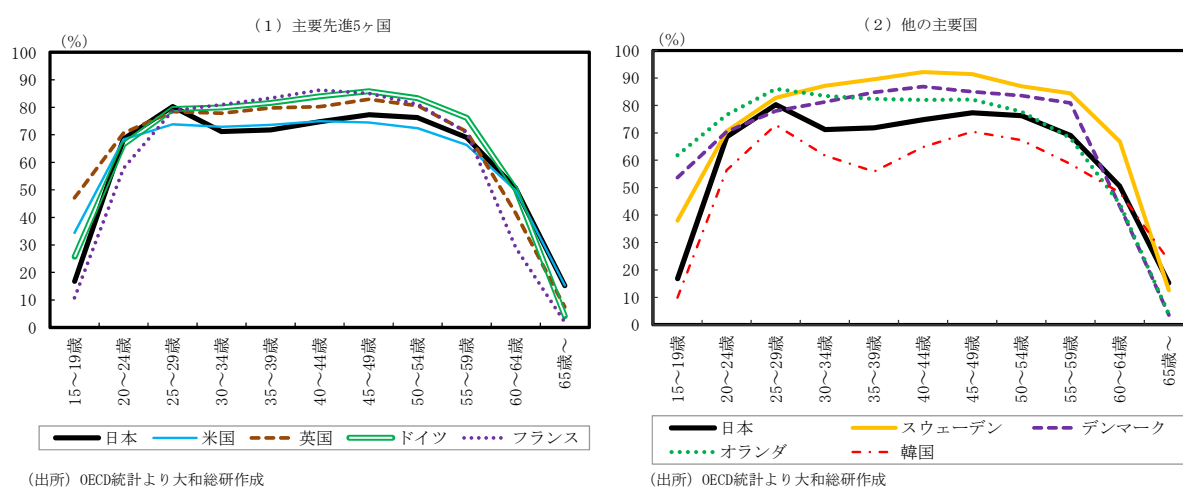
① 出産・育児、介護・看護対策による雇用増の潜在効果は最大で100万人以上

労働投入という側面におけるポイントは、女性の労働参加によって就業者数をどの程度増加させることができるかという点である。

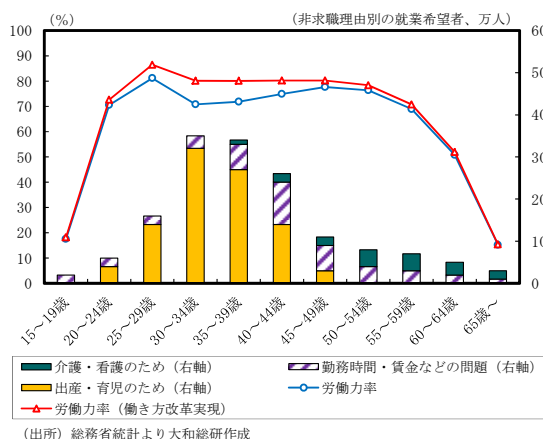
ここで女性の年齢別労働力率の国際比較を通じて、日本人女性の労働参加の現状について確認しておこう（**図表 28**）。日本では長期的に女性の社会進出が進んだ結果、2015年の女性の労働力率は、総じて米国を上回っている。このため、日本人女性の労働参加の拡大余地は限られつつあるとみる向きもある。しかし、女性の積極的な労働参加が進む欧州諸国と比べると、日本は依然として見劣りしており、女性の労働市場への参加余地はまだ大きいとの評価も可能だ。

具体的な参加余地を検討するためには、求職理由別の就業希望者数を確認することが必要だ（**図表 29**）。就業を希望しているものの、「出産・育児のため」に求職活動をしていない女性は95万人、「介護・看護のため」は2015年時点で18万人存在することが分かる。つまり、育児や介護対策で就業障壁が完全に解消されることになれば、最大で100万人以上の女性が就業することができるため、労働力率カーブが大きく上方シフトする。現実に障壁を完全に除去することは難しいとみられるものの、それでも数十万人程度の増加は十分可能だと考えられる。

図表 28：女性の年齢別労働力率の国際比較（2015年）



図表 29：女性の年齢階級別の労働力率と非求職理由別の就業希望者（2015年）



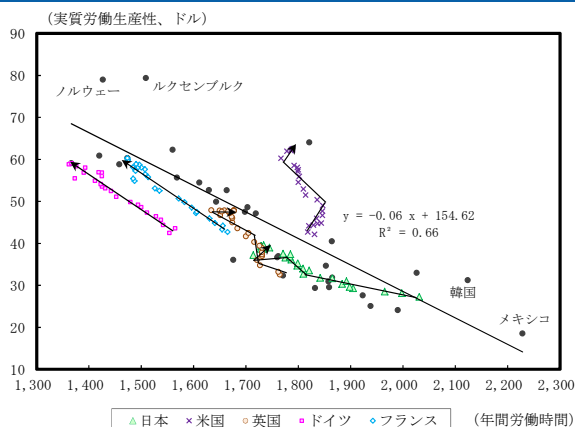
②長時間労働の是正は生産性の向上を伴うことが重要

前述したように、長時間労働の是正によって労働投入が一定程度減少しても、生産性を向上させる取り組みを進めることによって、全体として潜在 GDP を押し上げることができる。

OECD 諸国のデータを用いて国際比較を行うと、主要国は年間労働時間を削減する中で実質労働生産性を高めてきたことが確認できる（**図表 30**）。さらに、年間労働時間の削減幅が大きい国ほど MFP（多要素生産性）の伸びが高いという傾向がある（**図表 31**）。この背景としては、設備投資の増加を通じた労働装備率の上昇や、ICT 投資による業務の効率化などが指摘できよう。今後、長時間労働の是正を進める際には、それと同時にロボットや人工知能（AI）の活用などを通じた生産性の向上を図ることが求められる。

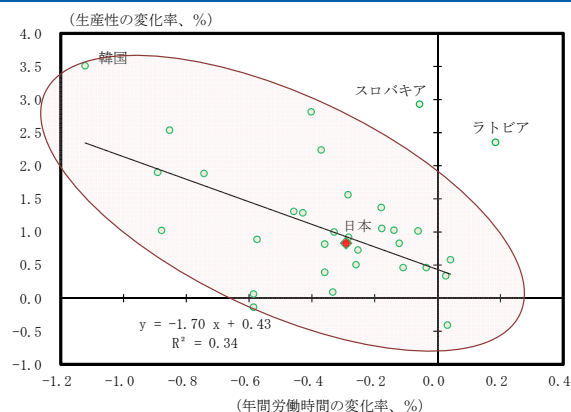
また、生産性の向上という観点からは、労働規制の緩和も重要な課題となるだろう。OECD 諸国の労働規制の指標（一般労働者雇用保護指標）と労働生産性の関係を見ると、規制が弱い国ほど生産性の伸びが高い傾向がある（**図表 32**）。つまり、日本の雇用慣行に見られる「岩盤規制」を緩和することなどを通じて、労働生産性を一層向上させることができるのである。

図表 30 : OECD 諸国の労働時間と実質労働生産性



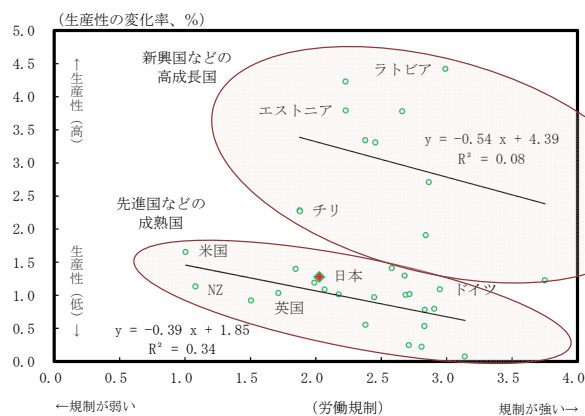
(注1) OECD諸国は2014年、うちドイツは1991年～2014年、ドイツ以外のG5は1990年～2014年。
(注2) 実質労働生産性は、「実質GDP (PPPベース) ÷ (労働者×労働時間)」。
(出所) OECD統計より大和総研作成

図表 31 : OECD 諸国の労働時間と生産性



(注1) 生産性はOECDのMFP（多要素生産性）であり、TFP（全要素生産性）と同じ概念のもの。
(注2) 年間労働時間と生産性は2005年～2014年の変化率（年率）。
(注3) 推計式は、スロバキア、ラトビアを除く。
(出所) OECD統計より大和総研作成

図表 32 : OECD 諸国の労働規制と生産性



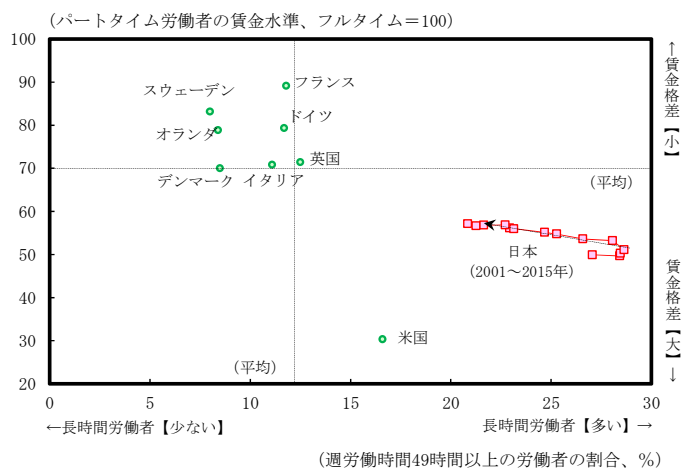
(注1) 労働規制は、OECDの「一般労働者雇用保護指標（数値0～6）」を利用。
(注2) 生産性はOECDのMFP（多要素生産性）でTFP（全要素生産性）と同じ概念のもの。
(注3) MFPは2000年～2013年の変化率（年率）。労働規制は同期間の平均値。
(出所) OECD統計より大和総研作成

③働き方改革の中で日本型の「同一労働同一賃金」にも取り組む必要

わが国の労働市場では、女性を中心とする労働参加の拡大や長時間労働の是正だけでなく、パートタイム労働者とフルタイム労働者の賃金格差解消が大きな課題だと指摘されている。例えば、賃金水準が低いパートタイム労働者が増えるだけでは、世帯収入の増加は限られ、消費拡大効果も限定的なものとなる。実際、主要先進国の動向を確認すると、日本はパートタイム労働者の賃金がフルタイム労働者に比べて低い傾向が鮮明であり、勤務実態に即さない格差が一部に生じている可能性がある（図表 33）。

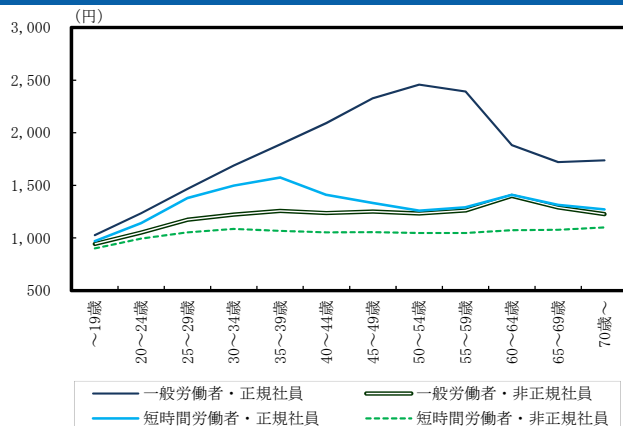
このため、今後は国ごとに異なる雇用慣行を十分に考慮した上で、日本型の「同一労働同一賃金」を実現し、正社員と非正規社員の処遇格差を緩和させる必要がある。また、それと同時に、職業訓練支援策などを通じて、非正規社員の知識や技能習得を促し、労働生産性を高める取り組みも欠かせない。非正規社員の賃金は勤続年数に比べて伸びにくく、その一因として、非正規社員（特に中小企業）には職業訓練を通じた人材育成機会が少ないという構造的な問題が存在するためである（図表 34、図表 35）。

図表 33：パートタイム賃金水準と長時間労働者比率



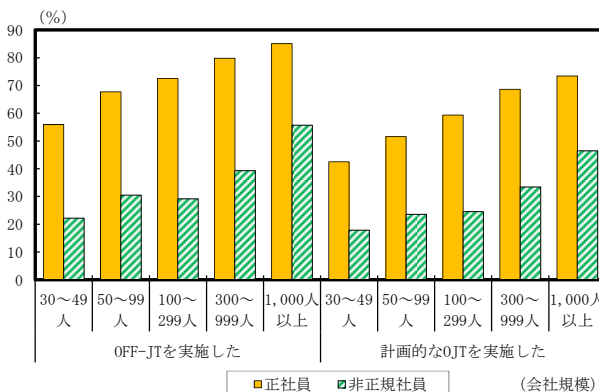
(注) 米国と英国は2014年、日本は2001～2015年、その他の国は2010年。
(出所) 労働政策研究・研修機構より大和総研作成

図表 34：一般・短時間労働者の雇用形態別の時給 (2015年)



(注) 一般労働者の時給は所定内給与÷所定内実労働時間。
(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表 35：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

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トランプ大統領の政策、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、「1,100兆円弱の過剰融資」「740兆円程度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？

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。

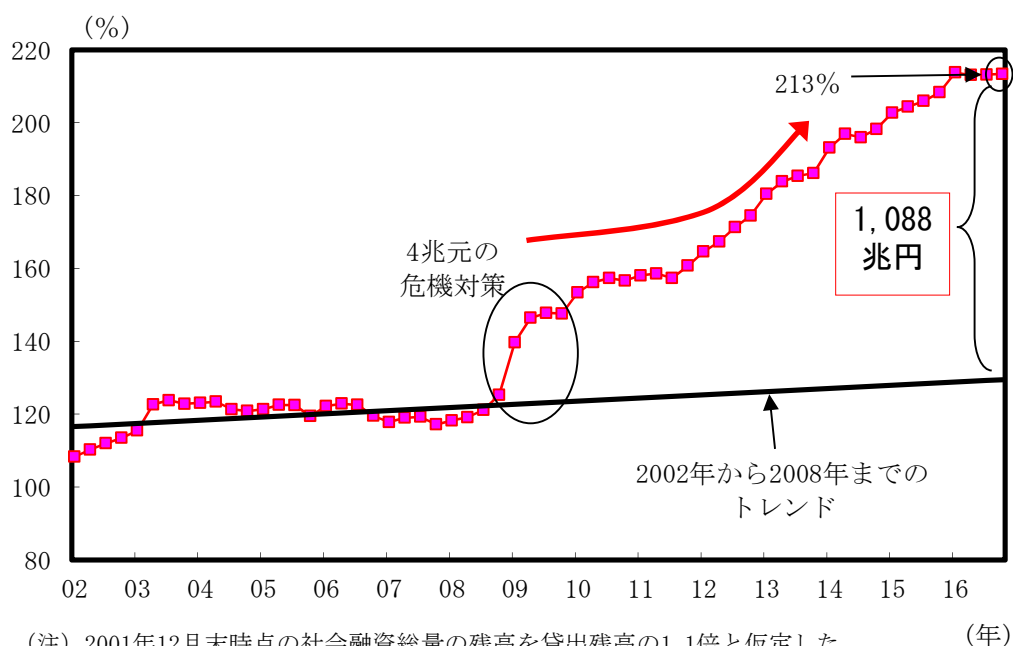
中国における過剰①：過剰融資＝1,100兆円弱

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1,100兆円弱と推定される（**図表36**）。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。

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3.0兆ドル（2017年1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い。

図表36：中国の社会融資総量対名目GDP比



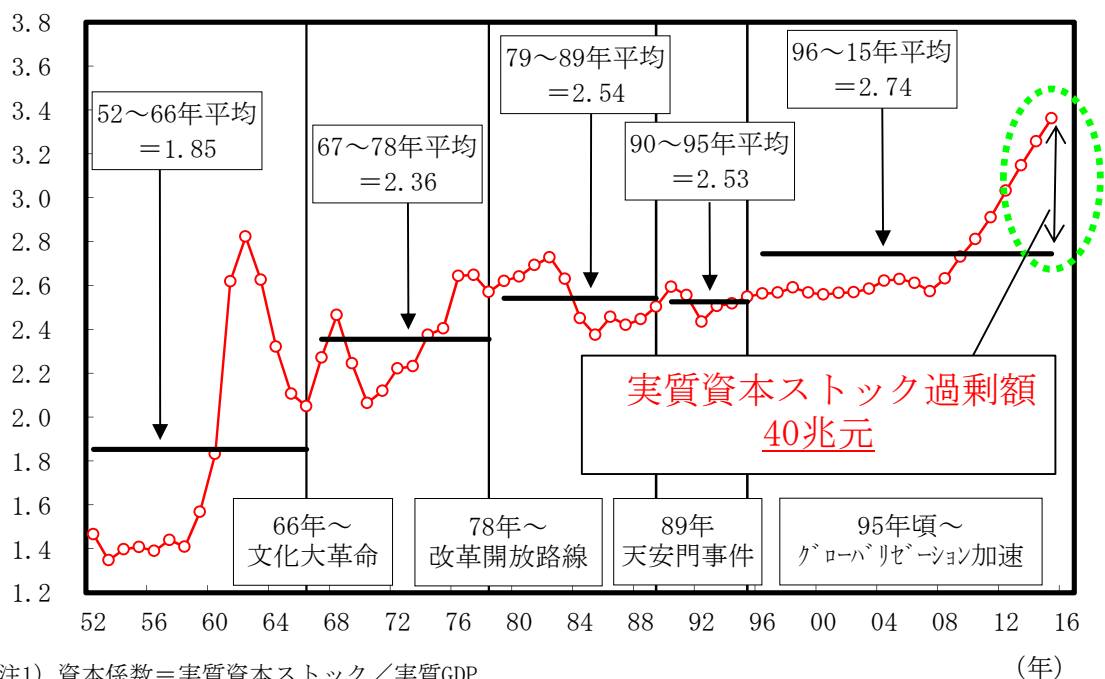
中国における過剰②：過剰資本ストック＝740兆円程度

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740兆円程度と推定される。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 37 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、2015年時点で40兆円程度（実質資本ストックの18%程度、名目円換算で740兆円程度）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 37：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 のデータを用いて 2015 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 110%であるのに対して、中国は 43%と両者よりかなり低いことが分かる (図表 38)。さらに、主要先進国において財政状況が最悪である日本 (248%) と比べると、中国は 6 分の 1 程度にとどまっている。

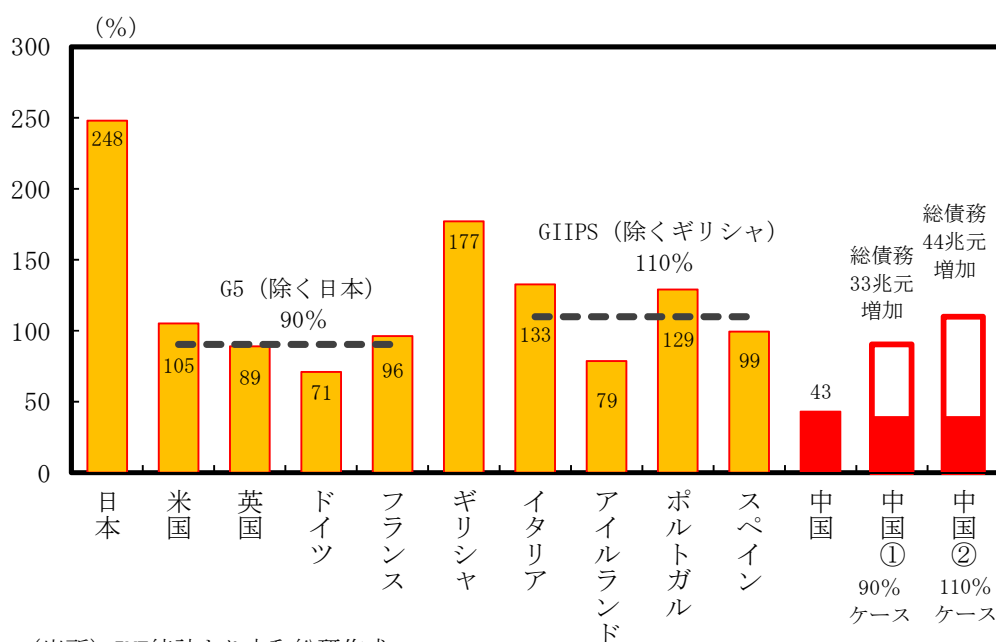
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5 (除く日本) と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 33 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

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, 100 兆円弱の過剰融資」「740 兆円程度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 38：一般政府債務残高対名目 GDP 比 (2015 年)



(出所) IMF統計より大和総研作成

5.2 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39**）。

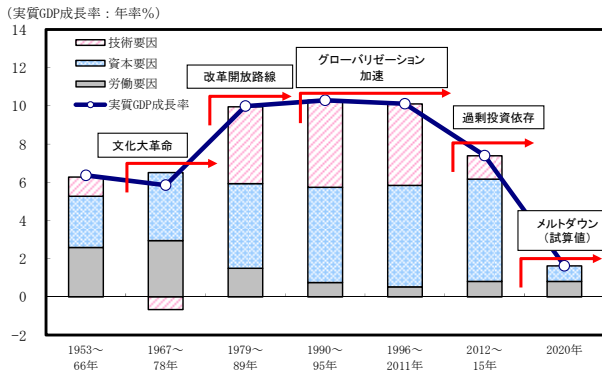
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

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。

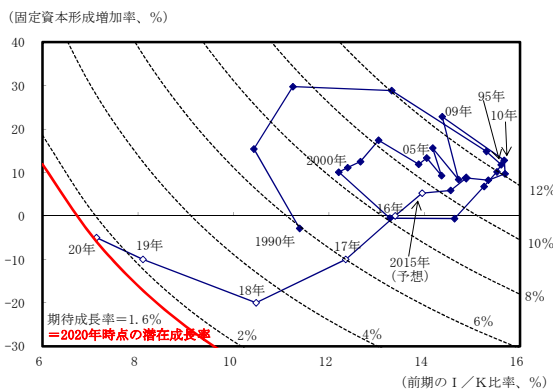
図表 39：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



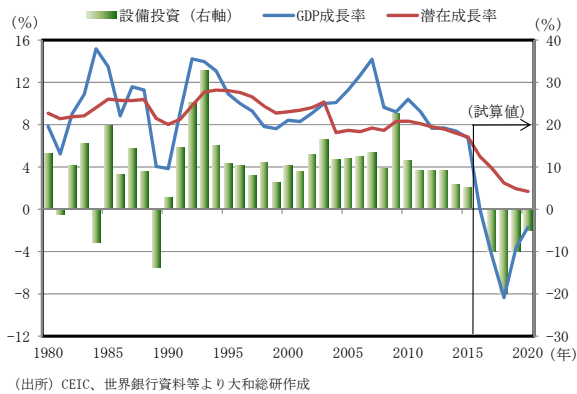
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

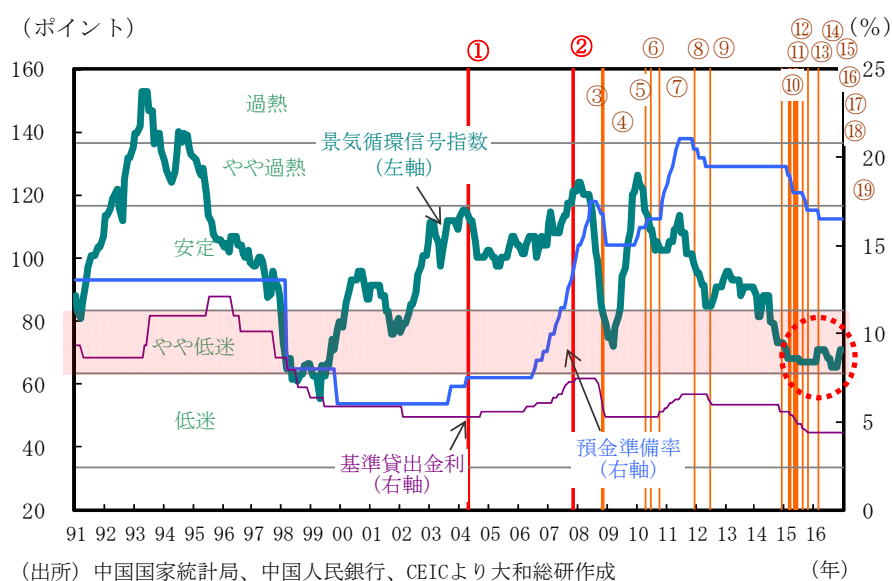
ただし、中国経済は向こう1～2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表40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40：中国：景気循環信号指数



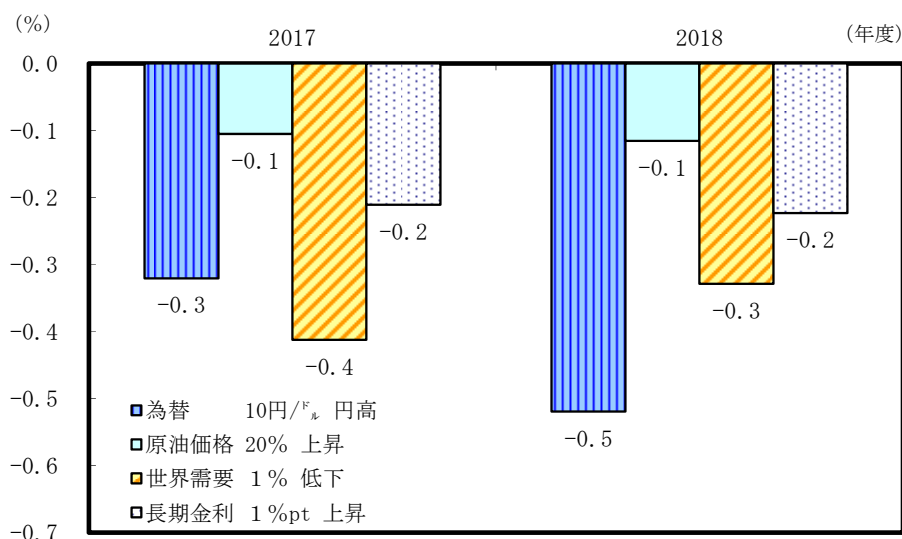
①2004/4	総量規制強化	⑩2015/2	預金準備率引き下げ
②2007/10	総量規制強化	⑫2015/3	利下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑭2015/5	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑮2015/6	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化		預金準備率引き下げ
⑦2010/10～2011/7	利上げ	⑯2015/7	株価維持策実施
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/8	預金準備率引き下げ
⑨2012/6	利下げ		利下げ
⑩2014/11	利下げ	⑱2015/10	預金準備率引き下げ
			利下げ
		⑲2016/2	預金準備率引き下げ

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 : 2017-18 年度 ; 113.9 円/ドル, 113.9 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・原油 (WTI) 価格 : 2017-18 年度 ; 52.9 ドル/bbl, 52.9 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・世界経済成長率 : 2017-18 暦年 ; 3.6%, 3.5%	→ 各四半期 1% 低下
・長期金利 : 2017-18 年度 ; 0.00%, 0.00%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 41：実質 GDP に与える影響



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

6.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少となり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により、個人消費は減少する。なお、円高の影響が個人消費に波及するまでには長いラグがあるため、本シミュレーション期間内での影響は軽微である。以上の経路を通じて、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2017年度で▲0.3%、2018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 2017 年度で▲0.1%、2018 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。

6.3 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 2017 年度で▲0.4%、2018 年度で▲0.3%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。

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、2017 年度で▲0.2%、2018 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 42：シミュレーション結果

	標準シナリオ		シミュレーション1 円高（10円高）		シミュレーション2 原油20%上昇	
	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度
名目GDP	1.7	1.8	1.0 (-0.7)	1.7 (-0.8)	1.1 (-0.6)	1.7 (-0.7)
実質GDP	1.4	1.1	1.1 (-0.3)	0.9 (-0.5)	1.3 (-0.1)	1.1 (-0.1)
GDPデフレーター	0.3	0.6	-0.1 (-0.4)	0.7 (-0.3)	-0.2 (-0.5)	0.6 (-0.5)
全産業活動指数	1.4	1.4	0.8 (-0.6)	1.3 (-0.6)	1.3 (-0.1)	1.3 (-0.1)
鉱工業生産指数	3.2	2.0	1.2 (-1.9)	1.9 (-2.0)	2.9 (-0.2)	2.0 (-0.2)
第3次産業活動指数	1.0	1.2	0.6 (-0.4)	1.2 (-0.4)	0.9 (-0.1)	1.2 (-0.1)
国内企業物価	2.0	2.6	0.7 (-1.3)	2.6 (-1.4)	2.7 (0.7)	2.6 (0.7)
消費者物価	0.9	0.7	0.6 (-0.2)	0.6 (-0.3)	1.0 (0.2)	0.7 (0.2)
失業率	3.0	3.0	3.0 (0.0)	3.0 (0.0)	3.0 (-0.0)	3.0 (0.0)
貿易収支（兆円）	5.4	5.5	5.6 (0.2)	4.7 (-0.7)	3.1 (-2.3)	3.5 (-2.0)
経常収支（億ドル）	1,708	1,812	1,774 (66)	1,747 (-65)	1,535 (-173)	1,646 (-165)
経常収支（兆円）	19.6	20.8	18.9 (-0.7)	18.3 (-2.5)	17.6 (-2.1)	19.0 (-1.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.7	0.9	0.7 (-0.1)	0.8 (-0.1)	0.6 (-0.1)	0.8 (-0.1)
民間住宅投資	0.2	2.7	-0.0 (-0.3)	2.5 (-0.5)	-0.0 (-0.3)	2.5 (-0.4)
民間設備投資	2.1	2.2	0.8 (-1.2)	1.9 (-1.4)	1.6 (-0.5)	2.0 (-0.6)
政府最終消費	0.8	0.8	0.9 (0.1)	1.0 (0.2)	0.8 (-0.0)	0.8 (-0.0)
公共投資	3.9	-1.7	4.6 (0.6)	-1.7 (0.7)	3.7 (-0.2)	-1.7 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	3.9	2.3	3.3 (-0.6)	1.9 (-1.0)	3.8 (-0.1)	2.3 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	2.4	2.1	2.1 (-0.3)	2.9 (0.5)	1.9 (-0.5)	2.0 (-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	
	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度
名目GDP	1.3 (-0.4)	1.8 (-0.4)	1.5 (-0.2)	1.7 (-0.2)	1.5 (-0.2)	1.7 (-0.3)
実質GDP	1.0 (-0.4)	1.2 (-0.3)	1.2 (-0.2)	1.1 (-0.2)	1.5 (0.1)	1.2 (0.1)
GDPデフレーター	0.2 (-0.0)	0.6 (-0.0)	0.3 (0.0)	0.6 (-0.0)	-0.0 (-0.3)	0.5 (-0.4)
全産業活動指数	1.1 (-0.3)	1.4 (-0.2)	1.3 (-0.1)	1.4 (-0.1)	1.6 (0.2)	1.4 (0.2)
鉱工業生産指数	2.0 (-1.1)	2.2 (-0.9)	2.8 (-0.4)	2.0 (-0.4)	3.9 (0.7)	2.0 (0.8)
第3次産業活動指数	0.9 (-0.1)	1.2 (-0.1)	0.9 (-0.1)	1.2 (-0.1)	1.1 (0.1)	1.2 (0.1)
国内企業物価	2.0 (-0.0)	2.5 (-0.1)	2.0 (0.0)	2.6 (-0.0)	3.4 (1.4)	2.7 (1.4)
消費者物価	0.8 (-0.0)	0.6 (-0.1)	0.9 (-0.0)	0.7 (-0.0)	1.1 (0.3)	0.7 (0.3)
失業率	3.0 (-0.0)	3.0 (0.0)	3.0 (0.0)	3.0 (0.0)	3.0 (-0.0)	3.0 (-0.0)
貿易収支（兆円）	4.7 (-0.7)	5.0 (-0.5)	5.8 (0.4)	5.9 (0.4)	3.0 (-2.4)	3.8 (-1.6)
経常収支（億ドル）	1,616 (-93)	1,713 (-99)	1,600 (-108)	1,401 (-411)	1,502 (-206)	1,679 (-133)
経常収支（兆円）	18.5 (-1.1)	19.8 (-1.1)	18.4 (-1.3)	16.4 (-4.4)	17.9 (-1.7)	20.3 (-0.5)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.7 (-0.1)	0.9 (-0.0)	0.7 (-0.0)	0.9 (-0.0)	0.6 (-0.1)	0.9 (-0.1)
民間住宅投資	0.1 (-0.2)	2.5 (-0.4)	-0.5 (-0.8)	2.9 (-0.6)	0.1 (-0.1)	2.7 (-0.2)
民間設備投資	1.7 (-0.3)	2.0 (-0.5)	0.7 (-1.4)	2.0 (-1.6)	2.2 (0.1)	2.1 (0.1)
政府最終消費	0.8 (0.0)	0.8 (0.0)	0.8 (0.0)	0.8 (0.0)	0.7 (-0.1)	0.7 (-0.1)
公共投資	3.9 (0.0)	-1.6 (0.1)	3.9 (-0.0)	-1.7 (0.0)	3.4 (-0.5)	-1.7 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	1.9 (-2.0)	2.8 (-1.6)	3.9 (-0.0)	2.3 (-0.0)	4.1 (0.2)	2.6 (0.4)
財貨・サービスの輸入	2.1 (-0.3)	2.2 (-0.2)	1.9 (-0.5)	2.0 (-0.5)	2.0 (-0.4)	1.6 (-0.8)

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

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

(出所) 大和総研作成

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

	2015		2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2015	2016 (予)	2015	2016
名目国内総支出(兆円)	529.9	532.5	531.4	535.0	536.9	537.6	539.7	543.6	532.1	539.4	530.5	537.3
前期比%	0.3	0.5	-0.2	0.7	0.4	0.1	0.4	0.7				
前期比年率%	1.3	2.0	-0.8	2.7	1.4	0.5	1.6	2.9				
前年同期比%	3.3	3.9	2.6	1.3	1.3	1.0	1.6	1.6	2.8	1.4	3.3	1.3
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	516.6	517.4	516.2	518.6	521.4	523.0	524.6	528.1	517.1	524.2	516.6	521.8
前期比%	-0.0	0.2	-0.2	0.5	0.5	0.3	0.3	0.7				
前期比年率%	-0.0	0.6	-1.0	1.9	2.2	1.2	1.2	2.8				
前年同期比%	1.8	2.1	1.1	0.4	0.9	1.1	1.6	1.9	1.3	1.4	1.2	1.0
内需寄与度(前期比)	0.1	0.2	-0.3	0.1	0.6	-0.1	0.1	0.6	1.1	0.8	0.7	0.5
外需寄与度(前期比)	-0.1	-0.1	0.0	0.3	-0.0	0.4	0.2	0.0	0.2	0.6	0.5	0.5
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.6	1.8	1.5	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-0.2	1.4	-0.0	2.0	0.3
全産業活動指数(2010=100)	102.5	102.5	102.3	102.3	102.7	103.2	103.5	103.8	102.6	103.4	102.5	103.0
前期比%	-0.1	0.0	-0.2	0.1	0.3	0.6	0.2	0.3	0.9	0.9	0.4	0.6
鉱工業生産指数(2010=100)	98.0	97.0	97.1	96.1	96.3	97.6	99.6	99.9	97.4	98.7	97.8	97.6
前期比%	-1.3	-1.0	0.0	-1.0	0.2	1.4	2.1	0.3	-1.0	1.4	-1.2	-0.2
第3次産業活動指数(2010=100)	103.3	103.4	103.3	103.6	103.8	104.1	104.0	104.3	103.5	104.1	103.2	103.9
前期比%	0.2	0.1	-0.1	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.3	1.3	0.6	0.9	0.7
企業物価指数(2015=100)												
国内企業物価指数	100.9	99.9	98.6	97.0	96.4	96.1	96.5	96.7	99.1	96.4	100.0	96.5
前年同期比%	-2.3	-3.7	-3.6	-3.7	-4.5	-3.8	-2.1	-0.3	-3.3	-2.7	-2.3	-3.5
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	100.2	100.1	100.1	99.5	99.8	99.6	99.8	99.7	100.0	99.7	100.0	99.7
前年同期比%	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	0.3	-0.0	-0.2	0.5	-0.3
完全失業率(%)	3.4	3.4	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.3	3.1	3.4	3.1
10年物国債利回り(%)	0.40	0.38	0.29	-0.01	-0.15	-0.12	0.00	0.00	0.26	-0.06	0.35	-0.07
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.9	4.0	3.4	3.2	3.4	3.4	3.9	3.9	3.6	3.6	3.7	3.5
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-1.8	-1.7	1.6	3.5	4.7	6.0	7.0	6.2	0.5	6.0	-0.6	5.6
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,330	1,296	1,547	1,783	1,795	1,944	1,913	1,770	1,499	1,855	1,356	1,897
経常収支(季調済年率、兆円)	16.1	15.8	18.8	20.6	19.4	19.9	20.9	20.2	18.0	20.3	16.4	20.6
対名目GDP比率(%)	3.0	3.0	3.5	3.8	3.6	3.7	3.9	3.7	3.4	3.8	3.1	3.8
為替レート(¥/\$)	121.4	122.2	121.5	115.4	108.1	102.4	109.4	113.9	120.1	108.5	121.0	108.8
(¥/Euro)	135.0	135.6	131.5	128.0	120.7	114.7	119.2	120.4	132.5	118.7	133.7	120.6

(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

	2017		2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)
名目国内総支出(兆円)	545.4	547.2	549.9	551.9	554.4	557.1	559.4	562.4	548.6	558.3	546.5	555.7
前期比%	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5				
前期比年率%	1.4	1.3	1.9	1.5	1.8	2.0	1.7	2.1				
前年同期比%	1.6	1.8	1.9	1.5	1.6	1.8	1.7	1.9	1.7	1.8	1.7	1.7
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	529.8	531.0	532.7	533.8	535.4	537.0	538.4	540.2	531.7	537.7	530.3	536.1
前期比%	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3				
前期比年率%	1.2	0.9	1.3	0.9	1.1	1.3	1.0	1.4				
前年同期比%	1.6	1.5	1.5	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.1	1.6	1.1
内需寄与度(前期比)	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	1.2	1.1	1.2	1.0
外需寄与度(前期比)	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.2	0.0	0.4	0.1
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.0	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.3	0.6	0.1	0.6
全産業活動指数(2010=100)	104.1	104.5	104.9	105.3	105.6	106.0	106.3	106.7	104.9	106.3	104.4	105.9
前期比%	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	1.4	1.4	1.4
鉱工業生産指数(2010=100)	100.5	101.1	101.8	102.4	102.8	103.3	103.6	104.2	101.9	103.9	101.1	103.3
前期比%	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	3.2	2.0	3.6	2.2
第3次産業活動指数(2010=100)	104.6	104.9	105.2	105.5	105.9	106.2	106.5	106.8	105.2	106.4	104.8	106.1
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.2	0.9	1.2
企業物価指数(2015=100)												
国内企業物価指数	97.1	97.9	98.7	99.8	100.5	100.9	101.2	101.2	98.4	101.0	97.6	100.6
前年同期比%	0.8	1.8	2.3	3.1	3.4	3.1	2.5	1.5	2.0	2.6	1.2	3.0
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	100.4	100.6	100.8	100.6	101.2	101.3	101.5	101.2	100.6	101.3	100.4	101.1
前年同期比%	0.6	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7
完全失業率(%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
10年物国債利回り(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	5.5	5.2	5.4	5.5	5.6	5.6	5.4	5.3	5.4	5.5	5.6	5.5
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,677	1,674	1,727	1,755	1,789	1,815	1,820	1,823	1,708	1,812	1,712	1,795
経常収支(季調済年率、兆円)	19.1	19.1	19.7	20.0	20.4	20.7	20.7	20.8	19.6	20.8	19.5	20.4
対名目GDP比率(%)	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.7	3.6	3.7
為替レート(¥/\$)	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9
(¥/Euro)	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4

(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、2011暦年連鎖価格)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2015	2016 (予)	2015	2016	
国内総支出	516.6	517.4	516.2	518.6	521.4	523.0	524.6	528.1	517.1	524.2	516.6	521.8	
前期比年率%	-0.0	0.6	-1.0	1.9	2.2	1.2	1.2	2.8					
前年同期比%	1.8	2.1	1.1	0.4	0.9	1.1	1.6	1.9	1.3	1.4	1.2	1.0	
国内需要	522.9	524.2	522.9	523.6	526.6	526.0	526.3	529.7	523.2	527.2	523.0	525.5	
前期比年率%	0.4	1.0	-1.0	0.5	2.3	-0.4	0.2	2.5					
前年同期比%	1.5	1.8	1.0	0.2	0.7	0.4	0.6	1.3	1.1	0.8	0.7	0.5	
民間需要	392.6	393.7	391.9	391.4	395.3	394.8	395.4	396.8	392.3	395.7	392.6	394.2	
前期比年率%	0.4	1.2	-1.8	-0.6	4.1	-0.6	0.7	1.4					
前年同期比%	1.4	2.0	1.2	-0.3	0.7	0.3	1.0	1.5	1.1	0.9	0.6	0.4	
民間最終消費支出	294.7	296.2	294.3	295.4	296.1	297.1	297.2	297.7	295.2	297.0	295.2	296.4	
前期比年率%	-1.5	2.1	-2.5	1.5	0.9	1.4	0.2	0.6					
前年同期比%	1.0	1.2	-0.1	-0.1	0.4	0.4	1.0	0.7	0.5	0.6	-0.4	0.4	
民間住宅投資	14.9	15.1	15.0	15.2	15.7	16.1	16.1	16.0	15.1	16.0	15.0	15.8	
前期比年率%	4.4	6.2	-3.9	5.9	13.8	10.1	0.5	-2.0					
前年同期比%	-3.1	6.1	4.7	3.0	5.4	6.6	7.3	5.5	2.7	6.2	-1.6	5.6	
民間企業設備投資	79.1	79.6	79.7	79.6	80.7	80.6	82.3	82.5	79.5	81.6	79.6	80.7	
前期比年率%	-4.2	2.7	0.4	-0.7	5.7	-0.4	8.4	1.0					
前年同期比%	1.4	0.9	0.9	-0.4	2.1	0.9	3.4	3.6	0.6	2.5	1.1	1.4	
民間在庫変動	3.8	2.7	2.9	1.2	2.9	1.0	-0.1	0.7	2.6	1.2	2.8	1.3	
公的需要	130.4	130.5	131.0	132.2	131.2	131.2	130.9	132.8	130.9	131.5	130.4	131.3	
前期比年率%	0.7	0.4	1.4	3.7	-2.8	0.0	-1.1	6.0					
前年同期比%	1.7	1.1	0.6	1.4	0.9	0.7	-0.3	0.6	1.2	0.4	0.8	0.7	
政府最終消費支出	104.3	104.8	105.5	106.9	105.8	106.0	106.3	106.5	105.3	106.1	104.6	106.2	
前期比年率%	0.4	1.8	2.9	5.5	-4.2	1.0	1.0	0.6					
前年同期比%	1.7	1.6	2.2	2.7	1.4	1.2	0.7	-0.5	2.0	0.7	1.6	1.5	
公的固定資本形成	26.1	25.8	25.5	25.2	25.4	25.2	24.6	26.3	25.5	25.4	25.8	25.0	
前期比年率%	2.5	-4.7	-4.9	-4.6	4.1	-3.6	-9.5	32.0					
前年同期比%	2.0	-0.2	-4.6	-3.4	-2.1	-1.8	-4.1	4.9	-2.0	-0.6	-2.2	-3.0	
公的在庫変動	-0.0	-0.0	0.0	0.1	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	-6.6	-6.9	-6.9	-5.2	-5.3	-3.4	-2.3	-2.1	-6.4	-3.2	-6.6	-4.0	
財貨・サービスの輸出	81.7	83.4	82.7	83.4	82.5	84.2	86.4	86.7	82.9	85.0	83.1	84.2	
前期比年率%	-13.5	8.6	-3.0	3.5	-4.6	8.5	11.0	1.6					
前年同期比%	2.1	3.1	-0.4	-1.4	0.5	1.0	4.8	3.9	0.8	2.6	3.0	1.2	
財貨・サービスの輸入	88.3	90.3	89.6	88.7	87.8	87.6	88.7	88.8	89.2	88.2	89.7	88.2	
前期比年率%	-10.0	9.7	-3.0	-4.3	-3.9	-1.0	5.3	0.4					
前年同期比%	0.6	1.2	-0.6	-2.0	-0.6	-3.1	-1.0	0.1	-0.2	-1.2	0.1	-1.7	

(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)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)	
国内総支出	529.8	531.0	532.7	533.8	535.4	537.0	538.4	540.2	531.7	537.7	530.3	536.1	
前期比年率%	1.2	0.9	1.3	0.9	1.1	1.3	1.0	1.4					
前年同期比%	1.6	1.5	1.5	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.1	1.6	1.1	
国内需要	531.5	532.6	534.0	535.1	536.5	538.2	539.8	541.8	533.2	539.1	531.9	537.3	
前期比年率%	1.4	0.8	1.1	0.8	1.1	1.2	1.2	1.5					
前年同期比%	0.8	1.2	1.5	1.0	1.0	1.1	1.0	1.3	1.1	1.1	1.2	1.0	
民間需要	398.1	399.3	400.4	401.8	403.0	404.3	406.0	407.8	399.9	405.3	398.7	403.7	
前期比年率%	1.3	1.2	1.1	1.4	1.2	1.4	1.6	1.8					
前年同期比%	0.6	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6	1.1	1.3	1.1	1.3	
民間最終消費支出	298.2	298.9	299.5	300.2	300.7	301.3	302.1	302.9	299.2	301.7	298.5	301.1	
前期比年率%	0.7	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8	1.0	1.0					
前年同期比%	0.8	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.9	0.7	0.8	
民間住宅投資	16.0	16.0	16.0	16.1	16.1	16.3	16.5	16.9	16.0	16.5	16.0	16.3	
前期比年率%	-0.7	0.3	0.6	0.9	1.7	4.0	6.0	8.2					
前年同期比%	1.8	-0.6	-0.4	0.2	0.9	1.9	3.1	5.0	0.2	2.7	1.5	1.6	
民間企業設備投資	82.7	83.0	83.3	83.8	84.2	84.7	85.2	85.8	83.3	85.1	82.9	84.5	
前期比年率%	1.4	1.4	1.4	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6					
前年同期比%	2.5	3.2	1.2	1.6	1.8	2.0	2.3	2.4	2.1	2.2	2.6	1.9	
民間在庫変動	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	1.5	2.1	1.2	2.0	
公的需要	133.4	133.3	133.6	133.3	133.6	133.9	133.8	134.0	133.3	133.7	133.2	133.6	
前期比年率%	1.7	-0.2	0.8	-0.8	0.7	0.9	-0.2	0.6					
前年同期比%	1.5	1.5	2.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.5	1.4	0.3	1.4	0.3	
政府最終消費支出	106.7	106.8	107.1	107.3	107.5	107.7	108.0	108.2	106.9	107.8	106.7	107.6	
前期比年率%	0.7	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.8	
公的固定資本形成	26.7	26.4	26.5	26.0	26.0	26.1	25.8	25.8	26.4	25.9	26.5	26.0	
前期比年率%	5.8	-3.8	1.0	-7.5	0.1	1.6	-4.2	0.1					
前年同期比%	4.8	4.7	8.2	-1.3	-2.5	-1.1	-2.7	-0.6	3.9	-1.7	5.7	-1.9	
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	-2.3	-2.2	-1.9	-1.8	-1.7	-1.7	-1.9	-2.2	-2.0	-1.9	-2.1	-1.8	
財貨・サービスの輸出	87.3	87.9	88.7	89.2	89.7	90.2	90.5	90.9	88.3	90.4	87.7	89.9	
前期比年率%	2.4	3.1	3.3	2.6	2.3	2.0	1.4	1.9					
前年同期比%	6.0	4.4	2.4	2.9	2.7	2.6	2.2	1.9	3.9	2.3	4.2	2.6	
財貨・サービスの輸入	89.6	90.1	90.5	91.1	91.5	91.9	92.4	93.1	90.3	92.2	89.7	91.7	
前期比年率%	3.4	2.4	2.0	2.3	1.8	1.9	2.4	2.9					
前年同期比%	2.1	2.9	2.1	2.6	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4	2.1	1.8	2.2	

(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)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2015	2016 (予)	2015	2016	
国内総支出	529.9	532.5	531.4	535.0	536.9	537.6	539.7	543.6	532.1	539.4	530.5	537.3	
前期比年率%	1.3	2.0	-0.8	2.7	1.4	0.5	1.6	2.9					
前年同期比%	3.3	3.9	2.6	1.3	1.3	1.0	1.6	1.6	2.8	1.4	3.3	1.3	
国内需要	532.5	533.7	531.7	531.0	532.2	531.7	533.4	538.1	532.1	533.9	532.2	532.0	
前期比年率%	1.2	0.9	-1.5	-0.6	1.0	-0.4	1.3	3.6					
前年同期比%	1.6	1.8	1.0	-0.0	-0.0	-0.4	0.3	1.4	1.1	0.3	1.1	-0.0	
民間需要	400.1	401.2	398.8	397.4	400.0	399.5	401.2	403.5	399.4	401.2	399.8	399.5	
前期比年率%	1.2	1.1	-2.4	-1.4	2.6	-0.5	1.7	2.4					
前年同期比%	1.6	2.1	1.2	-0.4	-0.0	-0.5	0.7	1.6	1.1	0.5	1.1	-0.1	
民間最終消費支出	299.7	301.4	299.1	299.2	299.5	300.3	301.3	302.6	299.9	300.9	300.1	300.1	
前期比年率%	-0.7	2.3	-3.0	0.2	0.4	1.1	1.3	1.8					
前年同期比%	1.1	1.2	-0.0	-0.3	-0.1	-0.3	0.8	1.1	0.5	0.4	-0.0	0.0	
民間住宅投資	15.8	16.0	15.9	16.0	16.4	16.9	17.0	17.0	15.9	16.9	15.8	16.6	
前期比年率%	3.8	6.4	-3.9	3.5	11.2	10.5	3.6	0.8					
前年同期比%	-3.0	6.4	4.9	2.3	4.2	5.4	7.1	6.5	2.7	5.8	-0.7	4.8	
民間企業設備投資	81.0	81.5	81.2	81.0	81.7	81.3	83.0	83.3	81.2	82.4	81.3	81.7	
前期比年率%	-3.3	2.4	-1.2	-1.1	3.5	-1.9	8.6	1.4					
前年同期比%	2.5	1.8	1.3	-0.8	0.9	-0.5	2.6	2.8	1.1	1.5	2.0	0.5	
民間在庫変動	3.7	2.3	2.6	1.2	2.3	1.0	-0.1	0.6	2.4	1.0	2.5	1.1	
公的需要	132.4	132.5	132.9	133.5	132.3	132.2	132.2	134.5	132.8	132.8	132.4	132.5	
前期比年率%	1.2	0.3	1.3	2.0	-3.8	-0.1	-0.0	7.3					
前年同期比%	1.6	0.8	0.5	1.2	0.0	-0.2	-0.6	0.8	1.0	-0.0	1.1	0.1	
政府最終消費支出	104.9	105.4	106.3	107.3	105.8	106.1	106.7	107.1	106.0	106.4	105.3	106.5	
前期比年率%	0.4	1.9	3.4	3.8	-5.4	1.0	2.2	1.5					
前年同期比%	1.2	1.0	1.8	2.8	0.7	0.6	0.4	-0.4	1.7	0.3	1.7	1.1	
公的固定資本形成	27.5	27.1	26.6	26.2	26.4	26.1	25.5	27.4	26.7	26.4	27.0	26.0	
前期比年率%	5.0	-6.0	-7.0	-5.5	2.9	-4.2	-8.6	33.9					
前年同期比%	3.7	0.6	-3.9	-4.0	-3.6	-3.0	-4.3	5.1	-1.4	-1.3	-0.8	-3.8	
公的在庫変動	-0.0	-0.0	0.0	0.1	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	-2.6	-1.2	-0.3	4.1	4.7	5.9	6.3	5.5	0.0	5.6	-1.7	5.3	
財貨・サービスの輸出	93.1	95.3	90.6	87.6	84.7	84.9	89.1	90.8	91.7	87.4	93.6	86.6	
前期比年率%	-9.0	9.9	-18.2	-12.6	-12.6	0.8	21.1	7.9					
前年同期比%	5.7	5.0	-4.6	-7.9	-9.4	-10.7	-1.5	3.5	-0.7	-4.6	3.8	-7.4	
財貨・サービスの輸入	95.7	96.5	90.9	83.6	80.0	78.9	82.7	85.3	91.6	81.8	95.3	81.4	
前期比年率%	-9.0	3.4	-21.1	-28.6	-15.9	-5.3	20.5	13.0					
前年同期比%	-3.8	-6.0	-12.1	-14.8	-16.5	-18.2	-8.8	2.1	-9.2	-10.7	-7.3	-14.6	

(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。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)	
国内総支出	545.4	547.2	549.9	551.9	554.4	557.1	559.4	562.4	548.6	558.3	546.5	555.7	
前期比年率%	1.4	1.3	1.9	1.5	1.8	2.0	1.7	2.1					
前年同期比%	1.6	1.8	1.9	1.5	1.6	1.8	1.7	1.9	1.7	1.8	1.7	1.7	
国内需要	541.2	543.3	545.7	547.7	550.1	552.7	555.4	558.6	544.5	554.2	542.1	551.5	
前期比年率%	2.3	1.5	1.8	1.5	1.7	2.0	1.9	2.3					
前年同期比%	1.6	2.2	2.3	1.8	1.6	1.7	1.7	2.0	2.0	1.8	1.9	1.7	
民間需要	405.8	407.8	409.7	411.8	413.7	415.9	418.4	421.2	408.8	417.4	406.7	415.0	
前期比年率%	2.3	1.9	1.9	2.1	1.9	2.1	2.4	2.7					
前年同期比%	1.4	2.1	2.1	2.1	1.9	2.0	2.1	2.4	1.9	2.1	1.8	2.0	
民間最終消費支出	304.1	305.4	306.7	307.9	309.1	310.3	311.8	313.2	306.0	311.1	304.7	309.8	
前期比年率%	1.9	1.7	1.7	1.7	1.5	1.6	1.9	1.9					
前年同期比%	1.6	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.7	
民間住宅投資	17.1	17.2	17.3	17.4	17.6	17.8	18.2	18.7	17.3	18.1	17.2	17.8	
前期比年率%	1.5	2.3	2.5	2.7	3.6	6.0	8.1	10.3					
前年同期比%	4.0	2.0	1.8	2.2	2.8	3.8	5.1	7.0	2.5	4.7	3.5	3.5	
民間企業設備投資	83.6	84.0	84.4	84.9	85.5	86.1	86.7	87.3	84.3	86.5	83.8	85.8	
前期比年率%	1.6	1.7	1.9	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0					
前年同期比%	2.4	3.4	1.5	1.9	2.2	2.4	2.8	2.8	2.3	2.6	2.5	2.3	
民間在庫変動	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	1.3	1.8	1.0	1.7	
公的需要	135.4	135.5	136.0	135.9	136.3	136.8	137.0	137.4	135.7	136.8	135.3	136.5	
前期比年率%	2.5	0.4	1.4	-0.3	1.2	1.5	0.4	1.3					
前年同期比%	2.2	2.5	3.0	1.0	0.8	1.0	0.7	1.0	2.2	0.9	2.1	0.8	
政府最終消費支出	107.5	107.8	108.2	108.7	109.0	109.4	109.9	110.3	108.0	109.6	107.6	109.2	
前期比年率%	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5					
前年同期比%	1.6	1.7	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	1.1	1.5	
公的固定資本形成	27.9	27.7	27.7	27.2	27.2	27.4	27.1	27.1	27.6	27.2	27.7	27.2	
前期比年率%	6.9	-3.4	1.2	-7.3	0.3	1.8	-4.0	0.3					
前年同期比%	5.6	5.7	9.0	-0.9	-2.3	-1.0	-2.5	-0.4	4.6	-1.5	6.4	-1.6	
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	4.2	3.9	4.2	4.2	4.3	4.3	4.1	3.8	4.1	4.1	4.4	4.2	
財貨・サービスの輸出	91.1	91.8	92.3	92.8	93.2	93.6	93.8	94.1	92.0	93.7	91.5	93.4	
前期比年率%	1.4	3.0	2.6	2.1	1.8	1.5	1.0	1.4					
前年同期比%	7.8	8.0	3.6	2.3	2.2	2.0	1.6	1.4	5.3	1.8	5.6	2.0	
財貨・サービスの輸入	86.9	87.8	88.2	88.6	88.9	89.3	89.7	90.3	87.9	89.6	87.1	89.2	
前期比年率%	7.6	4.5	1.6	2.0	1.5	1.6	2.1	2.6					
前年同期比%	8.6	11.2	6.4	3.9	2.3	1.7	1.9	2.0	7.4	2.0	7.0	2.4	

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2011暦年=100)

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2015	2016 (予)	2015	2016	
国内総支出	102.6	102.9	103.0	103.2	103.0	102.8	102.9	102.9	102.9	102.9	102.7	103.0	
前期比%	0.3	0.3	0.0	0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.0					
前年同期比%	1.6	1.8	1.5	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-0.2	1.4	-0.0	2.0	0.3	
民間最終消費支出	101.7	101.7	101.6	101.3	101.2	101.1	101.4	101.7	101.6	101.3	101.6	101.2	
前期比%	0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	0.3	0.3					
前年同期比%	0.1	-0.0	0.1	-0.2	-0.5	-0.7	-0.2	0.4	-0.0	-0.3	0.4	-0.4	
民間住宅投資	105.9	105.9	105.9	105.3	104.7	104.8	105.6	106.4	105.8	105.4	106.0	105.1	
前期比%	-0.1	0.0	-0.0	-0.6	-0.6	0.1	0.8	0.7					
前年同期比%	0.1	0.2	0.2	-0.7	-1.2	-1.1	-0.2	1.0	-0.0	-0.4	0.9	-0.8	
民間企業設備投資	102.3	102.3	101.9	101.8	101.2	100.9	100.9	101.0	102.0	101.0	102.2	101.2	
前期比%	0.2	-0.1	-0.4	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	0.1					
前年同期比%	1.1	0.8	0.4	-0.4	-1.2	-1.4	-0.8	-0.7	0.4	-1.0	0.9	-0.9	
政府最終消費支出	100.6	100.6	100.8	100.4	100.1	100.1	100.3	100.6	100.7	100.2	100.7	100.2	
前期比%	-0.0	0.0	0.1	-0.4	-0.3	0.0	0.3	0.2					
前年同期比%	-0.5	-0.6	-0.4	0.1	-0.7	-0.6	-0.4	0.1	-0.3	-0.4	0.1	-0.4	
公的固定資本形成	105.3	104.9	104.4	104.1	103.8	103.7	103.9	104.3	104.6	104.0	104.8	103.9	
前期比%	0.6	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	-0.2	0.2	0.4					
前年同期比%	1.6	0.7	0.7	-0.6	-1.5	-1.3	-0.2	0.2	0.5	-0.6	1.4	-0.8	
財貨・サービスの輸出	113.9	114.3	109.5	105.0	102.7	100.9	103.1	104.6	110.6	102.9	112.5	102.9	
前期比%	1.3	0.3	-4.2	-4.1	-2.2	-1.8	2.2	1.5					
前年同期比%	3.5	1.9	-4.2	-6.7	-9.9	-11.6	-6.0	-0.3	-1.5	-7.0	0.8	-8.5	
財貨・サービスの輸入	108.4	106.8	101.4	94.3	91.2	90.2	93.2	96.0	102.7	92.8	106.2	92.3	
前期比%	0.3	-1.5	-5.1	-7.1	-3.3	-1.1	3.4	3.0					
前年同期比%	-4.4	-7.1	-11.5	-13.1	-16.0	-15.6	-7.9	2.0	-9.0	-9.7	-7.4	-13.1	

(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。

(4-b) デフレーター (2011暦年=100)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)	
国内総支出	103.0	103.1	103.2	103.4	103.6	103.7	103.9	104.1	103.2	103.8	103.1	103.7	
前期比%	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	-0.0	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.3	0.6	0.1	0.6	
民間最終消費支出	102.0	102.2	102.4	102.6	102.8	103.0	103.2	103.4	102.3	103.1	102.1	102.9	
前期比%	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	
民間住宅投資	107.0	107.5	108.0	108.5	109.0	109.5	110.0	110.6	107.7	109.8	107.2	109.3	
前期比%	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5					
前年同期比%	2.2	2.6	2.2	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.2	1.9	2.0	1.9	
民間企業設備投資	101.1	101.1	101.2	101.4	101.5	101.6	101.7	101.8	101.2	101.7	101.1	101.5	
前期比%	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.2	0.4	-0.1	0.4	
政府最終消費支出	100.8	100.9	101.1	101.2	101.4	101.6	101.8	101.9	101.0	101.7	100.9	101.5	
前期比%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7	
公的固定資本形成	104.6	104.7	104.7	104.8	104.8	104.9	104.9	105.0	104.7	104.9	104.6	104.9	
前期比%	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.7	1.0	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.2	0.6	0.3	
財貨・サービスの輸出	104.4	104.3	104.2	104.0	103.9	103.8	103.6	103.5	104.2	103.7	104.4	103.8	
前期比%	-0.3	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1					
前年同期比%	1.6	3.4	1.1	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	1.3	-0.5	1.4	-0.5	
財貨・サービスの輸入	97.0	97.5	97.4	97.3	97.2	97.2	97.1	97.0	97.3	97.2	97.0	97.2	
前期比%	1.0	0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1					
前年同期比%	6.4	8.1	4.3	1.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	4.9	-0.1	5.1	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

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

(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

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	1.4	1.1	1.6	1.1	
国内需要	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	1.2	1.1	1.2	1.0	
民間需要	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.8	1.0	0.9	0.9	
民間最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.5	
民間住宅投資	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	
民間企業設備投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	
民間在庫変動	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.0	0.1	
公的需要	0.1	-0.0	0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.0	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	
公的固定資本形成	0.1	-0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	-0.1	
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	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.2	0.0	0.4	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.7	0.4	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.6	1.5	1.5	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.1	1.6	1.1	
国内需要	0.8	1.2	1.5	1.0	1.0	1.1	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	1.0	
民間需要	0.5	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2	0.8	1.0	0.9	0.9	
民間最終消費支出	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	
民間住宅投資	0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	
民間企業設備投資	0.4	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	
民間在庫変動	-0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.1	
公的需要	0.4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	0.4	0.1	
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	
公的固定資本形成	0.2	0.2	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.2	-0.1	0.3	-0.1	
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	0.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.4	0.1	
財貨・サービスの輸出	1.0	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.4	0.7	0.4	
財貨・サービスの輸入	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	

(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

	2015			2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2015	2016 (予)	2015	2016	
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%	3.7	3.5	3.3	3.2	3.4	3.4	3.6	3.9	3.4	3.6	3.6	3.4	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	57.8	46.5	42.2	33.6	45.6	44.9	49.3	52.9	45.0	48.2	48.8	43.5	
前年同期比%	-43.9	-52.2	-42.4	-30.8	-21.1	-3.4	16.9	57.3	-44.1	7.0	-47.5	-10.9	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	16,374	16,455	16,491	16,525	16,583	16,727	16,804	16,907	16,461	16,755	16,397	16,660	
前期比年率%	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	1.9	2.5					
前年同期比%	3.0	2.2	1.9	1.6	1.3	1.7	1.9	2.3	2.2	1.8	2.6	1.6	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	236.8	237.7	237.9	238.0	239.4	240.4	242.2	244.6	237.7	241.7	237.0	240.0	
前期比年率%	2.4	1.5	0.4	0.1	2.3	1.8	3.0	3.9					
前年同期比%	-0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.8	2.8	0.4	1.7	0.1	1.3	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	110.1	110.2	109.6	109.8	110.2	110.5	110.9	112.1	109.9	110.9	109.9	110.4	
前期比年率%	0.9	0.5	-2.2	0.7	1.5	1.0	1.6	4.3					
前年同期比%	-0.8	-0.9	-1.3	0.0	0.1	0.2	1.2	2.1	-0.8	0.9	-0.9	0.4	
F Fレート (期末、%)	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.50	0.75	0.50	0.75	
10年物国債利回り (%)	2.17	2.22	2.19	1.92	1.75	1.56	2.13	2.42	2.12	1.97	2.14	1.84	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	104.9	105.4	106.3	107.3	105.8	106.1	106.7	107.1	106.0	106.4	105.3	106.5	
前期比年率%	0.4	1.9	3.4	3.8	-5.4	1.0	2.2	1.5					
前年同期比%	1.2	1.0	1.8	2.8	0.7	0.6	0.4	-0.4	1.7	0.3	1.7	1.1	
名目公的固定資本形成 (兆円)	27.5	27.1	26.6	26.2	26.4	26.1	25.5	27.4	26.7	26.4	27.0	26.0	
前期比年率%	5.0	-6.0	-7.0	-5.5	2.9	-4.2	-8.6	33.9					
前年同期比%	3.7	0.6	-3.9	-4.0	-3.6	-3.0	-4.3	5.1	-1.4	-1.3	-0.8	-3.8	
為替レート (¥/\$)	121.4	122.2	121.5	115.4	108.1	102.4	109.4	113.9	120.1	108.5	121.0	108.8	
(¥/Euro)	135.0	135.6	131.5	128.0	120.7	114.7	119.2	120.4	132.5	118.7	133.7	120.6	

(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

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2017 (予)	2018 (予)	2017 (予)	2018 (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%	3.7	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	52.9	
前年同期比%	15.9	17.7	7.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.7	0.0	21.7	0.0	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	17,001	17,093	17,188	17,308	17,429	17,550	17,668	17,786	17,147	17,609	17,047	17,489	
前期比年率%	2.3	2.2	2.2	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7					
前年同期比%	2.5	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.3	2.7	2.3	2.6	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	245.9	247.4	248.9	250.3	251.9	253.6	255.3	256.9	248.1	254.4	246.7	252.8	
前期比年率%	2.2	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7					
前年同期比%	2.7	2.9	2.7	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.5	2.8	2.5	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	112.6	113.2	113.8	114.4	115.0	115.7	116.4	117.0	113.5	116.0	112.9	115.4	
前期比年率%	1.9	2.1	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3					
前年同期比%	2.2	2.5	2.6	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2	
FFレート (期末、%)	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	1.25	2.25	1.25	2.00	
10年物国債利回り (%)	2.47	2.60	2.65	2.78	2.82	3.03	3.24	3.46	2.62	3.14	2.53	2.97	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	107.5	107.8	108.2	108.7	109.0	109.4	109.9	110.3	108.0	109.6	107.6	109.2	
前期比年率%	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5					
前年同期比%	1.6	1.7	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	1.1	1.5	
名目公的固定資本形成 (兆円)	27.9	27.7	27.7	27.2	27.2	27.4	27.1	27.1	27.6	27.2	27.7	27.2	
前期比年率%	6.9	-3.4	1.2	-7.3	0.3	1.8	-4.0	0.3					
前年同期比%	5.6	5.7	9.0	-0.9	-2.3	-1.0	-2.5	-0.4	4.6	-1.5	6.4	-1.6	
為替レート (¥/\$)	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	113.9	
(¥/Euro)	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	

(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。