2014 年 5 月 22 日　全 55 頁

第 181 回日本経済予測

経済分析室
執行役員　チーフエコノミスト　熊谷 亮丸
エコノミスト　橋本 政彦
エコノミスト　齋藤 勉
エコノミスト　久後 翔太郎
田中 豪

第 181 回日本経済予測

消費税増税後の日本経済の行方
～①増税、②賃上げ、③設備投資、④米国の出口戦略等を検証～

実質 GDP：2014 年度＋1.0%、2015 年度＋1.5%
名目 GDP：2014 年度＋2.6%、2015 年度＋2.5%

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

第 181 回日本経済予測

【予測のポイント】

(1) **日本経済のメインシナリオ**:2014 年 1-3 月期 GDP 一次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2014 年度が前年度比＋1.0%(前回:同＋1.0%)、2015 年度が同＋1.5%(同:同＋1.5%)である。今後の日本経済は、2014 年 4-6 月期には消費税増税の影響で一時的に低迷するものの、7-9 月期以降回復軌道を辿る見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。

(2) **4 つの論点**:本予測では、以下の 4 つの論点を検証した。

論点①:消費税増税の影響:今回の消費税増税の影響は限定的とみられる。消費税増税は、2014 年度の実質 GDP 成長率を▲0.88%pt 押し下げ、2015 年度の GDP 成長率を＋0.26%pt 押し上げる見込みである。

論点②:賃上げ・物価動向の展望:現状わが国では、景気回復によってマクロ的な労働需要が高まるなか、大企業を中心にベースアップの動きが広がっている。主に一般労働者を対象とした賃上げであるが、こうした動きは物価の押し上げに寄与するとみられる。また、パートタイム労働者の賃金についても一般労働者の賃金上昇、物価上昇に遅れてさらに上昇する可能性が高い。

論点③:設備投資の動向:足下の様々なデータを検証すると、設備投資には底入れの兆しが見られる。ただし、設備投資が力強い増加に転ずるには、「第三の矢(成長戦略)」の強化などを通じた期待成長率の上昇がカギとなる。

論点④:米国の出口戦略が世界経済に与える影響:米国の出口戦略が世界経済に与える影響に関する定量的なシミュレーションを行うと、FRB が実体経済の回復に見合ったペースで慎重な出口戦略を講じる場合、世界経済は着実な回復軌道を辿るとみられる。

(3) **「アベノミクス」の課題**:「アベノミクス」が抱える最大の課題が、①財政規律の維持、②成長戦略の強化、である点を、当社は折に触れて主張してきた。そのことを踏まえたうえで、本予測では各論として以下の 2 つのテーマにスポットを当てた。

課題①:「貯蓄から投資へ」という潮流を加速:今後「アベノミクス」の効果でインフレが進行するとみられるなか、わが国は「貯蓄から投資へ」という潮流を加速する必要がある。

課題②:少子化に歯止めをかける:わが国が長年悩まされてきた少子化に歯止めをかけるためには、女性の活用を積極化することなどがポイントとなる。

(4) **日本経済が抱える 4 つのリスク要因**:日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要である。

(5) **日銀の金融政策**:日銀による追加的な金融緩和は 2015 年 1-3 月期以降にずれ込む見通しである。日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。

【主な前提条件】

(1) 公共投資は 14 年度▲2.3%、15 年度▲10.3%と想定。15 年 10 月に消費税率を引き上げ。

(2) 為替レートは 14 年度 100.5 円/ﾄﾞﾙ、15 年度 100.0 円/ﾄﾞﾙとした。

(3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 14 年＋2.3%、15 年＋3.0%とした。

第181回日本経済予測（2014年5月22日）

	2013年度	2014年度（予測）	2015年度（予測）	2013暦年	2014暦年（予測）	2015暦年（予測）
１．主要経済指標						
名目ＧＤＰ成長率	1.9	2.6	2.5	0.9	2.8	2.6
実質ＧＤＰ成長率（2005暦年連鎖価格）	2.3	1.0	1.5	1.6	1.6	1.4
内需寄与度	2.8	0.7	0.9	1.9	2.1	0.9
外需寄与度	-0.5	0.4	0.6	-0.3	-0.5	0.5
ＧＤＰデフレーター	-0.4	1.6	1.0	-0.6	1.1	1.1
全産業活動指数上昇率	1.9	0.1	2.0	0.8	1.0	1.5
鉱工業生産指数上昇率	3.2	4.1	6.2	-0.8	5.5	5.6
第３次産業活動指数上昇率	1.3	-0.6	1.0	0.7	0.2	0.6
国内企業物価上昇率	1.8	3.4	2.0	1.3	3.1	2.0
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.8	2.9	1.7	0.4	2.6	1.8
失業率	3.9	3.6	3.5	4.0	3.6	3.5
10年物国債利回り	0.64	0.67	0.84	0.74	0.64	0.79
マネーストック（Ｍ２）増加率	3.9	4.0	4.3	3.6	4.0	4.2
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-10.9	-12.4	-10.8	-8.8	-13.3	-11.3
経常収支（億ドル）	79	6	337	331	-178	252
経常収支（兆円）	0.8	0.1	3.4	3.2	-1.8	2.5
対名目ＧＤＰ比率	0.2	0.0	0.7	0.7	-0.4	0.5
２．実質ＧＤＰ成長率の内訳（括弧内は寄与度、2005暦年連鎖価格）						
民間消費	2.5（ 1.5）	-0.4（-0.2）	1.1（ 0.6）	2.0（ 1.2）	0.9（ 0.6）	0.6（ 0.4）
民間住宅投資	9.5（ 0.3）	-1.1（-0.0）	-1.4（-0.0）	8.9（ 0.3）	3.0（ 0.1）	-0.2（-0.0）
民間設備投資	1.7（ 0.2）	6.6（ 0.9）	4.9（ 0.7）	-1.5（-0.2）	7.9（ 1.1）	4.8（ 0.7）
政府最終消費	2.1（ 0.4）	1.1（ 0.2）	1.0（ 0.2）	2.2（ 0.4）	1.1（ 0.2）	1.1（ 0.2）
公共投資	15.3（ 0.7）	-3.6（-0.2）	-11.4（-0.5）	11.4（ 0.5）	1.4（ 0.1）	-9.7（-0.5）
財貨・サービスの輸出	4.7（ 0.7）	7.9（ 1.3）	7.8（ 1.3）	1.7（ 0.2）	8.7（ 1.4）	7.1（ 1.2）
財貨・サービスの輸入	7.1（-1.2）	6.1（-0.9）	4.9（-0.8）	3.4（-0.6）	9.9（-1.9）	3.5（-0.7）
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	3.2	3.4	3.9	3.0	3.3	3.9
原油価格（ＷＴＩ、＄／ｂｂｌ）	99.1	100.0	100.0	98.0	99.7	100.0
（２）米国経済						
米国の実質ＧＤＰ成長率（2009暦年連鎖価格）	2.1	2.4	3.0	1.9	2.3	3.0
米国の消費者物価指数上昇率	1.4	1.7	2.0	1.5	1.6	1.9
（３）日本経済						
名目公共投資	17.2	-2.3	-10.3	12.8	2.9	-8.6
為替レート（円／ドル）	100.2	100.5	100.0	97.6	101.2	100.0
（円／ユーロ）	141.7	140.3	140.0	145.1	140.3	140.0
無担保コール翌日物（期末、%）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

（注１）特に断りのない場合は前年比変化率。
（注２）全産業活動指数は農林水産業を除くベース。
（注３）四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。
（出所）大和総研

前回予測との比較

	今回予測（5月22日）		前回予測（3月10日）		前回との差	
	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度
１．主要経済指標						
名目ＧＤＰ成長率	2.6	2.5	2.6	2.5	0.0	-0.0
実質ＧＤＰ成長率（2005暦年連鎖価格）	1.0	1.5	1.0	1.5	0.0	-0.1
内需寄与度	0.7	0.9	0.7	0.9	-0.0	-0.1
外需寄与度	0.4	0.6	0.2	0.6	0.1	-0.0
ＧＤＰデフレーター	1.6	1.0	1.6	1.0	0.0	0.1
全産業活動指数上昇率	0.1	2.0	1.2	2.0	-1.1	0.0
鉱工業生産指数上昇率	4.1	6.2	4.3	6.3	-0.2	-0.1
第３次産業活動指数上昇率	-0.6	1.0	0.3	0.9	-0.9	0.1
国内企業物価上昇率	3.4	2.0	3.4	2.1	-0.0	-0.1
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	2.9	1.7	3.0	1.5	-0.0	0.2
失業率	3.6	3.5	3.8	3.7	-0.2	-0.2
10年物国債利回り	0.67	0.84	0.70	0.89	-0.03	-0.05
マネーストック(Ｍ２)増加率	4.0	4.3	4.0	4.3	-0.0	0.0
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-12.4	-10.8	-11.3	-9.5	-1.1	-1.2
経常収支（億ドル）	6	337	183	583	-177	-246
経常収支（兆円）	0.1	3.4	1.8	5.8	-1.8	-2.5
対名目ＧＤＰ比率	0.0	0.7	0.4	1.2	-0.4	-0.5
２．実質ＧＤＰ成長率の内訳（2005暦年連鎖価格）						
民間消費	-0.4	1.1	-0.2	1.0	-0.1	0.0
民間住宅投資	-1.1	-1.4	-1.2	-1.4	0.0	0.0
民間設備投資	6.6	4.9	4.9	5.0	1.7	-0.1
政府最終消費	1.1	1.0	1.5	1.0	-0.4	-0.0
公共投資	-3.6	-11.4	-4.3	-11.4	0.7	-0.0
財貨・サービスの輸出	7.9	7.8	5.9	8.3	2.0	-0.5
財貨・サービスの輸入	6.1	4.9	4.8	5.2	1.3	-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	3.4	3.9	3.7	3.9	-0.3	-0.0
原油価格（ＷＴＩ、＄／ｂｂｌ）	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0
（２）米国経済						
米国の実質ＧＤＰ成長率（2009暦年連鎖価格）	2.4	3.0	2.7	3.1	-0.3	-0.2
米国の消費者物価指数上昇率	1.7	2.0	1.8	2.1	-0.1	-0.1
（３）日本経済						
名目公共投資	-2.3	-10.3	-3.0	-10.3	0.7	-0.0
為替レート（円／ドル）	100.5	100.0	100.0	100.0	0.5	0.0
（円／ユーロ）	140.3	140.0	140.0	140.0	0.3	0.0
無担保コール翌日物（期末、%）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00

（注１）特に断りのない場合は前年比変化率。
（注２）全産業活動指数は農林水産業を除くベース。
（出所）大和総研

◎目次

1. 日本経済のメインシナリオ：景気は引き続き拡大 9

2. 4 つの論点 11

2.1 論点①：消費税増税の影響 11

2.2 論点②：賃上げ・物価動向の展望 15

2.3 論点③：設備投資の動向 21

2.4 論点④：米国の出口戦略が世界経済に与える影響 25

3.「アベノミクス」の課題 27

3.1 課題①：「貯蓄から投資へ」という潮流を加速 27

3.2 課題②：少子化に歯止めをかける 31

4. 日本経済が抱える 4 つのリスク要因 35

4.1 リスク要因①：新興国市場の動揺 35

4.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題 38

5. 補論：マクロリスクシミュレーション 40

5.1 円高 40

5.2 原油高騰 41

5.3 世界需要の減少 41

5.4 金利上昇 41

6. 四半期計数表 43

第 181 回日本経済予測

消費増税後の日本経済の行方
～①増税、②賃上げ、③設備投資、④米国の出口戦略等を検証～

執行役員　チーフエコノミスト　熊谷 亮丸
エコノミスト　橋本 政彦
エコノミスト　齋藤 勉
エコノミスト　久後 翔太郎
田中 豪

日本経済のメインシナリオ

2014 年 1-3 月期 GDP 一次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2014 年度が前年度比＋1.0%（前回：同＋1.0%）、2015 年度が同＋1.5%（同：同＋1.5%）である。今後の日本経済は、2014 年 4-6 月期には消費税増税の影響で一時的に低迷するものの、7-9 月期以降回復軌道を辿る見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。

駆け込み需要で実質 GDP は 6 四半期連続のプラス成長

2014 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋5.9%（前期比＋1.5%）と 6 四半期連続のプラス成長となり、市場コンセンサス（前期比年率＋4.2%、前期比＋1.0%）を上回った。内・外需別に寄与度を見ると、内需寄与度は駆け込み需要によって個人消費が大幅に増加したことを主因に前期比＋1.7%pt と 6 四半期連続のプラスとなった。一方、外需寄与度は前期比▲0.3%pt と 3 四半期連続のマイナスとなったが、これは輸出入ともに増加するなかで、内需の拡大を背景に輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったためであり、ネガティブな内容ではない。

GDP デフレーターは前期比▲0.2%と 2 四半期ぶりの下落に転じた。ただし、内訳を見ると、内需デフレーターについては前期比＋0.1%と 3 四半期連続の上昇となっており、輸出デフレーターの低下（前期比▲0.9%）および輸入デフレーターの上昇（同＋0.7%）が GDP デフレーターを押し下げた。なお、GDP デフレーターの前年比は 0.0%と、18 四半期ぶりにマイナス圏から脱した。名目 GDP は前期比年率＋5.1%（前期比＋1.2%）と 6 四半期連続の増加となった。

需要項目別動向：駆け込み需要が個人消費を押し上げ

需要項目別の内訳を見ると、個人消費は前期比＋2.1%と 6 四半期連続の増加となった。実質雇用者報酬については前期比▲0.3%と 3 四半期連続で減少しており、個人消費の高い伸びは増税前の駆け込み需要によるものである。個人消費の内訳を財別に見ると、家電や自動車など、より駆け込み需要の影響が大きかった耐久財が前期比＋13.7%と大きく増加し全体を押し上げた。また、半耐久財（同＋6.4%）、非耐久財（同＋1.3%）でも増税直前の 3 月には駆け込み需要が発生したため、いずれも高めの伸びとなっている。なお、駆け込み需要の規模に関して、前回増税時（1997 年 4 月）と比較してみると、1997 年 1-3 月期の個人消費は前期比＋2.1%であり、単純に前期比変化率のみを比較すると前回増税時と同程度にとどまった模様である。

住宅投資は前期比＋3.1％と 8 四半期連続の増加となった。新設住宅着工戸数は 2013 年 12 月をピークに減少傾向となっているが、進捗ベースで計上される GDP ベースの住宅投資は増加が続く格好となった。

設備投資は前期比＋4.9％と 4 四半期連続の増加となった。増加幅は前期から大きく拡大しており、企業の設備投資意欲の改善が確認できるポジティブな内容であった。円安や好調な内需を背景に企業収益の改善が続いていることが設備投資を押し上げた。加えて、非製造業では設備の不足感が高まっていること、これまで低稼働率が続いてきた製造業でも設備過剰感が解消しつつあることが設備投資の増加に結びついているとみられる。

公共投資は前期比▲2.4％と、5 四半期ぶりの減少となった。2013 年度前半は 2012 年度補正予算の執行によって公共投資の増加が続いてきたが、その効果が剥落した格好。水準的には依然高いものの、景気を下支えする効果は減衰し始めていることが確認された。

輸出は前期比＋6.0％となった。アジア向けが弱含むなか、米国向けを中心に財輸出が前期比＋5.0％と増加した。加えて、サービス輸出が同＋12.4％と大幅に増加したことが輸出の伸びを加速させた。一方、輸入についても駆け込み需要による内需の加速を背景に、前期比＋6.3％と大幅な増加となったことから、外需（純輸出）の寄与度は▲0.3％pt と 3 四半期連続のマイナスとなった。

2014 年 7-9 月期には日本経済は成長経路へ

先行きの日本経済に関して、2014 年 4-6 月期は個人消費、住宅投資の反動減によって 7 四半期ぶりのマイナス成長となる可能性が高い。ただし、反動減による下押し圧力は 4 月を底に緩和する見込みであること、大企業を中心としたベースアップの動きや労働需給ひっ迫によって賃金上昇圧力が高まっていることから、7-9 月期には個人消費は前期比ベースでは増加に転じる可能性が高い。また、輸出は米国を中心とする海外経済の拡大と、円安による競争力の向上によって増加基調が続く見込みである。輸出の増加を起点とした生産の増加や収益の改善によって、今回加速が見られた設備投資についても増加傾向が続くとみられる。結論として、日本経済は 2014 年 7-9 月期以降、成長経路に復するとみている。

4 つの論点

本予測では、以下の 4 つの論点を検証した。

論点①：消費税増税の影響

今回の消費税増税の影響は限定的とみられる。消費税増税は、2014 年度の実質 GDP 成長率を▲0.88％pt 押し下げ、2015 年度の GDP 成長率を＋0.26％pt 押し上げる見込みである。

論点②：賃上げ・物価動向の展望

現状わが国では、景気回復によってマクロ的な労働需要が高まるなか、大企業を中心にベースアップの動きが広がっている。主に一般労働者を対象とした賃上げであるが、こうした動きは物価の押し上げに寄与するとみられる。また、パートタイム労働者の賃金についても一般労働者の賃金上昇、物価上昇に遅れてさらに上昇する可能性が高い。

論点③：設備投資の動向

足下の様々なデータを検証すると、設備投資には底入れの兆しが見られる。ただし、設備投資が力強い増加に転ずるには、「第三の矢（成長戦略）」の強化などを通じた期待成長率の上昇がカギとなる。

論点④：米国の出口戦略が世界経済に与える影響

米国の出口戦略が世界経済に与える影響に関する定量的なシミュレーションを行うと、FRB が実体経済の回復に見合ったペースで慎重な出口戦略を講じる場合、世界経済は着実な回復軌道を辿るとみられる。

「アベノミクス」の課題

安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）が抱える最大の課題が、①財政規律の維持、②成長戦略の強化、である点を、当社は折に触れて主張してきた（→例えば、熊谷亮丸他「第 177 回　日本経済予測（改訂版）　『アベノミクス』の中間評価：現状と今後の課題を検証する」（2013 年 6 月 10 日）参照）。そのことを踏まえたうえで、本予測では各論として以下の 2 つのテーマにスポットを当てた。

課題①：「貯蓄から投資へ」という潮流を加速

今後「アベノミクス」の効果でインフレが進行するとみられるなか、わが国は「貯蓄から投資へ」という潮流を加速する必要がある。

課題②：少子化に歯止めをかける

わが国が長年悩まされてきた少子化に歯止めをかけるためには、女性の活用を積極化することなどがポイントとなる。

日本経済が抱える 4 つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要である。

世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。当社は、今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の 3 点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続くなかで、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要だ。

日銀の金融政策

日銀による追加的な金融緩和は 2015 年 1-3 月期以降にずれ込む見通しである。日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。

1. 日本経済のメインシナリオ：景気は引き続き拡大

「アベノミクス」は国際標準に合致した適切な経済政策

本章では、足下の日本経済の動向を概観したうえで、今後の日本経済のメインシナリオについて述べたい。日本経済は 2012 年 11 月を底に回復局面に入ったが、今後も着実な景気拡大が続くとみられる。安倍政権の経済政策（いわゆる「アベノミクス」）は日本経済再生の起爆剤となり得る適切な経済政策であり、とりわけ金融政策は着実に成果を上げている。日本経済は、2014 年 4-6 月期には消費税増税の影響で一時的に低迷するものの、7-9 月期以降回復軌道を辿る見通しである。

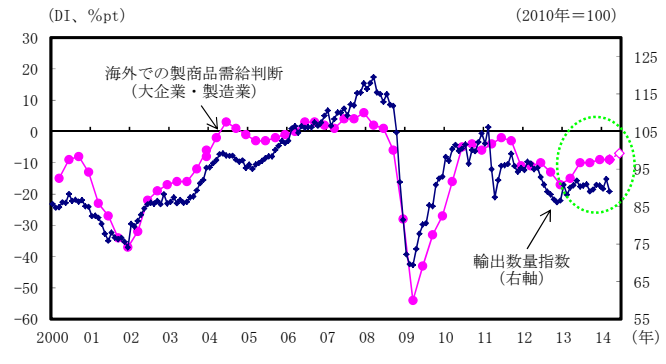
日本経済は引き続き改善

「アベノミクス」の効果もあり、日本経済は回復軌道を辿っている。足下の経済環境を検証すると、日本経済の状態は引き続き改善している。

第一に、**図表 1** を見ると、わが国の「輸出数量指数」との連動性が高い、日銀短観における「海外での製商品需給判断 DI（大企業・製造業）」が改善傾向にある。

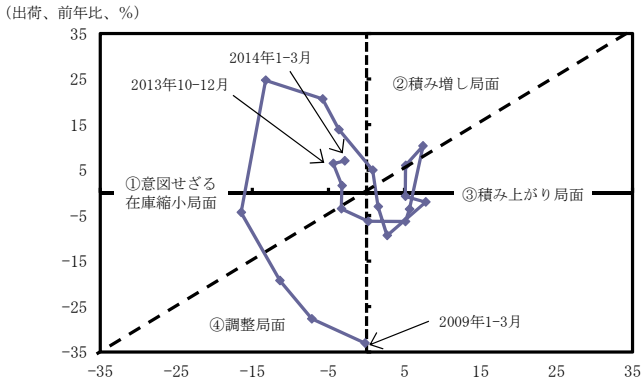
第二に、在庫循環という面からも、日本経済は大幅に好転した。**図表 2** に示した通り、縦軸に出荷、横軸に在庫の伸びをとり「在庫・出荷循環図」を描くと、縦軸に示した出荷の前年比伸び率がプラス幅を拡大している。

図表 1：海外需給と輸出数量



(注) 需給判断の直近値（白抜き）は「先行き」。
(出所) 日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

図表 2：在庫・出荷循環図



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

世界経済のドライバーはあくまで米国であり、中国ではない

今後の日本経済を支える要因は、①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどである。

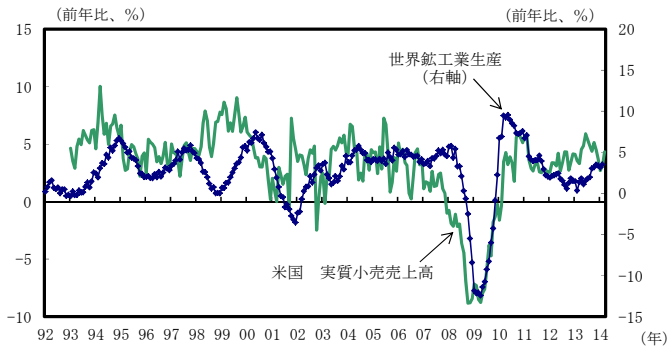
上記①については次章で詳しく検討するので、②に関連して、当社は世界経済のドライバーは依然として米国であり、中国ではないと考えている点を強調しておきたい。

図表 3 に示した通り、米国の小売売上高は世界の鉱工業生産に対する緩やかな先行性を有している。つまり、世界の最終需要地のなかで主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのだ。

さらに、世界の主要国における輸入と内需の関係、および輸出と輸入の関係を示したのが**図表 4** である。

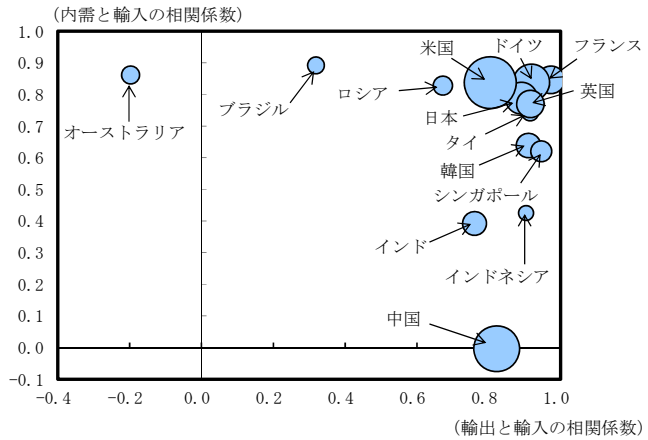
横軸は輸出と輸入の相関係数であり、右に位置するほど輸出と輸入の連動性が高いことを表す。縦軸は内需と輸入の相関係数であり、上に位置するほど内需と輸入の連動性が高いことになる。また、各プロットの大きさは世界全体の輸入に占める、当該国の輸入のシェアを表している。この図表を見ると、大半の主要国は、図表中の右上に位置しており、輸入が輸出と内需の双方と相当程度の連動性を持っていることが確認できる。そのようななか、特徴的な位置にあるのが中国である。中国は図表中の右下に位置しており、輸入と輸出は連動しているが、内需と輸入にはほとんど関係性がないことを示唆している。このところ中国では「シャドーバンキング」などの問題が顕在化し、景気悪化に対する懸念が高まっているが、仮に中国経済が急激に悪化したとしても、それが個人消費や投資といった内需の減少に起因するものであれば、中国の輸入――すなわち世界経済に与える影響は軽微なものにとどまるとみられる。

図表 3：世界鉱工業生産と米国小売売上高



（出所）オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成

図表 4：主要国の内需、輸出と輸入の関係



（注1）プロットの大きさは輸入の世界シェアを表す。
（注2）相関係数は2000年～2011年。輸入シェアは2012年。
（出所）国連、IMF統計より大和総研作成

2. 4 つの論点

本章で検証する 4 つの論点

本章では、①消費税増税の影響、②賃上げ・物価動向の展望、③設備投資の動向、④米国の出口戦略が世界経済に与える影響、という 4 つの論点を検証する。

2.1 論点①：消費税増税の影響

消費税増税の影響は限定的

第一の論点は、消費税増税の影響である。**図表 5** に、今回の消費税増税の影響に関する主要なデータを示したので、参照されたい。

現時点で、当社は、以下の 3 つの理由から、消費税増税の影響は限定的なものにとどまると考えている。

① 今回の増税策は実質的にみれば極めてマイルド

第一に、政府は消費税増税で国民に消費税率 3%pt 分（8 兆円程度）の負担増を求めると同時に、5.5 兆円程度の経済対策を講じている。5.5 兆円という金額は消費税に換算すればおおむね 2%pt に相当するので、実質的に見れば、今回の消費税率の引き上げ幅は 3%pt ではなく、1%pt 相当とみることも可能である。すなわち、政府は「財政再建」と「景気への配慮」のバランスを重視し、極めてマイルドな増税策を講じたにすぎないのである。

② 前回増税時（1997 年度）とは経済状況が大きく異なる

第二に、前回増税が実施された 1997 年度と比較すると、現在の経済状況は大きく異なっている。

まず、現状わが国では、1997 年度に景気腰折れを招いた主因である、「日本の金融危機」「アジア通貨危機」のように深刻な構造問題は存在しない。

また、当時は増税の 1 年以上前から公共投資が急減していたのと比べ、現状わが国の公共投資はおおむね高水準での推移が続いている。

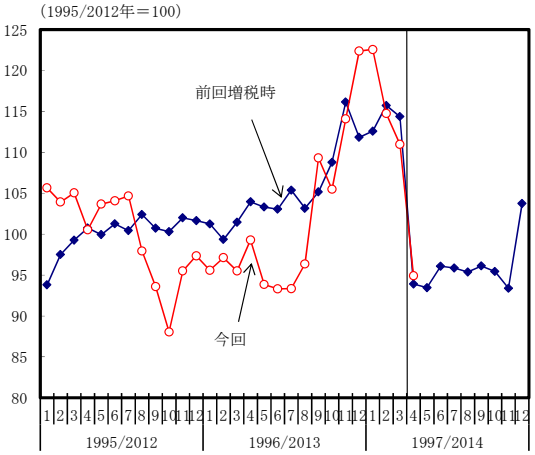
さらに、住宅投資に関しても、変化率を見る限り前回と同程度の駆け込み需要が発生したが、マクロ経済に与えるインパクトは大きく異なる。新設住宅着工戸数は、前回ピーク時に 170 万戸強あったのに対して、現在は 100 万戸程度である（**図表 5** 下）。住宅投資が GDP に占めるウエイトも、96 年度は 5.7%あったものが 2012 年度は 2.6%と半分以下になっている。

買いだめがしにくい「サービス消費」のウエイトが高まったことも、駆け込み需要のインパクトを抑える効果があるだろう。サービス消費は 96 年度には個人消費の 53.0%を占めていたが、12 年度は 57.8%弱までウエイトが上昇している。

これらの点を勘案すると、中国で大規模な「バブル崩壊」でも起きない限り、今回の増税を受けて日本経済が腰折れする可能性は限定的とみるべきであろう。

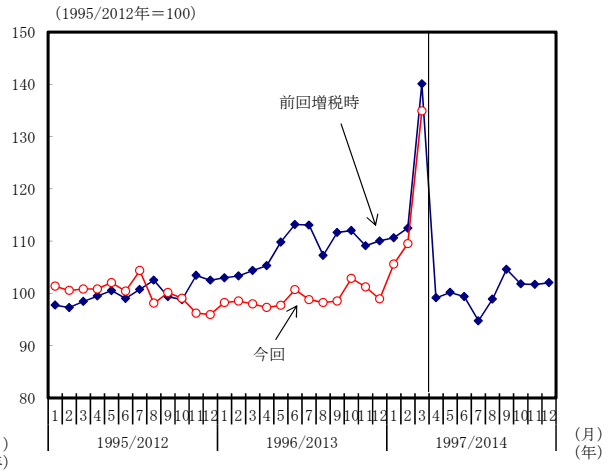
図表 5：消費税増税による影響

前回増税時との比較：新車販売台数（季節調整値）



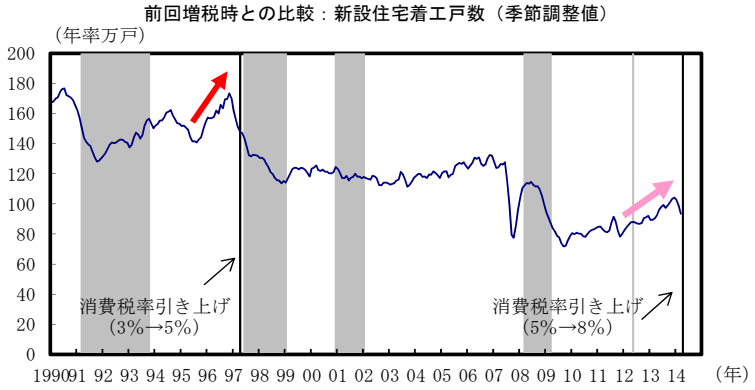
（注）大和総研による季節調整値。
（出所）一般社団法人日本自動車販売協会連合会統計より大和総研作成

前回増税時との比較：家電販売額（季節調整値）



（注）データは機械器具小売業の名目販売額。
（出所）経済産業省統計より大和総研作成

前回増税時との比較：新設住宅着工戸数（季節調整値）



（注）シャドーは景気後退期。なお、2012年4月が暫定の山として認定されている。
　　データは3ヶ月移動平均値。
（出所）国土交通省統計より大和総研作成

③ 前回増税時の学習効果が存在する

第三に、消費者サイド、企業サイドの双方に、前回増税時の学習効果が存在することを強調しておきたい。

消費者サイドでは、「前回増税時に、家電をあわてて買い込んだ結果、高値づかみをしてしまった」との苦い経験がある。このため、家電については、①今回専門家の間では夏場にかけて家電の価格は総じて値下がりするとの見方が根強いこと、②09～11 年のエコポイント制度で既に需要を先食いしてきたことなども相俟って、駆け込み需要は限定的なものにとどまったとみられる。さらに、個人消費に占めるウエイトを見ると、自動車が 3～4%程度であるのに対して、家電は 4～5%程度と、家電が消費全体に与えるインパクトの方が相対的に大きい点にも留意しておきたい。

企業サイドも、97 年の経験に基づいて、いわば「(増税の前後で) 価格の連続性を喪失させる」戦略を取った模様だ。具体的には、①外食産業は 4 月以降大半のメニューを入れ替える、②小売店は高付加価値の新商品を投入する、といった施策を通じて、消費者が「販売価格が増税を受けて上昇したか否か」をにわかには判定し難い状況を作り出したのである。

あんぱん、食パン、メロンパンの価格は？

今回の増税に際して、企業が非常にきめ細かい値付けを行ったことを想起させる、ひとつのエピソードを紹介しよう。

増税前に日本商工会議所が 50 万冊発行した冊子には、あんぱん、食パン、メロンパンの価格設定に関する以下のような例示がある。

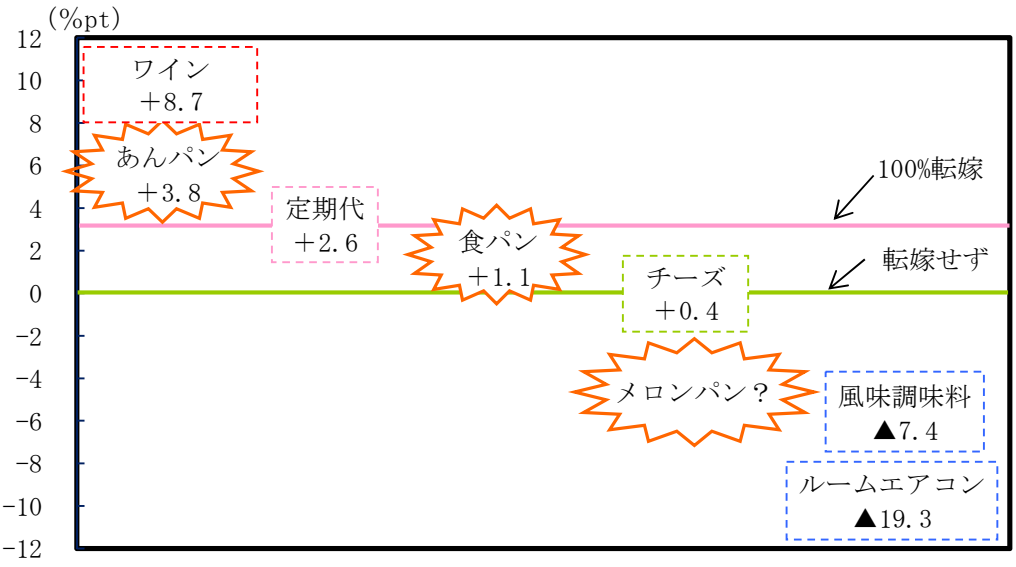
第一に、ついで買いが多い「あんぱん」については、（消費税増税に伴う）減収分を確保するために値上げが提案されている。これは、「あんぱん」は来店したついでに買っていく人が多いので、少々値上げしても販売数量が大きくは減らないとの仮説に基づくものであろう。

第二に、毎日食べる食パンについては、増税分（消費税率 3%pt 分）を転嫁する。いわば、食パンは販売数量が多いので、増税分を手堅く転嫁するという発想だ。

第三に、人気商品の「メロンパン」については、集客のため増税にもかかわらず販売価格を据え置く。言葉を換えれば、「メロンパン」目当てで来店した客に、増税分以上に値上げした「あんぱん」を買って貰い、儲けるという戦略である。

図表 6 に、今回の消費税増税前後の消費者物価（東京都区部）の動きを示した。増税後の価格変化が商品によって大きく異なっており、非常に興味深い。なお、図表中の「メロンパン」は実際のデータではなく、上記の説明に即して、図表中での概念的な位置付けを示したものである点には留意されたい。

図表 6：消費税増税前後の消費者物価の動き（東京都区部）



（注1）数値は、2014年4月の前年比変化率と2014年3月の前年比変化率の差。
（注2）定期代は、通学定期（JR）、通勤定期（JR）の値。
（注3）メロンパンは消費者物価指数の調査品目ではないため、概念的な位置を表示。
（出所）総務省統計より大和総研作成

結論：消費税増税が日本経済に与える影響は限定的

ここまで見てきたように、消費税増税に伴う駆け込み需要の規模は、おおむね想定通りと言えよう。前回よりも駆け込み需要の規模が大きかったとみられる自動車に関しては、反動減は一定程度続くと予想される。ただし、反動減が生じた 4 月の新車販売台数の水準は、潜在需要から若干下振れした程度である。駆け込み需要の規模と過去のトレンドを考慮すると落ち込み幅は限定的であり、自動車に対する需要の強さが新車販売の水準を下支えしている模様である。経済全体への下押し圧力も、限定的なものにとどまるとみてよいだろう。

家電に関しても、3 月には駆け込み需要が大きく生じたが、それ以前の駆け込みの規模は限定的であった。エコポイントや地デジ化などのタイミングで、相当程度需要が先食いされていたこともあり、全体としてみれば駆け込み需要の規模は前回よりも小さかった。この結果、反動減も前回より小さいとみてよいだろう。

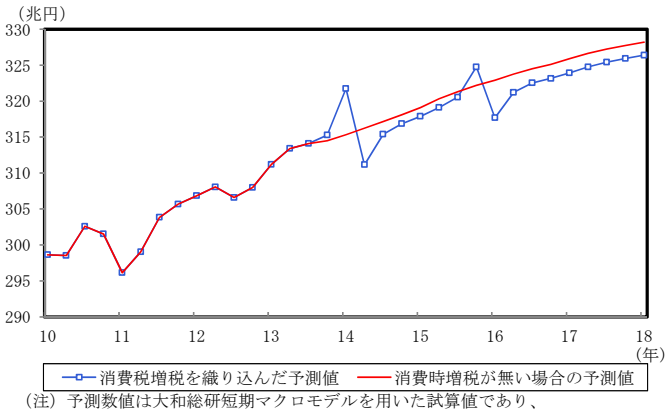
2015 年 10 月の増税の影響は？

2015 年 10 月に予定される 2 度目の増税（消費税率：8%→10%）の際には、2014 年 4 月の時点で耐久財を既に購入してしまった家計が多くなるため、個人消費の反動減のマグニチュードは相対的に小さくなると見込まれる。ただし、サービス消費や半耐久財、非耐久財などの駆け込みは一定程度生じるため、2015 年 7-9 月期には再度個人消費が駆け込み需要で盛り上がるとみられる。

2014 年 4 月の増税前に住宅を購入するよりも、増税後に住宅を購入する方が有利になる家計もある一方で、2015 年 10 月の増税後には多くの家計で住宅の購入が不利になることから、2015 年 10 月の増税後、住宅投資の落ち込み幅は大きなものとなる可能性が高い。この結果、GDP 統計における住宅投資は、2015 年 10-12 月期以降大幅な減少に転じるとみている。

以上の影響をまとめれば、消費税増税は 2013 年度の実質 GDP 成長率を＋0.63%pt 押し上げたとみられる。また、2014 年度の GDP 成長率を▲0.88%pt 押し下げ、2015 年度の GDP 成長率を＋0.26%pt 押し上げる見込みである**(図表 7)(図表 8)**。

図表 7：消費税増税が実質個人消費に与える影響



（注）予測数値は大和総研短期マクロモデルを用いた試算値であり、経済見通しの数値とは異なる。
（出所）内閣府統計等より大和総研作成

図表 8：消費税増税が経済に与える影響

	増税が無いケースからの乖離率（%）			
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP	0.62	-0.25	-0.00	-0.17
実質個人消費	0.42	-0.73	-0.36	-0.65
実質住宅投資	5.11	-0.73	-6.28	-6.03
	成長率に与える影響（%pt）			
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP	0.63	-0.88	0.26	-0.18
実質個人消費	0.43	-1.16	0.38	-0.29
実質住宅投資	5.33	-5.66	-5.52	0.26

（注）大和総研短期マクロモデルを用いた試算値。
（出所）大和総研作成

2.2 論点②：賃上げ・物価動向の展望

個人消費主導の景気拡大で非製造業の雇用不足感が高まる

本章の第二の論点は「賃上げ・物価動向の展望」である。

現状わが国では、景気回復によってマクロ的な労働需要が高まっている。今後は労働需給のひっ迫を背景に賃上げや物価上昇が加速するのだろうか？

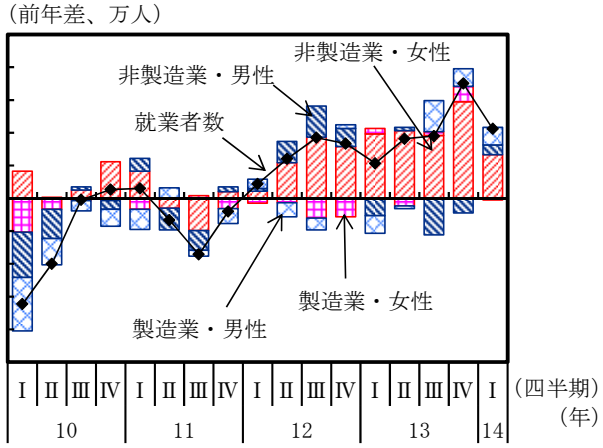
日本経済は 2012 年末を底に景気拡大局面に入ったとみられるが、今回の景気拡大局面の最大の特徴は、個人消費を中心とした内需の拡大がけん引役となっていることである。特に、消費税増税前の駆け込み需要によって、2013 年度後半は個人消費が大きく加速した。こうした個人消費主導の景気拡大は、労働市場にも影響を与えた。過去のデータを見ると、GDP に占める個人消費の割合が上昇する時期には、非製造業の雇用不足感が相対的に大きい（雇用過剰感が相対的に小さい）傾向がある**(図表 9)**。これは個人消費関連の小売業やサービス業などの非製造業は、製造業と比べて労働集約的であるためである。今回についても個人消費主導の景気拡大が続いた結果、マクロ的に見て雇用不足となるなか、とりわけ非製造業の労働需給がひっ迫していることが分かる。

また、こうした雇用不足に対応するため、非製造業を中心に就業者数は増加が続いている。足下で特に労働需要が高まっている小売業やサービス業では、従前より就業者に占める女性の割合が高い。女性労働者の割合が高い産業の労働需要が強いことが、女性労働者の大幅な増加につながっていることを確認できる**(図表 10)**。

図表 9：個人消費と非製造業の雇用不足感

（出所）内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

図表 10：産業別、男女別就業者数



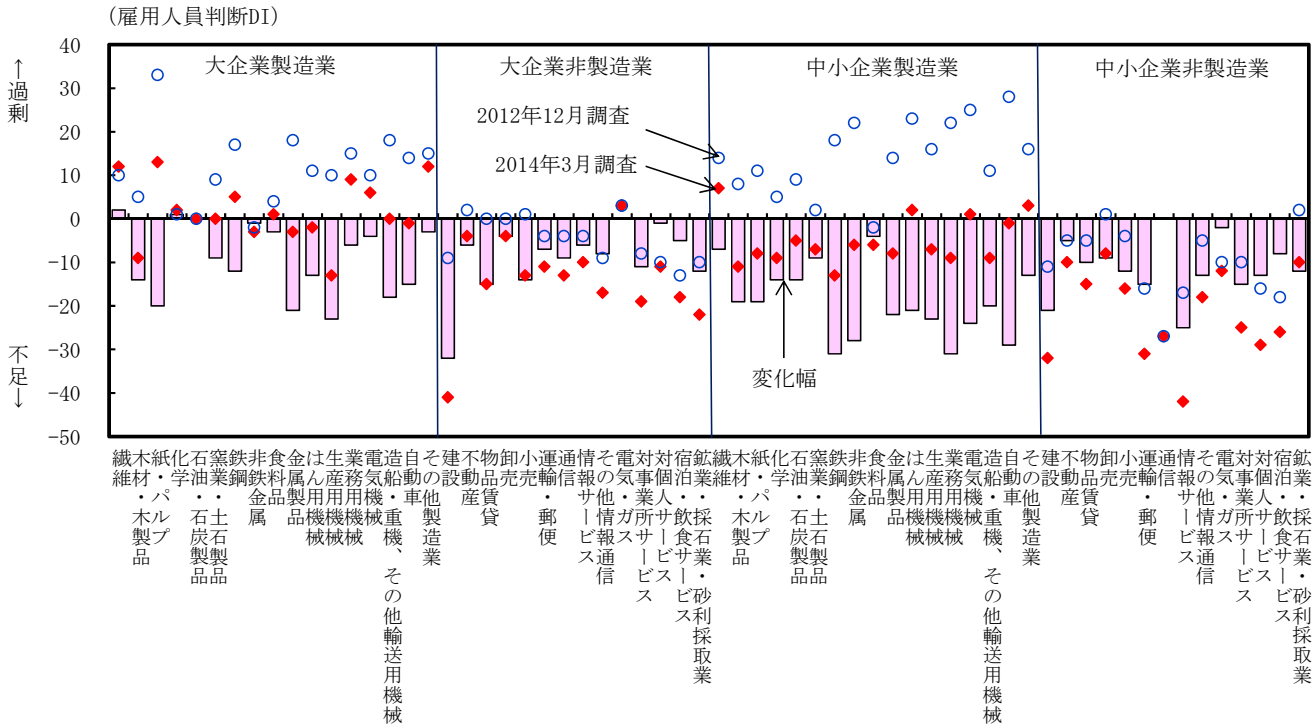
（出所）総務省統計より大和総研作成

中小企業・非製造業の人手不足が深刻

より仔細に産業別、規模別の労働需給の状況を確認する。**図表 11** は日銀短観の雇用人員判断 DI について、景気拡大が始まった 2012 年 12 月時点[1]と直近の 2014 年 3 月時点、およびその間の変化を見たものである。これを見ると前掲**図表 9** で指摘したように、内需主導の景気拡大を背景に、足下で非製造業における雇用不足が深刻化していることが分かる。また、個人消費関連である、小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスだけにとどまらず、対事業所サービスなどの企業向けサービス部門においても雇用の不足感が高まっていることが確認できる。さらに、復興需要や経済対策を背景とした公共投資や、増税前の住宅投資の増加傾向もあって、建設業の人手不足が深刻である。

一方、製造業について見ると、非製造業と比べて労働需給のひっ迫感は小さい。ただし、今回の景気回復によって、相当程度過剰感が解消したことが分かる。特に中小企業においては、製造業を含めて見ても前回調査からの変化幅が大きく、雇用確保が難しくなっている。

図表 11：産業別、規模別雇用人員判断 DI



（出所）日本銀行統計より大和総研作成

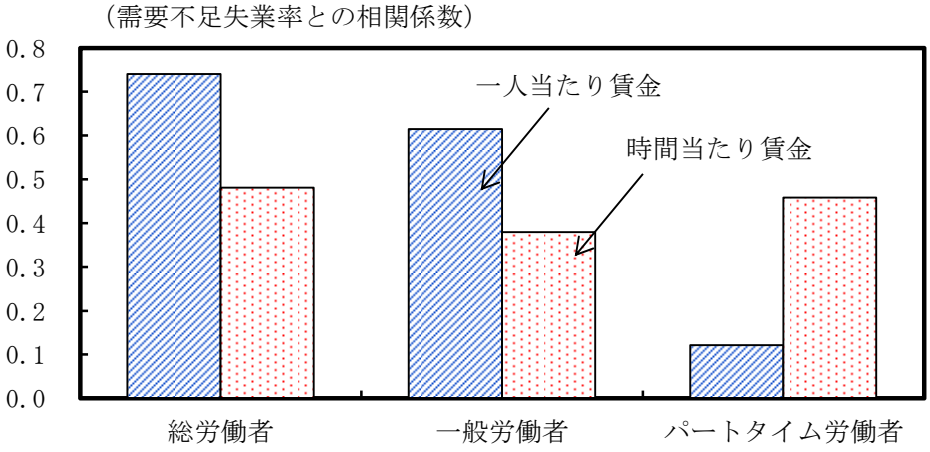
[1] 政府の公式な景気基準日付では、2012 年 4 月が暫定の景気の山として認定されているが、その後の景気の谷については認定されていない。しかし、ESP フォーキャスト調査（日本経済研究センター）による民間エコノミストのコンセンサスでは 2012 年 11 月が景気の谷となっており、ここでは暫定の景気の谷としている。

労働需給は一般労働者の一人当たり賃金、パートの時間当たり賃金に影響

労働需給が引き締まってきていることはここまで見てきた通りであるが、こうした労働需給の引き締まりは賃金上昇圧力を生じさせる。景気循環との連動性が高い需要不足失業率[2]と賃金の関係を見たのが**図表 12** である。この図表を見ると、一般労働者については一人当たり賃金の方が時間当たり賃金よりも労働需給との連動性が高く、対照的にパートタイム労働者については一人当たり賃金と労働需給の連動性は非常に低く、時間当たり賃金と労働需給の連動性が相対的に高いことが確認できる。これは、慣例的に一般労働者の賃金水準は月給ないしは年収ベースで決定されるのに対し、フルタイム労働ではないパートタイム・アルバイトについては時給ベースで賃金水準が決定されることに起因する。一般的に賃金水準はマクロ全体の平均賃金が注目されることが多いが、賃金動向を見る際には、一般、パートを区別したうえで、パートタイム労働者については時給の変化をチェックすることが重要になる。

相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者が労働者全体に占める比率が上昇すると、マクロ的な平均賃金の押し下げに寄与することはよく知られているところである。足下では前述の通りマクロ的な労働需給がひっ迫するなか、とりわけ非製造業の雇用不足感が高い環境下で、これまで仕事をしていなかった人が新たにパートタイム労働者として労働市場に参入するという状態が続いている。この結果、マクロ的な平均賃金こそ伸び悩んでいるものの、個々人としては多くの労働者の賃金水準が上昇するという現象が起きているとみられる。

図表 12：労働需給と賃金上昇率の相関



（注）推計期間は1994年1月～2014年2月。賃金は所定内給与。相関係数が正の値になるように、需要不足失業率については符号を逆にした上で推計している。
（出所）総務省、厚生労働省統計から大和総研作成

[2] 需要不足失業率＝完全失業率－構造的失業率。構造的失業率は大和総研による推計値。

日本の物価は時間当たり賃金との連動性が高い

本当に日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標の実現は可能なのであろうか？今後の物価動向を考えるうえでは、賃金と物価の関係性を適切に把握しておくことが必要である。物価上昇率は、賃金改定時の目安として用いられるものであり、一方で賃上げが物価に上昇圧力をもたらすという効果もある。物価と賃金は相互に影響を与える関係にあり、どちらか一方のみが上昇を続けるということは考えにくい。

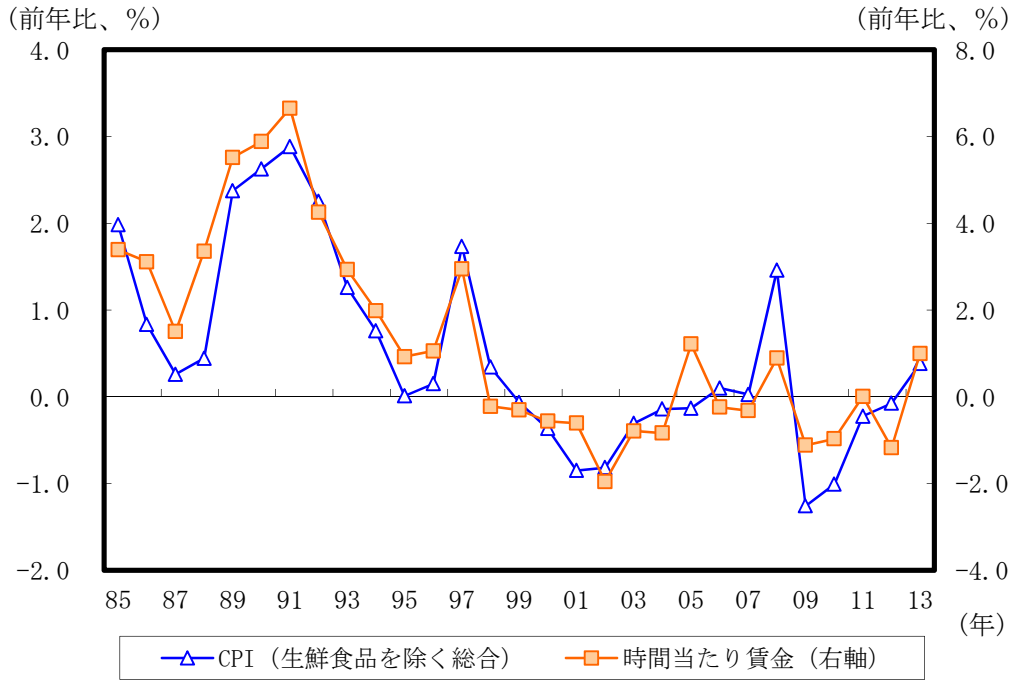
こうした関係は、**図表 13** からも読み取ることができる。日本の CPI（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）と時間当たり賃金を比較すると、非常に連動性が高いことが知られている。

ここで、賃金が「時間当たり」であることには留意が必要であろう。日本においては、週休二日制の定着などを経て、就業時間は過去と比べて短くなっている。パートタイム労働者の増加も相俟ってマクロ的に見た労働時間は顕著に低下しているのである。そして、過去わが国で生じた賃金低下の一定程度はこうした労働時間の減少で説明することができる。このような背景があるため、労働の対価としての賃金を見るためには、「一人当たり」の賃金よりも「時間当たり」の賃金に注目するべきなのである。

そして、物価と時間当たり賃金の連動性が高いということは、物価上昇時には、「時間当たり」で見た賃金も上昇する傾向があるということである。さらに、過去の実績で見れば、物価上昇率よりも時間当たり賃金上昇率の方が高いことが多い。

物価が上昇しても賃金が上昇しなければ、国民生活は苦しくなるだけだという意見もあるが、「時間当たり」で見れば、物価上昇時には実質賃金も上昇する傾向があると言えるのだ。

図表 13：CPI（生鮮食品を除く総合）と時間当たり賃金



（出所）総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

日本は時給、米国は雇用者報酬が CPI に先行

次に、国際比較の観点から、日本の賃金と物価の関係性の特徴を探りたい。

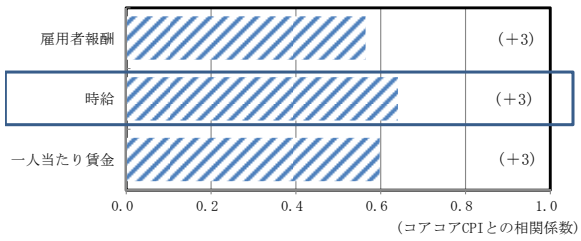
図表 14・図表 15 は、消費者物価と各変数の相関関係、および先行・遅行関係をまとめたものである。

相関関係について見ると、日本は時給、米国は雇用者報酬との相関が最も高いことが分かる。

ここでは「雇用者報酬」を「雇用者数」と「一人当たり賃金」の積として定義している。米国では景気の拡大・縮小に伴い、雇用者数が大幅に増減することが知られている。雇用者数が景気循環と機敏に連動するのに対して、物価は少し遅れて景気循環に反応する。このため、雇用者数を含む概念である雇用者報酬とコア CPI の相関が最も高くなっていると考えられる。

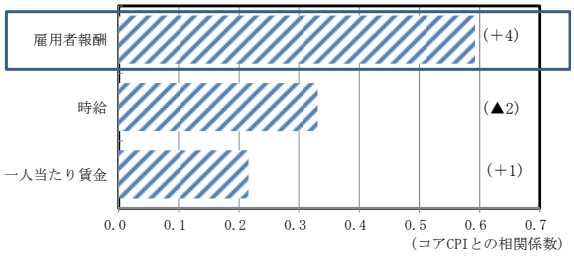
次に、先行・遅行関係について見ると、日本では全ての変数が消費者物価に先行しているのに対して、米国では最も相関の高い雇用者報酬が消費者物価に先行する一方で、時給については消費者物価に遅行していることは興味深い点であるといえよう。

図表 14：コアコア CPI と各変数の相関(日本)



(注1) 雇用者報酬は一人当たり賃金×雇用者数により算出。
(注2) それぞれの変数とコアコアCPIとの時差相関(前後1年)の最大値。期間はリーマン・ショックの影響を除くため、1994年1Q～2007年1Qとした。
(注3) ()内は相関係数が最大となるラグ次数。プラスは各変数が先行。
(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

図表 15：コア CPI と各変数の相関(米国)



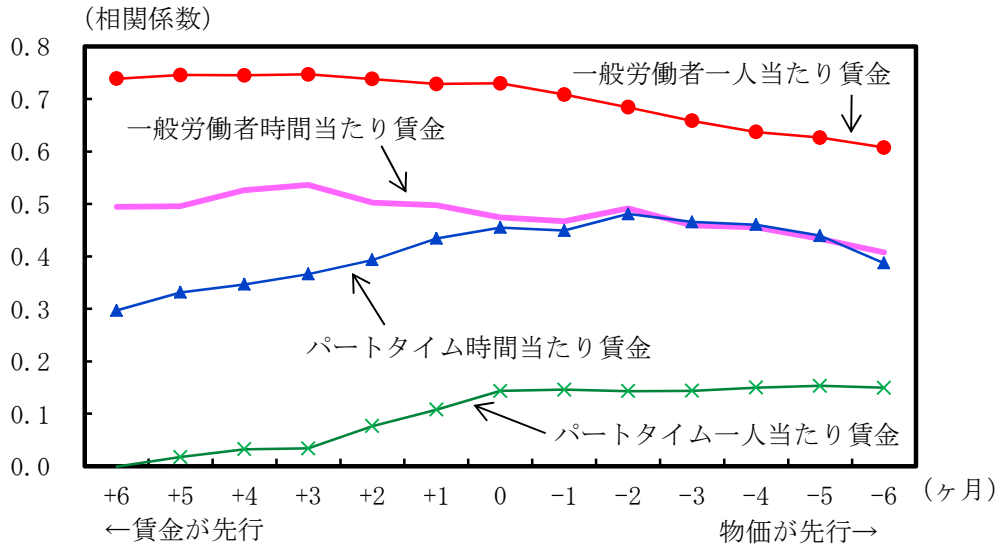
(注1) 雇用者報酬は一人当たり賃金×雇用者数により算出。
(注2) それぞれの変数とコアCPIとの時差相関(前後1年)の最大値。期間はリーマン・ショックの影響を除くため、1994年1Q～2007年1Qとした。
(注3) ()内は相関係数が最大となるラグ次数。プラスは各変数が先行。
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

一般労働者の一人当たり賃金が物価に先行

ここまでの分析で、物価との関係では、「一人当たり」ではなく「時間当たり」賃金の動向が重要である点が確認されたが、一般労働者とパートタイム労働者を区別した上での賃金動向と物価の関係について見たものが**図表 16** である。物価との関係においては、一般労働者については一人当たり賃金との関係性が強く、パートタイム労働者については時間当たり賃金との関係性が相対的に強いことが確認できる。この点については、前掲**図表 12** で考察した、労働需給と賃金の関係性とも整合的である。また、一般労働者の賃金の変化は物価の変化に対して数ヶ月程度先行する傾向があるのに対して、パートタイム労働者の賃金は物価に数ヶ月程度遅れて動く可能性が示唆される。

足下では大企業を中心にベースアップの動きが広がっている。主に一般労働者を対象とした賃上げであるが、こうした動きは物価の押し上げに寄与するとみられる。また、パートタイム労働者の賃金についても一般労働者の賃金上昇、物価上昇に遅れてさらに上昇する可能性が高い。

図表 16：コアコア CPI と賃金の時差相関



（注）一人当たり、時間当たりともに所定内給与。推計期間は1994年1月～2014年2月。
（出所）厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

2.3 論点③：設備投資の動向

設備投資の増加には、期待成長率の押し上げが重要

本章の第三の論点は、設備投資の動向である。

足下の様々なデータを検証すると、設備投資には底入れの兆しが見られる。

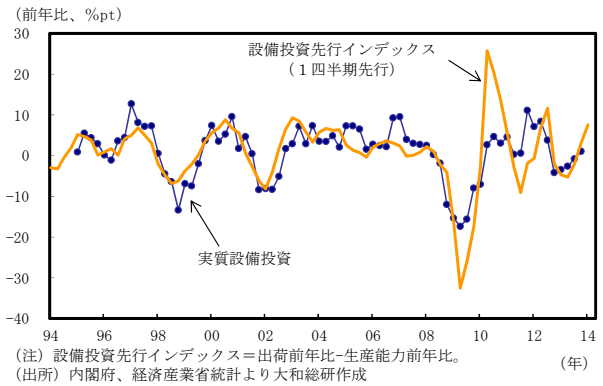
第一に、**図表 17** で示した、「実質設備投資」に 1 四半期先行する「設備投資先行インデックス（＝出荷前年比－生産能力前年比）」が底入れしていることは好材料である。

第二に、GDP ベースの実質設備投資に半年程度先行する、機械受注（民需）の見通し達成率は均して見れば緩やかな改善傾向にある。

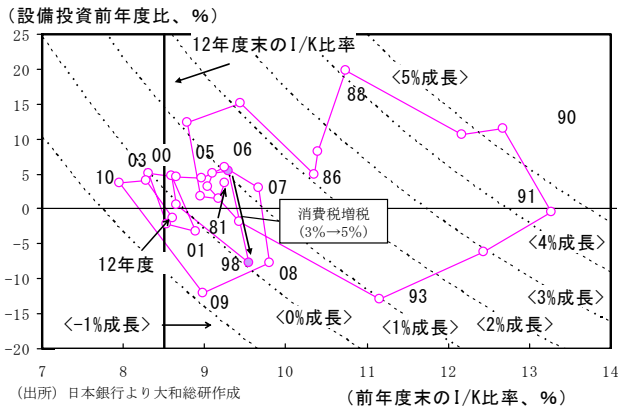
第三に、**図表 18** で、わが国の資本ストック循環を見ると、設備のストック調整は着実に進展している。縦軸に「設備投資前年度比」、横軸に前期の「設備投資（フロー）／設備ストック」をとると、右回りのサイクルを描く。この右回りのサイクルと、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資などの局面評価をすることができる。

前回の消費税増税前後の 1997 年から 1998 年にかけては、期待成長率の急激な低下が設備投資を押し下げた。一方、現状は、ストック調整がおおむね終了しており、企業が想定する期待成長率が 0%前後だとしても、設備投資は前年よりも増加することとなる。仮に安倍政権が「第三の矢（成長戦略）」を強化し、企業の期待成長率をより一層高めることに成功すれば、設備投資がさらに増加ペースを強める展開が期待される。

図表 17：設備投資と先行インデックス　　**図表 18：資本ストック循環**



（注）設備投資先行インデックス＝出荷前年比-生産能力前年比。
（出所）内閣府、経済産業省統計より大和総研作成



（出所）日本銀行より大和総研作成

設備投資増加のカギは、期待成長率の押し上げ

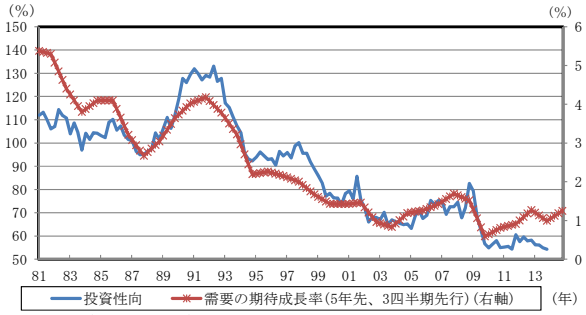
今後設備投資が力強く増加に向かうためには、期待成長率を押し上げることがカギとなる。**図表 19** は、期待成長率と投資性向の推移を示したものである。全産業はもちろん、製造業・非製造業とも期待成長率と投資性向の連動性が非常に高いことが確認できる。

企業の投資性向は 90 年代前半をピークに低下傾向が続いている。バブル崩壊以降の「失われた 20 年」の間、日本企業は日本経済の先行きに明るさを見いだせなかったことで、設備投資を控えるようになっていた。今後わが国の企業が経済の先行きに明るさを感じるようになると、日本での投資機会を逃さないために、設備投資を増加させることが予想される。

すなわち、法人税減税や、農業、医療・介護、労働といった既得権が強い分野での「岩盤規制」の緩和を断行し、アベノミクスの「第三の矢」である成長戦略を強化することができれば、企業は投資性向を高めることが大いに期待されるのである。

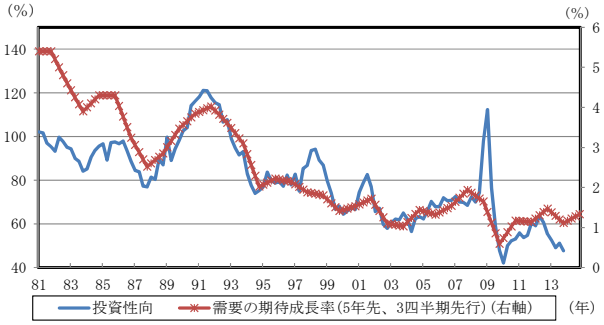
図表 19：期待成長率と投資性向

【 全産業 】



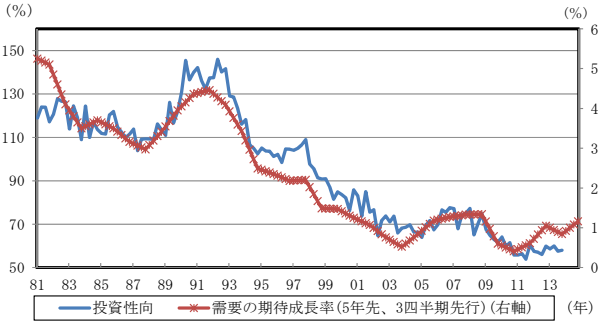
(注1) 投資性向=設備投資/キャッシュフロー
キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。
(注2) 経常利益、減価償却費の季節調整は大和総研。
(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

【 製造業 】



(注1) 投資性向=設備投資/キャッシュフロー
キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。
(注2) 経常利益、減価償却費の季節調整は大和総研。
(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

【 非製造業 】



(注1) 投資性向=設備投資/キャッシュフロー
キャッシュフロー=経常利益/2+減価償却費。
(注2) 経常利益、減価償却費の季節調整は大和総研。
(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

リーマン・ショック以降は、期待成長率が設備投資に与える影響が一層強まる傾向

ここまで指摘してきた投資性向と期待成長率の関係を前提として、設備投資関数を推計すると、さらに興味深い事実が浮かび上がる。

図表 20 は、設備投資関数を推計期間をずらしながらローリング回帰することで、係数の推移を見たものである。キャッシュフローの係数はおおむね横ばい圏での動きとなっているが、近年期待成長率が設備投資に与える影響が強まっている。

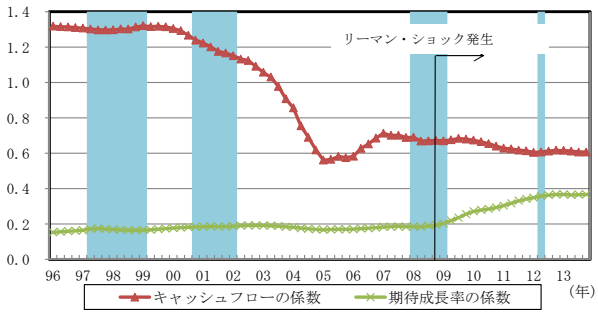
業種別にキャッシュフローの係数の動きを見ると、非製造業ではほぼ横ばい圏の動きであるが、製造業でのキャッシュフローの係数の低下が目立つ。

一方、期待成長率の係数の動きを見ると、非製造業では緩やかな上昇傾向にある。また、製造業では係数がリーマン・ショックに伴う景気後退期以降、急激に上昇していることが分かる。こうした事実は、特に製造業ではリーマン・ショックを契機に、設備投資を決定する際に、期待成長率を重視する傾向が一層強まっていることを示唆している。

リーマン・ショック以降の製造業の期待成長率を見ると、最悪期こそ脱したものの依然 1%近傍で推移しており、期待成長率は低迷した状態が続いている。このような状況を打破し、企業に高い成長期待を抱かせることこそが、設備投資を力強く回復させるためのカギとなるのである。

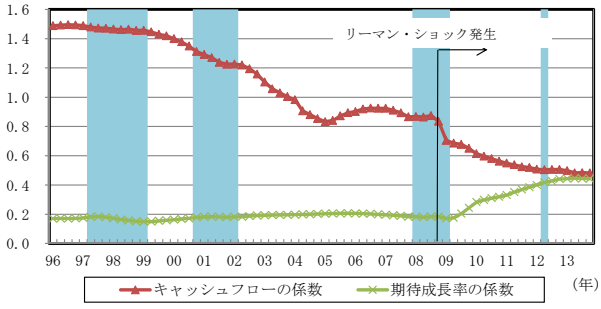
図表 20：設備投資関数の係数の推移

【 全産業 】



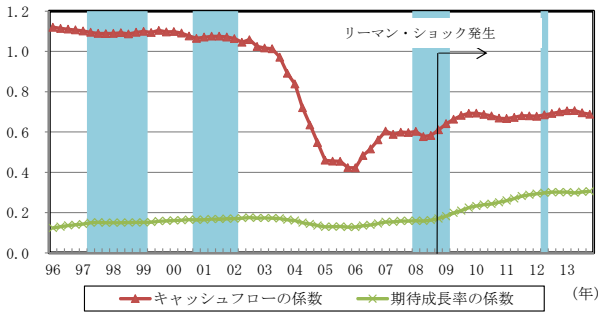
（注1）推計式は以下の通り。
log(設備投資)=C+α*log(キャッシュフロー)+β*期待成長率(-3)
設備投資、キャッシュフローの季節調整は大和総研。サンプル数は60。
（注2）シャドー部分は景気後退期。2012年4月が暫定的な山と認定されている。
（出所）財務省、内閣府統計より大和総研作成

【 製造業 】



（注1）推計式は以下の通り。
log(設備投資)=C+α*log(キャッシュフロー)+β*期待成長率(-3)
設備投資、キャッシュフローの季節調整は大和総研。サンプル数は60。
（注2）シャドー部分は景気後退期。2012年4月が暫定的な山と認定されている。
（出所）財務省、内閣府統計より大和総研作成

【 非製造業 】



（注1）推計式は以下の通り。
log(設備投資)=C+α*log(キャッシュフロー)+β*期待成長率(-3)
設備投資、キャッシュフローの季節調整は大和総研。サンプル数は60。
（注2）シャドー部分は景気後退期。2012年4月が暫定的な山と認定されている。
（出所）財務省、内閣府統計より大和総研作成

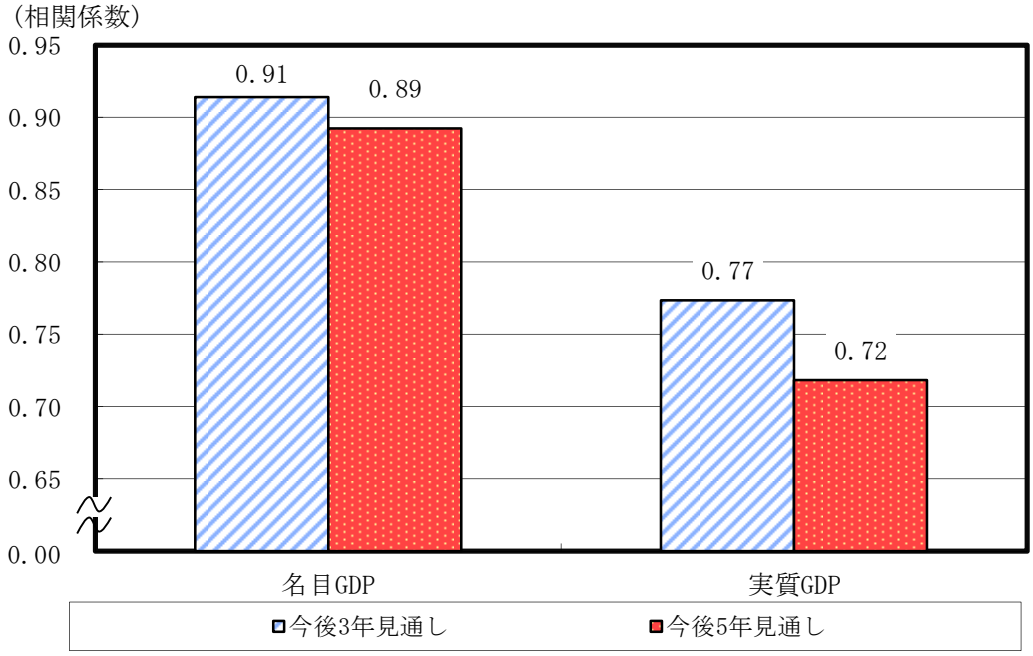
期待成長率には名目値が大きく影響

それでは、企業の期待成長率を上昇させるためには、一体何が必要なのだろうか？

ここで、企業部門の実質期待成長率と名目および実質 GDP 成長率との相関を確認すると、名目 GDP との相関が実質 GDP との相関よりも高いことが分かる**(図表 21)**。一般的に名目 GDP の方が実質 GDP よりも企業経営者の実感に近いと言われており、企業部門が景気の見通し(実質期待成長率)を考える上で、実質 GDP よりも名目 GDP を重視している可能性が示唆される。

以上の関係性を踏まえると、わが国における設備投資の減少は、長期にわたるデフレにより名目 GDP 成長率が伸び悩み、この結果、企業部門の実質期待成長率が低下したことに大きく起因するものと推察される。現在安倍政権が取り組んでいる経済政策は、2 つのルートから実質期待成長率を押し上げることを通じて、企業の設備投資意欲を駆り立てることが期待される。第一に、大胆な金融緩和により、日本経済が長らく続くデフレから脱却することができれば、名目 GDP 成長率が上昇することが見込まれる。そして、名目 GDP 成長率の上昇に伴い、企業の実質期待成長率も改善することが予想される。第二に、法人税減税や抜本的な規制緩和などを断行し、「第三の矢（成長戦略）」を強化することができれば、直接的に企業部門の実質期待成長率を上昇させることができる。

図表 21：期待成長率と名目・実質 GDP の相関



（注）サンプルは1981年度から2012年度。
（出所）内閣府統計より大和総研作成

2.4 論点④：米国の出口戦略が世界経済に与える影響

米国の出口戦略が世界経済に与える影響

本章の第四の論点は、「米国の出口戦略が世界経済に与える影響」である。

グローバル経済の先行きを見る上では、米国の動向を注視する必要がある。現状米国は若干の不安材料こそあるものの、総じて内需を中心とする底堅い成長が続いている。経済環境の好転を受けて、FRB は量的金融緩和政策の縮小（いわゆる「テーパリング」）を開始しており、2015 年内にも利上げが行われるとの観測が浮上している。

米国の経済成長は、米国の輸入増を通じて、世界の貿易を活性化させる。一方で、米国の利上げは、これまでのグローバルマネーフローの動きに修正を迫る可能性があり、先進国、新興国における金利の上昇や為替の変動などを通じて、経済成長率を鈍化させる効果を持ちうる。

こうした様々な影響のなかで、プラス、マイナスのどちらの効果の方が大きいかというのが、今後の注目点である。**図表 22** は、簡易モデルを構築し、米国の出口戦略のペースと、米国の内需の動向が世界経済に与える影響について分析したものである。分析結果から示唆されることは、新興国については米国の出口戦略のペースが、先進国については米国の内需の動向が重要になるということであろう。

例えば、米国の利上げ開始時期が 2015 年初頭に繰り上げられ、急速に金利の上昇が進む場合、2016 年の新興国の GDP はベースシナリオと比べて 0.89%程度落ち込むことになる。他方で、先進国の落ち込み幅は 0.09%程度であり、新興国と比べるとその影響は限定的である。

これに対して、米国の内需の変動に伴う影響を見ると、先進国では 1.01%程度の落ち込みが想定される一方で、新興国では 0.16%程度下振れする計算となる。すなわち、米国と直接的な関係の強い先進国の方が、米国の内需の変動によってより一層大きな影響を受けるのである。

以上を総括すると、FRB が実体経済の回復に見合ったペースで慎重な出口戦略を講じる場合、世界経済は着実な回復軌道を辿るとみられる。

図表 22：米国の出口戦略と内需成長率が世界経済に与える影響

2016年のGDPのベースシナリオからの乖離率（%）		米国内需成長率		
		緩慢	ベースシナリオ	加速
出口戦略のペース	緩やか	先進国 −0.92 新興国 0.72 世界 −0.39	先進国 0.09 新興国 0.89 世界 0.35	先進国 1.12 新興国 1.06 世界 1.10
	ベースシナリオ	先進国 −1.01 新興国 −0.16 世界 −0.74	ベースシナリオ	先進国 1.03 新興国 0.17 世界 0.75
	急速	先進国 −1.10 新興国 −1.06 世界 −1.09	先進国 −0.09 新興国 −0.89 世界 −0.35	先進国 0.93 新興国 −0.72 世界 0.40

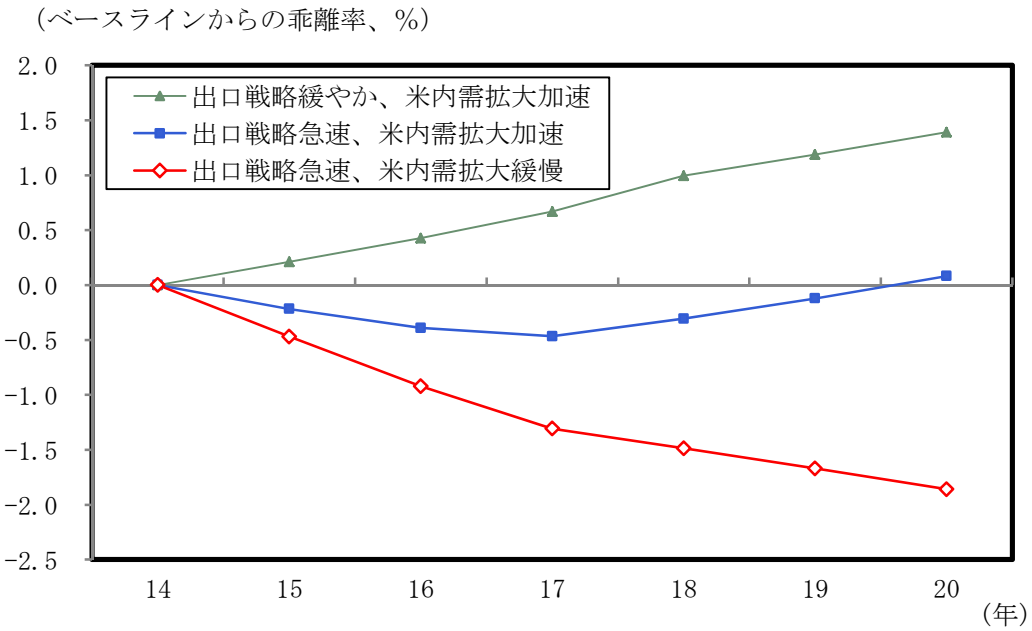
（注）2014年以降の米国の内需成長率と、タームプレミアムの変動を想定。
出口戦略が急速に進むほど、タームプレミアムが急激に上昇する。
さらに、米国債のタームプレミアムが先進国、新興国の実質金利に与える影響と、米国の内需成長率が世界の輸出入数量に与える影響を試算し、簡易モデルを用いて試算した。

（出所）大和総研作成

「フラジャイル 5」では影響が大きい

なお、新興国のなかでも、「フラジャイル 5」と呼ばれる経常赤字国（インドネシア、インド、ブラジル、南アフリカ、トルコ）については、米国の利上げの影響が大きいとみられる**(図表 23)**。先進国からの資本流入によって経常赤字をファイナンスしてきた国では、急激な資本流出に対する耐性が相対的に弱い。資本流出を抑え為替を安定化させるために利上げを余儀なくされるケースも多く、内需の落ち込みが避けられない。仮に利上げのペースが緩やかであれば、米国の内需拡大の恩恵がフラジャイル 5 にはプラスに働く可能性があるものの、出口戦略が急速なケースでは、2020 年度時点の GDP が 2%程度下振れする計算となる。

図表 23：米国の出口戦略が「フラジャイル 5」に与える影響



（注1）フラジャイル5＝インドネシア、インド、ブラジル、南アフリカ、トルコ。
（注2）世界の簡易モデルを用いて試算。出口戦略が急速なほど、米国のタームプレミアムが急速に上昇し、フラジャイル5の金利、為替が大きく変動する。米国の内需拡大は、世界の輸出入を拡大させることで、フラジャイル5の輸出入も増加する。
（出所）IMF統計等より大和総研作成

3.「アベノミクス」の課題

「アベノミクス」の課題

「アベノミクス」が抱える最大の課題が、①財政規律の維持、②成長戦略の強化、である点を、当社は折に触れて主張してきた（→例えば、熊谷亮丸他「第 177 回　日本経済予測（改訂版）『アベノミクス』の中間評価：現状と今後の課題を検証する」（2013 年 6 月 10 日）参照）。そのことを踏まえたうえで、本予測では各論として、①「貯蓄から投資へ」という潮流を加速すること、②少子化に歯止めをかけること、という 2 つのテーマにスポットを当てたい。

3.1　課題①：「貯蓄から投資へ」という潮流を加速

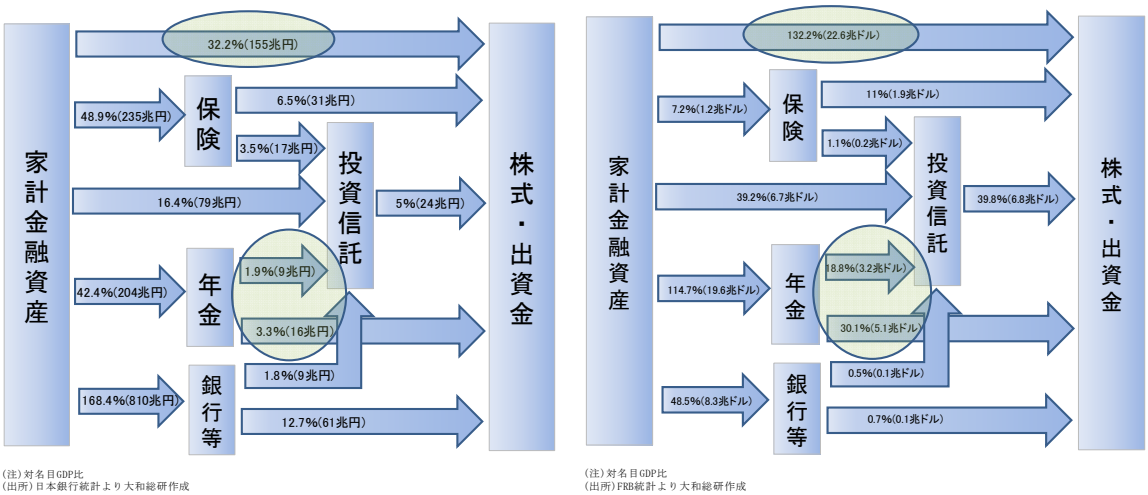
日米の家計金融資産の資金フローには大きな違い

本章で取り上げる第一の課題は、「貯蓄から投資へ」という潮流を加速させることである。

図表 24 では、家計金融資産の資金フローを日本と米国で比較している。わが国には、巨額の家計金融資産が存在するが、家計金融資産のうち株式出資金が GDP に占める割合は、米国と比べて極めて小さいことが分かる。これは日本では家計金融資産の多くが現預金として保有されているためである。わが国では長期にわたり「デフレ」が継続してきたことから、家計部門が現預金を保有していても実質的な資産残高は増加した。「デフレ」が継続する経済情勢を前提にすれば、価格変動のリスクがなく、流動性の高い現預金を保有することは、結果的に合理的な資産選択であったともいえる。同様の構造は年金にも見られる。日本の年金基金が保有する株式・出資金や投資信託の額は、米国のそれと比較して極めて小さい。

しかしながら、今後「アベノミクス」により「インフレ」局面への移行が見込まれる状況下では、大量の現預金を保有することは合理的な資産選択とは言い難いだろう。すなわち、わが国では、個人や年金などが、今後想定される「インフレ時代」の到来に備えて、「貯蓄から投資へ」若しくは「日本版グレート・ローテーション（債券・安全資産から株式・リスク資産へ）」という潮流を加速させる必要があるのだ。

図表 24：家計金融資産の資金フロー（左：日本、右：米国）（2013 年末）

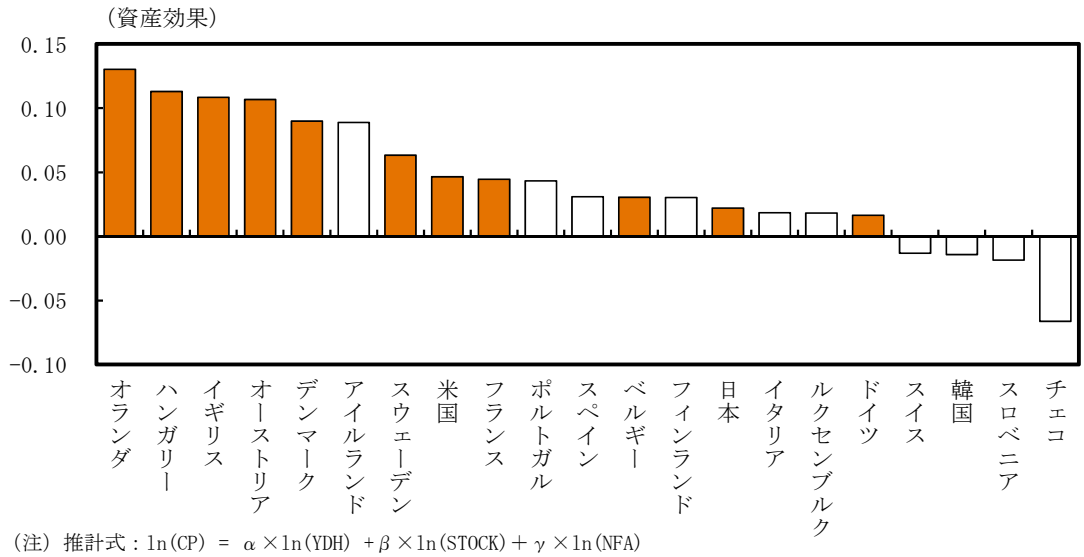


日本の「資産効果」は国際的に見て小さい

図表 25 は OECD 各国について家計の株式保有残高が個人消費に与える影響、いわゆる「資産効果」を推計したものである[3]。推計結果を見ると、一部の国では「資産効果」が観測されないなかで、日本については資産効果が有意に計測された。2012 年末からの急速な円安に伴う株高が、個人消費の押し上げに寄与したということが改めて示される結果となった。

ただし、計測された「資産効果」の大きさ（実質個人消費に対する家計保有株式残高の弾性値）を他国と比較すると、「資産効果」が有意に検出された国のうち 2 番目に小さい。つまり、わが国の「資産効果」は国際的に見て小さい部類に属するのだ。米国などの家計金融資産に占める株式の割合が高い国ほど、資産効果が大きいという単純な関係にはなっていないが、日本では家計金融資産に占める株式の割合が国際的に見て非常に低いことが、資産効果の小ささの一因となっているとみられる。

図表 25：OECD 諸国の資産効果の比較



（注）推計式：ln(CP) = α×ln(YDH) +β×ln(STOCK)＋γ×ln(NFA)
CP：実質個人消費、YDH：実質家計可処分所得
STOCK：家計保有株式残高、NFA：株式以外の純金融資産
図中のデータは上記推計式のβの推計値。白抜きは係数が有意でないことを表す。
（出所）OECD統計より大和総研作成

[3] 推計に用いたデータの定義は全ての国で統一されていないため、推計結果は幅を持って解釈する必要がある。

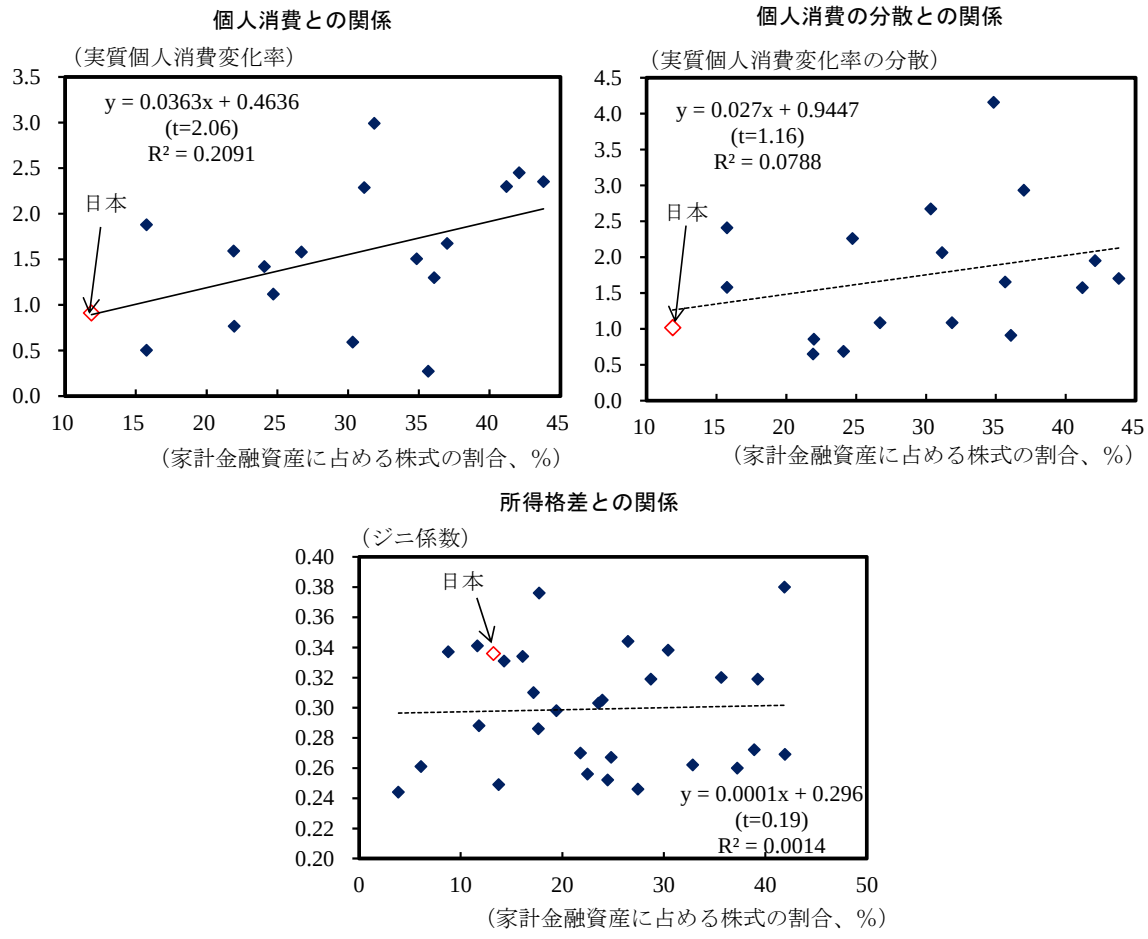
家計の株式保有は個人消費と緩やかな相関。しかし、格差とは無相関

株式保有による個人消費に対する「資産効果」が、必ずしも全ての国で観測されるわけではないことは既に指摘した通りだが、家計の株式保有割合と実質個人消費の変化率の関係を国際的に見ると、両者には緩やかな相関関係があることが確認できる（**図表 26** 左上）。すなわち、リスク資産に対する投資が進んでいる国の方が傾向的に個人消費の伸びが高いのである。

株式保有割合が高いと、株価が上昇する局面では「資産効果」によって個人消費の増加に寄与するが、株価が下落する局面では「逆資産効果」によって個人消費の押し下げ要因となる。株式保有割合が上昇すると個人消費のボラティリティが高まる可能性はあるのだろうか？株式保有割合と個人消費の分散の関係を確認すると（**図表 26** 右上）、株式保有割合が高い国ほど個人消費の分散が大きくなるという関係性は見られなかった。これは、個人消費の変動に最も大きな影響を与えるのはあくまで所得であり、所得と株価の動きが必ずしも連動しないためだと思われる。

また、家計金融資産に占める株式の割合と所得格差の関係を見ると（**図表 26** 下）、こちらも有意な相関関係は確認できなかった。つまり、少なくとも国際比較という観点においては、家計金融資産の株式シフトが進むことで、所得格差が拡大するという関係にはないのである。

図表 26:OECD 諸国における家計の株式の保有と個人消費、格差の関係



（注）左上図、右上図のデータは2000年～2012年平均。下図のデータは2012年。
（出所）OECD統計より大和総研作成

デフレ脱却後は預金の魅力が低下する

最後に、「アベノミクス」の下で、現預金は実質的にどの程度、価値が下がる恐れがあるのかという点について考察したい。**図表 27** は、2014 年 1 月に公表された政府の経済見通し(中長期の経済財政に関する試算)を前提としたうえで、家計の実質預金残高についてシミュレーションを行ったものである。

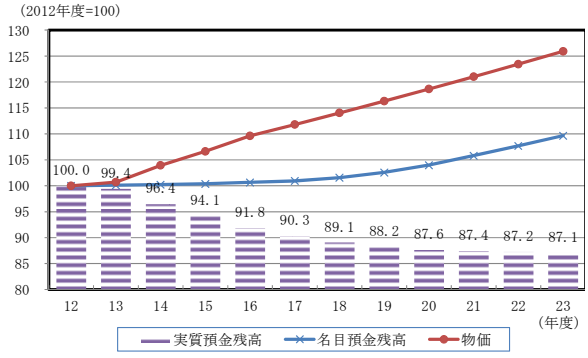
「アベノミクス」が着実に成果を上げ、「経済再生ケース」が実現したとすると、実質預金残高は 10%程度減少する可能性がある。インフレの進行に伴い日本銀行は段階的に利上げを行うとみられるが、利上げのペースは緩やかであることが想定されるため、預金金利の上昇幅はインフレ率よりも低くなると予想される。このため、「経済再生ケース」では、インフレの進行に伴い、実質的な預金残高は減少してしまうことになるのだ。

次に、「参考ケース」に沿って経済が成長した場合についても見てみよう。結論としては、この場合でも、実質的な預金残高は減少してしまう。「参考ケース」では、2%に届かないマイルドなインフレが継続することを見込んでいる。この場合、日銀は 2%の物価目標の達成に向け、コールレートを長期間低位で安定させることが見込まれる。このため、預金金利についても、マイルドなインフレにより若干の上昇圧力がかかるものの、低金利政策が継続することから、総じて低位で推移することが予想される。従って、「参考ケース」においても、実質預金残高は減少してしまうのである。

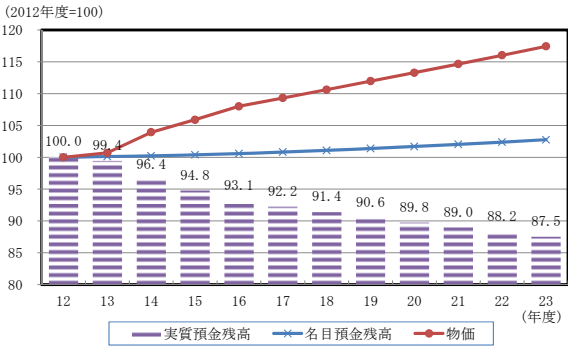
上記のシミュレーション結果は、「アベノミクス」による経済成長を前提とすると、現預金の魅力はデフレ期に比べて大幅に低下することを意味する。実質的な資産残高を維持または増やしていくためには、預金の一部をインフレヘッジできる、株式などの資産への投資に振り向ける必要があるのではないだろうか。

以上を総括すると、今後「アベノミクス」の効果でインフレが進行するとみられるなか、わが国は「貯蓄から投資へ」という潮流を加速する必要があるといえよう。

図表 27：家計の実質預金残高(左：経済再生ケース、右：参考ケース)



(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成



(出所) 内閣府、日本銀行統計より大和総研作成

3.2 課題②：少子化に歯止めをかける

少子化の主因は、婚姻率の低下

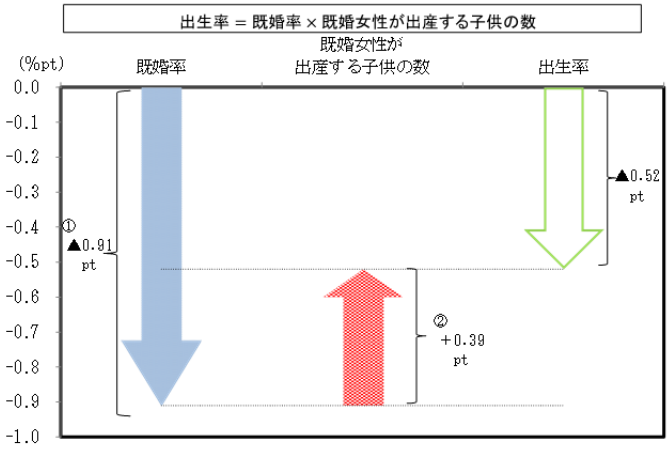
本章で取り上げる第二の課題は、少子化に歯止めをかけることである。

日本経済が長期的に成長を続けるためには、少子化に歯止めをかけなければならないことは間違いない。そもそも、少子化の主因は何なのであろうか？

図表 28・図表 29 は、合計特殊出生率の要因分解を行ったものである。1975 年から 2010 年までで、合計特殊出生率は実に 0.52pt 低下している。しかし、そのうちのほとんどが、婚姻率の低下による既婚者数の減少に起因するものである。これに対して、既婚女性が生涯に出産する子供の数はむしろ増加しているのだ。

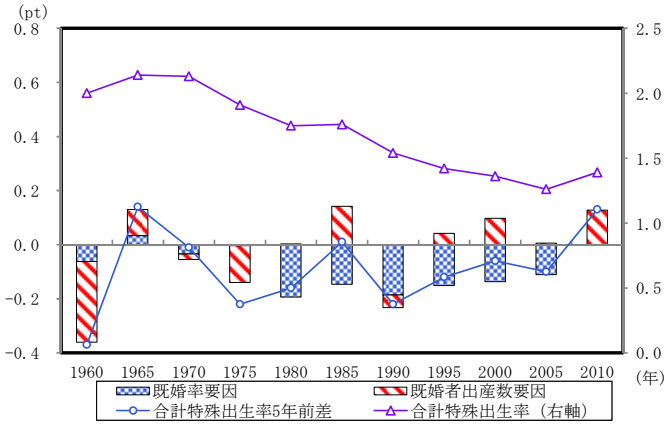
図表 30 は、年齢ごとの既婚者の割合を 5 年ごとに比較したものである。この図表を見れば、晩婚化が徐々に進んでいること、婚姻率が低下していること、などが分かるだろう。

図表 28： 出生率の変動要因（1975 年～2010 年）



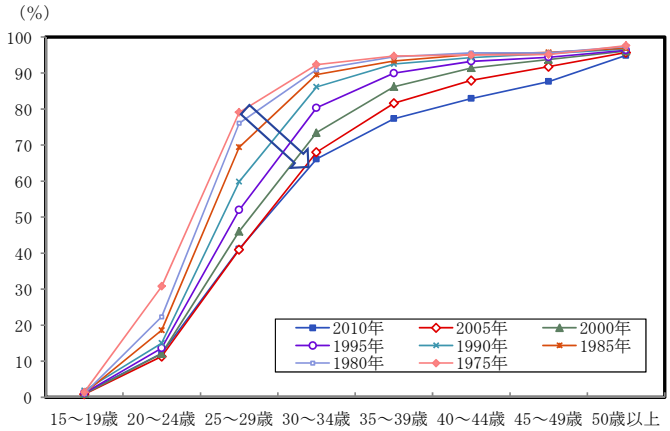
（出所）厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表 29： 合計特殊出生率の要因分解



（出所）厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表 30：女性の年齢別既婚率の推移



（出所）総務省統計より大和総研作成

婚姻率低下の背景には、将来不安や貧困の問題がある可能性

わが国で婚姻率が低下している背景には、将来不安や貧困の問題があるものと推察される。

図表 31 に示した通り、少なくとも現象面として見た場合、わが国では「25～34 歳（男性）の非正規雇用者比率」の上昇と「婚姻率」の低下が同時進行している。

婚姻率に歯止めをかける具体的な処方箋としては、以下のような方策が考えられるだろう。

第一に、女性の活用を積極化し、社会進出を加速させることが重要だ。女性の社会進出が進めば、将来的に「ダブルインカム」になる家計が増加することなどから、婚姻率に対しても好影響を与えることが期待されるからである。

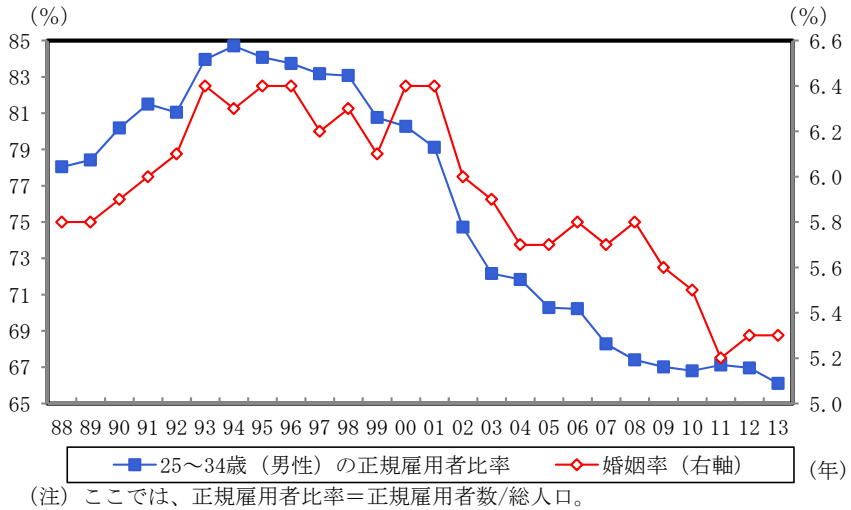
第二に、社会保障制度の抜本的な改革を通じて、将来不安を減らすことがカギになる。わが国の財政構造は「中福祉・低負担」から、徐々に「高福祉・低負担」へと近付きつつある。今後の社会保障制度改革の基本的な方向性は、経済情勢や出生率の動向などにかかわらず、年金の「保険料」と「給付額」の均衡を自動的に維持する仕組みを導入することである。

具体的には、①年金支給開始年齢の引き上げ、②賃金や物価の伸びよりも年金額の伸びを抑えることで年金給付額を削減する「マクロ経済スライド」の発動、③年金所得に対する所得税課税の強化、などが検討課題になるだろう。

第三に、正規労働者と非正規労働者の間の不公正な格差を解消することが喫緊の課題となる。その際、最も重要な視点は「同一価値労働・同一賃金の原則」を貫くことだ。逆に、非正規労働者を強制的に正規労働者に転換しようとすれば、結果的に雇用が海外に流出し、非正規労働者をより一層苦境に追い込むことになりかねない。

第四に、厳しい予算制約の下ではあるが、財政面で少子化対策をサポートする選択肢も排除するべきではなかろう。例えば、少子化に歯止めをかけることに成功したスウェーデンやフランスでは、名目 GDP 比で 2%程度の予算措置が講じられている。

図表 31：25～34 歳（男性）の正規雇用者比率と婚姻率



（注）ここでは、正規雇用者比率＝正規雇用者数/総人口。
（出所）総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

女性の労働力人口の増加が人手不足を緩和

なお、高齢化に伴い人手不足が深刻化するなかで、女性の労働力人口比率が上昇していることはポジティブな要因の一つである。

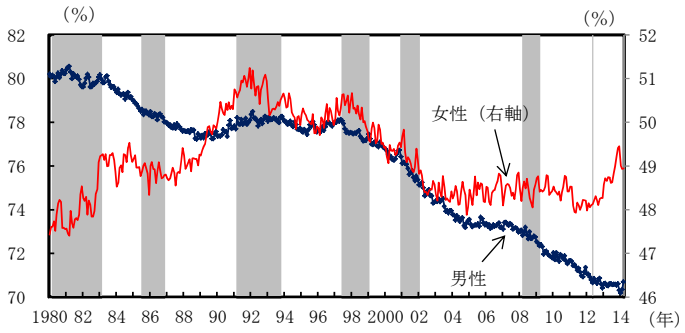
図表 32 は、男女別の労働力人口比率の推移を示したものである。1980 年代後半に男女雇用機会均等法が施行され、女性の労働力人口比率が急上昇した後、男女の労働力人口比率はほぼ連動した動きをしていた。しかし、男性の労働力人口が減少を始めた 2000 年以降になると、男性の労働力人口比率が低下を続けるなか、女性の労働力人口比率は横ばい圏での推移を続けた。労働力人口自体で見ても、その傾向は見て取れる。**図表 33** を見ると、男性の労働力人口が減少を続ける一方で、女性の労働力人口はほぼ横ばい圏で推移している。

足下で女性の労働力人口比率が急上昇

こうした傾向は、足下でさらに顕著である。2013 年以降、女性の労働力人口比率が大幅に上昇しているのだ。この背景には、20 代～30 代の女性の就業率が上昇していることに加えて、40 代～50 代の女性が労働市場に復帰する動きが加速していることがある。つまり、幅広い世代で女性の労働参加が活発化しているのである。

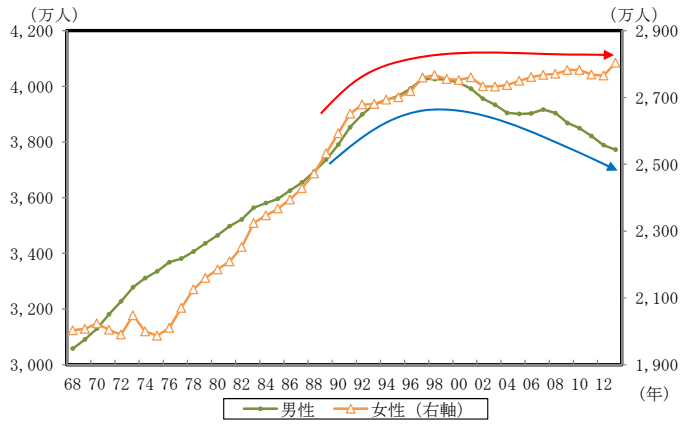
1990 年代のピーク時には、女性の労働力人口比率は 51%程度であったことを考えれば、今後も女性の労働力人口比率は上昇が続く可能性が高いと言えるだろう。女性の活躍を促す政策や企業の努力が進めば、女性の労働参加はさらに進み、労働市場における人手不足を一定程度緩和する効果を持つとみられる。

図表 32： 男女別労働力人口比率



(注) シャドーは景気後退期。なお、2012年4月が暫定の山として認定されている。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 33：男女別労働力人口の推移



(出所) 総務省統計より大和総研作成

女性の就業率の上昇は、産業構造の変化による部分が大きい

女性の労働力人口比率の上昇と同時に、就業者数全体に占める女性の割合も上昇が続いている。

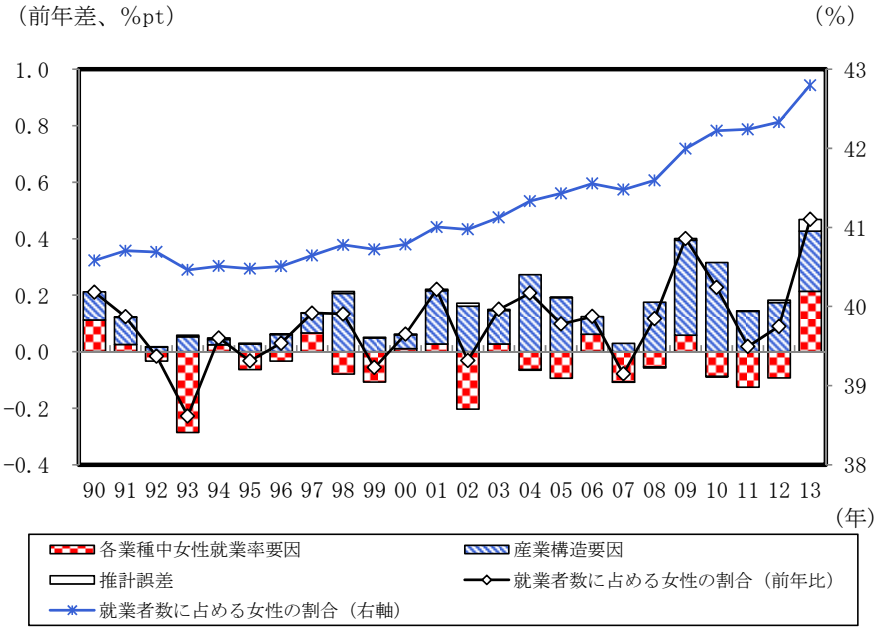
図表 34 は、就業者数に占める女性の割合の推移を示した上で、その変化幅を要因分解したものである。これを見ると、就業者数に占める女性の割合は上昇が続いているが、その要因のほとんどは「産業構造要因」であることが分かる。

すなわち、各個別業種においては、就業者数に占める女性の割合はほとんど変化していない。しかし、就業者数に占める女性の割合の高い産業が、そうでない産業に比べて成長率が高く、就業者数の増加も著しいため、結果として女性の就業者数が増加しているのである。

裏を返せば、労働市場における女性の存在感の高まりは、あくまで産業構造の変化によるところが大きいということだ。個別の企業や業界という視点で見れば、女性を積極的に登用しようとする動きはあまり進んでいないとの解釈もできよう。

しかし、今後も男性の労働力人口の減少が見込まれるなかで、女性の労働力を活かすことができなければ、日本経済は今よりも深刻な人手不足に悩まされることになるだろう。日本経済の成長をより確かなものにするためにも、女性の活躍は不可欠である。安倍政権は女性の活躍促進を政策の目玉の一つとして掲げているが、政府だけではなく民間企業としても、女性を積極的に登用するような動きや、働きやすい環境を整える制度設計を行うことが重要になる。わが国にとっては、官民を挙げて女性の活躍を促進するべく改革を断行していくことが急務なのである。

図表 34：就業者数に占める女性の割合の変化の要因分解



（注）就業者数に占める女性の割合をP、業種iの就業者数をw_i、
業種iにおける就業者中の女性の割合をp_iとおくと、$P = \sum_i w_i \times p_i$ と表せる。
このとき、$\Delta P \fallingdotseq \sum_i \Delta w_i \times p_i + \sum_i w_i \times \Delta p_i$
ここでは、右辺第1項を産業構造要因、右辺第2項を各業種中女性就業率要因とした。
（出所）総務省統計より大和総研作成

4. 日本経済が抱える 4 つのリスク要因

日本経済が抱える 4 つのリスク要因

本章では、日本経済が抱える 4 つのリスク要因について考察する。

今後の日本経済のリスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要だ。特に当社は、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。

以下では、上記の 4 つのリスクのなかで、特に重要度が高い「①新興国市場の動揺」「②中国の『シャドーバンキング』問題」についてのみ、より一層掘り下げた分析を行っていこう。

4.1 リスク要因①：新興国市場の動揺

最初に、「新興国市場の動揺」について検証したい。

世界の景気サイクルを見ると、過去の局面では米国を中心とする先進国経済が、新興国経済変動の原動力となってきたが、足下では、「先進国＝好調。新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。当社は、今回の「デカップリング」発生の原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念、の 3 点だと考えている。最終的に、米国経済の拡大が続くなかで、新興国経済の底割れは回避される見通しであるが、とりわけ中国経済の動向には細心の注意が必要であると言えよう。

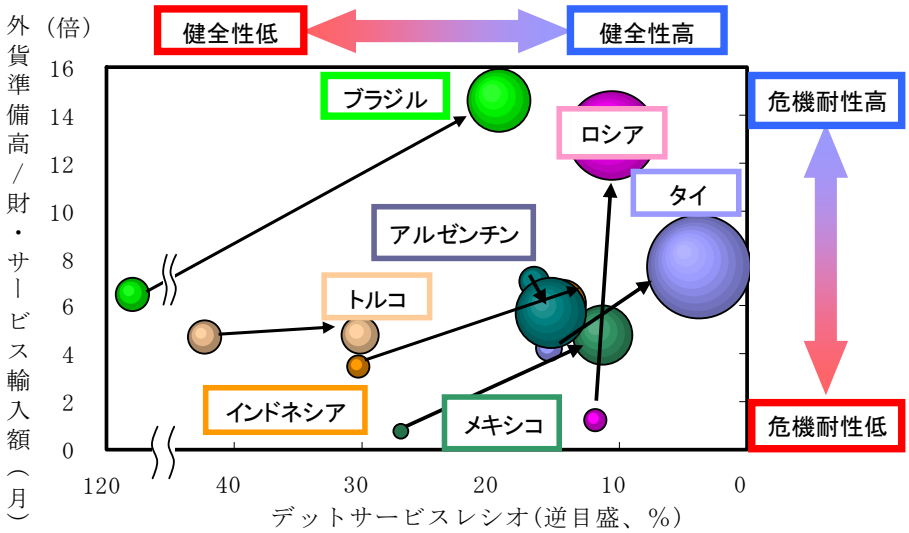
深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

当社は、1997 年に発生した「アジア通貨危機」のような、深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的とみている。

図表 35 は、金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものである。各国とも過去の金融危機の教訓から、外貨準備を大幅に積み増している。絶対額が増加しているだけではなく、外貨準備の財・サービス輸入額（図表中の縦軸）や短期資本（図表中の丸の大きさ）に対する比率を見ても、各国ともおおむね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオに関しても、各国とも危機発生時からおおむね低下（改善）している。

この図表を見る限り、2014 年 1 月以降の世界的な金融市場混乱の発火点となったアルゼンチンは、数少ない例外だと捉えるべきであろう。新興国全体でみれば、ファンダメンタルズは着実に改善しているのである。

図表 35：新興国の危機耐性



（注1）矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。
（注2）危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。
（注3）丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。
（丸が大きいほど、危機耐性が高い）
（出所）Haver Analyticsより大和総研作成

米国の出口戦略は、日本経済にとってプラス

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

当社は、米国が出口戦略を講じることは、日本経済にとってプラスとなる面の方が大きいと考えている。出口戦略が講じられれば、米国の長期金利は実体経済の回復を反映する形で緩やかに上昇していく可能性が高い。**図表 36** は米国の長期金利と TOPIX の推移を見たものである。両者はおおむね連動する形で推移している。

それでは、なぜ米国の長期金利と日本株が連動するのであろうか？

これには 2 つの理由がある。

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

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

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

図表 36：米国 10 年債利回りと TOPIX の推移

（出所）東京証券取引所、FRBより大和総研作成

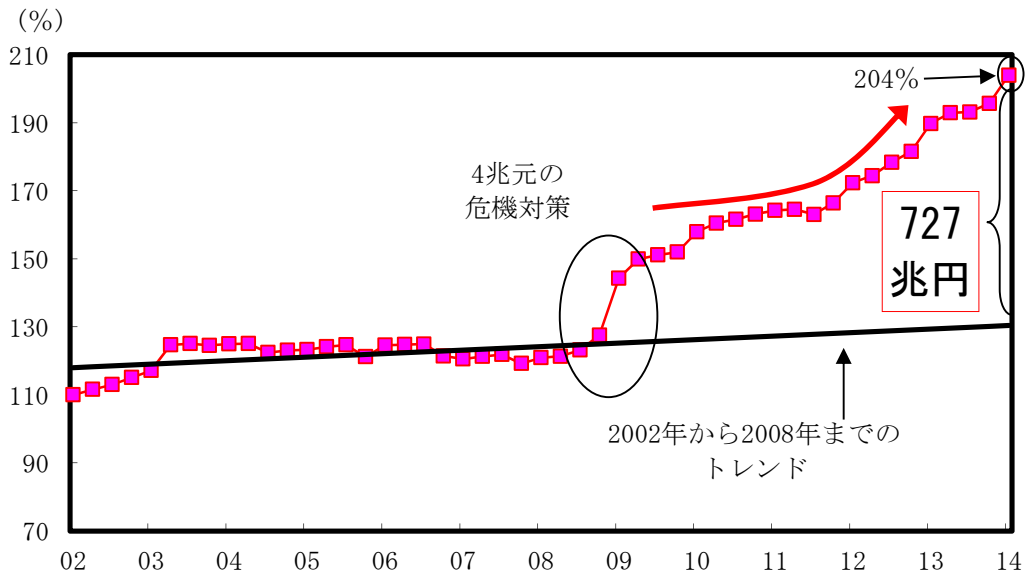
4.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

最後に、中国における「シャドーバンキング」問題について検証しておこう。

中国では、リーマン・ショックへの危機対応以降、過剰融資が問題になっている。**図表 37** は中国の社会融資総量のストック総額を試算したものである。2009 年以降、それまでのトレンドから大きく上振れした融資総量は拡大を続けており、2014 年 3 月末時点で名目 GDP 比 204%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 727 兆円程度が過剰融資と考えることもできるが、このうちの何割かが不良債権となって焦げ付く場合、将来的に中国経済やグローバルな金融市場が大きく動揺する可能性がある。とりわけ、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.5 兆ドル程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国で長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きから円高が進行、といったリスクシナリオには要注意であろう。

図表 37：中国の社会融資総量残高 GDP 比



（注）2002年3月末時点の社会融資総量の残高を貸出残高の1.1倍と仮定した。
（出所）中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響は？

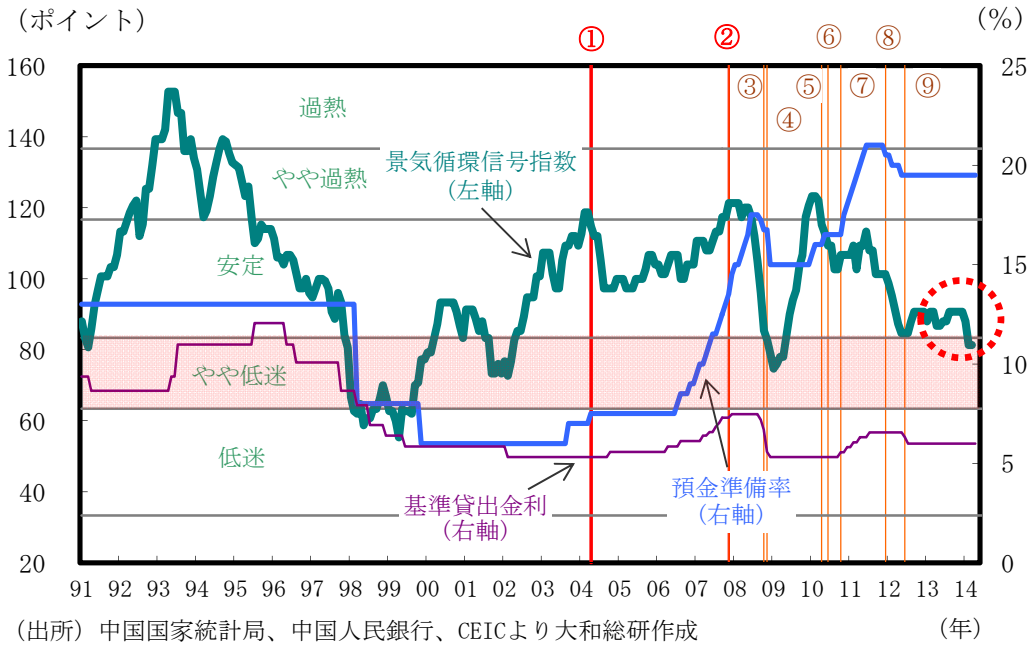
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

図表 38 で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済は下振れリスクが払拭できない状態が続いている。同指数は 2010 年 2 月の 123.3 をピークに低下し、足下では景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）を割り込んでいる。とはいえ、今後は、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様、一定の景気下支え策が発動され、最終的に景気の底割れは何とか回避される可能性が高いだろう。

「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。10 年に一度の政治指導者交代の局面で、景気の底割れだけは何としても避けたいとの思惑が働くとみるのが自然だ。中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう 1～2 年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能である。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」がとられていることも、中国経済の短期的な底割れを防ぐ要因となるだろう。実際、グローバルな金融市場では、李克強首相の発言などを材料に、「当面中国の実質 GDP 成長率の下限は＋7%程度」とみる向きが増加している。

図表 38：中国：景気循環信号指数



（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成

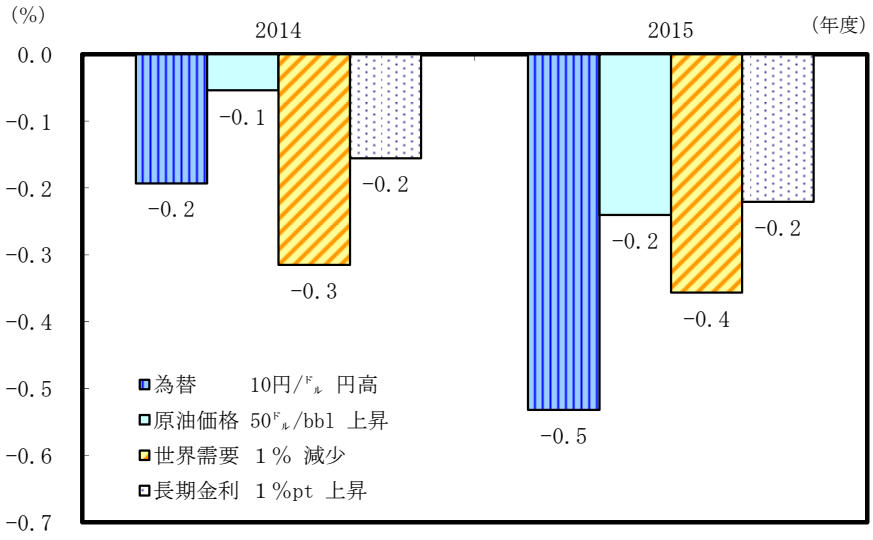
①2004/4	総量規制強化	⑥2010/6	人民元の弾力化
②2007/10	総量規制強化	⑦2010/10～2011/7	利上げ
③2008/10	総量規制緩和	⑧2011/12～	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑨2012/6 ～	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化		

5. 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 2014 年 7-9 月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】		【シミュレーション】
・為替レート	：2014-15 年度；100.5 円/ﾄﾞﾙ，100.0 円/ﾄﾞﾙ	⇒ 各四半期 10 円/ﾄﾞﾙ円高
・原油(WTI)価格	：2014-15 年度；100.0 ﾄﾞﾙ/bbl，100.0 ﾄﾞﾙ/bbl	⇒ 各四半期 50 ﾄﾞﾙ/bbl 上昇
・世界経済成長率	：2014-15 暦年；3.4%，3.9%	⇒ 各四半期 1%低下
・長期金利	：2014-15 年度；0.67%，0.84%	⇒ 各四半期 1%pt 上昇

図表 39：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

5.1 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 2014 年度で▲0.2%、2015 年度で▲0.5%縮小する。

5.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 50 ﾄﾞﾙ/bbl 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 2014 年度で▲0.1%、2015 年度で▲0.2%縮小させることになる。

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

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

5.3 世界需要の減少

世界需要（GDP）が 1%減少した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2014 年度で▲0.3%、2015 年度で▲0.4%縮小することになる。

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

5.4 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、2014 年度で▲0.2%、2015 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。そのような時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 40：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50$/bbl上昇	
	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度
名目ＧＤＰ	2.6	2.5	2.1 (-0.5)	2.2 (-0.8)	2.4 (-0.2)	2.4 (-0.3)
実質ＧＤＰ	**1.0**	**1.5**	**0.8 (-0.2)**	**1.1 (-0.5)**	**0.9 (-0.1)**	**1.3 (-0.2)**
ＧＤＰデフレーター	1.6	1.0	1.3 (-0.3)	1.0 (-0.3)	1.5 (-0.2)	1.1 (-0.1)
全産業活動指数	0.1	2.0	-0.3 (-0.4)	1.8 (-0.6)	0.2 (0.1)	1.9 (-0.0)
鉱工業生産指数	4.1	6.2	2.7 (-1.4)	5.5 (-2.0)	4.1 (-0.0)	5.8 (-0.4)
第3次産業活動指数	-0.6	1.0	-0.9 (-0.3)	0.8 (-0.4)	-0.5 (0.1)	1.0 (0.1)
国内企業物価	3.4	2.0	2.4 (-1.0)	1.6 (-1.3)	4.2 (0.7)	2.2 (0.9)
消費者物価	2.9	1.7	2.8 (-0.2)	1.6 (-0.3)	3.1 (0.1)	1.7 (0.2)
失業率	3.6	3.5	3.6 (0.0)	3.5 (0.0)	3.6 (0.0)	3.5 (0.1)
貿易収支（兆円）	-12.4	-10.8	-11.9 (0.5)	-10.1 (0.7)	-14.0 (-1.6)	-12.6 (-1.8)
経常収支（億ドル）	6	337	195 (189)	314 (-23)	-56 (-62)	270 (-67)
経常収支（兆円）	0.1	3.4	1.7 (1.6)	3.2 (-0.2)	-0.6 (-0.6)	2.7 (-0.7)
実質ＧＤＰの内訳						
民間消費	-0.4	1.1	-0.4 (-0.0)	1.0 (-0.1)	-0.4 (-0.1)	1.1 (-0.0)
民間住宅投資	-1.1	-1.4	-1.3 (-0.2)	-1.7 (-0.5)	-1.2 (-0.0)	-1.6 (-0.3)
民間設備投資	6.6	4.9	5.8 (-0.8)	4.1 (-1.5)	6.6 (0.0)	3.5 (-1.3)
政府最終消費	1.1	1.0	1.2 (0.1)	1.1 (0.2)	1.1 (-0.0)	0.9 (-0.1)
公共投資	-3.6	-11.4	-3.1 (0.5)	-11.2 (0.7)	-3.9 (-0.4)	-11.5 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	7.9	7.8	7.5 (-0.4)	7.2 (-1.0)	7.8 (-0.1)	7.4 (-0.5)
財貨・サービスの輸入	6.1	4.9	5.8 (-0.3)	5.5 (0.4)	5.9 (-0.2)	4.1 (-1.0)

	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50$/bbl上昇	
	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度	2014年度	2015年度
名目ＧＤＰ	2.3 (-0.3)	2.5 (-0.4)	2.4 (-0.2)	2.5 (-0.2)	2.6 (0.0)	2.6 (0.1)
実質ＧＤＰ	**0.7 (-0.3)**	**1.4 (-0.4)**	**0.8 (-0.2)**	**1.4 (-0.2)**	**1.0 (0.0)**	**1.5 (0.0)**
ＧＤＰデフレーター	1.6 (-0.0)	1.0 (-0.0)	1.6 (0.0)	1.0 (-0.0)	1.6 (-0.0)	1.1 (0.1)
全産業活動指数	-0.1 (-0.2)	2.0 (-0.2)	0.0 (-0.1)	2.0 (-0.1)	0.4 (0.3)	2.1 (0.3)
鉱工業生産指数	3.2 (-0.9)	6.2 (-0.9)	3.9 (-0.3)	6.0 (-0.4)	4.8 (0.7)	6.1 (0.6)
第3次産業活動指数	-0.7 (-0.1)	1.0 (-0.1)	-0.6 (-0.1)	1.0 (-0.1)	-0.4 (0.2)	1.1 (0.3)
国内企業物価	3.4 (-0.0)	1.9 (-0.1)	3.4 (0.0)	1.9 (-0.0)	4.7 (1.2)	2.3 (1.6)
消費者物価	2.9 (-0.0)	1.7 (-0.0)	2.9 (0.0)	1.7 (-0.0)	3.2 (0.2)	1.8 (0.3)
失業率	3.6 (-0.0)	3.5 (0.0)	3.6 (0.0)	3.5 (0.0)	3.6 (-0.0)	3.5 (0.1)
貿易収支（兆円）	-12.8 (-0.4)	-11.1 (-0.3)	-12.2 (0.2)	-10.1 (0.7)	-14.2 (-1.8)	-12.9 (-2.1)
経常収支（億ドル）	39 (33)	353 (15)	111 (105)	175 (-162)	-151 (-157)	282 (-55)
経常収支（兆円）	0.4 (0.3)	3.5 (0.2)	1.1 (1.1)	1.7 (-1.6)	-1.4 (-1.4)	2.8 (-0.6)
実質ＧＤＰの内訳						
民間消費	-0.4 (-0.1)	1.1 (-0.0)	-0.4 (-0.0)	1.1 (-0.0)	-0.4 (-0.0)	1.1 (0.0)
民間住宅投資	-1.2 (-0.1)	-1.6 (-0.4)	-1.7 (-0.5)	-1.5 (-0.7)	-1.1 (0.0)	-1.5 (-0.1)
民間設備投資	6.4 (-0.2)	4.6 (-0.5)	5.6 (-1.0)	4.3 (-1.6)	7.1 (0.4)	3.8 (-0.6)
政府最終消費	1.1 (0.0)	1.0 (0.0)	1.1 (0.0)	1.0 (0.0)	1.1 (-0.0)	0.8 (-0.2)
公共投資	-3.6 (0.0)	-11.4 (0.1)	-3.6 (-0.0)	-11.4 (0.0)	-4.2 (-0.6)	-11.6 (-0.8)
財貨・サービスの輸出	6.2 (-1.6)	7.9 (-1.6)	7.9 (-0.0)	7.8 (-0.0)	8.0 (0.1)	7.7 (-0.0)
財貨・サービスの輸入	5.8 (-0.3)	4.9 (-0.3)	5.7 (-0.3)	4.6 (-0.6)	6.0 (-0.1)	3.7 (-1.1)

（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

6. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
名目国内総支出(兆円)	474.9	470.3	471.0	474.5	478.6	479.5	480.5	486.5	472.6	481.7	473.8	478.2
前期比%	-1.0	-1.0	0.2	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2				
前期比年率%	-3.9	-3.9	0.6	3.1	3.5	0.8	0.8	5.1				
前年同期比%	2.1	-1.0	-1.0	-1.0	0.7	1.9	2.1	3.0	-0.2	1.9	0.5	0.9
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	518.7	514.7	515.0	521.2	525.8	527.4	527.9	535.5	517.5	529.4	517.4	525.5
前期比%	-0.6	-0.8	0.1	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5				
前期比年率%	-2.2	-3.0	0.2	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9				
前年同期比%	3.2	-0.2	-0.3	0.1	1.3	2.4	2.5	3.0	0.7	2.3	1.4	1.6
内需寄与度（前期比）	-0.2	-0.2	0.2	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	1.4	2.8	2.3	1.9
外需寄与度（前期比）	-0.3	-0.6	-0.1	0.4	0.1	-0.5	-0.6	-0.3	-0.8	-0.5	-0.9	-0.3
ＧＤＰデフレーター（前年同期比%）	-1.1	-0.7	-0.7	-1.0	-0.6	-0.4	-0.4	0.0	-0.9	-0.4	-0.9	-0.6
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	96.6	96.2	96.1	96.5	97.1	97.6	97.9	99.5	96.2	98.0	96.5	97.3
前期比%	-0.2	-0.4	-0.0	0.4	0.6	0.5	0.3	1.6	0.2	1.9	1.2	0.8
鉱工業生産指数(2010=100)	99.1	95.9	94.1	94.6	96.1	97.8	99.6	102.5	95.8	98.9	97.8	97.0
前期比%	-2.1	-3.3	-1.8	0.5	1.6	1.7	1.8	3.0	-3.0	3.2	0.6	-0.8
第３次産業活動指数(2005=100)	99.0	99.0	99.3	99.8	100.1	100.2	100.0	101.7	99.2	100.5	99.3	100.0
前期比%	0.0	0.0	0.3	0.5	0.4	0.0	-0.2	1.7	0.8	1.3	1.4	0.7
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	100.9	100.2	100.1	100.9	101.6	102.4	102.6	102.8	100.5	102.4	100.6	101.9
前年同期比%	-1.0	-1.9	-1.0	-0.3	0.6	2.2	2.5	1.9	-1.0	1.8	-0.9	1.3
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	99.9	99.6	99.6	99.3	99.9	100.3	100.7	100.6	99.6	100.4	99.7	100.1
前年同期比%	-0.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	-0.2	0.8	-0.1	0.4
完全失業率(%)	4.4	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	4.3	3.9	4.3	4.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年物国債利回り(%)	0.85	0.78	0.76	0.66	0.77	0.73	0.64	0.61	0.56	0.64	0.80	0.74
マネーストック(Ｍ２、前年同期比%)	2.4	2.4	2.3	2.9	3.5	3.8	4.2	4.0	2.5	3.9	2.5	3.6
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-3.8	-5.3	-4.1	-7.8	-6.7	-9.3	-11.2	-15.2	-5.2	-10.9	-4.3	-8.8
経常収支(季調済年率、億ドル)	574	397	685	400	747	229	0	-546	508	79	587	331
経常収支(季調済年率、兆円)	4.6	3.1	5.6	3.7	7.4	2.3	0.0	-5.6	4.2	0.8	4.7	3.2
対名目ＧＤＰ比率(%)	1.0	0.7	1.2	0.8	1.5	0.5	0.0	-1.2	0.9	0.2	1.1	0.7
為替レート(￥/＄)	80.1	78.6	81.2	92.3	98.8	98.9	100.4	102.8	83.1	100.2	79.8	97.6
(￥/Ｅｕｒｏ)	101.2	98.2	108.2	122.0	129.6	130.7	139.9	140.3	120.7	141.7	114.7	145.1

(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

	2014			2015				2016	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)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (予)
名目国内総支出(兆円)	488.8	492.4	495.8	499.1	502.0	506.9	506.9	510.0	494.3	506.8	491.4	504.0
前期比%	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	1.0	0.0	0.6				
前期比年率%	1.9	3.0	2.7	2.7	2.3	4.0	0.0	2.4				
前年同期比%	2.2	2.7	3.1	2.4	2.7	2.9	2.3	2.3	2.6	2.5	2.8	2.6
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	529.8	533.1	535.9	538.6	541.2	545.9	539.9	542.4	534.6	542.5	534.0	541.5
前期比%	-1.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.9	-1.1	0.5				
前期比年率%	-4.2	2.5	2.1	2.1	1.9	3.6	-4.4	1.9				
前年同期比%	0.8	1.1	1.5	0.5	2.1	2.4	0.8	0.8	1.0	1.5	1.6	1.4
内需寄与度 (前期比)	-1.7	0.5	0.4	0.3	0.4	0.9	-1.5	0.2	0.7	0.9	2.1	0.9
外需寄与度 (前期比)	0.6	0.1	0.2	0.1	-0.0	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.6	-0.5	0.5
ＧＤＰデフレーター (前年同期比%)	1.4	1.6	1.6	1.9	0.5	0.5	1.5	1.5	1.6	1.0	1.1	1.1
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	97.3	98.0	98.4	98.9	99.6	101.1	99.6	100.2	98.1	100.1	98.3	99.8
前期比%	-2.1	0.6	0.4	0.5	0.7	1.4	-1.5	0.6	0.1	2.0	1.0	1.5
鉱工業生産指数(2010=100)	101.1	102.2	103.7	105.4	107.6	110.2	109.2	111.0	103.0	109.4	102.4	108.1
前期比%	-1.4	1.1	1.4	1.7	2.0	2.4	-0.9	1.7	4.1	6.2	5.5	5.6
第３次産業活動指数(2005=100)	99.4	99.9	100.1	100.3	100.7	101.9	100.3	100.7	99.9	100.9	100.2	100.8
前期比%	-2.3	0.5	0.2	0.2	0.4	1.2	-1.6	0.4	-0.6	1.0	0.2	0.6
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	105.5	105.7	106.0	106.2	106.5	106.9	108.9	109.3	105.8	107.9	105.0	107.1
前年同期比%	3.9	3.2	3.3	3.3	1.0	1.1	2.8	2.9	3.4	2.0	3.1	2.0
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.1	103.3	103.5	103.4	103.9	104.3	106.1	106.0	103.3	105.1	102.6	104.4
前年同期比%	3.1	2.9	2.9	2.9	0.9	1.0	2.5	2.5	2.9	1.7	2.6	1.8
完全失業率(%)	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5	3.6	3.5
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年物国債利回り(%)	0.62	0.65	0.68	0.72	0.76	0.81	0.87	0.92	0.67	0.84	0.64	0.79
マネーストック(Ｍ２、前年同期比%)	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.0	4.3	4.0	4.2
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-13.2	-12.8	-12.1	-11.5	-11.4	-11.9	-10.4	-9.5	-12.4	-10.8	-13.3	-11.3
経常収支(季調済年率、億ドル)	-191	-57	81	191	225	191	399	534	6	337	-178	252
経常収支(季調済年率、兆円)	-2.0	-0.6	0.8	1.9	2.2	1.9	4.0	5.3	0.1	3.4	-1.8	2.5
対名目ＧＤＰ比率(%)	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.8	1.0	0.0	0.7	-0.4	0.5
為替レート(￥/$)	102.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.5	100.0	101.2	100.0
(￥/Ｅｕｒｏ)	141.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.3	140.0	140.3	140.0

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
国内総支出	518.7	514.7	515.0	521.2	525.8	527.4	527.9	535.5	517.5	529.4	517.4	525.5
前期比年率%	-2.2	-3.0	0.2	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9				
前年同期比%	3.2	-0.2	-0.3	0.1	1.3	2.4	2.5	3.0	0.7	2.3	1.4	1.6
国内需要	509.0	507.8	508.8	512.6	516.3	520.2	523.4	532.3	509.6	523.5	508.8	518.1
前期比年率%	-0.8	-0.9	0.8	3.1	2.9	3.1	2.5	7.0				
前年同期比%	3.3	1.4	0.5	0.6	1.4	2.4	2.9	4.2	1.4	2.7	2.3	1.8
民間需要	388.9	387.7	388.1	390.2	391.8	394.0	396.6	405.9	388.7	397.4	388.2	393.1
前期比年率%	0.2	-1.2	0.4	2.2	1.7	2.2	2.6	9.8				
前年同期比%	4.0	1.4	-0.0	0.5	0.8	1.6	2.1	4.4	1.4	2.2	2.4	1.2
民間最終消費支出	308.1	306.6	308.0	311.2	313.4	314.1	315.3	321.8	308.4	316.2	307.3	313.5
前期比年率%	1.6	-1.9	1.8	4.2	2.9	0.9	1.5	8.5				
前年同期比%	3.0	0.9	0.7	1.5	1.8	2.4	2.3	3.5	1.5	2.5	2.0	2.0
民間住宅投資	13.2	13.5	13.8	14.0	14.1	14.6	15.2	15.7	13.6	14.9	13.3	14.5
前期比年率%	13.1	7.5	9.9	7.2	3.2	13.9	18.2	12.9				
前年同期比%	4.7	1.5	5.8	9.4	6.9	8.6	10.5	11.9	5.3	9.5	2.9	8.9
民間企業設備投資	69.9	68.8	68.5	67.2	67.9	68.4	69.3	72.7	68.5	69.7	69.2	68.1
前期比年率%	2.5	-6.4	-1.5	-7.6	4.1	2.9	5.8	21.0				
前年同期比%	8.4	3.8	-4.2	-3.3	-2.8	-0.8	1.1	8.4	0.8	1.7	3.7	-1.5
民間在庫品増加	-2.3	-1.1	-2.2	-2.2	-3.6	-3.0	-3.3	-4.3	-1.9	-3.5	-1.5	-3.0
公的需要	120.1	120.1	120.7	122.4	124.5	126.2	126.8	126.4	120.9	126.1	120.6	125.0
前期比年率%	-3.8	0.1	2.1	5.8	6.9	5.8	1.9	-1.4				
前年同期比%	1.1	1.3	2.4	0.9	3.5	5.0	5.5	3.4	1.4	4.3	1.9	3.7
政府最終消費支出	99.6	100.1	100.8	101.7	102.3	102.6	102.8	103.0	100.6	102.7	100.2	102.4
前期比年率%	-2.6	1.8	2.9	3.5	2.7	0.8	1.1	0.5				
前年同期比%	1.3	1.5	2.0	1.4	2.8	2.5	2.0	1.2	1.5	2.1	1.7	2.2
公的固定資本形成	20.5	20.0	19.9	20.8	22.2	23.7	24.0	23.4	20.3	23.4	20.4	22.7
前期比年率%	-7.9	-9.3	-0.9	19.3	28.3	30.4	4.8	-9.4				
前年同期比%	0.2	0.7	4.8	-0.7	8.2	19.0	20.8	11.9	1.3	15.3	2.8	11.4
公的在庫品増加	-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	10.6	7.5	6.4	8.9	10.0	7.7	5.3	5.3	8.4	7.1	9.1	8.0
財貨・サービスの輸出	84.2	80.9	78.4	81.7	84.1	83.6	83.9	89.0	81.3	85.2	82.0	83.4
前期比年率%	-2.1	-15.1	-11.6	18.1	12.1	-2.6	1.8	26.3				
前年同期比%	9.2	-4.8	-5.0	-3.3	0.0	3.2	7.0	8.9	-1.2	4.7	-0.1	1.7
財貨・サービスの輸入	73.6	73.4	72.0	72.8	74.1	75.9	78.7	83.7	72.9	78.1	72.9	75.4
前期比年率%	5.9	-1.4	-7.3	4.6	7.3	10.1	15.5	27.7				
前年同期比%	9.0	5.0	1.0	0.3	0.8	3.2	9.2	15.0	3.7	7.1	5.3	3.4
開差	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.5	-0.5	-0.8	-2.1	-0.4	-1.1	-0.5	-0.6

(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。

(2-b) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2014	2015						2016	年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (予)
国内総支出	529.8	533.1	535.9	538.6	541.2	545.9	539.9	542.4	534.6	542.5	534.0	541.5
前期比年率%	-4.2	2.5	2.1	2.1	1.9	3.6	-4.4	1.9				
前年同期比%	0.8	1.1	1.5	0.5	2.1	2.4	0.8	0.8	1.0	1.5	1.6	1.4
国内需要	523.5	526.1	528.0	529.7	531.8	536.5	528.6	529.7	527.0	531.8	527.7	531.7
前期比年率%	-6.4	2.0	1.4	1.3	1.6	3.6	-5.8	0.9				
前年同期比%	1.3	1.2	0.8	-0.5	1.6	2.0	-0.0	0.0	0.7	0.9	1.8	0.8
民間需要	397.2	399.6	401.4	403.4	406.3	411.6	403.9	405.1	400.5	406.9	401.1	406.3
前期比年率%	-8.4	2.4	1.8	2.1	2.9	5.3	-7.3	1.2				
前年同期比%	1.3	1.4	1.1	-0.6	2.2	3.0	0.6	0.6	0.8	1.6	2.0	1.3
民間最終消費支出	312.8	315.0	315.7	316.7	318.3	322.7	315.6	316.9	315.1	318.4	316.4	318.3
前期比年率%	-10.7	2.8	1.0	1.2	2.0	5.7	-8.5	1.7				
前年同期比%	-0.2	0.3	0.1	-1.7	1.8	2.4	-0.0	0.1	-0.4	1.1	0.9	0.6
民間住宅投資	15.0	14.5	14.7	14.9	15.2	15.4	14.2	13.3	14.7	14.5	14.9	14.9
前期比年率%	-17.5	-11.5	4.9	5.3	9.1	6.1	-27.7	-22.6				
前年同期比%	5.9	-0.7	-3.5	-5.2	1.6	6.4	-3.1	-10.3	-1.1	-1.4	3.0	-0.2
民間企業設備投資	73.1	73.7	74.6	75.6	76.7	77.8	78.1	78.9	74.3	77.9	73.5	77.0
前期比年率%	2.0	3.6	4.9	5.6	5.7	6.0	1.6	4.1				
前年同期比%	7.6	8.0	7.7	4.0	5.0	5.5	4.7	4.4	6.6	4.9	7.9	4.8
民間在庫品増加	-3.7	-3.7	-3.7	-3.8	-3.9	-4.4	-4.1	-4.1	-3.6	-4.0	-3.7	-4.0
公的需要	126.4	126.6	126.6	126.3	125.5	124.9	124.7	124.6	126.5	124.9	126.5	125.4
前期比年率%	-0.0	0.6	0.1	-1.0	-2.5	-1.9	-0.8	-0.1				
前年同期比%	1.4	0.3	-0.4	-0.2	-0.3	-1.2	-1.8	-1.6	0.3	-1.2	1.2	-0.9
政府最終消費支出	103.3	103.6	104.0	104.3	104.5	104.7	104.9	105.1	103.8	104.8	103.5	104.6
前期比年率%	1.4	1.3	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8				
前年同期比%	0.9	1.1	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1
公的固定資本形成	23.0	22.9	22.6	22.0	21.0	20.2	19.7	19.5	22.6	20.0	23.0	20.7
前期比年率%	-5.9	-2.5	-5.0	-10.7	-16.9	-14.6	-8.6	-4.8				
前年同期比%	4.0	-3.6	-5.9	-5.9	-9.0	-11.8	-12.7	-11.4	-3.6	-11.4	1.4	-9.7
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	7.8	8.5	9.4	10.4	10.9	10.9	12.8	14.1	9.0	12.2	7.8	11.3
財貨・サービスの輸出	89.9	91.1	92.4	94.1	96.0	98.0	100.0	102.2	91.9	99.1	90.6	97.0
前期比年率%	4.1	5.3	6.1	7.4	8.2	8.7	8.7	9.1				
前年同期比%	6.8	9.0	10.1	5.7	6.8	7.6	8.2	8.7	7.9	7.8	8.7	7.1
財貨・サービスの輸入	82.1	82.6	83.0	83.7	85.1	87.1	87.2	88.1	82.8	86.9	82.8	85.8
前期比年率%	-7.2	2.4	2.0	3.2	7.0	9.5	0.8	4.1				
前年同期比%	10.7	8.9	5.5	-0.0	3.7	5.3	5.1	5.3	6.1	4.9	9.9	3.5
開差	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5

(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。

(3-a) 名目国内総支出(兆円)

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
国内総支出	474.9	470.3	471.0	474.5	478.6	479.5	480.5	486.5	472.6	481.7	473.8	478.2
前期比年率%	-3.9	-3.9	0.6	3.1	3.5	0.8	0.8	5.1				
前年同期比%	2.1	-1.0	-1.0	-1.0	0.7	1.9	2.1	3.0	-0.2	1.9	0.5	0.9
国内需要	483.6	480.4	481.9	486.1	489.1	493.9	498.6	507.5	483.0	497.7	483.2	491.8
前期比年率%	-3.0	-2.6	1.3	3.5	2.5	4.0	3.9	7.3				
前年同期比%	2.4	0.4	-0.1	-0.2	1.1	2.7	3.5	4.9	0.6	3.0	1.6	1.8
民間需要	366.4	363.0	364.1	366.1	367.5	370.3	374.6	383.4	364.8	374.2	365.1	369.5
前期比年率%	-1.3	-3.7	1.2	2.2	1.5	3.1	4.7	9.8				
前年同期比%	3.3	0.4	-0.6	-0.3	0.3	2.0	2.8	5.2	0.6	2.6	1.7	1.2
民間最終消費支出	288.9	285.6	287.6	290.3	291.9	293.3	295.6	301.7	288.1	295.7	287.7	292.8
前期比年率%	-0.4	-4.5	2.8	3.8	2.2	1.9	3.2	8.5				
前年同期比%	2.2	-0.3	-0.0	0.5	1.1	2.6	2.8	4.1	0.6	2.7	1.2	1.8
民間住宅投資	13.6	13.8	14.2	14.6	14.8	15.4	16.2	16.8	14.0	15.8	13.7	15.3
前期比年率%	11.6	6.3	11.5	10.2	8.4	17.2	21.6	14.1				
前年同期比%	3.8	0.2	5.4	9.9	9.1	11.8	14.2	15.2	4.7	12.7	2.2	11.4
民間企業設備投資	66.2	64.8	64.6	63.4	64.4	65.0	66.1	69.1	64.7	66.3	65.3	64.7
前期比年率%	3.3	-8.3	-1.1	-7.1	6.4	4.0	7.0	19.2				
前年同期比%	8.4	3.2	-4.5	-3.3	-2.5	0.2	2.3	9.1	0.5	2.6	3.4	-0.9
民間在庫品増加	-2.3	-1.2	-2.3	-2.2	-3.7	-3.4	-3.4	-4.1	-1.9	-3.6	-1.6	-3.2
公的需要	117.2	117.4	117.9	120.0	121.6	123.6	124.0	124.0	118.1	123.5	118.0	122.3
前期比年率%	-8.0	0.9	1.4	7.5	5.6	6.5	1.5	0.0				
前年同期比%	-0.2	0.5	1.3	0.4	3.5	5.3	5.4	3.8	0.5	4.5	1.1	3.6
政府最終消費支出	96.1	96.8	97.3	98.5	98.6	98.8	98.6	99.2	97.1	98.8	96.9	98.6
前期比年率%	-7.4	3.1	2.0	5.1	0.3	0.9	-0.5	2.3				
前年同期比%	-0.2	0.7	0.7	0.8	2.6	2.1	1.2	0.9	0.5	1.7	0.9	1.7
公的固定資本形成	21.1	20.6	20.6	21.7	23.1	24.8	25.3	24.8	21.0	24.6	21.1	23.7
前期比年率%	-9.6	-9.5	0.3	21.5	29.0	34.0	8.2	-8.7				
前年同期比%	0.1	-0.1	4.6	-0.5	9.0	20.9	23.4	14.0	1.1	17.2	2.6	12.8
公的在庫品増加	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	0.0	-0.0	0.0	0.1	-0.0	0.0	0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-8.7	-10.2	-11.0	-11.5	-10.5	-14.3	-18.1	-20.9	-10.3	-16.0	-9.4	-13.6
財貨・サービスの輸出	71.3	68.3	67.7	74.2	77.9	78.4	79.7	83.7	70.4	79.9	69.8	77.6
前期比年率%	-2.5	-15.8	-3.4	44.1	21.2	2.6	6.7	22.0				
前年同期比%	5.7	-7.6	-4.2	3.8	9.0	14.6	17.8	12.8	-0.7	13.5	-2.1	11.2
財貨・サービスの輸入	80.0	78.5	78.7	85.7	88.4	92.7	97.8	104.6	80.8	95.9	79.2	91.2
前期比年率%	3.3	-7.3	1.2	40.6	12.9	21.1	23.6	31.2				
前年同期比%	7.2	1.2	1.5	8.2	10.3	17.9	24.5	22.1	4.5	18.7	4.7	15.2

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2014	2015						2016	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)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (予)
国内総支出	488.8	492.4	495.8	499.1	502.0	506.9	506.9	510.0	494.3	506.8	491.4	504.0
前期比年率%	1.9	3.0	2.7	2.7	2.3	4.0	0.0	2.4				
前年同期比%	2.2	2.7	3.1	2.4	2.7	2.9	2.3	2.3	2.6	2.5	2.8	2.6
国内需要	506.9	510.0	512.6	515.2	518.1	523.8	522.1	524.2	511.3	522.2	509.4	519.9
前期比年率%	-0.4	2.5	2.0	2.0	2.3	4.4	-1.3	1.6				
前年同期比%	3.5	3.3	2.7	1.5	2.2	2.8	1.7	1.8	2.7	2.1	3.6	2.0
民間需要	381.7	384.4	386.9	389.6	393.3	399.4	397.4	399.4	385.8	397.5	384.2	394.9
前期比年率%	-1.9	3.0	2.5	2.9	3.8	6.4	-2.0	2.0				
前年同期比%	3.8	3.8	3.2	1.6	3.0	3.9	2.6	2.7	3.1	3.0	4.0	2.8
民間最終消費支出	299.4	301.9	303.0	304.4	306.6	311.7	310.0	311.9	302.2	310.1	301.6	308.3
前期比年率%	-3.0	3.3	1.5	1.9	2.9	6.8	-2.1	2.5				
前年同期比%	2.5	3.0	2.5	0.8	2.4	3.2	2.3	2.5	2.2	2.6	3.0	2.2
民間住宅投資	16.2	15.7	15.9	16.2	16.6	16.9	15.7	14.8	16.0	16.0	16.2	16.3
前期比年率%	-12.8	-11.1	5.3	5.9	10.0	7.4	-24.8	-21.7				
前年同期比%	9.1	1.8	-1.7	-3.6	2.2	7.2	-1.5	-8.7	1.1	-0.2	5.6	1.0
民間企業設備投資	69.6	70.4	71.5	72.6	73.8	75.1	75.6	76.6	71.1	75.3	70.1	74.2
前期比年率%	2.8	4.7	6.2	6.8	6.7	6.9	2.8	5.5				
前年同期比%	8.0	8.4	8.1	5.1	6.1	6.6	5.8	5.5	7.2	6.0	8.4	5.9
民間在庫品増加	-3.5	-3.5	-3.5	-3.6	-3.7	-4.2	-3.9	-3.9	-3.5	-3.9	-3.6	-3.9
公的需要	125.2	125.6	125.8	125.6	124.9	124.4	124.7	124.8	125.5	124.6	125.2	124.9
前期比年率%	4.0	1.1	0.6	-0.6	-2.2	-1.6	1.0	0.4				
前年同期比%	2.8	1.6	1.3	1.0	0.1	-0.9	-1.0	-1.0	1.7	-0.7	2.4	-0.2
政府最終消費支出	100.7	101.2	101.6	102.0	102.3	102.6	103.3	103.6	101.4	103.0	100.7	102.6
前期比年率%	6.3	1.7	1.7	1.6	1.2	1.2	2.8	1.2				
前年同期比%	2.2	2.4	3.1	2.7	1.5	1.4	1.7	1.6	2.6	1.6	2.2	1.8
公的固定資本形成	24.5	24.4	24.1	23.5	22.5	21.7	21.3	21.1	24.1	21.6	24.4	22.3
前期比年率%	-4.9	-1.3	-3.9	-9.6	-15.9	-13.5	-7.2	-3.7				
前年同期比%	6.0	-2.0	-5.0	-4.8	-7.9	-10.8	-11.5	-10.3	-2.3	-10.3	2.9	-8.6
公的在庫品増加	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	-18.1	-17.6	-16.9	-16.1	-16.2	-16.8	-15.1	-14.2	-17.1	-15.6	-18.3	-16.0
財貨・サービスの輸出	84.7	86.0	87.6	89.5	91.6	93.7	96.0	98.4	87.0	94.9	85.6	92.7
前期比年率%	4.9	6.4	7.4	9.1	9.3	9.8	10.0	10.4				
前年同期比%	8.9	9.8	9.8	6.9	8.0	8.9	9.6	9.9	8.8	9.1	10.3	8.4
財貨・サービスの輸入	102.8	103.6	104.5	105.6	107.7	110.5	111.1	112.5	104.2	110.5	103.9	108.8
前期比年率%	-6.8	3.2	3.2	4.5	8.3	10.8	2.0	5.3				
前年同期比%	16.4	11.8	6.7	0.9	4.8	6.6	6.4	6.6	8.6	6.1	14.0	4.7

(注1) 四半期データの実額と前期比年率は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター(2005暦年=100)

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
国内総支出	91.6	91.4	91.4	91.0	91.0	90.9	91.0	90.9	91.3	91.0	91.6	91.0
前期比%	-0.4	-0.2	0.1	-0.4	-0.0	-0.1	0.1	-0.2				
前年同期比%	-1.1	-0.7	-0.7	-1.0	-0.6	-0.4	-0.4	0.0	-0.9	-0.4	-0.9	-0.6
民間最終消費支出	93.8	93.1	93.4	93.3	93.1	93.4	93.8	93.8	93.4	93.5	93.6	93.4
前期比%	-0.5	-0.7	0.2	-0.1	-0.2	0.3	0.4	-0.0				
前年同期比%	-0.8	-1.1	-0.7	-1.0	-0.7	0.2	0.4	0.6	-0.9	0.1	-0.8	-0.3
民間住宅投資	103.0	102.7	103.1	103.8	105.1	105.8	106.6	106.9	103.2	106.1	103.0	105.4
前期比%	-0.3	-0.3	0.4	0.7	1.2	0.7	0.7	0.3				
前年同期比%	-0.8	-1.3	-0.4	0.5	2.0	3.0	3.4	3.0	-0.5	2.9	-0.7	2.3
民間企業設備投資	94.6	94.2	94.3	94.4	94.9	95.1	95.4	95.0	94.4	95.1	94.4	94.9
前期比%	0.2	-0.5	0.1	0.1	0.5	0.3	0.3	-0.4				
前年同期比%	0.0	-0.6	-0.3	-0.0	0.3	1.0	1.2	0.7	-0.2	0.8	-0.3	0.6
政府最終消費支出	96.4	96.7	96.5	96.9	96.3	96.3	95.9	96.3	96.6	96.2	96.7	96.3
前期比%	-1.3	0.3	-0.2	0.4	-0.6	0.0	-0.4	0.4				
前年同期比%	-1.4	-0.7	-1.3	-0.6	-0.2	-0.3	-0.8	-0.4	-1.0	-0.4	-0.8	-0.5
公的固定資本形成	103.2	103.2	103.5	103.9	104.1	104.8	105.7	105.9	103.5	105.3	103.4	104.7
前期比%	-0.5	-0.1	0.3	0.4	0.1	0.7	0.8	0.2				
前年同期比%	-0.1	-0.9	-0.2	0.2	0.8	1.6	2.1	1.9	-0.2	1.7	-0.2	1.2
財貨・サービスの輸出	84.7	84.5	86.4	90.8	92.6	93.8	94.9	94.1	86.6	93.9	85.1	93.1
前期比%	-0.1	-0.2	2.2	5.1	2.0	1.3	1.2	-0.9				
前年同期比%	-3.2	-2.9	0.9	7.3	9.0	11.0	10.1	3.6	0.5	8.4	-2.0	9.4
財貨・サービスの輸入	108.6	107.0	109.4	117.8	119.3	122.2	124.2	125.1	110.7	122.8	108.6	121.0
前期比%	-0.6	-1.5	2.2	7.7	1.3	2.4	1.7	0.7				
前年同期比%	-1.7	-3.6	0.5	7.8	9.4	14.2	13.9	6.2	0.8	10.9	-0.6	11.4

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-b) デフレーター(2005暦年=100)

	2014	2015						2016	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)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (予)
国内総支出	92.3	92.4	92.5	92.7	92.8	92.9	93.9	94.0	92.5	93.4	92.0	93.1
前期比%	1.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	1.1	0.1				
前年同期比%	1.4	1.6	1.6	1.9	0.5	0.5	1.5	1.5	1.6	1.0	1.1	1.1
民間最終消費支出	95.7	95.8	96.0	96.1	96.3	96.6	98.2	98.4	95.9	97.4	95.3	96.8
前期比%	2.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	1.7	0.2				
前年同期比%	2.8	2.6	2.4	2.5	0.6	0.8	2.4	2.4	2.6	1.5	2.1	1.6
民間住宅投資	108.4	108.5	108.6	108.7	108.9	109.3	110.4	110.7	108.5	109.8	108.0	109.3
前期比%	1.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	1.0	0.3				
前年同期比%	3.1	2.5	1.9	1.7	0.6	0.7	1.7	1.8	2.3	1.2	2.5	1.2
民間企業設備投資	95.2	95.5	95.8	96.0	96.3	96.5	96.8	97.1	95.7	96.7	95.4	96.4
前期比%	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4				
前年同期比%	0.4	0.4	0.4	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	0.6	1.1	0.5	1.0
政府最終消費支出	97.5	97.6	97.7	97.8	97.9	98.0	98.5	98.6	97.6	98.2	97.3	98.0
前期比%	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.1				
前年同期比%	1.3	1.3	1.9	1.4	0.4	0.4	0.8	0.8	1.5	0.6	1.1	0.7
公的固定資本形成	106.1	106.5	106.8	107.1	107.4	107.8	108.2	108.5	106.7	108.0	106.3	107.6
前期比%	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3				
前年同期比%	2.0	1.6	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.5	1.2
財貨・サービスの輸出	94.3	94.5	94.8	95.2	95.4	95.6	95.9	96.2	94.7	95.8	94.4	95.6
前期比%	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3				
前年同期比%	2.0	0.7	-0.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	0.9	1.2	1.5	1.2
財貨・サービスの輸入	125.2	125.5	125.8	126.2	126.6	127.0	127.4	127.7	125.7	127.2	125.4	126.8
前期比%	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3				
前年同期比%	5.1	2.7	1.1	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2	2.4	1.2	3.7	1.1

(注1) 四半期データの指数と前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-a) 実質経済成長率に対する寄与度

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
1. 前期比%												
実質ＧＤＰ成長率	-0.6	-0.8	0.1	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	0.7	2.3	1.4	1.6
国内需要	-0.2	-0.2	0.2	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	1.4	2.8	2.3	1.9
民間需要	0.0	-0.2	0.1	0.4	0.3	0.4	0.5	1.8	1.1	1.7	1.9	1.0
民間最終消費支出	0.2	-0.3	0.3	0.6	0.4	0.1	0.2	1.3	0.9	1.5	1.2	1.2
民間住宅投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.3
民間企業設備投資	0.1	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.7	0.1	0.2	0.5	-0.2
民間在庫品増加	-0.4	0.3	-0.2	0.0	-0.3	0.1	-0.0	-0.2	-0.1	-0.3	0.1	-0.3
公的需要	-0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4	0.1	-0.1	0.4	1.1	0.5	0.9
政府最終消費支出	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4
公的固定資本形成	-0.1	-0.1	-0.0	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.1	0.7	0.1	0.5
公的在庫品増加	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.3	-0.6	-0.1	0.4	0.1	-0.5	-0.6	-0.3	-0.8	-0.5	-0.9	-0.3
財貨・サービスの輸出	-0.1	-0.6	-0.4	0.6	0.4	-0.1	0.1	1.0	-0.2	0.7	-0.0	0.2
財貨・サービスの輸入	-0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-1.3	-0.6	-1.2	-0.9	-0.6
2. 前年同期比%												
実質ＧＤＰ成長率	3.2	-0.2	-0.3	0.1	1.3	2.4	2.5	3.0	0.7	2.3	1.4	1.6
国内需要	3.3	1.4	0.6	0.6	1.4	2.4	3.1	4.2	1.4	2.8	2.3	1.9
民間需要	3.1	1.1	0.0	0.4	0.6	1.2	1.6	3.3	1.1	1.7	1.9	1.0
民間最終消費支出	1.9	0.5	0.4	0.9	1.1	1.5	1.4	2.1	0.9	1.5	1.2	1.2
民間住宅投資	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.3
民間企業設備投資	1.0	0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.1	0.1	1.3	0.1	0.2	0.5	-0.2
民間在庫品増加	0.0	-0.0	-0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4	-0.1	-0.3	0.1	-0.3
公的需要	0.3	0.3	0.6	0.2	0.9	1.2	1.4	0.9	0.4	1.1	0.5	0.9
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
公的固定資本形成	0.0	0.0	0.2	-0.0	0.3	0.8	1.0	0.6	0.1	0.7	0.1	0.5
公的在庫品増加	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.1	-1.6	-0.9	-0.5	-0.1	-0.1	-0.5	-1.3	-0.8	-0.5	-0.9	-0.3
財貨・サービスの輸出	1.3	-0.8	-0.7	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.4	-0.2	0.7	-0.0	0.2
財貨・サービスの輸入	-1.4	-0.8	-0.2	-0.1	-0.1	-0.6	-1.5	-2.8	-0.6	-1.2	-0.9	-0.6

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。
(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。
(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(5-b) 実質経済成長率に対する寄与度

	2014		2015					2016	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)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (予)
1. 前期比%												
実質ＧＤＰ成長率	-1.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.9	-1.1	0.5	1.0	1.5	1.6	1.4
国内需要	-1.7	0.5	0.4	0.3	0.4	0.9	-1.5	0.2	0.7	0.9	2.1	0.9
民間需要	-1.7	0.5	0.4	0.4	0.6	1.0	-1.5	0.2	0.6	1.2	1.8	1.2
民間最終消費支出	-1.7	0.4	0.1	0.2	0.3	0.9	-1.3	0.2	-0.2	0.6	0.6	0.4
民間住宅投資	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.0	-0.0	0.1	-0.0
民間企業設備投資	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.9	0.7	1.1	0.7
民間在庫品増加	0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0
公的需要	-0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	-0.3	0.3	-0.3
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.5	0.1	-0.5
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.1	0.2	0.1	-0.0	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.6	-0.5	0.5
財貨・サービスの輸出	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.3	1.3	1.4	1.2
財貨・サービスの輸入	0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.0	-0.2	-0.9	-0.8	-1.9	-0.7
2. 前年同期比%												
実質ＧＤＰ成長率	0.8	1.1	1.5	0.5	2.1	2.4	0.8	0.8	1.0	1.5	1.6	1.4
国内需要	1.4	1.2	0.8	-0.6	1.6	2.1	-0.1	-0.1	0.7	0.9	2.1	0.9
民間需要	1.0	1.1	0.9	-0.5	1.8	2.4	0.4	0.4	0.6	1.2	1.8	1.2
民間最終消費支出	-0.2	0.2	0.1	-1.0	1.1	1.5	-0.0	0.1	-0.2	0.6	0.6	0.4
民間住宅投資	0.2	-0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.0	-0.0	0.1	-0.0
民間企業設備投資	1.0	1.1	1.0	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7	0.9	0.7	1.1	0.7
民間在庫品増加	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0
公的需要	0.4	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	0.1	-0.3	0.3	-0.3
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.2	0.3	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	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.6	-0.2	-0.5	0.1	-0.5
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.9	-0.2	0.5	1.0	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.6	-0.5	0.5
財貨・サービスの輸出	1.1	1.5	1.6	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.3	1.3	1.4	1.2
財貨・サービスの輸入	-2.0	-1.7	-1.1	0.0	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-0.9	-0.8	-1.9	-0.7

(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

	2012	2013						2014	年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2012	2013	2012	2013
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%	2.9	2.9	3.6	2.5	2.9	3.1	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.0
原油価格（WTI、$/bbl）	93.4	92.2	88.2	94.4	94.2	105.8	97.6	98.6	92.0	99.1	94.1	98.0
前年同期比%	-8.8	3.0	-6.2	-8.4	0.9	14.8	10.6	4.5	-5.4	7.6	-1.0	4.1
2. 米国経済												
実質ＧＤＰ(10億ドル、2009年連鎖)	15,428	15,534	15,540	15,584	15,680	15,839	15,942	15,947	15,521	15,852	15,471	15,761
前期比年率%	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	2.6	0.1				
前年同期比%	2.8	3.1	2.0	1.3	1.6	2.0	2.6	2.3	2.3	2.1	2.8	1.9
消費者物価指数(1982-1984=100)	229.0	229.9	231.3	232.0	232.2	233.5	234.1	235.2	230.6	233.8	229.6	233.0
前期比年率%	1.4	1.7	2.4	1.2	0.4	2.2	1.1	1.9				
前年同期比%	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	1.8	1.4	2.1	1.5
生産者物価指数(最終財、1982=100)	192.8	194.7	195.9	196.3	195.8	196.9	197.4	199.2	194.9	197.3	194.2	196.6
前期比年率%	-1.4	3.9	2.5	0.9	-1.0	2.3	0.9	3.8				
前年同期比%	1.1	1.5	1.7	1.5	1.5	1.2	0.8	1.5	1.4	1.2	1.9	1.2
ＦＦレート（期末、%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10年物国債利回り(%)	1.82	1.64	1.71	1.95	2.00	2.71	2.75	2.76	1.78	2.55	1.80	2.35
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出(兆円)	96.1	96.8	97.3	98.5	98.6	98.8	98.6	99.2	97.1	98.8	96.9	98.6
前期比年率%	-7.4	3.1	2.0	5.1	0.3	0.9	-0.5	2.3				
前年同期比%	-0.2	0.7	0.7	0.8	2.6	2.1	1.2	0.9	0.5	1.7	0.9	1.7
名目公的固定資本形成(兆円)	21.1	20.6	20.6	21.7	23.1	24.8	25.3	24.8	21.0	24.6	21.1	23.7
前期比年率%	-9.6	-9.5	0.3	21.5	29.0	34.0	8.2	-8.7				
前年同期比%	0.1	-0.1	4.6	-0.5	9.0	20.9	23.4	14.0	1.1	17.2	2.6	12.8
為替レート(￥/$)	80.1	78.6	81.2	92.3	98.8	98.9	100.4	102.8	83.1	100.2	79.8	97.6
(￥/Ｅｕｒｏ)	101.2	98.2	108.2	122.0	129.6	130.7	139.9	140.3	120.7	141.7	114.7	145.1
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

（注1）2015年10月の消費税率引き上げを想定。
（注2）四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-b) 主要前提条件

	2014	2015						2016	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)	2014 (予)	2015 (予)	2014 (予)	2015 (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%	3.3	3.3	3.2	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.4	3.9	3.3	3.9
原油価格（WTI、$/bbl）	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.7	100.0
前年同期比%	6.2	-5.5	2.4	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.6	0.3
2. 米国経済												
実質ＧＤＰ(10億ドル、2009年連鎖)	16,068	16,170	16,285	16,412	16,534	16,654	16,774	16,896	16,234	16,714	16,118	16,593
前期比年率%	3.1	2.5	2.9	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9				
前年同期比%	2.5	2.1	2.2	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	2.4	3.0	2.3	3.0
消費者物価指数(1982-1984=100)	236.2	237.2	238.2	239.3	240.5	241.7	243.1	244.6	237.7	242.5	236.7	241.2
前期比年率%	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.1	2.3	2.4				
前年同期比%	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2	1.7	2.0	1.6	1.9
生産者物価指数(最終財、1982=100)	200.4	201.6	202.9	204.3	205.9	207.6	209.3	211.0	202.2	208.4	201.0	206.7
前期比年率%	2.3	2.4	2.6	2.9	3.1	3.4	3.3	3.2				
前年同期比%	2.3	2.3	2.8	2.5	2.7	3.0	3.2	3.2	2.5	3.0	2.2	2.9
ＦＦレート（期末、%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	0.25	0.75	0.25	0.50
10年物国債利回り(%)	2.66	2.89	3.06	3.17	3.40	3.63	3.87	4.05	2.95	3.74	2.84	3.52
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出(兆円)	100.7	101.2	101.6	102.0	102.3	102.6	103.3	103.6	101.4	103.0	100.7	102.6
前期比年率%	6.3	1.7	1.7	1.6	1.2	1.2	2.8	1.2				
前年同期比%	2.2	2.4	3.1	2.7	1.5	1.4	1.7	1.6	2.6	1.6	2.2	1.8
名目公的固定資本形成(兆円)	24.5	24.4	24.1	23.5	22.5	21.7	21.3	21.1	24.1	21.6	24.4	22.3
前期比年率%	-4.9	-1.3	-3.9	-9.6	-15.9	-13.5	-7.2	-3.7				
前年同期比%	6.0	-2.0	-5.0	-4.8	-7.9	-10.8	-11.5	-10.3	-2.3	-10.3	2.9	-8.6
為替レート(￥/$)	102.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.5	100.0	101.2	100.0
(￥/Ｅｕｒｏ)	141.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.3	140.0	140.3	140.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 2015年10月の消費税率引き上げを想定。
(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。