

2017年12月8日 全61頁

## 第195回日本経済予測（改訂版）

常務執行役員	チーフエコノミスト	熊谷 亮丸
経済調査部	シニアエコノミスト	近藤 智也
	主任研究員	溝端 幹雄
	シニアエコノミスト	長内 智
	エコノミスト	小林 俊介
	エコノミスト	前田 和馬
	研究員	山口 茜
	研究員	廣野 洋太
調査本部		竹山 翠

## 第195回日本経済予測（改訂版）

堅調な景気拡大が続くが、成長速度は17年度に一旦ピークアウト  
～①アベノミクス、②残業規制、③地域経済、④中国、を検証～

実質 GDP：2017年度+1.8%、2018年度+1.1%、2019年度+0.6%

名目 GDP：2017年度+1.9%、2018年度+1.5%、2019年度+1.4%

## 第 195 回日本経済予測(改訂版)

### 【予測のポイント】

- (1) **堅調な景気拡大が続くが、成長速度は 17 年度にピークアウト:**2017 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 2017 年度が前年度比+1.8% (前回:同+1.6%)、2018 年度が同+1.1% (同:同+1.2%)、2019 年度が同+0.6% (同:同+0.6%)である。日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられ、成長の加速を続けてきた。しかし、これら三つの要因が剥落することに加え、2019 年 10 月に予定されている消費増税に伴う負の所得効果が見込まれる中、先行きの日本経済は 2019 年度にかけて減速を続ける見通しだ。
- (2) **論点①:アベノミクスの経済効果と 2019 年の消費増税の影響度は?:**これまでのアベノミクスが企業収益および日本経済に与えた効果に加え、2019 年 10 月に予定されている消費増税の影響について検証した。シミュレーションに基づく、大胆な金融緩和(①実質金利低下+②円安・株価上昇)の効果により、実質 GDP は年率+0.45%程度押し上げられ、失業率は年平均で▲0.1%pt 程度押し下げられたと試算される。また、2019 年の消費増税は、実質個人消費を消費増税がない場合に比べて、2018 年度に+0.3 兆円(+0.1%)押し上げ、2019 年度に▲0.2 兆円(▲0.1%)押し下げ、2020 年度に▲3.1 兆円(▲1.0%)押し下げる(駆け込み+反動減+短期の所得効果)見込みだ。
- (3) **論点②:残業規制による労働力不足をどう補うか?:**残業規制による労働力不足を補うための方法として「既存労働者」と「新規労働者」という二つの観点から、労働供給の伸びしろを定量的に分析した。短期的には、既存労働者の労働時間増加等が期待されるものの、「建設業」や「情報通信業」等における労働供給の伸びしろは限定的である。このため、失業率の低下等による新規労働者の増加に加えて、企業と政府の双方において労働生産性上昇のための取り組みを進めることが不可欠だ。
- (4) **論点③:地域間所得格差はどうすれば縮小するのか?:**全国的に地域間所得格差は縮小するが、地域によりばらつきも見られる。高付加価値産業に特化する地域や移出・輸出が多い地域で所得格差が縮小する傾向がある。地域の得意分野で移出や輸出を伸ばす一方、関連産業のすそ野を広げるなど移入・輸入が多くなりすぎないことが必要である。地域の労働生産性の格差は同一産業内の労働生産性格差にも多く起因し、その縮小や高付加価値産業への雇用シフトも地域間格差を減らすには重要だ。
- (5) **論点④:中国は資産価格の下落にどれだけ耐えられるか?:**企業部門を中心に、中国の債務残高が大幅に増加しており、世界的に金融危機を招くリスク要因と懸念されている。一方、中国は、消費主導の成長へと転換を図っており、今後は家計部門の動向がカギとなる。我々の試算によれば、仮に株式や不動産等の資産価格が 3 割近く下落すると、日本のバブル崩壊や米国のリーマン・ショック並みに家計の純資産は悪化してしまう。現在、家計の健全性は保たれており、短期的なリスクは小さいが、資産価格の変化を注視していくべきだ。
- (6) **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」、などの点に留意が必要である。
- (7) **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る。

### 【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 17 年度+2.5%、18 年度▲3.6%、19 年度▲1.7%と想定。
- (2) 為替レートは 17 年度 111.8 円/ドル、18 年度 112.5 円/ドル、19 年度 112.5 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 17 年+2.3%、18 年+2.4%、19 年+2.1%とした。

## 第195回日本経済予測（改訂版）（2017年12月8日）

	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	2017暦年 (予測)	2018暦年 (予測)	2019暦年 (予測)
<b>1. 主要経済指標</b>						
名目GDP成長率	1.9	1.5	1.4	1.5	1.8	1.5
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	1.8	1.1	0.6	1.8	1.2	0.9
内需寄与度	1.4	0.8	0.5	1.2	0.9	0.8
外需寄与度	0.4	0.2	0.1	0.6	0.3	0.0
GDPデフレーター	0.1	0.5	0.9	-0.3	0.5	0.7
全産業活動指数上昇率	2.2	1.5	1.2	1.8	1.7	1.3
鉱工業生産指数上昇率	4.9	3.1	1.9	4.6	3.8	2.0
第3次産業活動指数上昇率	1.2	1.1	1.0	0.8	1.2	1.1
国内企業物価上昇率	2.6	2.3	3.1	2.3	2.4	2.6
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.7	0.8	1.1	0.5	0.8	0.9
失業率	2.8	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7
10年物国債利回り	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
マネースtock(M2)増加率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	5.7	7.1	8.2	5.3	7.1	7.4
経常収支（億ドル）	2,121	2,330	2,455	2,023	2,321	2,363
経常収支（兆円）	24.0	26.5	27.9	22.7	26.1	26.6
対名目GDP比率	4.4	4.7	4.9	4.1	4.7	4.7
<b>2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格）</b>						
民間消費	1.1 (0.6)	0.6 (0.3)	0.1 (0.1)	1.1 (0.6)	0.6 (0.3)	0.7 (0.4)
民間住宅投資	1.8 (0.1)	-0.0 (-0.0)	0.3 (0.0)	3.5 (0.1)	-0.5 (-0.0)	2.0 (0.1)
民間設備投資	3.0 (0.5)	1.9 (0.3)	1.9 (0.3)	2.7 (0.4)	2.1 (0.3)	2.1 (0.3)
政府最終消費	0.6 (0.1)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.2 (0.0)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	1.2 (0.1)	-3.8 (-0.2)	-2.2 (-0.1)	1.1 (0.1)	-2.9 (-0.1)	-2.6 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	5.1 (0.8)	3.4 (0.6)	2.4 (0.4)	6.0 (1.0)	3.5 (0.6)	2.6 (0.5)
財貨・サービスの輸入	2.4 (-0.4)	2.1 (-0.4)	1.6 (-0.3)	2.5 (-0.4)	1.7 (-0.3)	2.6 (-0.4)
<b>3. 主な前提条件</b>						
<b>(1) 世界経済</b>						
主要貿易相手国・地域経済成長率	4.2	3.7	3.5	4.1	3.9	3.6
原油価格（WTI、\$/bbl）	52.1	57.0	57.0	50.8	57.0	57.0
<b>(2) 米国経済</b>						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.5	2.3	2.1	2.3	2.4	2.1
米国の消費者物価上昇率	1.9	2.4	2.4	2.1	2.2	2.5
<b>(3) 日本経済</b>						
名目公共投資	2.5	-3.6	-1.7	2.7	-2.6	-2.2
為替レート（円/ドル）	111.8	112.5	112.5	112.1	112.5	112.5
（円/ユーロ）	130.3	133.0	133.0	127.1	133.0	133.0

(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8日)			前回予測 (11月21日)			前回との差		
	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
<b>1. 主要経済指標</b>									
名目GDP成長率	1.9	1.5	1.4	1.6	1.6	1.5	0.3	-0.0	-0.0
実質GDP成長率(2011暦年連鎖価格)	1.8	1.1	0.6	1.6	1.2	0.6	0.3	-0.1	-0.0
内需寄与度	1.4	0.8	0.5	1.1	0.9	0.5	0.3	-0.1	-0.0
外需寄与度	0.4	0.2	0.1	0.4	0.2	0.1	-0.0	-0.0	-0.0
GDPデフレーター	0.1	0.5	0.9	0.1	0.4	0.8	0.0	0.1	0.0
全産業活動指数上昇率	2.2	1.5	1.2	2.3	1.4	1.2	-0.2	0.0	0.0
鉱工業生産指数上昇率	4.9	3.1	1.9	5.0	2.7	1.9	-0.1	0.4	-0.0
第3次産業活動指数上昇率	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0
国内企業物価上昇率	2.6	2.3	3.1	2.5	2.5	3.8	0.1	-0.1	-0.6
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.7	0.8	1.1	0.6	0.7	1.2	0.0	0.1	-0.1
失業率	2.8	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7	-0.0	-0.0	-0.1
10年物国債利回り	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.0
マネースtock(M2)増加率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0
国際収支統計									
貿易収支(兆円)	5.7	7.1	8.2	5.7	7.1	8.2	0.0	0.0	-0.0
経常収支(億ドル)	2121	2330	2455	2111	2310	2433	10	20	21
経常収支(兆円)	24.0	26.5	27.9	24.0	26.5	27.9	-0.0	-0.0	-0.0
対名目GDP比率	4.4	4.7	4.9	4.4	4.8	5.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>2. 実質GDP成長率の内訳(2011暦年連鎖価格)</b>									
民間消費	1.1	0.6	0.1	0.9	0.6	0.1	0.2	-0.0	0.0
民間住宅投資	1.8	-0.0	0.3	1.8	-0.0	0.3	0.1	-0.0	-0.0
民間設備投資	3.0	1.9	1.9	2.1	1.9	1.9	0.8	0.0	-0.0
政府最終消費	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	-0.2	0.0	-0.0
公共投資	1.2	-3.8	-2.2	2.8	-1.9	-1.7	-1.6	-2.0	-0.5
財貨・サービスの輸出	5.1	3.4	2.4	5.1	3.4	2.4	0.0	-0.0	0.0
財貨・サービスの輸入	2.4	2.1	1.6	2.3	2.1	1.6	0.1	0.0	0.0
<b>3. 主な前提条件</b>									
<b>(1) 世界経済</b>									
主要貿易相手国・地域経済成長率	4.2	3.7	3.5	4.1	3.7	3.5	0.0	0.0	0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	52.1	57.0	57.0	51.1	54.0	54.0	1.0	3.0	3.0
<b>(2) 米国経済</b>									
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.5	2.3	2.1	2.4	2.3	2.1	0.0	-0.0	0.0
米国の消費者物価上昇率	1.9	2.4	2.4	1.9	2.4	2.4	-0.0	-0.0	0.0
<b>(3) 日本経済</b>									
名目公共投資	2.5	-3.6	-1.7	4.4	-1.5	-1.2	-1.9	-2.1	-0.5
為替レート(円/ドル)	111.8	112.5	112.5	112.3	113.5	113.5	-0.5	-1.0	-1.0
(円/ユーロ)	130.3	133.0	133.0	129.9	132.0	132.0	0.4	1.0	1.0

(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：成長速度は2017年度にピークアウト	9
1.1 2017年度の成長加速を支える三つの要因は剥落へ	9
1.2 2018年度の牽引役は相対的に外需から内需へ	12
2. 論点①：アベノミクスの経済効果と2019年の消費増税の影響度は？	18
2.1 円高是正と国内景気改善による企業部門の恩恵	18
2.2 黒田日銀の金融政策の効果を検証する	20
2.3 2019年10月の消費増税が個人消費に及ぼす影響は？	22
3. 論点②：残業規制による労働力不足をどう補うか？	24
3.1 残業規制で人手不足は一層深刻に	24
3.2 労働力不足を補うための三つの方法	25
3.3 既存労働者における労働供給の伸びしろ	26
3.4 新規就業者における労働供給の伸びしろ	29
3.5 まとめ	31
4. 論点③：地域間所得格差はどうすれば縮小するのか？	32
4.1 地域間所得格差の現状	32
4.2 高付加価値産業に特化する地域で所得格差は縮小	32
4.3 出稼ぎよりも移出、移出よりも輸出	33
4.4 地域の得意分野を伸ばし、関連産業のすそ野を広げる	34
4.5 同一産業内の労働生産性格差の縮小や高付加価値産業への雇用シフトも重要	36
5. 論点④：中国は資産価格の下落にどれだけ耐えられるか？	38
5.1 企業部門を中心に、中国の債務残高は大幅に増加	38
5.2 中国経済のカギを握る家計部門の動きに注目	40
5.3 資産価格の下落が家計部門に与える影響	43
6. 補論：マクロリスクシミュレーション	46
6.1 円高	46
6.2 原油高騰	47
6.3 世界需要の低下	47
6.4 金利上昇	47
7. 四半期計数表	49

# 第 195 回日本経済予測（改訂版）

堅調な景気拡大が続くが、成長速度は 17 年度に一旦ピークアウト  
～①アベノミクス、②残業規制、③地域経済、④中国、を検証～

小林 俊介

## 成長速度は 2017 年度にピークアウト

2017 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 2017 年度が前年度比+1.8%（前回：同+1.6%）、2018 年度が同+1.1%（同：同+1.2%）、2019 年度が同+0.6%（同：同+0.6%）である。日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられ、成長の加速を続けてきた。しかしこれら三つの要因が剥落することに加え、2019 年 10 月に予定されている消費増税に伴う負の所得効果が見込まれる中、先行きの日本経済は 2019 年度にかけて減速を続ける見通しである（消費増税の影響は「論点①：アベノミクスの経済効果と 2019 年の消費増税の影響度は？」を参照）。

## 実質 GDP 成長率は一次速報から大きく上方修正され、市場コンセンサスを上回る

2017 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.5%、前期比+0.4%）も大きく上回った。一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間企業設備と民間在庫変動の寄与度が大きく上方修正されたほか、政府最終支出、公的資本形成も僅かに上方修正された一方、民間住宅は僅かに下方修正された。

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+1.1%（一次速報：同+0.2%）と大幅に上方修正された。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、4-6 月期に比較的高い伸びを記録した「住宅」や「その他の建物・建築物」が、反動もあり前期比で減少に転じている。「輸送用機械」は、1-3 月期まで堅調な伸びを維持していたが、4-6 月期、7-9 月期には 2 四半期連続の減少となった。他方、「その他の機械設備等」は底堅い伸びを維持していることに加え、「知的財産生産物」の伸びも全体の設備投資の増加に寄与した。

民間在庫変動の寄与度は前期比+0.4%pt（一次速報：同+0.2%pt）に増加した。これは一次速報の段階で仮置き値となっていた原材料在庫の寄与度が同+0.2%pt（一次速報：同+0.0%pt）に増加したことを反映している。その他の項目としては、主に直近値の基礎統計の反映等により政府最終消費が同+0.0%（一次速報：同▲0.1%）、公的資本形成は同▲2.4%（一次速報：同▲2.5%）と僅かに上方修正された一方で、民間住宅は同▲1.0%（一次速報：同▲0.9%）と僅かに下方修正された。

## 需要項目別動向：消費・公共投資は減少に転じるも、輸出・設備投資が成長牽引

2017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▲0.5%と、5四半期ぶりの減少となった。雇用・所得環境の改善を背景として、消費者マインドは良好な水準にあるものの、8月は東日本を中心に歴史的な長雨になったことや、9月には日本各地に台風が上陸したこと等、天候不順が個人消費の重石になったとみられる。また、4-6月期の好調さ（同+0.9%）の反動という面もあろう。

財・サービス別の動向を見ると、上述した天候要因などを背景として「サービス（前期比▲0.7%）」が落ち込んだものの、「半耐久財（同+0.3%）」「非耐久財（同+0.0%）」は僅かながらも増勢を保った。一方で、2016年以降増加を続けてきた「耐久財（同▲1.2%）」が7四半期ぶりにマイナスに転じたことは特記に値する。2009年以降消費を押し上げてきたエコカー減税・家電エコポイント制度や、消費増税前の駆け込みによる需要先食いの悪影響が緩和し、過去6四半期で耐久財の「買い替え需要」が発生してきたが、この効果がピークアウトに向かいつつある可能性がある。

住宅投資は前期比▲1.0%と、7四半期ぶりに減少した。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っている。しかし、相続税対策等の押し上げ効果が一服しつつあるほか、価格の上昇が需要を抑制し始めている可能性が示唆される。

設備投資は前期比+1.1%と、4四半期連続の増加となった。過去の輸出拡大等に伴う稼働率の上昇や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあるとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.4%ptと、5四半期ぶりにプラス寄与となった。内訳を確認すると、原材料在庫が同+0.2%pt、仕掛品在庫が同+0.0%pt、製品在庫が同+0.1%pt、流通品在庫が同+0.1%ptとなっている。

公共投資は前期比▲2.4%と3四半期ぶりの減少となった。2016年度補正予算の執行が4-6月期に集中した（同+4.6%）ことから、7-9月期はその反動が表れたもようだ。また、政府消費については同+0.0%と横ばいであった。

輸出は前期比+1.5%と、2四半期ぶりに増加に転じた。7-9月期の貿易統計を見ると、自動車の落ち込みからEU向け輸出は減少したものの、半導体等製造装置が全体を押し上げたこと等から、米国向け輸出とアジア向け輸出が増加した。一方、国内需要の減少に伴い輸入は同▲1.6%と、5四半期ぶりに減少に転じた。この結果、外需寄与度は前期比+0.5%ptと、2四半期ぶりに大幅なプラスとなった。

なお、輸入物価の落ち着きに伴う交易条件の改善や、緩やかながらも国内における価格転嫁が進展した結果としてGDPデフレーターは2四半期連続で上昇（前期比+0.2%）した。名目GDPは前期比年率+3.2%（前期比+0.8%）と4四半期連続の増加となった。

## 緩やかな拡大継続が見込まれるが、外需はリスク含み

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。個人消費を中心とした内需は回復傾向が続くと同時に、世界経済の拡大を背景とした底堅い外需が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、外需の下振れリスクには警戒が必要である。共産党大会後の中国経済の減速懸念や、朝鮮半島および中東における地政学的リスクの高まりに伴うビジネスセンチメントの悪化や資源価格の高騰は日本経済の成長を下押しする要因となり得る。また、Fedの金融引締めに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などにも一定の注意を払っておく必要があるだろう。

まず、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。労働需給の一段のタイト化に伴う雇用者報酬の増加が個人消費の下支え要因となろう。ただし、人手不足に伴う賃金上昇を、さらなる賃金カーブのフラット化や残業削減によって企業が相殺する方向へ動いた場合、雇用者報酬の増加および消費拡大のペースが鈍る可能性には注意を払っておく必要がある。短期的には10月の天候不順の下押し効果が気がかりだ。さらに、好調に推移してきた新車販売が足下で弱含んでおり、先述した買い替え需要がピークアウトし始めている可能性も示唆される。一部の自動車メーカーが完成検査体制の不備により国内向け車両の出荷を停止していたことと相まって、耐久財消費の増勢に水を差す公算が大きい。

住宅投資の増勢は一服し、高原状態から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、相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落し、徐々にその反動が表れる可能性には注意が必要だ。

設備投資は緩やかな増加を予想する。製造業においては、世界経済の回復がもたらす輸出拡大により稼働率は上昇傾向にある。ただし能力増強のための設備投資意欲は必ずしも強くない。むしろ老朽化した既存の維持・補修関連投資が中心的な牽引役を担う公算が大きいとみている。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資は息の長い拡大基調を維持するだろう。加えて、収益性の向上を目的とした増加傾向にある研究開発投資についても、企業のフリーキャッシュフローの改善等にも支えられる形で今後も設備投資の押し上げ要因となる見込みだ。

公共投資については、2016年度補正予算の押し上げ効果が徐々に剥落してくることで、高水準ながらも緩やかに減少していくことが見込まれる。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中で底堅く推移するとみているが、下振れリスクには警戒が必要である。米国では、Fedが金融引締めを着実に実行し続けている。既に日本の米国向け輸出の主力製品である乗用車の現地需要にピークアウト感が見られる中、金融引締めが米国経済の下押し圧力となる可能性がある。また、Fedの金融引締めに伴う新興国からの資金流出の加速も危惧される。一方、中国経済については、共産党大会が閉幕し、これまでの政策対応で上振れした需要の反動が景気を下押しするリスクがある。さらに、緊迫する北朝鮮情勢・中東情勢を背景とした地政学的リスクの高まりにも警戒が必要であろう。メインシナリオとして世界経済は緩やかな成長を続けるとみているが、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、輸出減速を通じて日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。



# 1. 日本経済のメインシナリオ：成長速度は2017年度にピークアウト

## 1.1 2017年度の成長加速を支える三つの要因は剥落へ

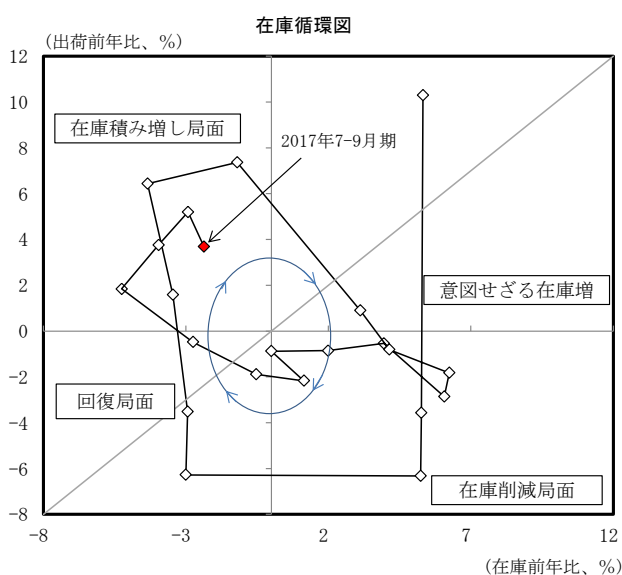
小林 俊介

日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資、③耐久財の買い替え需要に支えられて、成長の加速を続けてきた。しかしこれら三つの要因が剥落する中、先行きの日本経済は緩やかに減速し、巡航速度に近い成長率へと収斂していく見通しだ。

**図表 1** は、日本の「在庫循環図」を示したものだ。図の縦軸に出荷の伸び率（上側は出荷増加、下側は減少）、横軸に在庫の伸び率（右側は在庫増加、左側は減少）を示している。そして在庫循環図は時計回りに四つの局面（在庫削減局面⇒在庫回復局面⇒在庫積み増し局面⇒意図せざる在庫増⇒…）を経て一周することが知られている。

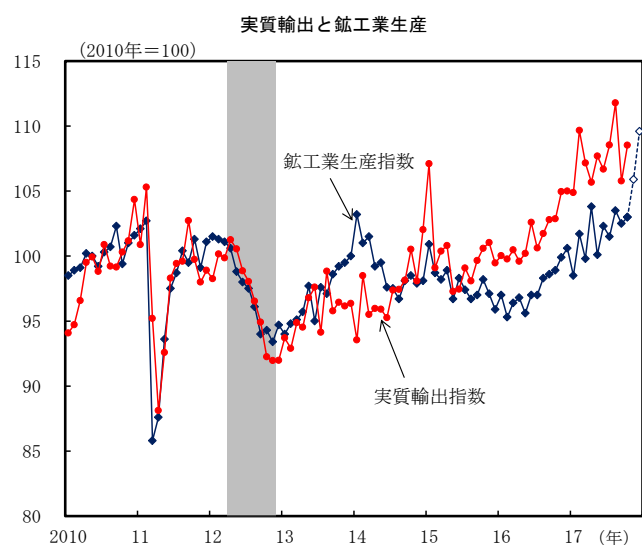
このことを踏まえて日本の出荷在庫動向を確認すると、2015年は在庫削減局面にあったが、2016年に回復局面に入り、2017年には積み増し局面に入ってきていることが分かる。もともと2014年までに在庫が積み上がっていたところに人民元レートの切下げ、および中国経済の失速が加わり、出荷の減少を受けてビジネスセンチメントを悪化させた日本企業は2015年に在庫の圧縮を行った。しかし2016年にかけて中国経済が落ち着きを取り戻すとともに、米国大統領選挙後に米国需要回復への期待なども相まって景況感が改善し、2017年にかけて再度、在庫を積み増し局面に入った。日本経済は現在、在庫の「回復～積み増し局面」に位置しており、当面は循環的恩恵を享受できる可能性が高い。しかし当然のことながら、在庫循環はあくまで短期的な要因であり、その回復・積み増し局面は遠からず終焉を迎える。在庫循環を背景とした日本経済の押し上げ効果は、徐々に剥落していく可能性が高い。

図表 1：在庫循環



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表 2：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

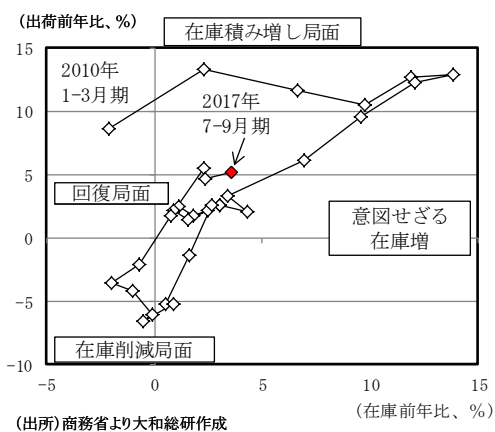
次に、**図表 2** に示した通り、世界経済の加速と並行し継続してきた輸出の拡大も、日本経済を牽引する役割を担ってきた。ここで2017年の世界経済を加速させている要因は三つ挙げられる。すなわち、①米国を中心とした在庫の回復・積み増し、②欧州を中心とした財政拡張（緊縮ペースの鈍化）、③共産党大会を控えた中国経済の加速だ。

まず①について確認する。**図表 3** は、米国の在庫循環図を示している。先述の日本と同様の経緯を経て、現在在庫の「回復～積み増し局面」に位置していることが確認できる。

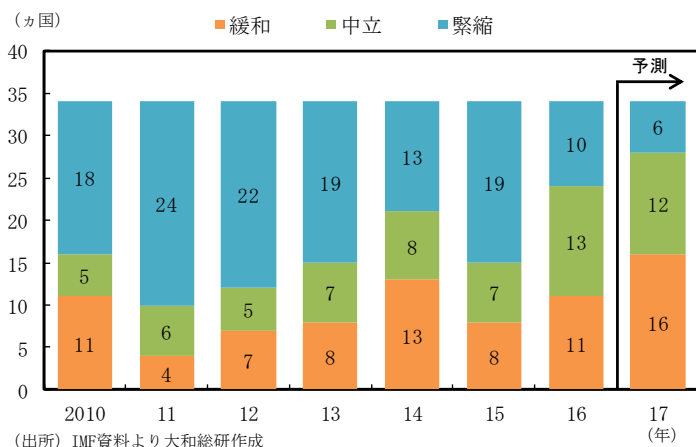
次に②について整理したい。やや旧聞に属するところになるが、2015年にギリシャにおいて「財政危機」が再燃したことを覚えているだろうか。このギリシャ危機に端を発して、政府債務の問題を抱える南欧諸国を中心として金融市場は混乱を来し、国債金利が急上昇した。ギリシャの問題が周辺国に飛び火するリスクが懸念されたためである。この混乱を経て、欧州の多くの国々では財政の緊縮に追い込まれた。

しかしこの問題は、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策のサポートもあり、ひとまず先送りされた。結果として、当時に比べれば財政を緩和できる国が増えている。**図表 4** に示すように、先進34か国のうち2015年に財政緊縮を行った国は19か国あったが、2016年には10か国、2017年には6か国に減少した。逆に、財政政策の緩和を行った国は2015年の8か国をボトムとして、2016年には11か国、2017年には16か国に増加してきた。このことが欧州経済の加速に一役買っている。

**図表 3 : 米国の在庫循環**



**図表 4 : 先進諸国の財政スタンス**

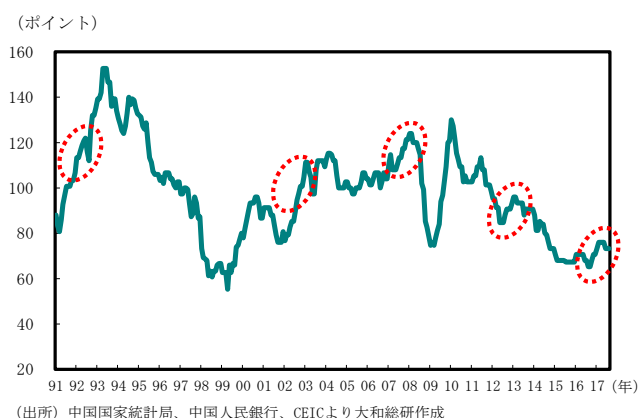


最後に③について整理すると、まず経験則として、共産党大会が開催される年は、政治的に景気を底支えする誘因が働きやすいとされてきた。実際の数値で確認しよう。次頁の**図表 5** は中国の景気循環信号指数（10個の主要な経済指標を合成したもので、日本で言えば景気動向指数のようなもの）を示しているが、赤丸をつけた共産党大会の年には、ほぼ例外なく景気が加速している様子が確認できる。1990年代以降で唯一例外的な動きを示したのは1997年だが、この年はアジア通貨危機の年でもある。外部環境が非常に悪かった割には健闘した、との評価が妥当だろう。

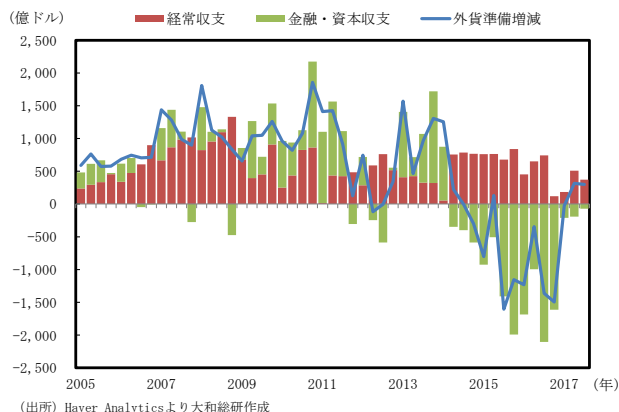
もちろん異論もあろう。2017年に入ってからの中国経済は、消費を中心とした内需に支えられる格好で加速を実現させている。これだけを見れば、今年は単純に景気が良いだけであり、政治的なテコ入れにより支えられた成長ではないという見方も可能だ。

しかし「2017年に入ってから、中国からの資金流出がほぼ完全にコントロールされている」という事実を加えれば、この異論は説得力を失う。**図表6**に示すように、2015年8月の人民元レートの切下げを受けて先安観が高まったことや、米国の金利上昇の影響を受けて、2016年には6,400億ドル（約70兆円）もの資金が中国から純流出した。しかし2017年前半の純流出額は僅か423億ドル（約5兆円）である。こうした資金流出のコントロールは2017年に入ってから政策的に進められてきた。この背景として、共産党大会を控えた中国政府による人民元レートの下落リスク等を抑制したいとの思惑が働いていたとしても何ら不思議ではない。そしてこの政策的指導の結果、行き場を失くした資金が中国内に還流し、投資や消費を刺激している公算が大きい。時を同じくして仮想通貨の相場が暴騰していたことや、2016年に政策的に抑制したはずの中国不動産の価格が再度高騰していたことなどは、こうした政策と無縁ではないだろう。そして以上のような資産市場の動きが、資産効果を通じて中国内需要を刺激したものと考えられる。

図表5：中国の景気循環信号指数



図表6：中国の国際収支



これら三つの要因に支えられる形で、足下の世界経済はいわば「いいとこ取り」の環境に置かれてきた。しかし2018年以降まで「いいとこ取り」が継続するかと問われると、疑問の余地は大きい。まず、在庫循環はあくまで短期的な要因であり、その回復・積み増し局面は遠からず終焉を迎える。また、ECBは今まで続けてきた量的緩和の縮小計画を公表しており、今後欧州各国が財政拡張のモメンタムを維持できるかは疑わしい。これらの要因による米欧経済の押し上げ効果は、徐々に剥落していく可能性が高い。さらに、中国の共産党大会は2017年10月に閉幕し、それ以降は政策的な景気のテコ入れを行う誘因は減衰する可能性がある。また、そもそも資金流出の抑制は副作用を伴う政策でもある。すなわち、前述したような資産価格の高騰や、元高に伴う国際競争力の低下に加えて、海外投資機会の逸失といったコストを伴う政策に他ならない。

もちろん、これらの加速要因が剥落したからといって、世界経済が景気後退に陥るわけではない。あくまで緩やかな減速、あるいは一時的なスピード調整の局面に入るにすぎない。しかし、これまで日本経済の加速要因として作用してきた輸出の拡大や在庫の積み増しの恩恵が剥落することで、日本経済は緩やかに減速に向かう公算が大きい。

## 1.2 2018年度の牽引役は相対的に外需から内需へ

### 個人消費は緩やかな拡大を継続

前節で述べたように在庫復元や外需主導の成長が一旦ストップする中、成長を下支えする役割を担うのが内需だ。本節では、内需の最大項目である個人消費について整理する。結論から言えば、個人消費は2017-18年度を通じて緩やかな拡大を続けるとみている。ただし、内需拡大の背景は2017年度と2018年度で異なる。2017年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因となる。一方で、2018年度は、人手不足の深刻化に伴う、正規社員をも巻き込んだ雇用環境の改善が、消費の拡大を牽引する見通しだ。

### 2017年度の個人消費に三つの好材料

まず、2017年度は、過去の消費抑制要因の剥落が消費増加の主要因になると予測している。過去の個人消費に停滞感をもたらしてきた三つの要因、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。

最初に、「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講じられていたため、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、1人当たり年金受給額は抑制されてきた。こうした特例措置の解消は、2015年度をもって一旦完了しており、2016年度以降の1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。

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。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たにもかかわらず、可処分所得の伸びは2.6兆円にとどまる。これは所得税の最高税率引き上げおよび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）が計3兆円程度増加した結果である。このように、「給料の額面が上がっても手取りは増えない」状況下で、現役世代の消費拡大の勢いは削がれてきた。これらの悪材料の中でも、2016年度以降は所得税率引き上げの影響が一巡している。また、毎年の保険料負担の引き上げ幅についても、2017年度以降は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。

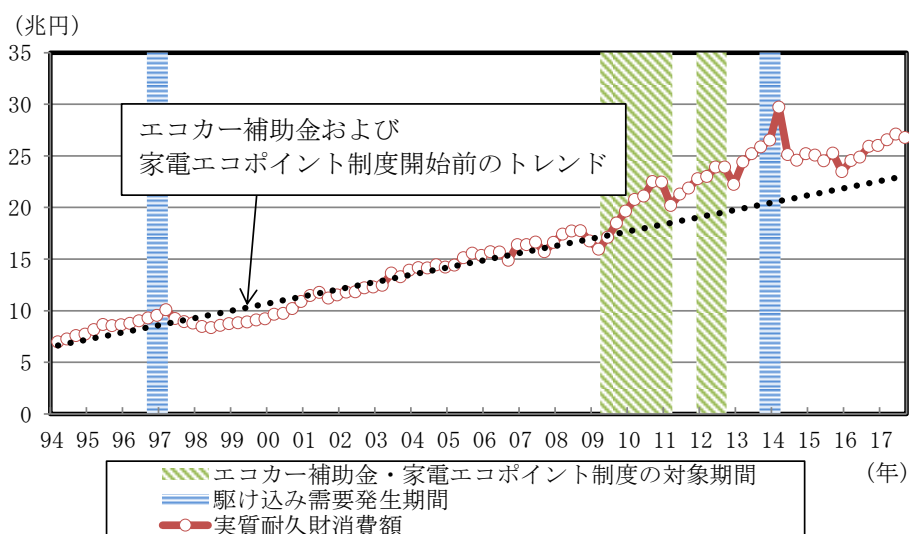
最後に「③過去の景気対策の反動」について考察したい。なお、ここで言う「過去の景気対策」とは、主にリーマン・ショック後の2009年以降に制度化されていた、エコカー補助金や家電エコポイント制度のことを指す。

**図表7**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可能性が高い。こうした需要先食いの反動減の影響が消費税増税後に顕在化し、耐久財消費額の低迷につながったと考えられる。

しかし、**図表7**からも確認されるように、直近5四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8年が経過し、また、前回の消費税増税からも3年以上が経過したことから、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いた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減といった悪材料が一巡する中、2017年度の個人消費は総じて堅調な動きを続けてきたと考えられる。

**図表7：実質耐久財消費額の推移**



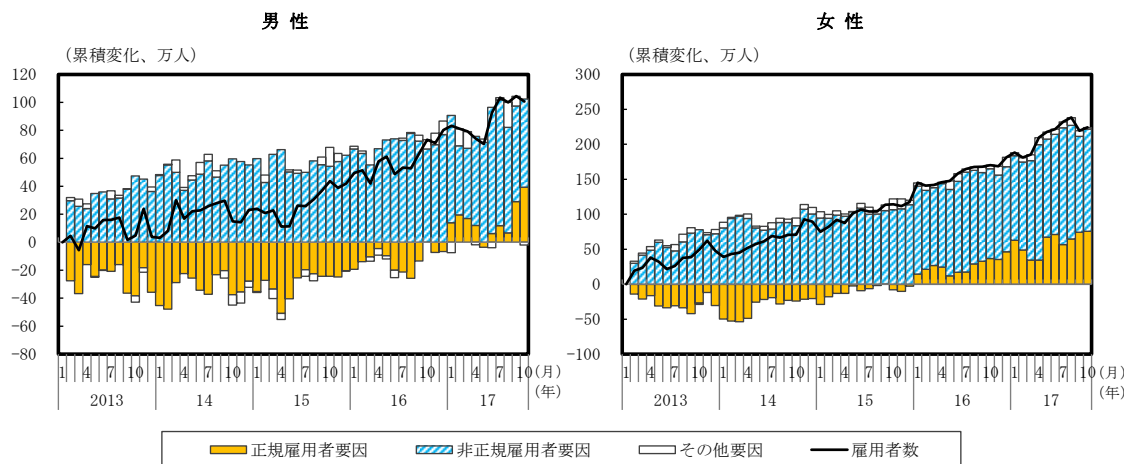
## 賃金インフレへのカウントダウン？

しかし2018年度にかけて、前節で触れたような「消費抑制要因の剥落」による消費拡大効果は消失し、概ね雇用者報酬の改善に即したペースでの消費の拡大が続くとみられる。この観点に立ち、本節では今後の雇用者報酬の改善ペースについて論考する。結論を先取りすると、局所的な賃金インフレの萌芽は見られ始めているが、この効果を相殺する要因が残されており、「内需の好循環」に至るほどの本格的な雇用者報酬の改善が始まるまでには未だ時間を要するとみている。

日本経済は潜在成長率を上回る成長が継続し、同時に企業収益も過去最高水準に拡大したが、正規社員の時給の伸びは鈍い状況が続いた。他方で時給・雇用者数ともに改善が見られたのは専らパートタイマーである。この背景には、日本固有の厳しい解雇規制の下で企業が正規雇用の拡大に慎重であることや、パートタイマーの時給が正規社員に比べて低かったことが挙げられる。しかし潮目は変わり始めた。図表8に示すように、2016年頃から非正規雇用の増加が止まり、正規雇用の増加が加速している。この背景の一つとして非正規雇用者の時給が、かつてほど安くなってきたことが挙げられよう。しかし、より重要なもう一つの背景が、本当の意味で日本が人手不足の時代に入ったという事実だ。過去4年間で、少子高齢化に伴って日本の生産年齢人口は400万人近く減少した。にもかかわらず、この間の労働力人口はむしろ増加している。その理由は女性と高齢者を中心として就業率が大きく上昇したことである。しかし、今後労働参加率の大幅な上昇を期待することは難しい。女性労働参加率のM字カーブを見ると、過去数年間の上昇の結果として、米国並みの水準まで達している。つまり、これ以上の女性労働参加率の上昇余地は、少なくとも以前に比べれば限られてきている。

結果として、パートタイマーの有効求人倍率はかつてない水準に達している。そしてパートタイマーを見つけることができなくなった企業が消極的ながら正規雇用を増やし始めた。結果として、2017年10月の正規社員の有効求人倍率は1.03倍と歴史的な高水準に達し、遂に1倍を上回っている。正規社員も含めた本格的な賃金インフレに向けたカウントダウンが既に始まっている可能性が指摘され得る。

図表8：雇用者数の要因分解



(注) 季節調整は大和総研。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

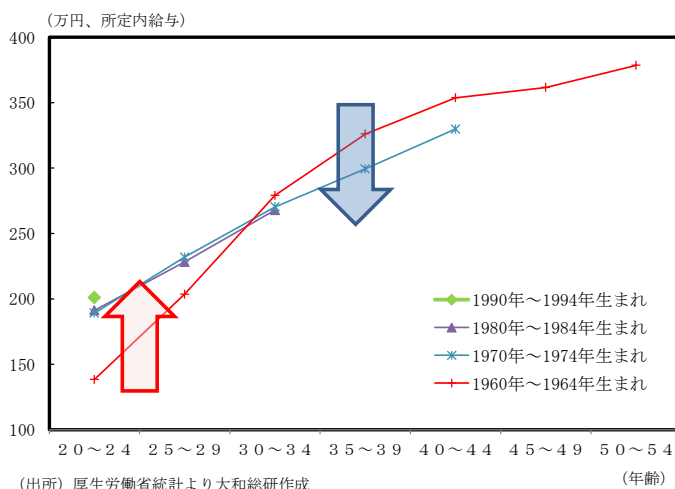
## 「内需の好循環」シナリオ点灯には生産性向上が不可欠

ただし、この賃金インフレが「内需の好循環」に火を点けるに至るまでには未だ距離がある。前述のように外需主導の成長が一旦ストップする中、雇用者報酬や設備投資の原資となる企業収益の改善モメンタムは一服に向かう可能性が高い。

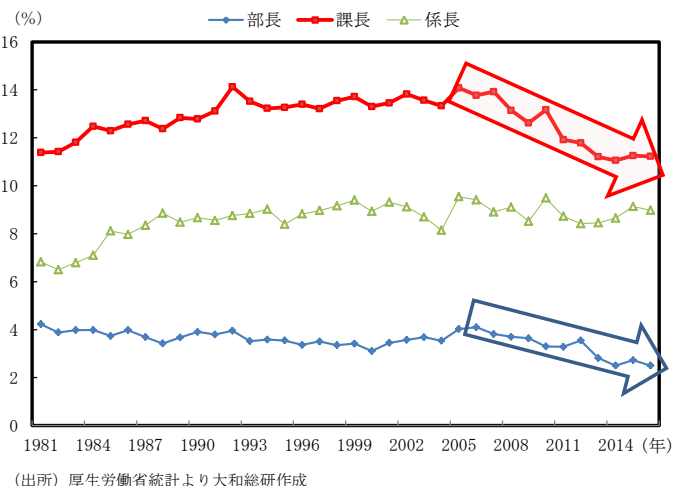
また、賃金インフレは企業側から見れば収益圧迫要因でもあり、生産性の上昇を伴わない賃金上昇は日本企業の業容縮小と空洞化をもたらす可能性は否定できない。従って賃金インフレの持続性は、IT 投資、研究開発、あるいは企業の合従連衡などを通じた相応の労働生産性の向上が並行して達成されるか否かに依存している。そしてこうした生産性の向上は総じて時間を要する。単位労働コスト（名目賃金÷生産性）の上昇に苦しむ企業は当面、従来以上の「賃金カーブのフラット化」や「働き方改革の美名を借りて行われる残業規制（詳細は論点②：「残業規制による労働不足をどう補うか？」を参照）」などを通じて総労働コストの抑制を図るだろう。そうであれば、新規に正規社員となる層（新卒や非正規雇用からの正規化層）における時給の上昇とセットで、既存の正規社員の給与総額の抑制が当面続く可能性も高いということになる。

このような企業行動は、何ら目新しいものではない。例えば**図表 9** は賃金カーブを生まれ年別に確認したものであるが、「初任給が引き上げられる」一方で、「ミドル～シニアクラスの給与は押し下げられる」ことに伴う賃金カーブのフラット化傾向が続いていることが確認できる。**図表 10** は、賃金カーブのフラット化を別の切り口から捉えたものだ。とりわけ 2000 年代後半から顕著な動きとなっているが、40 代労働者のうち「部長」「課長」の割合の低下が続いている。50 代労働者でも同様の傾向が確認できる。すなわち、企業は 40 代・50 代雇用者の昇進を遅らせる、昇進できる人数を減らす、といった取り組みを行っている可能性がある。なお、40 代には団塊ジュニア世代が、50 代にはバブル入社世代が含まれるため、人件費全体に占める割合も大きい。企業は、ボリュームゾーンを形成する雇用者の昇進を遅らせることで、人件費の削減を図っていると見えそう。そして同様の現象が今後も発生する蓋然性は無視できないだろう。

図表 9： 生まれ年別、年齢別賃金カーブ



図表 10： 40 代労働者に占める役職割合



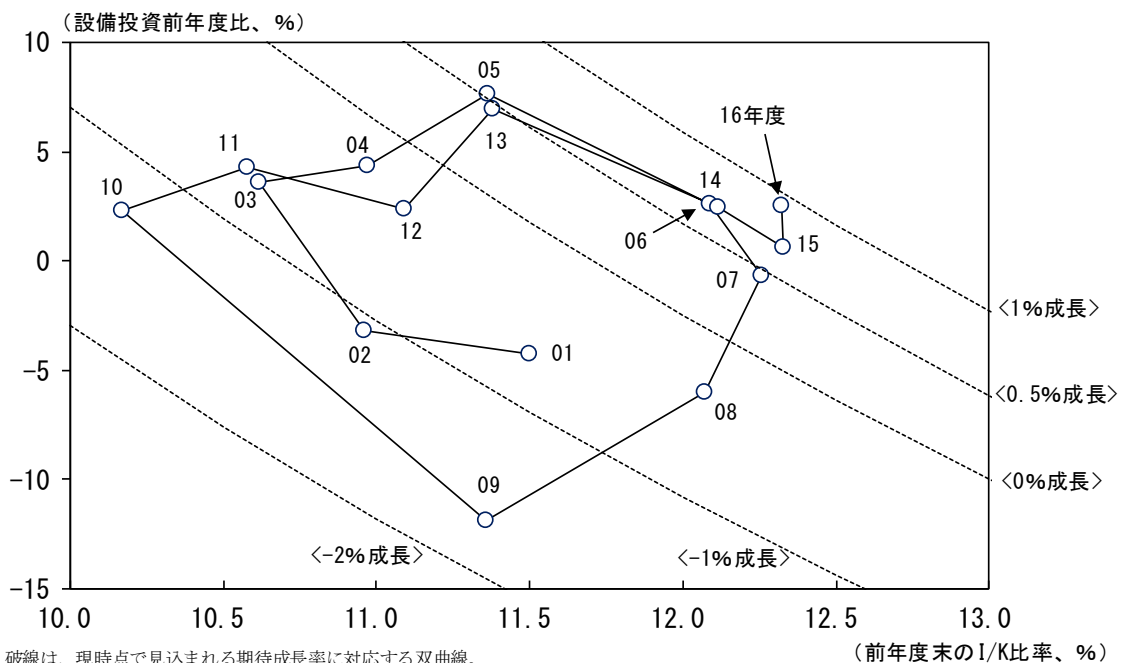
## 設備投資は底堅く推移する見通し

前述のような注意事項はありながらも、人手不足が深刻化する中、省力・省人化を目的として企業が設備投資を行うインセンティブは強まっている。また、今後正規社員をも巻き込んだ本格的な賃金上昇が発生するとすれば、この賃金上昇を相殺できるだけの労働生産性向上、ないしは採算性の向上が達成されない限り、単位労働コストは上昇し、企業収益の圧迫要因となってしまう。従って、生産性向上に直結する省力・省人化に加え、収益改善を目的とした研究開発投資や更新・改修投資は緩やかな拡大が継続すると見込んでいる。

他方で、好調な企業収益に比べると設備投資の伸びが鈍いこともまた事実である。この背景の一つは、**図表 11**に示すように、日本についても米国同様に資本ストックの循環が成熟化のフェーズに入っていることだ。資本ストックの蓄積期を延ばすためには、期待成長率の引き上げが重要となる。加えて、設備の稼働率が過去の設備投資拡大期に比べて低水準にとどまっている事実も気がかりだ。設備投資が「本格化」するか否かを占う上では、生産数量の増加に伴い、設備稼働率が一定の閾値を超えて推移することが必要条件となろう。

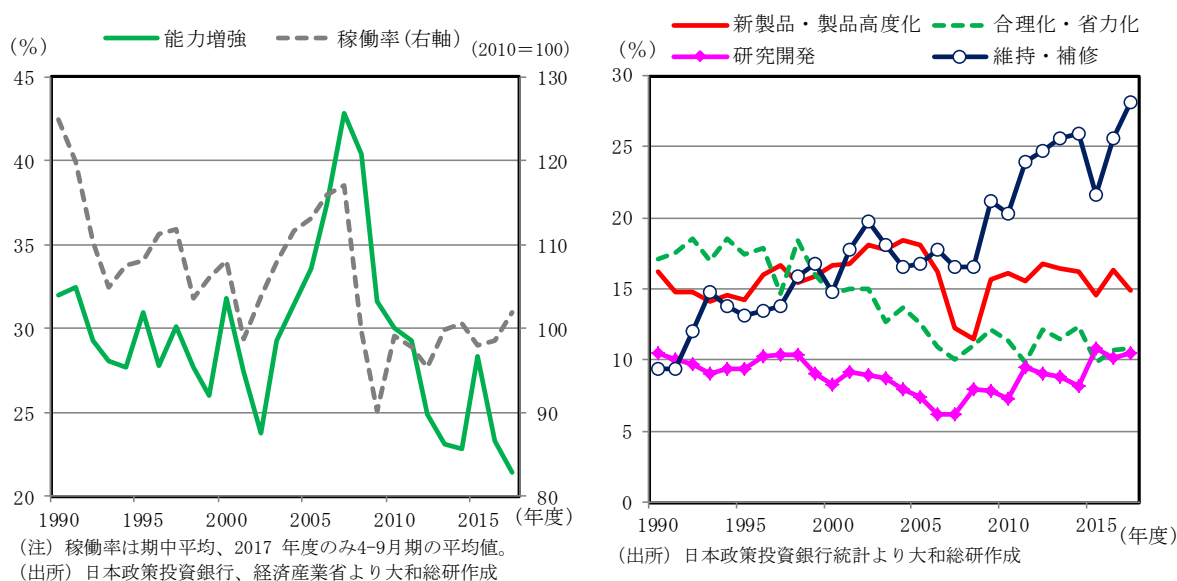
**図表 12**に示すように、日本企業の設備投資計画を動機別に確認すると、「能力増強」は振るわない。しかし老朽化した施設を「維持・補修」する計画は極めて旺盛であり、既存設備のビンテージ延長によって当座を凌ぐ計画の企業が多くなっていることをうかがわせる。一方、「合理化・省力化」が占める割合も、現時点では決して高まっているとは言えない。この背景としては、エンジニア不足に伴う供給側のボトルネックが発生していることにより、需要が強くて受注残が積み上がる傾向が強まっていることが挙げられよう。

**図表 11：資本ストック循環図**





図表 12： 動機別設備投資が全体計画に占める割合



もう一つ設備投資に関連して気がかりなのが、ミクロとマクロの「合成の誤謬」だ。人手不足と賃金上昇が企業収益を抑制する効果を相殺する上で、より積極的な設備投資が必要と目されるのが労働集約的産業であり、その中心は「非製造業」「中小企業」群であろう。しかし実際に設備投資を積極化する余裕がある企業は「製造業」「大企業」群に偏っている。

この背景をまとめると以下になる。雇用不足感が特に強い中小企業非製造業は労働分配率が高く、人件費の増加が収益を圧迫する要因になる。結果として、人件費負担の増加が企業収益の減少を経由して設備投資を抑制する可能性が高い。一方、大企業製造業では、雇用不足感自体も中小企業や非製造業ほどには強くないことに加え、労働分配率の水準も低いいため、収益悪化を経由した設備投資の押し下げ効果は限定的なものになる。

このようなミクロとマクロの「合成の誤謬」の結果として、賃金の上昇に見合うだけの労働生産性の向上、ないしは企業の収益性の向上に必要な設備投資がマクロ経済の観点から見て十分に行われないリスクには注意が必要だ。結果として単位労働コストが上昇に向かえば、企業は「業容縮小」と「空洞化」のいずれか、ないしはその両方を選択肢として視野に入れることになる。この意味においては、前述の働き方改革が、十分な生産性向上を伴わずに労働投入の減少をもたらす結果として、日本経済の潜在成長率を低下させる可能性には細心の注意を払っておきたい。

## 2. 論点①：アベノミクスの経済効果と 2019 年の消費増税の影響度は？

長内 智・山口 茜・廣野 洋太・竹山 翠

### 2.1 円高是正と国内景気改善による企業部門の恩恵

#### 企業の経常利益は年 3 兆円程度押し上げ

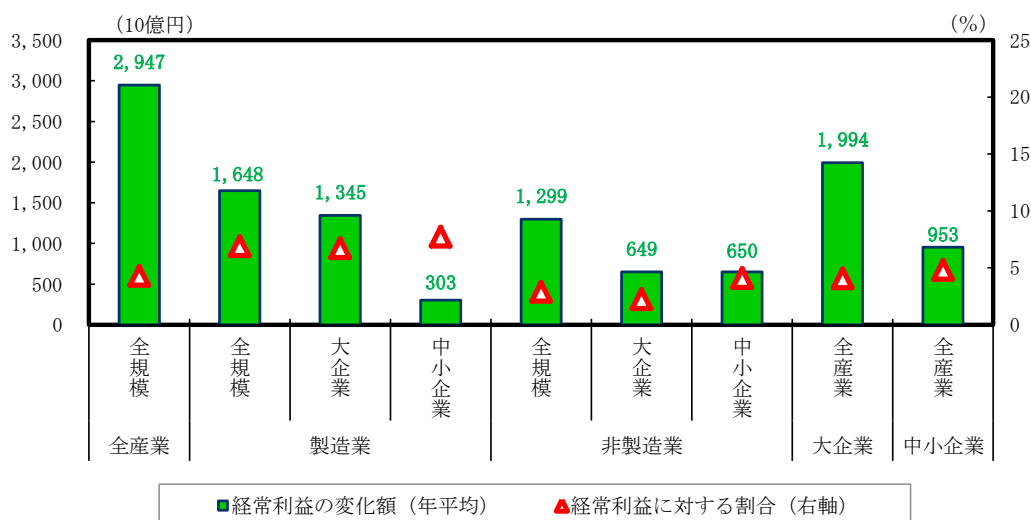
2017 年 10 月 22 日の衆議院議員総選挙において、連立与党の自民党と公明党が圧勝し、11 月 1 日に第 4 次安倍内閣が発足した。この章では、これまでのアベノミクスが企業収益および日本経済に与えた効果に加え、2019 年 10 月に予定されている消費増税の影響について検証する。

2012 年 12 月に第 2 次安倍内閣が発足し、翌 2013 年 3 月に黒田日銀総裁が就任して以降、過度な円高が是正されたことで日本企業の収益は改善傾向が続き、現在、企業全体で見た経常利益は過去最高水準で推移している。これは、円安進行によって輸出企業の収益が押し上げられるとともに、過度な円高是正を起点とする国内景気の回復を受けて、非製造業においても収益環境が大きく改善したことによる。

第 2 次安倍内閣が発足した 2012 年 12 月以降の円安進行が、企業の経常利益に与えた影響を定量的に検証した結果が図表 13 である。日本企業全体で見ると、過度な円高が是正されなかった場合に比べ、経常利益は年平均で +3 兆円程度押し上げられたと試算される。なお、この結果は、過去の波及効果などを前提に大和総研のマクロモデルによって試算したものであり、相当の幅を持つてみる必要がある。

業種別には、製造業と非製造業のいずれも経常利益が押し上げられている。ただし、経常利益に対する割合は製造業の方が大きく、これは後述するように、円安進行に伴う投入コスト上昇の影響が非製造業に対してマイナスに寄与したことによるものだ。

図表 13：円高是正による企業収益への効果（2013 年 1-3 月期～2017 年 4-6 月期）



(注1) マクロモデルを用いた試算値。変化額は、2013年1-3月期～2017年4-6月期の効果の年平均。経常利益に対する割合は、経常利益の変化額(年平均)/経常利益(年平均)。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

## 非製造業は「波及効果」を通じて円安進行の恩恵を享受

円安進行が企業の経常利益に及ぼす影響を、①直接効果、②波及効果、の二つに分けて示したのが**図表 14**である。ここで、直接効果とは、輸出の増加による売上の増加および輸入価格の上昇が企業収益に及ぼす効果のことであり、波及効果とは、輸出の増加が数量効果や価格転嫁を通じて企業間取引を増加させる効果や、国内最終需要の増加が企業収益を押し上げる効果のことである。円安進行の影響は、短期的には直接効果のみが注目されやすいものの、その後の波及効果も併せて評価することが重要だ。

まず、直接効果について確認すると、売上に占める輸出の割合が高い大企業製造業では、経常利益が年平均で+5,000億円程度押し上げられたと試算される。一方、中小企業製造業と非製造業（全規模）は、輸出増加による直接的なメリットが非常に小さいことに加え、円安進行後の輸入価格上昇に伴う投入コストの増加がマイナスに働き、経常利益がそれぞれ同▲1,000億円、同▲2兆円程度下押しされることとなった。この結果、全規模全産業で見ると、直接効果により経常利益が同▲1兆6,000億円程度も押し下げられている。

次に、過度な円高是正を起点に国内景気が改善したことにより、波及効果は、業種と企業規模を問わず経常利益の押し上げに寄与している。さらに、製造業に比べて非製造業の波及効果が大きい点も注目される。これは、国内景気が堅調に拡大する局面では、内需依存型である非製造業の恩恵の方が大きく出ることによるものだ。全規模全産業で見ると、年平均で+4兆5,000億円程度経常利益が押し上げられたと試算される。

最後に、中小企業製造業と非製造業のいずれも、波及効果による経常利益の押し上げ額が直接効果による押し下げ額を上回った結果、全体として見ると、円安進行によって経常利益が押し上げられることとなった。規模別に見ると、大企業の方が中小企業よりも変化額は大きい。アベノミクスの初期には、輸入価格上昇による非製造業の業績悪化を懸念する向きが多かったものの、当該試算結果を支持するように、非製造業の経常利益はこれまで増加傾向が続いてきた。以上のことから、直接効果と波及効果を併せて考えると、基本的に、円安進行は企業収益に対してプラスの効果を持つと言えよう。

**図表 14：円高是正による直接効果と波及効果（2013年1-3月期～2017年4-6月期）**

		全規模全産業									
		製造業				非製造業				大企業	中小企業
			大企業	中小企業		大企業	中小企業				
経常利益	変化額（10億円）	2,947	1,648	1,345	303	1,299	649	650	1,994	953	
	経常利益に対する割合（%）	4.3	6.9	6.7	7.8	2.9	2.3	4.1	4.1	4.8	
直接効果	変化額（10億円）	-1,589	418	512	-94	-2,007	-1,480	-527	-968	-621	
	経常利益に対する割合（%）	-2.3	1.8	2.6	-2.4	-4.5	-5.1	-3.3	-2.0	-3.2	
波及効果	変化額（10億円）	4,535	1,230	832	398	3,305	2,129	1,176	2,962	1,574	
	経常利益に対する割合（%）	6.6	5.2	4.2	10.2	7.4	7.4	7.4	6.1	8.0	

(注1) マクロモデルを用いた試算値。変化額は、2013年1-3月期～2017年4-6月期の効果の年平均。経常利益に対する割合は、経常利益の変化額（年平均）/経常利益（年平均）。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

## 2.2 黒田日銀の金融政策の効果を検証する

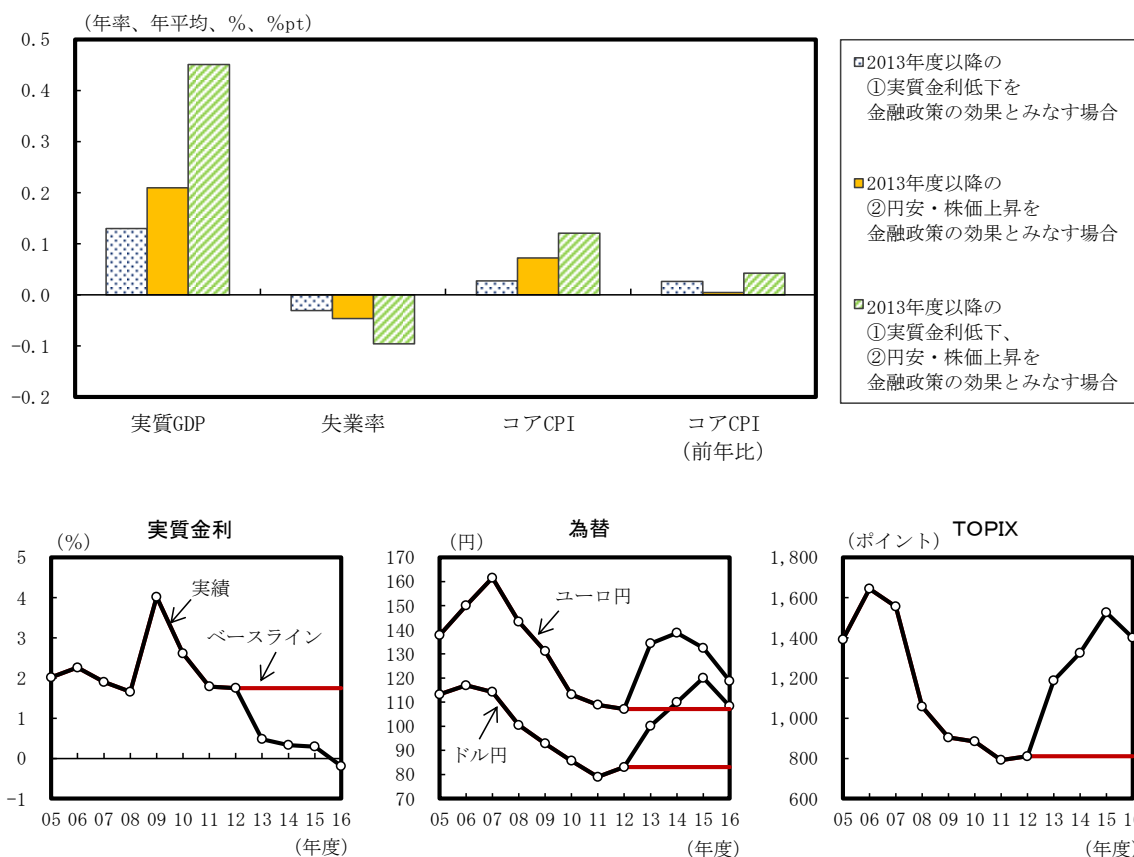
### 大胆な金融緩和は実体経済と雇用に対してプラスに作用

2013年に黒田日銀総裁が就任して以降の金融政策の効果について、大和総研の中期マクロモデルによってシミュレーションした結果が**図表15**である。日銀の金融政策の波及経路としては、①実質金利の低下、②円安・株価の上昇、の二つを想定し、それらが2013年度～2016年度にかけて横ばいとした場合のベースライン・ケースと実績値との乖離率（幅）を政策効果の試算値とした。なお、金融政策の波及経路の想定や利用するモデルなどによって結果が大きく異なるため、試算結果については相当の幅を持つてみる必要がある。

シミュレーション結果を確認すると、大胆な金融緩和（①実質金利低下+②円安・株価上昇）の効果により、実質GDPは年率+0.45%程度押し上げられ、失業率は年平均で▲0.1%pt程度押し下げられたと試算される。また、コアCPI（生鮮食品を除く総合）は年率+0.1%程度、コアCPIの前年比は年平均で+0.04%pt程度押し上げられている。

総じてみると、大胆な金融緩和は、実体経済および物価面にプラスの効果をもたらしたと評価できる。他方、物価面の押し上げ幅が小さなものにとどまっており、その結果として、依然として2%のインフレ目標が実現できていないという課題も浮かび上がってくる。

図表15：黒田日銀の金融政策の効果



(注1) ここでの金融政策の効果は、実質金利・為替・株価を2013年度から2016年度にかけて横ばいとした場合のベースライン・ケースと実績値の乖離率（幅）。

(注2) 実質GDPとコアCPIは年率、失業率とコアCPI（前年比）は年平均。

(出所) 総務省、内閣府統計、大和中期マクロモデルより大和総研作成

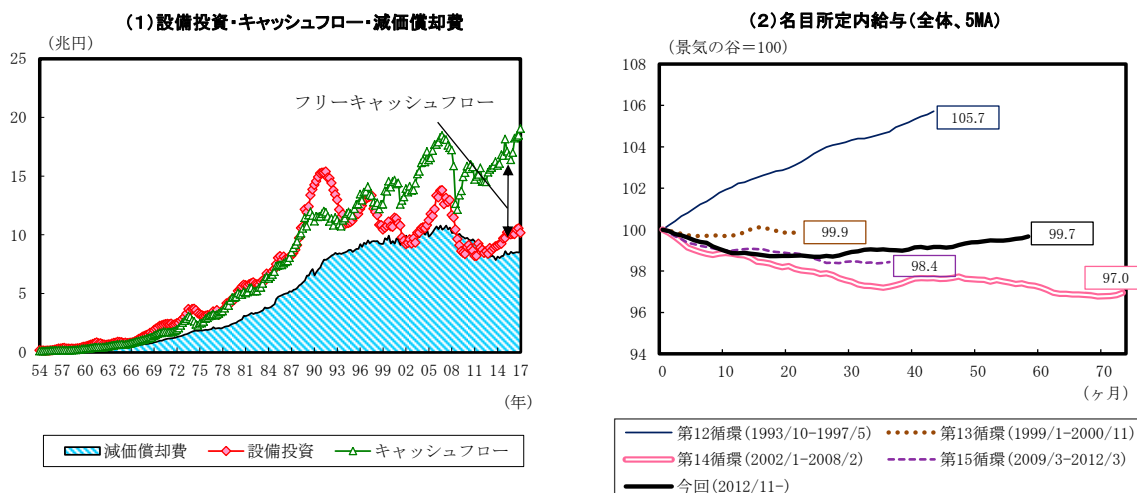
## 企業の収益増加分が設備投資の増加や賃金上昇へと波及することが今後の課題

これまで見てきたように、アベノミクスが日本の企業収益と実体経済に対してプラスに作用する一方で、依然として2%のインフレ目標の実現には至っていないのが現状だ。その背景として、過度な円高の是正や国内景気の回復によって大幅に増加した企業収益が設備投資や賃金にまで十分波及していないことが指摘できる。具体的には、①企業収益の増加、②設備投資の増加および賃金上昇を通じた消費の増加、③マクロ的な需給ギャップの改善、④物価の上昇、という波及経路のうち、②がボトルネックになっていると考えられる。

まず、企業の設備投資、減価償却費、キャッシュフローの推移を示したものが**図表 16(1)**である。2012年12月に第2次安倍内閣が発足してから、企業の設備投資とキャッシュフローはいずれも増加傾向にある。ただし、キャッシュフローが過去最高水準まで増加しているのに対し、設備投資の水準は過去のピークを大きく下回っており、さらに減価償却費を一定程度上回る水準にとどまっている。長期的な視点に立てば、成長戦略によって企業の期待成長率を高めることや、規制緩和を通じた新規産業の創出や新技術の開発・普及などを通じて、設備投資の増加に働きかけることが重要となろう。

次に、基本給に相当する名目所定内給与の推移を過去の景気拡張局面ごとに示したのが**図表 16(2)**である。全体の所定内給与は、第12循環（1993年10月～1997年5月）こそ堅調に増加していたものの、第13循環（1999年1月～2000年11月）以降はいずれも伸び悩んでいたことが分かる。その背景として、賃金水準の低いパートタイム労働者の比率が第12循環に比べて速いペースで上昇（＝賃金の押し下げに寄与）していることに加えて、一般労働者の名目所定内給与の低迷が全体の重石になっている。ただし、足下では、パートタイム労働者の比率の上昇傾向が一服していることから、今後の焦点は、2018年の春闘における賃上げの動向だと言える。2017年の賃上げ率は+1.98%と4年ぶりに+2%を下回ったものの、足下の企業収益の改善を勘案すると、2%を超える賃上げは十分可能だと考えている。

図表 16：設備投資と賃金の動向



(注1) 季節調整は大和総研。

(注2) キャッシュフロー＝経常利益/2+減価償却費。

(注3) 第12～15循環は景気の谷から山までの推移、今回は2012年11月から直近月までの推移を示している。

(出所) 財務省、厚生労働省、内閣府統計より大和総研作成

## 2.3 2019年10月の消費増税が個人消費に及ぼす影響は？

### 2014年4月の消費増税の影響を振り返る

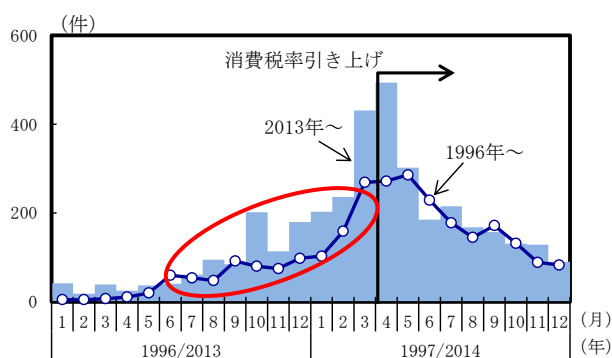
今後のアベノミクスの最大の焦点は、2019年10月に予定されている消費増税の影響だ。消費増税が個人消費に及ぼす経路として、①消費増税前の駆け込み需要、②消費増税後の反動減、③消費増税後の実質所得の減少を通じた消費の下押し、の三つが挙げられる。この節では、消費関数の推計を通じて、2014年4月の消費増税と2017年10月の消費増税の個人消費への影響を定量的に検証する。

まず、個人消費のデータの推移に基づく、過去の消費増税時における駆け込み需要は、耐久財を中心に数四半期前から発現しはじめ、1四半期前に急増すると仮定されることが多い。この点に関しては、1997年4月と2014年4月の消費増税時の「駆け込み」に関する記事数からもうかがえる（図表17）。

次に、2014年4月の消費増税が実質個人消費（民間最終消費支出）に及ぼした影響を試算すると、駆け込み需要が+3.4兆円程度、反動減が▲3.3兆円程度となり、消費増税後の所得効果については、短期的な影響が▲3.9兆円程度と試算される（図表18）。これらを合わせると消費増税後の実質個人消費は▲7.2兆円程度、率にして▲2.4%程度下押しされたこととなる。また、消費増税に伴う実質所得の低下が永続的なものであることを踏まえると、潜在的に▲2.3兆円程度の負の所得効果が生じる可能性がある点には注意したい。

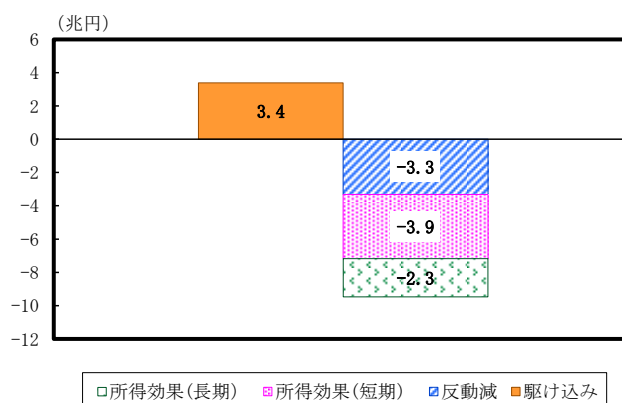
さらに、大和総研の中期マクロモデルに基づく、消費増税後の反動減と短期的な所得効果を通じた個人消費の落ち込みにより、実質GDPは▲0.4%程度下押しされたと試算される。

図表17：過去の「駆け込み」に関する記事数



(注)「駆け込み」及び「消費税」という言葉が含まれる記事の数。一般紙3紙(読売・朝日・毎日)に、日経と産経を加えた5紙の合計。  
(出所)日経テレコンより大和総研作成

図表18：消費増税の実質個人消費への影響度  
(2014年増税時)



(注1)今回推計した所得効果は、限界消費性向に基づく短期的な影響であるが、長期的には「税負担×平均消費性向－所得効果(短期)」に相当する負の所得効果が生じる可能性がある。そのため、本図表にその影響も併記した。  
(注2)駆け込みは2013Q3～2014Q1、反動減は2014Q2～2015Q1を想定  
(注3)試算結果は一定の前提を置いたものであり、数値については相当の幅を持ってみる必要がある。  
(出所)内閣府統計より大和総研作成

## 2019 年度の実質個人消費は▲0.1%程度押し下げられる見込み

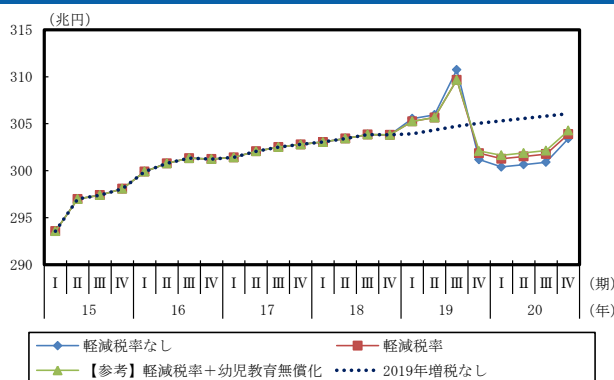
同様に、2019年10月に予定されている消費増税の影響について検討しよう。まず、今回の消費増税に関しては、①消費税率の引き上げ幅が2%ptと2014年4月の3%ptから縮小されること、②軽減税率が導入される見込みであること、③消費増税の用途変更に伴う幼児教育と保育の無償化により家計の負担額が軽減されること、を考慮しなければならない。また、駆け込み需要と反動減の影響が同一年度に集中するため、両者が相殺し合い、増税年度の成長率に与える影響は過去に比べて限定的なものになる見込みだ。

消費増税時におけるシナリオ別の実質個人消費のパスと、その影響度を示したのが**図表 19**と**図表 20**である。

実質個人消費に及ぼす影響度を確認すると、「軽減税率ありのケース」で駆け込み需要が+1.9兆円程度、反動減が▲1.9兆円程度となり、税率の引き上げ幅が小さくなることで前回よりも影響度は小さい。また、使用年数が長い耐久消費財については、前回の消費増税時に買い替えが進んだ影響が一定程度残存し、その分だけ駆け込みと反動減の規模が小さくなるとみられる。消費増税後の所得効果については、短期的な影響が▲2.2兆円程度、長期的には▲1.3兆円程度の負の所得効果が追加で生じる可能性がある。

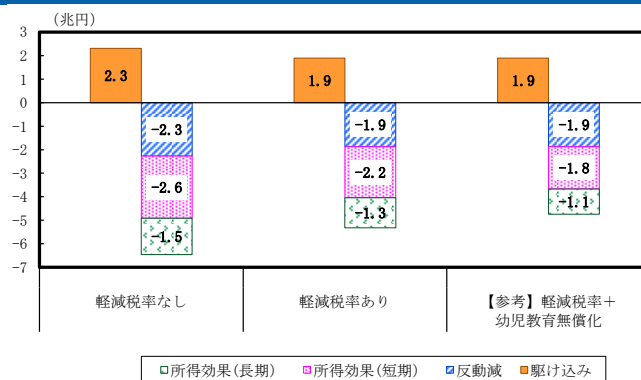
年度ベースで見ると、実質個人消費は消費増税がない場合に比べて、2018年度に+0.3兆円(+0.1%)押し上げ、2019年度に▲0.2兆円(▲0.1%)押し下げ、2020年度に▲3.1兆円(▲1.0%)押し下げられる(駆け込み+反動減+短期の所得効果)。さらに、大和総研の中期マクロモデルに基づくと、この個人消費の変動により、実質GDPは2018年度に+0.2兆円(+0.0%)押し上げ、2019年度に▲0.1兆円(▲0.0%)押し下げ、2020年度に▲2.0兆円(▲0.4%)押し下げられると試算される。

**図表 19：消費増税時の実質個人消費のパス (2019年増税時)**



(注1) 年率換算値。将来の外生変数は、足下の実績値から毎年1%ずつ成長するように置いている。  
 (注2) 軽減税率では駆け込みと反動の大きさも軽減されるが、教育無償化には影響しない前提になっている。幼児教育無償化は、3～5歳で完全無償化、0～2歳で世帯収入360万円以下の所得制限が入るケースを想定している。ただし所得制限は、世帯収入260万円以下となる見込みであり、実際の消費押し上げ効果は幾分緩和される可能性が高い。  
 (注3) あくまで一定の前提を置いた試算であり、数値については相当の幅を持って解釈する必要がある。また、経済見通しの数値とは異なる。  
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

**図表 20：消費増税の実質個人消費への影響度 (2019年増税時)**



(注1) 今回推計した所得効果は、限界消費性向に基づく短期的な影響であるが、長期的には「税負担×平均消費性向」＝所得効果(短期)に相当する負の所得効果が生じる可能性がある。そのため、本図表にその影響も併記した。また、長期の所得効果は、増税時点(2019Q4)における物価の予測値により実質化している。  
 (注2) 駆け込みは2019Q1～Q3、反動減は2019Q4～2020Q3と想定。  
 (注3) 幼児教育無償化は、3～5歳で完全無償化、0～2歳で世帯収入360万円以下の所得制限が入るケースを想定している。ただし所得制限は、世帯収入260万円以下となる可能性が出ており、実際の消費押し上げ効果は幾分低下する可能性が高い。  
 (注4) 試算結果は一定の前提を置いたものであり、数値については相当の幅を持ってみる必要がある。  
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

### 3. 論点②：残業規制による労働力不足をどう補うか？

前田 和馬・山口 茜

#### 3.1 残業規制で人手不足は一層深刻に

##### 人手不足時代の到来と残業規制

最近、「人手不足」という言葉を耳にする機会が多い。有効求人倍率は、2017年4月のバブル期超え以来、高度経済成長期並みの高水準で推移している。人手不足感の高まりの背景には、景気の改善があるが、近年は景気の改善ペース以上に人手不足感が高まっている様子が見える。超少子高齢化社会の日本において、いよいよ深刻な人手不足の時代が到来したとも言える。

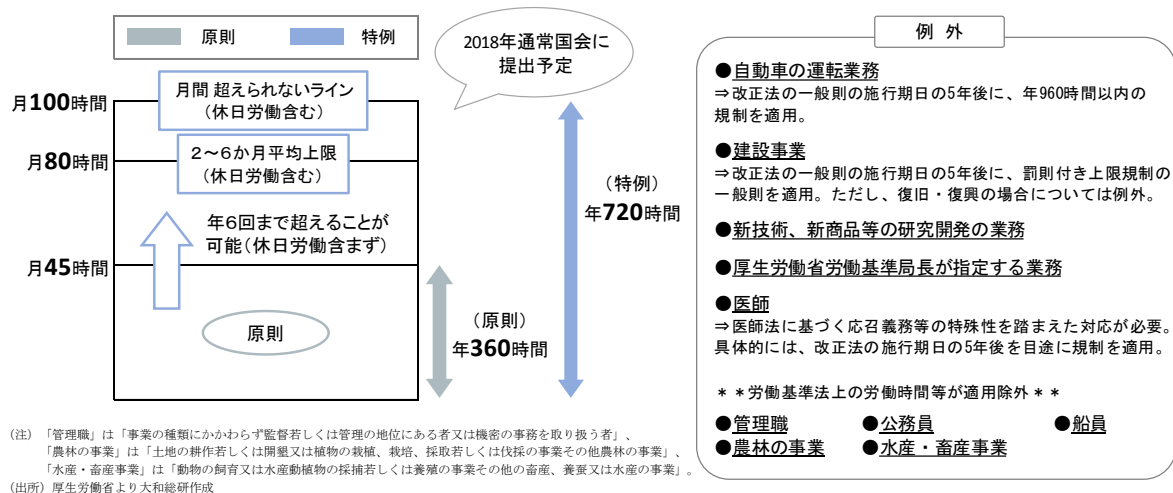
そのような状況下で、働き方改革の一環として、長時間労働是正に向けて導入される「罰則付き時間外労働の上限規制」は、企業の人手不足を一層深刻化させるリスクをはらんでいる。本章では、残業規制により削減される労働力をどう補うかという観点から分析を進めていく。

##### 残業規制でどう変わる？

罰則付きの残業上限は、一部の例外ルールはあるものの、月45時間、年360時間を原則とし、労使であらかじめ合意すれば年720時間まで延長が可能だ（**図表21**）。本法案は、専門職で年収の高い人を労働時間規制から外す「高度プロフェッショナル制度」と一本化した上で、労働基準法改正案として今秋の臨時国会に提出される予定であった。しかし、衆議院議員総選挙の影響で先延ばしされ、来年の通常国会に提出される見通しだ。

大和総研のリスクシナリオによると、削減された残業時間が他の労働者や新規労働者へ配分されなかった場合、月間3.8億時間の残業時間が規制される。この試算では、自動車運転や建設業など施行まで猶予のある産業や、「高度プロフェッショナル」に該当する人の残業時間も含まれているため、数値はある程度割り引いてみる必要があるが、相当数が残業規制の対象となるということは確かであろう。

図表 21：残業規制の概念図





## 3.2 労働力不足を補うための三つの方法

### 労働生産性の上昇が直ちに実現するかは不透明

こうした残業規制による労働力不足を補うためには、三つの方法が考えられる。

第一に、労働者1人当たりの労働生産性を上昇させ、少ない労働時間でも従来と同じ成果を実現すること。これは働き方改革の本来の狙いであり、「残業制限があることで、一人一人の労働者が効率性を意識した働き方を行う」「企業や労働者が、収益性や生産性の高い業務への選択と集中を行う」「企業が省力化・省人化を実現し得る設備投資を実施する」といった取り組みにより、労働生産性の上昇が期待できる。ただし、これによって労働供給がどの程度増えるかは不透明であり、短期的に大幅な労働生産性の上昇が実現し得るとは考え難い。

第二に、労働力不足を補うための現実的な対処法としては、企業が既存労働者により長く働いてもらうことが考えられる。加えて第三に、既存の労働者だけではなく、雇用のミスマッチを解消し、より多くの就職希望者が労働力となることも、労働力不足の対策としては重要となってくる。本章では、「既存労働者」と「新規労働者」という二つの観点から、労働供給の伸びしろを分析した。

**図表 22** は、後述する前提を基にして、マクロにおける既存労働者と新規労働者の労働供給の伸びしろをまとめたものである。この試算値を合算すれば、規制される残業時間に対して労働供給の伸びしろは十分にあると考えられるが、産業別の偏りがある点には留意が必要だ。

図表 22：規制される労働供給と一般労働・パート労働の伸びしろ

		伸びしろ[時間] (億時間/月)	伸びしろ[賃金] (兆円/年)	実現までの タイムスパン	実現にあたっての留意点
既存	一般の残業時間増加 (残業0~20⇒30時間/月)	1.8	4.1	短期	・労働時間を社員間で平準化するための 取り組みが必要。
	パートの労働時間増加 (年収130万円前提)	1.4	1.8	短期	・一般労働者の仕事をパートで代替できるか。 ・伸びしろは一部の産業に限られる。
	パート労働者の正規化 (既存パートの4分の1)	2.7	10	短期~中期	・正規化を望むパート労働者がどれだけいるか。 ・正規化することで、生産性上昇が実現しうるか。
新規	男性就業者の増加	1.4	3	中期	・育児や介護をしている人が 労働市場に参加できる環境を整備可能か。 ・労働市場のミスマッチ解消が必要。
	女性就業者の増加	2.6	4.7	中期	
	高齢就業者の増加	0.5	0.8	中期	
労働生産性の上昇		?	?	中期~長期	・企業レベルでの取り組みに加えて、 規制緩和等の政策支援が求められる。
⇕					
規制される労働時間		3.8	8.4	-	-

(注) 伸びしろの試算前提は以下の通り。2016年のデータを使用。

一般の残業時間増加：月間0~20時間の残業を行っている一般労働者が、月間30時間の残業を行った場合。

パートの労働時間増加：既存のパートタイム労働者の年収が130万円になった場合。

パート労働者の正規化：既存のパートタイム労働者の4分の1が正規化し、月間160時間働いた場合。

新規就業者の増加：図表31における、男性（15-64歳）/女性（15-64歳）/高齢者（65歳以上）の新規就業者について、一般労働者が月間160時間、パートタイム労働者が月間90時間働いた場合。

規制される労働時間：特例で規制される年間所定外労働時間を基に算出。管理職等は控除している。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

### 3.3 既存労働者における労働供給の伸びしろ

#### 既存労働者の労働供給を増やす三つの方法

既存労働者の労働供給を増やすためには、①一般労働者の残業時間増加、②パート労働者の労働時間増加、③パート労働者の正規化、という三つの方法がある。

#### ① 一般労働者の残業時間増加

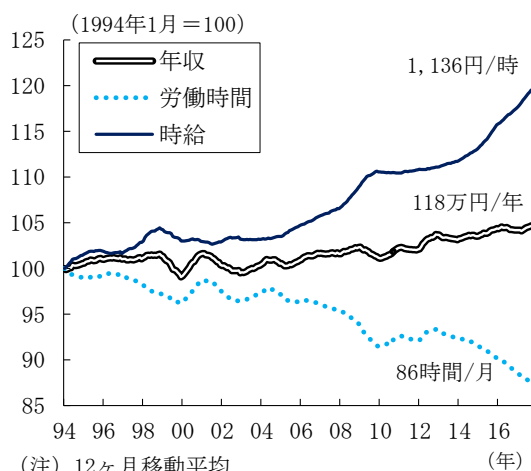
月間 60 時間を超える残業時間は規制の対象となる一方、月間 60 時間未満の残業に収まっている労働者については、残業時間を増やす余地が存在する。ここでは、月間 0～20 時間の残業で収まっている労働者が、月間 20 時間の残業増、すなわち毎日 1 時間程度多く残業した際の伸びしろを試算した。

#### ② パート労働者の労働時間増加

**図表 23** は、パート労働者の年収、労働時間、時給の推移を示したものである。パート労働者の労働供給に関しては、時給が上昇傾向にあるのに対して、労働時間は減少が続いており、この結果、年収は僅かな増加にとどまっている。これは、税制上の配偶者控除、多くの企業における配偶者手当の支給基準、社会保険の加入義務といったことを背景として、パート労働者が年収を一定額に抑えるインセンティブを持つためだとみられている。

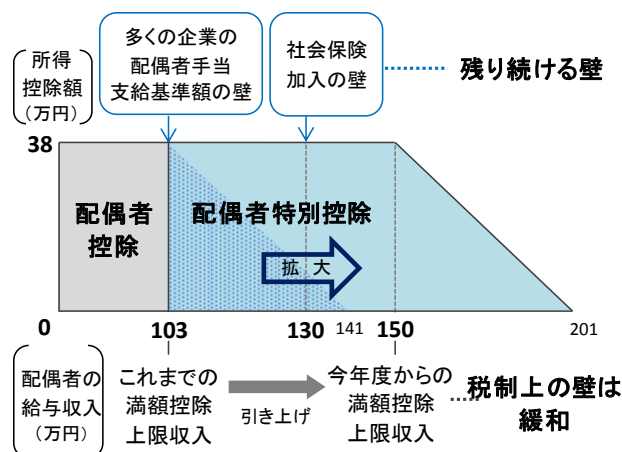
ただし、税制上の配偶者控除は、今年度から控除の対象となる年収が引き上げられた。企業の配偶者手当や社会保険の加入といった「壁」は残り続けているものの（**図表 24**）、パートの労働供給については伸びしろが残っていると見える。産業別の労働時間と時給を用いて、社会保険の加入基準である年収 130 万円になるまで働いた時のパート労働者による労働供給の伸びしろを試算した。

図表 23 : パート労働者の年収・労働時間・時給



(出所) 厚生労働省より大和総研作成

図表 24 : パート労働者の就業の壁



(注1) 夫婦のうち年収が高い方の年収による配偶者控除・配偶者特別控除の所得制限は考慮していない。  
 (注2) 社会保険加入の壁は、大企業(従業員数501人以上)に勤め、一定の条件を満たす場合、105.6万円となる。  
 (出所) 法令等より大和総研作成

### ③ パート労働者の正規化

昨今の人手不足を背景として、短時間労働者や派遣労働者といった非正規社員を正規化する企業の動きが多く見られる。既存のパート労働者が一般労働者に転じることにより、所定内労働時間がより長くなることや、スキル蓄積等を通して生産性を向上させることにより、労働供給を増やすことが期待される。パート労働者の正規化については、既存のパート労働者の4分の1が正規化した際の、労働供給の伸びしろを試算した。

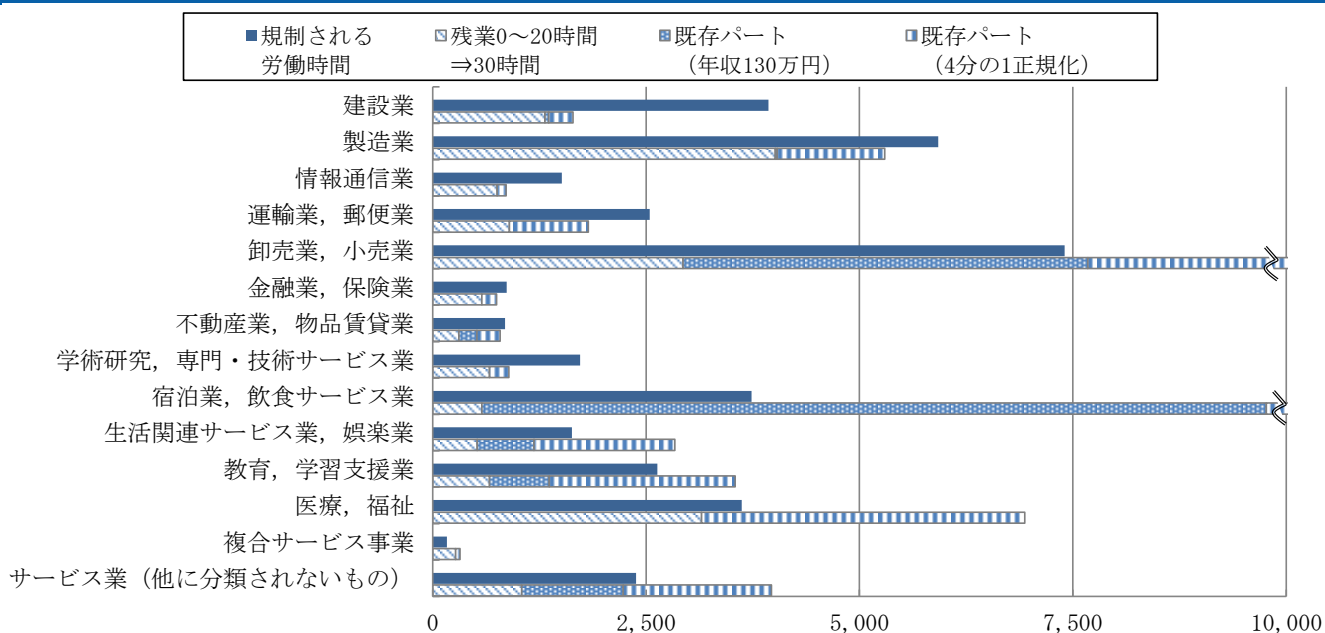
#### 建設業や情報通信業等における労働供給の伸びしろは限定的

規制される労働時間と前述の三つの伸びしろに関して、産業別に比較したのが**図表 25**である。

「卸売業、小売業」や「宿泊業、飲食サービス業」においては、②パート労働者の労働時間増加による労働供給の伸びしろが大きい。これらの産業では、現状のパート労働者の労働時間が短いことに加えて、時給が他産業と比べて低いため、年収150万円に至るまでの伸びしろが多く残っている。一方、労働時間が長い「運輸業、郵便業」や時給が高い「医療、福祉」等については、現状の平均年収が130万円を超えており、これらの業種における伸びしろは存在しない。

他方、前述の前提では「建設業」「製造業」「情報通信業」「運輸業、郵便業」「金融業、保険業」「不動産業、物品賃貸業」「学術研究、専門・技術サービス業」の7産業において、規制される労働時間を補うことができない。特に「建設業」や「情報通信業」、「学術研究、専門・技術サービス業」での労働供給の不足が目立つ。これらの産業は、他産業と比べてパート比率が低いため、パート労働者の労働時間増加や正規化による伸びしろが限定的である。

図表 25：規制される労働供給と一般労働・パート労働の伸びしろ[時間]



(注) パート労働者に関しては、4分の1が一般社員と同じ所定内労働時間で働き、残りの4分の3が年収150万円まで働くと想定。

(万時間/月)

(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

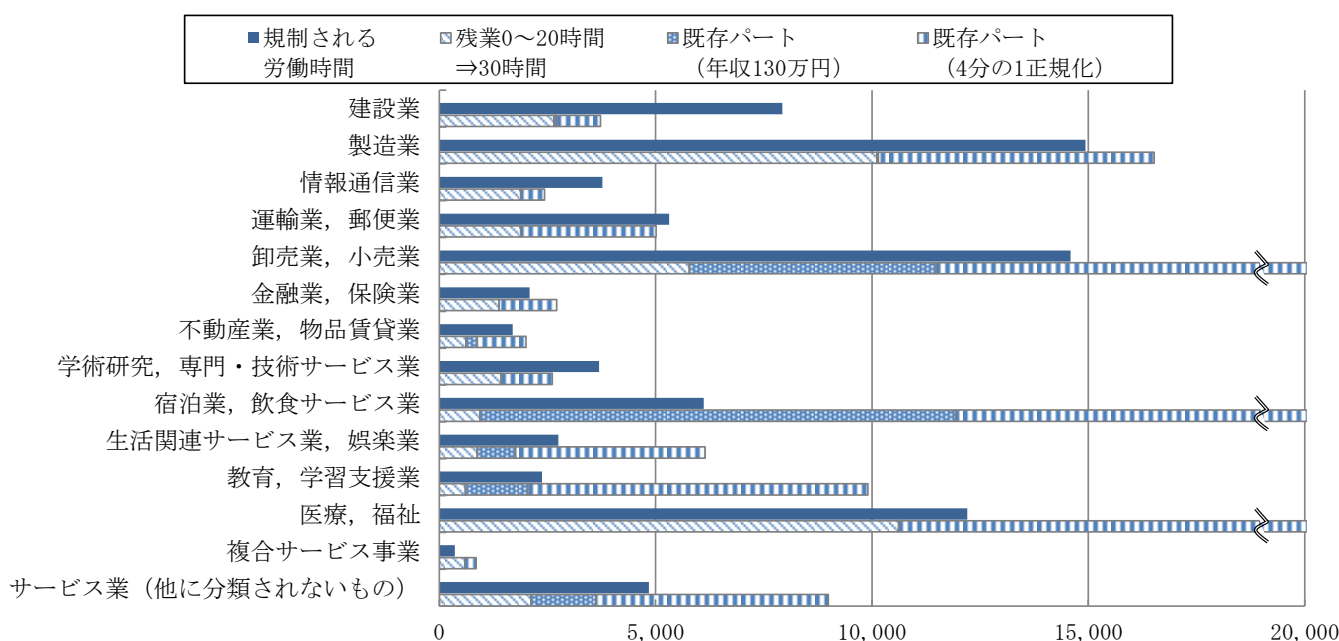
**図表 26** は、規制される労働と一般労働・パート労働の伸びしろを、賃金換算で示したものである。労働時間における伸びしろが十分にあったとしても、一般労働者とパート労働者には生産性の格差が存在するため、必ずしも同じ労働時間で同じ仕事量を代替できるとは限らない。賃金が生産性の代理変数と仮定した場合、賃金換算における労働供給の伸びしろが十分にあるかを見る必要がある。

一部の産業では一般労働者とパート労働者の間に 2 倍以上の時給格差があるため、パート労働者の労働時間増加による労働供給の伸びしろは、労働時間と比べて賃金換算の方が小さくなる。一方、パート労働者の正規化については、所定内労働時間が増加することに加えて、総労働時間において時給が上昇するため、労働時間と比べて賃金換算の伸びしろは大きくなる。

この結果、残業規制の影響を労働時間において補えなかった「製造業」「金融業、保険業」「不動産業、物品賃貸業」については、賃金換算では補うことが可能になる。

一方、賃金換算において労働供給の不足が生じるのは、「建設業」「情報通信業」「運輸業、郵便業」「学術研究、専門・技術サービス業」の 4 産業となる。規制される賃金に対する労働供給の伸びしろをみると、「建設業」が 47%、「情報通信業」が 65%、「運輸業、郵便業」が 94%、「学術研究、専門・技術サービス業」が 71%となっている。なお、建設業については、施行の 5 年後に残業規制を適用することとなっており、他産業と比べて対策を講じる時間的な余裕がある。

**図表 26：規制される労働供給と一般労働・パート労働の伸びしろ【賃金】**



(注) パート労働者に関しては、4分の1が一般社員と同じ所定内労働時間と時給で働き、残りの4分の3が年収150万円まで働くと想定。(億円/年)

(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

ただし、ここまで見てきた労働供給の伸びしろが、試算通りに労働力不足を補うためにはいくつかのハードルがある。

まず、規制対象となるような労働時間の長い労働者の仕事が、他の労働者によって代替可能かという点である。一般労働者で代替する場合には、業務の標準化を進め、労働時間を社員間で平準化するための取り組みを推進する必要がある。また、パート労働者でこれを代替する場合には、スキル・経験の違いが埋まるような研修等が求められよう。

次に、強い労働需要を満たすように、労働供給がなされるかという点である。パート労働者や残業をほとんどしない労働者の中には、育児や介護のために労働時間を増やすのが難しい労働者がいることが想定される。

以上を踏まえると、残業規制による労働力不足を補うためには、既存労働者の労働供給の伸びしろに加えて、後述するような新規労働者の増加や労働生産性の上昇も必要となつてこよう。

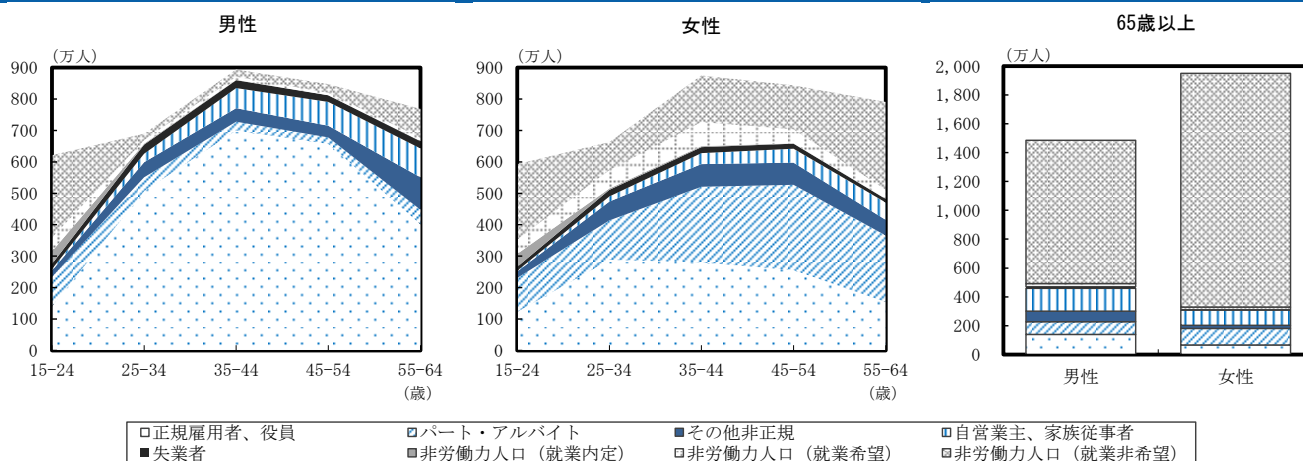
### 3.4 新規就業者における労働供給の伸びしろ

#### 新規就業者予備軍はどこにいる？

前節では、既存労働者における労働供給の伸びしろを確認したが、産業ごとに見ると、既存の労働者だけでは、残業規制による労働時間の削減を補うのが難しい産業も存在することが分かった。既存労働者の他に労働供給の伸びしろとして考えられるのは新規就業者である。今後、新規就業者はどの程度増加が見込めるのだろうか。

**図表 27** は年齢階級別の就業状態を示している。新規就業者の伸びしろとして最も考えやすいのは、現在働いておらず、かつ、就業を希望している人たちである。それに該当するのは、失業者と就業希望の非労働力人口だ。つまり、新規就業者の伸びしろは、①さらなる失業率の低下と、②就業希望の非労働力人口が労働市場へ参入すること、がどの程度可能であるかがポイントとなる。

図表 27：年齢階級別就業状態（2016年）



(出所) 総務省統計より大和総研作成

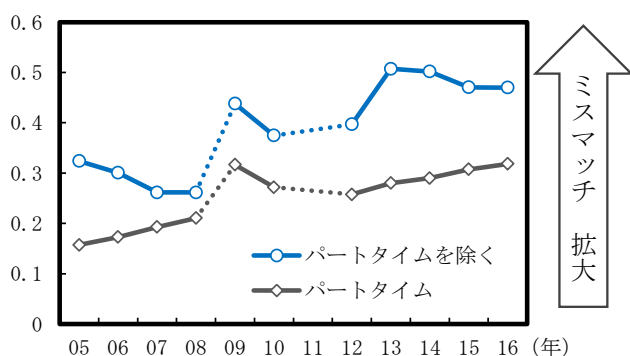
## 失業者 ～さらなる失業率の低下は可能か？

前述したように、人手不足の中、労働需給は非常にタイトな状況が続いている。ただし、有効求人倍率は高度経済成長期並みの高水準であるが、失業率は高度経済成長期ほどには低下していないのが現状だ。高度経済成長期の失業率は1%台であった一方、足下では2%台である。

さらなる失業率の低下のために必要なのはミスマッチの解消だ。失業者は前職と似た仕事を希望する傾向にあるが、失業者が働いていた産業と求人の多い産業を確認すると、需給のミスマッチは拡大傾向にあり、パートタイム労働者より一般労働者の方がミスマッチは大きいことが分かる（**図表 28**）。さらに、一般労働者に関して、職種別の求人と求職を確認すると（**図表 29**）、求人は専門・技術的職種やサービス職種で多く見られるのに対し、求職者は事務的職種を希望する人が多く、ミスマッチが生じている。

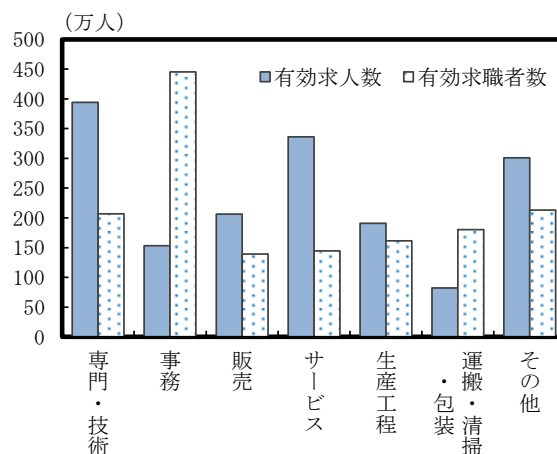
ミスマッチの解消には、求人側か求職側の少なくとも一方の構造が変化する必要がある。例えば、近年、IoT や AI、ビッグデータ活用等、新しい技術が発展する中、前述したように専門・技術職種の需要が多く見られる。一方で、求職側は求人の半数ほどしかいないことから、今後、こうした分野の職業訓練を充実させることで、ミスマッチがいくらか解消されると考えられる。

図表 28：産業ごとのミスマッチ



(注1) 産業別の求人シェアと求職シェアの差の合計値。  
 (注2) 求人側は新規求人数、求職側は失業者の前職の産業。  
 (注3) 求職側は希望の雇用形態でパートか否かを区分している。  
 (注4) 2009年より産業分類変更、2011年は未公表。  
 (出所) 厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表 29：職種ごとのミスマッチ



(注) データは2016年。パートタイムを除く。  
 (出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

## 就業希望非労働力人口 ～就業希望なのに職探しをしない背景を探る

失業者と就業希望の非労働力人口の違いは、職探しをしているか否かにある。就業を希望しているにもかかわらず、職探しをしないのには、様々な事情があるとみられることから、「就業を希望している非労働力人口であれば、働くのではないか」という考えは早計であろう。

そこで、求職をしない理由を確認すると（**図表 30**）、性別・年齢問わず「適当な仕事がありそうにない」が挙げられている。この人たちは就職活動がうまくいかず、職探しをあきらめてしまった可能性があり、職業紹介機能の強化や職業訓練機会の充実が求められる。また、女性では出産・育児・介護・看護を理由として挙げている人が 100 万人存在する。待機児童問題が解決されることや多様な働き方が可能になることで、この層の労働市場への参入が期待できよう。

## 新規就業者の労働供給の伸びしろに関する試算

以上の議論を踏まえ、失業率がさらに低下し、就業希望の非労働力人口が労働市場へ参入した場合、新規就業者の労働供給の伸びしろがどのくらいあるか試算を行った（図表 31）。

試算結果によれば、男性（15-64歳）で96万人、女性（15-64歳）で233万人、高齢者（65歳以上）で43万人の新規就業者の伸びしろが存在する。さらに、これらの人が希望する雇用形態に就いた場合、一般労働者は157万人、パートタイム労働者は215万人増加する。この新規就業者の労働供給の伸びしろは現在の就業者全体の約6%に相当し、労働市場へ与える影響は大きい。

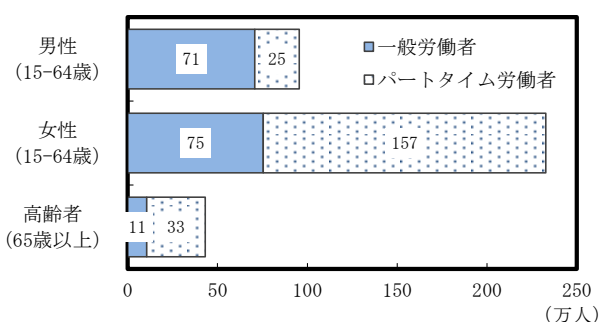
図表 30：非求職理由別非労働力人口

	男性 (15-64歳)	女性 (15-64歳)	高齢者 (65歳以上)
適当な仕事がない	9万人	57万人	21万人
出産・育児のため	0万人	86万人	0万人
介護・看護のため	3万人	14万人	2万人
健康上の理由のため	20万人	33万人	9万人
その他	7万人	23万人	6万人

(注) データは2016年。通学者を除く数値。

(出所) 総務省より大和総研作成

図表 31：労働供給の伸びしろ（新規就業者）



(注) データは2016年。就業希望の非労働力人口（健康上の問題が理由の人、通学者を除く）が労働市場へ参入し、希望する雇用形態に就き、かつ、各区分の失業率が1970年以降の最低値（年平均）であった時の試算値。失業率：男性（15-64歳）1.2%、女性（15-64歳）1.1%、高齢者（65歳以上）0.6%。ここでの一般労働者はパートタイム労働者以外を指す。  
(出所) 総務省より大和総研作成

## 3.5 まとめ

以上、残業規制によって不足する労働時間を補うための方法として、既存労働者と新規労働者それぞれの労働供給の伸びしろを見てきた。既存労働者の伸びしろは大きいものの、その実現にあたっては課題が大きく、中期的には労働市場のミスマッチの解消にも取り組む必要があろう。また、短期的に既存労働者の伸びしろで補えない産業については、昨今の一部運送会社のように仕事量を抑制する動きが出てくるのが想定される。こうした供給制約は日本経済への下押し要因となろう。

既存労働者と新規労働者における労働供給を引き出すと同時に、当然のことながら、労働生産性上昇のための取り組みを漸次進めていくことが不可欠である。生産性上昇のためには、企業レベルにおけるハード面（省力化・省人化投資等）とソフト面（残業が恒常化している労働環境の改善や長時間労働者が評価される人事制度の見直し等）での取り組みを進めることが肝要となろう。加えて、政策的な対応としては、AI やドローンの活用等に関する規制緩和を進めることで、働き方改革やイノベーションが起ころしやすいビジネス環境の整備も求められている。

## 4. 論点③：地域間所得格差はどうすれば縮小するのか？

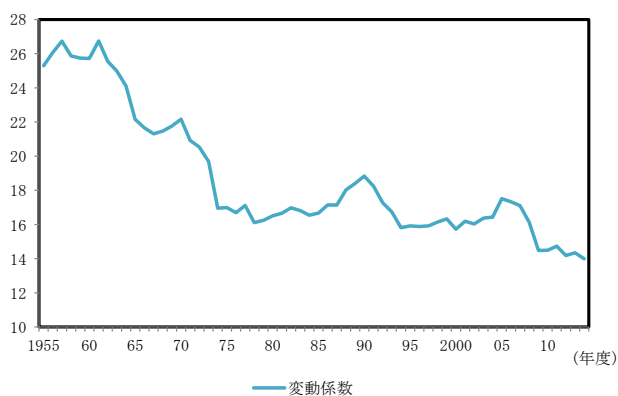
溝端 幹雄

### 4.1 地域間所得格差の現状

国内で縮小する地域間の所得格差。しかしその動きにはばらつきも

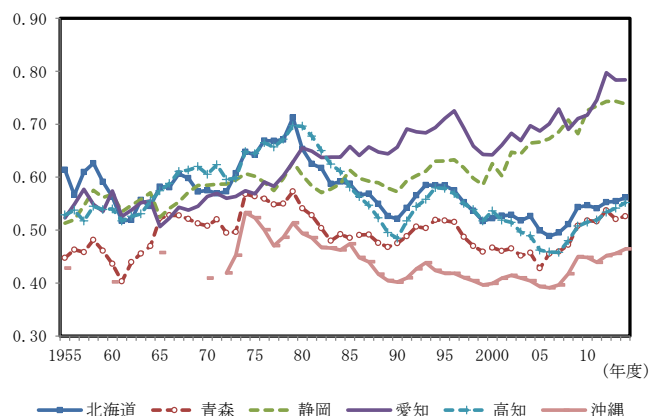
1人当たり実質県民所得の地域間格差は、過去60年間の動きを変動係数で計測すると全国的に縮小傾向にある。しかし、個別地域で見るとばらつきが残っており、例えば愛知や静岡などの地域は東京との所得格差を縮小させつつあるものの、沖縄や高知といった地域ではなかなか格差は縮小していないのが現状だ。こうした違いが生まれる背景には何があるのだろうか。

図表 32：変動係数で測った地域間所得格差の推移



(注) 変動係数は全都道府県の1人当たり実質県民所得の格差の程度を表し、数字が小さい(大きい)と格差が縮小している(拡大している)ことを示す。  
(出所) 内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

図表 33：1人当たり実質県民所得の推移（東京＝1.00）



(注) 1971年度以前の沖縄は総人口のデータが5年毎しかないので、欠損値となっている。  
(出所) 内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

### 4.2 高付加価値産業に特化する地域で所得格差は縮小

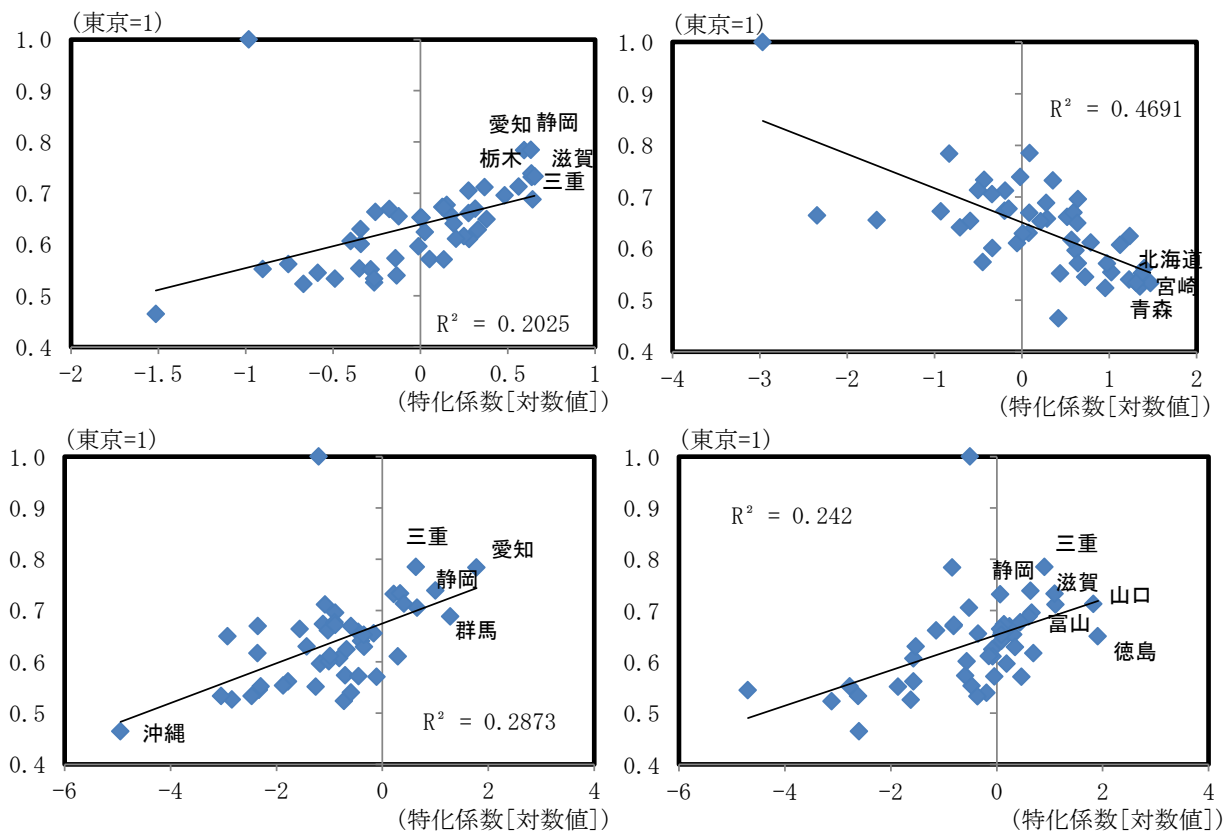
地域はその地理的・歴史的特性などを活かした特徴的な産業を抱えている。例えば、北海道の食料品、安い電力料金を活かした富山の非鉄金属（アルミ）、たたら製鉄に起源を発する島根の鉄鋼などがある。全国平均よりも地域で特定産業の生産額や従業者数の割合が高い場合、その産業に「特化」していると呼ぶが、特化によってその地域の競争力を高めることが期待される。

しかし実際には、ある産業に特化することが実質所得を高めることで地域間の所得格差の縮小と必ずしも結びつかない。図表 34 で見ると、製造業に特化する地域では1人当たり実質県民所得で見た格差は縮小する傾向にあり、特に輸送用機械や化学に特化する地域で格差の縮小と関連している。一方、農林水産業へ特化しても今のところ格差縮小にはつながっていない。

もちろん、これにより地域は製造業へ特化すべきだという結論にはならない。重要なのは、域外へ財・サービスを移出・輸出して、多くの域外所得を獲得できるような高付加価値の財・サービスを地域内で生み出すことである。



図表 34：1人当たり実質県民所得の格差と地域別・産業特化係数（左上：製造業、右上：農林水産業、左下：輸送用機械〔製造業〕、右下：化学〔製造業〕；2014年）



（注）特化係数[対数値]が正（負）の値ならば、各地域の当該産業の競争力が全国平均よりも高い（低い）ことを表す。但し、ここでの特化係数の算出には産業別県内総生産額を使用した。

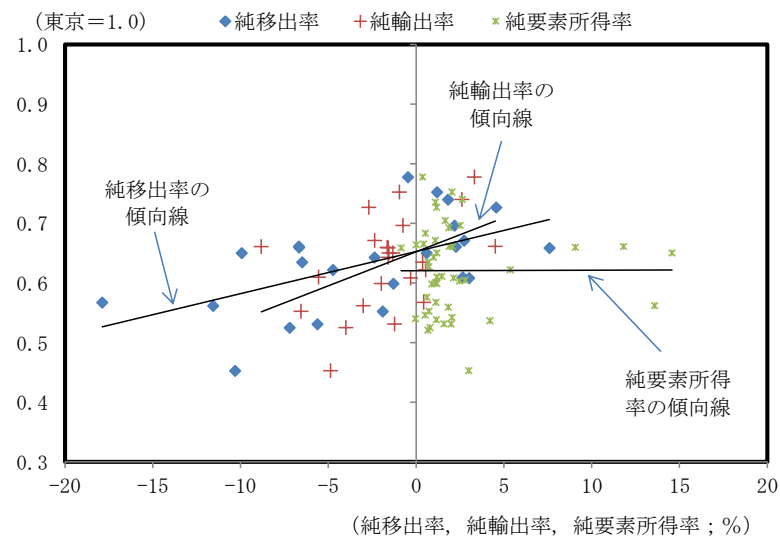
（出所）内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

### 4.3 出稼ぎよりも移出、移出よりも輸出

実際、図表 35 にあるように、地域の純移出率と純輸出率が高まると、1人当たり実質県民所得の東京との格差は縮小する傾向が見られる。しかも、純移出よりも純輸出の方が傾きは大きく、海外向けの純輸出を高めていくことが地域間格差の縮小にはより有効であることが示唆される。一方、埼玉、千葉、奈良等で見られるように、近隣の中心部である東京や大阪まで働きに出て稼いだ所得を居住地へ持ち帰ることなどを意味する「純要素所得率」は、地域間の所得格差との相関が見られない。所得格差の縮小には、単に所得を域内へ流入させるだけでなく、域内で産業・雇用のすそ野を広げていくことが必要だろう。そのため、域外から所得を稼ぐことのできる産業、特に移出や輸出できる高付加価値な産業を地域で育てていくことが重要だ。

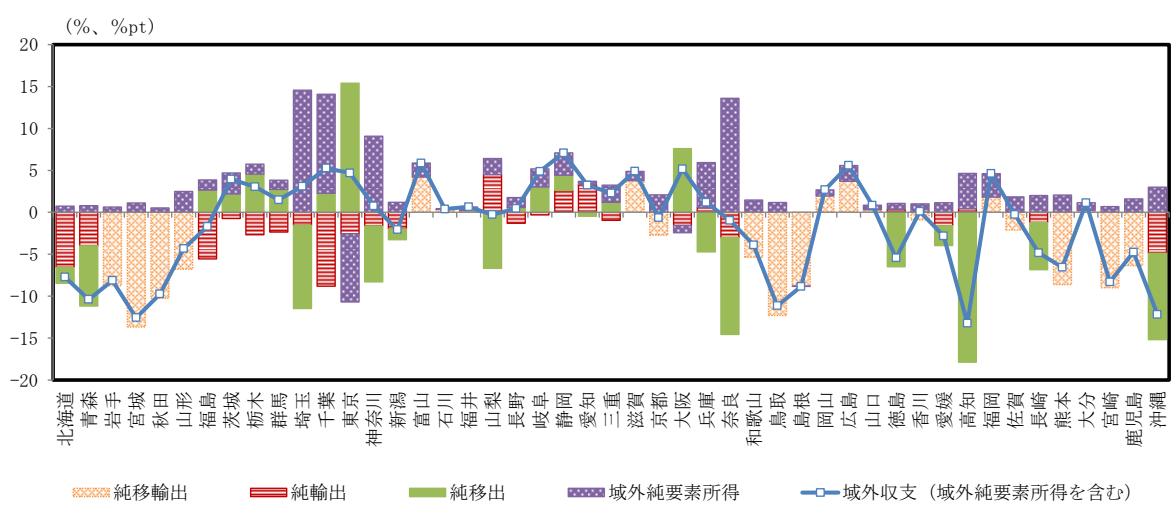
しかしながら、現実には移出・輸出が超過している地域は、関東や東海などの一部地域にとどまっており、北海道・東北、山陰、四国、九州・沖縄では純移出や純輸出はマイナスとなっている。すなわち、こうした地域では移入・輸入超過により所得が域外へ流出しているのである。生産性の高い産業を育成して地域の持続的な発展につなげるには、域内で所得がうまく循環していく仕組みが必要だろう。

**図表 35 : 地域の純移出・純輸出・純要素所得と1人当たり実質県民所得格差**



(注1) 純移出率、純輸出率、純要素所得率は、各都道府県の生産額で除した。  
 (注2) 純移出率、純輸出率、純要素所得率は2011年、東京との1人当たり県民所得格差は2011年～2014年の平均値を用いた。  
 (出所) 各都道府県の産業連関表、内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

**図表 36 : 地域別・域外所得の内訳 (対地域生産額)**



(注) 産業連関表の最新データは2011年。ただし、秋田と福島の産業連関表はそれぞれ2005年、2013年のものを使用。産業連関表に純移出・純輸出の内訳がない地域は、両者を合算した純移輸出を示している。  
 (出所) 各都道府県の産業連関表、内閣府「県民経済計算」より大和総研作成

**4.4 地域の得意分野を伸ばし、関連産業のすそ野を広げる**

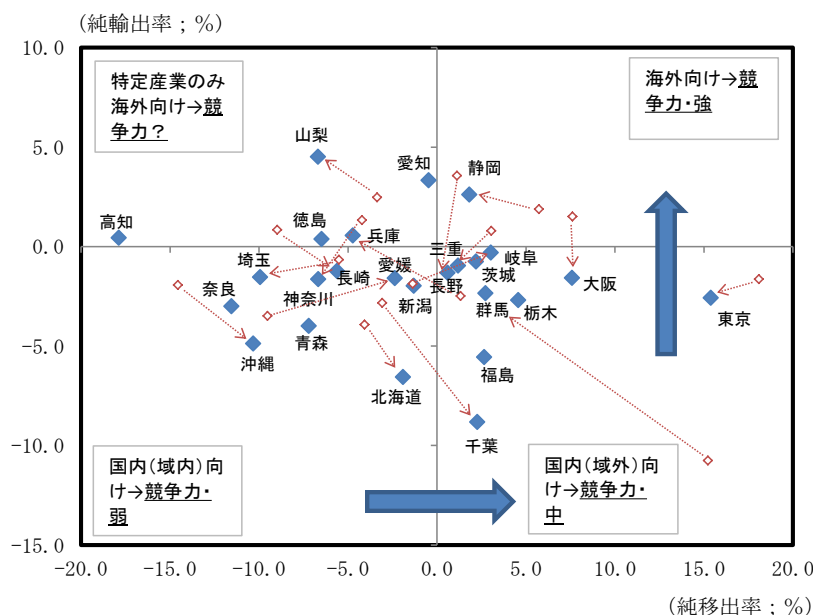
ではどうすればよいのか？必要とされるのは、地域の得意な産業分野で輸出や移出競争力を高める一方で、それら産業における原材料の移入・輸入を少しずつでもよいから時間を掛けて減らしていき、地域内で得意分野を中心に産業のすそ野を広げていくことである。

例えば前者については、特に地方圏で強みがあると考えられる農林水産業での輸出拡大が急

務だろう。また、現在、急速に拡大している外国人観光客の流入（インバウンド）を一層拡大させていくことも、地域の財・サービスの輸出増へとつながっていく。

一方、後者については長期的な取り組みが必要である。例えば、「レギュラトリー・サンドボックス」といった実験的なエリアを設けるなどの規制を緩和した特区を積極的に活用することで、その地域で競争力を持つ産業や人材の集積を図っていくことが考えられよう。

図表 37：地域別・国内外における産業競争力



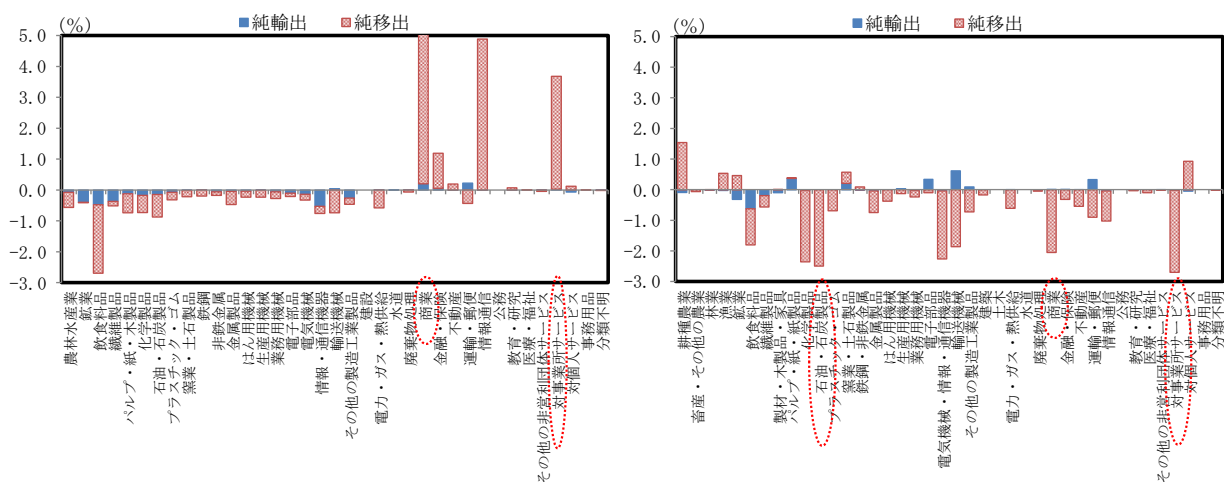
(注)データは2011年(福島のみ2013年)。47都道府県のうち、純移出と純輸出のデータが取れる地域(25地域)のみを抽出。純移出・純輸出は各都道府県の生産額で除した。なお、白抜きの点は過去において移出入の内訳が分かる地域の純移出率・純輸出率(1990年～2005年)を示しており、矢印はそこから直近までの変化を描いている。  
(出所)各都道府県の産業連関表より大和総研作成

移入・輸入超過に陥っている地域は、結果的に域内で競争力の弱い企業を多く抱えていることから、まずは国内で競争できるように、可能な範囲で移出超過となるレベルまで競争力を高めていくことが必要だ。また、移出超過であっても輸入超過に陥っている地域では国内での一定の競争力はあるので、それを海外向けに強化して国際競争力を高めていく取り組みが重要である。実際、現在の東京や大阪は輸出で稼ぐのではなく、主に国内の他地域へ商業や対事業所サービス等の分野を移出して稼ぐ構造にある。しかもこの10～20年の間に東京や大阪は輸出依存度が低下している。当然、都市圏は商業や対事業所サービスに比較優位があるため、これらは地域間の役割分担の側面を反映しているとも考えられるが、現状ではやや極端な役割分担になっている可能性がある。また、高知や沖縄といった地域では域外からサービスを大幅に移入するだけでなく、石油製品などの工業品も多く移入することになる結果、域外への所得流出につながっている。こうした地域間の構造を緩和しない限り、地域の経済発展はなかなか進まないだろう。

従って、地域間所得格差の縮小には、現在、域内向けが多い地域は国内での競争力を高めて移出を増やし、そして移出が多い地域は国際競争力を高めて輸出を増やすことが必要だ。もち

ろん、域内向けが多い地域でも競争力の高い一部の産業では輸出を増やすのが望ましい。こうした地域の特徴を活かした取り組みが、結果的に日本全体の競争力を高めていくのと同時に、地方創生にもつながっていくだろう。

図表 38：東京都・高知県の純移輸出率（左：東京都、右：高知県、対地域生産額、2011年）



(出所)東京都「平成23年東京都産業連関表」、高知県「平成23年高知県産業連関表」より大和総研作成

#### 4.5 同一産業内の労働生産性格差の縮小や高付加価値産業への雇用シフトも重要

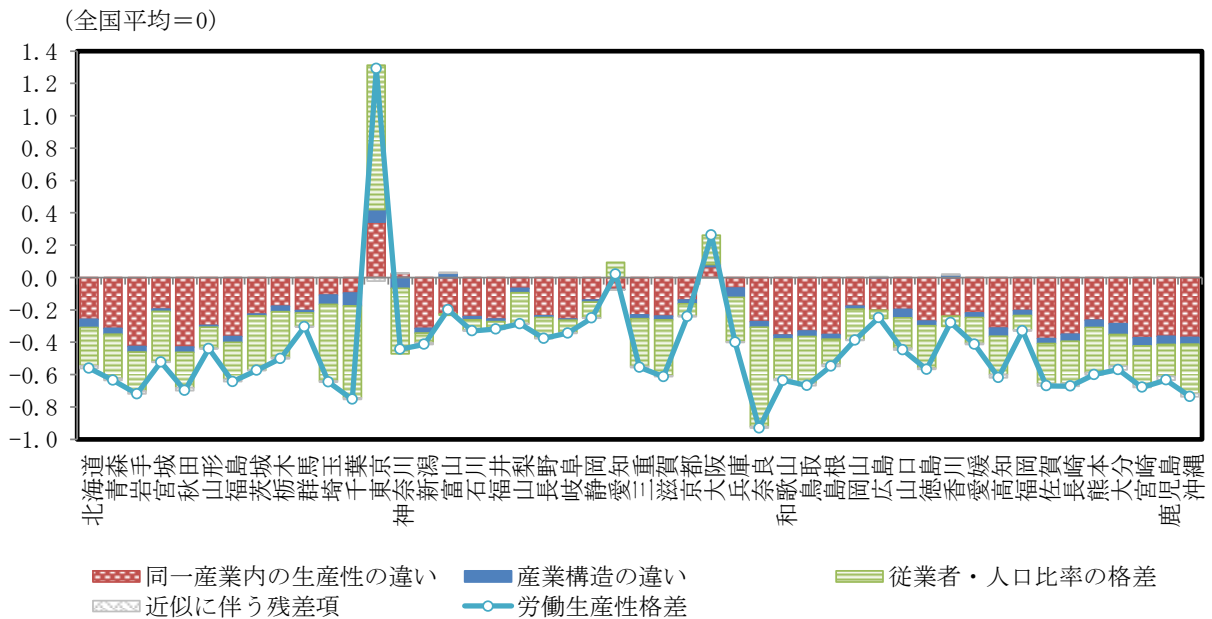
こうした需要面からのアプローチに加えて、もちろん供給面からのアプローチも必要である。地域の労働生産性を引き上げることが求められよう。具体的には、資本労働比率、いわゆる資本装備率の引き上げや人材の質の底上げに加えて、地域内のイノベーションや資本・労働の配分を適正化すること（TFP [全要素生産性] の引き上げ）が必要だ。

ここでは、全国平均と比べた各地域の労働生産性の格差が何によってもたらされるのかについて、①各地域の人口に占める従業者比率の差による格差、②各地域の各産業従業者シェア（産業構造）の差による格差、そして③同一産業内の生産性の差による格差、という三つの要因に分けて分析した。

まず、現役世代が全国から集まる東京、大阪、愛知では人口に占める従業者（現役世代）の割合が高いことが地域の労働生産性を高める反面、従業者が流出する都市近郊や地方では大きなマイナスとなっている。さらに重要なのが、同一産業であっても地域により生産性には大きな違いがあり、それが労働生産性の地域間格差を生む大きな原因であるということだ。その一方で、地域間の産業構造の違いによる格差はかなり小さい。

以上より、地域の労働生産性の格差を縮小するには、その地域の現役世代の割合を高めることが重要だが、少なくともこれは短期的には難しいだろう。そのため当面の重要な政策目標としては、同一産業内における地域間の労働生産性格差の縮小が重要課題であると言える。

図表 39：地域別・労働生産性格差の要因分解（全国平均＝0）



(注)各地域の労働生産性格差の要因分解は、袁他[2009]に従った。

(出所)総務省「平成24年経済センサス-活動調査」、袁堂軍・攝津齊彦・ジャン・パスカル・ハッソー・深尾京司[2009]「戦前期日本の県内総生産と産業構造」、Hi-Stat Discussion Paper(2009年3月)より大和総研作成

地域間の生産性格差を縮小させるには、例えば資本装備率が低い地域では、従来の作業を機械化して自動化・省力化を進める余地があるだろう。また、労働の質を高めるために人材の高度化や多様化も必要であり、そうした人材を他地域からうまく惹きつけることができれば、地域内で新しい発見が生まれやすくなり、イノベーションの起爆剤となるかもしれない。実際、OECD[2015]<sup>1</sup>でも指摘されているように、世界的な生産性低下の大きな原因はフロンティア分野で技術革新が停滞したというよりも、むしろ新しい技術が地域間でなかなか伝播しないことである。日本における地域間の生産性格差もまさにそうした現状を示したものといえよう。

さらには、今後、技術革新のスピードが一層増していくことを考えると、生産性の低下した産業から生産性の高い産業へ人材を円滑に移行させるための人材の再教育（リカレント教育）も、構造改革へのセーフティネットとして地域における非常に重要な政策となる。特区などを活用した規制改革で地域の資源配分の効率化や競争力を高める仕組みに加えて、中長期的にはコンパクトシティのような地域の中心部への産業・人材集積を進めることにより、サービス業の生産性を上げていくことも重要な施策である。

このように地域の特徴を活かしつつも、地域の各産業において移出や輸出を意識した高付加価値化を進めると共に、同一産業内の生産性の地域間格差の縮小、そして高付加価値産業へ雇用をシフトさせていくことが、地域間の所得格差の縮小を進め、ひいては日本全体の生産性引き上げにつながっていくものと考えられる。

<sup>1</sup> OECD[2015], THE FUTURE OF PRODUCTIVITY.

## 5. 論点④：中国は資産価格の下落にどれだけ耐えられるか？

近藤 智也

### 5.1 企業部門を中心に、中国の債務残高は大幅に増加

#### 日本経済が抱える様々なリスク要因

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、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」などの点に留意が必要である。本章では、これらのリスク要因の中で、5年に1度開催される中国共産党大会が10月に終わったばかりの中国経済に焦点を当てて分析したい。

#### 中国の企業債務の急増が世界経済のリスク要因へ

中国の実体経済は、所得の改善に支えられた個人消費が牽引役になって、2017年1～9月期は6.9%成長と堅調に推移している。今後緩やかに成長率が減速していくとみられるものの、IMFが従来の見通しを上方修正するなど、過度に悲観的な見方は後退している。その一方で、中国の民間非金融部門（非金融法人+家計）の債務残高（対名目GDP比、以下、特に明記しない限り同じ）がこの5年間で急上昇している点が、世界経済にとっての潜在的なリスクとして懸念されている。

例えば、FRBのパウエル理事は、これまで何度か中国経済について発言してきたが、2017年10月の講演では、中国をはじめとする新興国の債務水準の膨張に対するリスクに言及した<sup>2</sup>。具体的には、「リーマン・ショック時に比べて、新興国の企業の債務残高は3倍に膨らんでいる一方、利益も十分に増えていることから短期的には危機は訪れないだろう。ただ、中国の場合、リスクの高い債務が増えているために、金融市場の予測できない反応がある恐れがあり、その動向には注意が必要である」と指摘した。

パウエル理事の問題意識の背景には、FRBの出口戦略の本格化に伴って米国の金利水準が上昇し、新興国からの資金流出を招く潜在的な可能性が高まっていることがあると推察される。以上は、パウエル理事が次期FRB議長に指名される前の発言になるが、議長に就任する2018年2月以降も、中国の動向には注視していくことになる。

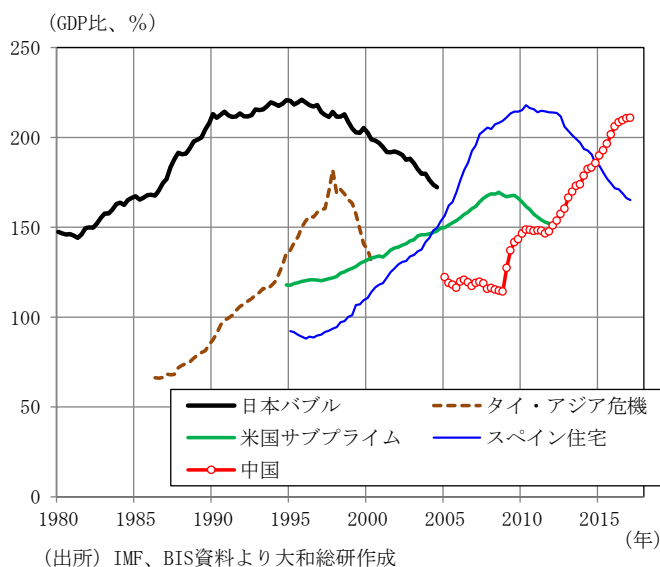
過去の金融危機に陥ったケースと比較しても、中国の民間非金融部門の債務残高の現状は、90年代後半のタイ・アジア危機や2000年代後半の米国のサブプライム問題（リーマン・ショック）のピークを上回り、日本のバブル崩壊時に匹敵するレベルまで上昇している（**図表40**）。中でも、非金融法人の債務残高の大きさがフォーカスされることが多く、2009年以降急激に上昇し、日本のバブル崩壊後のピーク（1993年末：148.9%）を大きく上回っている。

だが、足下では、ピークだった2016年6月末の166.8%から2017年3月末には165.3%に緩やかに低下している（**図表41**）。中国政府は重点的取組分野の一つとして、過剰生産能力、不動

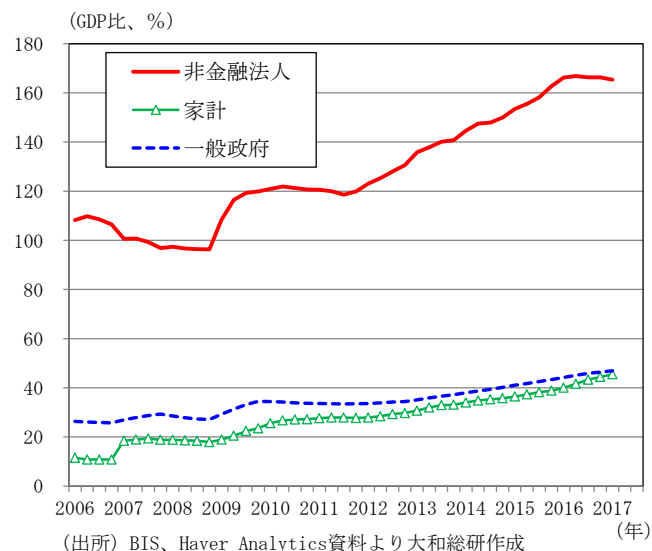
<sup>2</sup> Jerome H. Powell, “Prospects for Emerging Market Economies in a Normalizing Global Economy”, October 12, 2017

産在庫、過剰債務の解消という三つの過剰の解消を掲げており、その取り組みの成果が表れている可能性がある。

図表 40：民間非金融の債務残高 ～ 過去の危機と比較



図表 41：中国の部門別債務残高の推移



### 信用バブルが金融危機を招くリスクは、依然として残っている

とはいえ、中国の債務残高が高水準である事実には変わりはなく、IMF は 2017 年の中国に対する年次審査報告の中でも、債務削減の取り組みが十分ではないと指摘する。そのため、今後、年平均+6.3%の経済成長が見込まれる一方、2016年には172.3%だった民間非金融部門の債務残高が2022年には205.3%に膨らむと予想した<sup>3</sup>。さらに、一般政府や民間の債務の膨張が、中期的には成長の急減速を招く恐れがあるという。このような、債務の大幅増加が経済や金融面でのリスクを高めているという懸念は、2017年に入って、中国の国債の長期的な信用にも悪影響を与えた。

また、BIS や IMF は、過去の危機の事例に鑑みると、中国の信用バブルが金融危機を招くリスクは依然として残っていると警戒している。中国の状況が危機に至るか否かを早期に判断する材料として、BIS が有効だと考えているのが、債務水準から導き出される「信用ギャップ (Credit-to-GDP gap、債務残高とその長期トレンドとの乖離幅)」と「債務返済負担を示す DSR (Debt service ratio)」の二つである。

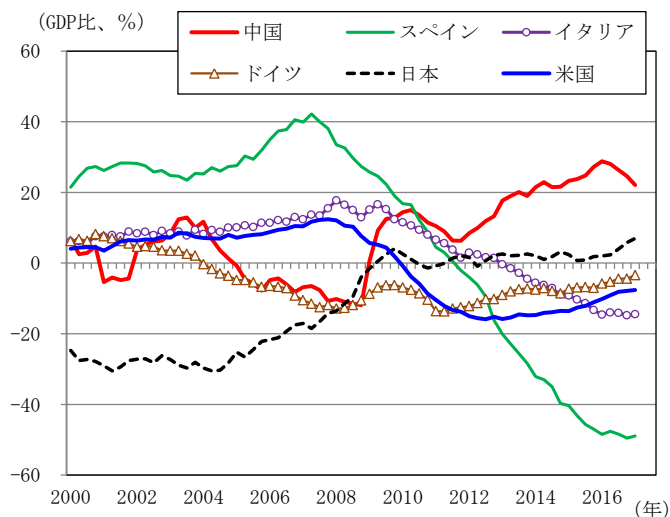
まず、信用ギャップの動きを見ると、多くの国でギャップがマイナスとなっているのに対して、中国は大幅なプラスである (図表 42)。2016年3月をピークにギャップが縮小している点を IMF は評価しているものの、現状は、日本のバブル期のピークとほぼ同水準にすぎない。

次に、支払利子等とフローの所得の関係を見た DSR の推移を見ると、日米の DSR がともに 2011 年以降 15%弱で安定しているのに対して、中国の DSR は 2009 年以降上昇し、2016 年から 20%

<sup>3</sup> なお、IMF が示す部門別の債務残高 (実績値) は、BIS の統計と必ずしも一致しない。

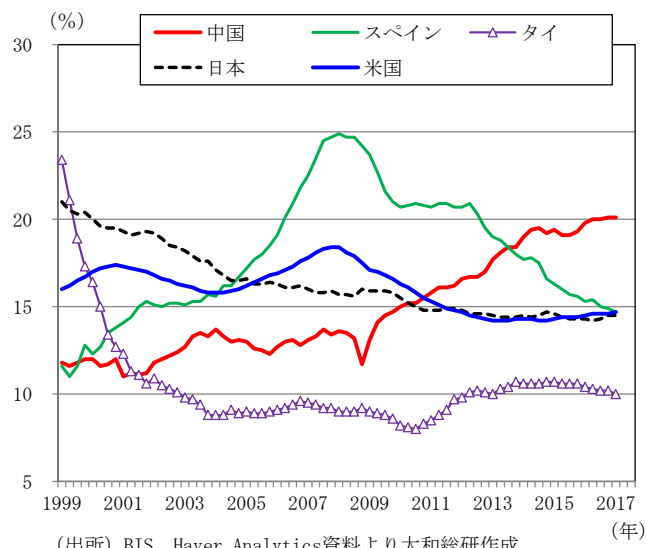
程度で横ばいとなっている（**図表 43**）。2017 年 1-3 月時点の DSR（20.1%）は、中国の長期的な平均を 5.4%pt 上回っているが、BIS によると、経験則的に 6%pt 上回ると金融危機に陥る可能性が高まるという。従って、中国の現状は危機の目安とのバッファーは限りなく小さく、それだけ金利上昇に対して脆弱な状態にあるといえよう。

図表 42：民間非金融部門の信用ギャップ



(注) 信用ギャップは、債務残高とその長期トレンドとの乖離幅。  
(出所) BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 43：民間非金融部門の Debt service ratio



(出所) BIS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 5.2 中国経済のカギを握る家計部門の動きに注目

### 投資・輸出主導から消費主導の成長への転換を模索する中国経済

リーマン・ショック以降、中国経済における様々な過剰（過剰債務や過剰生産能力、過剰投資など）が問題視される中で、中国政府（習近平指導部）は過剰問題に取り組む一方、中期的には、投資・輸出に過度に依存した成長モデルから消費主導への転換を模索してきた。

名目 GDP に占める個人消費の割合は、6～7 割を占める日米など先進国に比べると依然として低い。2010 年をボトムにして直近 4 割まで高まっている。同様に、産業構造も変化しており、第 3 次産業、いわゆるサービスセクターが 2013 年以降、第 2 次産業（製造業など）を上回り、GDP 全体の半分以上を占めている。このように、近年家計の動きが中国経済を動かす大きなカギになっているといえる。

### 家計の債務増加は、長期的には経済成長にマイナスとなる可能性がある

非金融法人が抱える債務残高は高水準であるものの、この一年間は抑制されているのに対して、家計の債務残高は緩やかに増加し続け、この一年間で 5.5%pt も高まっている（**図表 44**）。ただ、家計の債務残高の水準は 45.5%と、危機時に 70～100%もあった日米の家計部門と比べて債務水準が高いとはいえず、短期的に問題視する必要はないかもしれない。しかしながら、前述した IMF の年次審査報告で示された 2022 年までの債務見通しによると、非金融法人と家計の債務は、ほぼ同じ規模（対 GDP 比で 15～16%pt）増加すると予想されている。もともとの規模感（約 3 対 1）を考慮すると、家計債務の膨張スピードがいかに速いかが分かる。



また、BIS や IMF の分析によると、家計の債務残高の増加は、短期的には経済成長を押し上げるとみられるものの、長期的にみると、成長を押し下げる可能性があるという<sup>4</sup>。具体的には、債務増加が経済・金融の不安定化を招き、消費や雇用の悪化につながったり、金融危機の可能性を高めることになるとみられる。また、家計の債務残高が 1%pt 増えると、長期的には成長率を 0.1%pt 低下させるという試算も示されている。

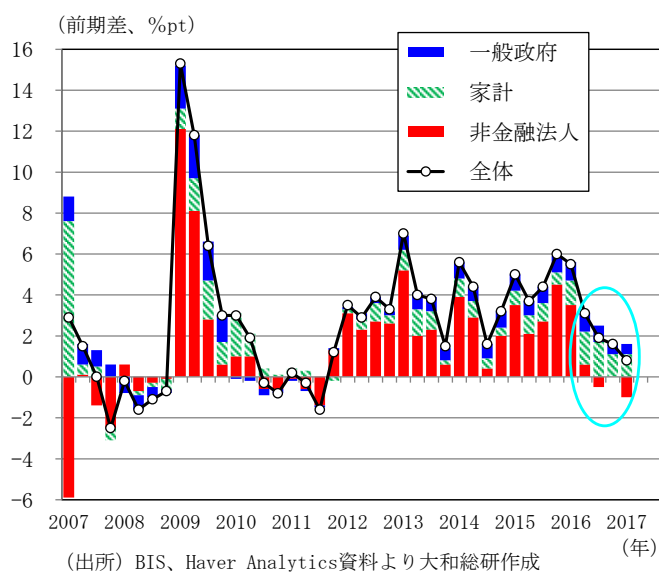
### 家計資産は実物から金融へ、そして預金からリスク資産にシフトしている

いくら債務が膨らんでいても、資産が十分に増えているのであれば、短期的には危機のリスクは抑制されていると考えられる。そこで、次に中国の家計部門の資産状況を確認する。

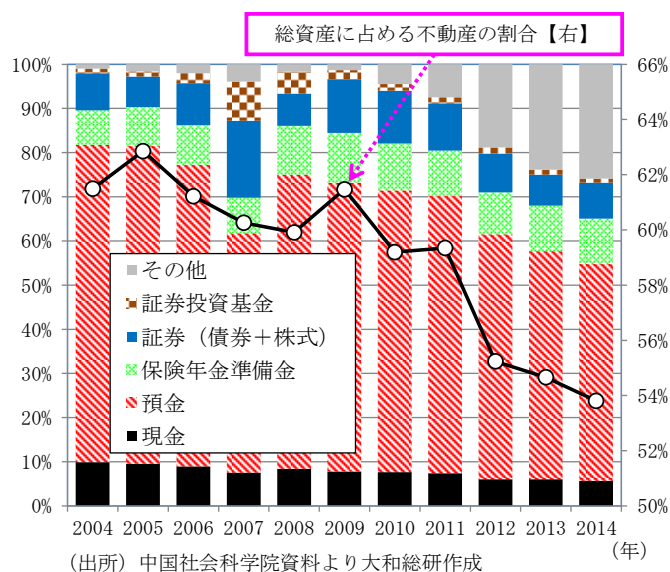
中国社会科学院の試算によると、家計が保有する金融資産は 10 年間で約 5 倍に膨らんだが、その中身は大きく変化している（図表 45）。つまり、現・預金の比率が 8 割超から、2014 年には 55%まで低下し、また、株式を中心とした証券の比率もリーマン・ショック前の半分に縮小している。逆に、保険年金準備金やその他の比率が高まっており、中でも、その他が全体の四分の一を占めるが、そのほとんどは理財商品や信託商品である。

一方、家計は金融資産以外に、不動産などの実物資産（非金融資産）を保有しており、非金融資産のウェイトは金融資産よりも大きい。だが、非金融資産の 9 割を占める不動産が、総資産に占める割合はこの 10 年間で低下し、金融資産のシェアは約 4 割に高まった。対 GDP 比で見ると、非金融資産が約 220%で横ばいであるのに対して、金融資産は 2012 年以降高まっている（2014 年には約 160%）。また、金融負債は 2014 年時点で GDP 比 35.8%となっており、この結果、純資産の規模は総資産の約 9 割（2014 年時点）と、家計部門は厚い純資産を保有している。

図表 44：非金融部門の債務残高



図表 45：家計が保有する金融資産の内訳



<sup>4</sup> BIS, 87<sup>th</sup> Annual Report, 2017. 6、 M Lombardi, M Mohanty and I Shim, “The real effects of household debt in the short and long run”, BIS Working Papers, no 607, January 2017、 IMF, “Global Financial Stability Report” (October, 2017)

日米と比較すると、中国の総資産や金融資産は対 GDP 比で見て小さいものの、市場経済に移行してからの歴史の浅さを考慮すれば、家計部門が保有する資産規模が小さいのはやむを得ないとみられる。現在の中国の家計部門の資産水準は、米国でいえば 1960～70 年代、日本では 1980 年代初めと同水準というところであろうか。

### 引き続き、家計は積極的に資産を購入している

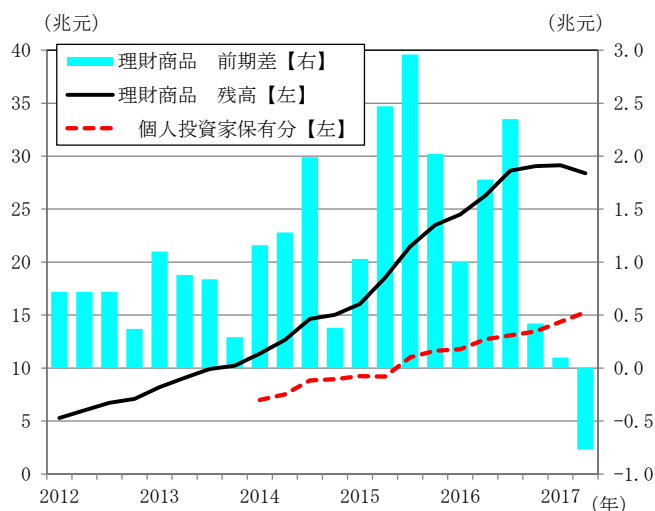
理財商品残高は、2016 年末から 2017 年前半にかけて頭打ち、そして減少している（図表 46）。但し、この一年間で残高が減っているのは法人等が保有している分であり、逆に個人投資家の保有分は約 1.8 兆元（約 30 兆円）も増えている。家計部門と個人投資家を完全に同一視することは難しいかもしれないが、家計の金融資産に占める割合は一段と高まっているとみられる。

### 住宅価格の伸び率はピークアウトし、鈍化へ

中国の代表的な住宅価格指数である 70 都市新築住宅価格指数について、各都市の住宅価格指数の騰落状況（前月比、「上昇都市数－下落都市数」）を確認すると、2014 年 10 月に底打ちした後は緩やかな上昇傾向に転じ、2015 年半ばに上昇都市数と下落都市数がほぼ同数となった。それ以降も、上昇都市数が増加し続けて、2016 年 4 月には 70 都市中 65 都市で住宅価格が上昇した（図表 47）。一方、中国政府は 2016 年 3 月に不動産価格の抑制を開始し、住宅バブルの防止を目的に引締め気味の金融政策を実施しており、2017 年 3 月にも金融当局からの指示を受けて、銀行が貸し出す住宅ローン金利は貸出基準金利よりも高めに設定されている。このような需要抑制政策の結果、足下では、住宅価格指数の伸び率にピークアウトの動きが出始めている。

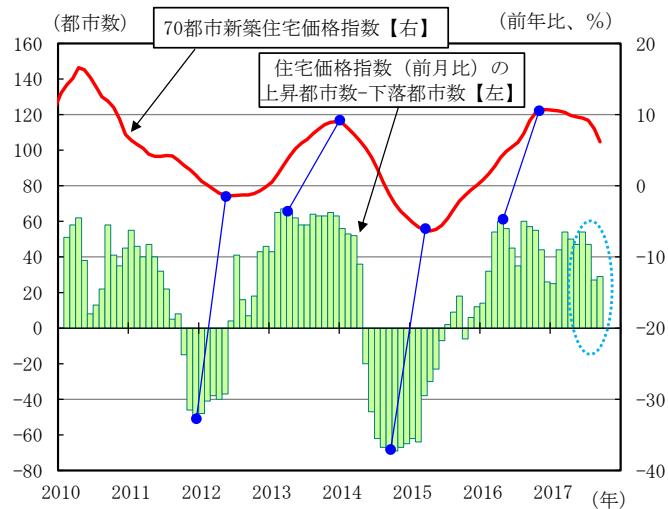
ただ、70 都市新築住宅価格指数（前年同月比、70 都市の単純平均）に対して 6 ヶ月程度先行する傾向にある、70 都市新築住宅価格指数の各都市価格指数（前月比）の騰落状況を見ると、「上昇都市数－下落都市数」は低下しているとはいえ、足下でも全体の約三分の二の都市で価格は上昇している。従って、住宅価格の鈍化ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。

図表 46：理財商品の推移



(出所) IMF, China Banking Wealth Management Registration System, Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 47：中国の住宅価格の推移



(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

### 5.3 資産価格の下落が家計部門に与える影響

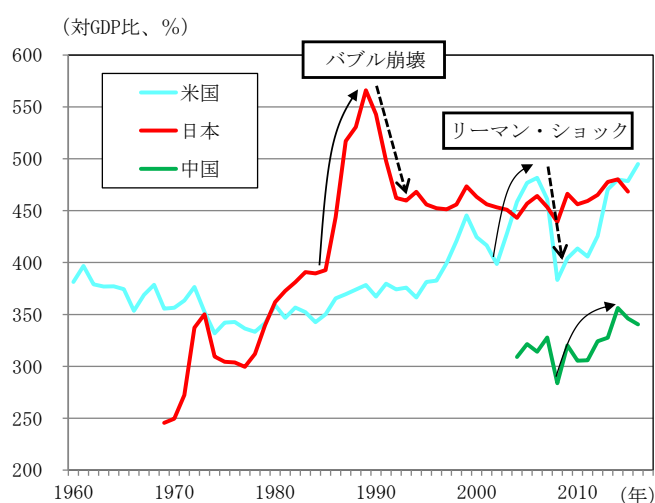
#### 株式や不動産など資産価格の下落が、家計部門のバランスシートを悪化させる

日米ともに、過去に不動産価格の大幅な下落を伴う景気後退の経験がある（日本が「バブル崩壊」、米国が「リーマン・ショック」）。その際に、家計部門の純資産（対名目 GDP 比、以下、特に明記しない限り同じ）がどの程度変化したかを見ると、日米ともに約 100%pt 低下している（**図表 48**）。純資産の変化には、不動産などの非金融資産の目減りだけでなく、株式などの金融資産の減少、そして景気後退による GDP の減速などが反映される。不動産価格だけが下がるという想定があまり現実的ではない点を踏まえると、純資産の変化を見る意味はあると考える。

中国の家計の純資産は、2014 年には 356.3%まで高まったが、住宅価格や株価の変化などを加味して試算すると、2015～16 年の純資産はやや低下して 340%台とみられる。そこで、2017 年に株価や不動産価格がそれぞれ 30%近く下落した場合、中国の家計の純資産がどの程度低下するか試算すると、約 100%pt 低下し 250%程度になる<sup>5</sup>（**図表 49**）。中国では、リーマン・ショック以降の純資産の上昇幅は 70%pt 程度であり、資産規模の水準が日米よりも小さい点も考えると、日米と同じ 100%pt 低下のインパクトはより大きくなる可能性があるだろう。

過去を振り返ると、中国では、株価と不動産価格が同時に大きく落ち込んだことは少ない。2008 年に家計の保有する株式資産は約 6 割も減少したが、預金や保険準備金などローリスクな資産に資金がシフトし、金融資産全体では微増となった。同様に、この時は住宅価格の調整が限定的であったために、不動産を中心とした非金融資産も前年比マイナスを免れた。それだけに、株価と住宅価格が同時に大きく値下がりするという想定は、家計部門への悪影響が大きく、輸出・投資から消費へ、経済構造を内需主導に転換しようとしている中国経済全体にとって、厳しい局面になるとみられる。

図表 48：家計部門の純資産 ～ 日米中の比較



(注) 中国の2015-16年の値は、大和総研による資産・負債の試算値で計算。  
(出所) 内閣府、BEA、中国社会科学院、中国国家统计局資料より大和総研作成

図表 49：資産価格の変化が純資産に及ぼす影響 (%pt)

		株価の変化					
		20%	10%	0%	▲10%	▲20%	▲30%
不動産価格 の変化	20%	12.1	6.8	1.4	▲ 3.9	▲ 9.3	▲ 14.7
	10%	▲ 5.9	▲ 11.3	▲ 16.6	▲ 22.0	▲ 27.3	▲ 32.7
	0%	▲ 24.0	▲ 29.3	▲ 34.7	▲ 40.0	▲ 45.4	▲ 50.7
	▲10%	▲ 42.0	▲ 47.4	▲ 52.7	▲ 58.1	▲ 63.4	▲ 68.8
	▲20%	▲ 60.0	▲ 65.4	▲ 70.8	▲ 76.1	▲ 81.5	▲ 86.8
	▲30%	▲ 78.1	▲ 83.4	▲ 88.8	▲ 94.2	▲ 99.5	▲ 104.9

(注) 2017年に各々の資産価格が変化した時の、2016年の純資産(対GDP比)の推計値からの乖離幅。2017年の名目GDPは1-9月期実績の11.3%成長を想定。従って、資産価格が横ばいでも、GDPが増えているために純資産(同)は低下する。  
(出所) 中国社会科学院、中国国家统计局資料より大和総研作成

<sup>5</sup> 試算では、理財商品なども株価と連動して変化すると想定している。

## 中国における株価・不動産価格の変動が個人消費に及ぼす影響

最後に、株式や不動産などの資産価格の変動が、中国の個人消費に与える影響を確認する。一般に、家計が保有する株や不動産などの資産価格が上昇すると、個人消費が活発化するという「資産効果」が期待できる。逆に、価格が下落した場合には、個人消費を冷え込ませる「負の資産効果」が働くと思われられる。つまり、資産効果とは、資産価格の上昇・下落が個人消費など実体経済の増減にもたらす影響を指す。

例えば、日本の場合、株価などの金融資産の価値が100円変動すると個人消費は2~4円程度変化するという分析がある<sup>6</sup>。また、世界的には、概ね、株式資産の資産効果よりも住宅資産の資産効果が大きいという関係が見られるという<sup>7</sup>。特に、米国のように、住宅資産の値上がりをキャッシュアウトする手段（ホームエクイティローンなど）が備わっているケースでは、住宅の資産効果がより大きくなると考えられる。

では、中国の場合はどうだろうか。小売売上高の変化と、株価や不動産価格などの資産価格の変化を比べてみる。**図表 50**と**図表 51**は、中国の70都市新築住宅価格指数および、中国の代表的な株価である上海総合指数と、小売売上高の前年比を散布図に示したものである。なお、中国では2012年末に「八項規定」（儉約令）が発令され、2013年以降個人消費が大きく下振れしていることから、ここでは、①2006年~2012年、②2013年から直近までという二つの期間に分けて分析した。

住宅価格に関しては、儉約令が発令される以前の2006年~2012年において、小売売上高との間に正の相関が存在することが確認できる。つまり、住宅価格が上昇（下落）すれば小売売上高が増加（減少）することになる。一方、株価と小売売上高に関しては、2006年~2012年の期間には明確な相関が認められなかったが、2013年以降に関しては、緩やかな正の相関が見られる。

## 株価と不動産価格では、異なる反応を見せる

簡便な方法であり、上記の結果は幅をもって解釈する必要があるが、なぜ、2013年以降の小売売上高の変化が、株価と不動産価格では異なっているのかという疑問が残る。

前述したように、2013年から2016年にかけては株価と不動産価格の動きには逆相関の関係が見られた。つまり、2013~14年にかけて住宅価格が上昇していた時、株価は概ね横ばい圏にとどまり、株価が2015年に大幅に上昇した局面では、住宅価格は前年割れとなっていたのである。また、家計の年収対比で見た中国の住宅価格は高止まりしたままであり、消費者は不動産に割高感を感じているとみられる。それでも不動産市場の需給がタイトである背景には、人口の年齢構成上、住宅購入の必要性があるという実需面に加えて、不動産が投資の対象となっていることが挙げられる。さらに、2017年に入って株価と不動産価格が同時に上昇しており、中国国

<sup>6</sup> 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2016年4月）」

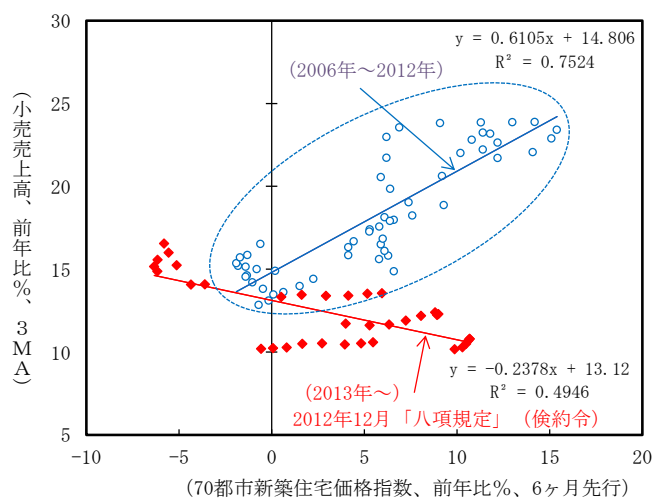
<sup>7</sup> IMF “CHAPTER II THREE ESSAYS ON HOW FINANCIAL MARKETS AFFECT REAL ACTIVITY” World Economic Outlook (April, 2002)

内のカネ余り現象を反映している可能性がある。

投資目的で不動産を購入している富裕層を除くと、一般的には、新築住宅価格が上昇すれば、それだけ住宅ローンの借入額が膨らみ、家計の返済負担が高まることから、それ以外の支出を抑制せざるを得ないという状況が想定されよう。それ故、住宅価格が上がると、小売売上高の伸び率が抑制されるという関係が、2013年以降見られるようになっていると考えられる。

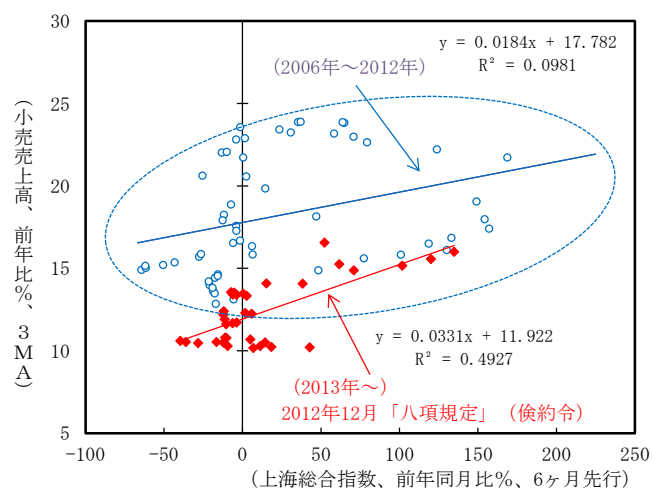
他方で、中国の住宅価格は家計の年収対比での割高感が残っていることから、中長期的には住宅価格が大きく調整するリスクに要注意である。また、資産価格の急落が消費者マインドの悪化などを通じて、中国の個人消費にマイナスの影響を与えることには一定の留意が必要だ。住宅市場の調整は、個人消費に直接的に影響するだけでなく、様々なルートから中国経済全体に影響が波及していくとみられることから、その調整度合いを注視していく必要があるだろう。

図表 50：中国の不動産価格と小売売上高



(注) 春節の影響を除くために、小売売上高の各年1-2月を対象外とした。  
(出所) 中国国家统计局、Haver Analytics資料より大和総研作成

図表 51：中国の株価と小売売上高



(注) 春節の影響を除くために、小売売上高の各年1-2月を対象外とした。  
(出所) 中国国家统计局、Haver Analytics資料より大和総研作成

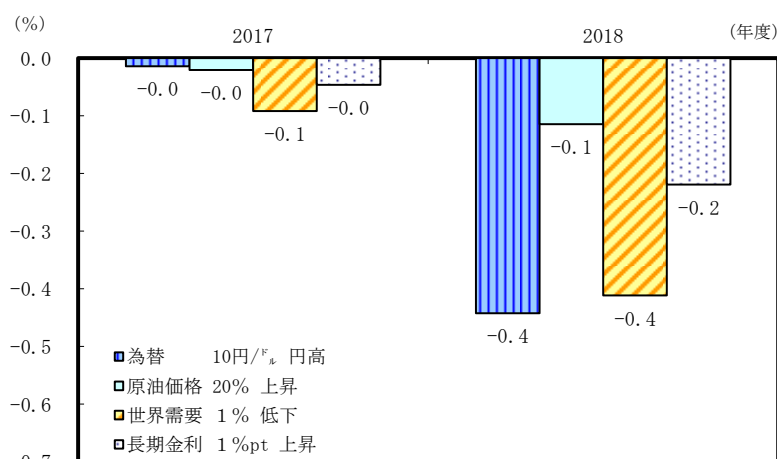
## 6. 補論：マクロリスクシミュレーション

山口 茜・廣野 洋太

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、四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 2018 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 ; 111.8 円/ドル, 112.5 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油(WTI) 価格 : 2017-18 年度 ; 52.1 ドル/bbl, 57.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2017-18 暦年 ; 4.1%, 3.9%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2017-18 年度 ; 0.05%, 0.05%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 52 : 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▲0.0%、2018 年度で▲0.4% 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▲0.0%、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▲0.1%、2018 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。

## 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▲0.0%、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。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性  
がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住  
宅投資などに対するクラウドディ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 53：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	1.9	1.5	1.8 (-0.1)	0.9 (-0.8)	1.8 (-0.1)	1.1 (-0.6)
<b>実質GDP</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8 (-0.0)</b>	<b>0.6 (-0.4)</b>	<b>1.8 (-0.0)</b>	<b>1.0 (-0.1)</b>
GDPデフレーター	0.1	0.5	-0.0 (-0.1)	0.2 (-0.4)	-0.0 (-0.1)	0.1 (-0.5)
全産業活動指数	2.2	1.5	2.0 (-0.1)	0.9 (-0.6)	2.1 (-0.0)	1.3 (-0.1)
鉱工業生産指数	4.9	3.1	4.4 (-0.4)	1.5 (-2.0)	4.8 (-0.0)	2.9 (-0.2)
第3次産業活動指数	1.2	1.1	1.1 (-0.1)	0.8 (-0.4)	1.1 (-0.0)	1.0 (-0.1)
国内企業物価	2.6	2.3	2.3 (-0.3)	1.3 (-1.3)	2.8 (0.2)	2.9 (0.7)
消費者物価	0.7	0.8	0.6 (-0.1)	0.6 (-0.2)	0.7 (0.0)	0.9 (0.2)
失業率	2.8	2.7	2.8 (-0.0)	2.7 (0.0)	2.8 (0.0)	2.7 (-0.0)
貿易収支（兆円）	5.7	7.1	5.7 (-0.0)	6.9 (-0.2)	5.2 (-0.5)	5.2 (-2.0)
経常収支（億ドル）	2,121	2,330	2,262 (141)	2,351 (21)	2,078 (-43)	2,168 (-162)
経常収支（兆円）	24.0	26.5	24.0 (0.1)	24.8 (-1.7)	23.5 (-0.5)	24.7 (-1.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.1	0.6	1.1 (0.0)	0.5 (-0.1)	1.1 (-0.0)	0.4 (-0.2)
民間住宅投資	1.8	-0.0	1.8 (-0.0)	-0.3 (-0.3)	1.8 (-0.0)	-0.4 (-0.4)
民間設備投資	3.0	1.9	2.9 (-0.1)	0.4 (-1.5)	2.8 (-0.1)	1.5 (-0.5)
政府最終消費	0.6	0.8	0.6 (0.0)	1.0 (0.1)	0.6 (-0.0)	0.8 (-0.0)
公共投資	1.2	-3.8	1.4 (0.2)	-3.4 (0.6)	1.2 (-0.0)	-4.0 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	5.1	3.4	5.0 (-0.1)	2.8 (-0.7)	5.1 (-0.0)	3.3 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	2.4	2.1	2.3 (-0.1)	2.1 (-0.1)	2.3 (-0.1)	1.6 (-0.6)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度
名目GDP	1.8 (-0.1)	1.2 (-0.4)	1.9 (-0.0)	1.4 (-0.2)	1.8 (-0.1)	1.4 (-0.2)
<b>実質GDP</b>	<b>1.7 (-0.1)</b>	<b>0.7 (-0.4)</b>	<b>1.8 (-0.0)</b>	<b>0.9 (-0.2)</b>	<b>1.8 (-0.0)</b>	<b>1.2 (0.1)</b>
GDPデフレーター	0.1 (-0.0)	0.5 (-0.0)	0.1 (0.0)	0.5 (0.0)	0.0 (-0.1)	0.2 (-0.3)
全産業活動指数	2.1 (-0.1)	1.3 (-0.3)	2.1 (-0.0)	1.4 (-0.1)	2.2 (0.0)	1.6 (0.2)
鉱工業生産指数	4.6 (-0.3)	2.3 (-1.1)	4.8 (-0.1)	2.7 (-0.4)	5.0 (0.2)	3.7 (0.8)
第3次産業活動指数	1.1 (-0.0)	1.0 (-0.1)	1.1 (-0.0)	1.1 (-0.1)	1.2 (0.0)	1.2 (0.1)
国内企業物価	2.6 (-0.0)	2.3 (-0.1)	2.6 (0.0)	2.3 (-0.0)	3.0 (0.3)	3.4 (1.4)
消費者物価	0.7 (-0.0)	0.8 (-0.0)	0.7 (0.0)	0.8 (-0.0)	0.7 (0.1)	1.0 (0.3)
失業率	2.8 (-0.0)	2.7 (0.0)	2.8 (0.0)	2.7 (0.0)	2.8 (0.0)	2.7 (-0.0)
貿易収支（兆円）	5.5 (-0.2)	6.5 (-0.6)	5.7 (0.0)	7.6 (0.5)	5.2 (-0.5)	5.3 (-1.9)
経常収支（億ドル）	2,096 (-25)	2,233 (-97)	2,125 (4)	2,124 (-206)	2,007 (-114)	2,158 (-173)
経常収支（兆円）	23.7 (-0.3)	25.4 (-1.1)	24.0 (0.0)	24.2 (-2.3)	23.4 (-0.5)	25.6 (-0.9)
実質GDPの内訳						
民間消費	1.1 (-0.0)	0.5 (-0.1)	1.1 (-0.0)	0.5 (-0.0)	1.1 (-0.0)	0.5 (-0.1)
民間住宅投資	1.8 (-0.0)	-0.3 (-0.2)	1.7 (-0.1)	-0.7 (-0.8)	1.9 (0.0)	-0.3 (-0.2)
民間設備投資	3.0 (0.0)	1.5 (-0.4)	2.7 (-0.3)	0.6 (-1.5)	2.9 (-0.1)	2.2 (0.2)
政府最終消費	0.6 (0.0)	0.9 (0.0)	0.6 (0.0)	0.9 (0.0)	0.6 (-0.0)	0.8 (-0.1)
公共投資	1.2 (0.0)	-3.8 (0.0)	1.2 (-0.0)	-3.8 (0.0)	1.1 (-0.1)	-4.2 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	4.5 (-0.6)	2.1 (-1.8)	5.1 (-0.0)	3.4 (-0.0)	5.1 (0.0)	3.6 (0.3)
財貨・サービスの輸入	2.3 (-0.1)	1.8 (-0.3)	2.3 (-0.1)	1.6 (-0.6)	2.3 (-0.1)	1.6 (-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



## 7. 四半期計数表

## (1-a) 主要経済指標

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	2017 (予)	
名目国内総支出(兆円)	538.3	537.7	540.2	540.6	544.9	549.2	551.4	553.4	539.3	549.7	538.4	546.5	
前期比%	0.1	-0.1	0.5	0.1	0.8	0.8	0.4	0.4					
前期比年率%	0.4	-0.4	1.9	0.3	3.2	3.2	1.6	1.5					
前年同期比%	1.2	0.8	1.4	0.6	1.1	2.2	2.1	2.3	1.0	1.9	1.2	1.5	
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	522.1	523.2	525.0	527.0	530.8	534.1	535.2	536.5	524.4	534.1	522.5	531.7	
前期比%	0.4	0.2	0.3	0.4	0.7	0.6	0.2	0.2					
前期比年率%	1.6	0.9	1.4	1.5	2.9	2.5	0.9	0.9					
前年同期比%	0.7	0.9	1.5	1.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.2	1.8	0.9	1.8	
内需寄与度(前期比)	0.3	-0.1	0.0	0.3	1.0	0.1	0.2	0.2	0.4	1.4	0.4	1.2	
外需寄与度(前期比)	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.5	0.0	0.1	0.8	0.4	0.6	0.6	
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.5	-0.1	-0.1	-0.9	-0.4	0.1	0.1	0.6	-0.2	0.1	0.3	-0.3	
全産業活動指数(2010=100)	102.6	103.2	103.6	103.5	105.2	105.0	105.7	106.1	103.2	105.5	103.0	104.9	
前期比%	0.2	0.6	0.4	-0.1	1.7	-0.2	0.7	0.4	0.6	2.2	0.6	1.8	
鉱工業生産指数(2010=100)	96.5	98.0	99.8	100.0	102.1	102.5	103.8	105.0	98.6	103.4	97.7	102.1	
前期比%	0.2	1.6	1.9	0.2	2.1	0.4	1.3	1.2	1.1	4.9	-0.2	4.6	
第3次産業活動指数(2010=100)	103.7	104.0	104.1	103.8	104.9	104.8	105.3	105.5	103.9	105.1	103.9	104.8	
前期比%	0.0	0.3	0.1	-0.3	1.1	-0.2	0.5	0.2	0.4	1.2	0.7	0.8	
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	96.4	96.1	96.5	98.0	98.4	98.9	99.6	100.3	96.8	99.3	96.5	98.7	
前年同期比%	-4.5	-3.8	-2.1	1.0	2.1	2.9	3.2	2.4	-2.3	2.6	-3.5	2.3	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	99.8	99.6	99.8	99.7	100.2	100.2	100.7	100.5	99.7	100.4	99.7	100.2	
前年同期比%	-0.4	-0.5	-0.3	0.2	0.4	0.6	0.9	0.9	-0.2	0.7	-0.3	0.5	
完全失業率(%)	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	2.8	3.1	2.8	
10年物国債利回り(%)	-0.15	-0.12	0.00	0.07	0.04	0.05	0.05	0.05	-0.05	0.05	-0.07	0.05	
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.3	3.3	3.7	4.1	3.9	4.0	4.0	4.0	3.6	4.0	3.4	4.0	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	4.6	5.8	6.8	5.3	2.7	6.5	6.6	6.9	5.8	5.7	5.5	5.3	
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,754	1,898	1,882	1,908	1,717	2,210	2,255	2,302	1,880	2,121	1,869	2,023	
経常収支(季調済年率、兆円)	19.0	19.4	20.6	21.7	19.1	24.5	25.4	25.9	20.4	24.0	20.3	22.7	
対名目GDP比率(%)	3.5	3.6	3.8	4.0	3.5	4.5	4.6	4.7	3.7	4.4	3.7	4.1	
為替レート(¥/\$)	108.1	102.4	109.4	113.6	111.1	111.0	112.5	112.5	108.4	111.8	108.8	112.1	
(¥/Euro)	120.7	114.7	119.2	120.2	124.3	131.3	132.5	133.0	118.7	130.3	120.6	127.1	

(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

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
名目国内総支出(兆円)	555.0	556.6	559.6	561.3	563.2	566.7	567.4	567.8	558.1	566.2	556.1	564.6	
前期比%	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.6	0.1	0.1					
前期比年率%	1.1	1.2	2.2	1.2	1.3	2.5	0.5	0.3					
前年同期比%	1.9	1.3	1.5	1.5	1.5	1.8	1.4	1.1	1.5	1.4	1.8	1.5	
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	537.7	539.0	540.4	541.7	543.2	545.8	541.5	541.4	539.7	542.8	538.3	543.0	
前期比%	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5	-0.8	-0.0					
前期比年率%	0.9	0.9	1.1	1.0	1.1	1.9	-3.1	-0.1					
前年同期比%	1.3	0.9	1.0	1.0	1.0	1.3	0.2	-0.1	1.1	0.6	1.2	0.9	
内需寄与度(前期比)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	-1.6	-0.2	0.8	0.5	0.9	0.8	
外需寄与度(前期比)	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.3	0.8	0.2	0.2	0.1	0.3	0.0	
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	1.2	1.2	0.5	0.9	0.5	0.7	
全産業活動指数(2010=100)	106.5	106.8	107.2	107.5	107.8	108.1	108.4	108.7	107.0	108.3	106.7	108.0	
前期比%	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	1.2	1.7	1.3	
鉱工業生産指数(2010=100)	105.7	106.3	106.8	107.4	107.9	108.4	108.8	109.3	106.6	108.6	106.0	108.1	
前期比%	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	3.1	1.9	3.8	2.0	
第3次産業活動指数(2010=100)	105.8	106.2	106.5	106.8	107.0	107.3	107.5	107.7	106.3	107.3	106.0	107.2	
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	1.0	1.2	1.1	
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	100.9	101.4	101.9	102.4	102.9	103.3	106.4	106.6	101.6	104.8	101.1	103.7	
前年同期比%	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0	1.9	4.4	4.1	2.3	3.1	2.4	2.6	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	101.1	101.1	101.4	101.2	101.8	101.8	103.0	102.8	101.2	102.3	101.0	101.9	
前年同期比%	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6	1.5	1.5	0.8	1.1	0.8	0.9	
完全失業率(%)	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7	
10年物国債利回り(%)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	
マネーストック(M2、前年同期比%)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	6.9	7.2	7.2	7.2	7.0	5.9	9.5	10.3	7.1	8.2	7.1	7.4	
經常収支(季調済年率、億ドル)	2,317	2,324	2,340	2,341	2,317	2,188	2,606	2,708	2,330	2,455	2,321	2,363	
經常収支(季調済年率、兆円)	26.1	26.1	26.3	26.3	26.1	24.6	29.3	30.5	26.5	27.9	26.1	26.6	
対名目GDP比率(%)	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.3	5.2	5.4	4.7	4.9	4.7	4.7	
為替レート(¥/\$)	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	
(¥/Euro)	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	2017 (予)	
国内総支出	522.1	523.2	525.0	527.0	530.8	534.1	535.2	536.5	524.4	534.1	522.5	531.7	
前期比年率%	1.6	0.9	1.4	1.5	2.9	2.5	0.9	0.9					
前年同期比%	0.7	0.9	1.5	1.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.2	1.8	0.9	1.8	
国内需要	527.4	526.6	526.8	528.2	533.3	534.2	535.1	536.0	527.2	534.6	526.5	532.6	
前期比年率%	1.1	-0.6	0.2	1.1	4.0	0.6	0.7	0.7					
前年同期比%	0.5	0.1	0.4	0.5	1.1	1.4	1.5	1.5	0.4	1.4	0.3	1.1	
民間需要	395.7	394.4	395.5	396.6	400.3	401.8	402.7	403.5	395.6	402.0	394.8	400.3	
前期比年率%	2.1	-1.3	1.1	1.1	3.8	1.5	0.9	0.9					
前年同期比%	0.2	-0.3	0.5	0.9	1.1	1.8	1.8	1.8	0.3	1.6	0.1	1.4	
民間最終消費支出	295.7	297.0	297.3	298.4	301.1	299.7	300.3	300.8	297.1	300.5	296.5	299.9	
前期比年率%	-0.8	1.8	0.4	1.5	3.7	-1.9	0.9	0.6					
前年同期比%	-0.2	-0.1	0.6	0.8	1.9	0.9	1.0	0.8	0.3	1.1	0.1	1.1	
民間住宅投資	15.7	16.2	16.2	16.4	16.6	16.4	16.4	16.3	16.1	16.4	15.9	16.5	
前期比年率%	9.7	12.5	1.0	3.7	5.2	-4.0	-2.0	-0.8					
前年同期比%	5.1	6.3	6.8	6.5	5.7	1.6	0.8	-0.4	6.2	1.8	5.6	3.5	
民間企業設備投資	82.0	81.9	83.1	83.3	84.3	85.2	85.3	85.5	82.6	85.1	82.2	84.4	
前期比年率%	1.8	-0.8	6.2	0.7	4.9	4.3	0.6	1.0					
前年同期比%	1.3	-0.2	1.7	1.8	2.9	3.8	2.5	2.7	1.2	3.0	0.6	2.7	
民間在庫変動	2.2	-0.6	-1.1	-1.4	-1.7	0.5	0.7	0.9	-0.2	0.1	0.2	-0.5	
公的需要	131.6	132.2	131.3	131.6	133.1	132.4	132.4	132.4	131.6	132.5	131.8	132.3	
前期比年率%	-2.0	1.6	-2.7	1.0	4.5	-1.9	-0.1	0.1					
前年同期比%	1.3	1.4	0.1	-0.6	1.1	0.2	0.9	0.7	0.5	0.7	1.0	0.4	
政府最終消費支出	105.4	106.0	105.7	105.9	106.1	106.2	106.5	106.7	105.7	106.3	105.9	106.1	
前期比年率%	-4.5	2.0	-1.0	0.7	0.8	0.2	1.2	1.0					
前年同期比%	1.2	1.3	0.2	-0.6	0.6	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	1.3	0.2	
公的固定資本形成	26.2	26.3	25.6	25.7	26.9	26.3	25.9	25.7	25.9	26.2	25.9	26.2	
前期比年率%	9.6	1.2	-9.1	1.4	19.8	-9.2	-5.3	-3.5					
前年同期比%	1.8	2.2	-0.0	-0.1	3.6	0.3	1.3	0.2	0.9	1.2	-0.1	1.1	
公的在庫変動	0.0	-0.1	-0.1	-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	-3.7	-2.3	-1.9	-3.3	-0.6	-0.3	0.1	-3.3	-1.0	-4.4	-1.5	
財貨・サービスの輸出	82.5	84.3	86.8	88.5	88.3	89.6	90.5	91.4	85.6	89.9	84.2	89.2	
前期比年率%	-2.2	8.7	12.6	7.8	-0.5	6.0	4.1	3.8					
前年同期比%	0.9	1.0	4.8	6.7	6.8	6.4	4.2	3.3	3.4	5.1	1.3	6.0	
財貨・サービスの輸入	87.9	88.0	89.1	90.3	91.6	90.2	90.8	91.3	88.9	91.0	88.5	90.7	
前期比年率%	-5.0	0.6	5.2	5.4	5.9	-6.2	2.8	2.2					
前年同期比%	-0.8	-3.2	-1.6	1.4	4.3	2.4	1.8	1.1	-1.1	2.4	-1.9	2.5	

(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)

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
国内総支出	537.7	539.0	540.4	541.7	543.2	545.8	541.5	541.4	539.7	542.8	538.3	543.0	
前期比年率%	0.9	0.9	1.1	1.0	1.1	1.9	-3.1	-0.1					
前年同期比%	1.3	0.9	1.0	1.0	1.0	1.3	0.2	-0.1	1.1	0.6	1.2	0.9	
国内需要	537.1	538.4	539.8	541.3	543.2	547.2	538.6	537.5	539.1	541.5	537.7	542.5	
前期比年率%	0.9	0.9	1.1	1.1	1.4	3.0	-6.2	-0.8					
前年同期比%	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1	1.7	-0.2	-0.7	0.8	0.5	1.0	0.9	
民間需要	404.7	405.9	407.3	408.7	410.6	414.5	405.8	404.5	406.7	408.8	405.3	409.8	
前期比年率%	1.1	1.2	1.4	1.4	1.8	3.9	-8.1	-1.3					
前年同期比%	1.1	1.0	1.1	1.4	1.4	2.1	-0.4	-1.0	1.2	0.5	1.3	1.1	
民間最終消費支出	301.3	301.9	302.4	303.2	304.0	307.8	299.9	298.9	302.2	302.6	301.6	303.7	
前期比年率%	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1	5.1	-9.9	-1.4					
前年同期比%	0.1	0.8	0.7	0.8	0.9	2.0	-0.8	-1.4	0.6	0.1	0.6	0.7	
民間住宅投資	16.3	16.4	16.4	16.6	16.9	17.3	16.0	15.7	16.4	16.5	16.4	16.7	
前期比年率%	0.4	0.8	1.8	3.2	7.4	9.5	-25.2	-7.8					
前年同期比%	-1.7	-0.5	0.5	1.5	3.3	5.5	-2.3	-5.1	-0.0	0.3	-0.5	2.0	
民間企業設備投資	85.9	86.4	86.9	87.4	87.9	88.8	88.0	88.6	86.7	88.3	86.1	87.9	
前期比年率%	1.9	2.2	2.5	2.2	2.3	4.1	-3.6	3.0					
前年同期比%	1.9	1.5	2.0	2.2	2.3	2.7	1.2	1.4	1.9	1.9	2.1	2.1	
民間在庫変動	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8	0.7	1.9	1.3	1.4	1.4	1.2	1.5	
公的需要	132.4	132.4	132.5	132.5	132.6	132.7	132.8	133.0	132.4	132.7	132.4	132.6	
前期比年率%	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2	0.5					
前年同期比%	-0.3	0.0	-0.0	-0.0	0.3	0.2	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.1	0.2	
政府最終消費支出	106.9	107.2	107.4	107.6	107.8	108.0	108.3	108.5	107.2	108.1	107.0	107.9	
前期比年率%	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9					
前年同期比%	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
公的固定資本形成	25.5	25.3	25.1	24.9	24.8	24.7	24.5	24.5	25.2	24.6	25.4	24.8	
前期比年率%	-3.0	-3.1	-2.8	-2.8	-2.3	-1.6	-2.6	-1.0					
前年同期比%	-5.7	-3.9	-3.2	-3.1	-2.6	-2.3	-2.3	-1.8	-3.8	-2.2	-2.9	-2.6	
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	0.2	0.2	0.1	-0.0	-0.4	-1.9	2.5	3.4	0.1	0.9	0.1	0.0	
財貨・サービスの輸出	92.0	92.7	93.3	93.9	94.5	95.0	95.5	96.0	93.0	95.2	92.3	94.7	
前期比年率%	3.0	2.7	2.7	2.7	2.4	2.3	2.2	2.1					
前年同期比%	4.3	3.4	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2	3.4	2.4	3.5	2.6	
財貨・サービスの輸入	91.9	92.5	93.2	93.9	94.8	96.9	93.1	92.6	92.9	94.3	92.2	94.7	
前期比年率%	2.6	2.7	2.8	3.2	4.1	9.1	-15.1	-2.0					
前年同期比%	0.3	2.6	2.6	2.8	3.2	4.8	-0.1	-1.4	2.1	1.6	1.7	2.6	

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

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

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	2017 (予)	
国内総支出	538.3	537.7	540.2	540.6	544.9	549.2	551.4	553.4	539.3	549.7	538.4	546.5	
前期比年率%	0.4	-0.4	1.9	0.3	3.2	3.2	1.6	1.5					
前年同期比%	1.2	0.8	1.4	0.6	1.1	2.2	2.1	2.3	1.0	1.9	1.2	1.5	
国内需要	533.4	532.2	534.3	535.7	541.4	542.4	544.3	545.8	534.0	543.5	533.2	540.9	
前期比年率%	0.1	-0.9	1.6	1.1	4.3	0.8	1.3	1.1					
前年同期比%	-0.2	-0.7	0.0	0.6	1.4	1.9	1.8	1.9	-0.1	1.8	-0.2	1.4	
民間需要	400.4	398.7	401.4	402.3	406.2	407.7	409.4	410.9	400.8	408.5	399.9	406.3	
前期比年率%	1.4	-1.7	2.7	0.9	3.9	1.5	1.8	1.4					
前年同期比%	-0.6	-1.2	0.1	0.9	1.4	2.2	1.9	2.2	-0.2	1.9	-0.5	1.6	
民間最終消費支出	299.0	299.6	301.3	301.9	304.5	302.8	304.1	304.9	300.5	304.1	299.9	303.3	
前期比年率%	-0.8	0.8	2.3	0.9	3.4	-2.2	1.7	1.1					
前年同期比%	-0.8	-0.9	0.3	0.9	1.9	1.0	0.9	0.9	-0.2	1.2	-0.4	1.2	
民間住宅投資	16.5	17.0	17.2	17.4	17.7	17.6	17.6	17.7	17.0	17.7	16.7	17.6	
前期比年率%	8.4	13.2	3.7	6.4	6.4	-1.3	-0.2	0.8					
前年同期比%	4.0	5.2	6.7	7.7	7.5	3.9	2.9	1.5	5.9	3.9	4.9	5.4	
民間企業設備投資	83.1	82.7	84.0	84.5	85.8	86.9	87.3	87.7	83.6	86.9	83.2	86.0	
前期比年率%	0.7	-1.9	6.7	2.5	6.1	5.3	1.8	2.0					
前年同期比%	0.3	-1.6	0.9	1.9	3.4	4.9	3.7	3.8	0.4	4.0	-0.3	3.4	
民間在庫変動	1.9	-0.6	-1.1	-1.6	-1.8	0.3	0.4	0.6	-0.3	-0.1	0.1	-0.7	
公的需要	133.0	133.5	132.9	133.4	135.2	134.8	134.8	134.9	133.2	134.9	133.3	134.6	
前期比年率%	-3.6	1.6	-1.7	1.5	5.4	-1.2	0.0	0.2					
前年同期比%	0.9	1.0	-0.2	-0.6	1.6	1.0	1.5	1.1	0.3	1.3	0.6	0.9	
政府最終消費支出	105.9	106.4	106.2	106.4	106.9	107.1	107.4	107.7	106.2	107.3	106.5	106.9	
前期比年率%	-6.4	2.1	-0.7	0.7	1.9	0.7	1.4	1.1					
前年同期比%	1.1	1.1	-0.2	-1.0	0.9	0.6	1.2	1.2	0.2	1.0	1.1	0.4	
公的固定資本形成	27.1	27.2	26.8	27.1	28.3	27.7	27.4	27.2	27.0	27.7	26.9	27.6	
前期比年率%	7.8	0.7	-5.2	4.4	19.3	-7.8	-5.0	-3.2					
前年同期比%	0.3	1.0	-0.2	1.2	5.3	2.5	2.4	0.6	0.6	2.5	-0.9	2.7	
公的在庫変動	0.0	-0.0	-0.1	-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	4.9	5.6	5.9	4.8	3.5	6.7	7.1	7.6	5.3	6.3	5.2	5.6	
財貨・サービスの輸出	84.9	84.9	89.5	94.9	93.9	96.7	97.7	98.6	88.6	96.7	86.8	95.8	
前期比年率%	-11.9	0.1	23.9	26.2	-4.3	12.4	4.2	4.0					
前年同期比%	-9.1	-10.6	-1.3	8.2	10.5	14.1	8.9	4.0	-3.4	9.2	-7.2	10.4	
財貨・サービスの輸入	80.0	79.3	83.6	90.1	90.3	90.0	90.5	91.0	83.3	90.4	81.6	90.2	
前期比年率%	-14.2	-3.2	23.5	34.5	1.2	-1.7	2.6	2.1					
前年同期比%	-16.6	-18.4	-9.4	8.3	13.1	13.3	8.1	1.1	-9.5	8.6	-14.9	10.6	

(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)

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
国内総支出	555.0	556.6	559.6	561.3	563.2	566.7	567.4	567.8	558.1	566.2	556.1	564.6	
前期比年率%	1.1	1.2	2.2	1.2	1.3	2.5	0.5	0.3					
前年同期比%	1.9	1.3	1.5	1.5	1.5	1.8	1.4	1.1	1.5	1.4	1.8	1.5	
国内需要	547.1	548.6	551.6	553.3	555.4	560.3	556.5	555.8	550.2	557.0	548.3	556.4	
前期比年率%	1.0	1.1	2.2	1.2	1.6	3.6	-2.6	-0.5					
前年同期比%	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	2.1	0.9	0.5	1.2	1.2	1.4	1.5	
民間需要	412.2	413.6	416.4	418.0	420.0	424.7	419.7	418.8	415.1	420.8	413.2	420.6	
前期比年率%	1.3	1.4	2.7	1.6	1.9	4.5	-4.7	-0.9					
前年同期比%	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.7	0.8	0.2	1.6	1.4	1.7	1.8	
民間最終消費支出	305.4	306.1	308.0	308.8	309.8	313.7	309.7	308.7	307.1	310.5	306.1	310.5	
前期比年率%	0.7	0.8	2.5	1.1	1.2	5.2	-5.0	-1.3					
前年同期比%	0.3	1.1	1.3	1.3	1.4	2.5	0.6	-0.0	1.0	1.1	0.9	1.4	
民間住宅投資	17.7	17.8	17.9	18.1	18.4	18.9	17.8	17.5	17.9	18.2	17.8	18.3	
前期比年率%	1.6	1.5	2.5	3.9	8.1	10.0	-20.6	-7.4					
前年同期比%	0.2	0.9	1.6	2.4	4.0	6.1	-0.5	-3.3	1.2	1.6	1.0	3.0	
民間企業設備投資	88.3	88.9	89.6	90.1	90.7	91.7	90.9	91.7	89.3	91.2	88.6	90.8	
前期比年率%	2.7	2.8	3.1	2.4	2.5	4.4	-3.2	3.5					
前年同期比%	2.9	2.4	2.7	2.7	2.7	3.0	1.4	1.8	2.7	2.2	3.0	2.5	
民間在庫変動	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	0.4	1.2	0.8	0.9	0.9	0.7	0.9	
公的需要	135.0	135.0	135.1	135.2	135.4	135.6	136.9	137.1	135.1	136.3	135.0	135.8	
前期比年率%	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	3.9	0.6					
前年同期比%	0.0	0.1	0.2	0.1	0.5	0.4	1.3	1.3	0.1	0.9	0.3	0.6	
政府最終消費支出	108.0	108.3	108.5	108.8	109.1	109.4	110.7	111.0	108.4	110.0	108.1	109.5	
前期比年率%	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	5.0	0.9					
前年同期比%	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	2.0	2.0	1.1	1.5	1.1	1.3	
公的固定資本形成	27.0	26.8	26.6	26.4	26.3	26.2	26.2	26.1	26.7	26.2	26.9	26.3	
前期比年率%	-2.8	-2.9	-2.6	-2.7	-2.1	-1.2	-0.6	-0.6					
前年同期比%	-5.1	-3.6	-3.0	-2.9	-2.4	-2.1	-1.6	-1.1	-3.6	-1.7	-2.6	-2.2	
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	7.8	8.0	8.0	8.0	7.8	6.4	10.8	11.9	8.0	9.3	7.9	8.3	
財貨・サービスの輸出	99.4	100.1	100.8	101.5	102.2	102.8	103.4	104.0	100.5	103.1	99.8	102.5	
前期比年率%	3.1	2.9	2.9	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3					
前年同期比%	5.9	3.5	3.3	2.9	2.8	2.8	2.5	2.5	3.9	2.6	4.2	2.7	
財貨・サービスの輸入	91.6	92.2	92.8	93.5	94.4	96.5	92.6	92.1	92.5	93.9	91.9	94.2	
前期比年率%	2.5	2.6	2.7	3.1	4.0	9.0	-15.2	-2.1					
前年同期比%	1.3	2.5	2.5	2.7	3.1	4.6	-0.2	-1.5	2.3	1.5	1.9	2.5	

(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)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	2017 (予)	
国内総支出	103.1	102.8	102.9	102.6	102.7	102.8	103.0	103.2	102.8	102.9	103.1	102.8	
前期比%	-0.3	-0.3	0.1	-0.3	0.1	0.2	0.2	0.1					
前年同期比%	0.5	-0.1	-0.1	-0.9	-0.4	0.1	0.1	0.6	-0.2	0.1	0.3	-0.3	
民間最終消費支出	101.1	100.9	101.4	101.2	101.1	101.0	101.2	101.4	101.1	101.2	101.1	101.1	
前期比%	0.0	-0.2	0.5	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.1					
前年同期比%	-0.6	-0.8	-0.3	0.0	-0.0	0.2	-0.1	0.2	-0.4	0.1	-0.5	0.0	
民間住宅投資	104.8	104.9	105.6	106.3	106.6	107.4	107.9	108.3	105.4	107.5	105.2	107.0	
前期比%	-0.3	0.1	0.7	0.6	0.3	0.7	0.4	0.4					
前年同期比%	-1.1	-1.0	-0.1	1.1	1.7	2.3	2.0	1.9	-0.2	2.0	-0.7	1.8	
民間企業設備投資	101.2	101.0	101.1	101.5	101.8	102.1	102.4	102.6	101.2	102.2	101.2	101.9	
前期比%	-0.3	-0.3	0.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2					
前年同期比%	-1.0	-1.4	-0.8	0.0	0.5	1.1	1.2	1.1	-0.7	1.0	-0.9	0.7	
政府最終消費支出	100.4	100.4	100.5	100.5	100.7	100.8	100.9	100.9	100.5	100.9	100.5	100.8	
前期比%	-0.5	0.0	0.1	-0.0	0.3	0.1	0.0	0.0					
前年同期比%	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	-0.3	0.4	-0.2	0.2	
公的固定資本形成	103.5	103.4	104.5	105.3	105.1	105.6	105.7	105.7	104.3	105.6	103.9	105.4	
前期比%	-0.4	-0.1	1.1	0.7	-0.1	0.4	0.1	0.1					
前年同期比%	-1.5	-1.2	-0.1	1.3	1.6	2.2	1.1	0.4	-0.3	1.3	-0.8	1.5	
財貨・サービスの輸出	102.8	100.7	103.1	107.3	106.3	107.9	107.9	108.0	103.5	107.6	103.1	107.4	
前期比%	-2.6	-2.1	2.4	4.0	-1.0	1.5	0.0	0.0					
前年同期比%	-10.0	-11.5	-5.8	1.4	3.5	7.2	4.6	0.7	-6.5	3.9	-8.5	4.1	
財貨・サービスの輸入	91.0	90.1	93.8	99.7	98.6	99.8	99.7	99.7	93.7	99.4	92.1	99.4	
前期比%	-2.5	-1.0	4.1	6.3	-1.1	1.2	-0.0	-0.0					
前年同期比%	-15.9	-15.6	-7.9	6.8	8.4	10.6	6.2	-0.0	-8.6	6.0	-13.2	7.9	

(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)

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
国内総支出	103.2	103.3	103.6	103.6	103.7	103.8	104.8	104.9	103.4	104.3	103.3	104.0	
前期比%	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.9	0.1					
前年同期比%	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	1.2	1.2	0.5	0.9	0.5	0.7	
民間最終消費支出	101.4	101.4	101.8	101.9	101.9	101.9	103.3	103.3	101.6	102.6	101.5	102.2	
前期比%	-0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0					
前年同期比%	0.2	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	1.4	1.4	0.4	1.0	0.3	0.7	
民間住宅投資	108.6	108.8	109.0	109.2	109.4	109.5	111.1	111.2	108.9	110.3	108.7	109.8	
前期比%	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	1.5	0.1					
前年同期比%	1.9	1.3	1.1	0.8	0.7	0.6	1.9	1.9	1.3	1.2	1.5	1.0	
民間企業設備投資	102.8	103.0	103.1	103.1	103.2	103.3	103.4	103.5	103.0	103.3	102.9	103.2	
前期比%	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.8	0.3	0.9	0.4	
政府最終消費支出	101.0	101.0	101.1	101.1	101.2	101.3	102.3	102.3	101.1	101.8	101.1	101.5	
前期比%	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.0	-0.0					
前年同期比%	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	1.1	0.2	0.7	0.3	0.5	
公的固定資本形成	105.8	105.8	105.9	105.9	106.0	106.1	106.6	106.7	105.9	106.4	105.8	106.2	
前期比%	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	0.1					
前年同期比%	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7	0.3	0.5	0.4	0.3	
財貨・サービスの輸出	108.0	108.0	108.1	108.1	108.2	108.2	108.3	108.3	108.1	108.3	108.0	108.2	
前期比%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	1.6	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.2	0.6	0.2	
財貨・サービスの輸入	99.7	99.6	99.6	99.6	99.6	99.5	99.5	99.5	99.6	99.5	99.6	99.5	
前期比%	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0					
前年同期比%	1.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.2	-0.1	

(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

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	2017 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.4	0.2	0.3	0.4	0.7	0.6	0.2	0.2	1.2	1.8	0.9	1.8	
国内需要	0.3	-0.1	0.0	0.3	1.0	0.1	0.2	0.2	0.4	1.4	0.4	1.2	
民間需要	0.4	-0.2	0.2	0.2	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3	1.2	0.1	1.1	
民間最終消費支出	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.5	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.6	0.0	0.6	
民間住宅投資	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	
民間企業設備投資	0.1	-0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2	0.5	0.1	0.4	
民間在庫変動	0.4	-0.5	-0.1	-0.1	-0.0	0.4	0.0	0.0	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	
公的需要	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.3	-0.1	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	
政府最終消費支出	-0.2	0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	
公的固定資本形成	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.0	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	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.5	0.0	0.1	0.8	0.4	0.6	0.6	
財貨・サービスの輸出	-0.1	0.4	0.5	0.3	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.6	0.8	0.2	1.0	
財貨・サービスの輸入	0.2	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.4	0.3	-0.4	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	0.7	0.9	1.5	1.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.2	1.8	0.9	1.8	
国内需要	0.5	0.2	0.4	0.6	1.1	1.4	1.6	1.5	0.4	1.4	0.4	1.2	
民間需要	0.1	-0.2	0.4	0.7	0.8	1.4	1.3	1.3	0.3	1.2	0.1	1.1	
民間最終消費支出	-0.1	-0.1	0.3	0.5	1.0	0.5	0.6	0.4	0.2	0.6	0.0	0.6	
民間住宅投資	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	
民間企業設備投資	0.2	-0.0	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.5	0.2	0.5	0.1	0.4	
民間在庫変動	-0.0	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	0.2	0.3	0.4	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	
公的需要	0.3	0.4	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	
政府最終消費支出	0.2	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.0	
公的固定資本形成	0.1	0.1	-0.0	-0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.0	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	0.3	0.8	1.1	0.9	0.4	0.7	0.4	0.4	0.8	0.4	0.6	0.6	
財貨・サービスの輸出	0.2	0.2	0.8	1.1	1.1	1.0	0.7	0.5	0.6	0.8	0.2	1.0	
財貨・サービスの輸入	0.1	0.6	0.3	-0.2	-0.7	-0.4	-0.3	-0.2	0.2	-0.4	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。

## (5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5	-0.8	-0.0	1.1	0.6	1.2	0.9	
国内需要	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	-1.6	-0.2	0.8	0.5	0.9	0.8	
民間需要	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7	-1.6	-0.2	0.9	0.4	0.9	0.8	
民間最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.7	-1.4	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.4	
民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.1	
民間企業設備投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	
民間在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.1	0.2	0.0	0.3	0.1	
公的需要	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0	0.0	
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	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-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	-0.1	-0.3	0.8	0.2	0.2	0.1	0.3	0.0	
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	0.6	0.5	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	0.7	0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.3	0.9	1.0	1.0	1.0	1.3	0.2	-0.1	1.1	0.6	1.2	0.9	
国内需要	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1	1.7	-0.2	-0.7	0.8	0.5	0.9	0.8	
民間需要	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.6	-0.3	-0.7	0.9	0.4	0.9	0.8	
民間最終消費支出	0.0	0.4	0.4	0.4	0.5	1.1	-0.5	-0.8	0.3	0.1	0.3	0.4	
民間住宅投資	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.0	0.0	-0.0	0.1	
民間企業設備投資	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
民間在庫変動	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.2	0.0	0.3	0.1	
公的需要	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.1	0.0	0.0	
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-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	0.7	0.1	0.1	-0.0	-0.1	-0.4	0.4	0.6	0.2	0.1	0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.6	0.5	
財貨・サービスの輸入	-0.0	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	0.0	0.2	-0.4	-0.3	-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

	2016			2017				2018	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	1-3 (予)	2016	2017 (予)	2016	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	3.7	3.9	4.0	4.3	4.1	4.3	3.6	4.2	3.4	4.1
原油価格 (WTI、\$/bbl)	45.6	44.9	49.3	51.8	48.1	48.2	55.0	57.0	47.9	52.1	43.5	50.8
前年同期比%	-21.1	-3.4	16.9	54.0	5.5	7.2	11.6	10.1	6.4	8.7	-10.9	16.8
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	16,664	16,778	16,851	16,903	17,031	17,170	17,276	17,371	16,799	17,212	16,716	17,095
前期比年率%	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.3	2.5	2.2				
前年同期比%	1.2	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5	2.8	1.6	2.5	1.5	2.3
消費者物価指数 (1982-1984=100)	239.4	240.4	242.2	244.1	243.9	245.2	247.0	248.1	241.5	246.0	240.0	245.0
前期比年率%	2.3	1.8	3.0	3.1	-0.3	2.0	3.0	1.9				
前年同期比%	1.0	1.1	1.8	2.5	1.9	2.0	2.0	1.6	1.6	1.9	1.3	2.1
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	110.2	110.5	111.1	112.0	112.6	113.0	114.0	114.5	110.9	113.5	110.4	112.9
前期比年率%	1.5	1.0	2.3	3.3	2.2	1.4	3.7	1.6				
前年同期比%	0.1	0.2	1.4	2.0	2.2	2.3	2.6	2.2	0.9	2.3	0.4	2.3
FFレート (期末、%)	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.00	1.50	0.75	1.50
10年物国債利回り (%)	1.75	1.56	2.13	2.44	2.26	2.24	2.39	2.43	1.97	2.33	1.84	2.33
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	105.9	106.4	106.2	106.4	106.9	107.1	107.4	107.7	106.2	107.3	106.5	106.9
前期比年率%	-6.4	2.1	-0.7	0.7	1.9	0.7	1.4	1.1				
前年同期比%	1.1	1.1	-0.2	-1.0	0.9	0.6	1.2	1.2	0.2	1.0	1.1	0.4
名目公的固定資本形成 (兆円)	27.1	27.2	26.8	27.1	28.3	27.7	27.4	27.2	27.0	27.7	26.9	27.6
前期比年率%	7.8	0.7	-5.2	4.4	19.3	-7.8	-5.0	-3.2				
前年同期比%	0.3	1.0	-0.2	1.2	5.3	2.5	2.4	0.6	0.6	2.5	-0.9	2.7
為替レート (¥/\$)	108.1	102.4	109.4	113.6	111.1	111.0	112.5	112.5	108.4	111.8	108.8	112.1
(¥/Euro)	120.7	114.7	119.2	120.2	124.3	131.3	132.5	133.0	118.7	130.3	120.6	127.1

(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

	2018			2019			2020			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)	2018 (予)	2019 (予)	2018 (予)	2019 (予)	
<b>1. 世界経済</b>													
<b>主要貿易相手国・地域経済成長率</b> (貿易額加重平均)													
前年同期比%	4.1	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.7	3.5	3.9	3.6	
<b>原油価格 (WTI、\$/bbl)</b>	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	
前年同期比%	18.4	18.3	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	0.0	12.2	0.0	
<b>2. 米国経済</b>													
<b>実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)</b>	17,463	17,555	17,648	17,740	17,834	17,930	18,026	18,123	17,602	17,978	17,509	17,882	
前期比年率%	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2					
前年同期比%	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.1	2.4	2.1	
<b>消費者物価指数 (1982=1984=100)</b>	249.6	251.2	252.8	254.4	255.9	257.4	258.9	260.4	252.0	258.1	250.4	256.6	
前期比年率%	2.4	2.6	2.7	2.5	2.3	2.3	2.4	2.3					
前年同期比%	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.4	2.4	2.2	2.5	
<b>生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)</b>	115.1	115.7	116.3	117.0	117.5	118.1	118.7	119.3	116.0	118.4	115.4	117.8	
前期比年率%	2.0	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0					
前年同期比%	2.2	2.4	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.2	2.1	2.2	2.1	
<b>F Fレート (期末、%)</b>	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.50	
<b>10年物国債利回り (%)</b>	2.49	2.71	2.93	3.15	3.34	3.37	3.40	3.42	2.82	3.38	2.64	3.32	
<b>3. 日本経済</b>													
<b>名目政府最終消費支出 (兆円)</b>	108.0	108.3	108.5	108.8	109.1	109.4	110.7	111.0	108.4	110.0	108.1	109.5	
前期比年率%	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	5.0	0.9					
前年同期比%	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	2.0	2.0	1.1	1.5	1.1	1.3	
<b>名目公的固定資本形成 (兆円)</b>	27.0	26.8	26.6	26.4	26.3	26.2	26.2	26.1	26.7	26.2	26.9	26.3	
前期比年率%	-2.8	-2.9	-2.6	-2.7	-2.1	-1.2	-0.6	-0.6					
前年同期比%	-5.1	-3.6	-3.0	-2.9	-2.4	-2.1	-1.6	-1.1	-3.6	-1.7	-2.6	-2.2	
<b>為替レート (¥/\$)</b>	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	
(¥/Euro)	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	133.0	

(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。