

2015年2月20日 全57頁

# 第184回日本経済予測

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸  
エコノミスト 長内 智  
エコノミスト 橋本 政彦  
エコノミスト 久後 翔太郎  
永井 寛之

## 第184回日本経済予測

日本経済に関する3つの論点を検証する

～①原油安の影響、②設備投資の国内回帰、③ユーロ圏の日本化～

実質 GDP: 2014年度▲0.9%、2015年度+1.9%、2016年度+1.8%

名目 GDP: 2014年度+1.4%、2015年度+2.7%、2016年度+2.4%

## 第 184 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 10-12 月期 GDP 一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 2014 年度が前年度比▲0.9% (前回: 同▲0.5%)、2015 年度が同+1.9% (同: 同+1.8%)、今回新たに予測した 2016 年度が同+1.8% である。当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014 年 1 月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は同年 8 月前後までの極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

- (2) **日本経済に関する 3 つの論点**: 本予測では、以下の 3 つの論点について考察した。

**論点①: 原油安が日本経済に与える影響は?**: 2014 年夏場以降の急激な原油価格の下落は家計、企業の双方にメリットをもたらし、景気拡大を後押しするとみられる。家計部門では、物価下落によって購買力が向上することに加えて、実質賃金上昇によるマインドの改善も個人消費を押し上げる要因となるだろう。企業部門では、コスト低下が収益の押し上げ要因となり、設備投資や賃金の増加にもつながるとみられる。マクロモデルを用いたシミュレーションによれば、2014 年夏場以降の原油安によって、2014~2016 年度の実質 GDP の水準はそれぞれ 2014 年度: +0.20%、2015 年度: +0.50%、2016 年度: +0.41% 押し上げられる。

**論点②: 設備投資の国内回帰は起きるのか?**: 近年の円安進行を背景に、製造業の一部において、国内回帰の動きが大きく報道されている。海外設備投資比率を回帰式によって推計すると、2014 年度以降低下に転じると予想される。また、企業に対するアンケート調査の結果を見ても、製造業は 2014 年度に海外設備投資を減少させる計画となっている。今後はアベノミクスの効果が徐々に顕在化する中で、過去の円高進行により行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むとみられる。

**論点③: ユーロ圏経済は日本化(Japanization)するのか?**: ユーロ圏経済は、わが国との比較という観点からは、強弱双方の要因を抱えている。全体として、ユーロ圏には追加的な政策発動の余地が依然として残されていることから、わが国の「失われた 20 年」を教訓に各国政府・ECB の両者が適切な政策を講じることができれば、長期構造不況への転落を回避することが可能である。ただし、「金融政策を一本化する一方で、財政統合は行われていない」という、ユーロ圏が抱える構造的な欠陥が、加盟国に蔓延する「ポピュリズム」的な風潮と相まって、致命的な足かせとなりかねない点には最大限の警戒が必要になるだろう。

- (3) **4 つのリスク要因**: 日本経済のリスク要因としては、①消費税増税の先送りを受けた将来的な「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行、②中国の「シャドーバンキング」問題、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の 4 点に留意が必要である。

- (4) **日銀の金融政策**: 当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率 2%」目標の期限内の達成は困難だと考えている。日銀は、2015 年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切るとみられるが、金融緩和のタイミングが大幅に前倒しとなる可能性もあるだろう。

### 【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 14 年度+5.1%、15 年度▲5.3%、16 年度▲3.5%と想定。17 年 4 月に消費税率を引き上げ。
- (2) 為替レートは 14 年度 109.9 円/ドル、15 年度 120.0 円/ドル、16 年度 120.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 15 年+3.0%、16 年+2.7%とした。

## 第184回日本経済予測（2015年2月20日）

|   | 2014年度<br>(予測) | 2015年度<br>(予測) | 2016年度<br>(予測) | 2014暦年      | 2015暦年<br>(予測) | 2016暦年<br>(予測) |
|---|----------------|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>1. 主要経済指標</b>                              |                |                |                |             |                |                |
| 名目GDP成長率                                      | 1.4            | 2.7            | 2.4            | 1.7         | 2.5            | 2.4            |
| 実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）                          | -0.9           | 1.9            | 1.8            | 0.0         | 1.0            | 1.9            |
| 内需寄与度   | -1.5           | 1.3            | 1.7            | 0.1         | 0.3            | 1.7            |
| 外需寄与度   | 0.8            | 0.6            | 0.2            | -0.0        | 0.7            | 0.1            |
| GDPデフレーター                                     | 2.4            | 0.8            | 0.5            | 1.6         | 1.5            | 0.5            |
| 全産業活動指数上昇率                                    | -1.4           | 2.0            | 2.5            | -0.2        | 1.0            | 2.1            |
| 鉱工業生産指数上昇率                                    | -0.4           | 4.3            | 4.9            | 2.0         | 2.8            | 4.3            |
| 第3次産業活動指数上昇率                                  | -1.9           | 1.5            | 1.9            | -0.8        | 0.5            | 1.6            |
| 国内企業物価上昇率                                     | 2.7            | -1.5           | 0.9            | 3.2         | -1.7           | 1.0            |
| 消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）                            | 2.9            | 0.4            | 1.1            | 2.6         | 0.7            | 1.0            |
| 失業率   | 3.5            | 3.3            | 3.2            | 3.6         | 3.3            | 3.2            |
| 10年物国債利回り                                     | 0.47           | 0.52           | 0.73           | 0.53        | 0.47           | 0.67           |
| マネースtock (M2) 増加率                             | 3.2            | 3.4            | 4.0            | 3.4         | 3.3            | 3.9            |
| 国際収支統計  |                |                |                |             |                |                |
| 貿易収支（兆円）                                      | -7.0           | -1.1           | -1.0           | -10.4       | -1.4           | -0.6           |
| 経常収支（億ドル）                                     | 742            | 1589           | 1697           | 248         | 1542           | 1710           |
| 経常収支（兆円）                                      | 8.5            | 19.1           | 20.4           | 2.6         | 18.5           | 20.5           |
| 対名目GDP比率                                      | 1.7            | 3.8            | 4.0            | 0.6         | 3.7            | 4.0            |
| <b>2. 実質GDP成長率の内訳</b><br>(括弧内は寄与度、2005暦年連鎖価格) |                |                |                |             |                |                |
| 民間消費  | -3.1 (-1.8)    | 1.6 (0.9)      | 1.5 (0.9)      | -1.2 (-0.8) | 0.2 (0.1)      | 1.3 (0.8)      |
| 民間住宅投資  | -11.9 (-0.3)   | 2.1 (0.1)      | 6.0 (0.2)      | -5.2 (-0.2) | -3.4 (-0.1)    | 5.1 (0.2)      |
| 民間設備投資  | -0.2 (-0.0)    | 3.8 (0.5)      | 5.5 (0.8)      | 4.1 (0.6)   | 1.0 (0.1)      | 5.3 (0.7)      |
| 政府最終消費  | 0.4 (0.1)      | 0.9 (0.2)      | 1.0 (0.2)      | 0.2 (0.0)   | 0.8 (0.2)      | 1.0 (0.2)      |
| 公共投資  | 2.0 (0.1)      | -5.7 (-0.2)    | -4.7 (-0.2)    | 3.6 (0.2)   | -3.7 (-0.2)    | -5.2 (-0.2)    |
| 財貨・サービスの輸出                                    | 7.5 (1.2)      | 6.7 (1.2)      | 5.5 (1.0)      | 8.2 (1.3)   | 6.9 (1.2)      | 5.4 (1.0)      |
| 財貨・サービスの輸入                                    | 3.0 (-0.4)     | 4.0 (-0.6)     | 5.1 (-0.8)     | 7.2 (-1.4)  | 2.5 (-0.5)     | 4.4 (-0.9)     |
| <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                               | 3.5            | 3.7            | 3.6            | 3.3         | 3.7            | 3.6            |
| 原油価格 (WTI、\$/bbl)                             | 81.4           | 57.7           | 62.7           | 92.9        | 55.8           | 61.5           |
| <b>(2) 米国経済</b>                               |                |                |                |             |                |                |
| 米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）                       | 2.9            | 2.8            | 2.7            | 2.4         | 3.0            | 2.7            |
| 米国の消費者物価指数上昇率                                 | 1.3            | 0.9            | 1.9            | 1.6         | 0.4            | 2.0            |
| <b>(3) 日本経済</b>                               |                |                |                |             |                |                |
| 名目公共投資  | 5.1            | -5.3           | -3.5           | 6.7         | -2.9           | -4.1           |
| 為替レート（円/ドル）                                   | 109.9          | 120.0          | 120.0          | 105.8       | 119.8          | 120.0          |
| （円/ユーロ）                                       | 139.0          | 135.0          | 135.0          | 140.3       | 135.0          | 135.0          |
| 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<br>(2月20日) |        |        | 前回予測<br>(12月8日) |        | 前回との差  |        |
|--|-----------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|
|  | 2014年度          | 2015年度 | 2016年度 | 2014年度          | 2015年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| <b>1. 主要経済指標</b>                       |                 |        |        |                 |        |        |        |
| 名目GDP成長率                               | 1.4             | 2.7    | 2.4    | 1.5             | 2.5    | -0.1   | 0.2    |
| 実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)                   | -0.9            | 1.9    | 1.8    | -0.5            | 1.8    | -0.3   | 0.0    |
| 内需寄与度                                  | -1.5            | 1.3    | 1.7    | -1.2            | 1.6    | -0.4   | -0.2   |
| 外需寄与度                                  | 0.8             | 0.6    | 0.2    | 0.6             | 0.3    | 0.1    | 0.3    |
| GDPデフレーター                              | 2.4             | 0.8    | 0.5    | 2.1             | 0.7    | 0.3    | 0.1    |
| 全産業活動指数上昇率                             | -1.4            | 2.0    | 2.5    | -1.4            | 2.6    | -0.0   | -0.5   |
| 鉱工業生産指数上昇率                             | -0.4            | 4.3    | 4.9    | -0.8            | 4.5    | 0.4    | -0.3   |
| 第3次産業活動指数上昇率                           | -1.9            | 1.5    | 1.9    | -1.9            | 2.1    | -0.1   | -0.5   |
| 国内企業物価上昇率                              | 2.7             | -1.5   | 0.9    | 3.6             | 1.9    | -0.9   | -3.4   |
| 消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)                     | 2.9             | 0.4    | 1.1    | 3.1             | 1.1    | -0.2   | -0.7   |
| 失業率                                    | 3.5             | 3.3    | 3.2    | 3.6             | 3.5    | -0.1   | -0.2   |
| 10年物国債利回り                              | 0.47            | 0.52   | 0.73   | 0.55            | 0.69   | -0.08  | -0.17  |
| マネーストック(M2)増加率                         | 3.2             | 3.4    | 4.0    | 3.4             | 4.1    | -0.3   | -0.7   |
| 国際収支統計                                 |                 |        |        |                 |        |        |        |
| 貿易収支(兆円)                               | -7.0            | -1.1   | -1.0   | -9.1            | -8.2   | 2.0    | 7.1    |
| 経常収支(億ドル)                              | 742             | 1589   | 1697   | 413             | 659    | 329    | 930    |
| 経常収支(兆円)                               | 8.5             | 19.1   | 20.4   | 4.7             | 7.9    | 3.8    | 11.2   |
| 対名目GDP比率                               | 1.7             | 3.8    | 4.0    | 1.0             | 1.6    | 0.8    | 2.2    |
| <b>2. 実質GDP成長率の内訳<br/>(2005暦年連鎖価格)</b> |                 |        |        |                 |        |        |        |
| 民間消費                                   | -3.1            | 1.6    | 1.5    | -2.7            | 1.7    | -0.4   | -0.1   |
| 民間住宅投資                                 | -11.9           | 2.1    | 6.0    | -10.8           | 2.6    | -1.0   | -0.5   |
| 民間設備投資                                 | -0.2            | 3.8    | 5.5    | 0.8             | 4.9    | -1.1   | -1.1   |
| 政府最終消費                                 | 0.4             | 0.9    | 1.0    | 0.5             | 1.2    | -0.2   | -0.3   |
| 公共投資                                   | 2.0             | -5.7   | -4.7   | 0.5             | -7.9   | 1.5    | 2.2    |
| 財貨・サービスの輸出                             | 7.5             | 6.7    | 5.5    | 6.0             | 4.7    | 1.5    | 2.0    |
| 財貨・サービスの輸入                             | 3.0             | 4.0    | 5.1    | 2.3             | 3.6    | 0.7    | 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                        | 3.5             | 3.7    | 3.6    | 3.4             | 3.7    | 0.1    | -0.0   |
| 原油価格(WTI、\$/bbl)                       | 81.4            | 57.7   | 62.7   | 86.3            | 70.0   | -5.0   | -12.3  |
| <b>(2) 米国経済</b>                        |                 |        |        |                 |        |        |        |
| 米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)                | 2.9             | 2.8    | 2.7    | 2.7             | 2.8    | 0.2    | -0.0   |
| 米国の消費者物価指数上昇率                          | 1.3             | 0.9    | 1.9    | 1.7             | 1.9    | -0.4   | -1.1   |
| <b>(3) 日本経済</b>                        |                 |        |        |                 |        |        |        |
| 名目公共投資                                 | 5.1             | -5.3   | -3.5   | 3.8             | -6.7   | 1.3    | 1.4    |
| 為替レート(円/ドル)                            | 109.9           | 120.0  | 120.0  | 110.3           | 120.0  | -0.4   | 0.0    |
| (円/ユーロ)                                | 139.0           | 135.0  | 135.0  | 142.8           | 150.0  | -3.8   | -15.0  |
| 無担保コール翌日物(期末、%)                        | 0.10            | 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：景気は緩やかに拡大              | 9  |
| 2. 論点①：原油安が日本経済に与える影響は？                | 13 |
| 2.1 原油安が家計部門に与える影響                     | 14 |
| 2.2 原油安が企業部門に与える影響                     | 17 |
| 2.3 原油安の影響に関するマクロシミュレーション              | 18 |
| 3. 論点②：設備投資の国内回帰は起きるのか？                | 19 |
| 3.1 為替レートと海外移転の連動性                     | 19 |
| 3.2 実質実効為替レートと交易条件で見る国内生産の優位性          | 20 |
| 3.3 製造業の海外設備投資比率の推計                    | 21 |
| 3.4 製造業の国内回帰は本物か？                      | 23 |
| 4. 論点③：ユーロ圏経済は日本化 (Japanization) するのか？ | 24 |
| 4.1 経済環境の比較【概況】                        | 25 |
| 4.2 ユーロ圏経済の4つの好材料                      | 26 |
| 4.3 ユーロ圏経済の3つの不安材料                     | 28 |
| 5. 日本経済が抱える4つのリスク要因                    | 30 |
| 5.1 リスク要因①：増税先送りを受けた「トリプル安（債券安・円安・株安）」 | 31 |
| 5.2 リスク要因②：中国の「シャドバンキング」問題             | 35 |
| 5.3 リスク要因③：米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺          | 37 |
| 5.4 リスク要因④：地政学的リスクを背景とする世界的な株安         | 39 |
| 6. 補論：マクロリスクシミュレーション                   | 41 |
| 6.1 円高                                 | 41 |
| 6.2 原油高騰                               | 42 |
| 6.3 世界需要の減少                            | 42 |
| 6.4 金利上昇                               | 42 |
| 7. 四半期計数表                              | 45 |

# 第 184 回日本経済予測

## 日本経済に関する 3 つの論点を検証する

### ～①原油安の影響、②設備投資の国内回帰、③ユーロ圏の日本化～

|      |           |        |
|------|-----------|--------|
| 執行役員 | チーフエコノミスト | 熊谷 亮丸  |
|      | エコノミスト    | 長内 智   |
|      | エコノミスト    | 橋本 政彦  |
|      | エコノミスト    | 久後 翔太郎 |
|      |           | 永井 寛之  |

#### 日本経済のメインシナリオ

2014 年 10-12 月期 GDP 一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 2014 年度が前年度比▲0.9% (前回: 同▲0.5%)、2015 年度が同+1.9% (同: 同+1.8%)、今回新たに予測した 2016 年度が同+1.8%である。当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014 年 1 月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は同年 8 月前後までの極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

#### 2014 年 10-12 月期の実質 GDP は 3 四半期ぶりのプラス成長であったが、コンセンサス比下振れ

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2% (前期比+0.6%) となった。プラス成長は 3 四半期ぶりであり、増税後の景気悪化からの持ち直しを確認させる結果であったと言える。ただし、成長率自体は決して低くはないものの、市場コンセンサス (前期比年率+3.7%、前期比+0.9%) を下回っておりネガティブな印象。市場予測から下振れした要因は、高い伸びが期待されていた個人消費の伸びが小幅なものにとどまったことである。

#### 需要項目別動向：個人消費は力強さに欠ける結果、設備投資も物足りない

需要項目別の内訳を見ると、個人消費は前期比+0.3%と 2 四半期連続の増加となった。実質雇用者報酬は前期比+0.1%と 2 四半期連続の増加となっており、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は緩やかな持ち直しが続いている。しかし、市場予測では増勢の加速が期待されていたが、7-9 月期と同程度の伸びにとどまり、力強さに欠ける結果であったと言える。個人消費の内訳を財別に見ると、消費税増税後に低迷が続いていた耐久財が自動車販売の持ち直しを主因に前期比+0.7%と 3 四半期ぶりの増加となったことに加え、サービスも同+0.5%と 3 四半期ぶりの増加に転じた。非耐久財についても同+0.1%とわずかながら前期から増加したものの、半耐久財は同▲0.4%と 2 四半期ぶりの減少に転じた。

住宅投資は前期比▲1.2%と 3 四半期連続で減少し、増税後の反動減による低迷が続く形となった。ただし、減少幅は縮小傾向にあることに加え、GDP ベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数を見ても 7-9 月期を底に下げ止まっていることから、反動減による影響は徐々に緩和しつつある。

設備投資は前期比+0.1%と3四半期ぶりの増加となり、これまでの減少傾向から下げ止まりの兆しが見られた。生産が持ち直す中で稼働率に改善が見られたこと、一層の円安が進んだことで大企業製造業を中心に企業収益の改善傾向が続いたことなどが、設備投資を下支えしたとみられる。ただし、設備投資の一致指標である資本財出荷の動きなどに照らすと、増加幅は非常に限定的であり、やや物足りない結果であったと言える。

公共投資は前期比+0.6%と3四半期連続の増加となった。2013年度補正予算、および2014年度本予算の前倒し執行を受けて、7-9月期には加速することとなったが、こうした効果が薄れることで増勢が鈍化した。

輸出は前期比+2.7%と2四半期連続の増加となった。米国、アジア向けの増加が全体の押し上げに寄与したとみられる。輸入についても内需の持ち直しに沿う形で前期比+1.3%と2四半期連続の増加となったことから、外需（純輸出）の寄与度は+0.2%ptと小幅にとどまった。

GDPデフレーターは前期比+0.5%と大幅に上昇、2四半期ぶりの上昇に転じた。国内需要デフレーターが同+0.3%と6四半期連続の上昇となったことに加えて、円安進行を背景に輸出デフレーターが同+2.9%と大幅に上昇したことが押し上げに寄与した。なお、GDPデフレーターの前年比は+2.3%と、4四半期連続の上昇、上昇幅は前期から拡大した。名目GDPは前期比年率+4.5%（前期比+1.1%）と2四半期ぶりの増加となった。

#### 先行きの日本経済は景気拡大が続く公算

今回の結果では実質GDPは3四半期ぶりのプラス成長になり、消費税増税後の低迷から持ち直しに向かう動きが確認された。2015年1-3月期以降も実質GDPは増加基調が続く見通しであり、先行きの日本経済は緩やかな拡大が続くと見込んでいる。

個人消費については、家計を取り巻く良好な雇用・所得環境を主因に、増加傾向が続くとみられる。また、2014年夏からの原油価格の急落によって消費者物価が押し下げられることで、家計の実質賃金が押し上げられることも、個人消費増加の追い風となるとみられる。反動減の影響が続いてきた住宅投資についても、先行指標である住宅着工は足下で持ち直しの兆しが見られており、徐々に回復に向かう見通しである。

設備投資についても、増加基調が続くと見込んでいる。先行指標である機械受注の改善が続いていることに加えて、日銀短観等のアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。2014年初から悪化していた生産は持ち直しつつあり、稼働率も上昇傾向にある。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも過剰感の解消が続くとみられ、設備投資需要を喚起することとなろう。また、継続的に円安傾向が続く中、一部製造業では国内生産割合を高める動きが見られていることや、原油急落による収益の改善なども設備投資増加を後押しする材料になるだろう。

輸出に関しては、海外経済が回復するのにしたがって緩やかな増加基調が続くとみている。最大の牽引役は堅調な景気拡大が続く米国向けとなる見通しである。また、米国経済の拡大は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与する

こととなろう。欧州や中国で、このところ景気が減速している点は懸念材料であるものの、欧州経済については ECB（欧州中央銀行）による追加金融緩和による効果などから、徐々に持ち直しに向かうとみており、輸出は次第に増勢を強める見通しである。

### 3つの論点

本予測では、以下の3つの論点について考察した。

#### 論点①：原油価格下落が日本経済に与える影響は？

2014年夏場以降の急激な原油価格の下落は家計、企業の双方にメリットをもたらし、景気拡大を後押しするとみられる。家計部門では、物価下落によって購買力が向上することに加えて、実質賃金上昇によるマインドの改善も個人消費を押し上げる要因となるだろう。企業部門では、コスト低下が収益の押し上げ要因となり、設備投資や賃金の増加にもつながるとみられる。マクロモデルを用いたシミュレーションによれば、2014年夏場以降の原油安によって、2014～2016年度の実質 GDP の水準はそれぞれ 2014年度：+0.20%、2015年度：+0.50%、2016年度：+0.41%押し上げられる。

#### 論点②：設備投資の国内回帰は起きるのか？

近年の円安進行を背景に、製造業の一部において、国内回帰の動きが大きく報道されている。海外設備投資比率を回帰式によって推計すると、2014年度以降低下に転じると予想される。また、企業に対するアンケート調査の結果を見ても、製造業は2014年度に海外設備投資を減少させる計画となっている。今後はアベノミクスの効果が徐々に顕在化する中で、過去の円高進行により行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むとみられる。

#### 論点③：ユーロ圏経済は日本化（Japanization）するのか？

ユーロ圏経済は、わが国との比較という観点からは、強弱双方の要因を抱えている。全体として、ユーロ圏には追加的な政策発動の余地が依然として残されていることから、わが国の「失われた20年」を教訓に各国政府・ECBの両者が適切な政策を講じることができれば、長期構造不況への転落を回避することが可能である。ただし、「金融政策を一本化する一方で、財政統合は行われていない」という、ユーロ圏が抱える構造的な欠陥が、加盟国に蔓延する「ポピュリズム」的な風潮と相まって、致命的な足かせとなりかねない点には最大限の警戒が必要になるだろう。

#### 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消費税増税の先送りを受けた将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「シャドバンキング」問題、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

#### 日銀の金融政策

当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率2%」目標の期限内の達成は困難だと考えている。日銀は、2015年秋口をめどに追加金融緩和に踏み切るとみられるが、金融緩和のタイミングが大幅に前倒しとなる可能性もあるだろう。



## 1. 日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大

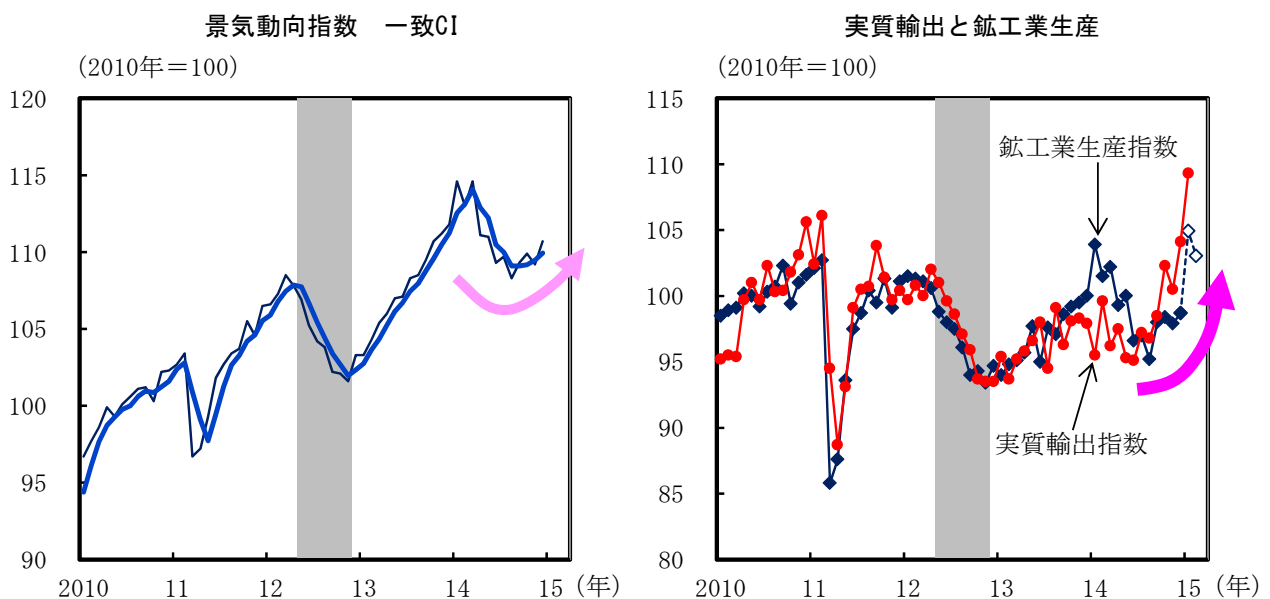
### 日本経済は拡大局面へ

当社が従来から指摘してきた通り、日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、景気後退は極めて短い期間で終了した可能性が高い。今後の日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである。

わが国の実質GDPは2014年4-6月期から2四半期連続のマイナス成長となり、景気動向指数の一致CIを見ても、2014年1月をピークに低下傾向となっていた。しかしながら、実質GDPは2014年10-12月期には3四半期ぶりのプラス成長に転換し、悪化傾向にあった景気動向指数も2014年8月を底に持ち直しの動きが続いている。景気動向指数の一致指数による基調判断は2014年12月に「改善を示している」へと上方修正されており、2014年1月を山にして始まった景気後退局面は8月前後までの極めて短い期間で終了し、9月以降、景気は再び拡張局面入りしたとみられる（**図表1**）。

景気拡大の背景には、増税後の反動減によって大きく落ち込んだ個人消費が底堅い雇用・所得環境を背景に、徐々に持ち直したことがある。また、円安進行による押し上げ効果もあり、企業収益は改善傾向が続いており、設備投資などの企業部門の需要も底堅い。加えて、2012年末からの景気拡張局面において伸び悩んできた実質輸出は、2014年半ばに入り増勢を強めている。こうした内外需の拡大を受けて、製造業の生産についても2014年の年央から持ち直しの動きが見られている。また、企業の生産計画についても強気の見通しが示されていることから、景気の底入れ感が強まっていると判断できよう。

図表1：一致CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドローは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

### アベノミクスによる好循環は継続

今後もわが国ではアベノミクスによる好循環の継続が予想される。

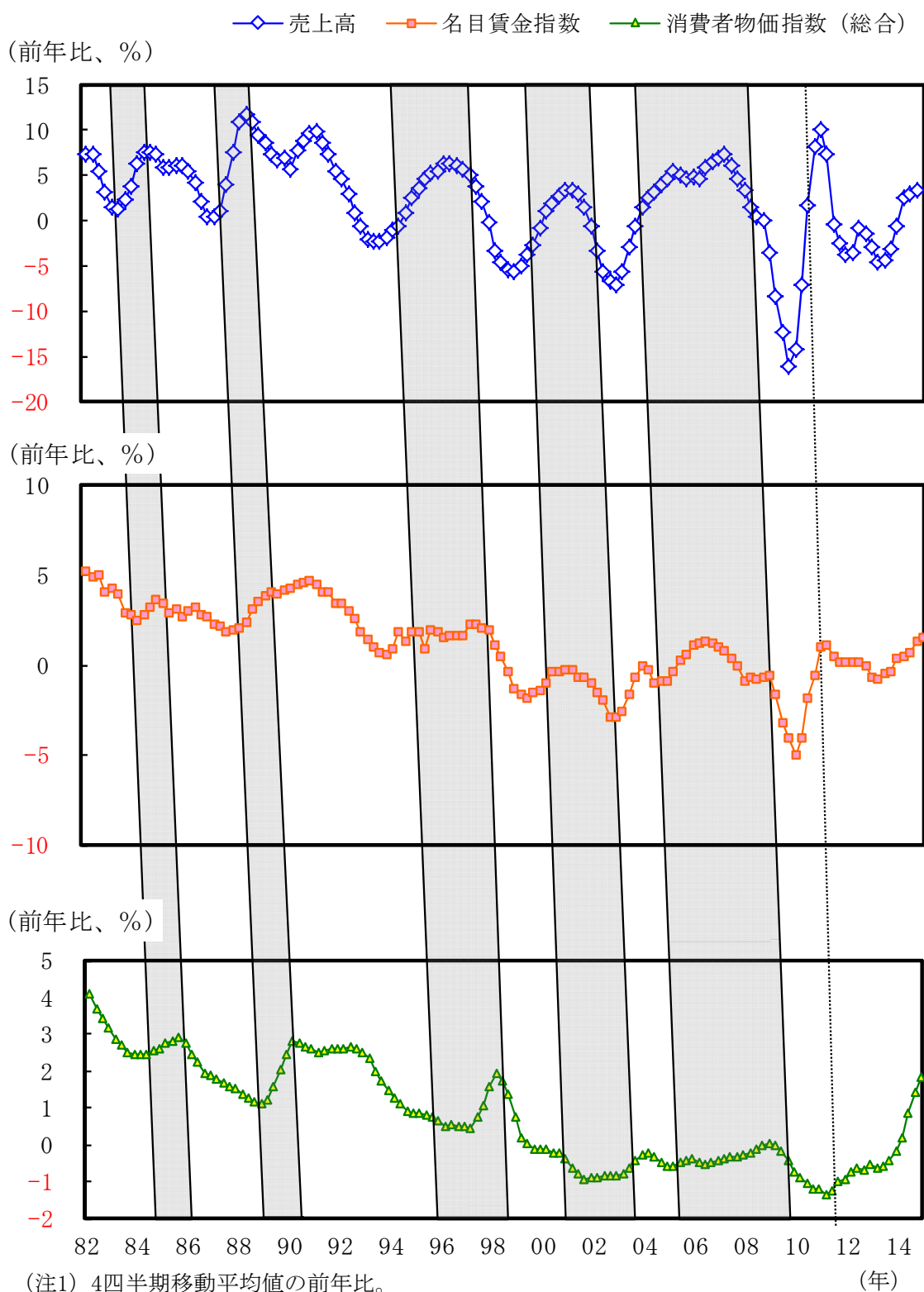
一部の野党やマスメディアなどは、「インフレが進行する中、雇用者所得が増加せず、『アベノミクス』で国民の生活は苦しくなる」という批判を声高に主張してきた。

しかしながら、**図表 2** に示した通り、過去の歴史を検証すると、わが国では「売上高増加→賃金増加→物価上昇」というサイクルが存在する。すなわち、わが国では売上高が増加した半年～1年後に賃金が増加し、その約半年後に消費者物価が上昇する傾向があるのだ。

こうした動きを念頭に置くと、日銀の大胆な金融緩和や政府による「プロビジネス（企業寄り）」の政策などを通じて、売上高を増加させることこそが、デフレ脱却の「一丁目一番地」だという「アベノミクス」の基本的な考え方は極めて的を射たものであると考えられる。

実際、足下では、企業部門の好調が、雇用・所得環境の改善などを通じて、ようやく個人部門に好影響を及ぼしつつある。2014年の春闘における賃上げ率は+2.2%と、15年ぶりの高い伸びを記録した。すなわち、大局的に見て、日本経済の底流では、アベノミクスが想定する「生産→所得→消費」という好循環が着実に継続しているのである。

図表 2 : 売上高と賃金と物価



(注1) 4四半期移動平均値の前年比。

(注2) シャドローは売上高の前年比が上昇している期間。

傾きを持っているため、下の図表までに半年程度のラグが生じている。

(出所) 財務省、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

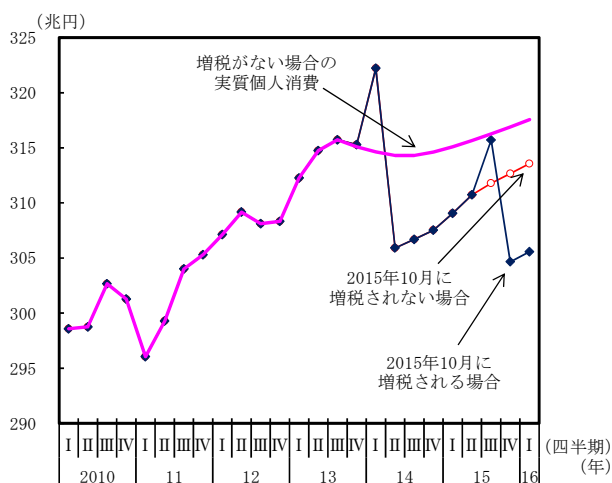
## 消費税増税先送りは、2015年度の実質GDP成長率を+0.53%pt押し上げ

2014年11月、安倍総理は消費税率の10%への引き上げ時期を2015年10月から18ヶ月間延期し2017年4月とする方針を表明した。当社は、消費税増税の先送りは、2015年度の実質GDP成長率を+0.53%pt押し上げるとみている。ただし、当面、その蓋然性は極端に高いものではないが、消費税増税の先送りを受けた将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」進行のリスクには細心の注意が必要となるだろう。

**図表3**は、消費税増税が経済に与える影響を、マクロモデルを用いて試算したものである。当社の試算によれば、2015年10月に行われる予定であった消費税率の引き上げ（消費税率8%→10%）が、2017年4月に一年半先送りされることで2015年度の実質GDPは2.8兆円程度、実質GDP成長率は0.53%pt押し上げられるという結果になった。仮に2015年10月に消費税率が引き上げられる場合、駆け込み需要と反動減が発生することになるが、これらは同一年度内に発生するため年度ベースのGDPに与える影響は小幅なものにとどまる。一方、2014年4月の増税以降の個人消費の回復が緩慢であるように、実質所得の減少を主因とする個人消費の下振れ（2.3兆円程度）が実質GDPを押し下げることとなる。

なお、2014年4月に行われた増税の影響についても同様に試算すると、増税前の駆け込み需要によって、2013年度の個人消費は2.1兆円程度押し上げられ、実質GDP全体としては2.6兆円程度上振れしたという結果が得られた。1997年の増税時の個人消費の駆け込み需要は、2兆円程度と言われており、今回の増税に際しての駆け込み需要の規模は1997年の増税時をわずかに上回ったとみられる。一方、2014年度に関しては、実質個人消費が5.4兆円、個人消費は6.6兆円程度押し下げられ、2014年度の実質GDP成長率は増税がなかった場合と比べて1.5%程度下振れする見通しである<sup>1</sup>。

図表3：2014年4月の消費税増税と2015年10月の増税延期が経済に与える影響



(注) 大和総研短期マクロモデルによる試算値であり、経済見通しの数値とは異なる。「増税がない場合」の2013年10-12月期以降は推計値、「2015年10月に増税されない場合」、「2015年10月に増税される場合」の2014年10-12月期以降は推計値。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

2015年10月の消費税率引き上げ（8%→10%）延期の影響

| 金額（兆円）              |        |        |        |
|---------------------|--------|--------|--------|
|                     | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP               | -      | -      | 2.8    |
| 民間最終消費              | -      | -      | 2.3    |
| 実質GDP成長率に与える影響（%pt） |        |        |        |
|                     | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP               | -      | -      | 0.53   |
| 民間最終消費              | -      | -      | 0.43   |

2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）の影響

| 金額（兆円）              |        |        |        |
|---------------------|--------|--------|--------|
|                     | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP               | 2.6    | -5.4   | -2.8   |
| 民間最終消費              | 2.1    | -6.6   | -4.1   |
| 実質GDP成長率に与える影響（%pt） |        |        |        |
|                     | 2013年度 | 2014年度 | 2015年度 |
| 実質GDP               | 0.50   | -1.51  | 0.49   |
| 民間最終消費              | 0.41   | -1.65  | 0.48   |

(注) 大和総研短期マクロモデルによる試算値。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 個人消費の下振れよりも実質GDPの下振れ金額が小さくなるのは、内需の低迷によってGDPの控除項目である輸入も減少するためである。

## 2. 論点①：原油安が日本経済に与える影響は？

### 原油価格は2014年半ば以降急落

本章では、日本経済に関する第一の論点である「原油安の影響」について検証したい。

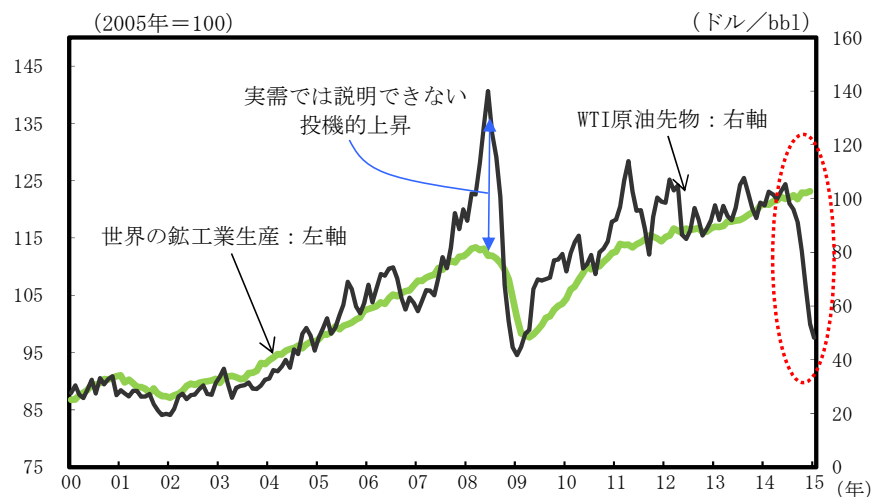
国際原油市況は2014年夏をピークに急速に下落した。国際的な原油価格の指標となるWTIは2014年6月時点で100ドル/bblを上回って推移していたが、一時50ドル/bblを下回る水準まで低下した。驚くべきことに、半年余りの間に半値以下の水準まで下落した計算となる。

原油価格の適正な水準を厳密に特定するのは非常に困難であるが、需給によって決定されるフェアバリュー（適正価格）を、実際の原油価格が下回っていれば、原油純輸入国を中心に実体経済に対するプラスの効果が発現することが期待される。

世界的な原油需要の代理変数である世界の鉱工業生産と、原油価格の関係を見たものが**図表4**である。まず、過去の関係性に注目すると、2000年以降、両者の動きはおおむね連動してきたことが分かる。しかし、2007年～2008年の原油価格が急騰した時期に関しては、世界経済の改善速度を大きく上回るペースで原油価格が上昇しており、この時期の原油高は実需ではなく、投機資金流入によってもたらされたものであった可能性が示唆される。その後、リーマン・ショックによって世界経済が悪化する中、原油価格も急落することとなったが、この一時期を除けば、原油価格は世界的な実体経済の動向によっておおむね説明できる水準での推移が続いてきた。

一方、足下の原油価格の水準を見ると、従来、原油価格に対して相当程度の説明力を有してきた世界の鉱工業生産が示唆する水準と比べて大きく下振れしていることが分かる。足下の世界経済は、堅調な米国経済にけん引される形で、減速しつつも依然として緩やかな景気拡大を続けており、決してリーマン・ショック時のような急速な景気後退に陥っているわけではない。結論として、足下の原油価格急落は主として供給要因によるものであり、世界経済の緩やかな回復が続く中での原油安は、世界経済、日本経済に大きなメリットをもたらすとみられる。

図表4：世界経済と原油価格



(出所) オランダ経済政策分析局、NYMEXより大和総研作成

## 2.1 原油安が家計部門に与える影響

### 原油安が消費者物価に与える影響

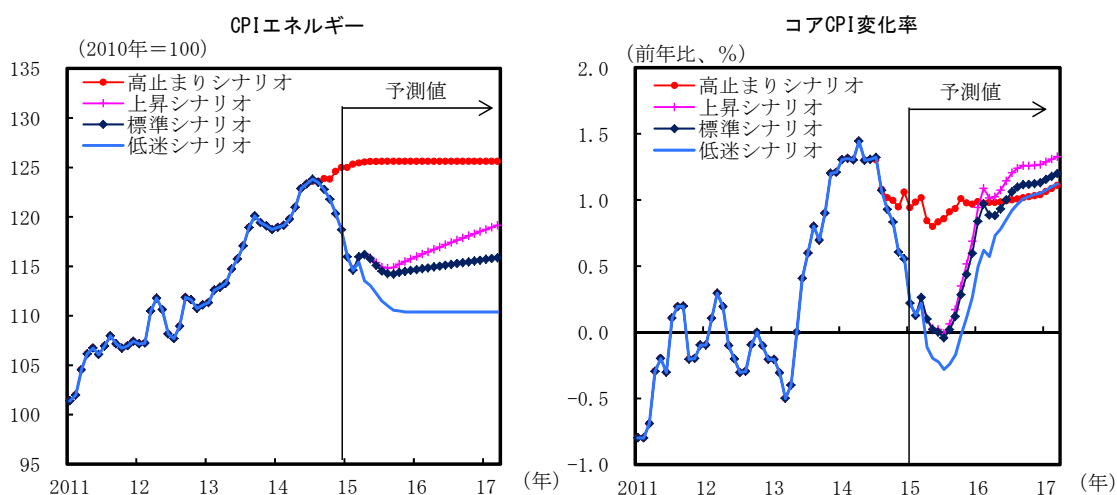
原油安は様々な経路を通じて日本経済に影響を与える。

最初に消費者物価に与える影響を確認しておきたい。**図表 5** は、①原油価格高止まりシナリオ、②上昇シナリオ、③標準シナリオ、④低迷シナリオの4つのシナリオにおける、CPI エネルギーおよびコア CPI 変化率の予測値を描いたものである(各シナリオの詳細は**図表 5** 脚注参照)。

まず、CPI エネルギーに着目すると、エネルギー価格は原材料価格すなわち国際原油市況に強く連動するため、夏場以降の原油価格の下落に対応して、足下まで下落傾向が続いている。また、エネルギーのうち「電気代」は価格改定制度上、原油などの燃料価格に数ヶ月のタイムラグを伴って変動する<sup>2</sup>。このため、仮に足下で下落が一服している原油価格が上昇基調に転じたとしても、エネルギー価格水準は2015年春頃までは低下が続くのがほぼ確実な情勢である。

次に、シナリオごとにコア CPI 変化率を試算すると、仮に原油価格が下落せずに推移していた場合、コア CPI は前年比+1%程度での推移が続いていたとみられることから、エネルギー価格の低下がコア CPI 全体を大きく押し下げていることが確認できる。すでに指摘した通り、エネルギー価格は国際原油市況に遅れてより一層低下する見込みであることから、コア CPI に対する押し下げ寄与が、先行き数ヶ月間程度は拡大する公算が大きい。もし原油価格の低下傾向が続かなければ、エネルギーによるマイナス寄与は徐々に縮小することになるが、2014年末からの原油安は速度が非常に速く、変化幅も大きかったため、原油上昇シナリオにおいても、当面エネルギーによる前年比で見たコア CPI 変化率に対する押し下げ効果が続くと思われる。

図表 5：原油価格変動が CPI エネルギーおよびコア CPI に与える影響に関する試算



(注) 消費税の影響を除く試算値。各シナリオにおける原油価格 (WTI) の前提は以下の通り。  
 高止まりシナリオ：2014年6月以降、105ドル/bb1で横ばい。上昇シナリオ：2017年3月時点で85ドル/bb1まで上昇。  
 標準シナリオ：2017年3月時点で65ドル/bb1まで上昇。低迷シナリオ：2015年3月以降、40ドル/bb1で横ばい。  
 (出所) 総務省統計より大和総研作成

<sup>2</sup> 原油価格が CPI エネルギーに与える影響については、久後翔太郎「原油安の物価への影響と金融政策への示唆」(2015年1月8日) 参照。

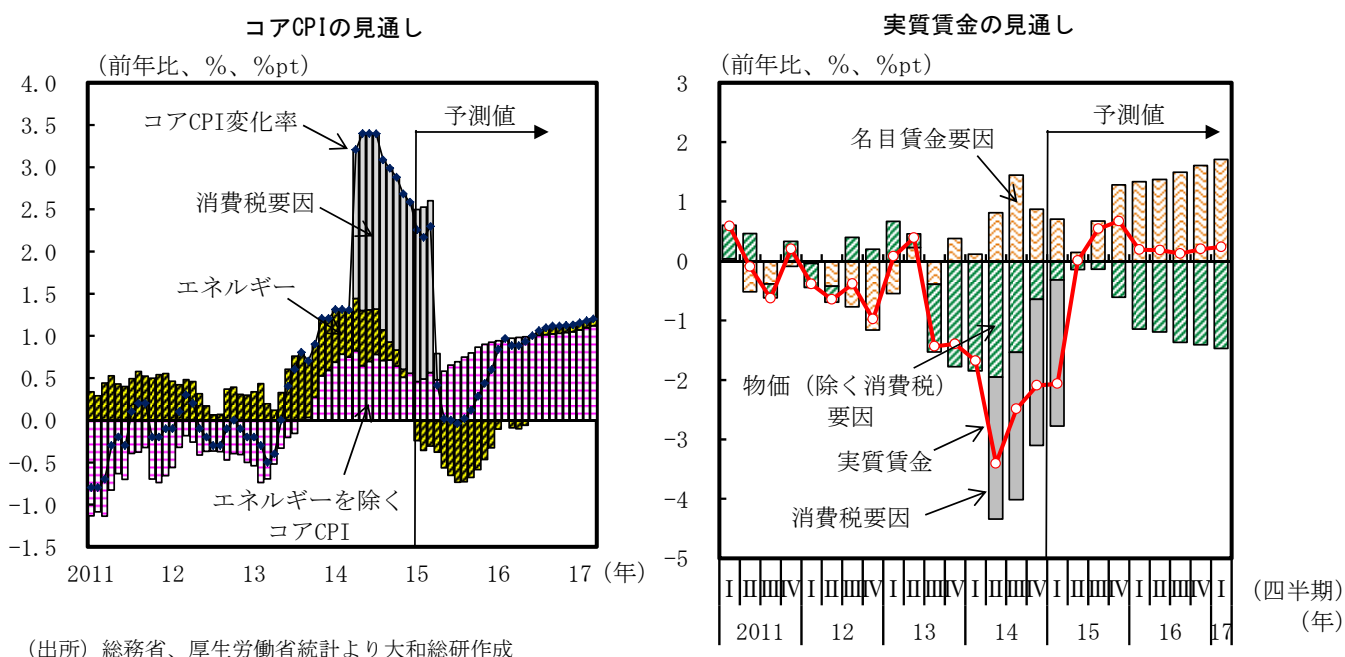
[http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20150108\\_009330.html](http://www.dir.co.jp/research/report/japan/sothers/20150108_009330.html)

## エネルギー価格下落が実質賃金の押し上げ要因に

原油価格の下落を踏まえて、コア CPI の先行きを見通すと、2015 年内についてはエネルギーによる押し下げがコア CPI の上昇を抑制する要因となろう。①足下で回復に向けた動きが見られている景気については拡大傾向をたどり、マクロ的な需給ギャップは改善が続く見込みであること、②原油安と同時に進行した円安による物価押し上げ効果が当面残存することなどから、エネルギー以外の物価については上昇傾向が継続する見通しである。しかしながら、エネルギー価格下落による物価の下押し幅は一時的にエネルギー以外の要因による物価押し上げ幅を上回るとみられることに加えて、2014 年 4 月の消費税増税による物価の押し上げ効果も 2015 年 4 月には剥落するため、コア CPI は 2015 年春頃には前年割れとなる可能性が高まっている。

物価上昇率がいったんマイナスに転落する中、これまで低迷が続いてきた実質賃金は急速に改善する公算が大きい。消費税増税による影響がなくなる 2015 年 4-6 月期には実質賃金の前年比伸び率はプラスに転じるとみられる。また、後述するように、原油価格の下落は企業収益の改善要因となり、その一部が家計に分配されることで名目賃金を押し上げる要因となろう。エネルギー価格下落による物価下押し圧力は徐々に剥落し、物価上昇幅は 2015 年半ば頃から再び上昇幅を拡大させていくとみられるものの、名目賃金も上昇基調が続くことから、実質賃金はプラス圏での推移が継続すると予想している。消費税増税に伴う物価上昇が実質賃金を押し下げ、そのことが増税後の個人消費停滞の要因になったことは記憶に新しいところであるが、今後実質賃金が増加に転じるとみられることは、個人消費を活性化させる大きな原動力となるだろう。

図表 6：コア CPI、実質賃金の見通し

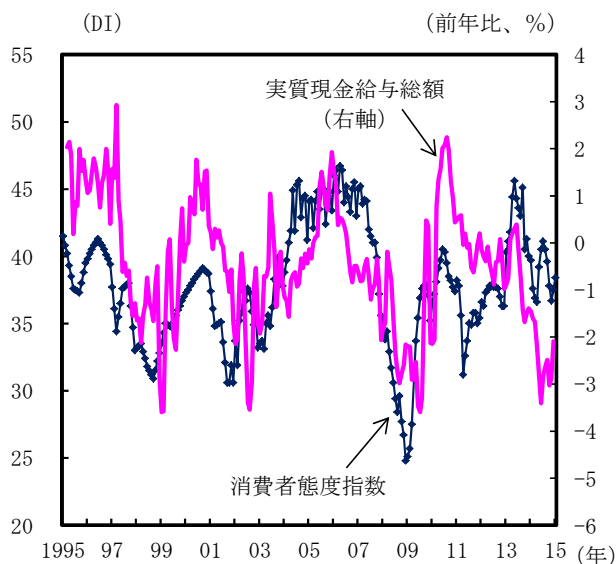


## 実質賃金の増加は消費者マインドの改善にも寄与

さらに、実質賃金の増加には消費者マインドを改善させる効果も期待される。実質賃金と消費者マインドの関係を確認すると（**図表 7**）、両者の間にはごく緩やかながらも連動性があることが分かる<sup>3</sup>。消費者マインドの動向を見ると、2014 年秋頃から年末にかけては円安による輸入品価格の上昇を主因に弱含みで推移していたものの、足下では持ち直しの動きが見られている。景気ウォッチャー調査の判断理由を確認してみると、原油やガソリン価格の下落を歓迎する声が数多く寄せられており、実質賃金の増加が消費者マインドの改善に寄与している様子がうかがえる。前項で見たように、ここまでの原油価格下落によって、今後実質賃金は急速に押し上げられる見通しであり、先行きについても消費者マインドは改善傾向をたどる可能性が高いだろう。

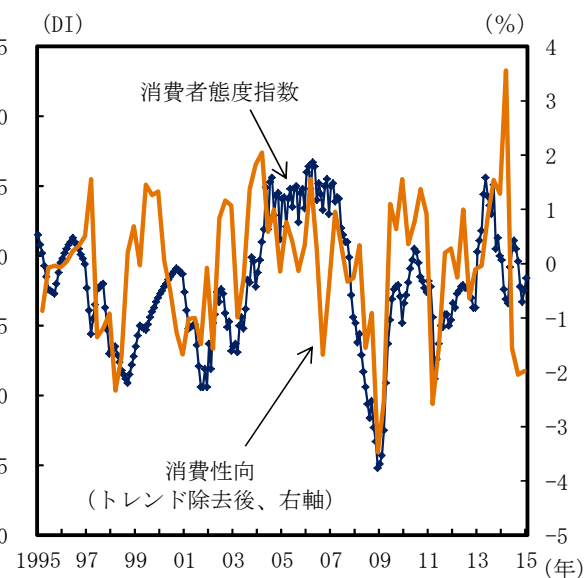
消費者マインドの改善には、家計の消費性向が高まることを通じて、個人消費を増加させる効果が期待される。実際、アンケート調査による消費者マインドと、現実の消費行動によって確認される消費性向はおおむね連動している（**図表 8**）。消費性向は、消費者マインドの悪化傾向が下押し要因となったことに加えて、消費税増税後の反動減による悪影響から、低水準での推移が続いてきた。しかしながら、増税に伴う悪影響が緩和しつつある中、実質賃金の増加が消費者マインドの改善に寄与するため、今後消費性向は上昇する公算が大きい。消費性向上昇の意味するところは、個人消費が所得の増加率に対して高めの伸びとなることに他ならない。

図表 7：実質賃金と消費者マインド



(注) 実質現金給与総額は3ヶ月後方移動平均値の前年比。  
(出所) 厚生労働省、内閣府統計より大和総研作成

図表 8：消費者マインドと消費性向



(注) 消費性向は民間最終消費支出/雇用者報酬。  
HPフィルターによるトレンドを除去した値。  
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

<sup>3</sup> ここで用いている消費者態度指数は「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4つの意識指標によって構成されている。それぞれの意識指標と名目、実質賃金の相関係数を比較すると、「収入の増え方」に関しては、実質賃金よりも名目賃金との相関が高いものの、「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」については、実質賃金との相関のほうが高い。



## 2.2 原油安が企業部門に与える影響

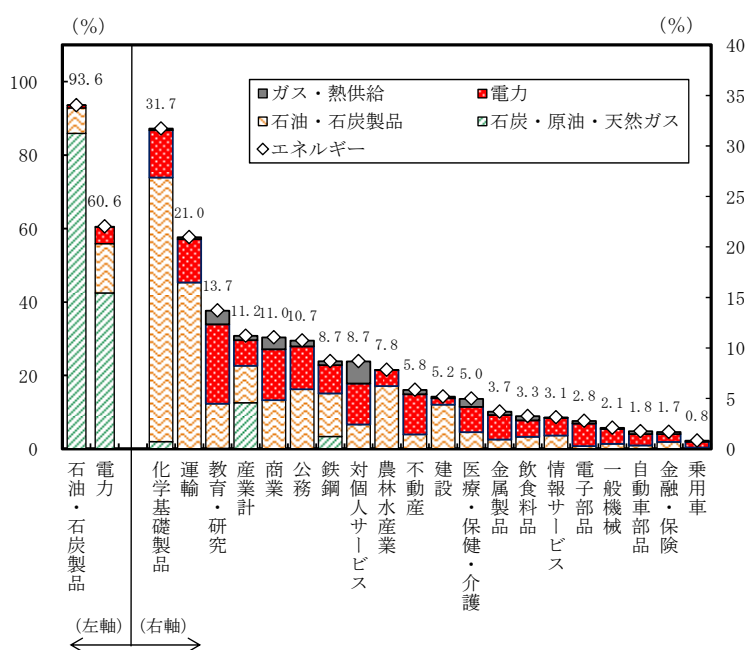
### 50%の原油価格下落は企業収益を4.6%押し上げ

原油安は企業部門にとっても収益改善要因となる。資源の大半を輸入に頼る日本では、原油安がデメリットとなる企業は一部に限られ、多くの企業はプラスの影響を受ける。原油安で変動費率が押し下げられることで多くの企業の損益分岐点が低下し収益性が改善するだろう。

ただし、こうした収益押し上げ効果は産業・企業のコスト構造に大きく依存しており、その影響度は一様ではない。業種ごとに企業の間接投入に占めるエネルギーの割合を見たものが**図表9**である。これを見ると、「石油・石炭製品」と「電力」の2業種では原油が投入されている一方で、大半の業種では原油が直接的に投入されるわけではなく、加工された石油・石炭製品、および電力として投入されている。すなわち、多くの業種は原油安の影響を直ちに受けるのではなく、原油価格が石油・石炭製品や電力料金に転嫁されて初めてメリットが生じるのである。

こうした投入産出構造を基に、原油価格が50%下落した場合の企業収益（営業余剰）に与える影響を試算すると（**図表10**）、全産業ベースでは+4.6%押し上げられるとの結果になった。業種別の内訳を見ると、製造業では+9.8%、非製造業では+3.9%収益が押し上げられ、個別業種ごとに見ても、大半の業種で収益が改善する。過去の平均的な価格転嫁率を用いると、「石油・石炭製品」については、投入価格低下によるメリットを大きく享受する一方で、販売価格低下の影響でむしろ収益は押し下げられるという結果になった。なお、上記の試算は2011年時点の投入産出構造を基にした試算であり、価格転嫁率についても過去の平均的な値を用いていることから、試算結果にはある程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもない。

図表9：エネルギー投入が各産業の中間投入に占める割合



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表10：50%の原油価格下落が企業収益（営業余剰）に与える影響

|            | 金額<br>(10億円) | 変化率<br>(%) |
|------------|--------------|------------|
| 全産業        | 3,894        | 4.6        |
| 製造業        | 1,055        | 9.8        |
| 飲食料品       | 54           | 1.4        |
| パルプ・紙・紙加工品 | 33           | 8.6        |
| 化学         | 513          | 36.3       |
| 石油・石炭製品    | -98          | -65.4      |
| 窯業・土石製品    | 52           | 12.9       |
| 鉄鋼         | 305          | 64.5       |
| 非鉄金属       | 19           | 15.6       |
| 金属製品       | 18           | 5.6        |
| 一般機械       | 28           | 2.6        |
| 電気機械       | 12           | 4.0        |
| 情報通信機械     | 4            | 3.8        |
| 電子部品       | 16           | 17.8       |
| 輸送機械       | 46           | 5.8        |
| 精密機械       | 4            | 2.5        |
| 非製造業       | 2,838        | 3.9        |
| 農林水産業      | 77           | 2.3        |
| 建設         | 233          | 51.7       |
| 電力         | 506          | 61.9       |
| 卸売・小売      | 349          | 2.3        |
| 金融・保険      | 20           | 0.3        |
| 不動産        | 20           | 0.3        |
| 運輸         | 530          | 25.2       |
| 情報通信業      | 53           | 1.3        |
| 対個人サービス    | 124          | 2.2        |

(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。  
(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

## 2.3 原油安の影響に関するマクロシミュレーション

### 原油価格の下落は2015年度の実質GDPを+0.50%押し上げ

ここまでの議論を踏まえた上で、原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したものが**図表 11**である。シミュレーション結果によれば、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2014～2016年度の実質GDPの水準はそれぞれ2014年度：+0.20%、2015年度：+0.50%、2016年度：+0.41%押し上げられる。また、実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.20%pt、+0.31%pt、▲0.09%ptとなる。

需要項目別の内訳を見ると、実質賃金の増加を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の増加が設備投資を押し上げる要因となろう。また、企業収益の増加分は一部が賃金として家計に分配されるとみられ、企業所得の増加は家計需要の増加にも寄与することとなる。なお、原油価格下落による物価の押し下げによって、実質金利が上昇し、住宅投資や設備投資を抑制する要因となるが、そのマイナス効果は所得増加によるプラス効果を下回るものと考えられる。

物価については、輸入物価の下落によってCGPI、CPI、ともに押し下げられ、内需デフレーターは大きく低下することとなるが、控除項目である輸入デフレーターが大きく低下することで、GDPデフレーターは上昇する。この結果、名目GDPは実質GDP以上に押し上げられる。

また、輸入の4割弱にも上る資源輸入金額が大きく減少することで、貿易収支赤字が大幅に縮小し、経常収支黒字幅は大きく拡大する見込みである。貿易収支については、東日本大震災をきっかけに赤字での推移が続いてきたが、原油価格の急落によって、これまで見通せなかった黒字化が現実味を帯びてきている。

以上、見てきたように、原油価格の下落は日本経済にとって非常に大きなメリットをもたらす。2014年初から半ばにかけて停滞した日本経済は、足下で自律的回復に向けた動きが見られているが、原油安がさらなる追い風となって、その回復はより力強さを増すことになるだろう。

図表 11：原油価格下落が日本経済に与える影響

|                 |        | 実質GDP | 個人消費 | 住宅投資 | 設備投資 | 輸出   | 輸入   | 名目GDP | GDPデフレーター | GDP成長率 |
|-----------------|--------|-------|------|------|------|------|------|-------|-----------|--------|
|                 |        | %     | %    | %    | %    | %    | %    | %     | %         | %pt    |
| 原油価格高止まりシナリオとの差 | 2014年度 | 0.20  | 0.27 | 0.46 | 0.94 | 0.16 | 0.96 | 1.19  | 0.99      | 0.20   |
|                 | 2015年度 | 0.50  | 0.77 | 1.92 | 2.24 | 0.33 | 2.53 | 2.42  | 1.91      | 0.31   |
|                 | 2016年度 | 0.41  | 0.57 | 1.54 | 2.24 | 0.29 | 2.14 | 2.31  | 1.89      | -0.09  |
| 前回予測前提との差       | 2014年度 | 0.06  | 0.08 | 0.11 | 0.29 | 0.06 | 0.29 | 0.36  | 0.30      | 0.06   |
|                 | 2015年度 | 0.16  | 0.26 | 0.64 | 0.60 | 0.11 | 0.79 | 0.61  | 0.45      | 0.10   |
|                 | 2016年度 | 0.09  | 0.14 | 0.35 | 0.40 | 0.06 | 0.46 | 0.35  | 0.26      | -0.07  |

|                 |        | 経常収支/<br>名目GDP | 輸入物価   | 輸出物価  | CGPI  | コアCPI | 鉱工業生産 | 第三次産業<br>活動指数 | 全産業活動<br>指数 |
|-----------------|--------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------------|
|                 |        | %pt            | %      | %     | %     | %     | %     | %             | %           |
| 原油価格高止まりシナリオとの差 | 2014年度 | 1.12           | -7.38  | -0.83 | -1.11 | -0.32 | 0.38  | 0.21          | 0.22        |
|                 | 2015年度 | 2.17           | -14.67 | -1.68 | -2.36 | -0.88 | 0.99  | 0.53          | 0.58        |
|                 | 2016年度 | 2.14           | -13.05 | -1.45 | -2.10 | -0.77 | 0.86  | 0.48          | 0.52        |
| 前回予測前提との差       | 2014年度 | 0.34           | -2.34  | -0.29 | -0.38 | -0.09 | 0.11  | 0.06          | 0.07        |
|                 | 2015年度 | 0.54           | -4.45  | -0.54 | -0.74 | -0.30 | 0.30  | 0.16          | 0.18        |
|                 | 2016年度 | 0.35           | -2.62  | -0.31 | -0.44 | -0.22 | 0.18  | 0.10          | 0.11        |

(注1) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。

(注2) 原油高止まりシナリオはWTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

前回予測前提は、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばい。詳細は「第183回日本経済予測（改訂版）」（2014年12月8日）を参照。

(出所) 大和総研作成

### 3. 論点②：設備投資の国内回帰は起きるのか？

#### 3.1 為替レートと海外移転の連動性

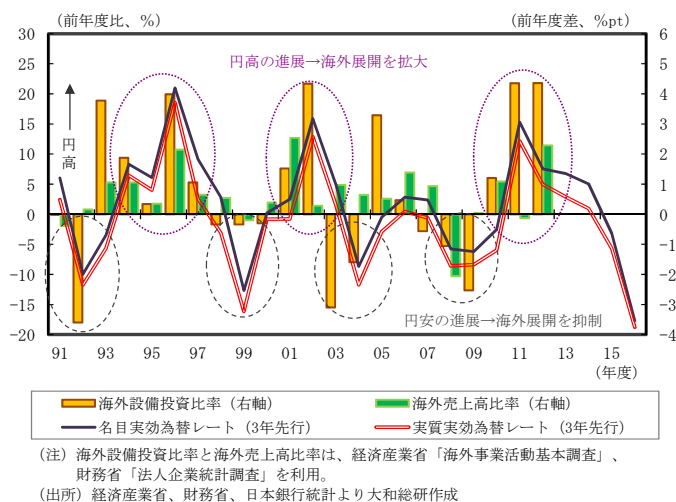
円安に転じてから2～3年程度遅れて海外移転が抑制される

本章では、日本経済に関する第二の論点である「設備投資の国内回帰」について検証したい。

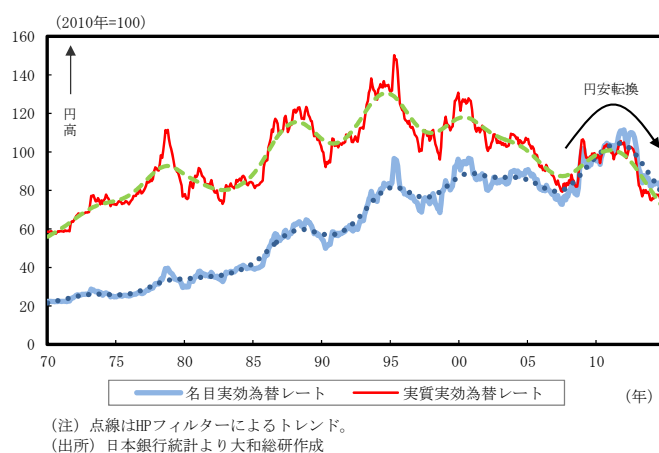
わが国の製造業は、経済のグローバル化が進展する中で、生産コストを抑制して価格競争力を維持するために、生産拠点を人件費の安い新興国に次々と移してきた。また、近年、製品の消費地の近くで生産を行うという「地産地消」の動きが顕著になっており、こうした大きな潮流の下で、企業の生産拠点の配置は、長期的にみると海外と日本国内の需要と生産コストの差におおむね比例する形で決定されることになろう。人口減少社会に突入して国内需要が伸び悩む日本に対して、海外市場は着実に拡大することから、それに応じて今後も企業の海外展開が継続され、長い目で見ると海外設備投資比率は緩やかな上昇傾向が続くと考えられる。

他方で、中期的には、為替レートの変動に伴う国際的な価格競争力の変化が、企業の海外移転の決定に大きな影響を及ぼす。海外設備投資比率および海外売上高比率と円の実効為替レートの歴史的な関係を見ると、円高（円安）が進行してから2～3年程度経過すると、海外設備投資比率と売上高比率の両者が上昇（低下）する傾向にあることが確認できる（**図表12**）。一般に、企業の大規模な設備投資の計画から実行までには、数年程度の期間を要することから、実効為替レートと海外設備投資比率の変化に見られる時間差は、これに即した動きだと言えよう。円の実効為替レートは、2012年秋口以降、アベノミクスに対する期待感や日本銀行の大胆な金融緩和の効果もあって、円安方向へと大きく転じている（**図表13**）。こうした中で、製造業の一部において、海外に移した生産拠点を日本へと戻す「国内回帰」の動きが大きく報道されるなど、円安の効果が徐々に始めている。

図表12：製造業の海外設備投資・売上高比率と  
円の実効為替レート



図表13：円の実効為替レート



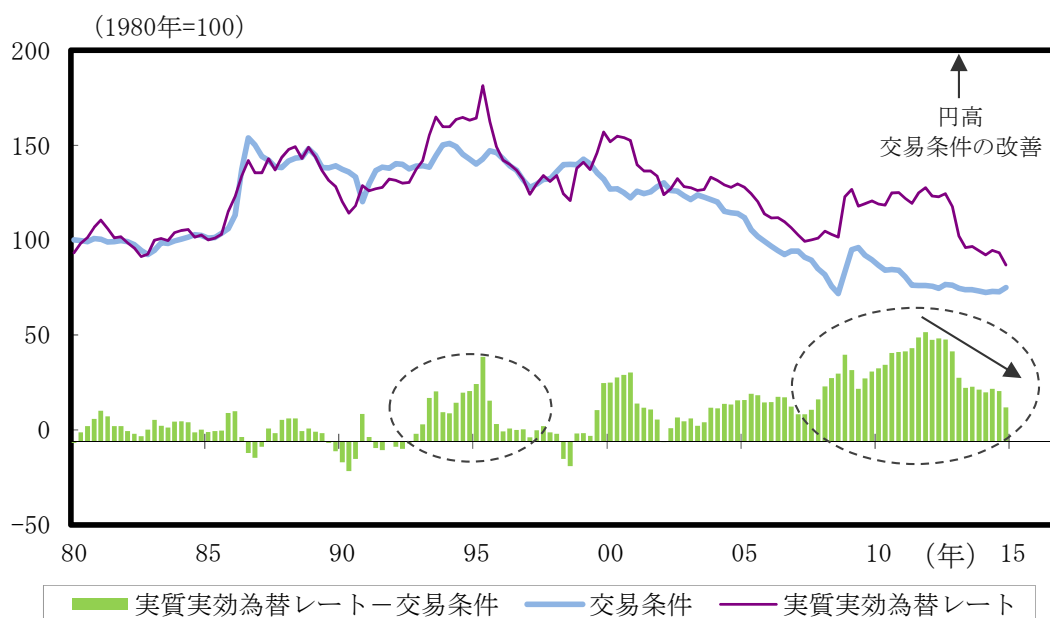
### 3.2 実質実効為替レートと交易条件で見る国内生産の優位性

#### 円安が進む中で実質実効為替レートと交易条件の乖離幅は縮小傾向

製造業の国内回帰の動きに関しては、実質実効為替レートと交易条件（＝「輸出物価/輸入物価」）の乖離幅が縮小していることも追い風となっている。通常、実質実効為替レートと交易条件は連動する傾向にあり、円高（円安）が進むと、交易条件が改善（悪化）する傾向にある（**図表 14**）。これは、日本の貿易構造上、資源エネルギーなどの輸入物価の変動の方が輸出物価の変動より大きくなる傾向が強いことによるものだ。すなわち、円高が進むと輸入物価の下落幅が輸出物価の下落幅を上回る結果、交易条件が改善（＝「輸出物価/輸入物価」が上昇）し、逆に、円安が進むと交易条件が悪化するのである。

過去を振り返ると、1995年の円高局面とリーマン・ショック後の円高局面においては、円高が進む中でも交易条件が改善せず、製造業の国内生産は「二重苦」とも言うべき不利な状況に置かれていた。しかし、2012年秋口以降の円安局面では、大幅な円安が進行したにもかかわらず交易条件の悪化はわずかなものにとどまっており、2014年夏場以降の原油価格の急落を受けて、足下では交易条件に改善の動きが見られている。この結果、実質実効為替レートと交易条件の乖離幅も縮小傾向にあることから、こうした環境変化も製造業の国内回帰を促す要因になるものと考えられる。

図表 14：実質実効為替レートと交易条件



(注) 交易条件＝輸出物価/輸入物価、円ベース。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

### 3.3 製造業の海外設備投資比率の推計

#### 行き過ぎた海外設備投資は円安の効果で修正される公算

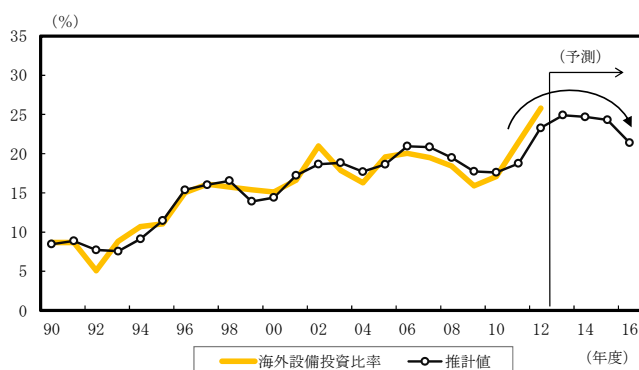
海外設備投資比率の先行きについては、どのように考えればよいのだろうか。ここでは、海外設備投資比率を、①海外生産比率、②実質実効為替レート、の2つの決定要因によって推計し、今後の動向について展望する<sup>4</sup>。

第一に、海外設備投資比率は、短期的な上下動を伴いつつも、長期的な上昇傾向が続いている（**図表 15**）。この要因を確認すると、構造的には、日本のインフレ率が海外よりも低いことからインフレ格差要因がマイナスに寄与する一方で、国内市場よりも海外市場の拡大ペースが速いことが、継続的に海外設備投資比率を高める方向に作用していることが分かる（**図表 16**）。また、名目実効為替要因に関しては変動を伴いつつ、長きにわたる円高傾向を背景に海外設備投資比率の押し上げに寄与している。

第二に、過去の円高局面では、円高が進行してから2～3年後に名目実効為替要因が大きく上昇しており、企業の海外移転を加速させる原因となっていた。すでに指摘した通り、企業の生産拠点の配置は、長期的にみると海外と日本国内の需要と生産コストの差に比例する形で決定されるが、急速な円高の進行は、国内外の相対的な需要と生産コストに基づくトレンドから乖離させる形で、海外設備投資比率を上昇させてきたとみられる。

最後に、国際通貨基金（IMF）による世界経済の見通しや、最近の名目実効為替レートに基づいた推計結果によれば、海外設備投資比率は、2012年秋以降の円安進行を背景に、2014年度以降低下に転じることが予想される。

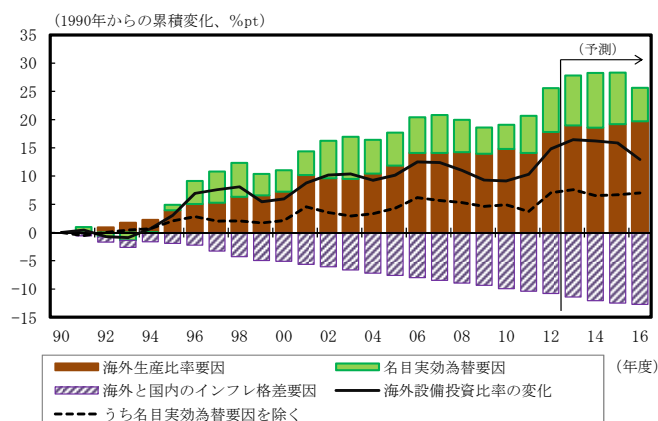
図表 15：製造業の海外設備投資比率



(注1) 海外設備投資比率は、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計調査」、海外生産比率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を利用。  
 (注2) 海外設備投資比率の推計式は、以下の通り。  

$$\text{海外設備投資比率}(t) = -75.44 + 1.11 \times \text{海外生産比率}(t) + 16.55 \times \ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$$
 全て1%有意。推計は、GMM法による。操作変数に、定数項、海外生産比率(t-1)、世界と日本の名目GDP比(t-3)、 $\ln(\text{実質実効為替レート})(t-3)$ を利用。  
 (注3) 先行きの値は、海外生産比率を、世界と日本のGDP比(PPPベース)(t-2)と名目実効為替レート(t-2)によって推計した結果を利用して延長。  
 (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

図表 16：製造業の海外設備投資比率の要因分解



(注) 海外と国内のインフレ格差要因は、名目実効為替レート/実質実効為替レートによる。日本のインフレ率(≠生産コストの上昇)が海外より低い場合は押し下げに寄与。  
 (出所) 経済産業省、財務省、日本銀行、内閣府、IMF統計より大和総研作成

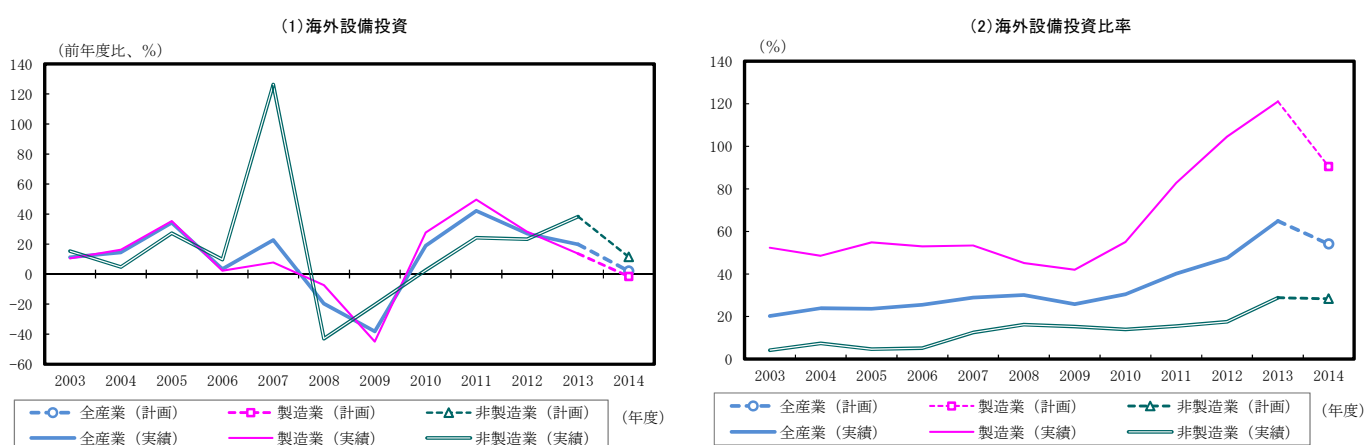
<sup>4</sup> 海外設備投資比率の要因分解の結果は、推計方法や利用するデータ期間の影響を受けるため、ある程度の幅を持って見る必要がある。

### 企業に対するアンケート調査でも海外設備投資は抑制される見込み

製造業の海外設備投資に対する計画を日本政策投資銀行の調査で確認すると、2014年度の海外設備投資の伸び率は5年ぶりのマイナスに転じ、海外設備投資比率も同じく5年ぶりに低下する見込みである（**図表 17**）。これは、自動車、非鉄金属、化学において、海外での設備投資が減少に転じる一方で、国内の設備投資が前年度よりも増加するためである。

このように海外設備投資比率の先行きについては、関数による推計結果と、企業に対するアンケート調査の双方が低下を示唆しており、アベノミクスの効果が徐々に顕在化する形で、過去の円高進行によって行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むと考えてよいだろう。

図表 17：企業調査による海外設備投資と海外設備投資比率の動向



### 3.4 製造業の国内回帰は本物か？

#### 輸入浸透度や貿易特化係数のトレンドが反転するか否かが今後の注目点

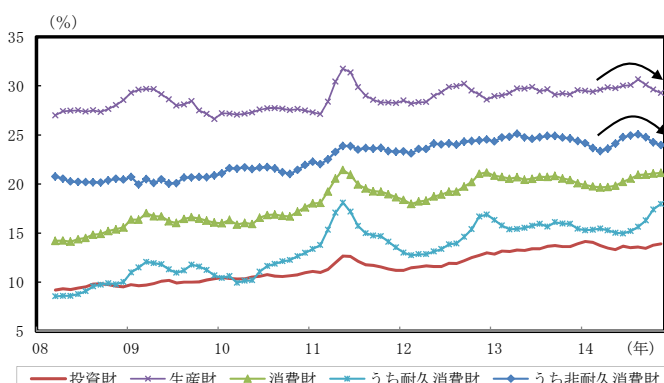
最後に、製造業の国内回帰の現状を評価する際には、国内で供給される鉱工業製品に占める輸入製品の割合である「輸入浸透度」、輸出の競争力を示す指標である「貿易特化係数」という、2つの指標を確認することが重要である。わが国では、製造業の海外移転に伴い、輸入浸透度は上昇傾向にあり、貿易特化係数は電気機器などの家庭用耐久財を中心に下落傾向にあった。国内回帰が本物であるか否かを判断する上で、こうした傾向が反転するか否かが、今後の注目点になるだろう。

輸入浸透度の推移を財別に見ると、「投資財」、「生産財」、「消費財」のいずれも上昇傾向にあった（図表 18）。製造業の海外移転に伴い輸入の占める比率が増加傾向をたどってきたからである。しかし、最近では「生産財」や「非耐久消費財」において輸入浸透度が低下する動きが見られる。この背景として、円安進行に伴って輸入品を国内品で代替する動きや、製造業の一部に見られる国内回帰が影響している可能性が指摘できよう。ただし、これらの財については、まだ上昇傾向が明確に転換したとは言い難い状況にあるため、今度の動向を引き続き慎重に見極める必要があるだろう。さらに、「耐久消費財」の輸入浸透度が、2014年半ばから上昇傾向を強めている点にも注意が必要だ。

同様に、「耐久消費財」の貿易特化係数の長期推移を確認すると、プラザ合意後に円高が急速に進んだ 1985 年から 1990 年代の半ばまで大きく低下した後、横ばい圏で推移していたが、リーマン・ショック後に再び緩やかな低下傾向となっている（図表 19）。「家庭用電気機器」に関しては、2009 年以降おおむね横ばいで推移しているものの、水準は依然として大幅なマイナスである。

以上の分析を踏まえると、製造業の国内回帰の動きは、まだ本格化しているとは言い難い状況にあるものと考えられる。ただし、今後、円安進行を背景とする海外設備投資比率が低下に転じると見込まれることから、それに伴って輸入浸透度と貿易特化係数のトレンドも徐々に反転することが期待されよう。

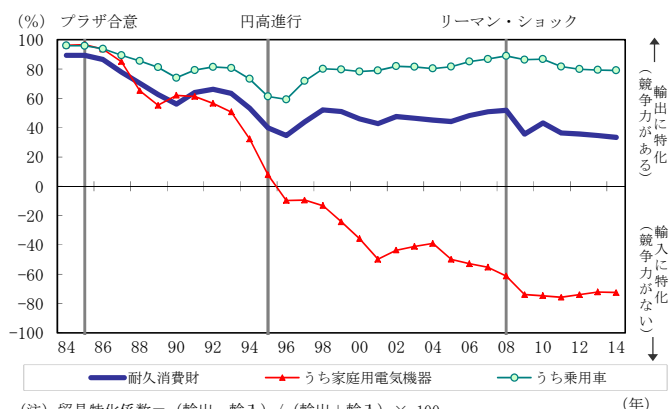
図表 18：財別の輸入浸透度



(注) 3ヶ月移動平均値。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表 19：耐久消費財の貿易特化係数



(注) 貿易特化係数 = (輸出 - 輸入) / (輸出 + 輸入) × 100。

(出所) 財務省統計より大和総研作成

#### 4. 論点③：ユーロ圏経済は日本化 (Japanization) するのか？

2015 年最大のリスク要因は、欧州の政治？

本章では、日本経済に関する第三の論点である「ユーロ圏経済の日本化 (Japanization)」について検証したい。

世界的に著名な政治学者であるイアン・ブレマー氏(ユーラシアグループ社長)は 2015 年最大のリスク要因として、欧州の政治を挙げている。混乱の中心地であるギリシャでは、2015 年 1 月に左派政権が成立した後、緊縮財政の道筋から逸脱する方向へと政策の舵を切りつつあり、最大の支援国であるドイツとの対立が生じている。

こうした政治的リスクの存在もあり、ユーロ圏経済は日本化 (Japanization) とも呼ばれる長期構造不況に突入する危険性を抱えている。債務危機以降の欧州経済のパフォーマンスは、日本の「失われた 20 年」を想起させるほど低調であり、今後ユーロ圏経済が、かつてわが国が経験したような長期構造不況に陥るか否か、という点に対するグローバルな金融市場の注目度は極めて高い。そこで、本章では日本の「失われた 20 年」との比較などを通じて、ユーロ圏経済が日本化する可能性について検証しよう。

本章の結論をあらかじめ述べれば、**図表 20** の通りである。

ユーロ圏経済は、わが国との比較という観点からは、強弱双方の要因を抱えている。全体として、ユーロ圏には追加的な政策発動の余地が依然として残されていることから、わが国の「失われた 20 年」を教訓に各国政府・ECB (欧州中央銀行) の両者が適切な政策を講じることができれば、長期構造不況への転落を回避することは可能である。ただし、「金融政策を一本化する一方で、財政統合は行われていない」という、ユーロ圏が抱える構造的な欠陥が、加盟国に蔓延する「ポピュリズム」的な風潮と相まって、致命的な足かせとなりかねない点には最大限の警戒が必要になるだろう。

図表 20：ユーロ圏経済は日本化 (Japanization) するのか？

##### (1)経済環境の比較【概況】

・ユーロ圏における実質GDPや潜在GDPの低迷は不安材料だが、名目GDPや消費者物価は日本ほどには悪化していない

##### (2)ユーロ圏経済の好材料

- ①現状、期待インフレ率は安定的に推移
- ②労働生産性対比の時給は安定的な伸び
- ③資本ストック循環には改善の兆し
- ④労働力人口は増加傾向

##### (3)ユーロ圏経済の不安材料

- ①金融政策には追加緩和余地が残る
- ②労働市場の柔軟性(雇用調整速度等)には課題が残る
- ③資産市場(不動産市場、株式市場)の動向には一抹の不安



## 4.1 経済環境の比較【概況】

最初に、長期構造不況のリスクが顕在化した当時の日米欧 3 極の経済環境を概括的に比較してみよう(図表 21)。結論を先取りすると、ユーロ圏における実質 GDP や潜在 GDP の低迷は不安材料だが、名目 GDP や消費者物価は日本ほどには悪化していないことが確認できる。

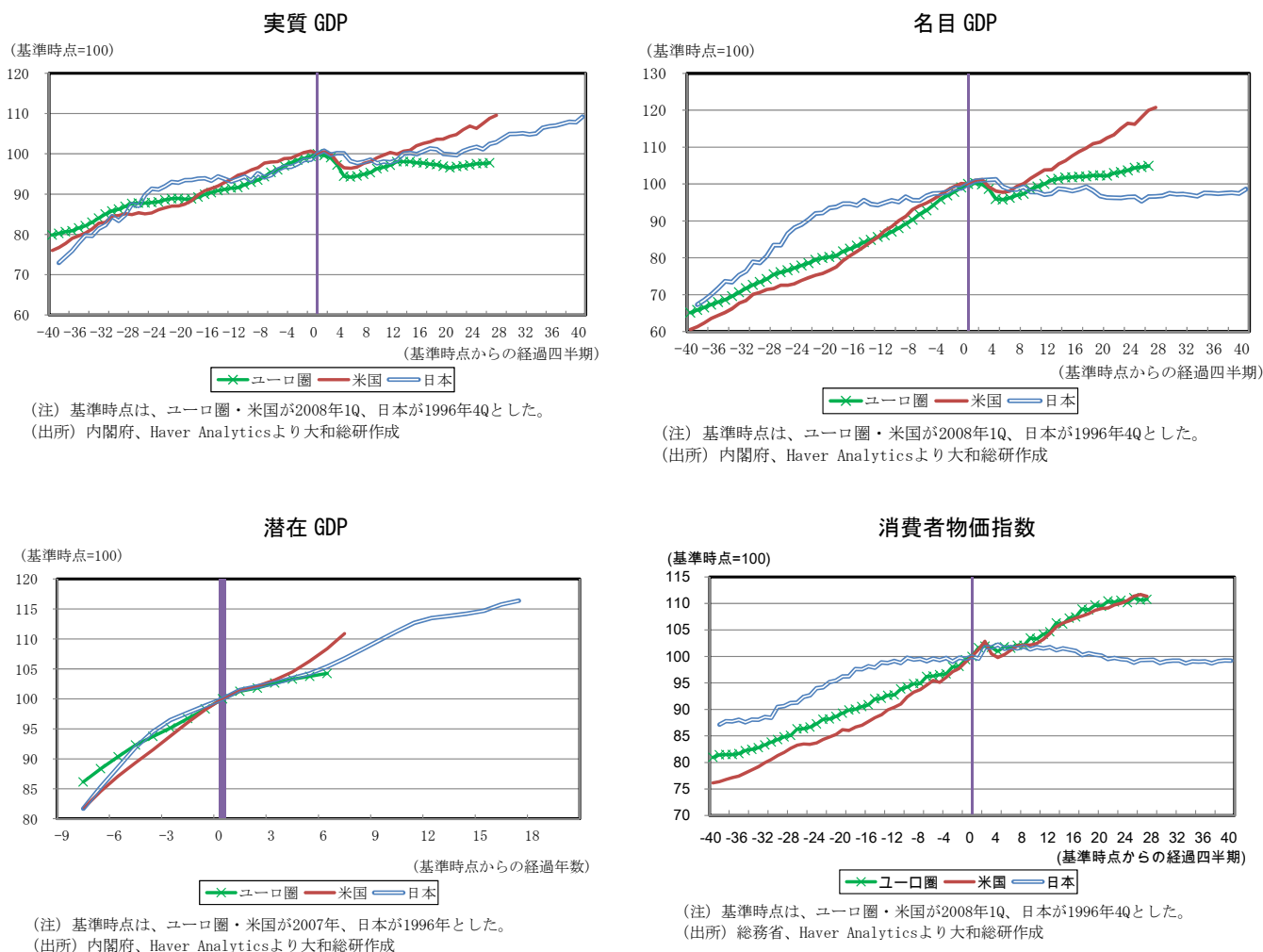
実質 GDP の動きを見ると、ユーロ圏は日本と比べても、持ち直しの動きが鈍い印象だ。対照的に米国はリーマン・ショックによる落ち込みの後、直ちに回復傾向が鮮明化している。

米国の堅調さは潜在 GDP の動きからも見て取れる。リーマン・ショックの後、一時的に潜在 GDP の増加ペースが鈍化したものの、徐々にリーマン・ショック以前の上昇ペースへと回帰しつつある。一方、日本やユーロ圏では潜在 GDP は伸び悩んでいる。

これに対して、名目 GDP の動向を見ると、横ばい圏の動きが続いた日本とは異なり、ユーロ圏は緩やかながらも増加傾向を維持していることが分かる。米国についてはより一層力強い動きとなっており、堅調に回復している様子がうかがえる。

また、物価に目を向けると、デフレに突入した日本とは対照的に、米国、ユーロ圏ともに上昇傾向が続いていることが確認できる。

図表 21：経済環境の比較【概況】



## 4.2 ユーロ圏経済の4つの好材料

次に、日本との比較という観点から、ユーロ圏経済の好材料を列挙しておこう（**図表 22**）。

### ①期待インフレ率

ユーロ圏と日本の違いが如実に表れているのは、「①期待インフレ率」である。ECB が公表している先行き 1 年程度の期待インフレ率は、足下の景気の弱さや原油価格下落の影響を受けて低下基調にある。しかしながら、5 年後の期待インフレ率はほとんど低下しておらず、ECB のインフレ目標に対する信認が得られている様子が見て取れる。日本の経験を振り返ると、バブル崩壊直後、財政・金融政策の初動が鈍かったことなどもあり、期待インフレ率は趨勢的に低下傾向をたどり、それと同時に潜在成長率の鈍化が鮮明となった。これに対して、ECB は、日本の失敗を「他山の石」として、期待インフレ率を低下させないよう累次の金融緩和を行い、日本型の長期構造不況を回避する努力を続けている。

### ②時給/生産性

「②労働生産性対比の時給」を見ても、ユーロ圏では総じて安定的に推移しており、おおむね居心地の良い状態が継続している。日本ではバブル崩壊以降、1990 年代までは生産性との対比で賃金が高止まりした。そして、このことが企業の経営体力を奪い、90 年代の日本経済低迷の大きな要因となった。「③資本ストック循環」で後述する通り、労働コストの高止まりに苛まれた多くの日本企業が設備投資を抑制したことから、日本経済はスパイラル的な資本ストック調整を余儀なくされたのである。その後、わが国では、労働者の非正規化の進行などにより時給が急減した結果、90 年代の賃金が高止まりした時期とは逆の意味で、賃金の低迷がデフレを深化させる皮肉な事態に陥ったのである。

つまり、賃金は高過ぎても低過ぎても良くないのだ。この点、ユーロ圏での「時給/生産性」の動きを見ると、リーマン・ショック直後は賃金調整が追い付かず、一時的に急上昇する局面が見られたが、その後徐々に低下し、足下では安定ゾーンで推移している。

### ③資本ストック循環

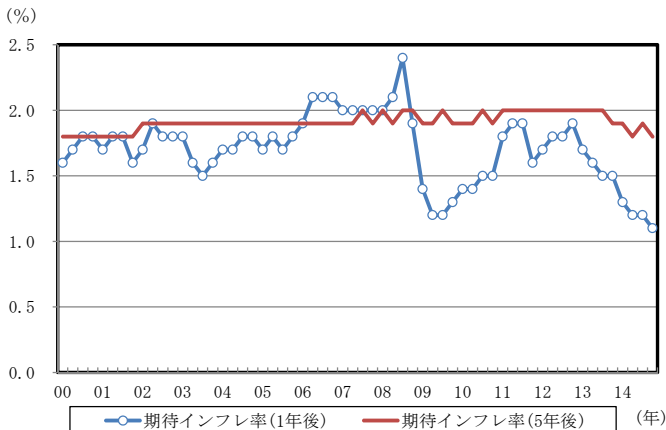
ユーロ圏の「③資本ストック循環」を見ると、設備投資に底入れの兆しが見られることも好材料である。日本のケースでは、「②労働生産性対比の時給」が高止まりした結果、企業の経営状態が悪化し、ストック循環図で見た期待成長率が腰折れする形で、スパイラル的な資本ストック調整が進行した。一方、こうしたわが国の状況とは異なり、ユーロ圏では賃金調整が比較的スムーズに行われた結果、設備投資は徐々に増加傾向へと復している。足下では期待成長率も上昇傾向へと転じつつあり、日本と比べれば良好な状態にあると言えるだろう。

### ④労働力人口

最後に、人口動態という観点からもユーロ圏は日本よりも良い状況にあると言える。「④労働力人口」を見ると、日本では景気停滞が始まった直後から労働力人口が減少に転じ、潜在 GDP の下押し要因として働いていた。他方で、ユーロ圏の労働力人口は依然として増加傾向にあり、今後も潜在 GDP の押し上げに寄与することが期待される。

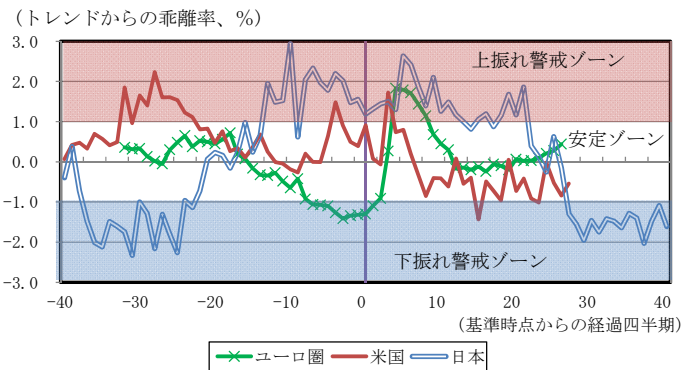
図表 22 : ユーロ圏経済の好材料

①期待インフレ率 (ユーロ圏)



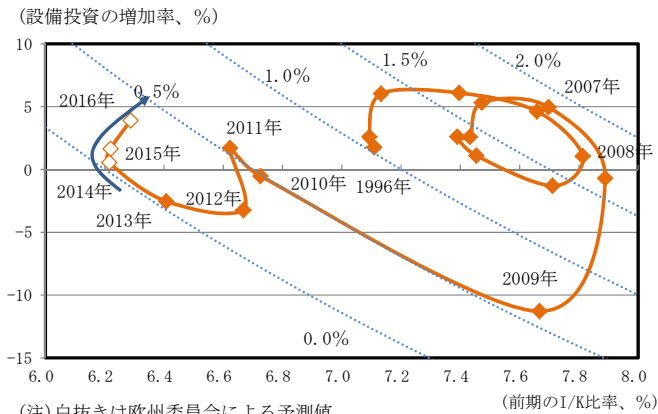
(出所) ECB統計より大和総研作成

②時給/生産性



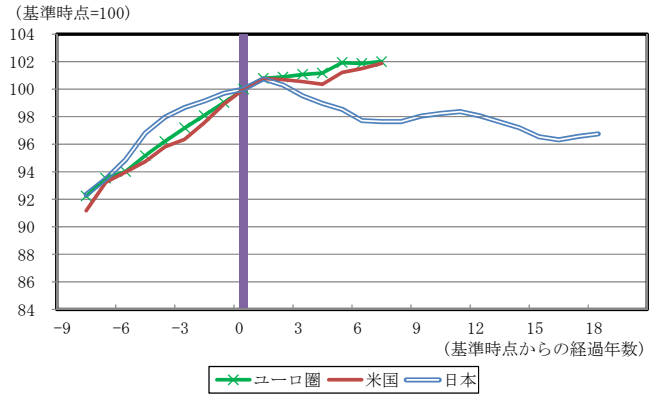
(注1) 上振れ警戒ゾーンはトレンドから+1%以上乖離している場合、  
下振れ警戒ゾーンは同▲1%以上乖離している場合。  
(注2) 基準時点は、ユーロ圏・米国が2008年1Q、日本が1996年4Qとした。  
(出所) 内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

③資本ストック循環図 (ユーロ圏)



(注) 白抜きは欧州委員会による予測値。  
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

④労働力人口



(注) 基準時点は、ユーロ圏・米国が2007年、日本が1996年とした。  
(出所) 総務省、Haver Analyticsより大和総研作成

### 4.3 ユーロ圏経済の3つの不安材料

これらの好材料がある反面、ユーロ圏経済にはいくつかの不安材料も存在する(図表 23)。

#### ①「中央銀行のB/Sの対名目GDP比率」からは、追加的な金融緩和余地が残る

「①中央銀行のB/Sの対名目GDP比率」を見ると、国際比較という観点からは、先日導入を決定した量的緩和政策を考慮しても、ECBの金融緩和の規模は依然として不十分だとの見方が成り立ち得る。現状のECBの金融緩和は、日本銀行が2001年に導入した量的緩和政策や、現在実施している量的・質的金融緩和政策などと比べると、大きく見劣りする感が否めない。今後景気のもたつきや物価上昇率の伸び悩みが続くような事態に陥った場合、ECBはより一層大胆な追加金融緩和を迫られることになるだろう。

#### ②労働市場の柔軟性(雇用調整速度等)には課題が残る

また、ユーロ圏は労働市場の柔軟性という課題も抱えている。循環的失業率の動きを見ると、リーマン・ショックに際して、雇用調整速度の速い米国では急速に失業率が上昇した。しかし、その後の景気回復に伴い、直ちに雇用を拡大することができたため、循環的失業率の低下テンポも速かった。これに対して、雇用調整速度の遅い日本やユーロ圏は不況下での循環的失業率の上昇テンポが遅い反面、景気拡大期においても低下テンポが遅いという課題を抱えている。今後、ユーロ圏の各国には、労働移動をより一層活発化させることなどを通じて、労働市場の柔軟性を高めるような政策が求められるだろう。

#### ③資産市場(不動産市場、株式市場)の動向には一抹の不安

最後に資産関連の指標を点検しよう。ユーロ圏では、資産市場(不動産市場、株式市場)の動向には一抹の不安が残る。

##### ③-1 不動産価格の対名目GDP比率

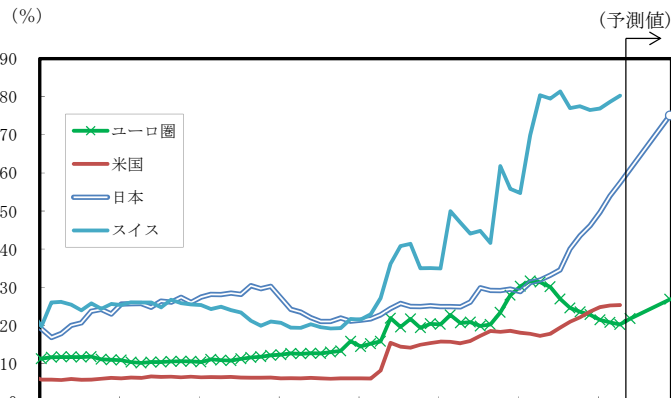
「③-1 不動産価格の対名目GDP比率」の推移を見ると、わが国の不動産価格は1990年代前半の不動産バブル崩壊以降、依然として低迷を続けている。米国に目を転じると、サブプライムローンバブルがはじけて以降、不動産価格の急速な低下が見られたが、足下ではすでの持ち直しの動きが顕在化している。一方、ユーロ圏の不動産価格は依然として高止まりしており、今後大幅に調整するリスクには細心の注意が必要となるだろう。

##### ③-2 株式市場の動向

「③-2 株式市場の動向」を見ると、米国株の回復が顕著な一方で、ユーロ圏の株価は依然として低迷している。ユーロ圏における株価の下落は「逆資産効果」を通じて、実体経済に悪影響を及ぼす可能性があり、要注意である。

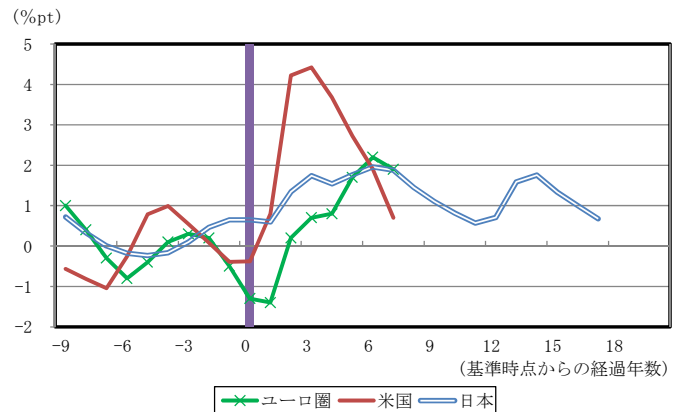
図表 23 : ユーロ圏経済の不安材料

①中央銀行の B/S の対名目 GDP 比率



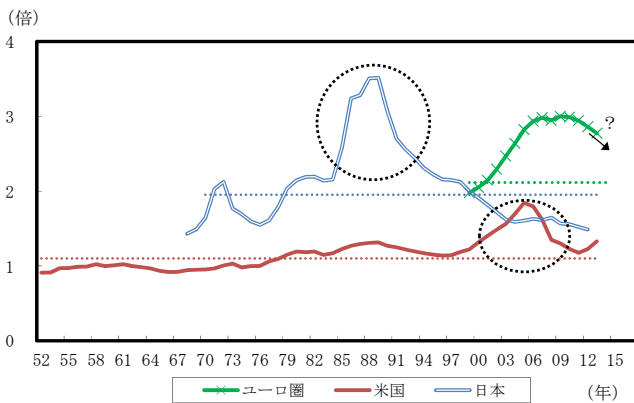
(注) 白抜きは日本銀行、ECBの見通しをもとに大和総研試算。(年)  
 (出所) 日本銀行、内閣府、FRB、BEA、Eurostat、ECB、SNB統計より大和総研作成

②循環的失業率



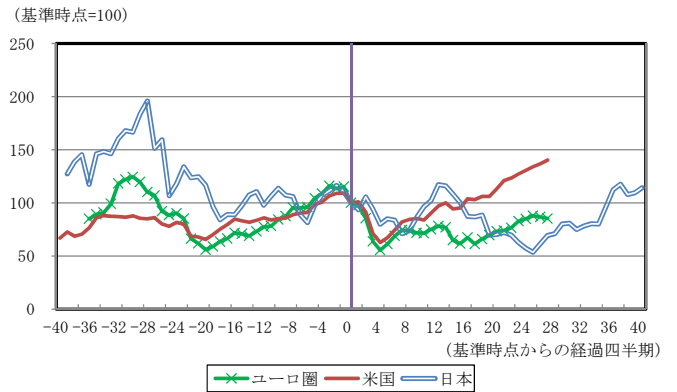
(注) 基準時点は、ユーロ圏・米国が2007年、日本が1996年とした。  
 (出所) 総務省、厚生労働省等、Haver Analyticsより大和総研作成

③-1 不動産価格の対名目 GDP 比率



(注1) 日本は土地時価総額、米国は不動産時価総額、ユーロ圏は住宅資産 (Housing Wealth) 時価総額のデータを使用。  
 (注2) 平行線は「バブル」発生前の平均値。米国は1952年～2002年の値 (1.10倍)。日本は1970年～85年の値 (1.95倍)。ユーロ圏は1999年～2002年の値 (2.12倍)。  
 (出所) Eurostat, ECB, FRB、米商務省、内閣府統計より大和総研作成

③-2 株式市場の動向



(注) 基準時点は、ユーロ圏・米国が2008年1Q、日本が1996年4Qとした。  
 (出所) 日本経済新聞社、Haver Analyticsより大和総研作成

## 5. 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、日本経済のリスク要因としては、①消費税増税先送りを受けた将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、②中国の「シャドーバンキング」問題、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

## 5.1 リスク要因①：増税先送りを受けた「トリプル安（債券安・円安・株安）」

### 消費税増税先送りは禍根を残した

第一のリスク要因は、消費税増税先送りを受けた将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行である。

財政規律の喪失と一体的に行われる大胆な金融緩和は、事実上の「マネタイゼーション（負債の現金化）」の色彩を帯びる。もしわが国で債券相場が急落（＝長期金利が急上昇）すれば、歯止めのかからない悪性の円安や、輸入物価の上昇を受けた「スタグフレーション（不況下の物価高）」の発生が懸念される。

### 日本経済の5つの構造変化

日本政府は、将来的な日本経済を取り巻く環境の激変を念頭に置き、着実に財政再建に取り組む必要がある。**図表 24** に示した通り、日本経済を取り巻く環境は、中長期的に見ると、①財政赤字の拡大、②経常収支黒字の減少、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（もしくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。いわば「オセロゲーム」のように、上記①～⑤の要素が一気にひっくり返ってしまう危険性が強まるのだ。こうした構造変化は、「ゆで蛙」のようであった日本経済をいきなり熱湯の中に投げ込むほどの衝撃を与えるだろう。

第一に、今後世界最速のペースで高齢化が進展する中、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

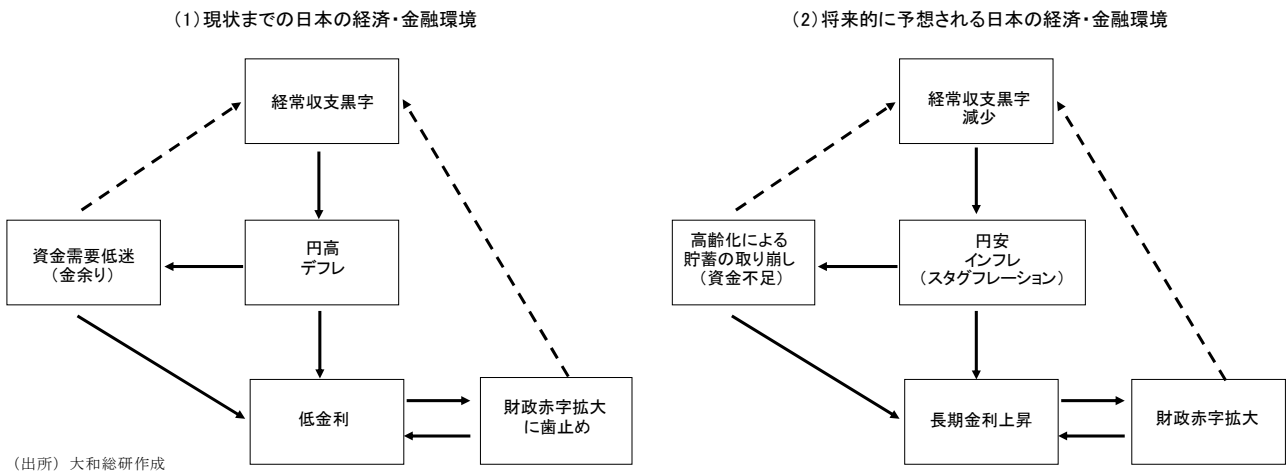
第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常収支黒字が減少する可能性がある。マクロ経済学の世界では「経常収支（海外部門の貯蓄超過）＝財政収支（公的部門の貯蓄超過）＋民間部門の貯蓄超過」という恒等式が成立しているからである。

第三に、為替市場では、日銀が金融引き締めに移るタイミングは諸外国の中央銀行よりも遅れるとみられることなどから、円安基調が続く公算である。

第四に、日本銀行の量的・質的金融緩和などを背景に、わが国の「デフレ」的な環境は曲がり角を迎つつある。財政規律喪失を背景に、円相場が経済のファンダメンタルズと乖離する形で大きく下落する局面では、国民生活を圧迫する輸入インフレ圧力の昂進が懸念される。

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが強まろう。つまり、わが国でも、「国債暴落」という「狼」がついにその姿を現すことになるかもしれないのだ。

図表 24 : 日本経済を取り巻く環境の変化 (概念図)

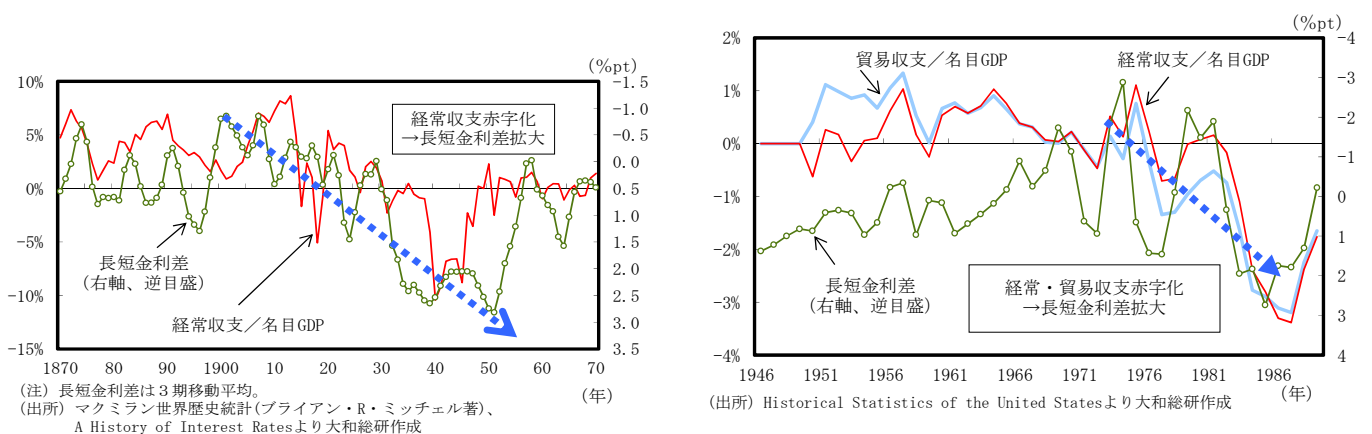


経常収支の悪化は長短スプレッドを拡大させる

歴史を紐解くと、経常収支の悪化は長短スプレッドの拡大を惹起する傾向がある。

図表 25 は、英国・米国の経常収支が赤字に転落した時期（英国：1920～40 年代。米国：1970～80 年代）の長短スプレッドの推移を見たものであるが、いずれのケースでも長短スプレッドが急速に拡大している。わが国に関しても、財政赤字の累増を勘案すると、将来的に経常収支の赤字化が視野に入る段階で長短スプレッドが急拡大する可能性に細心の注意が必要であるといえよう。

図表 25 : 経常収支と長短金利差(左図 : 英国、右図 : 米国)





特に、異次元金融緩和からの出口に向かう局面で、長期金利の急上昇に警戒が必要

日本銀行による積極的な国債購入策の効果などから、現在、長期金利は低位で安定した状態が続いているものの、とりわけ日本銀行による「量的・質的金融緩和」からの出口に向かう局面では、長期金利の急上昇に警戒が必要である。

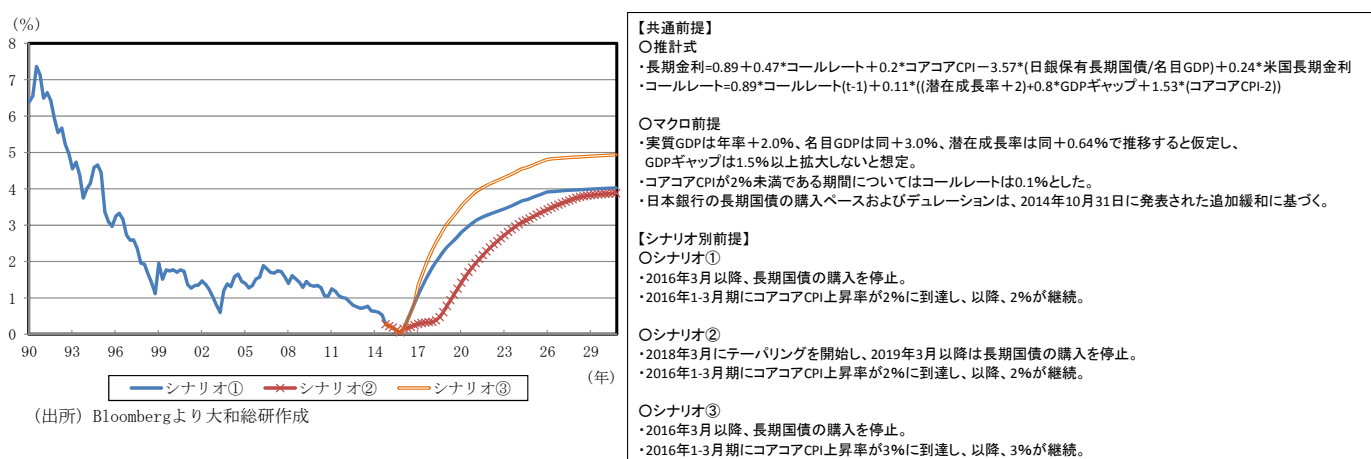
**図表 26** は、日銀が出口戦略を講ずる局面での長期金利の動向に関するシミュレーションである。

「シナリオ①」は日本銀行が想定するシナリオに近く、「シナリオ②」がマーケットの想定に近い。また、「シナリオ③」は日銀が掲げるインフレ目標を超えて物価が上昇した場合のシミュレーションである。量的・質的金融緩和が継続している間は、大量の長期国債の購入を通じて国債の需給をひっ迫させることで、長期金利に低下圧力がかかる。しかし、いずれのシナリオでも共通して、日本銀行による長期国債の購入が停止された時点から、急激に長期金利が上昇するシミュレーション結果となった。

2014年10月31日に発表された追加金融緩和では、購入する長期国債の金額を増加すると同時に、平均的なデュレーションを長期化し、需給面から長期ゾーンの金利をさらに押し下げる意図が見られる。しかし、こうした政策は債券市場の機能不全を一層促進し、市場が適切なリスクプレミアムを要求する機能を奪う側面がある。とりわけ出口戦略が実施される過程で債券市場の機能が回復し、市場が適切なリスクプレミアムを急速に意識するようになると、債券需給の緩和も相まって、長期金利がオーバーシュートしてしまう恐れがある。このため、日本銀行が量的・質的金融緩和からの出口を目指す過程では、財政の信認こそが極めて重要となるのだ。

2014年11月、安倍総理は消費税増税を先送りする意向を表明した。この決定は、目先は景気下振れリスクを低減させる効果を有するものの、将来的にわが国の財政の持続可能性に対する悲観的な見方がより一層強まり債券市場の混乱が増幅した場合には、結果的に大きなターニングポイントであったと評価されるリスクもあるだろう。

図表 26：長期金利のシミュレーション



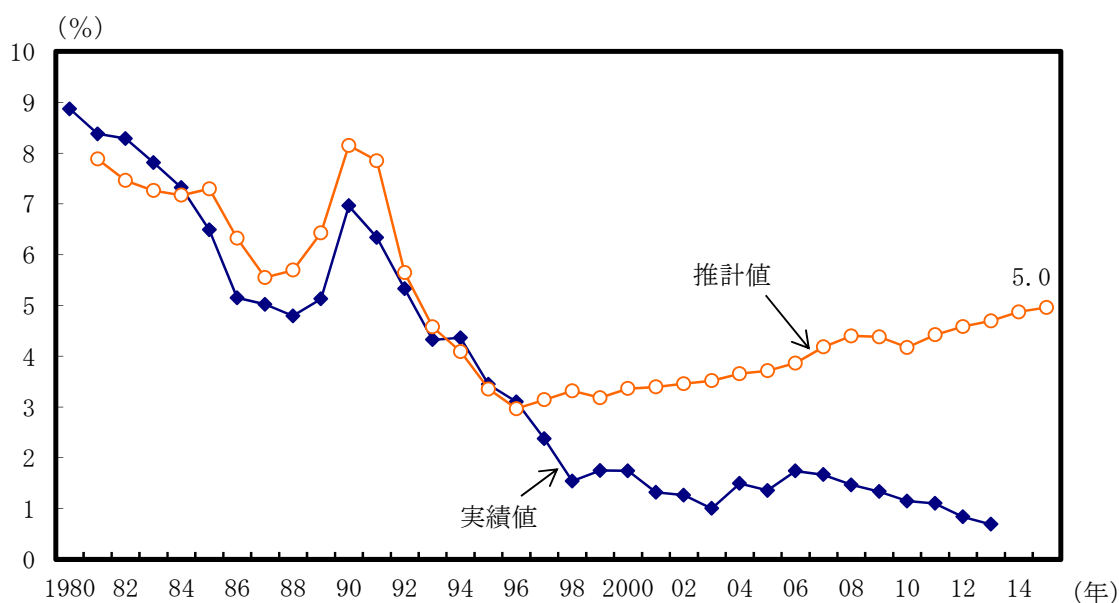
### 将来的には長期金利が5%まで上昇するリスクも

**図表 27** は日本を除く OECD21 ヶ国のデータを用いて推計した長期金利関数に対して、日本のデータを外挿することで得られた、日本の長期金利の推計値を示したものである。言葉を換えれば、長期金利を説明する変数と、それによって説明される長期金利の関係が、他の OECD 諸国と同様であった場合に、日本の長期金利がどの程度であるかを試算したものだ。推計においては、短期金利、一般政府債務残高対名目 GDP 比、GDP デフレーター の 3 変数を用いている。

推計された長期金利を見ると、1997 年頃から実績値との乖離が始まり、その乖離幅は拡大傾向にある。長期金利の推計値は緩やかな上昇傾向をたどり、2015 年時点では 5.0% となる計算である。これに対して、長期金利の実績値は 90 年代後半から 1% 程度の低水準で推移してきた。

結論として、仮に OECD 諸国と同様に長期金利が決まった場合には、巨額の政府債務などを背景に、将来的に日本の長期金利が 5% 程度まで上昇する可能性があるという点は、常に頭の片隅に置いておく必要があるだろう。もちろん、OECD 諸国において一定の説明力を持つ説明変数（短期金利、一般政府債務残高、GDP デフレーター）のみでは、足下までの日本の低金利を説明しきれないということも事実なので、上記の試算結果については、一定程度の幅を持って見るべきである点は言うまでもない。

図表 27：国際比較による長期金利の推計値



(注) 推計値は、日本を除く OECD21 ヶ国による推計結果の係数を日本に当てはめたもの。  
 推計式は以下の通り。  

$$\text{長期金利} = 1.07 + 0.76 * \text{短期金利} + 0.02 * \text{一般政府債務残高対名目 GDP 比} + 0.06 * \text{GDP デフレーター 前年比}$$
  
 推計期間は 1981 年～2013 年。修正済決定係数 = 0.87。係数は全て 5% 有意。  
 (出所) OECD 統計より大和総研作成

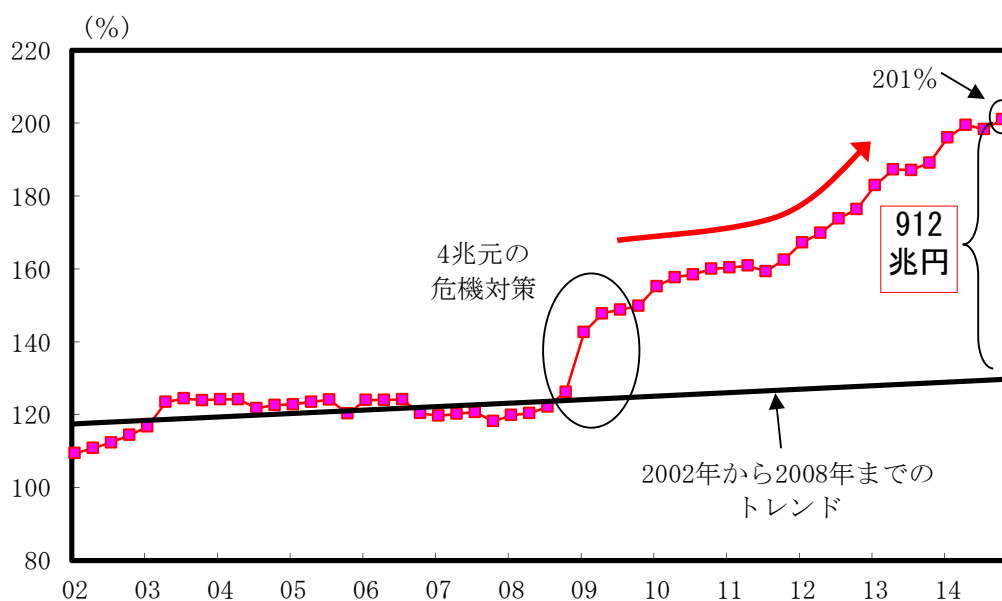
## 5.2 リスク要因②：中国の「シャドーバンキング」問題

日本経済が抱える第二のリスク要因は、中国における「シャドーバンキング」問題である。

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 28** 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 12 月末時点で名目 GDP 比 201%まで増加した。

中国では、過去のトレンドと比較すると 912 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 3.9 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 28：中国の社会融資総量残高 GDP 比



(注) 2001年12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。 (年)  
 (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？

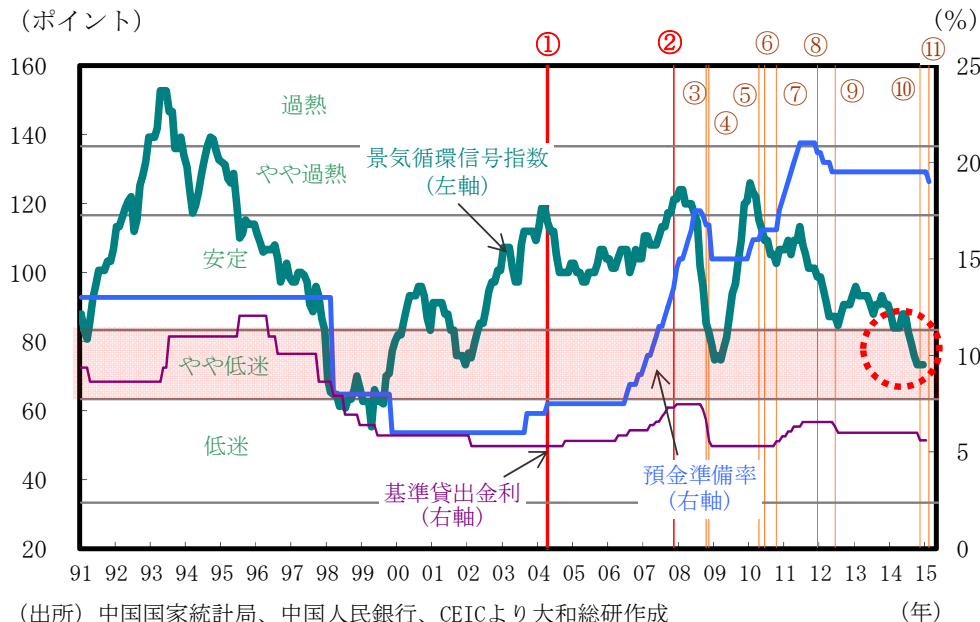
ただし、当社は、中国の「バブル崩壊」が世界に与える影響を過大評価するべきではないと考えている。

**図表 29** で中国の「景気循環信号指数」を見ると、2010年2月の123.3をピークに低下し、景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）をいったん割り込んだ。しかしながら、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たこともあり、現状中国経済は小康状態になっている。

### 「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。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」とみる向きが少なくない。

**図表 29：中国：景気循環信号指数**



### 5.3 リスク要因③：米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺

#### 米国の出口戦略は、日本経済にとってプラス

日本経済が抱える第三のリスク要因は、米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺である。

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 30** は米国の長期金利と TOPIX の推移を見たものである。足下では、日本株がアベノミクスへの期待感から上昇する一方で、米国の長期金利は地政学的リスクへの警戒感などから低下傾向にあるものの、歴史的に見ると両者の間には緩やかな連動性が存在する。

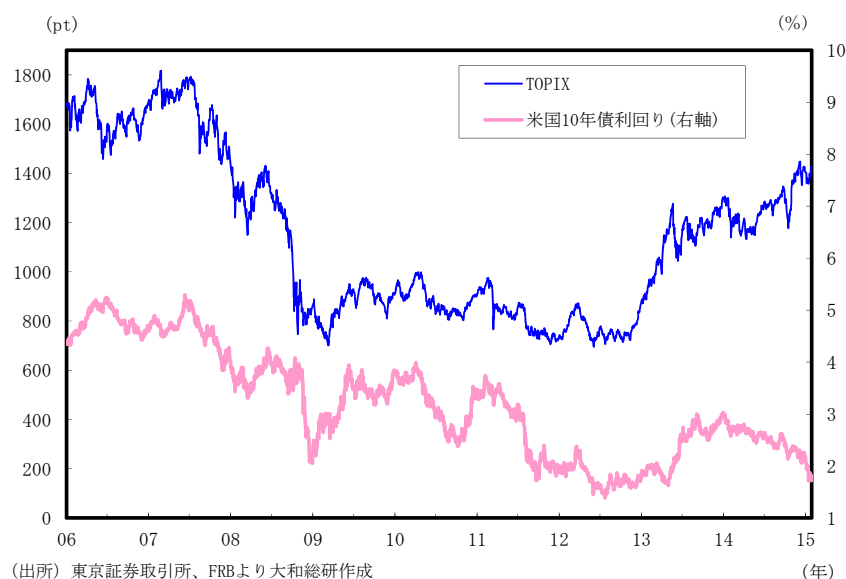
それでは、なぜ米国の長期金利と日本株の間に緩やかな連動性が存在するのであろうか？これには2つの理由がある。

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 30：米国 10 年債利回り と TOPIX の推移**



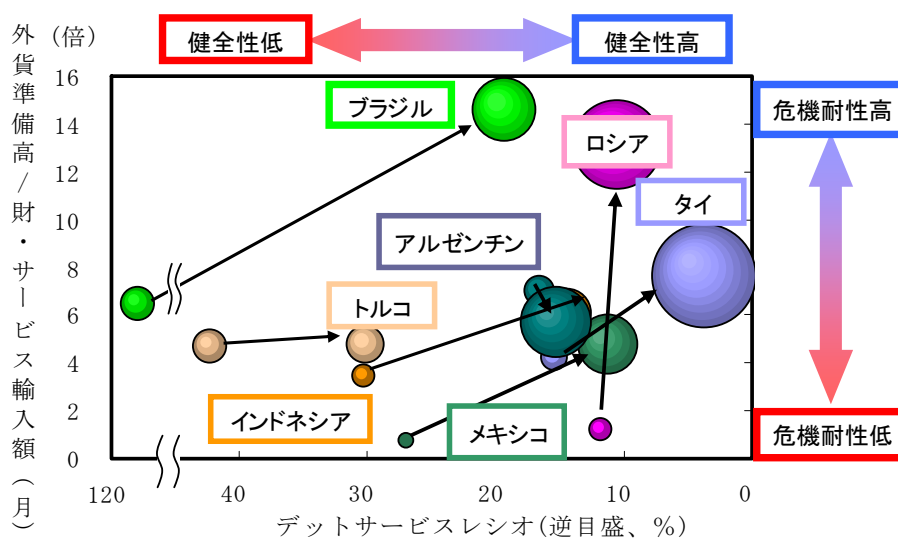
### 深刻な新興国危機が起きる可能性は限定的

最後に、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点を強調しておきたい。

**図表 31** 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ついても、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。新興国全体で見れば、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 31：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。

(丸が大きいかほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

## 5.4 リスク要因④：地政学的リスクを背景とする世界的な株安

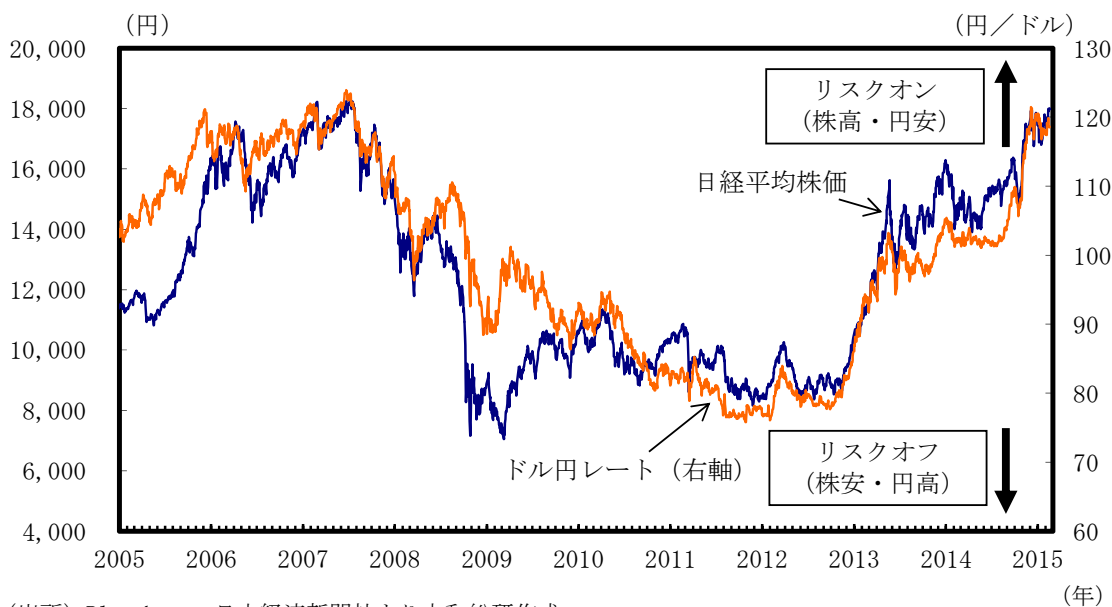
### 「リスクオン」から「リスクオフ」へ？

日本経済が抱える第四のリスク要因は、地政学的リスクである。

地政学的リスクへの警戒感が高まると、グローバルな金融市場で「リスクオン」から「リスクオフ」への動きが進行することが懸念される。

**図表 32** は、ドル円レートと日経平均株価の推移を見たものである。近年、両者は極めて高い連動性を有している。世界的な景気回復などを背景に、投資家が積極的にリスクを取る状態を「リスクオン」と呼ぶ。日銀の大胆な金融緩和策の効果もあり、2012 年後半以降、投資家は総じて前向きなリスクテイクを行っており、円安と株高が同時並行的に進行してきた。今後、地政学的リスクへの警戒感が高まり「リスクオフ」が進行する局面では、円高がわが国の輸出企業に悪影響を及ぼすことに加えて、株安を受けた個人消費の下押し圧力の発生を警戒する必要があるだろう。

図表 32：ドル円レートと日経平均株価



## 地政学的リスクの影響を受ける国は？

次に、ロシアやイラクにおける地政学的リスクが顕在化した場合、諸外国が受ける影響度について検証しておきたい（**図表 33**）。

最初に、ロシアにおける地政学的リスクについて見てみよう。ロシアの貿易関係を見ると、オランダ、イタリア、ドイツなどユーロ圏の国々への輸出のシェアが高い。ロシアはエネルギー輸出を通じて欧州の国々と密接に結びついている。ロシアに対する各国の与信残高を見ても、フランスやイタリアなどユーロ圏の国からの与信が多いことが分かる。以上のデータから見る限り、ロシアにおける地政学的リスクが顕在化した場合には、実体経済面、金融面から欧州への悪影響が大きくなる可能性があるだろう。

これに対して、イラクにおいて地政学的リスクが深刻化するケースでは、ユーロ圏は貿易金額も与信残高も水準的には低いため、直接的な影響度は小さいとみられる。ただし、原油価格の高騰など副次的なリスクが存在することから、原油の輸入依存度が高い国などでは景気下振れの可能性があり、要注意であろう。

最後に強調しておきたいのは、中国がロシア、イラクの両国と緊密な経済関係を有しているという点である。今後ロシアやイラクにおける地政学的リスクが顕在化した場合には、中国经济の不透明感がより一層強まる可能性がある点に、細心の注意を払う必要があるだろう。

**図表 33：ロシア、イラクとの貿易関係と与信残高**

【ロシアの輸出入の内訳(2013年)】

| 輸出    |         | 輸入    |         |
|-------|---------|-------|---------|
| 国名    | シェア (%) | 国名    | シェア (%) |
| ユーロ圏  | 39.4    | ユーロ圏  | 31.2    |
| オランダ  | 13.3    | 中国    | 16.9    |
| イタリア  | 7.5     | ドイツ   | 12.0    |
| ドイツ   | 7.0     | アメリカ  | 5.3     |
| 中国    | 6.8     | ウクライナ | 5.0     |
| トルコ   | 4.8     | イタリア  | 4.6     |
| ウクライナ | 4.5     | ベラルーシ | 4.4     |
| ベラルーシ | 3.8     | 日本    | 4.3     |
| 日本    | 3.7     | フランス  | 4.1     |
| ポーランド | 3.7     | 韓国    | 3.3     |

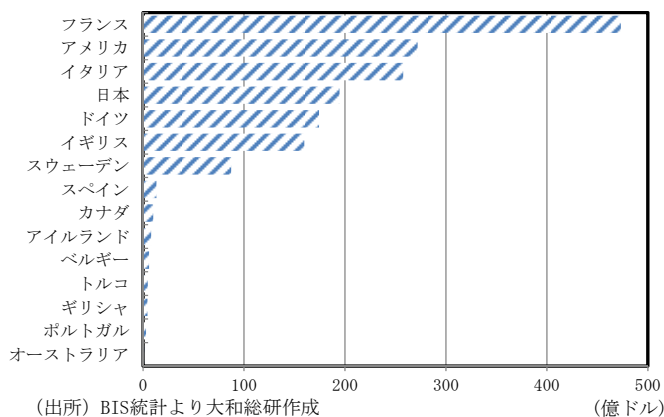
(出所) IMF統計より大和総研作成

【イラクの輸出入の内訳(2013年)】

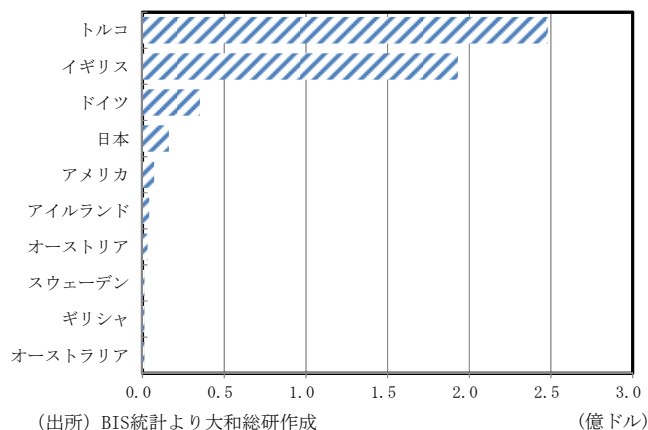
| 輸出     |         | 輸入   |         |
|--------|---------|------|---------|
| 国名     | シェア (%) | 国名   | シェア (%) |
| インド    | 21.6    | トルコ  | 25.4    |
| 中国     | 19.8    | シリア  | 18.1    |
| ユーロ圏   | 15.1    | 中国   | 14.7    |
| アメリカ   | 14.6    | ユーロ圏 | 11.2    |
| 韓国     | 10.2    | アメリカ | 4.3     |
| ギリシャ   | 5.3     | 韓国   | 4.2     |
| イタリア   | 4.3     | ドイツ  | 3.5     |
| カナダ    | 3.8     | イタリア | 3.5     |
| シンガポール | 3.3     | ヨルダン | 2.6     |
| 日本     | 2.9     | インド  | 2.0     |

(出所) IMF統計より大和総研作成

【ロシア向け与信残高(2014年Q1)】



【イラク向け与信残高(2014年Q1)】



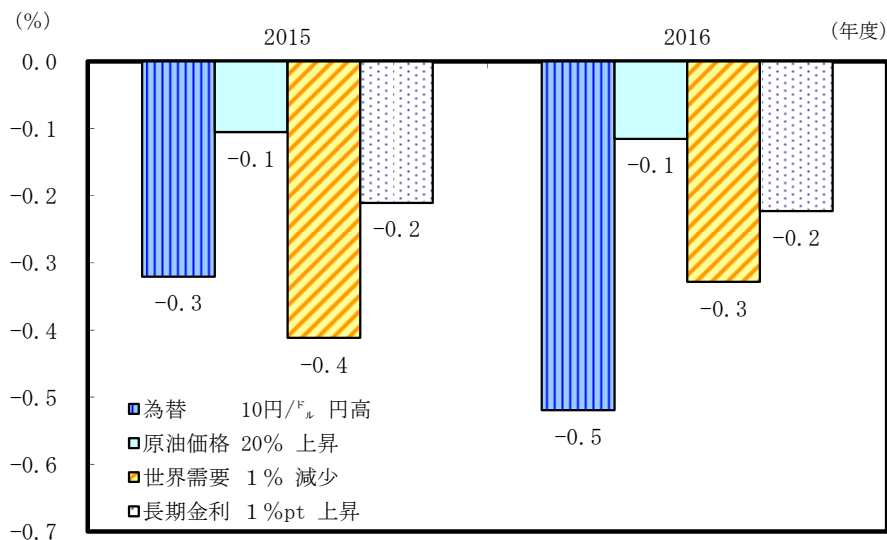


## 6. 補論：マクロリスクシミュレーション

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかを試算する。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2015年4-6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 : 2015-16 年度 ; 120.0 円/ドル, 120.0 円/ドル         | → 各四半期 10 円/ドル円高 |
| ・ 原油 (WTI) 価格 : 2015-16 年度 ; 57.7 ドル/bbl, 62.7 ドル/bbl | → 各四半期 20% 上昇    |
| ・ 世界経済成長率 : 2015-16 暦年 ; 3.7%, 3.6%                   | → 各四半期 1% 低下     |
| ・ 長期金利 : 2015-16 年度 ; 0.52%, 0.73%                    | → 各四半期 1%pt 上昇   |

図表 34：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2015年度で▲0.3%、2016年度で▲0.5%縮小する。

## 6.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 20%上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2015 年度で▲0.1%、2016 年度で▲0.1%縮小させることになる。

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

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

## 6.3 世界需要の減少

世界需要（GDP）が 1%減少した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2015 年度で▲0.4%、2016 年度で▲0.3%縮小することになる。

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

## 6.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は金利上昇がなかった場合に比べ、2015 年度で▲0.2%、2016 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 35 : 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<br>円高（10円高） |                   | シミュレーション2<br>原油20%上昇 |                   |
|--------------|------------|------------|-----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
|              | 2015年度     | 2016年度     | 2015年度                | 2016年度            | 2015年度               | 2016年度            |
| 名目GDP        | 2.7        | 2.4        | 2.0 (-0.7)            | 2.3 (-0.8)        | 2.1 (-0.6)           | 2.3 (-0.7)        |
| <b>実質GDP</b> | <b>1.9</b> | <b>1.8</b> | <b>1.5 (-0.3)</b>     | <b>1.6 (-0.5)</b> | <b>1.7 (-0.1)</b>    | <b>1.8 (-0.1)</b> |
| GDPデフレーター    | 0.8        | 0.5        | 0.4 (-0.4)            | 0.6 (-0.3)        | 0.3 (-0.5)           | 0.5 (-0.5)        |
| 全産業活動指数      | 2.0        | 2.5        | 1.4 (-0.6)            | 2.4 (-0.6)        | 1.9 (-0.1)           | 2.4 (-0.1)        |
| 鉱工業生産指数      | 4.3        | 4.9        | 2.3 (-1.9)            | 4.8 (-2.0)        | 4.1 (-0.2)           | 4.9 (-0.2)        |
| 第3次産業活動指数    | 1.5        | 1.9        | 1.1 (-0.4)            | 1.8 (-0.4)        | 1.4 (-0.1)           | 1.9 (-0.1)        |
| 国内企業物価       | -1.5       | 0.9        | -2.8 (-1.3)           | 0.9 (-1.4)        | -0.8 (0.7)           | 1.0 (0.7)         |
| 消費者物価        | 0.4        | 1.1        | 0.2 (-0.2)            | 1.0 (-0.3)        | 0.5 (0.2)            | 1.1 (0.2)         |
| 失業率          | 3.3        | 3.2        | 3.3 (0.0)             | 3.2 (0.0)         | 3.3 (-0.0)           | 3.2 (0.0)         |
| 貿易収支（兆円）     | -1.1       | -1.0       | -0.8 (0.4)            | -1.5 (-0.5)       | -3.9 (-2.7)          | -3.9 (-2.9)       |
| 経常収支（億ドル）    | 1,589      | 1,697      | 1,659 (70)            | 1,576 (-121)      | 1,377 (-212)         | 1,470 (-227)      |
| 経常収支（兆円）     | 19.1       | 20.4       | 18.2 (-0.8)           | 17.3 (-3.0)       | 16.5 (-2.5)          | 17.6 (-2.7)       |
| 実質GDPの内訳     |            |            |                       |                   |                      |                   |
| 民間消費         | 1.6        | 1.5        | 1.5 (-0.1)            | 1.5 (-0.1)        | 1.5 (-0.1)           | 1.5 (-0.1)        |
| 民間住宅投資       | 2.1        | 6.0        | 1.8 (-0.3)            | 5.7 (-0.5)        | 1.8 (-0.3)           | 5.8 (-0.4)        |
| 民間設備投資       | 3.8        | 5.5        | 2.5 (-1.2)            | 5.3 (-1.4)        | 3.3 (-0.5)           | 5.4 (-0.6)        |
| 政府最終消費       | 0.9        | 1.0        | 1.0 (0.1)             | 1.2 (0.2)         | 0.8 (-0.0)           | 1.0 (-0.0)        |
| 公共投資         | -5.7       | -4.7       | -5.1 (0.6)            | -4.7 (0.7)        | -5.9 (-0.2)          | -4.7 (-0.2)       |
| 財貨・サービスの輸出   | 6.7        | 5.5        | 6.1 (-0.6)            | 5.0 (-1.0)        | 6.6 (-0.1)           | 5.5 (-0.1)        |
| 財貨・サービスの輸入   | 4.0        | 5.1        | 3.7 (-0.3)            | 6.0 (0.5)         | 3.5 (-0.5)           | 5.1 (-0.6)        |

|              | シミュレーション3<br>世界需要1%低下 |                   | シミュレーション4<br>長期金利1%pt上昇 |                   | (参考)<br>5円円安と原油20%上昇 |                  |
|--------------|-----------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|----------------------|------------------|
|              | 2015年度                | 2016年度            | 2015年度                  | 2016年度            | 2015年度               | 2016年度           |
| 名目GDP        | 2.2 (-0.4)            | 2.4 (-0.4)        | 2.4 (-0.2)              | 2.4 (-0.2)        | 2.4 (-0.2)           | 2.4 (-0.3)       |
| <b>実質GDP</b> | <b>1.4 (-0.4)</b>     | <b>1.9 (-0.3)</b> | <b>1.6 (-0.2)</b>       | <b>1.8 (-0.2)</b> | <b>1.9 (0.1)</b>     | <b>1.9 (0.1)</b> |
| GDPデフレーター    | 0.8 (-0.0)            | 0.5 (-0.0)        | 0.8 (0.0)               | 0.5 (-0.0)        | 0.5 (-0.3)           | 0.4 (-0.4)       |
| 全産業活動指数      | 1.8 (-0.3)            | 2.5 (-0.2)        | 1.9 (-0.1)              | 2.5 (-0.1)        | 2.2 (0.2)            | 2.5 (0.2)        |
| 鉱工業生産指数      | 3.1 (-1.1)            | 5.2 (-0.9)        | 3.9 (-0.4)              | 4.9 (-0.4)        | 5.0 (0.7)            | 5.0 (0.8)        |
| 第3次産業活動指数    | 1.4 (-0.1)            | 1.9 (-0.1)        | 1.4 (-0.1)              | 1.9 (-0.1)        | 1.6 (0.1)            | 1.9 (0.1)        |
| 国内企業物価       | -1.6 (-0.0)           | 0.8 (-0.1)        | -1.5 (0.0)              | 0.9 (-0.0)        | -0.2 (1.4)           | 1.0 (1.4)        |
| 消費者物価        | 0.4 (-0.0)            | 1.0 (-0.1)        | 0.4 (-0.0)              | 1.1 (-0.0)        | 0.6 (0.3)            | 1.1 (0.3)        |
| 失業率          | 3.3 (-0.0)            | 3.2 (0.0)         | 3.3 (0.0)               | 3.2 (0.0)         | 3.3 (-0.0)           | 3.2 (-0.0)       |
| 貿易収支（兆円）     | -2.0 (-0.8)           | -1.5 (-0.5)       | -0.6 (0.6)              | -0.3 (0.6)        | -4.0 (-2.9)          | -3.7 (-2.7)      |
| 経常収支（億ドル）    | 1,486 (-103)          | 1,593 (-104)      | 1,484 (-105)            | 1,274 (-423)      | 1,342 (-247)         | 1,531 (-166)     |
| 経常収支（兆円）     | 17.8 (-1.2)           | 19.1 (-1.2)       | 17.8 (-1.3)             | 15.3 (-5.1)       | 16.9 (-2.1)          | 19.2 (-1.2)      |
| 実質GDPの内訳     |                       |                   |                         |                   |                      |                  |
| 民間消費         | 1.5 (-0.1)            | 1.5 (-0.0)        | 1.6 (-0.0)              | 1.5 (-0.0)        | 1.5 (-0.1)           | 1.5 (-0.1)       |
| 民間住宅投資       | 1.9 (-0.2)            | 5.8 (-0.4)        | 1.3 (-0.8)              | 6.1 (-0.6)        | 1.9 (-0.1)           | 5.9 (-0.2)       |
| 民間設備投資       | 3.4 (-0.3)            | 5.4 (-0.5)        | 2.3 (-1.4)              | 5.3 (-1.6)        | 3.9 (0.1)            | 5.5 (0.1)        |
| 政府最終消費       | 0.9 (0.0)             | 1.1 (0.0)         | 0.9 (0.0)               | 1.1 (0.0)         | 0.8 (-0.1)           | 1.0 (-0.1)       |
| 公共投資         | -5.7 (0.0)            | -4.7 (0.1)        | -5.7 (-0.0)             | -4.7 (0.0)        | -6.2 (-0.5)          | -4.8 (-0.5)      |
| 財貨・サービスの輸出   | 4.6 (-2.0)            | 5.9 (-1.6)        | 6.7 (-0.0)              | 5.5 (-0.0)        | 6.9 (0.2)            | 5.7 (0.4)        |
| 財貨・サービスの輸入   | 3.7 (-0.3)            | 5.2 (-0.2)        | 3.5 (-0.5)              | 5.1 (-0.5)        | 3.6 (-0.4)           | 4.6 (-0.8)       |

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

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

(出所) 大和総研作成

空白ページ

## 7. 四半期計数表

## (1-a) 主要経済指標

|                           | 2013  |       |       | 2014  |       |       | 2015  |            |       | 年度          |       | 暦年    |  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------|--|
|                           | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3<br>(予) | 2013  | 2014<br>(予) | 2013  | 2014  |  |
| 名目国内総支出(兆円)               | 480.1 | 481.7 | 481.0 | 488.2 | 489.1 | 484.9 | 490.2 | 496.8      | 483.1 | 490.1       | 480.1 | 488.2 |  |
| 前期比%                      | 0.4   | 0.3   | -0.1  | 1.5   | 0.2   | -0.9  | 1.1   | 1.3        |       |             |       |       |  |
| 前期比年率%                    | 1.8   | 1.3   | -0.6  | 6.1   | 0.7   | -3.4  | 4.5   | 5.4        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%                    | 0.8   | 1.9   | 2.0   | 2.5   | 1.8   | 0.6   | 1.8   | 1.6        | 1.8   | 1.4         | 1.1   | 1.7   |  |
| 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)    | 528.0 | 529.9 | 528.0 | 535.1 | 525.9 | 522.9 | 525.8 | 528.9      | 530.6 | 525.8       | 527.4 | 527.6 |  |
| 前期比%                      | 0.8   | 0.4   | -0.4  | 1.3   | -1.7  | -0.6  | 0.6   | 0.6        |       |             |       |       |  |
| 前期比年率%                    | 3.2   | 1.5   | -1.4  | 5.5   | -6.7  | -2.3  | 2.2   | 2.4        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%                    | 1.4   | 2.2   | 2.3   | 2.4   | -0.4  | -1.4  | -0.5  | -1.3       | 2.1   | -0.9        | 1.6   | 0.0   |  |
| 内需寄与度(前期比)                | 0.7   | 0.7   | 0.2   | 1.7   | -2.7  | -0.6  | 0.3   | 0.4        | 2.6   | -1.5        | 1.9   | 0.1   |  |
| 外需寄与度(前期比)                | 0.1   | -0.4  | -0.5  | -0.3  | 1.1   | 0.1   | 0.2   | 0.2        | -0.5  | 0.8         | -0.3  | -0.0  |  |
| GDPデフレーター(前年同期比%)         | -0.6  | -0.3  | -0.3  | 0.1   | 2.2   | 2.0   | 2.3   | 2.9        | -0.3  | 2.4         | -0.5  | 1.6   |  |
| 全産業活動指数(農林水産除<2005=100)   | 97.1  | 97.6  | 97.9  | 99.5  | 96.1  | 96.0  | 96.9  | 97.5       | 98.0  | 96.6        | 97.3  | 97.1  |  |
| 前期比%                      | 0.6   | 0.5   | 0.3   | 1.6   | -3.4  | -0.1  | 0.9   | 0.7        | 1.9   | -1.4        | 0.8   | -0.2  |  |
| 鉱工業生産指数(2010=100)         | 96.1  | 97.8  | 99.6  | 102.5 | 98.6  | 96.7  | 98.4  | 100.5      | 98.9  | 98.5        | 97.0  | 99.0  |  |
| 前期比%                      | 1.6   | 1.7   | 1.8   | 3.0   | -3.8  | -1.9  | 1.7   | 2.1        | 3.2   | -0.4        | -0.8  | 2.0   |  |
| 第3次産業活動指数(2005=100)       | 100.1 | 100.2 | 100.0 | 101.8 | 97.9  | 98.3  | 98.9  | 99.2       | 100.5 | 98.6        | 100.0 | 99.2  |  |
| 前期比%                      | 0.4   | 0.0   | -0.2  | 1.8   | -3.8  | 0.4   | 0.7   | 0.3        | 1.3   | -1.9        | 0.7   | -0.8  |  |
| 企業物価指数(2010=100)          |       |       |       |       |       |       |       |            |       |             |       |       |  |
| 国内企業物価指数                  | 101.6 | 102.4 | 102.6 | 102.9 | 106.0 | 106.5 | 105.1 | 103.0      | 102.4 | 105.1       | 101.9 | 105.1 |  |
| 前年同期比%                    | 0.6   | 2.2   | 2.5   | 2.0   | 4.3   | 4.0   | 2.5   | 0.2        | 1.8   | 2.7         | 1.3   | 3.2   |  |
| 消費者物価指数(生鮮食品除<総合2010=100) | 99.9  | 100.3 | 100.7 | 100.6 | 103.3 | 103.5 | 103.4 | 102.8      | 100.4 | 103.3       | 100.1 | 102.7 |  |
| 前年同期比%                    | 0.0   | 0.7   | 1.1   | 1.3   | 3.3   | 3.2   | 2.7   | 2.3        | 0.8   | 2.9         | 0.4   | 2.6   |  |
| 完全失業率(%)                  | 4.0   | 4.0   | 3.9   | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.5   | 3.4        | 3.9   | 3.5         | 4.0   | 3.6   |  |
| 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(%)              | 0.77  | 0.73  | 0.64  | 0.61  | 0.59  | 0.52  | 0.40  | 0.38       | 0.69  | 0.47        | 0.70  | 0.53  |  |
| マネーストック(M2、前年同期比%)        | 3.5   | 3.8   | 4.2   | 4.0   | 3.3   | 3.0   | 3.4   | 3.0        | 3.9   | 3.2         | 3.6   | 3.4   |  |
| 国際収支統計                    |       |       |       |       |       |       |       |            |       |             |       |       |  |
| 貿易収支(季調済年率、兆円)            | -6.7  | -9.3  | -11.2 | -15.6 | -8.8  | -10.4 | -7.2  | -1.8       | -11.0 | -7.0        | -8.8  | -10.4 |  |
| 経常収支(季調済年率、億ドル)           | 747   | 229   | 0     | -536  | 269   | 232   | 991   | 1,475      | 83    | 742         | 331   | 248   |  |
| 経常収支(季調済年率、兆円)            | 7.4   | 2.3   | 0.0   | -5.5  | 2.8   | 2.4   | 11.4  | 17.5       | 0.8   | 8.5         | 3.2   | 2.6   |  |
| 対名目GDP比率(%)               | 1.5   | 0.5   | 0.0   | -1.1  | 0.6   | 0.5   | 2.3   | 3.5        | 0.2   | 1.7         | 0.7   | 0.6   |  |
| 為替レート(¥/\$)               | 98.8  | 98.9  | 100.4 | 102.8 | 102.1 | 103.9 | 114.5 | 119.0      | 100.2 | 109.9       | 97.6  | 105.8 |  |
| (¥/Euro)                  | 129.6 | 130.7 | 139.9 | 140.3 | 139.5 | 137.8 | 143.8 | 135.0      | 135.1 | 139.0       | 130.6 | 140.3 |  |

(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

|                           | 2015       |            |              | 2016       |            |            | 2017         |            |             | 年度          |             | 暦年          |  |
|---------------------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|                           | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |  |
| 名目国内総支出(兆円)               | 498.8      | 501.5      | 504.3        | 507.3      | 510.5      | 514.0      | 516.5        | 519.6      | 503.1       | 515.2       | 500.4       | 512.2       |  |
| 前期比%                      | 0.4        | 0.5        | 0.6          | 0.6        | 0.6        | 0.7        | 0.5          | 0.6        |             |             |             |             |  |
| 前期比年率%                    | 1.7        | 2.2        | 2.3          | 2.4        | 2.5        | 2.8        | 2.0          | 2.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%                    | 2.0        | 3.5        | 2.9          | 2.2        | 2.3        | 2.5        | 2.4          | 2.4        | 2.7         | 2.4         | 2.5         | 2.4         |  |
| 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)    | 531.8      | 534.2      | 536.5        | 539.0      | 541.5      | 544.3      | 546.3        | 549.4      | 535.6       | 545.5       | 533.0       | 542.9       |  |
| 前期比%                      | 0.5        | 0.5        | 0.4          | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.4          | 0.6        |             |             |             |             |  |
| 前期比年率%                    | 2.2        | 1.8        | 1.7          | 1.8        | 1.9        | 2.1        | 1.4          | 2.3        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%                    | 1.1        | 2.2        | 2.1          | 2.0        | 1.8        | 1.9        | 1.8          | 1.9        | 1.9         | 1.8         | 1.0         | 1.9         |  |
| 内需寄与度(前期比)                | 0.5        | 0.4        | 0.4          | 0.4        | 0.4        | 0.5        | 0.3          | 0.8        | 1.3         | 1.7         | 0.3         | 1.7         |  |
| 外需寄与度(前期比)                | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.0        | 0.0          | -0.2       | 0.6         | 0.2         | 0.7         | 0.1         |  |
| GDPデフレーター(前年同期比%)         | 0.9        | 1.2        | 0.8          | 0.3        | 0.5        | 0.6        | 0.6          | 0.5        | 0.8         | 0.5         | 1.5         | 0.5         |  |
| 全産業活動指数(農林水産除<2005=100)   | 97.9       | 98.4       | 98.8         | 99.3       | 99.9       | 100.5      | 101.1        | 102.7      | 98.6        | 101.0       | 98.1        | 100.2       |  |
| 前期比%                      | 0.4        | 0.4        | 0.5          | 0.5        | 0.6        | 0.6        | 0.6          | 1.5        | 2.0         | 2.5         | 1.0         | 2.1         |  |
| 鉱工業生産指数(2010=100)         | 101.4      | 102.3      | 103.2        | 104.2      | 105.4      | 106.8      | 108.4        | 110.7      | 102.7       | 107.8       | 101.7       | 106.1       |  |
| 前期比%                      | 0.9        | 0.8        | 0.9          | 1.0        | 1.2        | 1.3        | 1.5          | 2.1        | 4.3         | 4.9         | 2.8         | 4.3         |  |
| 第3次産業活動指数(2005=100)       | 99.5       | 99.9       | 100.2        | 100.6      | 101.1      | 101.5      | 101.9        | 103.4      | 100.1       | 102.0       | 99.7        | 101.3       |  |
| 前期比%                      | 0.3        | 0.3        | 0.4          | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 0.4          | 1.4        | 1.5         | 1.9         | 0.5         | 1.6         |  |
| 企業物価指数(2010=100)          |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |  |
| 国内企業物価指数                  | 103.0      | 103.3      | 103.7        | 104.0      | 104.3      | 104.5      | 104.6        | 104.7      | 103.5       | 104.5       | 103.3       | 104.3       |  |
| 前年同期比%                    | -2.8       | -2.9       | -1.3         | 1.0        | 1.2        | 1.1        | 0.8          | 0.6        | -1.5        | 0.9         | -1.7        | 1.0         |  |
| 消費者物価指数(生鮮食品除<総合2010=100) | 103.4      | 103.5      | 103.9        | 103.8      | 104.4      | 104.7      | 105.0        | 105.0      | 103.6       | 104.8       | 103.4       | 104.5       |  |
| 前年同期比%                    | 0.1        | 0.0        | 0.4          | 0.9        | 0.9        | 1.1        | 1.1          | 1.2        | 0.4         | 1.1         | 0.7         | 1.0         |  |
| 完全失業率(%)                  | 3.3        | 3.3        | 3.3          | 3.3        | 3.2        | 3.2        | 3.2          | 3.2        | 3.3         | 3.2         | 3.3         | 3.2         |  |
| 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(%)              | 0.45       | 0.49       | 0.54         | 0.59       | 0.64       | 0.70       | 0.76         | 0.83       | 0.52        | 0.73        | 0.47        | 0.67        |  |
| マネーストック(M2、前年同期比%)        | 3.2        | 3.4        | 3.5          | 3.6        | 3.8        | 3.9        | 4.2          | 4.1        | 3.4         | 4.0         | 3.3         | 3.9         |  |
| 国際収支統計                    |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |  |
| 貿易収支(季調済年率、兆円)            | -1.5       | -1.3       | -1.1         | -0.7       | -0.6       | -0.6       | -0.7         | -2.1       | -1.1        | -1.0        | -1.4        | -0.6        |  |
| 経常収支(季調済年率、億ドル)           | 1512       | 1561       | 1620         | 1664       | 1705       | 1729       | 1743         | 1611       | 1589        | 1697        | 1542        | 1710        |  |
| 経常収支(季調済年率、兆円)            | 18.1       | 18.7       | 19.4         | 20.0       | 20.5       | 20.7       | 20.9         | 19.3       | 19.1        | 20.4        | 18.5        | 20.5        |  |
| 対名目GDP比率(%)               | 3.6        | 3.7        | 3.9          | 3.9        | 4.0        | 4.0        | 4.0          | 3.7        | 3.8         | 4.0         | 3.7         | 4.0         |  |
| 為替レート(¥/\$)               | 120.0      | 120.0      | 120.0        | 120.0      | 120.0      | 120.0      | 120.0        | 120.0      | 120.0       | 120.0       | 119.8       | 120.0       |  |
| (¥/Euro)                  | 135.0      | 135.0      | 135.0        | 135.0      | 135.0      | 135.0      | 135.0        | 135.0      | 135.0       | 135.0       | 135.0       | 135.0       |  |

(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)

|             | 2013  |       |       | 2014  |       |       | 2015  |            |       | 年度          |       | 暦年    |  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------|--|
|             | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3<br>(予) | 2013  | 2014<br>(予) | 2013  | 2014  |  |
| 国内総支出       | 528.0 | 529.9 | 528.0 | 535.1 | 525.9 | 522.9 | 525.8 | 528.9      | 530.6 | 525.8       | 527.4 | 527.6 |  |
| 前期比年率%      | 3.2   | 1.5   | -1.4  | 5.5   | -6.7  | -2.3  | 2.2   | 2.4        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.4   | 2.2   | 2.3   | 2.4   | -0.4  | -1.4  | -0.5  | -1.3       | 2.1   | -0.9        | 1.6   | 0.0   |  |
| 国内需要        | 518.7 | 522.3 | 523.2 | 531.9 | 517.0 | 514.3 | 516.0 | 517.9      | 524.4 | 516.3       | 519.8 | 520.0 |  |
| 前期比年率%      | 2.9   | 2.9   | 0.7   | 6.8   | -10.7 | -2.1  | 1.3   | 1.5        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.5   | 2.2   | 2.7   | 3.6   | -0.3  | -1.6  | -1.4  | -2.7       | 2.5   | -1.5        | 1.9   | 0.0   |  |
| 民間需要        | 395.0 | 397.7 | 398.1 | 407.7 | 392.3 | 388.8 | 390.4 | 392.7      | 399.9 | 391.0       | 395.8 | 394.9 |  |
| 前期比年率%      | 2.3   | 2.8   | 0.5   | 10.0  | -14.3 | -3.4  | 1.6   | 2.5        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.1   | 1.7   | 2.2   | 4.3   | -0.6  | -2.3  | -2.1  | -3.9       | 2.4   | -2.2        | 1.5   | -0.2  |  |
| 民間最終消費支出    | 314.7 | 315.7 | 315.3 | 322.2 | 305.9 | 306.7 | 307.5 | 309.1      | 317.1 | 307.3       | 314.5 | 310.6 |  |
| 前期比年率%      | 3.2   | 1.3   | -0.6  | 9.1   | -18.8 | 1.0   | 1.1   | 2.0        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.9   | 2.3   | 2.3   | 3.4   | -2.8  | -3.0  | -2.5  | -4.2       | 2.5   | -3.1        | 2.1   | -1.2  |  |
| 民間住宅投資      | 14.2  | 14.8  | 15.2  | 15.5  | 13.9  | 13.0  | 12.8  | 13.1       | 14.9  | 13.2        | 14.5  | 13.8  |  |
| 前期比年率%      | 7.7   | 17.7  | 10.8  | 10.0  | -35.4 | -25.1 | -4.8  | 8.7        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 6.6   | 8.2   | 10.1  | 11.8  | -2.0  | -12.4 | -15.7 | -16.0      | 9.3   | -11.9       | 8.7   | -5.2  |  |
| 民間企業設備投資    | 69.5  | 70.0  | 70.8  | 75.1  | 71.3  | 71.2  | 71.3  | 71.9       | 71.5  | 71.4        | 69.5  | 72.3  |  |
| 前期比年率%      | 9.3   | 3.0   | 4.9   | 26.0  | -18.5 | -0.6  | 0.4   | 3.2        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | -0.2  | 1.2   | 3.0   | 10.8  | 2.6   | 1.6   | 0.5   | -4.4       | 4.0   | -0.2        | 0.4   | 4.1   |  |
| 民間在庫品増加     | -3.5  | -2.8  | -3.2  | -5.1  | 1.1   | -2.0  | -1.3  | -1.3       | -3.7  | -0.9        | -2.7  | -1.8  |  |
| 公的需要        | 123.7 | 124.6 | 125.1 | 124.2 | 124.8 | 125.4 | 125.6 | 125.2      | 124.5 | 125.4       | 124.0 | 125.1 |  |
| 前期比年率%      | 4.8   | 3.1   | 1.3   | -2.8  | 1.9   | 2.2   | 0.5   | -1.4       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 2.7   | 3.8   | 4.2   | 1.6   | 0.6   | 0.7   | 0.5   | 0.9        | 3.1   | 0.7         | 2.9   | 0.9   |  |
| 政府最終消費支出    | 102.2 | 102.1 | 102.3 | 101.9 | 102.2 | 102.4 | 102.5 | 102.7      | 102.2 | 102.5       | 102.1 | 102.3 |  |
| 前期比年率%      | 2.6   | -0.3  | 0.5   | -1.5  | 1.3   | 0.8   | 0.4   | 0.9        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 2.6   | 2.0   | 1.5   | 0.2   | -0.0  | 0.3   | 0.3   | 0.9        | 1.6   | 0.4         | 1.9   | 0.2   |  |
| 公的固定資本形成    | 21.4  | 22.6  | 22.8  | 22.3  | 22.5  | 23.0  | 23.1  | 22.4       | 22.4  | 22.8        | 21.9  | 22.7  |  |
| 前期比年率%      | 13.2  | 23.6  | 2.9   | -8.6  | 4.2   | 8.5   | 2.3   | -11.0      |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 3.6   | 14.0  | 16.1  | 6.5   | 4.3   | 1.9   | 1.7   | 1.0        | 10.3  | 2.0         | 8.0   | 3.6   |  |
| 公的在庫品増加     | 0.0   | -0.1  | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | -0.0  | -0.0       | 0.0   | 0.0         | -0.0  | 0.0   |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | 9.8   | 8.1   | 5.7   | 5.8   | 10.0  | 10.5  | 11.9  | 13.2       | 7.3   | 11.4        | 8.1   | 9.5   |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 84.1  | 83.6  | 83.5  | 89.0  | 88.7  | 90.0  | 92.5  | 94.5       | 85.1  | 91.4        | 83.2  | 90.1  |  |
| 前期比年率%      | 12.8  | -2.0  | -0.7  | 28.8  | -1.3  | 6.2   | 11.4  | 9.1        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | -0.1  | 3.1   | 6.8   | 9.2   | 5.4   | 7.5   | 10.9  | 6.2        | 4.7   | 7.5         | 1.5   | 8.2   |  |
| 財貨・サービスの輸入  | 74.3  | 75.6  | 77.8  | 83.2  | 78.7  | 79.5  | 80.6  | 81.4       | 77.7  | 80.1        | 75.1  | 80.5  |  |
| 前期比年率%      | 9.7   | 7.2   | 12.5  | 30.3  | -19.7 | 4.2   | 5.3   | 4.1        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 0.5   | 2.9   | 8.9   | 14.7  | 5.8   | 5.1   | 3.7   | -2.2       | 6.7   | 3.0         | 3.1   | 7.2   |  |

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

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

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。



## (2-b) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

|             | 2015       |            |              | 2016       |            |            | 2017         |            |             | 年度          |             | 暦年          |  |
|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|             | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |  |
| 国内総支出       | 531.8      | 534.2      | 536.5        | 539.0      | 541.5      | 544.3      | 546.3        | 549.4      | 535.6       | 545.5       | 533.0       | 542.9       |  |
| 前期比年率%      | 2.2        | 1.8        | 1.7          | 1.8        | 1.9        | 2.1        | 1.4          | 2.3        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 1.1        | 2.2        | 2.1          | 2.0        | 1.8        | 1.9        | 1.8          | 1.9        | 1.9         | 1.8         | 1.0         | 1.9         |  |
| 国内需要        | 520.3      | 522.3      | 524.2        | 526.2      | 528.4      | 530.9      | 532.6        | 536.8      | 523.4       | 532.3       | 521.2       | 529.5       |  |
| 前期比年率%      | 1.9        | 1.5        | 1.4          | 1.5        | 1.6        | 1.9        | 1.3          | 3.2        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.6        | 1.6        | 1.5          | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.5          | 2.1        | 1.4         | 1.7         | 0.2         | 1.6         |  |
| 民間需要        | 395.4      | 397.5      | 399.4        | 401.4      | 403.5      | 406.0      | 407.7        | 411.8      | 398.5       | 407.3       | 396.2       | 404.6       |  |
| 前期比年率%      | 2.7        | 2.1        | 2.0          | 2.0        | 2.1        | 2.5        | 1.7          | 4.1        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.7        | 2.3        | 2.3          | 2.4        | 2.0        | 2.1        | 2.0          | 2.7        | 1.9         | 2.2         | 0.3         | 2.1         |  |
| 民間最終消費支出    | 310.7      | 311.8      | 312.7        | 313.6      | 314.5      | 315.5      | 316.6        | 320.9      | 312.2       | 316.9       | 311.1       | 315.1       |  |
| 前期比年率%      | 2.2        | 1.4        | 1.1          | 1.2        | 1.2        | 1.3        | 1.3          | 5.6        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 1.5        | 1.7        | 1.7          | 1.5        | 1.2        | 1.2        | 1.3          | 2.3        | 1.6         | 1.5         | 0.2         | 1.3         |  |
| 民間住宅投資      | 13.3       | 13.4       | 13.5         | 13.6       | 13.7       | 14.2       | 14.4         | 14.6       | 13.4        | 14.2        | 13.3        | 14.0        |  |
| 前期比年率%      | 5.7        | 4.5        | 3.2          | 2.4        | 4.5        | 13.9       | 7.0          | 4.9        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | -4.8       | 3.4        | 5.5          | 4.0        | 3.6        | 5.9        | 6.8          | 7.5        | 2.1         | 6.0         | -3.4        | 5.1         |  |
| 民間企業設備投資    | 72.6       | 73.5       | 74.5         | 75.5       | 76.5       | 77.5       | 78.6         | 79.9       | 74.1        | 78.2        | 73.0        | 76.9        |  |
| 前期比年率%      | 4.5        | 4.9        | 5.3          | 5.4        | 5.5        | 5.6        | 5.7          | 7.0        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 1.9        | 3.3        | 4.5          | 5.1        | 5.3        | 5.4        | 5.5          | 5.9        | 3.8         | 5.5         | 1.0         | 5.3         |  |
| 民間在庫品増加     | -1.3       | -1.3       | -1.3         | -1.3       | -1.3       | -1.3       | -2.0         | -3.7       | -1.3        | -2.0        | -1.3        | -1.4        |  |
| 公的需要        | 125.0      | 124.9      | 124.8        | 124.8      | 124.9      | 124.9      | 124.9        | 125.0      | 124.9       | 125.0       | 125.0       | 125.0       |  |
| 前期比年率%      | -0.6       | -0.3       | -0.2         | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.2        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.3        | -0.4       | -0.9         | -0.4       | 0.1        | 0.1        | -0.0         | 0.0        | -0.4        | 0.0         | 0.0         | -0.1        |  |
| 政府最終消費支出    | 103.0      | 103.2      | 103.5        | 103.7      | 104.0      | 104.3      | 104.6        | 104.8      | 103.4       | 104.5       | 103.1       | 104.2       |  |
| 前期比年率%      | 0.9        | 1.0        | 1.0          | 1.0        | 1.0        | 1.1        | 1.1          | 1.1        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.7        | 0.8        | 0.9          | 1.0        | 1.0        | 1.0        | 1.1          | 1.1        | 0.9         | 1.0         | 0.8         | 1.0         |  |
| 公的固定資本形成    | 22.0       | 21.7       | 21.3         | 21.1       | 20.8       | 20.6       | 20.4         | 20.1       | 21.5        | 20.5        | 21.9        | 20.8        |  |
| 前期比年率%      | -7.4       | -6.0       | -5.7         | -4.5       | -4.6       | -4.8       | -4.5         | -4.2       |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | -1.9       | -5.8       | -7.7         | -6.0       | -5.4       | -4.8       | -4.5         | -4.5       | -5.7        | -4.7        | -3.7        | -5.2        |  |
| 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 | 13.6       | 14.0       | 14.5         | 14.9       | 15.3       | 15.6       | 15.8         | 14.7       | 14.2        | 15.3        | 13.8        | 15.4        |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 95.7       | 96.9       | 98.1         | 99.4       | 100.8      | 102.1      | 103.6        | 105.1      | 97.5        | 102.9       | 96.3        | 101.5       |  |
| 前期比年率%      | 4.9        | 5.1        | 5.3          | 5.5        | 5.5        | 5.6        | 5.7          | 5.9        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 7.9        | 7.7        | 6.0          | 5.2        | 5.3        | 5.4        | 5.6          | 5.6        | 6.7         | 5.5         | 6.9         | 5.4         |  |
| 財貨・サービスの輸入  | 82.1       | 82.8       | 83.7         | 84.5       | 85.5       | 86.6       | 87.8         | 90.3       | 83.3        | 87.6        | 82.5        | 86.1        |  |
| 前期比年率%      | 3.4        | 3.7        | 4.1          | 4.3        | 4.5        | 5.3        | 5.7          | 12.1       |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 4.3        | 4.2        | 3.7          | 3.9        | 4.1        | 4.5        | 5.0          | 6.9        | 4.0         | 5.1         | 2.5         | 4.4         |  |

(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)

|             | 2013  |       |       | 2014  |       |       | 2015  |            |       | 年度          |       | 暦年    |  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------|--|
|             | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3<br>(予) | 2013  | 2014<br>(予) | 2013  | 2014  |  |
| 国内総支出       | 480.1 | 481.7 | 481.0 | 488.2 | 489.1 | 484.9 | 490.2 | 496.8      | 483.1 | 490.1       | 480.1 | 488.2 |  |
| 前期比年率%      | 1.8   | 1.3   | -0.6  | 6.1   | 0.7   | -3.4  | 4.5   | 5.4        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 0.8   | 1.9   | 2.0   | 2.5   | 1.8   | 0.6   | 1.8   | 1.6        | 1.8   | 1.4         | 1.1   | 1.7   |  |
| 国内需要        | 491.0 | 495.9 | 499.3 | 508.5 | 502.3 | 499.7 | 502.7 | 503.5      | 499.0 | 502.0       | 493.8 | 503.4 |  |
| 前期比年率%      | 1.5   | 4.1   | 2.8   | 7.5   | -4.7  | -2.1  | 2.4   | 0.7        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.2   | 2.8   | 3.4   | 4.4   | 2.3   | 0.7   | 0.6   | -1.1       | 2.9   | 0.6         | 1.9   | 2.0   |  |
| 民間需要        | 370.0 | 373.7 | 376.6 | 385.3 | 377.4 | 373.4 | 376.1 | 377.6      | 376.7 | 376.0       | 372.0 | 378.1 |  |
| 前期比年率%      | 1.8   | 4.1   | 3.1   | 9.6   | -7.9  | -4.2  | 2.9   | 1.6        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 0.7   | 2.3   | 3.0   | 5.1   | 2.0   | -0.2  | -0.3  | -2.2       | 2.8   | -0.2        | 1.6   | 1.6   |  |
| 民間最終消費支出    | 292.9 | 294.6 | 296.1 | 302.3 | 292.3 | 293.2 | 294.6 | 295.5      | 296.6 | 293.8       | 293.5 | 295.6 |  |
| 前期比年率%      | 3.0   | 2.4   | 2.1   | 8.6   | -12.6 | 1.2   | 1.9   | 1.2        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 1.2   | 2.7   | 2.9   | 4.2   | -0.1  | -0.6  | -0.5  | -2.4       | 2.7   | -0.9        | 1.9   | 0.7   |  |
| 民間住宅投資      | 14.9  | 15.6  | 16.2  | 16.6  | 15.3  | 14.2  | 14.1  | 14.4       | 15.9  | 14.5        | 15.3  | 15.0  |  |
| 前期比年率%      | 11.9  | 21.0  | 16.7  | 9.7   | -27.9 | -25.4 | -2.9  | 8.2        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 8.9   | 11.6  | 13.9  | 15.0  | 2.8   | -9.0  | -13.1 | -13.4      | 12.5  | -8.6        | 11.3  | -1.8  |  |
| 民間企業設備投資    | 66.0  | 66.6  | 67.5  | 71.7  | 68.5  | 68.5  | 68.9  | 69.2       | 68.2  | 68.8        | 66.0  | 69.5  |  |
| 前期比年率%      | 10.4  | 4.1   | 5.6   | 26.9  | -16.5 | 0.0   | 2.0   | 2.0        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 0.2   | 2.3   | 4.3   | 11.7  | 3.9   | 2.7   | 1.9   | -3.6       | 4.9   | 0.9         | 1.2   | 5.3   |  |
| 民間在庫品増加     | -3.7  | -3.1  | -3.3  | -5.3  | 1.3   | -2.6  | -1.5  | -1.5       | -3.9  | -1.1        | -2.8  | -2.0  |  |
| 公的需要        | 121.0 | 122.2 | 122.7 | 123.2 | 124.9 | 126.3 | 126.6 | 125.9      | 122.4 | 126.0       | 121.7 | 125.3 |  |
| 前期比年率%      | 0.4   | 4.1   | 1.7   | 1.6   | 5.7   | 4.6   | 0.9   | -2.0       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 2.8   | 4.3   | 4.3   | 2.1   | 2.9   | 3.6   | 3.1   | 2.3        | 3.3   | 3.0         | 3.0   | 2.9   |  |
| 政府最終消費支出    | 98.6  | 98.6  | 98.6  | 99.4  | 100.6 | 101.2 | 101.5 | 101.6      | 98.8  | 101.2       | 98.8  | 100.7 |  |
| 前期比年率%      | -2.9  | 0.1   | -0.3  | 3.4   | 4.7   | 2.7   | 1.1   | 0.5        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 2.5   | 1.9   | 1.0   | 0.0   | 2.1   | 2.7   | 2.8   | 2.2        | 1.3   | 2.4         | 1.7   | 1.9   |  |
| 公的固定資本形成    | 22.3  | 23.7  | 24.1  | 23.7  | 24.3  | 25.0  | 25.1  | 24.3       | 23.6  | 24.8        | 23.0  | 24.5  |  |
| 前期比年率%      | 13.4  | 26.6  | 6.9   | -6.6  | 11.0  | 11.4  | 2.1   | -11.7      |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 4.5   | 16.0  | 18.8  | 8.7   | 8.3   | 5.9   | 4.5   | 3.1        | 12.4  | 5.1         | 9.5   | 6.7   |  |
| 公的在庫品増加     | 0.0   | -0.1  | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | -0.0  | -0.0       | 0.0   | 0.0         | -0.0  | 0.1   |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | -10.9 | -14.2 | -18.3 | -20.3 | -13.3 | -14.8 | -12.4 | -6.7       | -15.9 | -11.8       | -13.6 | -15.2 |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 78.1  | 78.8  | 79.1  | 83.6  | 83.6  | 86.4  | 91.3  | 93.3       | 80.0  | 88.7        | 77.5  | 86.3  |  |
| 前期比年率%      | 23.6  | 3.9   | 1.8   | 24.7  | -0.4  | 14.1  | 24.9  | 9.1        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 9.0   | 14.6  | 17.8  | 13.2  | 6.5   | 9.5   | 16.0  | 11.4       | 13.6  | 10.9        | 11.2  | 11.3  |  |
| 財貨・サービスの輸入  | 88.9  | 93.0  | 97.4  | 103.9 | 96.8  | 101.2 | 103.7 | 100.1      | 95.9  | 100.5       | 91.2  | 101.5 |  |
| 前期比年率%      | 18.4  | 19.8  | 20.5  | 29.3  | -24.6 | 19.1  | 10.6  | -13.4      |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%      | 10.3  | 17.9  | 24.5  | 22.1  | 8.5   | 8.6   | 7.0   | -3.8       | 18.7  | 4.8         | 15.2  | 11.3  |  |

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

## (3-b) 名目国内総支出(兆円)

|             | 2015       |            |              | 2016       |            |            | 2017         |            |             | 年度          |             | 暦年          |  |
|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|             | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |  |
| 国内総支出       | 498.8      | 501.5      | 504.3        | 507.3      | 510.5      | 514.0      | 516.5        | 519.6      | 503.1       | 515.2       | 500.4       | 512.2       |  |
| 前期比年率%      | 1.7        | 2.2        | 2.3          | 2.4        | 2.5        | 2.8        | 2.0          | 2.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 2.0        | 3.5        | 2.9          | 2.2        | 2.3        | 2.5        | 2.4          | 2.4        | 2.7         | 2.4         | 2.5         | 2.4         |  |
| 国内需要        | 505.4      | 507.9      | 510.5        | 513.3      | 516.4      | 520.1      | 522.8        | 527.7      | 509.3       | 521.8       | 506.8       | 518.1       |  |
| 前期比年率%      | 1.5        | 2.0        | 2.1          | 2.2        | 2.4        | 2.9        | 2.1          | 3.8        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.6        | 1.7        | 1.5          | 2.0        | 2.2        | 2.4        | 2.3          | 2.9        | 1.5         | 2.4         | 0.7         | 2.2         |  |
| 民間需要        | 379.6      | 382.0      | 384.6        | 387.2      | 390.1      | 393.6      | 396.1        | 400.9      | 383.4       | 395.3       | 380.9       | 391.7       |  |
| 前期比年率%      | 2.1        | 2.6        | 2.7          | 2.8        | 3.0        | 3.6        | 2.6          | 4.9        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.5        | 2.4        | 2.2          | 2.8        | 2.7        | 3.0        | 2.9          | 3.7        | 2.0         | 3.1         | 0.7         | 2.8         |  |
| 民間最終消費支出    | 296.5      | 297.8      | 299.1        | 300.5      | 302.0      | 303.7      | 305.4        | 310.3      | 298.5       | 305.4       | 297.2       | 303.0       |  |
| 前期比年率%      | 1.4        | 1.9        | 1.8          | 1.9        | 2.0        | 2.3        | 2.3          | 6.6        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 1.4        | 1.6        | 1.6          | 1.8        | 1.9        | 1.9        | 2.1          | 3.2        | 1.6         | 2.3         | 0.5         | 1.9         |  |
| 民間住宅投資      | 14.6       | 14.8       | 15.0         | 15.1       | 15.3       | 15.9       | 16.2         | 16.4       | 14.9        | 16.0        | 14.7        | 15.6        |  |
| 前期比年率%      | 6.1        | 5.3        | 4.2          | 3.5        | 5.6        | 15.5       | 8.5          | 6.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | -4.5       | 4.2        | 6.0          | 4.9        | 4.7        | 7.1        | 8.2          | 8.9        | 2.7         | 7.3         | -2.2        | 6.3         |  |
| 民間企業設備投資    | 70.0       | 70.9       | 72.0         | 73.1       | 74.3       | 75.5       | 76.8         | 78.4       | 71.6        | 76.3        | 70.4        | 74.8        |  |
| 前期比年率%      | 4.5        | 5.3        | 6.1          | 6.4        | 6.7        | 6.9        | 7.2          | 8.6        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 2.1        | 3.5        | 4.5          | 5.7        | 6.1        | 6.5        | 6.8          | 7.3        | 4.1         | 6.7         | 1.4         | 6.2         |  |
| 民間在庫品増加     | -1.5       | -1.5       | -1.5         | -1.5       | -1.5       | -1.5       | -2.3         | -4.4       | -1.5        | -2.4        | -1.5        | -1.7        |  |
| 公的需要        | 125.8      | 125.9      | 125.9        | 126.1      | 126.3      | 126.4      | 126.6        | 126.9      | 125.9       | 126.6       | 125.9       | 126.4       |  |
| 前期比年率%      | -0.3       | 0.1        | 0.2          | 0.5        | 0.5        | 0.6        | 0.6          | 0.7        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 0.9        | -0.5       | -0.6         | -0.1       | 0.6        | 0.5        | 0.5          | 0.5        | -0.1        | 0.5         | 0.5         | 0.4         |  |
| 政府最終消費支出    | 101.9      | 102.3      | 102.6        | 103.0      | 103.4      | 103.8      | 104.1        | 104.5      | 102.4       | 103.9       | 102.1       | 103.6       |  |
| 前期比年率%      | 1.3        | 1.4        | 1.4          | 1.4        | 1.4        | 1.5        | 1.5          | 1.5        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 1.3        | 1.0        | 1.2          | 1.4        | 1.4        | 1.5        | 1.4          | 1.5        | 1.2         | 1.4         | 1.4         | 1.4         |  |
| 公的固定資本形成    | 23.9       | 23.6       | 23.3         | 23.1       | 22.9       | 22.7       | 22.5         | 22.4       | 23.4        | 22.6        | 23.8        | 22.8        |  |
| 前期比年率%      | -7.0       | -5.3       | -4.7         | -3.4       | -3.4       | -3.4       | -3.1         | -2.8       |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | -1.5       | -5.8       | -7.3         | -5.3       | -4.3       | -3.6       | -3.3         | -3.1       | -5.3        | -3.5        | -2.9        | -4.1        |  |
| 公的在庫品増加     | -0.0       | -0.0       | -0.0         | -0.0       | -0.0       | -0.0       | -0.0         | -0.0       | -0.0        | -0.0        | -0.0        | -0.0        |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | -6.6       | -6.4       | -6.2         | -6.0       | -5.9       | -6.0       | -6.3         | -8.1       | -6.3        | -6.6        | -6.4        | -6.0        |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 94.4       | 95.7       | 97.0         | 98.4       | 99.8       | 101.2      | 102.6        | 104.1      | 96.5        | 102.0       | 95.2        | 100.6       |  |
| 前期比年率%      | 4.9        | 5.3        | 5.7          | 5.8        | 5.7        | 5.8        | 5.7          | 5.9        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 13.3       | 10.8       | 5.9          | 5.5        | 5.5        | 5.7        | 5.9          | 5.7        | 8.7         | 5.7         | 10.3        | 5.7         |  |
| 財貨・サービスの輸入  | 101.0      | 102.0      | 103.2        | 104.4      | 105.7      | 107.2      | 108.8        | 112.2      | 102.7       | 108.5       | 101.6       | 106.6       |  |
| 前期比年率%      | 3.9        | 4.1        | 4.5          | 4.8        | 5.1        | 5.9        | 6.3          | 12.7       |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%      | 4.5        | 0.9        | -0.8         | 4.3        | 4.5        | 5.0        | 5.6          | 7.4        | 2.2         | 5.7         | 0.1         | 4.9         |  |

(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)

|            | 2013  |       |       | 2014  |       |       | 2015  |            |       | 年度          |       | 暦年    |  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------|-------|-------|--|
|            | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3<br>(予) | 2013  | 2014<br>(予) | 2013  | 2014  |  |
| 国内総支出      | 90.9  | 90.9  | 91.1  | 91.2  | 93.0  | 92.7  | 93.2  | 93.9       | 91.1  | 93.2        | 91.0  | 92.5  |  |
| 前期比%       | -0.3  | -0.0  | 0.2   | 0.1   | 1.9   | -0.3  | 0.5   | 0.7        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | -0.6  | -0.3  | -0.3  | 0.1   | 2.2   | 2.0   | 2.3   | 2.9        | -0.3  | 2.4         | -0.5  | 1.6   |  |
| 民間最終消費支出   | 93.1  | 93.3  | 93.9  | 93.8  | 95.6  | 95.6  | 95.8  | 95.6       | 93.5  | 95.6        | 93.3  | 95.2  |  |
| 前期比%       | -0.1  | 0.3   | 0.7   | -0.1  | 1.9   | 0.0   | 0.2   | -0.2       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | -0.7  | 0.3   | 0.6   | 0.8   | 2.7   | 2.4   | 2.0   | 1.9        | 0.3   | 2.2         | -0.2  | 2.0   |  |
| 民間住宅投資     | 104.8 | 105.5 | 106.9 | 106.8 | 109.8 | 109.7 | 110.3 | 110.2      | 106.1 | 110.0       | 105.3 | 109.1 |  |
| 前期比%       | 1.0   | 0.7   | 1.3   | -0.1  | 2.8   | -0.1  | 0.5   | -0.1       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | 2.1   | 3.1   | 3.4   | 2.9   | 4.9   | 4.0   | 3.0   | 3.1        | 2.9   | 3.7         | 2.3   | 3.5   |  |
| 民間企業設備投資   | 94.9  | 95.2  | 95.3  | 95.5  | 96.1  | 96.2  | 96.6  | 96.3       | 95.3  | 96.3        | 95.0  | 96.1  |  |
| 前期比%       | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.6   | 0.2   | 0.4   | -0.3       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | 0.4   | 1.2   | 1.2   | 0.8   | 1.2   | 1.1   | 1.4   | 0.9        | 0.9   | 1.1         | 0.7   | 1.1   |  |
| 政府最終消費支出   | 96.5  | 96.6  | 96.4  | 97.6  | 98.4  | 98.8  | 99.0  | 98.9       | 96.7  | 98.7        | 96.7  | 98.4  |  |
| 前期比%       | -1.4  | 0.1   | -0.2  | 1.2   | 0.8   | 0.4   | 0.2   | -0.1       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | -0.1  | -0.1  | -0.5  | -0.2  | 2.1   | 2.5   | 2.5   | 1.3        | -0.2  | 2.1         | -0.2  | 1.7   |  |
| 公的固定資本形成   | 104.1 | 104.8 | 105.8 | 106.4 | 108.1 | 108.8 | 108.7 | 108.5      | 105.4 | 108.6       | 104.8 | 107.9 |  |
| 前期比%       | 0.1   | 0.6   | 1.0   | 0.6   | 1.6   | 0.7   | -0.1  | -0.2       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | 0.9   | 1.8   | 2.3   | 2.0   | 3.9   | 3.8   | 2.8   | 2.1        | 1.9   | 3.0         | 1.4   | 3.0   |  |
| 財貨・サービスの輸出 | 92.8  | 94.2  | 94.8  | 94.0  | 94.2  | 95.9  | 98.7  | 98.7       | 94.0  | 97.0        | 93.2  | 95.8  |  |
| 前期比%       | 2.3   | 1.5   | 0.6   | -0.8  | 0.2   | 1.8   | 2.9   | 0.0        |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | 9.1   | 11.1  | 10.3  | 3.7   | 1.0   | 1.9   | 4.6   | 5.0        | 8.5   | 3.2         | 9.5   | 2.8   |  |
| 財貨・サービスの輸入 | 119.7 | 123.0 | 125.2 | 124.9 | 123.0 | 127.2 | 128.7 | 123.0      | 123.4 | 125.5       | 121.4 | 126.0 |  |
| 前期比%       | 1.9   | 2.8   | 1.7   | -0.2  | -1.6  | 3.4   | 1.2   | -4.5       |       |             |       |       |  |
| 前年同期比%     | 9.8   | 14.6  | 14.3  | 6.5   | 2.5   | 3.3   | 3.1   | -1.6       | 11.3  | 1.7         | 11.7  | 3.8   |  |

(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)

|            | 2015       |            |              | 2016       |            |            | 2017         |            |             | 年度          |             | 暦年          |  |
|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|            | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |  |
| 国内総支出      | 93.8       | 93.9       | 94.0         | 94.1       | 94.3       | 94.4       | 94.6         | 94.6       | 93.9        | 94.4        | 93.9        | 94.3        |  |
| 前期比%       | -0.1       | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.2        | 0.1          | 0.0        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.9        | 1.2        | 0.8          | 0.3        | 0.5        | 0.6        | 0.6          | 0.5        | 0.8         | 0.5         | 1.5         | 0.5         |  |
| 民間最終消費支出   | 95.4       | 95.5       | 95.7         | 95.8       | 96.0       | 96.2       | 96.5         | 96.7       | 95.6        | 96.4        | 95.5        | 96.1        |  |
| 前期比%       | -0.2       | 0.1        | 0.2          | 0.2        | 0.2        | 0.2        | 0.2          | 0.2        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | -0.2       | -0.1       | -0.1         | 0.3        | 0.6        | 0.8        | 0.8          | 0.9        | -0.0        | 0.8         | 0.4         | 0.6         |  |
| 民間住宅投資     | 110.3      | 110.5      | 110.8        | 111.0      | 111.4      | 111.8      | 112.2        | 112.6      | 110.6       | 112.0       | 110.4       | 111.6       |  |
| 前期比%       | 0.1        | 0.2        | 0.2          | 0.3        | 0.3        | 0.4        | 0.4          | 0.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.4        | 0.7        | 0.5          | 0.8        | 1.0        | 1.1        | 1.2          | 1.4        | 0.6         | 1.2         | 1.2         | 1.1         |  |
| 民間企業設備投資   | 96.3       | 96.4       | 96.6         | 96.9       | 97.1       | 97.4       | 97.8         | 98.1       | 96.6        | 97.7        | 96.4        | 97.3        |  |
| 前期比%       | -0.0       | 0.1        | 0.2          | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 0.3          | 0.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.3        | 0.2        | -0.0         | 0.6        | 0.8        | 1.0        | 1.2          | 1.3        | 0.3         | 1.1         | 0.4         | 0.9         |  |
| 政府最終消費支出   | 99.0       | 99.1       | 99.2         | 99.3       | 99.4       | 99.5       | 99.6         | 99.7       | 99.1        | 99.5        | 99.0        | 99.4        |  |
| 前期比%       | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.6        | 0.2        | 0.3          | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 0.4          | 0.4        | 0.4         | 0.4         | 0.6         | 0.4         |  |
| 公的固定資本形成   | 108.6      | 108.8      | 109.1        | 109.4      | 109.8      | 110.2      | 110.5        | 110.9      | 109.0       | 110.5       | 108.8       | 110.0       |  |
| 前期比%       | 0.1        | 0.2        | 0.3          | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 0.3          | 0.4        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.4        | 0.0        | 0.4          | 0.8        | 1.1        | 1.3        | 1.3          | 1.4        | 0.4         | 1.3         | 0.8         | 1.1         |  |
| 財貨・サービスの輸出 | 98.7       | 98.8       | 98.9         | 98.9       | 99.0       | 99.0       | 99.0         | 99.0       | 98.9        | 99.1        | 98.8        | 99.1        |  |
| 前期比%       | 0.0        | 0.0        | 0.1          | 0.1        | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 5.0        | 2.9        | -0.1         | 0.2        | 0.2        | 0.3        | 0.3          | 0.1        | 1.9         | 0.2         | 3.1         | 0.2         |  |
| 財貨・サービスの輸入 | 123.1      | 123.2      | 123.3        | 123.5      | 123.6      | 123.8      | 124.0        | 124.2      | 123.3       | 124.0       | 123.2       | 123.8       |  |
| 前期比%       | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        |             |             |             |             |  |
| 前年同期比%     | 0.2        | -3.1       | -4.3         | 0.4        | 0.4        | 0.5        | 0.6          | 0.6        | -1.8        | 0.5         | -2.3        | 0.5         |  |

(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

|             | 2013 |      |       | 2014 |      |      | 2015  |      |      | 年度   |      | 暦年   |  |
|-------------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|--|
|             | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 2013 | 2014 | 2013 | 2014 |  |
|             |      |      |       |      |      |      |       |      |      | (予)  |      |      |  |
| 1. 前期比%     |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |      |      |  |
| 実質GDP成長率    | 0.8  | 0.4  | -0.4  | 1.3  | -1.7 | -0.6 | 0.6   | 0.6  | 2.1  | -0.9 | 1.6  | 0.0  |  |
| 国内需要        | 0.7  | 0.7  | 0.2   | 1.7  | -2.7 | -0.6 | 0.3   | 0.4  | 2.6  | -1.5 | 1.9  | 0.1  |  |
| 民間需要        | 0.4  | 0.5  | 0.1   | 1.8  | -2.9 | -0.8 | 0.3   | 0.5  | 1.8  | -1.7 | 1.2  | -0.1 |  |
| 民間最終消費支出    | 0.5  | 0.2  | -0.1  | 1.3  | -3.1 | 0.2  | 0.2   | 0.3  | 1.5  | -1.8 | 1.3  | -0.8 |  |
| 民間住宅投資      | 0.1  | 0.1  | 0.1   | 0.1  | -0.3 | -0.2 | -0.0  | 0.1  | 0.3  | -0.3 | 0.3  | -0.2 |  |
| 民間企業設備投資    | 0.3  | 0.1  | 0.2   | 0.8  | -0.7 | -0.0 | 0.0   | 0.1  | 0.5  | -0.0 | 0.1  | 0.6  |  |
| 民間在庫品増加     | -0.4 | 0.1  | -0.1  | -0.4 | 1.3  | -0.7 | 0.2   | 0.0  | -0.5 | 0.5  | -0.4 | 0.2  |  |
| 公的需要        | 0.3  | 0.2  | 0.1   | -0.2 | 0.1  | 0.1  | 0.0   | -0.1 | 0.8  | 0.2  | 0.7  | 0.2  |  |
| 政府最終消費支出    | 0.1  | -0.0 | 0.0   | -0.1 | 0.1  | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 0.3  | 0.1  | 0.4  | 0.0  |  |
| 公的固定資本形成    | 0.1  | 0.2  | 0.0   | -0.1 | 0.0  | 0.1  | 0.0   | -0.1 | 0.5  | 0.1  | 0.4  | 0.2  |  |
| 公的在庫品増加     | 0.0  | -0.0 | 0.0   | 0.0  | 0.0  | -0.0 | -0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | -0.0 | 0.0  |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | 0.1  | -0.4 | -0.5  | -0.3 | 1.1  | 0.1  | 0.2   | 0.2  | -0.5 | 0.8  | -0.3 | -0.0 |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 0.4  | -0.1 | -0.0  | 1.1  | -0.1 | 0.3  | 0.5   | 0.4  | 0.7  | 1.2  | 0.2  | 1.3  |  |
| 財貨・サービスの輸入  | -0.4 | -0.3 | -0.5  | -1.3 | 1.1  | -0.2 | -0.3  | -0.2 | -1.2 | -0.4 | -0.5 | -1.4 |  |
| 2. 前年同期比%   |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |      |      |  |
| 実質GDP成長率    | 1.4  | 2.2  | 2.3   | 2.4  | -0.4 | -1.4 | -0.5  | -1.3 | 2.1  | -0.9 | 1.6  | 0.0  |  |
| 国内需要        | 1.5  | 2.3  | 2.8   | 3.6  | -0.2 | -1.6 | -1.4  | -2.7 | 2.6  | -1.5 | 1.9  | 0.1  |  |
| 民間需要        | 0.9  | 1.3  | 1.7   | 3.2  | -0.3 | -1.8 | -1.6  | -2.9 | 1.8  | -1.7 | 1.2  | -0.1 |  |
| 民間最終消費支出    | 1.1  | 1.4  | 1.4   | 2.0  | -1.7 | -1.8 | -1.5  | -2.5 | 1.5  | -1.8 | 1.3  | -0.8 |  |
| 民間住宅投資      | 0.2  | 0.3  | 0.3   | 0.4  | -0.1 | -0.4 | -0.5  | -0.5 | 0.3  | -0.3 | 0.3  | -0.2 |  |
| 民間企業設備投資    | -0.0 | 0.2  | 0.4   | 1.7  | 0.3  | 0.2  | 0.1   | -0.7 | 0.5  | -0.0 | 0.1  | 0.6  |  |
| 民間在庫品増加     | -0.4 | -0.5 | -0.4  | -0.8 | 1.1  | 0.2  | 0.4   | 0.7  | -0.5 | 0.5  | -0.4 | 0.2  |  |
| 公的需要        | 0.7  | 0.9  | 1.1   | 0.5  | 0.1  | 0.2  | 0.1   | 0.2  | 0.8  | 0.2  | 0.7  | 0.2  |  |
| 政府最終消費支出    | 0.5  | 0.4  | 0.3   | 0.0  | -0.0 | 0.1  | 0.1   | 0.2  | 0.3  | 0.1  | 0.4  | 0.0  |  |
| 公的固定資本形成    | 0.1  | 0.6  | 0.8   | 0.4  | 0.2  | 0.1  | 0.1   | 0.0  | 0.5  | 0.1  | 0.4  | 0.2  |  |
| 公的在庫品増加     | -0.0 | -0.0 | 0.0   | 0.1  | 0.0  | 0.1  | -0.0  | -0.0 | 0.0  | 0.0  | -0.0 | 0.0  |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | -0.1 | 0.0  | -0.5  | -1.2 | -0.2 | 0.2  | 1.0   | 1.3  | -0.5 | 0.8  | -0.3 | -0.0 |  |
| 財貨・サービスの輸出  | -0.0 | 0.5  | 0.9   | 1.4  | 0.9  | 1.2  | 1.7   | 1.0  | 0.7  | 1.2  | 0.2  | 1.3  |  |
| 財貨・サービスの輸入  | -0.1 | -0.5 | -1.5  | -2.7 | -1.1 | -1.0 | -0.7  | 0.3  | -1.2 | -0.4 | -0.5 | -1.4 |  |

(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

|             | 2015       |            |              | 2016       |            |            | 2017         |            |             | 年度          |             | 暦年          |  |
|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
|             | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |  |
| 1. 前期比%     |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |  |
| 実質GDP成長率    | 0.5        | 0.5        | 0.4          | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.4          | 0.6        | 1.9         | 1.8         | 1.0         | 1.9         |  |
| 国内需要        | 0.5        | 0.4        | 0.4          | 0.4        | 0.4        | 0.5        | 0.3          | 0.8        | 1.3         | 1.7         | 0.3         | 1.7         |  |
| 民間需要        | 0.5        | 0.4        | 0.4          | 0.4        | 0.4        | 0.5        | 0.3          | 0.8        | 1.4         | 1.6         | 0.3         | 1.8         |  |
| 民間最終消費支出    | 0.3        | 0.2        | 0.2          | 0.2        | 0.2        | 0.2        | 0.2          | 0.8        | 0.9         | 0.9         | 0.1         | 0.8         |  |
| 民間住宅投資      | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        | 0.0        | 0.1        | 0.0          | 0.0        | 0.1         | 0.2         | -0.1        | 0.2         |  |
| 民間企業設備投資    | 0.1        | 0.2        | 0.2          | 0.2        | 0.2        | 0.2        | 0.2          | 0.2        | 0.5         | 0.8         | 0.1         | 0.7         |  |
| 民間在庫品増加     | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        | 0.0        | 0.0        | -0.1         | -0.3       | -0.1        | -0.1        | 0.1         | -0.0        |  |
| 公的需要        | -0.0       | -0.0       | -0.0         | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        | -0.1        | 0.0         | -0.0        | -0.0        |  |
| 政府最終消費支出    | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         |  |
| 公的固定資本形成    | -0.1       | -0.1       | -0.1         | -0.0       | -0.0       | -0.0       | -0.0         | -0.0       | -0.2        | -0.2        | -0.2        | -0.2        |  |
| 公的在庫品増加     | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0        | -0.0        | -0.0        | 0.0         | 0.0         |  |
| 財貨・サービスの純輸出 | 0.1        | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.0        | 0.0          | -0.2       | 0.6         | 0.2         | 0.7         | 0.1         |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 0.2        | 0.2        | 0.2          | 0.2        | 0.2        | 0.3        | 0.3          | 0.3        | 1.2         | 1.0         | 1.2         | 1.0         |  |
| 財貨・サービスの輸入  | -0.1       | -0.1       | -0.2         | -0.2       | -0.2       | -0.2       | -0.2         | -0.5       | -0.6        | -0.8        | -0.5        | -0.9        |  |
| 2. 前年同期比%   |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |  |
| 実質GDP成長率    | 1.1        | 2.2        | 2.1          | 2.0        | 1.8        | 1.9        | 1.8          | 1.9        | 1.9         | 1.8         | 1.0         | 1.9         |  |
| 国内需要        | 0.6        | 1.6        | 1.5          | 1.6        | 1.5        | 1.6        | 1.5          | 2.0        | 1.3         | 1.7         | 0.3         | 1.7         |  |
| 民間需要        | 0.5        | 1.7        | 1.7          | 1.7        | 1.5        | 1.6        | 1.5          | 2.0        | 1.4         | 1.6         | 0.3         | 1.8         |  |
| 民間最終消費支出    | 0.9        | 1.0        | 1.0          | 0.9        | 0.7        | 0.7        | 0.7          | 1.3        | 0.9         | 0.9         | 0.1         | 0.8         |  |
| 民間住宅投資      | -0.1       | 0.1        | 0.1          | 0.1        | 0.1        | 0.2        | 0.2          | 0.2        | 0.1         | 0.2         | -0.1        | 0.2         |  |
| 民間企業設備投資    | 0.2        | 0.5        | 0.6          | 0.8        | 0.7        | 0.7        | 0.7          | 0.9        | 0.5         | 0.8         | 0.1         | 0.7         |  |
| 民間在庫品増加     | -0.5       | 0.1        | 0.0          | -0.0       | 0.0        | 0.0        | -0.1         | -0.4       | -0.1        | -0.1        | 0.1         | -0.0        |  |
| 公的需要        | 0.1        | -0.1       | -0.2         | -0.1       | 0.0        | 0.0        | -0.0         | 0.0        | -0.1        | 0.0         | -0.0        | -0.0        |  |
| 政府最終消費支出    | 0.1        | 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    | -0.1       | -0.2       | -0.4         | -0.3       | -0.2       | -0.2       | -0.2         | -0.2       | -0.2        | -0.2        | -0.2        | -0.2        |  |
| 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 | 0.7        | 0.7        | 0.5          | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 0.2          | -0.0       | 0.6         | 0.2         | 0.7         | 0.1         |  |
| 財貨・サービスの輸出  | 1.4        | 1.3        | 1.0          | 0.9        | 1.0        | 1.0        | 1.0          | 1.0        | 1.2         | 1.0         | 1.2         | 1.0         |  |
| 財貨・サービスの輸入  | -0.6       | -0.6       | -0.6         | -0.6       | -0.6       | -0.7       | -0.8         | -1.1       | -0.6        | -0.8        | -0.5        | -0.9        |  |

(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

|                              | 2013   |        |        | 2014   |        |        | 2015   |            |        | 年度          |        | 暦年     |  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|-------------|--------|--------|--|
|                              | 4-6    | 7-9    | 10-12  | 1-3    | 4-6    | 7-9    | 10-12  | 1-3<br>(予) | 2013   | 2014<br>(予) | 2013   | 2014   |  |
| 1. 世界経済                      |        |        |        |        |        |        |        |            |        |             |        |        |  |
| 主要貿易相手国・地域経済成長率<br>(貿易額加重平均) |        |        |        |        |        |        |        |            |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 3.0    | 3.2    | 3.6    | 3.3    | 3.3    | 3.4    | 3.3    | 3.9        | 3.2    | 3.5         | 3.1    | 3.3    |  |
| 原油価格 (WTI、\$/bbl)            | 94.2   | 105.8  | 97.6   | 98.6   | 103.0  | 97.2   | 73.2   | 52.0       | 99.1   | 81.4        | 98.0   | 92.9   |  |
| 前年同期比%                       | 0.9    | 14.8   | 10.6   | 4.5    | 9.4    | -8.1   | -25.0  | -47.3      | 7.6    | -17.9       | 4.1    | -5.2   |  |
| 2. 米国経済                      |        |        |        |        |        |        |        |            |        |             |        |        |  |
| 実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)        | 15,607 | 15,780 | 15,916 | 15,832 | 16,010 | 16,206 | 16,312 | 16,415     | 15,784 | 16,236      | 15,710 | 16,090 |  |
| 前期比年率%                       | 1.8    | 4.5    | 3.5    | -2.1   | 4.6    | 5.0    | 2.6    | 2.6        |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 1.8    | 2.3    | 3.1    | 1.9    | 2.6    | 2.7    | 2.5    | 3.7        | 2.3    | 2.9         | 2.2    | 2.4    |  |
| 消費者物価指数 (1982-1984=100)      | 232.2  | 233.5  | 234.1  | 235.2  | 237.0  | 237.7  | 236.9  | 236.0      | 233.8  | 236.9       | 233.0  | 236.7  |  |
| 前期比年率%                       | 0.4    | 2.2    | 1.1    | 1.9    | 3.0    | 1.1    | -1.2   | -1.6       |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 1.4    | 1.6    | 1.2    | 1.4    | 2.1    | 1.8    | 1.2    | 0.3        | 1.4    | 1.3         | 1.5    | 1.6    |  |
| 生産者物価指数 (最終財、1982=100)       | 195.7  | 196.8  | 197.6  | 199.6  | 201.3  | 201.5  | 198.9  | 196.9      | 197.4  | 199.7       | 196.6  | 200.4  |  |
| 前期比年率%                       | -1.4   | 2.2    | 1.6    | 4.2    | 3.4    | 0.5    | -5.1   | -4.0       |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 1.5    | 1.2    | 0.8    | 1.6    | 2.8    | 2.5    | 0.8    | -1.3       | 1.3    | 1.2         | 1.2    | 1.9    |  |
| 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 (%)                | 2.00   | 2.71   | 2.75   | 2.76   | 2.62   | 2.50   | 2.28   | 2.09       | 2.55   | 2.37        | 2.35   | 2.54   |  |
| 3. 日本経済                      |        |        |        |        |        |        |        |            |        |             |        |        |  |
| 名目政府最終消費支出 (兆円)              | 98.6   | 98.6   | 98.6   | 99.4   | 100.6  | 101.2  | 101.5  | 101.6      | 98.8   | 101.2       | 98.8   | 100.7  |  |
| 前期比年率%                       | -2.9   | 0.1    | -0.3   | 3.4    | 4.7    | 2.7    | 1.1    | 0.5        |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 2.5    | 1.9    | 1.0    | 0.0    | 2.1    | 2.7    | 2.8    | 2.2        | 1.3    | 2.4         | 1.7    | 1.9    |  |
| 名目公的固定資本形成 (兆円)              | 22.3   | 23.7   | 24.1   | 23.7   | 24.3   | 25.0   | 25.1   | 24.3       | 23.6   | 24.8        | 23.0   | 24.5   |  |
| 前期比年率%                       | 13.4   | 26.6   | 6.9    | -6.6   | 11.0   | 11.4   | 2.1    | -11.7      |        |             |        |        |  |
| 前年同期比%                       | 4.5    | 16.0   | 18.8   | 8.7    | 8.3    | 5.9    | 4.5    | 3.1        | 12.4   | 5.1         | 9.5    | 6.7    |  |
| 為替レート (¥/\$)                 | 98.8   | 98.9   | 100.4  | 102.8  | 102.1  | 103.9  | 114.5  | 119.0      | 100.2  | 109.9       | 97.6   | 105.8  |  |
| (¥/Euro)                     | 129.6  | 130.7  | 139.9  | 140.3  | 139.5  | 137.8  | 143.8  | 135.0      | 135.1  | 139.0       | 130.6  | 140.3  |  |
| 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) 2017年4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

|                              | 2015       |            | 2016         |            |            | 2017       |              |            | 年度          |             | 暦年          |             |
|------------------------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                              | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 4-6<br>(予) | 7-9<br>(予) | 10-12<br>(予) | 1-3<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) | 2015<br>(予) | 2016<br>(予) |
| 1. 世界経済                      |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |
| 主要貿易相手国・地域経済成長率<br>(貿易額加重平均) |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | 3.8        | 3.6        | 3.6          | 3.6        | 3.6        | 3.6        | 3.6          | 3.7        | 3.7         | 3.6         | 3.7         | 3.6         |
| 原油価格 (WTI、\$/bbl)            | 55.8       | 57.1       | 58.3         | 59.6       | 60.8       | 62.1       | 63.3         | 64.6       | 57.7        | 62.7        | 55.8        | 61.5        |
| 前年同期比%                       | -45.8      | -41.3      | -20.3        | 14.6       | 9.0        | 8.8        | 8.6          | 8.4        | -29.1       | 8.7         | -39.9       | 10.1        |
| 2. 米国経済                      |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |
| 実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)        | 16,524     | 16,631     | 16,737       | 16,847     | 16,957     | 17,076     | 17,187       | 17,294     | 16,685      | 17,129      | 16,577      | 17,017      |
| 前期比年率%                       | 2.7        | 2.6        | 2.6          | 2.7        | 2.6        | 2.8        | 2.6          | 2.5        |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | 3.2        | 2.6        | 2.6          | 2.6        | 2.6        | 2.7        | 2.7          | 2.7        | 2.8         | 2.7         | 3.0         | 2.7         |
| 消費者物価指数(1982=1984=100)       | 237.1      | 238.3      | 239.4        | 241.0      | 242.1      | 242.9      | 243.6        | 245.4      | 239.0       | 243.5       | 237.7       | 242.4       |
| 前期比年率%                       | 1.9        | 2.1        | 1.8          | 2.8        | 1.7        | 1.4        | 1.2          | 2.9        |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | 0.0        | 0.3        | 1.0          | 2.2        | 2.1        | 1.9        | 1.8          | 1.8        | 0.9         | 1.9         | 0.4         | 2.0         |
| 生産者物価指数(最終財、1982=100)        | 197.7      | 199.0      | 199.5        | 201.0      | 202.2      | 203.2      | 203.9        | 204.8      | 199.3       | 203.6       | 198.3       | 202.6       |
| 前期比年率%                       | 1.6        | 2.6        | 1.0          | 3.2        | 2.4        | 1.9        | 1.4          | 1.7        |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | -1.8       | -1.3       | 0.3          | 2.1        | 2.3        | 2.1        | 2.2          | 1.8        | -0.2        | 2.1         | -1.0        | 2.2         |
| FFレート (期末、%)                 | 0.25       | 0.25       | 0.50         | 0.75       | 1.00       | 1.25       | 1.50         | 1.75       | 0.75        | 1.75        | 0.50        | 1.50        |
| 10年物国債利回り (%)                | 2.33       | 2.51       | 2.71         | 2.93       | 3.09       | 3.26       | 3.43         | 3.55       | 2.62        | 3.33        | 2.41        | 3.18        |
| 3. 日本経済                      |            |            |              |            |            |            |              |            |             |             |             |             |
| 名目政府最終消費支出(兆円)               | 101.9      | 102.3      | 102.6        | 103.0      | 103.4      | 103.8      | 104.1        | 104.5      | 102.4       | 103.9       | 102.1       | 103.6       |
| 前期比年率%                       | 1.3        | 1.4        | 1.4          | 1.4        | 1.4        | 1.5        | 1.5          | 1.5        |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | 1.3        | 1.0        | 1.2          | 1.4        | 1.4        | 1.5        | 1.4          | 1.5        | 1.2         | 1.4         | 1.4         | 1.4         |
| 名目的固定資本形成(兆円)                | 23.9       | 23.6       | 23.3         | 23.1       | 22.9       | 22.7       | 22.5         | 22.4       | 23.4        | 22.6        | 23.8        | 22.8        |
| 前期比年率%                       | -7.0       | -5.3       | -4.7         | -3.4       | -3.4       | -3.4       | -3.1         | -2.8       |             |             |             |             |
| 前年同期比%                       | -1.5       | -5.8       | -7.3         | -5.3       | -4.3       | -3.6       | -3.3         | -3.1       | -5.3        | -3.5        | -2.9        | -4.1        |
| 為替レート(¥/\$)                  | 120.0      | 120.0      | 120.0        | 120.0      | 120.0      | 120.0      | 120.0        | 120.0      | 120.0       | 120.0       | 119.8       | 120.0       |
| (¥/Euro)                     | 135.0      | 135.0      | 135.0        | 135.0      | 135.0      | 135.0      | 135.0        | 135.0      | 135.0       | 135.0       | 135.0       | 135.0       |
| 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) 2017年4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。