

2015年5月27日 全12頁

日本経済見通し：7年10ヶ月ぶりの円安が日本経済に与える影響は？

「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

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 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 7年10ヶ月振りの円安が日本経済に与える影響は？：為替市場で円安が加速している。5月26日の外国為替市場において、円相場は対ドルで7年10ヶ月ぶりの安値をつけた。本稿では、最初に大和総研のマクロモデルを用いて、「円安はわが国のマクロ経済にとってプラスであるが、格差拡大をもたらす」ことを指摘したい。
- 日本経済のメインシナリオ：2015年1-3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2015年度が前年度比+1.7%（前回：同+1.9%）、2016年度が同+1.8%（同：同+1.8%）である。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徐々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。
- 3つの論点：今回の経済見通し改訂に際しては、①日米欧3極の中央銀行の非伝統的金融政策の効果、②「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？、③企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き、という3つの論点を検証した（→詳細は、熊谷亮丸他「第185回 日本経済予測」（2015年5月27日）参照）。本稿では、これらの3つの論点の中で「②『FED vs. ECB』の軍配はどちらに？」について解説したい。
- 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？：米国の利上げに伴う世界経済への悪影響が懸念されている。一方でECBの量的緩和による世界経済に対する下支え効果に期待がかかるが、当社のマクロモデルによる試算結果によれば、世界経済および日本経済に与える影響はECBよりもFEDの方が大きくなる見込みだ。ただしFEDがあくまで米国の景気に中立的なペースで利上げを行う限り、過度の懸念は禁物である。新興国のバランスシート改善に伴い、通貨危機のリスクも低減している。

1. 7年10ヶ月ぶりの円安が日本経済に与える影響は？

円安はわが国のマクロ経済にとってプラスであるが、格差は拡大する

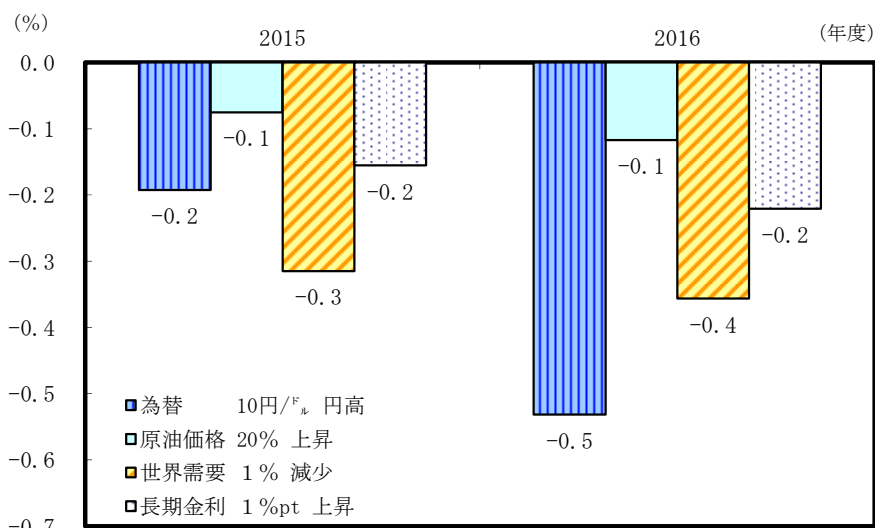
為替市場で円安が加速している。5月26日の外国為替市場において、円相場は対ドルで7年10ヶ月ぶりの安値をつけた。本章では、当社のマクロモデルを用いて、「円安はわが国のマクロ経済にとってプラスであるが、格差拡大をもたらす」ことを指摘したい。

当社のマクロモデルを用いた試算結果によれば、仮に2015年7-9月期以降10円/ドルの円安・ドル高が進行した場合、2016年度の実質GDPは0.5%押し上げられる計算となる。

図表1に、当社のメイン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に与える影響を示した（マクロモデル上、為替変動の影響は基本的に「線形」なので、円安が進行した場合の影響は符号が逆になる）。リスクシナリオは2015年7-9月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【当社のメインシナリオ】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2015-16年度 ; 119.9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 ; 60.2ドル/bbl, 63.8ドル/bbl	→ 各四半期20%上昇
・ 世界経済成長率 : 2015-16暦年 ; 3.4%, 3.5%	→ 各四半期1%低下
・ 長期金利 : 2015-16年度 ; 0.47%, 0.70%	→ 各四半期1%pt上昇

図表1：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

アベノミクスによる円安はマクロ的な経常利益を 4.3 兆円押し上げたが、その恩恵には偏りがある
次に、アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響について検証しよう。

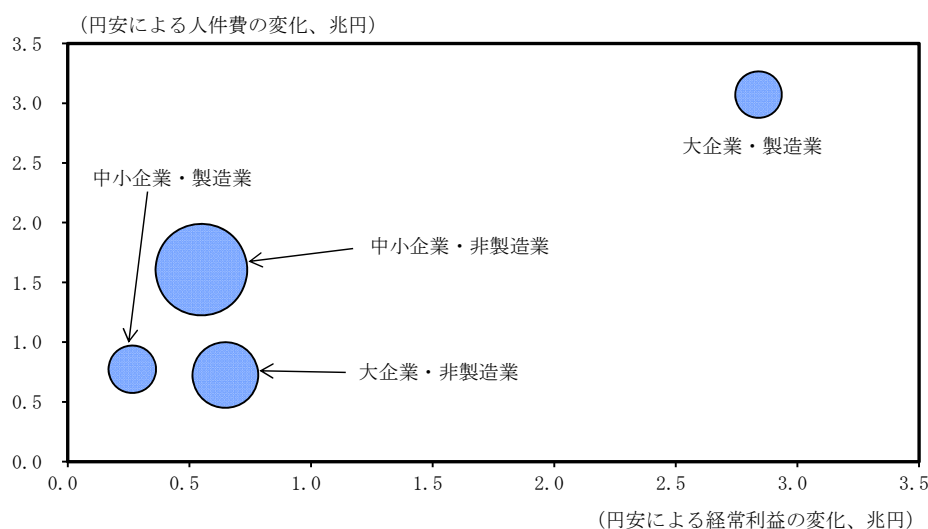
安倍政権の成立以降、円安傾向が続いてきたことは、企業部門に大きなプラス効果をもたらしたものと考えられる。

図表 2 は安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降の円安が、企業部門に与えた影響を試算したものである。日本経済全体に与えた影響を合計すると、2013 年 1-3 月期から 2014 年 10-12 月期までの 2 年間で、企業の経常利益は 4.3 兆円程度押し上げられた計算となる。また、人件費に関しては 6.2 兆円弱の押し上げ効果があったとみられる。

ここで注目されるのは、円安による押し上げ効果が産業や企業規模によって大きく異なっている点である。円安進行による最大の効果は輸出の増加であるため、輸出比率が高い大企業・製造業への恩恵が大きい。一方、円安が進むと輸入価格が上昇し、企業のコストが増加することになるため、原燃料をはじめとする輸入製品の投入が多い非製造業に対しての収益下押し圧力が大きくなる。しかし、大企業・製造業を中心とした円安の直接効果による収益の拡大は、産業・企業間の波及効果を通じて、非製造業や中小企業にとってもプラスの効果を持つと考えられる（詳細は後述する）。全ての企業にとって円安がプラスになるとは考え難いものの、製造業、非製造業、大企業、中小企業という枠組みで考えれば、円安は収益を押し上げる効果の方が大きかったとみられる。

ただし、円安によるメリットは、当然ながら輸出増加の効果が大きい大企業・製造業に集中しており、人件費の押し上げ効果に関しても大企業・製造業が際立って大きい（**図表 2**）。他方で、労働者の数は、円安によるメリットが相対的に小さい非製造業や中小企業に集中しており、一人当たりの人件費で見た場合には、産業、企業規模の違いによる格差が一層鮮明化する点には留意が必要である。

図表 2：アベノミクスによる円安の影響と企業規模別人員数



(注) 2013年1-3月期から2014年10-12月期の影響の累積値。

プロットの大きさは各部門の人員数(2014年10-12月期時点)を表す。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

企業間の波及効果まで考慮すれば、多くの企業にとって円安はプラス

図表 3 は安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降の円安が、企業収益に与える影響をより細かく見たものである。まず、円安による直接効果、すなわち輸出増加による売上の増加、および輸入価格の上昇が企業収益に与えた影響に注目する。これを見ると、売上に占める輸出の割合が高い大企業製造業では、1.4 兆円程度経常利益が押し上げられた計算となる。一方、輸出増加による直接的なメリットが非常に小さいため、輸入価格の上昇により中小企業・製造業や、非製造業では、円安は収益の下押し要因となった。このため、全規模全産業では経常利益が 1.3 兆円弱押し下げられたという試算結果になっている。

次に、波及効果に注目すると、産業、企業規模を問わず収益の押し上げに寄与しており、全規模全産業では 5.5 兆円程度経常利益が押し上げられた。ここでいう波及効果とは、輸出の増加が数量効果や価格転嫁を通じて企業間取引を増加させる効果や、所得分配を通じた最終需要の増加が企業収益を押し上げる効果を指す。円安が進む中でも、輸出数量の増加は緩やかなものにとどまっており、数量増加からくる波及効果はそれほど大きくなかった可能性が高い。他方、日銀短観の価格判断 DI を見ると、仕入価格判断、販売価格判断の両者が上昇傾向となっているが、交易条件（販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI）は非製造業でも改善が見られ、価格転嫁が進んだことが企業収益の押し上げ要因になった可能性を示唆している。波及効果によるプラスの影響が、直接効果によるマイナスの影響を上回った結果、最終的に直接効果によるマイナスが大きい非製造業でも、円安は企業収益を押し上げる要因になったとみられる。

ここでの試算にはマクロモデルを用いており、あくまで過去の平均的な関係と同程度の波及があったという前提を置いたものである。このため試算結果については相当程度の幅を持って見る必要があるが、少なくとも単純な輸出入増加のみをもって円安の効果と捉えるのは正しくないだろう。為替相場は、2014 年前半は安定的に推移してきたが、2014 年 8 月頃から徐々に円安が進行し、10 月 31 日の日本銀行による追加金融緩和によって、さらに円安傾向が加速している。こうした中、輸入価格上昇を懸念する声が以前より高まっているものの、円安の進行は基本的に企業収益に対してプラスの効果を持つと考えるべきだろう。

図表 3：アベノミクスによる円安が企業部門に与えた影響の試算

		全規模全産業									
		製造業				非製造業				大企業	中小企業
		大企業		中小企業		大企業		中小企業			
経常利益	変化額 (10億円)	4,303	3,105	2,840	265	1,198	648	550	3,488	815	
	経常利益に対する割合 (%)	3.4	6.7	7.2	3.7	1.5	1.3	2.0	3.9	2.3	
直接効果	変化額 (10億円)	-1,284	1,306	1,418	-112	-2,591	-2,025	-565	-607	-677	
	経常利益に対する割合 (%)	-1.0	2.8	3.6	-1.6	-3.3	-4.0	-2.0	-0.7	-1.9	
波及効果	変化額 (10億円)	5,588	1,799	1,422	377	3,789	2,674	1,115	4,095	1,492	
	経常利益に対する割合 (%)	4.4	3.9	3.6	5.2	4.8	5.2	4.0	4.5	4.2	
人件費	変化額 (10億円)	6,175	3,844	3,072	772	2,331	724	1,607	3,796	2,379	
	人件費に対する割合 (%)	1.9	3.7	4.7	2.0	1.0	0.8	1.2	2.4	1.4	
設備投資	変化額 (10億円)	1,118	779	697	81	339	197	142	894	224	
	設備投資に対する割合 (%)	1.6	3.2	3.6	1.5	0.7	0.6	1.0	1.7	1.2	

(注1) マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年10-12月期の影響の累積値。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

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

(注3) 人件費、設備投資に対する影響は、労働分配率、および設備投資/キャッシュフロー比率を一定と仮定した試算値。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

2. 日本経済のメインシナリオ

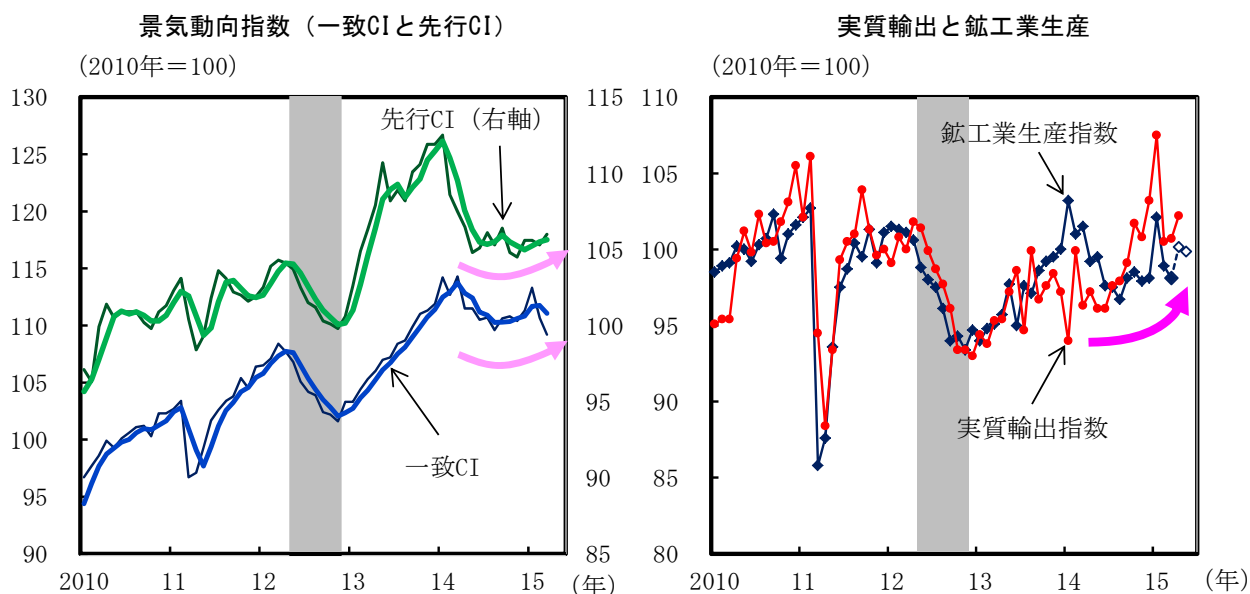
日本経済のメインシナリオ：景気は緩やかに拡大

2015年1-3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2015年度が前年度比+1.7%（前回：同+1.9%）、2016年度が同+1.8%（同：同+1.8%）である。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徐々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をたどっていた。しかしながら、実質GDPは2014年10-12月期から2四半期連続のプラス成長となり、悪化傾向にあった一致CIも2014年8月を底に持ち直している。2014年1月を山にして始まった景気後退局面は同年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4**）。足下の一致CIは、生産関連統計の弱さや特殊要因による下押し圧力の影響を受けているが、4月の生産予測調査がプラスとなっていることや、特殊要因の剥落、さらには先行CIが底堅く推移していることなどを勘案すると、今後は緩やかな回復傾向に復すると見込んでいる。

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、持ち直しの動きを続けていることがある。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も増加傾向にある。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年の年央から均してみると緩やかな持ち直しの動きが続いており、景気の底入れ感が強まっている。

図表4：一致CI、先行CI、実質輸出と鉱工業生産



（注）シャドーは景気後退期。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

3つの論点

今回の経済見通し改訂に際しては、以下の3つの論点について考察した。(→詳細は、熊谷亮丸他「第185回 日本経済予測」(2015年5月27日)参照)。本稿では、これらの3つの論点の中で「②『FED vs. ECB』の軍配はどちらに？」について解説したい。

論点①：日米欧3極の非伝統的金融政策の効果

日米欧3極の中央銀行がこれまでに採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探った。試算結果を見ると、FEDのLSAPシリーズが実体経済の改善に最も効果的であったことが確認できる。米国では、LSAP採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。他方、CPIへの影響については日銀のQQE Iが最も大きかった。日銀の金融政策は、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことがCPIに対する大きな上昇圧力を生じさせた。

論点②：「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

米国の利上げに伴う世界経済への悪影響が懸念されている。一方でECBの量的緩和による世界経済に対する下支え効果に期待がかかるが、当社のマクロモデルによる試算結果によれば、世界経済および日本経済に与える影響はECBよりもFEDの方が大きくなる見込みだ。ただしFEDがあくまで米国の景気に中立的なペースで利上げを行う限り、過度の懸念は禁物である。新興国のバランスシート改善に伴い、通貨危機のリスクも低減している。最大のテールリスクは、米国の利上げに伴う中国の「バブル」崩壊シナリオだ。中国の金融緩和は一定の景気下支え効果を有するものの、本質的な問題解決が先送りされるため、将来的な調整余地を増幅することになりかねない。

論点③：企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き

企業収益は極めて高い水準での推移が続いており、「経済の好循環」実現に向けて、その分配に対する注目度が高まっている。企業の利益分配という観点から賃金・設備投資の先行きを検討すると、雇用不足感が特に強く、労働分配率が高い中小企業非製造業では、人件費の増加が収益を圧迫し、設備投資を抑制する可能性が高い。生産増加に伴う稼働率の上昇や、企業収益の拡大傾向が続くことにより、マクロで見た設備投資は増加基調が続くとみられるが、その中心は大企業、とりわけ製造業になるだろう。

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財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安(債券安・円安・株安)」の進行、②中国の「バブル」崩壊に対する懸念、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。

3. 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

3.1 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？

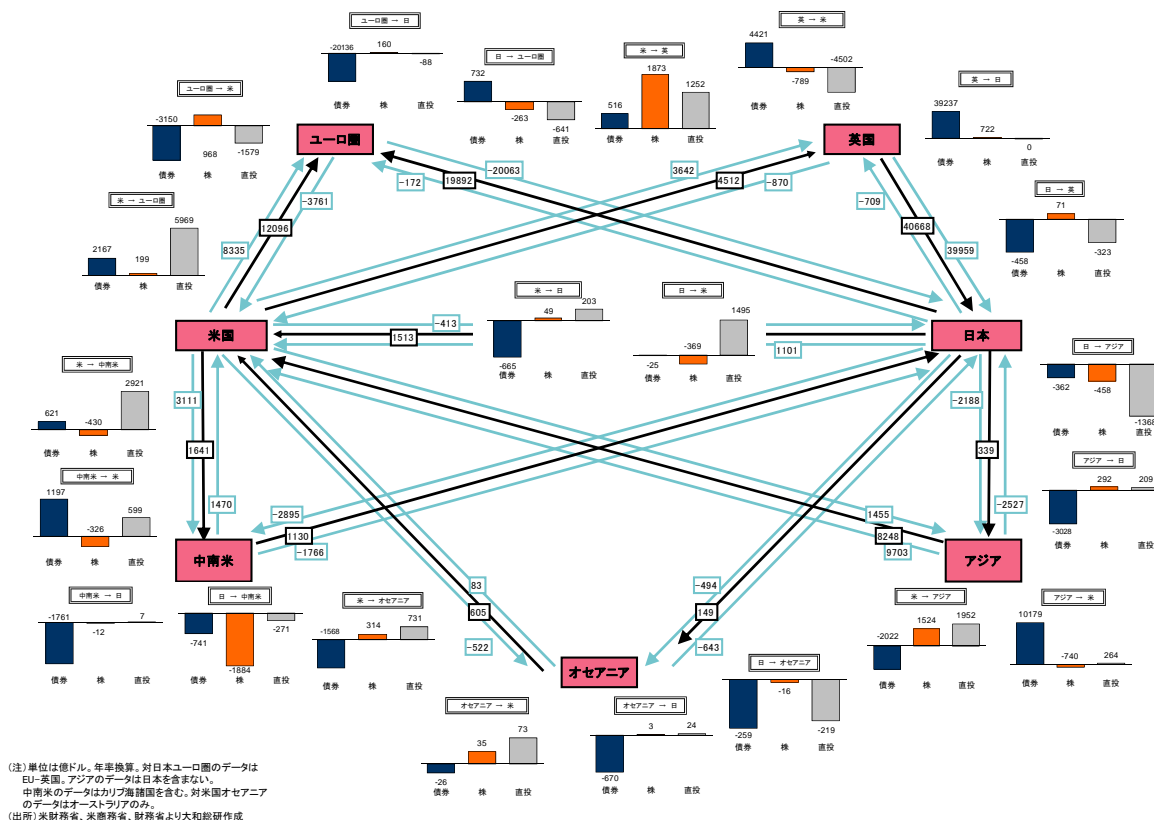
世界的な金利上昇圧力とドル高が世界経済の重石に

本章では、第二の論点である「米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響」について分析する。

最初に、米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表 5** に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇する。結果的に、世界的な金利の上昇は、世界経済を下押しすることが懸念される。

次に、米国金利の上昇に伴うドル高は、一義的には輸出競争力の変化を通じた所得分配、すなわち米国から米国以外への需要のスピルオーバーをもたらすにすぎない。ただし、ドルで資金を調達している国、とりわけ新興国にはマイナスの影響が見込まれる。新興国の中でも、とりわけドルペッグなどの硬直的な為替制度を採用している国は、いわゆる「通貨防衛のための利上げ」を迫られるケースもあり、最悪のケースでは外貨準備を使い果たして、「通貨危機」的な状況に陥ってきたということは過去の歴史が示している通りである。

図表 5 : グローバルマネーフロー (2014 年)

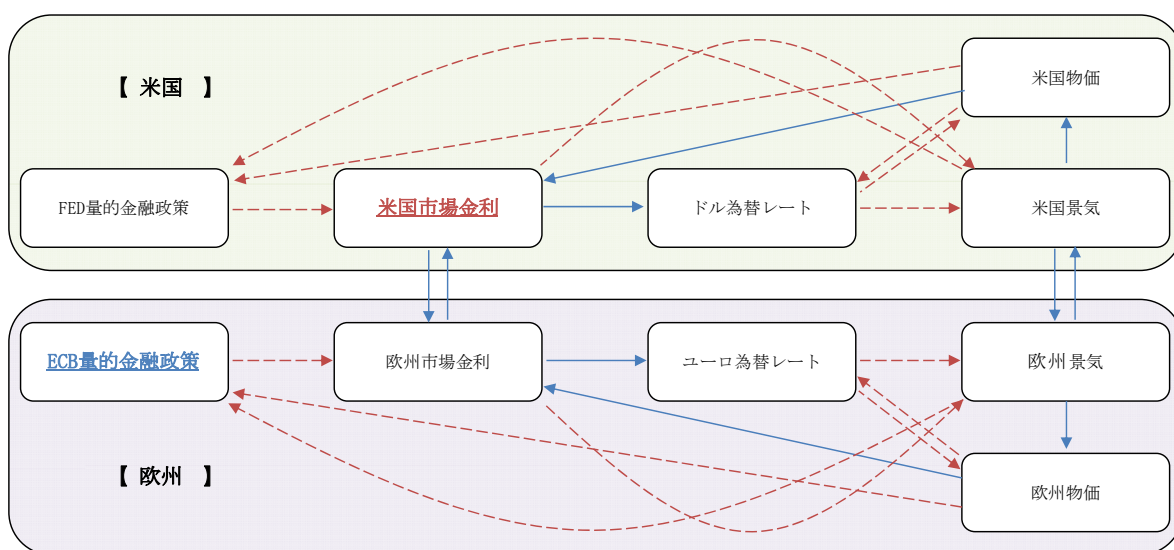


世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえて、当社は、世界経済モデルを構築して、米国と欧州における金融政策の発動が世界経済および日本経済に与える影響について試算した。

図表 6、図表 7 にモデルの概要を示したが、これらはそれぞれ、先進国間、および先進国と新興国の間での景気連動を示している。具体的には、当社の世界経済モデルは、①先進国間の動きとしては「金利」と「為替」の変動を通じて実体経済が影響を受ける、②先進国と新興国の間では、金利や為替の変動の結果として「外貨準備」や「金利スプレッド」が変動し、これにより実体経済が影響を受ける、というメカニズムを取り込んだものとなっている。

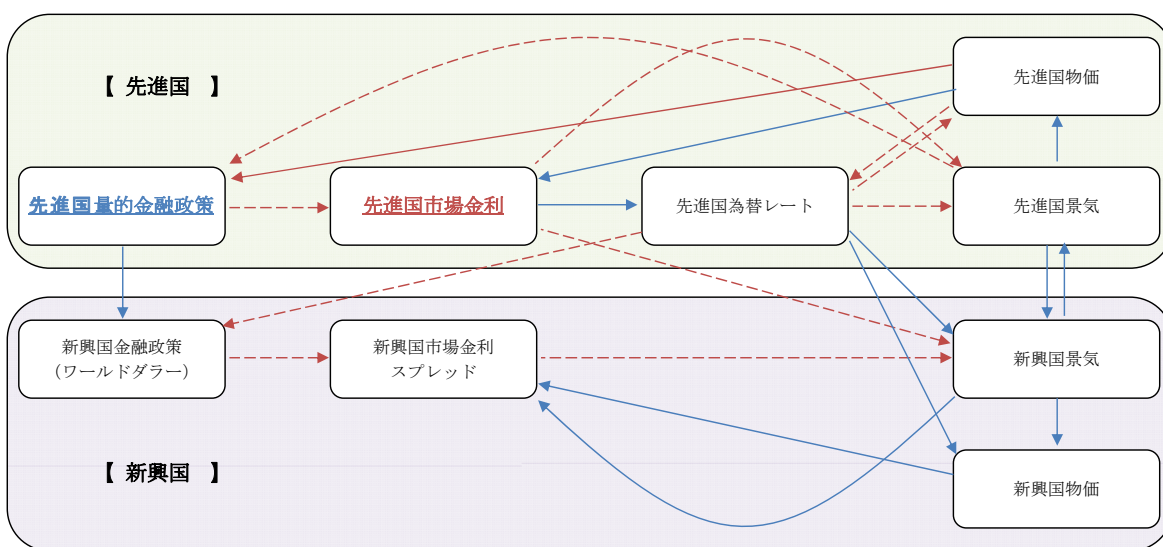
図表 6：米国と欧州の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。

(出所) 大和総研作成

図表 7：先進国と新興国の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。

(出所) 大和総研作成

3.2 欧州の量的緩和は世界経済を支えることができるのか？

米国利上げの悪影響は不可避だが、過度の悲観は禁物

米国が利上げに向かうと予想される一方で、ECB は量的緩和を導入し、2015年3月から月額600億ユーロの国債購入を2016年9月まで継続することを決定している。欧州の量的緩和は欧州金利の低下、先進国金利や新興国の外貨準備、金利スプレッドなどの変動を通じて世界経済を下支えすることが見込まれる。

最終的に、欧州の量的緩和は米国の利上げの悪影響を相殺することができるのだろうか？

この疑問に答えるべく、世界経済モデルを用いて試算した結果をまとめたものが**図表 8**だ。当社の試算結果から得られるインプリケーションは以下の3点である。

第一に、FEDによる利上げの悪影響を、ECBの量的緩和では相殺することは難しい。最も左の列にFEDの利上げとECBの量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017年までの累計で世界経済を0.25%程度押し下げる」ことが見込まれる。

第二に、米国自身も利上げの悪影響を受けるわけであり、現在のFEDの方針として景気にネガティブな影響を与えるほどのペースで利上げを実施するスタンスではない。逆に言えば利上げをやるということはよほど米国の景気が良くなっていくということが前提条件となる。このため「米国の景気に中立的なペース」で利上げが行われた場合にどうなるかを考察しておくことがより現実的になってくる。そのようなケースでの試算値を、**図表 8**の最も右の列に示している。この試算値は、仮にFEDの利上げが「米国の景気に中立的なペース」に収まるのであれば——言葉を換えれば、FEDの利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、世界経済への悪影響はほとんどないということを示唆している。

第三に、もう1つ注目すべきポイントとして、「(中国以外の) 新興国は『テールリスク』ではなくなった」という点を強調しておきたい。確かにドル高によって新興国が金融面からネガティブな影響を受ける経路はモデル上でも確認された。しかし、その規模はドル高によって輸出が促進される効果でおおむね相殺できるレベルにとどまっている。

図表 8 : 世界経済モデルによる試算値

		米国利上げ+欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ+ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
米国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.14%	0.09%	0.00%
	2017年	-0.27%	-0.34%	0.13%	0.00%
ユーロ圏	2015年	0.02%	0.00%	0.04%	0.01%
	2016年	-0.06%	-0.15%	0.14%	0.02%
	2017年	-0.25%	-0.39%	0.20%	-0.01%
新興国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.08%	③ -0.12%	0.09%	-0.01%
	2017年	-0.24%	-0.31%	0.12%	-0.05%
世界	2015年	① 0.01%	0.00%	0.03%	② 0.00%
	2016年	-0.08%	-0.13%	0.10%	0.00%
	2017年	-0.25%	-0.34%	0.14%	-0.02%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値（世界のGDPの約82%をカバー）。

(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注4) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1500億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

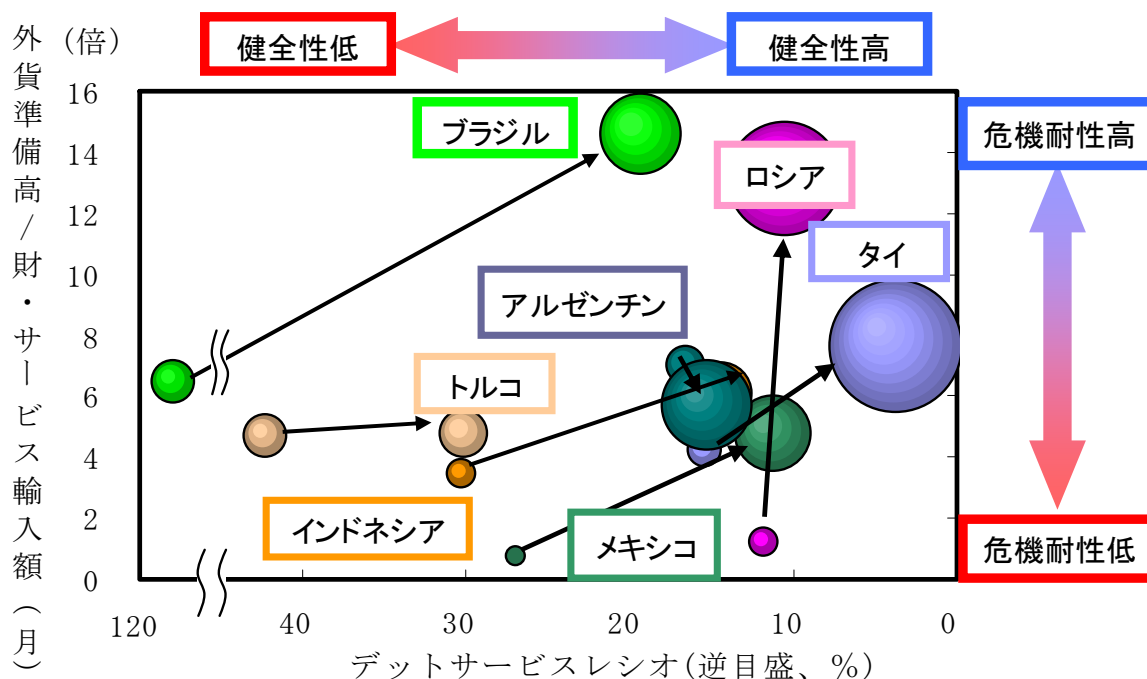
3.3 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？

新興国のバランスシートは大幅に改善

なぜ（中国以外の）新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？最大の要因は、新興国の対外的なバランスシートが大幅に改善されたことである。

図表 9 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なく、外貨準備の財・サービス輸入額（図表中の縦軸）や短期資本（図表中の丸の大きさ）に対する比率を見ても、各国ともおおむね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオに関して、各国とも危機発生時からおおむね低下（改善）している。

図表 9：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。

(丸が大きいくほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

3.4 米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？

日本経済の大幅な減速や有事の円高を心配する状況にはない

ここまでの考察を踏まえた上で、再度マクロモデルを用いて日本経済への影響を試算したものが**図表 10**だ。インプリケーションは以下の3点である。

第一に、米国が利上げに向かう中では日本経済も減速する影響は免れない。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017年までの累計で日本の実質 GDP を 0.18%程度押し下げる」ことが見込まれる。

しかしながら、第二に、米国の利上げが景気に中立的なペースにとどまる限りにおいて、その悪影響は限定的である。**図表 10**の最も右の列に「米国の景気に中立的なペース」で FED が利上げを行う場合の試算値を示しているが、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、日本経済への悪影響は極めて限定的だ。

第三に、新興国の「テールリスク」も大きく懸念すべき状況にはないため、「リスクオフ」進行に伴う大幅な円高や景気の大崩れを心配する必要は限定的であろう。**図表 10**の左から2列目に示している通り、米国の利上げは「有事の円高」ではなく、日米金利差の拡大を素直に反映したドル高・円安を招く可能性が高いだろう。

図表 10：日本経済モデルによる影響試算値

		米国利上げ＋欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
実質GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
	2016年	① -0.06%	-0.08%	0.05%	② -0.01%
	2017年	-0.18%	-0.23%	0.09%	-0.01%
輸出	2015年	0.02%	0.00%	0.07%	-0.02%
	2016年	-0.36%	-0.52%	0.34%	-0.03%
	2017年	-1.06%	-1.34%	0.50%	-0.05%
設備投資	2015年	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.13%	0.09%	-0.02%
	2017年	-0.29%	-0.37%	0.15%	-0.05%
名目実効円	2015年	0.02%	-0.07%	0.20%	0.02%
	2016年	-0.71%	③ -0.92%	0.44%	-0.71%
	2017年	-1.50%	-1.73%	0.48%	-1.50%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注3) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1500億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研短期マクロモデルを用いて大和総研試算

図表 11：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014.10-12	2015.1-3	4-6	7-9	10-12	2016.1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.1 -0.9	2.4 -1.4	1.8 0.8	2.4 1.9	1.8 2.1	1.4 1.8	2.1	-1.0	1.7	1.8
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	14.9	16.4	16.8	17.2	17.6	1.5	7.7	17.0	17.9
失業率 (%)	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	3.9	3.6	3.3	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	0.0	0.4	1.0	0.8	2.8	0.4	1.1
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り(10年債最長期物) (期中平均、%)	0.40	0.34	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.41	0.48	0.65

(注) 予測値は原則として大和総研・第185回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成