

2015年8月21日 全51頁

第186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 岡本 佳佑
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
山口 晃

第186回日本経済予測

中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？
～日本経済は「踊り場」だが「景気後退」は回避される見通し～

実質 GDP：2015年度+1.1%、2016年度+1.9%

名目 GDP：2015年度+2.6%、2016年度+2.5%

第 186 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **日本経済は「踊り場」入り**: 2015 年 4-6 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+1.1%(前回:同+2.0%)、2016 年度が同+1.9%(同:同+1.9%)である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、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、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ。
- (2) **中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか?**: 最初に本予測では、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードについて、多面的に検証した。この部分は今回のレポートの目玉となる部分である。当社のメインシナリオでは、中国経済が当面危機的状況に陥る可能性は限定的だと考えている。仮に中国で銀行融資の焦げ付き額が急増した場合でも、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こそ否定し得ないものの、直ちに中国の財政危機が発生すると考えるのは早計である。ただし、本当に怖いのは、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクである。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも 4%程度まで低下し、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。より一層深刻な「メルトダウン」シナリオでは、中国の潜在成長率は 1.6%程度まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くことが懸念される。なお、当社では、中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」だと考えている。
- (3) **日本経済のメインシナリオ:「踊り場」を脱し緩やかな景気拡大局面へ**: 今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点だ。GDP 統計の需要項目別動向から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく「景気後退」へと突入するリスクが存在する。ただし、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける 3つのメルクマール (判断基準) に照らせば、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。
- (4) **米国経済は大丈夫か?**: 米国経済は、企業部門の弱さを家計部門が補う展開が予想される。当社では、米国経済は「踊り場」入りを回避し、堅調な回復軌道に復すると予想している。景気の「成熟化」という観点からも、米国経済は息の長い景気拡大が見込まれる状況にある。
- (5) **日本経済のリスク要因:中国経済の循環的側面を中心に**: 今後の日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤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、の 5 点に留意が必要である。本予測では、これらのリスクの中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事である、中国経済の循環的側面に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。当社は、中国経済の底割れは当面回避されるとみている。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。また、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、足下では不動産価格に底入れの兆しが生じている。さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える悪影響は限定的とみられる。
- (6) **日銀の金融政策**: 日銀の追加金融緩和の時期は、2016 年春以降にずれ込むと予想している。金融市場では、日銀が追加金融緩和を行わないとの見方も強まっている点には留意が必要となろう。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 15 年度▲2.8%、16 年度▲4.2%と想定。17 年 4 月に消費税率を引き上げ。
- (2) 為替レートは 15 年度 123.7 円/ドル、16 年度 125.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 15 年+2.3%、16 年+2.8%とした。

第186回日本経済予測（2015年8月21日）

	2014年度	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)	2014暦年	2015暦年 (予測)	2016暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.6	2.6	2.5	1.6	2.9	2.1
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	-0.9	1.1	1.9	-0.1	0.7	1.6
内需寄与度	-1.5	1.1	1.7	-0.1	0.4	1.4
外需寄与度	0.6	-0.0	0.2	0.0	0.3	0.1
GDPデフレーター	2.5	1.4	0.6	1.7	2.2	0.5
全産業活動指数上昇率	-1.5	0.4	2.4	-0.3	-0.1	1.6
鉱工業生産指数上昇率	-0.5	0.7	5.0	2.1	-0.1	3.6
第3次産業活動指数上昇率	-1.7	0.6	1.8	-0.8	0.2	1.1
国内企業物価上昇率	2.8	-1.5	0.8	3.2	-1.5	0.8
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	2.8	0.0	0.8	2.6	0.5	0.6
失業率	3.6	3.3	3.2	3.6	3.4	3.2
10年物国債利回り	0.46	0.44	0.55	0.53	0.41	0.52
マネーストック（M2）増加率	3.3	3.6	4.0	3.4	3.6	3.9
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-6.5	-0.8	-0.6	-10.4	-0.7	-0.3
経常収支（億ドル）	684	1414	1492	250	1370	1508
経常収支（兆円）	7.8	17.5	18.6	2.6	16.8	18.8
対名目GDP比率	1.6	3.5	3.6	0.5	3.3	3.7
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2005暦年連鎖価格）						
民間消費	-3.1 (-1.9)	0.2 (0.1)	1.4 (0.8)	-1.3 (-0.8)	-0.9 (-0.5)	0.9 (0.5)
民間住宅投資	-11.7 (-0.4)	4.5 (0.1)	7.0 (0.2)	-5.1 (-0.2)	-1.6 (-0.1)	6.8 (0.2)
民間設備投資	0.5 (0.1)	4.0 (0.5)	5.5 (0.8)	3.9 (0.5)	2.5 (0.4)	4.8 (0.7)
政府最終消費	0.4 (0.1)	1.3 (0.3)	1.3 (0.3)	0.2 (0.0)	1.2 (0.3)	1.3 (0.3)
公共投資	2.0 (0.1)	-3.5 (-0.2)	-5.4 (-0.2)	3.8 (0.2)	-1.6 (-0.1)	-6.6 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	7.9 (1.3)	0.1 (0.0)	5.5 (0.9)	8.4 (1.4)	2.1 (0.4)	3.8 (0.7)
財貨・サービスの輸入	3.6 (-0.7)	0.3 (-0.0)	4.8 (-0.7)	7.4 (-1.4)	0.4 (-0.1)	2.9 (-0.6)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.4	3.2	3.6	3.3	3.2	3.5
原油価格（WTI、\$/bbl）	80.5	49.3	49.0	92.9	49.7	48.3
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.7	2.3	2.8	2.4	2.3	2.8
米国の消費者物価指数上昇率	1.3	0.7	2.0	1.6	0.2	2.0
(3) 日本経済						
名目公共投資	5.1	-2.8	-4.2	6.8	-0.4	-5.5
為替レート（円/ドル）	109.9	123.7	125.0	105.8	122.3	125.0
（円/ユーロ）	138.4	137.7	140.0	140.3	135.8	140.0
無担保コール翌日物（期末、%）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研

前回予測との比較

	今回予測 (8月21日)		前回予測 (6月8日)		前回との差	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.6	2.5	3.0	2.3	-0.4	0.2
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	1.1	1.9	2.0	1.9	-0.8	0.0
内需寄与度	1.1	1.7	1.5	1.7	-0.4	0.0
外需寄与度	-0.0	0.2	0.6	0.2	-0.6	0.0
GDPデフレーター	1.4	0.6	1.0	0.4	0.5	0.2
全産業活動指数上昇率	0.4	2.4	1.5	2.4	-1.1	0.0
鉱工業生産指数上昇率	0.7	5.0	1.0	4.7	-0.3	0.3
第3次産業活動指数上昇率	0.6	1.8	2.1	1.9	-1.5	-0.1
国内企業物価上昇率	-1.5	0.8	-1.3	0.9	-0.1	-0.2
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.0	0.8	0.4	1.1	-0.3	-0.3
失業率	3.3	3.2	3.3	3.1	-0.0	0.0
10年物国債利回り	0.44	0.55	0.47	0.70	-0.03	-0.16
マネーストック(M2)増加率	3.6	4.0	3.4	4.0	0.2	-0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-0.8	-0.6	0.1	0.1	-0.9	-0.7
経常収支(億ドル)	1414	1492	1370	1435	45	57
経常収支(兆円)	17.5	18.6	17.0	17.9	0.5	0.7
対名目GDP比率	3.5	3.6	3.4	3.5	0.1	0.1
2. 実質GDP成長率の内訳 (2005暦年連鎖価格)						
民間消費	0.2	1.4	1.6	1.5	-1.4	-0.1
民間住宅投資	4.5	7.0	1.7	5.9	2.9	1.1
民間設備投資	4.0	5.5	4.9	5.5	-0.9	0.0
政府最終消費	1.3	1.3	0.8	1.0	0.5	0.3
公共投資	-3.5	-5.4	-5.8	-4.9	2.3	-0.5
財貨・サービスの輸出	0.1	5.5	8.0	5.7	-7.9	-0.2
財貨・サービスの輸入	0.3	4.8	5.3	5.3	-5.0	-0.4
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.2	3.6	3.2	3.5	0.0	0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	49.3	49.0	59.9	63.8	-10.6	-14.8
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.3	2.8	2.2	2.7	0.1	0.1
米国の消費者物価指数上昇率	0.7	2.0	1.1	1.7	-0.4	0.3
(3) 日本経済						
名目公共投資	-2.8	-4.2	-5.1	-3.7	2.3	-0.5
為替レート(円/ドル)	123.7	125.0	124.2	125.0	-0.4	0.0
(円/ユーロ)	137.7	140.0	137.3	138.0	0.4	2.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 全産業活動指数は農林水産業を除くベース。

(出所) 大和総研

◎目次

1. 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？	10
1.1 中国の不良債権問題の深刻度を検証する.....	10
1.2 中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」？.....	13
1.3 中国経済が抱える深刻な構造問題.....	14
1.4 中国「バブル」崩壊の潜在的なマグニチュードは？.....	16
2. 日本経済のメインシナリオ：「踊り場」を脱し緩やかな景気拡大局面へ	19
2.1 日本経済は「踊り場」入り.....	19
2.2 世界経済の「成熟化」が示唆する貿易数量の縮小.....	20
2.3 日本経済は「踊り場」でとどまるのか？「景気後退」局面入りか？.....	21
2.3.1 過去のGDP統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りのリスクは存在.....	21
2.3.2 メインシナリオでは「景気後退」局面入りは回避される見通し.....	23
3. 米国経済は大丈夫か？	25
3.1 企業部門は弱さが目立つ.....	25
3.2 家計部門が景気を下支え.....	26
3.3 米国経済の局面判断：米国経済は「踊り場」入りを回避.....	27
3.4 米国経済の「成熟化」からみた先行きの展望.....	28
4. 日本経済のリスク要因：中国経済の循環的側面を中心に	29
4.1 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し.....	29
4.2 中国における株価・不動産価格変動の影響をどうみるか？.....	31
4.3 中国経済減速が日本経済に与える影響は？.....	34
5. 補論：マクロリスクシミュレーション	36
5.1 円高.....	36
5.2 原油高騰.....	37
5.3 世界需要の減少.....	37
5.4 金利上昇.....	37
6. 四半期計数表	39

第 186 回日本経済予測

中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

～日本経済は「踊り場」だが「景気後退」は回避される見通し～

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	岡本 佳佑
	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
		山口 晃

日本経済は「踊り場」入り

2015 年 4-6 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+1.1% (前回: 同+2.0%)、2016 年度が同+1.9% (同: 同+1.9%) である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、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、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ。

2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.6% (前期比▲0.4%)

2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.6% (前期比▲0.4%) と、おおむね市場コンセンサス (前期比年率▲1.8%、前期比▲0.5%) に沿った結果となった。実質 GDP のマイナス成長は 3 四半期ぶりのことである。輸出や個人消費が弱い結果になったことや実質 GDP 成長率のマイナス幅などを踏まえると、これまで緩やかに持ち直してきた日本経済は足踏みし、「踊り場」局面入りした可能性が高い。

需要項目別動向：輸出や個人消費の弱さが目立つ

2015 年 4-6 月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比▲0.8%と 4 四半期ぶりの減少となった。家計の雇用環境の改善が続いているものの、①実質雇用者報酬が同▲0.2%と 2 四半期ぶりのマイナスになったこと、②軽自動車を中心とする自動車販売の低調さ、③天候不順による下押し効果、④食料品価格上昇などで家計の節約志向が強まっているとみられること、などが個人消費の重石になった格好だ。個人消費の内訳を見ると、財・サービスが全てマイナスになるなど消費の弱さが示された。耐久財は、家電販売がおおむね横ばいで推移する中で自動車販売の低迷が続いたことなどから、同▲2.2%と 3 四半期ぶりのマイナスとなった。半耐久財は同▲3.9%と大幅なマイナスとなり、この背景としては天候不順や夏のセールが後ろ倒しされた影響などが指摘できる。非耐久財は同▲0.6%と 4 四半期ぶりに減少した。サービスは同▲0.1%と小幅なマイナスとなったものの、水準が依然として高いことから、その基調は底堅いと考えている。

住宅投資は前期比+1.9%と 2 四半期連続の増加となった。GDP ベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数の動向を見ると、消費税増税に伴う反動減の影響が徐々に緩和する中で、家

計の雇用・所得環境の改善や住宅ローン金利の低さなどもあって、2014年10-12月期から持ち直しの動きが続く。進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工から時間的なラグを伴って底打ちし、増加傾向に転じている。

設備投資は前期比▲0.1%と小幅ながらも3四半期ぶりの減少となり、これまでの増勢が一服した格好だ。ただし、企業の設備過剰感の解消および不足感の高まりや、これまでの円安進行を受けて大企業製造業を中心に企業収益の改善傾向が続いており、設備投資を取り巻く環境は総じて良好な状況が続いている。加えて、設備投資はならしてみると緩やかな増加傾向にあることや、日銀短観に見る企業の設備投資計画が底堅いことなどを勘案すると、今回の結果は必ずしもネガティブに捉える必要はないだろう。

公共投資は前期比+2.6%と2四半期ぶりに増加した。今回の結果は堅調であったものの、過去の経済対策に伴う押し上げ効果が剥落する中で公共投資の先行指標が総じて弱い動きとなっていることから、先行きについては、追加の経済対策が打たれなければ、徐々に減少傾向へと転じるとみている。

輸出は前期比▲4.4%と6四半期ぶりの減少となった。米国とアジア向け輸出の減少が押し下げに寄与したとみられる。米国向けに関しては、設備投資の弱さなどを受けて資本財輸出が落ち込んだことに加えて、前期がかなり強かった反動なども影響していると考えられる。アジア向けについては、中国の景気減速などを背景にアジア圏全体の貿易取引が減少傾向にあることを反映した結果と言えよう。輸入についても内需の減速に沿う形で前期比▲2.6%と4四半期ぶりに減少した。輸出の押し下げ寄与が大きく拡大したことを主因に、外需（純輸出）の寄与度は同▲0.3%ptと2四半期連続のマイナスとなった。

先行きの日本経済は腰折れせずに徐々に持ち直すと予想

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は腰折れせずに徐々に持ち直すと予想している。実質GDPは、個人消費と輸出が増加に転じ、ならしてみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きが継続することで、2015年7-9月期にプラス成長に戻ると見込む。ただし、実質GDPの下振れリスクとして、今後の在庫調整の動向に注意する必要がある。2015年1-3月期の民間在庫の寄与増加は最終需要の増加を伴っていたが、今期は最終需要が弱い中で在庫が積み上がっている。最近の日本のGDP統計において、民間在庫が大きな変動要因となっていることから、在庫調整が急速に進むことになれば、実質GDP成長率を大きく下押しする要因となろう。

個人消費については、良好な雇用・所得環境を主因に、徐々に増加傾向へ復すると考えている。名目賃金・収入に関しては、①連合調査（最終集計結果）における今年のベースアップが前年比+0.69%、②2015年度の年金改定率が前年度比+0.9%とプラス転換（2014年度は同▲0.7%）、③企業業績の改善を背景に夏季賞与が3年連続で増加する見込みであること、などがプラス材料である。これらは家計可処分所得の増加に逐次反映されることから、その後の個人消費の押し上げ要因になることが期待される。また、2014年夏以降に大きく下落した原油価格は足下でも低水準で推移しており、それが時間的なラグを伴って消費者物価を押し下げ、家計の実質賃金を上昇させることも個人消費増加の追い風となろう。ただし、今期の個人消費の

弱さに鑑みると、食料品などの値上げラッシュを背景に家計の節約志向が強まっている可能性や、最近の消費者マインドの弱さなどについては引き続き慎重に見極める必要があるだろう。

住宅投資は、消費税増税に伴う反動減の剥落や良好な雇用・所得環境などを背景に、先行指標である住宅着工が持ち直しの動きを続けていることを踏まえると、今後も緩やかな回復が続く公算が大きい。

輸出は、先進国を中心に経済成長率が徐々に高まる中で再び増加傾向に転じると見込むものの、米国企業部門や中国経済の先行き不透明感が依然として強く、輸出の回復がもたつくリスクがある点には注意が必要である。2015年1-3月期に特殊要因などで大きく減速した米国経済は4-6月期に持ち直しており、今後も堅調に推移すると想定している。米国景気の回復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になる。欧州経済については、欧州中央銀行（ECB）による追加金融緩和の効果などから持ち直しの動きが続いており、欧州向け輸出は今後も底堅く推移する見通しである。経済成長の減速傾向が続く中国に関しては、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めていることなどから、景気は腰折れせずに緩やかながらも拡大基調を維持するとみている。ただし、企業収益の鈍化などを受けて米国の設備投資に下振れリスクが残っていること、中国の景気減速になかなか歯止めが掛からないこと、などは引き続き要注意である。

設備投資は、国内需要の回復を背景に振れを伴いながらも緩やかに持ち直すとみている。先行指標である機械受注の増加傾向が続いていることに加えて、日銀短観などのアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。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、製造業でも設備過剰感の解消が続くと見込まれることもプラス材料である。加えて、これまでの円安進行に伴い、一部製造業において国内生産比率を高める動きが見られていることや、原油安に伴う企業収益の改善なども設備投資を後押しする材料となろう。ただし、上記の個人消費や輸出が大きく下振れする場合には、生産減少や設備稼働率の低下などを経由して設備投資の回復にも影を落とす可能性がある点には留意する必要がある。

中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

本予測では、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードについて、多面的に検証した。この部分は今回のレポートの目玉となる部分である。当社のメインシナリオでは、中国経済が当面危機的状況に陥る可能性は限定的だと考えている。仮に中国で銀行融資の焦げ付き額が急増した場合でも、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こそ否定し得ないものの、直ちに中国の財政危機が発生すると考えるのは早計である。ただし、本当に怖いのは、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクである。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも4%程度まで低下し、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。より一層深刻な「メルトダウン」シナリオでは、中国の潜在成長率は1.6%程度まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くことが懸念される。なお、当社では、中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」と考えている。

日本経済のメインシナリオ：「踊り場」を脱し緩やかな景気拡大局面へ

今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点だ。GDP 統計の需要項目別動向から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく「景気後退」へと突入するリスクが存在する。ただし、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける 3 つのメルクマール（判断基準）に照らせば、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。

米国経済は大丈夫か？

米国経済は、企業部門の弱さを家計部門が補う展開が予想される。当社では、米国経済は「踊り場」入りを回避し、堅調な回復軌道に復すると予想している。景気の「成熟化」という観点からも、米国経済は息の長い景気拡大が見込まれる状況にある。

日本経済のリスク要因：中国経済の循環的側面を中心に

今後の日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤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、の 5 点に留意が必要である。

本予測では、これらのリスクの中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事である、中国経済の循環的側面に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。当社は、中国経済の底割れは当面回避されるとみている。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。また、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、足下では不動産価格に底入れの兆しが生じている。さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える悪影響は限定的とみられる。

日銀の金融政策

日銀の追加金融緩和の時期は、2016 年春以降にずれ込むと予想している。金融市場では、日銀が追加金融緩和を行わないとの見方も強まっている点には留意が必要となろう。

1. 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？

中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードは？

本章では、現在、グローバルな金融市場関係者にとって最大の関心事だと言っても過言ではない、中国経済の動向について考察する。主に中国経済の構造的側面に焦点を当て、中国で「バブル」が崩壊した場合のマグニチュードなどについて多面的に検証したい。

1.1 中国の不良債権問題の深刻度を検証する

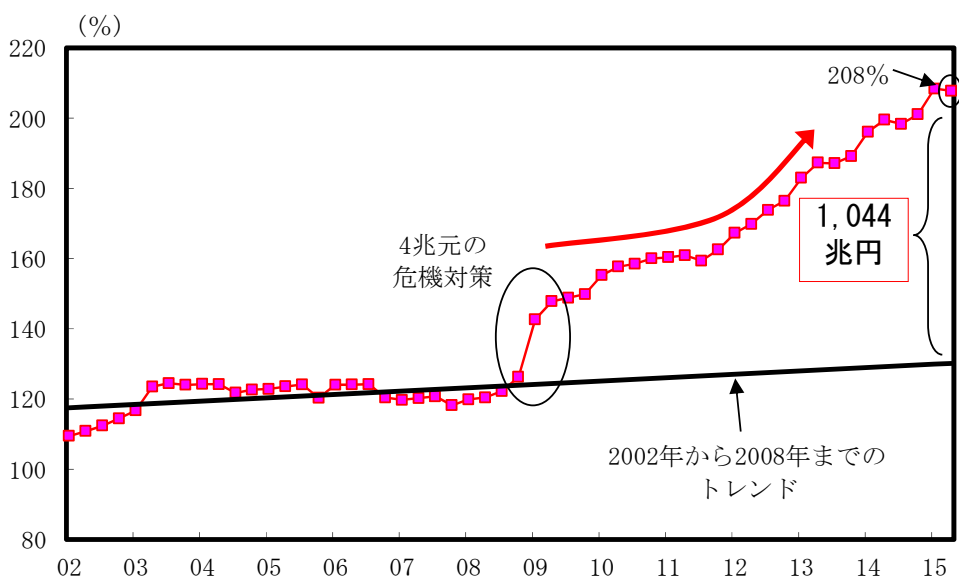
過去のトレンドと比較すると中国では 1,044 兆円程度の過剰融資が存在？

現在、中国ではリーマン・ショックへの危機対応以降、銀行の過剰融資や「シャドーバンキング（影の銀行）」の存在などが問題視されている。このため、世界経済や日本経済の最大のリスク要因として、中国の「バブル崩壊」に対する懸念が急速に高まっている。

図表 1 は、中国における銀行融資および他の資金調達を包括的に示す「社会融資総量」のストック総額を試算して、その名目 GDP 比の推移を示したものである。2015 年 6 月末時点の社会融資総量対名目 GDP 比は 208% まで上昇しており、過去のトレンドと比較すると 1,044 兆円程度が過剰融資だと試算できる。

最近のグローバルな金融市場では、①中国政府が不良債権処理に充当する目的で 3.7 兆ドル（2015 年 6 月末時点）程度に達している外貨準備を取り崩す結果、米国の長期金利が急上昇、②「質への逃避」の動きによって急速な円高が進行、といったリスクシナリオを警戒する向きが少なくない。

図表 1：中国の社会融資総量対名目 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。

(出所) 中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

(年)

中国で銀行融資が焦げ付いた場合の影響度は？

われわれは、中国における銀行融資の一定割合が焦げ付いた場合の影響度について、どのように捉えればよいのだろうか？ **図表 2** は、中国の銀行融資が、①5%、②10%、③20%、焦げ付くという3つのシナリオについて、その影響度を様々な指標と比較したものである¹。

最初に、銀行融資焦げ付き額の対外貨準備高比や債務残高対名目 GDP 比の悪化幅を見ると、仮に銀行融資が大きく焦げ付いた場合でも、危機的な事態にまでは陥らないものと考えられる。具体的には、銀行融資の焦げ付きに対して、巨額な外貨準備の取り崩しや特別国債発行による資本注入、さらには不良債権の買い取り機構（かつての AMC）の設立などの方策によって対処することが十分可能であろう²。

次に、銀行融資の焦げ付いた分を5年で処理すると仮定したうえで、フロー面の影響を確認してみたい。仮に銀行融資の5%程度が焦げ付いた場合、焦げ付き額の政府歳出比、財政収支対名目 GDP 比の悪化幅のいずれを見ても、さほど深刻な問題にはならないとみられる。銀行融資の焦げ付き率が上昇するにつれて政府のフローベースの財政状況が急速に悪化する点には注意が必要であるが、その場合でも、財政収支対名目 GDP 比の悪化幅は▲5.5%pt 程度にとどまることから、政府のファイナンスに致命的な支障をきたす可能性は限定的とみられる。

以上のことから、中国で「バブル」が崩壊して銀行融資の焦げ付き額が急増すると、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こそ否定し得ないものの、直ちに中国の財政危機が発生すると考えるのは早計だと言えよう。

図表 2：銀行融資の一定割合が焦げ付いた場合の影響

焦げ付き率		5%	10%	20%
ストック	焦げ付き額（兆元）：総額	4.4	8.8	17.6
	焦げ付き額／外貨準備高（倍）	0.2	0.4	0.8
	債務残高対名目GDP比の悪化幅（%pt）	6.9%pt	13.8%pt	27.6%pt
上記の焦げ付き額を5年で処理するケース				
フロー	焦げ付き額（兆元）：年額	0.9	1.8	3.5
	焦げ付き額／政府歳出比（%）	4.7%	9.3%	18.7%
	財政収支対名目GDP比の悪化幅（%pt）	-1.4%pt	-2.8%pt	-5.5%pt

（注1）債務残高対名目GDP比の直近値は32.5%、財政収支対名目GDPは▲1.8%の赤字。

（注2）銀行融資額は2015年第2四半期、外貨準備高は2015年6月、名目GDPと歳出・歳入額は2014年のデータ。

（注3）債務残高や財政収支への影響は、焦げ付き額を政府歳出によって手当てし、その結果、債務残高が増加すると仮定。また、分母の名目GDPは2014年で固定して計算。

（出所）IMF、中国人民銀行、中国国家統計局、中国国家外貨管理局統計より大和総研作成

¹ 足下の中国の不良債権比率は1.5%程度（2015年第2四半期）であるが、「バブル」が崩壊すれば、不良債権比率は急上昇し、銀行融資の焦げ付き額も急増するリスクがある。過去に遡ると、中国の2000年代半ばの不良債権比率は10%前後で、1990年代後半～2000年代前半には20%超であった。また、ユーロ圏に目を転じると、ギリシャの2014年末時点の大手4行の不良債権比率は20%を超えていた。

² 過去の中国の不良債権処理方法としては、①中国財務部が長期特別国債の発行によって得た資金を銀行の資本金に充当、②政府出資で資産管理公司（AMC）を設立し、AMCが銀行の不良債権を買い取る、③外貨準備を取り崩して銀行に資本注入、などが挙げられる。

国際比較の観点からも中国政府の中長期的な財政出動余地は大きい

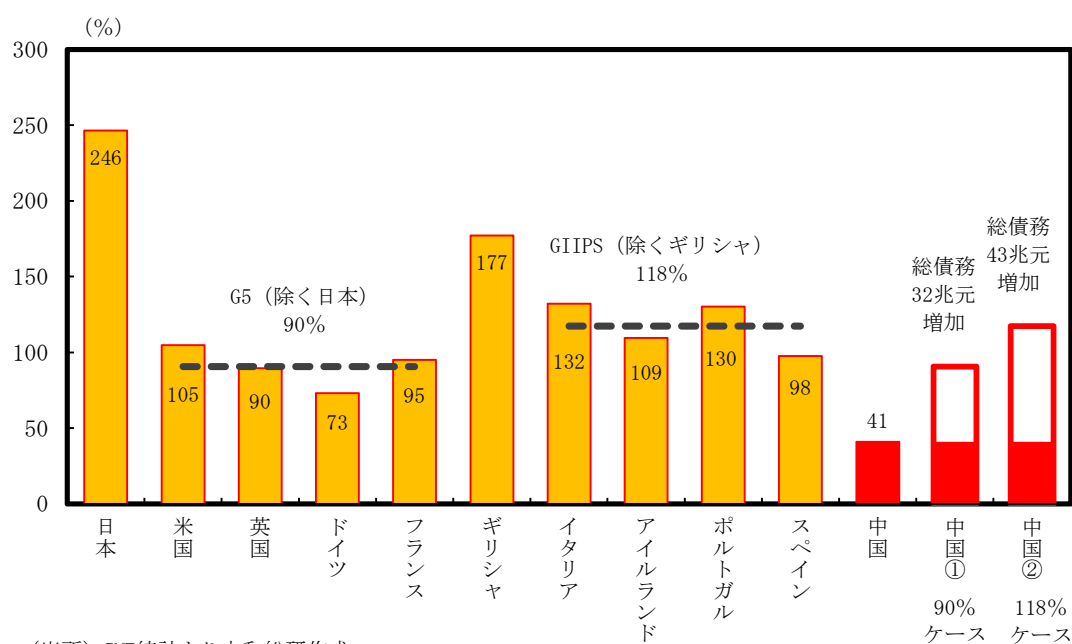
最後に、中国の債務状況を主要先進5ヶ国(G5)およびGIIPS諸国と比較することによって、中国政府の中長期的な財政出動の余地について検討しておこう³。

IMF(国際通貨基金)のデータを用いて2014年の一般政府債務残高対名目GDP比を確認すると、G5(除く日本)の平均値が90%、GIIPS(除くギリシャ)の平均値が118%であるのに対して、中国は41%と両者よりかなり低いことが分かる(図表3)。さらに、主要先進国において財政状況が最悪である日本(246%)と比べると、中国は6分の1程度にとどまっている。

中国の一般政府債務残高対名目GDP比がG5(除く日本)と同程度の90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は32兆元程度と試算される。これは、前述した銀行融資が20%焦げ付いたケースの焦げ付き額である17.6兆元(前掲図表2)を上回っており、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

当然、中国の「バブル」崩壊によって銀行融資の焦げ付き額が急増し、政府の債務残高が急速に拡大する場合には、一般政府債務残高対名目GDP比がG5(除く日本)平均の90%に達する前に、中国は財政破たんが懸念されるような状態に追い込まれる可能性もあるだろう。加えて、政府の財政出動に伴い発行される巨額の国債を消化するために、国債市場を整備することも重要な課題となる。とはいえ、中国政府が何とか「バブル」崩壊を食い止め、今後、中国経済の成長や金融市場の整備が着実に進めば、中長期的に政府の債務残高をG5(除く日本)程度まで拡大させることは十分現実的な想定だと言えよう。

図表3：一般政府債務残高対名目GDP比(2014年)



³ ここでは、外貨準備の取り崩しや不良債権買い取り機構の設立などについて考慮していない点に留意が必要である。

1.2 中国の「人民元切り下げ」は「焼け石に水」？

「人民元切り下げ」の中国経済に対する刺激効果は限定的

2015年8月11日、中国人民銀行は突然「人民元切り下げ」に踏み切り、その後も12日、13日と3日連続で人民元を切り下げた。今回の人民元切り下げは輸出刺激策とみる向きが多く、中国経済が予想以上に悪化しているとの懸念を一層強めることとなった。

しかしながら、人民元切り下げの中国経済に対する刺激効果は限定的であり、今回の施策はいわば「焼け石に水」だとも言える。図表4に示した通り、仮に人民元が対ドルで5%切り下げられた場合、中国の実質GDPは0.4%ポイント弱押し上げられることになる。

「人民元切り下げ」のペースは漸進的なものとどまる見通し

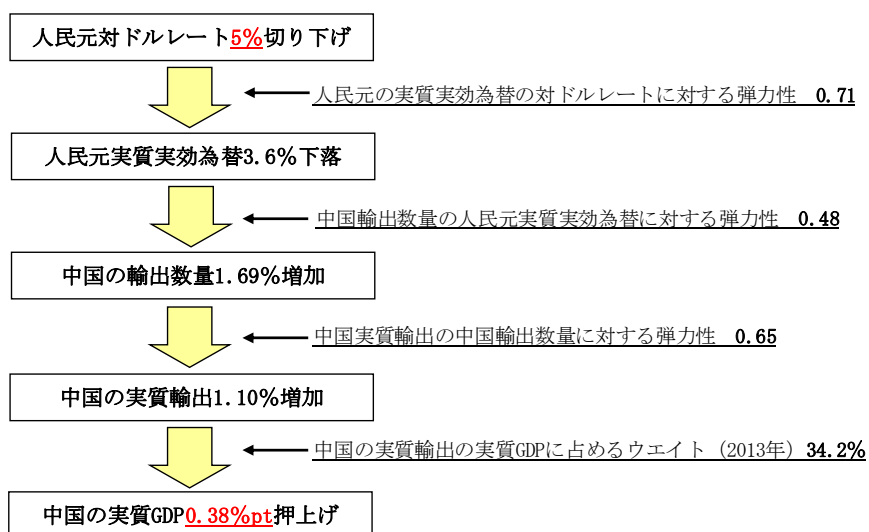
中国の「人民元切り下げ」のペースは漸進的なものとどまろう。これは、人民元切り下げが2つの副作用を伴う「劇薬」であるためだ。

第一の副作用として、中国から資本逃避が加速するリスクがある。2000年代半ば以降の人民元の上昇局面では、現地での投資収益などに加えて為替差益も見込めたため、中国から資本が「逃避」するような動きは起こらなかった。しかし、人民元が切り下げられ、今後も元安傾向が続くと見込まれる場合には、ホットマネーを中心に中国から資本を引き揚げる動きが加速し、最悪のケースでは、中国が通貨危機のような状況に陥る恐れがある。

第二の副作用は、米中両国間の摩擦激化である。米国議会は、これまでも人民元が実態よりも割安な水準に放置されているとの批判を繰り返してきた。このため、今後人民元の切り下げが続いた場合、米国議会は中国が人為的な元安誘導によって自国の輸出企業を不当に優遇しているとの批判をより一層強める公算が大きい。

以上の理由から、当社では、中国の「人民元切り下げ」ペースは漸進的なものとどまり、この結果、「人民元切り下げ」による中国経済への刺激効果は限定的だと想定している。

図表4：「人民元切り下げ」の中国経済に対する影響



(出所) Haver Analytics、BIS、OECD、中国税関総署、国際連合統計より大和総研作成

1.3 中国経済が抱える深刻な構造問題

中国経済の長期的な発展経路

ここで中国経済が抱える深刻な構造問題について考察しておきたい。

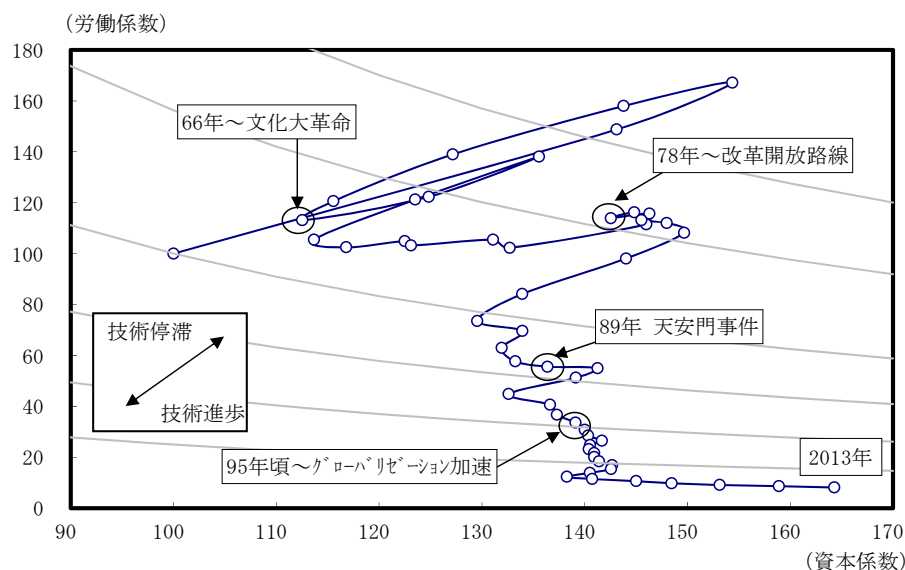
そもそも中国経済はマクロ的に見ると、どういった経済発展の経路をたどってきたのであろうか？ **図表 5** は、縦軸に「労働係数（＝労働投入量／実質 GDP）」を、横軸に「資本係数（＝実質資本ストック／実質 GDP）」をとり、1960 年以降の中国経済の発展経路を検証したものである。「労働係数」と「資本係数」は、経済成長の重要な要素である「資本（設備）」と「労働」の効率を測る尺度だ。「労働係数」は数値が増加してグラフが上方に動くほど、労働の効率が悪化するを意味する。また、「資本係数」は数値が増加してグラフが右方向に動くほど、資本の効率が悪化し、逆に数値が減少してグラフが左方向に動くほど、資本の効率が改善することとなる。

「資本」や「労働」の効率が改善することは、一国の経済で技術進歩が起きていることに他ならない。従って、「資本係数」や「労働係数」の動きを長期的に計測することによって、その国の発展経路を定量的に確認することができるのである。

図表中で左上から右下に何本も引かれた曲線は「単位等量曲線」と呼ばれるものだ。「単位等量曲線」は、①一本の曲線上であれば中国のマクロ的な技術レベルが同一、②曲線が左下にシフトし原点に近づくほど、中国の技術レベルが向上、③逆に、右上にシフトし原点から遠ざかるほど、技術レベルが後退、という意味を持っている。

この図表を見ると、中国経済は、1978 年の「改革開放路線」採用以降、労働係数の低下（＝労働の効率改善）を主因にマクロ的な技術レベルが向上してきたことが確認できる。しかし、近年中国ではマクロ的な技術レベルの停滞が鮮明化している点に細心の注意が必要だ。過剰な資本ストックが積み上がる中で、中国経済の先行きには暗雲が立ち込めている。

図表 5：中国：労働係数と資本係数の推移



(注) 労働係数＝労働／実質GDP。資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。いずれも60年＝100として指数化。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

将来的に中国では大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべき

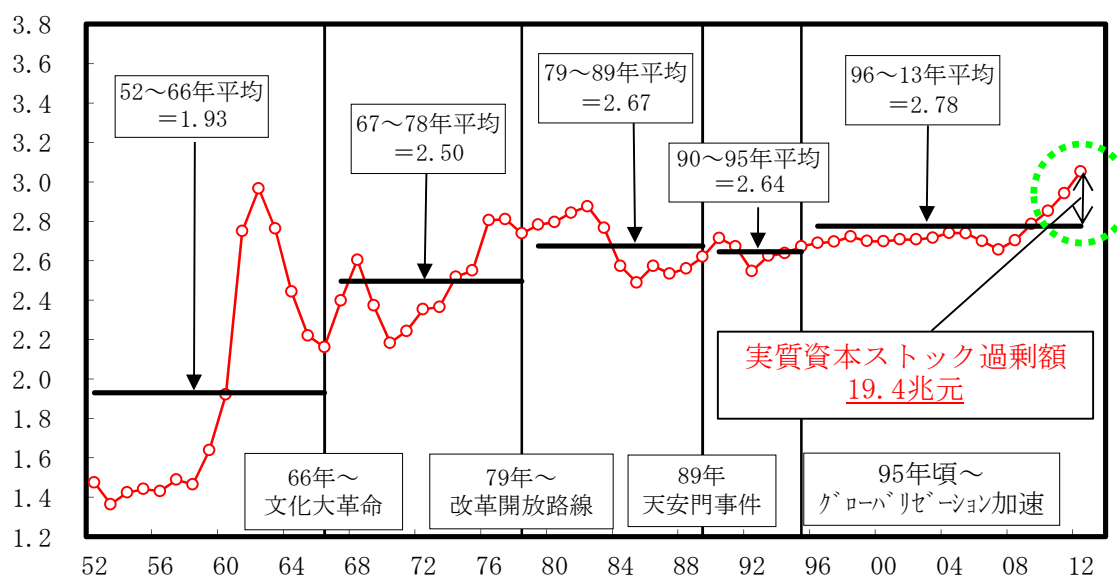
中国では供給能力の過剰感が指摘されており、将来的に大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきである。

図表 6 は、中国における「資本係数（＝実質資本ストック／実質 GDP）」の長期的な推移を示したものである。この図表を見ると、中国では、リーマン・ショックに対する政策対応などを背景に、大規模な設備投資が行われ、近年資本係数が上昇傾向にあることが分かる。さらに、足下では、過去の 20 年程度のトレンドから上方に乖離しており、設備の過剰感が増している様子がうかがえる。

ここで、資本係数のトレンドからの乖離幅を用いて、実質資本ストックの過剰額を試算すると、中国では、2013 年時点で 19.4 兆元程度（実質資本ストックの 12%程度）の過剰な資本ストックが存在する可能性が示唆される。

中国は「社会主義・市場経済」であるため、少なくとも向こう 1～2 年程度は財政・金融政策によって過剰資本ストックの問題を先送りすることは十分可能である。しかし、3～5 年程度の中長期的なタイムスパンでは、中国で過剰資本ストックの大規模な調整が起こるリスクを警戒するべきであろう。

図表 6 : 中国 : 資本係数の推移



(注1) 資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。

(注2) 実質資本ストック、実質GDPともに2010年価格。

(出所) 中国統計年報、CEIC、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

(年)

1.4 中国「バブル」崩壊の潜在的なマグニチュードは？

「最善」の「資本ストック調整」シナリオでも、中国の経済成長率はゼロ近傍に

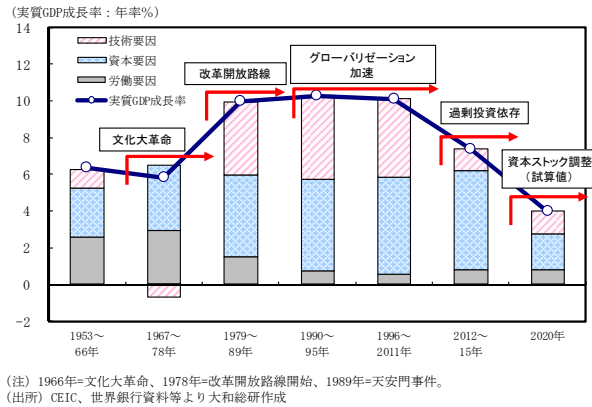
最後に、将来的な「リスクシナリオ」を明確にする目的で、中国で「バブル」が崩壊した場合の潜在的なマグニチュードについて定量化しておきたい。実際に過剰資本ストックの調整が発生してしまった場合、中国経済は一体どこまで落ち込むリスクを抱えているのだろうか？

図表 7 上図に示した、中国の潜在成長率の要因分解からは、①近年、中国経済が徐々に成熟化する中で技術進歩が滞ってきたこと、②それにもかかわらず公共投資を中心とする資本蓄積に依存して高い経済成長率が維持されたこと、③結果として、より一層技術進歩が阻害されてきたこと、などが示唆される。2012～15 年にかけて中国経済は、低下したとは言え 7%台と高水準の経済成長率を維持してきた。しかし、そのうち 5%pt 程度が資本ストックの増加によるものであり、労働投入量と全要素生産性の寄与度はわずか 2%pt 程度に過ぎない。特に全要素生産性の寄与度の低下は著しく、改革開放路線の採用やグローバル化の加速といった環境下で、30 年間続いた年率 5%程度から大きく減速した。

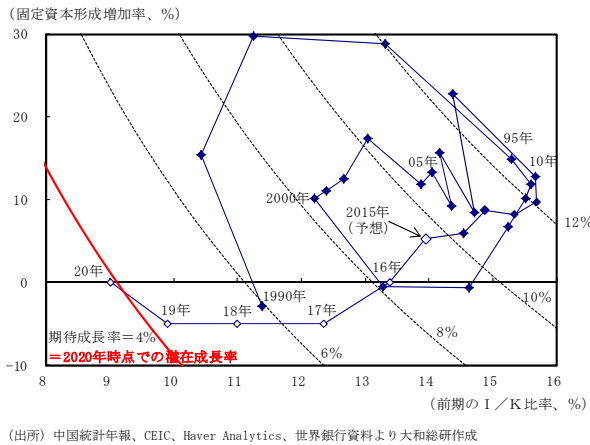
当社のシミュレーションによれば、かかる状況下で資本ストック調整が発生した場合、中国の潜在成長率は「最善」でも 4%程度まで低下する。その調整の経路を示したのが**図表 7** 左下図である。資本ストック循環図から判断する限り、2014 年実績の設備投資は期待成長率が 10%以上なければ許容されない水準にまで達している。ここで 4%の潜在成長率に見合う程度まで調整が進むとなれば、フローの設備投資は相当厳しい状況が続く。仮に調整が 2016 年から 2020 年にかけて発生した場合、フローの設備投資の水準は前年比で見てマイナスの推移が続く見通しである。このシナリオが現実化すると、**図表 7** 右下図に示した通り、実際の経済成長率はゼロ近傍で推移することになる。

図表7：中国経済に関するシミュレーション（「資本ストック調整」シナリオ）

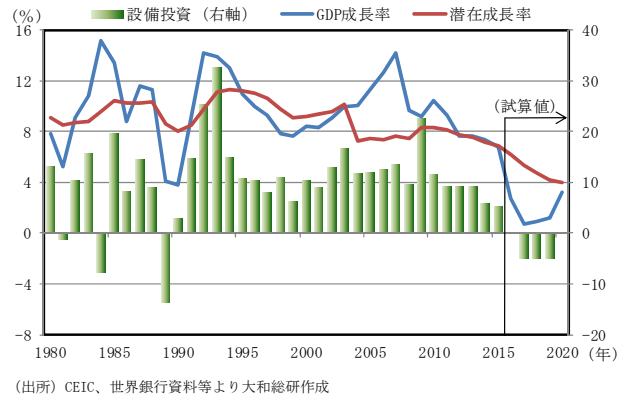
【潜在成長率の要因分解】



【資本ストック循環図】



【経済成長率】



世界経済を奈落の底に叩き落とす「メルトダウン」シナリオ

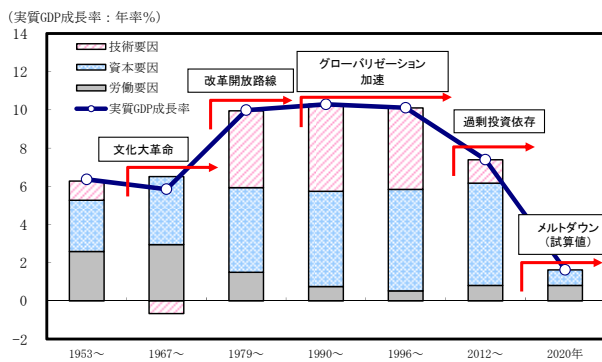
当社が強調しておきたいのは、ここまで述べてきたシナリオはあくまで「最善」シナリオに過ぎないという点である。期待成長率が低下し、資本ストック調整の進展が不良債権問題をより一層深刻化させた場合、スパイラル的に経済は「メルトダウン」に向かう。むしろ「リスクシナリオ」の中では、この「メルトダウン」シナリオこそが、前述の「資本ストック調整」シナリオよりも実現可能性が高い、より現実的なシナリオだと捉えるべきかも知れない。

「メルトダウン」シナリオが実現した場合、中国経済はどこまで落ち込む可能性があるのだろうか？ **図表 8** 上図に示すように、金融機能の麻痺により全要素生産性の成長率がゼロまで落ち込むと仮定すれば、中国の潜在成長率は1.6%程度まで低下する。

このシナリオにおけるストック調整の底は、**図表 8** 左下図で示すように、前述の「資本ストック調整」シナリオとは比べ物にならないほど深い。**図表 8** 右下図で示した実際の経済成長率は大幅なマイナスが続くこととなる。世界第2位、日本の2倍以上の経済規模を持つ中国がこのような「メルトダウン」に陥った場合、その影響は世界経済を奈落の底に叩き落とす、史上最悪レベルのインパクトを持つことになりかねない。

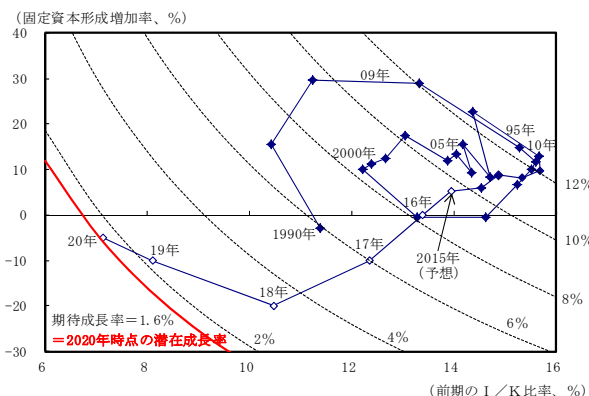
図表 8 : 中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



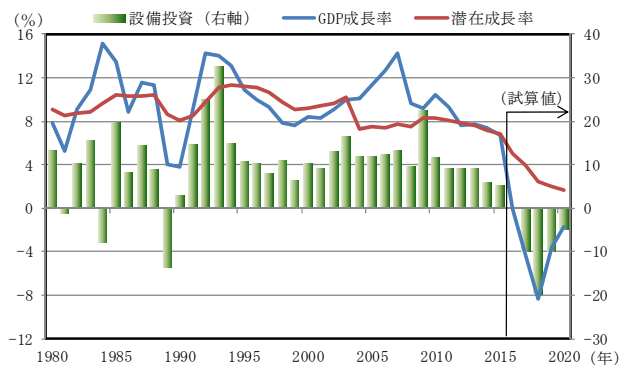
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【資本ストック循環図】



(出所) 中国統計年報、Haver Analytics、世界銀行資料より大和総研作成

【経済成長率】



(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

2. 日本経済のメインシナリオ：「踊り場」を脱し緩やかな景気拡大局面へ

2.1 日本経済は「踊り場」入り

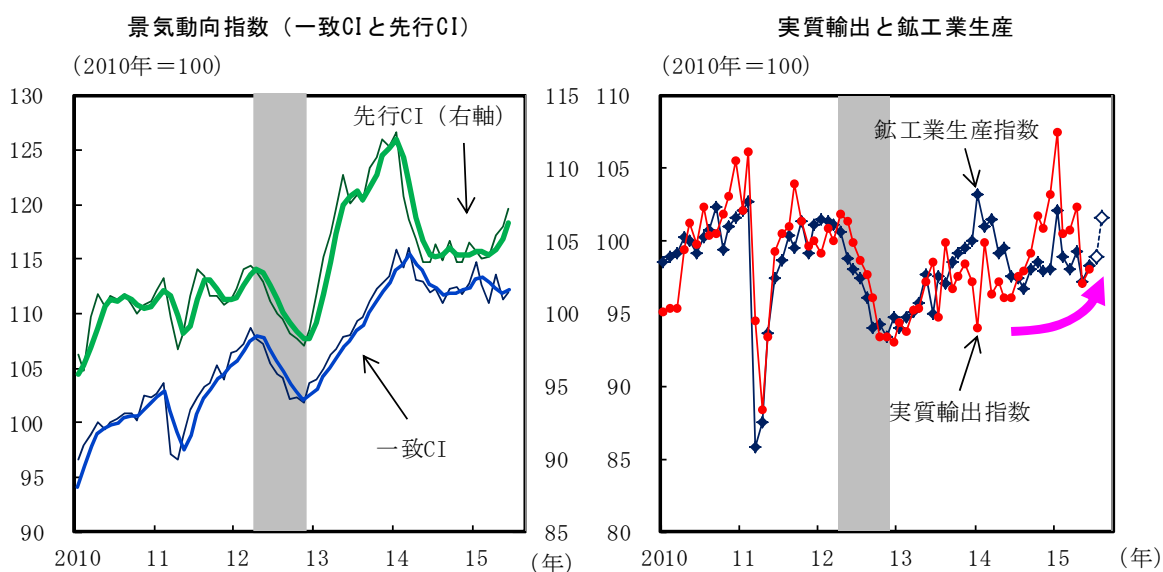
景気動向指数は日本経済の「踊り場」入りを示唆

足下で先行きの日本経済を巡る不透明感が強まっている。内閣府の景気判断は2015年5月に「足踏みを示している」へと下方修正され、金融市場関係者の間では、今後「景気後退」に突入する可能性すら意識され始めている。

そこで本章では、足下の経済状況を概観したうえで、先行きの「景気後退」突入の可能性を検証する。あらかじめ結論を述べれば、日本経済は「景気後退」を回避し、緩やかな拡大局面へと向かう見通しである。在庫の積み上がりが生産を抑制するいわゆる在庫調整により、7-9月期までやや停滞感が漂うものの、10-12月期以降は内需を中心に本格的な回復に向かう公算だ。海外経済は大きなリスク要因であるものの、米国向け輸出の持ち直しにより輸出は底割れを回避するだろう。ただし、前章で考察した通り、足下で中国経済の下振れ懸念が強まっている点には、細心の注意が必要である。

図表9は、わが国の景気動向指数、実質輸出、鉱工業生産の動きを示したものである。景気動向指数の転換点となった2015年1月以降の一致CIの変化を見ると、生産・出荷関連の項目の押し下げが目立つ。先行CIについても同様に内訳項目の動きを確認すると、家計関連や金融市場に関する指標の改善が大きい一方で、在庫率関連の指標の悪化が際立っている。この背景には、加速感に欠ける国内需要に加え、実質輸出の急減も大きく影響している。中国経済の減速を主因とするアジア向け鉄鋼需要の減少や、米国の設備投資が緩慢な動きを続けたことで同国向けの一般機械輸出が急減したことなどが、ここもとの輸出低迷の主な要因である。

図表9：日本の一致CI、先行CI、実質輸出、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

2.2 世界経済の「成熟化」が示唆する貿易数量の縮小

世界的な貿易数量の減少が日本経済成長の足かせに

ここで、足下の輸出低迷には、世界経済の「成熟化」が一定の悪影響を及ぼしている点を指摘しておきたい。

図表 10 は世界経済の「成熟化」と景気後退の関係（米国の景気後退期を使用）を示したものである。グローバルな GDP の内訳を家計部門（個人消費）と企業部門（総資本形成）に分けたうえで、企業部門と家計部門の成長率の差によって景気の「成熟化」の度合いを捉えている。

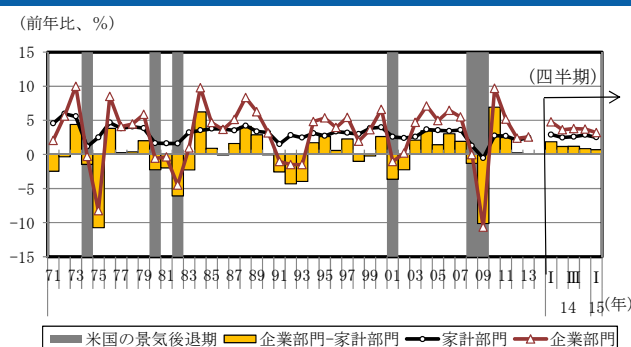
この図表を見ると、景気回復の初期には企業部門の活動が家計部門に先駆けて活発化するが、景気の「成熟化」が進行するにしたがって、企業収益の増加が賃金に反映されることなどから、家計部門の活動が遅ればせながら活発化する傾向が確認できる。

また、**図表 11** は、世界経済の「成熟化」の動向と貿易数量の推移を示したものである。

この図表を見ると、これら 2 つのデータが総じて平行に動いていることが分かる。すなわち、世界経済の「成熟化」が進行すると、企業部門が相対的に低迷することで世界的な貿易数量が伸び悩むという傾向が見られるのである。

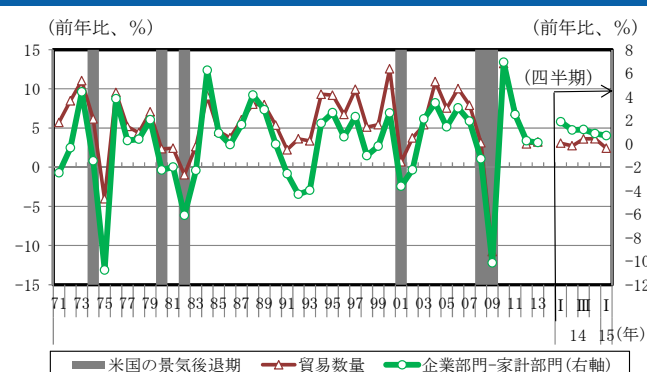
四半期データを用いて、足下の世界的な景気の成熟度合いを確認すると、企業部門の相対的な弱さを主因に「企業部門（総資本形成）－家計部門（個人消費）」は増加幅が縮小傾向となっており、このことが世界的な貿易数量の縮小に寄与したと考えられる。結論として、足下のわが国の輸出低迷には、世界経済の「成熟化」が一定の悪影響を及ぼしているものと推察される。

図表 10：世界経済の「成熟化」と景気後退の関係



(注1) 家計部門は個人消費、企業部門は総資本形成。
 (注2) 年次データは世界銀行統計を使用。四半期データは各国の企業部門と家計部門の成長率から算出した値であるため、厳密には接続しない。
 (出所) 世界銀行統計、米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 11：世界経済の「成熟化」と貿易数量の関係



(注1) 家計部門は個人消費、企業部門は総資本形成。
 (注2) 年次データは世界銀行統計を使用。四半期データは各国の企業部門と家計部門の成長率から算出した値であるため、厳密には接続しない。
 (出所) 世界銀行統計、米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

2.3 日本経済は「踊り場」でとどまるのか？「景気後退」局面入りか？

2.3.1 過去の GDP 統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りのリスクは存在

GDP 統計の需要項目別動向は「景気後退」局面入りの可能性を示唆

今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点である。

図表 12 は、1980 年代以降の景気の「踊り場」局面と、「景気後退」に陥った局面の平均的な実質 GDP の動きを比較した図表である。ここでは 2 つのポイントを指摘しておきたい。

まず、第一に、「景気のドライバー」という観点から見ると、「踊り場」局面は、消費者マインド悪化などを背景とする個人消費の一時的な調整によってもたらされることが多い。さらに、「踊り場」の場合には、輸出が減速傾向にあるものの基本的にプラスを維持している点が注目に値する。これに対して、「景気後退」のケースでは、輸出がマイナスに転換している。

第二に、民間在庫の動きにも、「踊り場」と「景気後退」の違いを見いだすことができる。過去の平均的な動きからは、「踊り場」へ突入する 1 四半期前には民間在庫がマイナスに寄与する一方で、「踊り場」に突入すると大幅なプラス寄与に転換している。これに対して、「景気後退」に入る 1 四半期前には民間在庫が大きくプラスに寄与する一方で、「景気後退」に突入すると寄与は小幅となっている。

こうした GDP 統計の需要項目別動向に見られる 2 つの特徴から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、「景気後退」へと突入するリスクが存在することは、紛れもない事実であろう。

第一に、2015 年 4-6 月期の GDP の需要項目別動向を確認すると、アジア向けや米国向けを中心に輸出が急減したことが大きな下押し要因として働いている。すでに指摘した通り、この背景には、世界的に景気の「成熟化」が進行し、グローバルに貿易数量が伸び悩んだことがある。

第二に、在庫の動きを確認すると、高成長を記録した 1-3 月期に民間在庫が大幅なプラスに寄与した後、4-6 月期に関しては経済成長に対するプラス寄与は小幅であった。

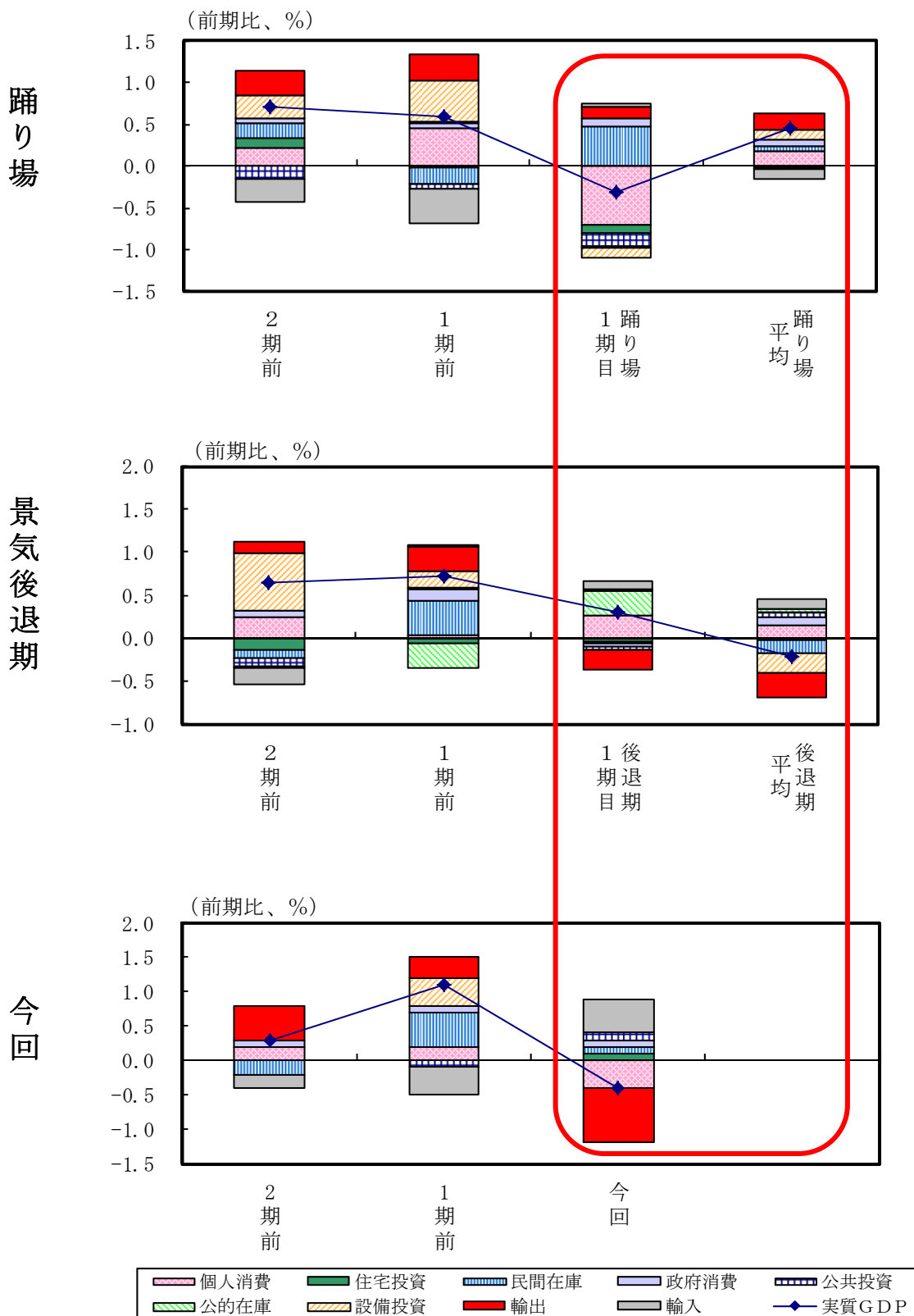
これら 2 つの動きから判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、「景気後退」へと突入するリスクには注意が必要であろう。

海外経済の動向が最大のカギ

なお、**図表 12** で、先行きの日本経済を展望するうえで、「踊り場」と「景気後退」のそれぞれの期間の平均的な GDP の推移も確認しておきたい。両者の決定的な違いとして、①輸出、②設備投資、③民間在庫、という 3 つの需要項目に注目する必要がある。「景気後退」期にはこれらがいずれも減少傾向で推移する一方で、「踊り場」局面では小幅ながらプラスとなっている。

こうした観点からは、やはり海外経済の動向が最大のカギだと言わざるを得ない。海外経済が底割れを回避すれば輸出が増加し、結果的に設備投資が活性化して、在庫調整の深刻化が回避されると考えられるからである。

図表 12 : 景気の踊り場・後退期と足下の比較 (四半期ベース)



(注1) 1980年以降の踊り場の平均。踊り場の時期は大和総研で設定。

(注2) 1980年1-3月期から1994年4-6月期は2000年基準、1994年7-9月期から2005年基準。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

2.3.2 メインシナリオでは「景気後退」局面入りは回避される見通し

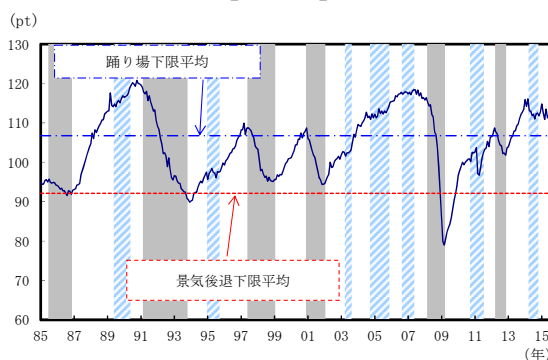
「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）

次に、足下の景気動向をより正確に捉えるために、月次統計の動向から日本経済の現状について考察したい。当社は、日本経済の「踊り場」局面と「景気後退」局面における様々な経済指標・金融データを比較・対照した結果、両者を分けるメルクマール（判断基準）として、①一致CI、②米国ISM製造業景況感指数、③出荷在庫バランス、という3指標に注目している。

図表 13 上図は一致CIの動きを見たものである。足下で同指標の水準は、過去の「踊り場」局面の下限平均よりも高いレベルで推移しており、足下の景気に対する過度の悲観は無用であることが分かる。**図表 13** 左下図に示した米国ISM製造業景況感指数の推移を見ても、同様の結論が得られる。すなわち、日本経済に大きな影響を与える海外経済の動向にも、わが国を「景気後退」に突入させるほどの弱さは見られない。さらに、**図表 13** 右下図に示した、生産の先行指標とされる出荷在庫バランスに関しても、足下で「踊り場」の下限平均を上回る位置を保っている。なお、足下で鉱工業在庫は増加傾向をたどっているが、『オフロード法』関連省令・告示改正に伴い一部の機械を作りだめする動き」という特殊要因が大きく作用している。この結果、在庫水準は押し上げられているが、その中身は決して“意図せざる在庫増加”ではない。現状では、上記の特殊要因を除いた在庫水準がすでに低下し始めていることなどを勘案すると、在庫調整に対する過度の不安は無用であろう。

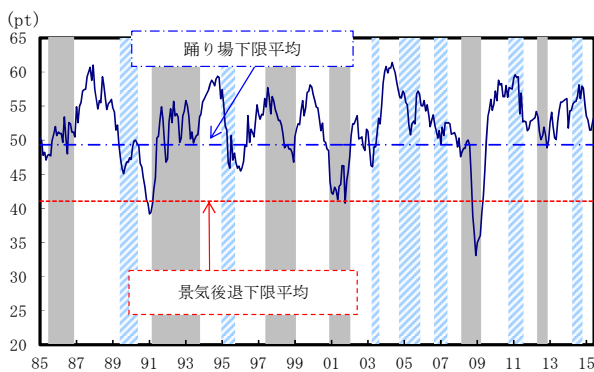
図表 13：「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）

【一致CI】



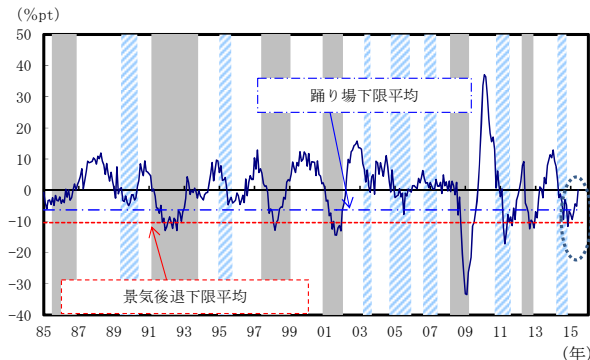
(注) シェードは日本の景気後退期、斜線シェードは景気の踊り場。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

【米国ISM製造業景況感指数】



(注) シェードは日本の景気後退期、斜線シェードは景気の踊り場。
(出所) 内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

【出荷在庫バランス(除く土木建設機械)】



(注1) シェードは日本の景気後退期、斜線シェードは景気の踊り場。
(注2) 出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比。
(出所) 内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

結論：リスクはあるものの、メインシナリオでは「景気後退」局面入りは回避される公算

ここまでの議論を総括すると、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）に照らせば、メインシナリオとして、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。とはいえ、2015年4-6月期のGDP統計の需要項目別動向を見る限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、「景気後退」へと突入するリスクにも一定の目配りが必要となるだろう。

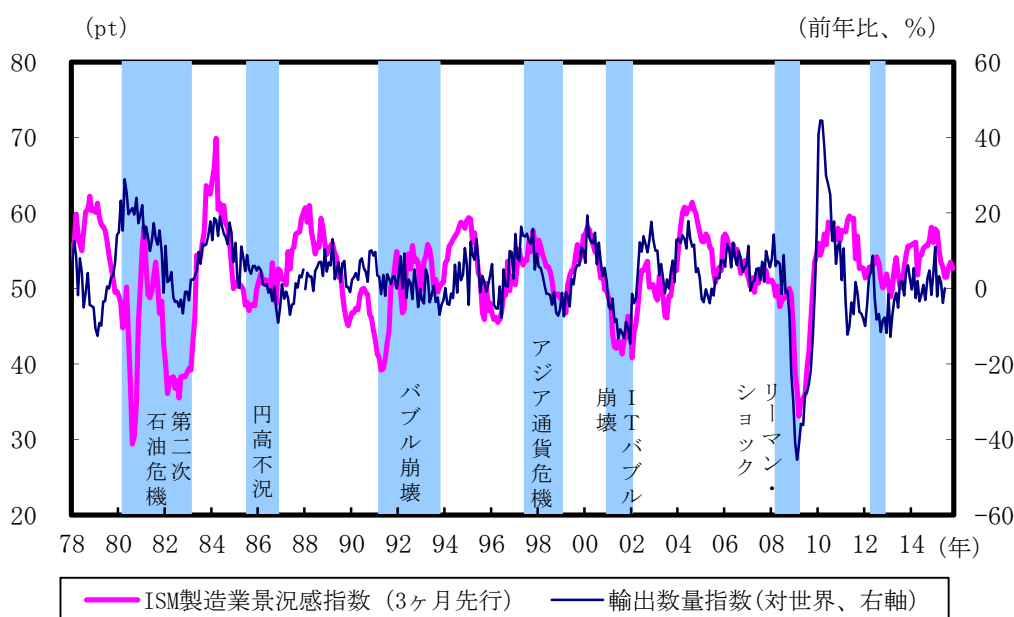
米国経済の動向がポイント

最後に、先行きの日本経済を展望するうえで、米国経済の動向がポイントになることを強調しておきたい。わが国の輸出動向は米国企業部門のマインドと非常に高い連動性を有している。

図表14は米国製造業の景況感を示すISM製造業景況感指数と日本の輸出数量指数の推移を示したものである。両者はきわめて高い連動性を有しており、米国製造業の立ち上がりは先行きの輸出増加のカギになることが確認できる。米国は日本にとって長らく最大の輸出相手国であり、米国経済の動向が輸出を通じて、日本経済に大きな影響を与えてきたことは言うまでもない。さらに、米国経済の影響はこうした直接的な経路だけにとどまらず、日本から米国以外の国への中間財輸出にも大きな影響を与える。これらの理由から、日本の対世界向け輸出数量は米国の企業マインドに遅行する傾向があるのだ。

ISM製造業景況感指数は2014年後半から急速に低下しており、これに若干遅れる形で日本の輸出も急減することとなった。ただし、足下ではISM製造業景況感指数はわずかながらも反発しており、過去の関係性に照らすと、日本の輸出数量が徐々に増加に転じることが期待される。

図表14：ISM製造業景況感指数と輸出数量指数の関係



(注1) 87年以前は実質輸出（輸出金額／輸出物価）の前年比。

(注2) シャドーは景気後退期。

(出所) ISM、財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

3. 米国経済は大丈夫か？

3.1 企業部門は弱さが目立つ

「ドル高」や「原油安」の悪影響もあり、企業部門は弱さが目立つ

前章の最後で指摘した通り、先行きの日本の輸出を考えるうえでは、米国経済の動向がきわめて重要である。そこで本章では米国経済の現状と展望について考察したい。

米国の企業部門は弱さが目立っている。2015年4-6月期のGDPの内訳を見ると、堅調な推移を示した個人消費とは対照的に、設備投資は小幅ながら減少に転じており、企業部門と家計部門の明暗が分かれる結果となった。この背景には、「ドル高」と「原油安」という2つの要因が作用している。

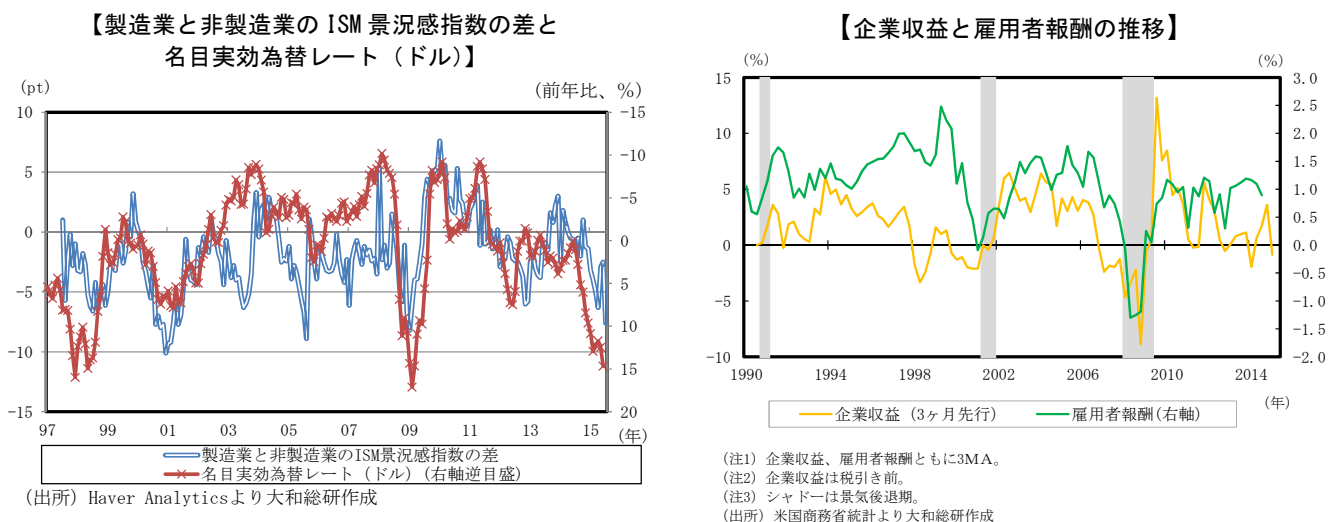
「ドル高」については企業部門から家計部門へのパイの移転につながる。ドル高は家計にとっては輸入品が安く手に入るなどを通じて、購買力を上昇させる。一方、企業にとっては輸出の抑制要因として働くことや、外国子会社の利益の受取額が減少することなどを通じて、マイナス要因として作用する。

また、セミマクロ的な視点でもパイの移転は発生する（**図表15**左図）。ISM指数を用いて製造業と非製造業の景況感の差を計算すると、当該データと名目実効ドルが連動していることが分かる。輸出依存度が比較的高い製造業ではドル高が景況感の悪化につながりやすい一方で、非製造業はドル高による個人消費の増加や投入コストの減少といった恩恵を受けることができる。

さらに、「原油安」は多くの企業に恩恵をもたらすものの、鉱業などのセクターでは企業収益の大きな押し下げ要因となる。

次に、企業部門の弱さはどのように家計部門へと波及するのだろうか？ **図表15**右図は企業収益と雇用者報酬の推移を示したものである。企業収益が3ヶ月先行する形で、両者はおおむね平行に動いている。このことは、ドル高や原油安などの要因が企業収益を下押しする結果、賃金の減少を通じて家計にもその悪影響が波及する可能性を示唆している。

図表15：米国の企業部門の状況



3.2 家計部門が景気を下支え

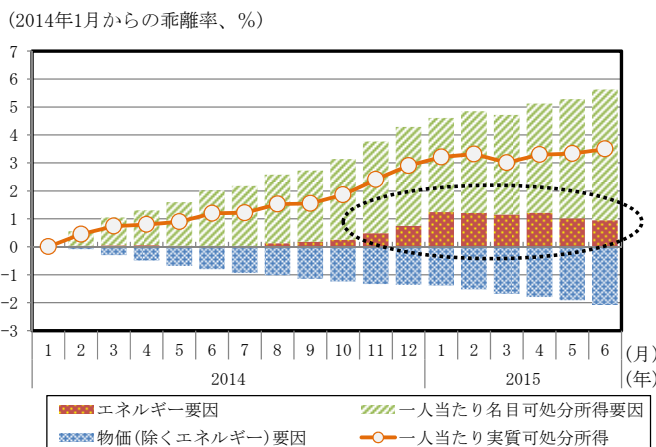
家計部門は堅調に回復へと向かう環境が整う

企業部門とは対照的に、米国の家計部門は堅調に回復へと向かう環境が整っている。

図表 16 は、米国の家計部門の先行きを考えるうえでポイントとなるデータを示したものである。まず、個人消費の前提となる所得環境を見ると、一人当たり実質可処分所得は着実に増加傾向をたどっている。内訳を要因分解すると、エネルギー価格の下落が可処分所得を大きく押し上げていることが分かる。足下で原油価格の下落が再び進行していることを考慮すると、エネルギー価格の下落による実質所得のさらなる押し上げを見込むことができ、先行きの個人消費にとっては明るい材料である。また、労働分配率の長期的な推移を見ると、足下の水準はトレンドラインを大きく下回っている。このため、労働分配率には依然として潜在的な上昇余地があり、所得の一層の増加が期待できる。さらに、家計はバランスシート調整もすでに終えており、所得の増加を貯蓄に回すインセンティブはリーマン・ショック後と比較して格段に小さくなっている。以上のように家計には好材料が多く、今後は家計部門が米国経済を下支えする展開が予想される。

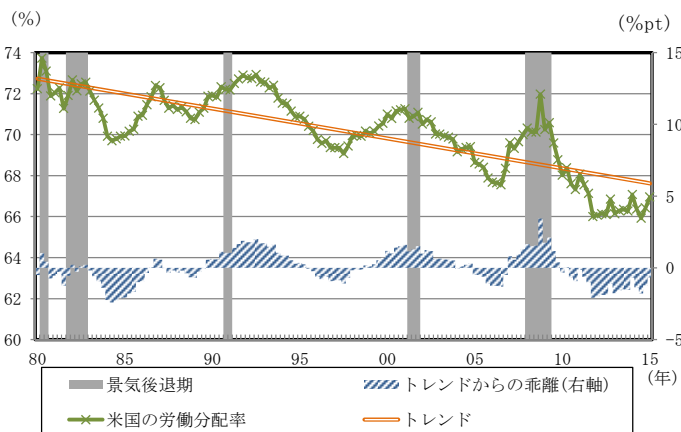
図表 16 : 米国の家計部門の状況

【一人当たり可処分所得の要因分解】



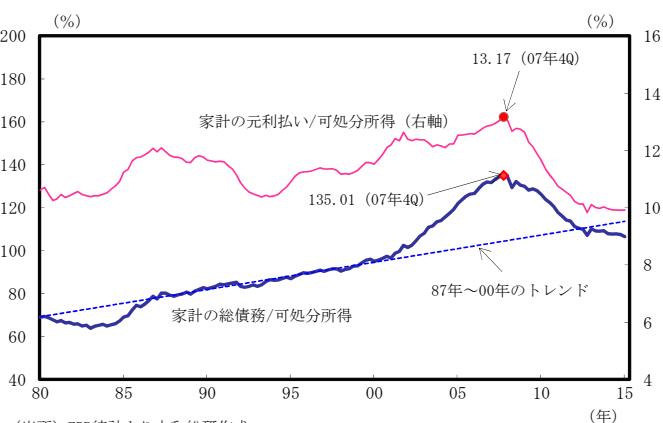
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

【労働分配率の長期推移】



(出所) 米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

【米国における家計部門のバランスシート】



(出所) FRB統計より大和総研作成

3.3 米国経済の局面判断：米国経済は「踊り場」入りを回避

米国経済は「踊り場」入りを回避し、堅調な景気回復軌道へと復する見通し

次に、足下の米国経済について、概況をまとめておこう。

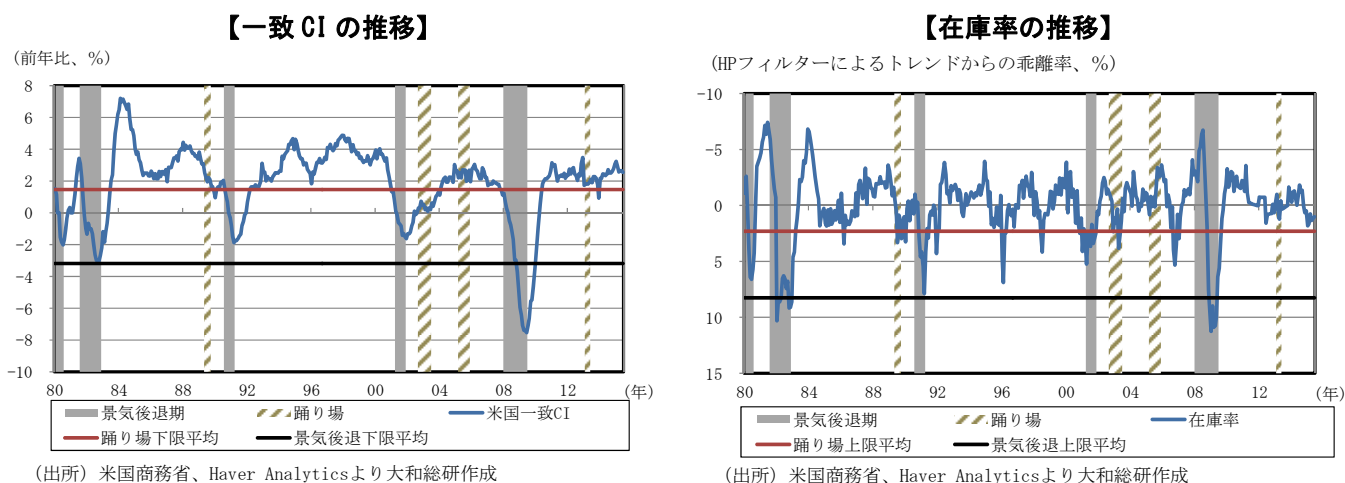
以下では、前章で行った日本の「踊り場」・「景気後退」局面に関する考察と同様の分析手法を、米国経済にも当てはめてみたい。

まず、**図表 17** 左図は一致CIの推移を示している。この図表を見ると、足下で米国経済は「踊り場下限平均」よりも上方に位置しており、底堅く推移している。その背景としては、非農業部門雇用者数の増加ペースが堅調であることに加えて、所得が増加している点が指摘できる。

図表 17 右図は在庫率の推移を示したものである。日本では特殊要因も手伝い在庫が増加したが、2014年時点では米国においても在庫の積み上がりが懸念されていた。実際、在庫率は2014年後半からトレンドラインよりも上方で推移していたが、景気の「踊り場」を突破し「景気後退」に突入するほどの積み上がりは見られなかった。足下で在庫率はトレンドラインへと回帰しつつあり、在庫の積み上がり局面は収束に向かったと考えられる。

数ヶ月前は、2015年1-3月期のGDP統計が弱かったことから、金融市場関係者は、米国経済が「踊り場」入りし、最悪の場合「景気後退」に突入するリスクさえ意識されていた。しかしながら、上記の分析からも明らかな通り、米国経済は「踊り場」入りを回避し、堅調な回復軌道へと復する見通しである。

図表 17：米国経済の概況



3.4 米国経済の「成熟化」からみた先行きの展望

景気の「成熟化」という観点からも、米国経済は息の長い景気拡大が見込まれる状況

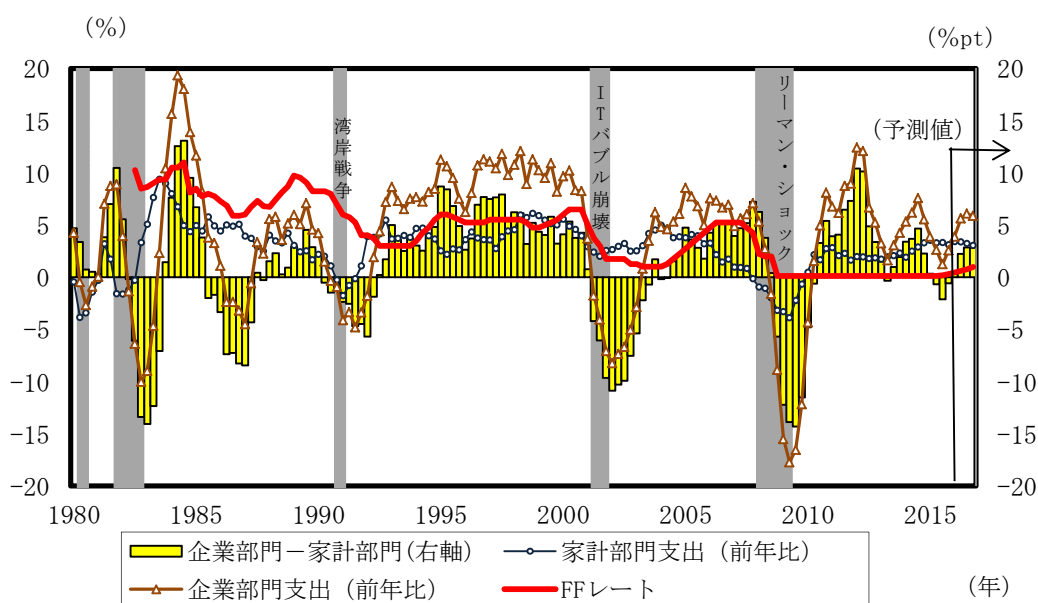
最後に、前章で考察した景気の「成熟化」という概念を米国経済に当てはめて、米国経済は息の長い景気拡大が見込まれる状況にあることを指摘したい。

図表 18 は米国経済の「成熟化」の度合いを示したものである。世界経済の「成熟化」に関する考察の部分で述べた通り、景気回復の初期段階では企業部門がけん引役となるが、景気拡大が続くと、家計部門も徐々に明るさを取り戻してくる構図となっている。最近ドル高や原油安の影響などから企業部門に陰りが見られたことで、「企業部門—家計部門」がいったんマイナスに転じた。しかし、4-6 月期には小幅ながら企業部門が改善に向かっており、景気の立ち上がり局面に似た動きが観察されている。大和総研による予測値では、企業部門に相対的にけん引される形で、米国では景気の「成熟化」が進行していくことが見込まれる。実際、米国経済はこのところ製造業を中心に弱めの動きとなっていたが、徐々に下げ止まりの兆しを見せており、先行きの設備投資の下振れリスクも低減している。

上記の分析は、先行きの動向を展望するうえで大きなインプリケーションを持つ。先に触れたように、世界経済の「成熟化」と貿易数量は密接な関係を有している。この関係性を考慮すると、米国企業部門の持ち直しは、他国からの米国向け輸出の増加を示唆しているのだ。

さらに、われわれは「企業部門—家計部門」とFFレートの間にも一定の関係性を見いだすことができる。FFレートは低位で抑えられており、先行きについても、Fedの利上げのペースは、企業部門の立ち上がり度合いと比較してきわめて緩慢なものにとどまる公算である。実体経済との比較において、政策金利が低位に据え置かれることで、米国経済は着実に下支えされよう。

図表 18：米国経済の成熟化



(注1) 企業部門支出：実質設備投資、家計部門支出：実質個人消費＋実質住宅投資。

(注2) シャドーは米国の景気後退期。

(注3) 予測値は大和総研作成。

(出所) 米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

4. 日本経済のリスク要因：中国経済の循環的側面を中心に

日本経済が抱える5つのリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏の動向、⑤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、の5点に留意が必要である。

本章では、これらのリスク要因の中で、現在、金融市場関係者にとって最大の関心事項である、中国経済の循環的側面に焦点を当てて、掘り下げた分析を行いたい。

4.1 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し

中国経済減速の背景は？

中国経済の減速が止まらない。中国の「景気循環信号指数」を見ると、2014年に入ってから低下傾向を強め、2015年6月は60.7と景気の「低迷」を示すゾーン（33.33～63.33）に突入した（**図表 19**）。いわゆる「李克強指数」も総じて低迷した状態が続いている⁴。中国では、人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めるなど、過去にこの水準まで景気が減速した時と同様に景気下支え策が発動されているが、中国経済が浮揚することを示す確たる動きは未だ見られない（**図表 20**）。

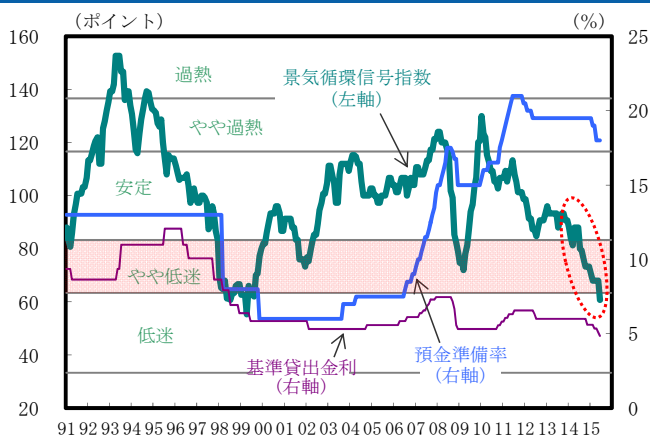
こうした中国の景気減速の背景を、両指数の寄与度分解によって考察しよう（**図表 21～図表 24**）。まず、いずれの指数においても企業活動の弱さが目立っている。リーマン・ショック後の景気循環信号指数の変動要因を踏まえると、今後、企業活動の弱さが賃金の押し下げ要因となるリスクに注意する必要がある。また、リーマン・ショック後の持ち直し局面においては、「金融関連」（景気循環信号指数）や、「中長期貸出」（李克強指数）が大きくプラスに寄与していたことが分かる。これらは中国人民銀行による積極的な金融緩和や中国政府の大規模な景気刺激策によるものだと考えられる。以上のことから、先行きの中国経済を占ううえで重要なカギとなるのは、中国の景気下支え策が今後どの程度発動されるかという点であるといえよう。

「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。中国の政治指導者にとっては、政治不安の引き金になりかねない、景気の底割れだけは何としても避けたいところだろう。中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう1～2年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能である。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」が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。

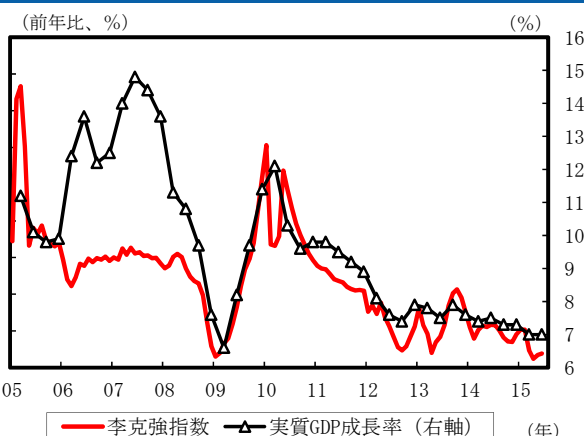
⁴ 李克強指数は、中国の李克強首相が「遼寧省」の書記時代に重視していたと言われる3つの経済指標（電力消費量、鉄道貨物輸送量、中長期貸出）から構成される。このため、中国経済全体について同指数を援用する際には幅を持って見る必要があること、構成指標が企業部門に偏っている点などに注意が必要である。

図表 19 : 中国の景気循環信号指数



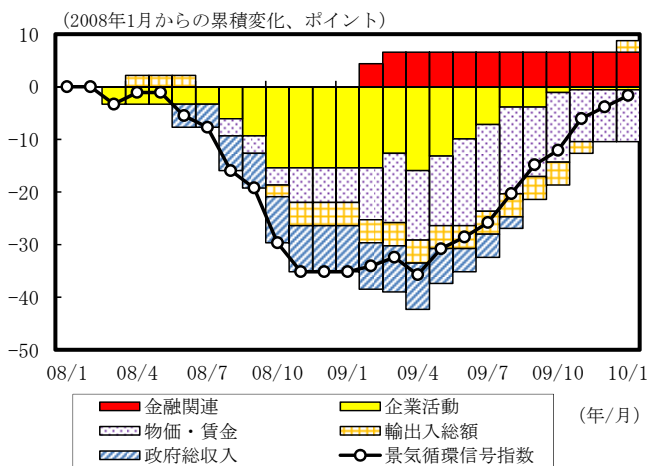
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICより大和総研作成 (年)

図表 20 : 李克強指数と実質 GDP 成長率



(出所) CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

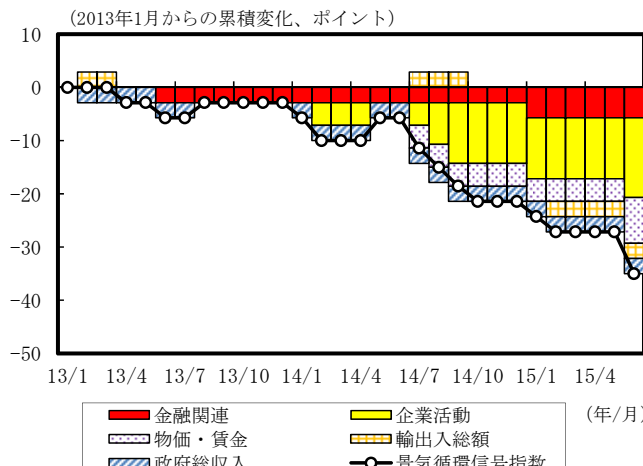
図表 21 : 景気循環信号指数の寄与度分解 (リーマン・ショック後)



(注) 「金融関連」は金融機関貸出とM2、「企業活動」は鉱工業生産、固定資産投資、総小売売上高、製造業総利益、「物価・賃金」はCPIと一人当たり可処分所得。

(出所) 中国経済景気監測センター統計より大和総研作成

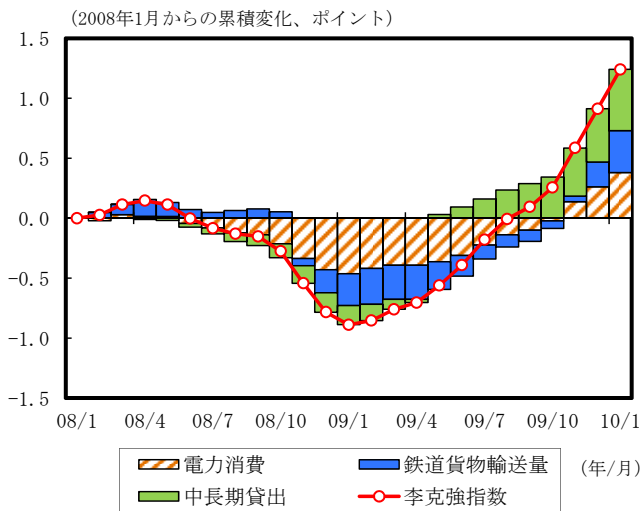
図表 22 : 景気循環信号指数の寄与度分解 (今回の景気減速局面)



(注) 「金融関連」は金融機関貸出とM2、「企業活動」は鉱工業生産、固定資産投資、総小売売上高、製造業総利益、「物価・賃金」はCPIと一人当たり可処分所得。

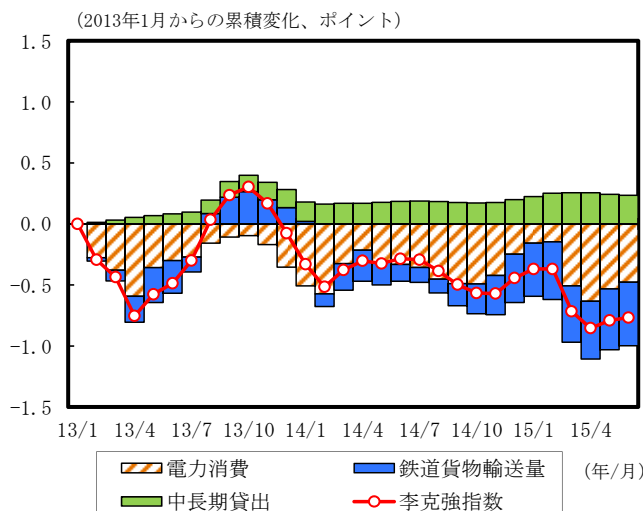
(出所) 中国経済景気監測センター統計より大和総研作成

図表 23 : 李克強指数の寄与度分解 (リーマン・ショック後)



(出所) CEICより大和総研作成

図表 24 : 李克強指数の寄与度分解 (今回の景気減速局面)



(出所) CEICより大和総研作成

4.2 中国における株価・不動産価格変動の影響をどうみるか？

中国人観光客の“爆買い” VS 日本の対中輸出

日本政府の掲げる「2020年に2,000万人の外国人観光客を誘致する」という目標の下、日本を訪れる外国人観光客が年々増加している。2000年に476万人だった外国人観光客数は2014年には1,341万人と大幅に増加した。2015年上半期は、前年同期比+46.0%の914万人に達しており、2020年の政府目標の前倒しでの達成も視野に入ってきた。

外国人観光客数増加の主因は中国人観光客数の急増である。今上半期の中国人観光客数は前年同期比2.2倍の218万人となり、外国人観光客数全体に占める比率は24%に達する。中国人観光客の1人当たり消費額は他国を大きく上回っており、その旺盛な消費活動は“爆買い”としてメディアで注目されている。他方、最近では中国本土での株価急落や人民元の切り下げなどを背景に、中国人観光客の減少が懸念されている。そこで、以下では中国人観光客の“爆買い”の影響度について、対中輸出との比較などを通じて検討することとしたい。

図表 25 は日本の輸出額と外国人観光客の消費額を示したものである。2015年4-6月期の外国人観光客の消費額は8,887億円であり、このうち中国人観光客の消費額は3,581億円（全体の40%）であった。他方、同年4-6月期の日本の対中輸出額は3.3兆円であり、これは中国人観光客の消費額の9.3倍に相当する。このため、日本の中国向け輸出が1割減少するだけで、中国人観光客による“爆買い”をほとんど帳消しにするインパクトがある。つまり、日本経済に与える影響は、中国人観光客の消費よりも日本の対中輸出の方が圧倒的に大きいのだ。

図表 26 は、中国経済の減速が、①対中輸出、②中国人観光客、③中国現地法人売上高の減少を通じて日本経済に与える影響を定量的に試算したものである⁵。対中輸出が半年間低迷（1割減少）する場合、日本の名目GDPは5,220億円減少する。他方、中国人観光客数が1年間で3割減少（東日本大震災が起きた2011年は前年比26%減）すると、名目GDPは663億円減少することになるが、対中輸出が低迷した場合に比べて影響はかなり小さい。上記の分析からも、日本経済にとって、中国人観光客よりも対中輸出の影響の方がはるかに大きいことが推察される。

図表 25：日本の輸出額と訪日外国人の消費額

日本の輸出額	2015年 4-6月期		2014年 暦年	
	全世界	中国	全世界	中国
A	18,796,233	3,341,520	73,093,028	13,381,487
訪日外国人消費額	2015年 4-6月期		2014年 暦年	
	全体	中国	全体	中国
B	888,682	358,125	2,027,788	558,339
A/B【倍】	21.2	9.3	36.0	24.0

(注) 輸出額、消費額の単位は百万円。
(出所) 財務省、観光庁統計より大和総研作成

図表 26：中国経済の減速が日本経済に与える影響

対中国輸出		訪日中国人観光客	(参考)中国現地法人	
年間輸出額		年間訪日者数	年間売上高	
約13兆円		約141万人	約44兆円	
→半年 低迷	国内生産 -1.5兆円 GDP -5,220億円	→1年間 3割減	国内生産 -1,300億円 GDP -663億円	→1年間 1割減取 売上高 -4.4兆円 経常利益 -2,137億円

(注) 輸出の影響は中国向け輸出が2015年7月から6ヶ月間1割下振れしたと仮定したもの。
中国現地法人は全産業計（2014年3月期）。現地向け以外の売上高も含む。
(出所) 財務省、総務省、経済産業省、日本政府観光局統計等より大和総研作成

⁵ 試算結果は前提条件等の影響を受けるため、幅を持って見る必要がある。

中国の個人消費を決めるのは株価？ それとも住宅価格？

そもそも、中国における株価や不動産価格の変動は、実体経済にどのような影響を及ぼすのだろうか？ 一般に家計が保有する株や不動産などの資産価格が上昇すると、個人消費が活発化するという「資産効果」が期待できる。ただ、最近の上海総合指数の動きを見ると、2015年6月に年初来高値をつけた後、約1ヶ月という短い期間で高値から一時35%も急落する事態となった。中国株の急落はいわゆる「逆資産効果」を通じて中国の個人消費を減少させるとの懸念が広がり、世界の金融市場が大きく動揺したことは記憶に新しいところだ。中国の名目GDPに占める個人消費の比率はおおむね4割弱（2014年）である。米国の約7割や日本の約6割より水準は低いものの、総固定資本形成に次ぐ第二の需要項目であり、経済全体に与える影響は大きい。このため、家計の消費支出が落ち込めば、中国经济も一段と減速することになる。

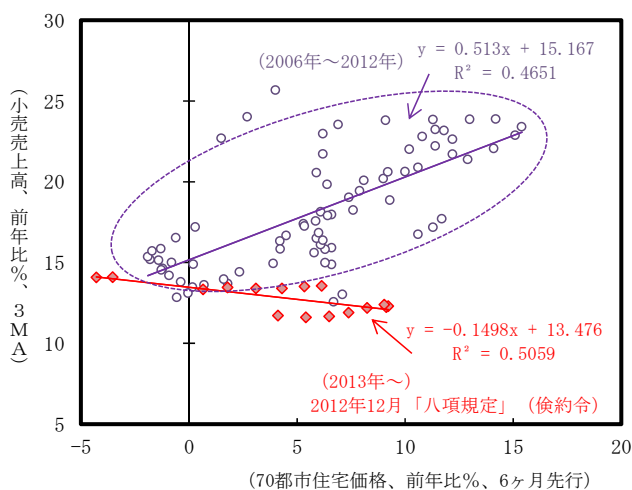
それでは、実際に中国の株価や不動産価格と個人消費に有意な相関は見られるのだろうか？

図表 27・図表 28 は、中国の70都市住宅価格指数および上海総合指数と、小売売上高の前年比を散布図に示したものである。なお、中国では2012年末に「八項規定」（儉約令）が発令され、2013年以降個人消費が大きく下振れしていることから、今回は、①2006年～2012年、②2013年以降、という2つの期間に分けて分析を行った。

住宅価格に関しては、儉約令が発令される以前の2006年～2012年において、小売売上高との間に正の相関が存在することが確認できる。つまり、住宅価格が上昇（下落）すれば小売売上高が増加（減少）することになる。これと対照的に、株価と小売売上高に関しては、両期間とも明確な相関が認められない。以上の分析から、中国において個人消費を規定するのは株価よりも、むしろ住宅価格である可能性が高いものとみられる。

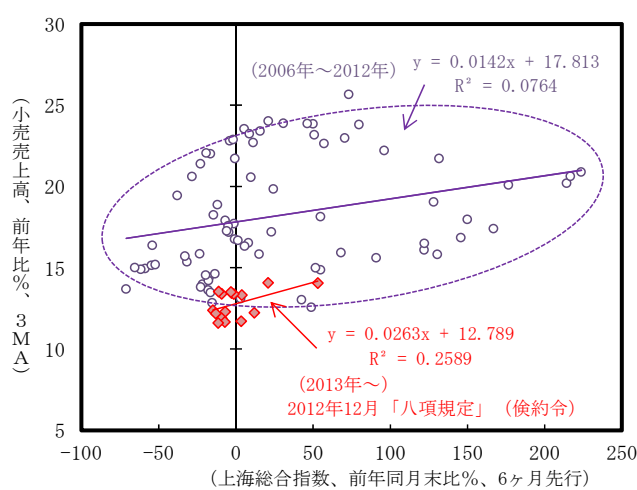
もちろん、中国株の急落が消費者マインドの悪化などを通じて、中国の個人消費にマイナスの影響を与えることには一定の留意が必要だ。しかし、仮に中国株が一段と下落せず、住宅価格が底を打つ展開になれば、実体経済に対する悪影響は限定的なものにとどまると考えられる。

図表 27：中国の70都市住宅価格と小売売上高



(出所) 各種資料より大和総研作成

図表 28：中国の上海総合指数と小売売上高



(出所) 各種資料より大和総研作成

中国の住宅価格には一旦底入れの兆し。ただし、中長期的には大きな調整余地が残る

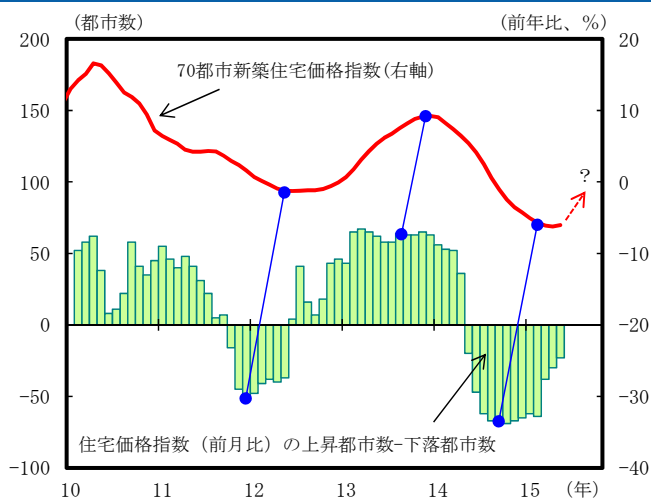
ここまで見てきたように、住宅価格の下落は株価の下落以上に中国の個人消費を押し下げることから、中国経済全体を下押しするリスク要因として注視する必要がある。中国の代表的な住宅価格指数である70都市新築住宅価格指数について、各都市の住宅価格指数の騰落状況（前月比）を確認すると、2014年に入ってから下落都市数が増加傾向となり、2014年9月には70都市中69都市で住宅価格が下落した（**図表29**）。しかし、不動産市場の冷え込みを懸念した中国政府は2014年9月、10月と続けて住宅ローンの貸出基準を緩和したことに加え、11月には2年4ヶ月ぶりの利下げを実施するなど、住宅需要の喚起策を立て続けに実行した。この結果、足下では中国の住宅価格指数に底打ちの動きが出始めている。

さらに、70都市新築住宅価格指数（前年比）の先行指標が上向いている点にも注目したい。中国の70都市新築住宅価格指数の各都市価格指数（前月比）の「上昇都市数－下落都市数」は、70都市新築住宅価格指数（前年比）に対して6ヶ月程度先行する傾向にある。「上昇都市数－下落都市数」の推移を確認すると、2014年9月に底打ちした後は緩やかな上昇傾向に転じ、2015年3月以降、増加ペースが加速している。このため、2015年に入ってから下げ止まりの動きが見られる70都市新築住宅価格指数は、今後徐々に上昇傾向へと転じる可能性が高い。

他方で、中国の住宅価格は家計の年収対比での割高感が残っており、中長期的には住宅価格が大きく調整するリスクに要注意である。**図表30**は、日中の住宅価格年収倍率の推移を比較したものである。この図表を見ると、①中国の住宅価格年収倍率は日本よりも高く相対的に割高であること、②中国の住宅価格の調整は不十分で依然として高止まりしていること、が分かる。

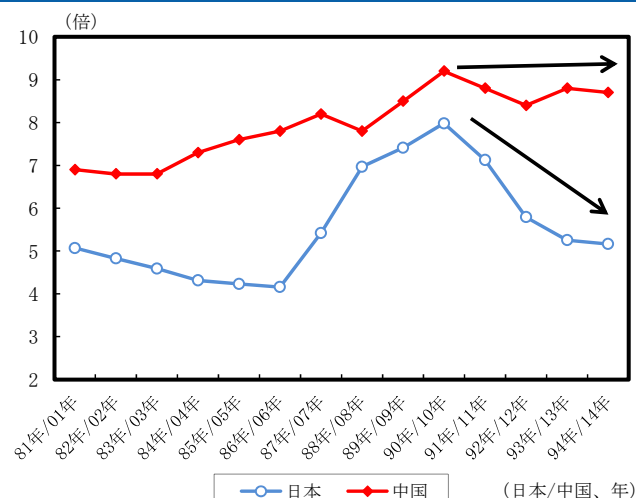
以上を総括すれば、中国の個人消費は主として株価ではなく、不動産価格によって規定されるが、足下で不動産価格には底入れの兆しが生じている。ただし、中国の不動産価格は、短期的には政策対応の効果などから持ち直すことが期待されるが、中長期的に見ると住宅価格の割高感や在庫の積み上がりなどを背景に、大幅な調整を余儀なくされるリスクが残存している。

図表29：中国の70都市新築住宅価格指数



(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

図表30：日中の住宅価格年収倍率の推移



(注1) 年収住宅倍率＝住宅価格/年収。
(注2) 日本の住宅価格は首都圏マンション価格、中国は都市部の住宅価格。
(出所) 国土交通省、上海易居房地產研究院統計より大和総研作成

4.3 中国経済減速が日本経済に与える影響は？

世界経済のドライバーはあくまで米国であり、中国ではない

最後に、中国経済の減速が日本経済に与える影響について検証しよう。ある国の経済が他国の経済に影響を与える主な経路としては、貿易を通じた関係が最も分かりやすい。ある国の輸入が増えれば、それは他の国の輸出が増えることを意味する。つまり、ある国が実体経済面で世界経済にどれだけ影響を与えるかは、輸入によって決まると言える。

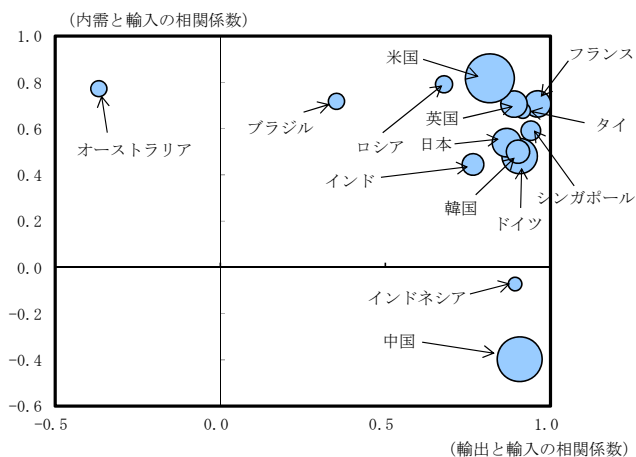
加えて重要なのは、輸入が何によって決定されているかである。輸入された物は、そのまま国内で需要（消費、投資）されるか、輸出されるか、生産要素として中間投入されるかのいずれかである。また、生産要素がどれだけ需要されるかは、結果として作り出された最終製品の需要次第であるから、単純化すれば、輸入は内需と輸出によって決定されるはずである。

そこで、世界の主要国における輸入と内需の関係、および輸入と輸出の関係を示したものが**図表 31**である。横軸は輸出と輸入の相関係数であり、右に位置するほど輸出と輸入の連動性が高いことを表す。縦軸は内需と輸入の相関係数であり、上に位置するほど内需と輸入の連動性が高いことになる。また、各プロットの大きさは世界全体の輸入に占める、当該国の輸入のシェアを表している。この図表を見ると、大半の主要国は、図中の右上に位置しており、輸入が輸出と内需の双方と相当程度の連動性を持っていることが確認できる。そのような中、特徴的な位置にあるのが中国である。中国は図中の右下に位置しており、輸入と輸出は連動しているが、内需と輸入にはほとんど関係性がないことを示唆している。

このところ中国では景気悪化に対する懸念が高まっているが、仮に中国経済が少々悪化したとしても、それが個人消費や投資といった内需の減少に起因するものであれば、中国の輸入一すなわち世界経済に与える影響は軽微なものにとどまるとみられる。

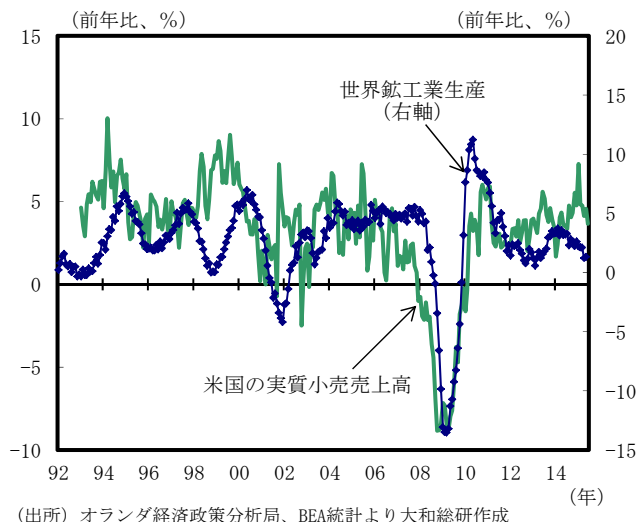
さらに、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。**図表 32**に示した通り、米国の小売売上高は世界の鉱工業生産に対する緩やかな先行性を有している。つまり、世界の最終需要地の中で主導的な地位を占めているのは、依然として米国なのである。

図表 31：主要国の内需、輸出と輸入の関係



(注1) プロットの大きさは輸入の世界シェアを表す。
 (注2) 相関係数は2000年～2013年。輸入シェアは2014年。
 (出所) 国連、IMF統計より大和総研作成

図表 32：世界鉱工業生産と米国小売売上高



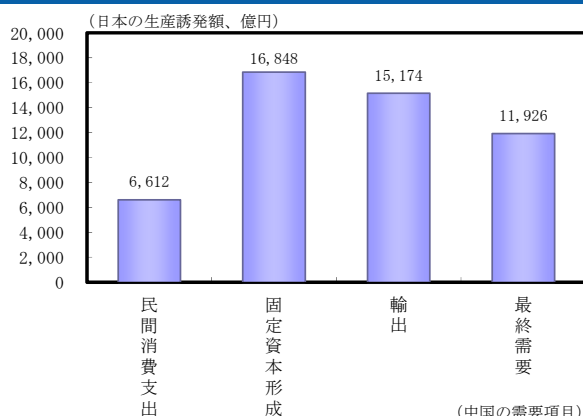
(出所) オランダ経済政策分析局、BEA統計より大和総研作成

中国経済減速が日本経済および国際貿易に与える影響は？

中国では景気減速が続く中で、経済対策発動に対する期待感が高まっている。そこで、中国の財政出動と消費刺激策が日本の国内生産に与える影響について、日中国際産業連関表を基に検証しよう⁶。図表 33・図表 34 に、中国の公共投資拡大や消費刺激策によって、中国の「固定資本形成」と「民間消費支出」が 1 兆円増加した場合の、日本の生産増加額を示した。主な結論は、①中国の固定資本形成と民間消費とが 1 兆円増えた場合、日本国内の生産はそれぞれ 6,612 億円、1 兆 6,848 億円増加する、②中国の固定資本形成が増加すると「一般機械」、「鉄鋼・非鉄・金属」、「化学」の生産が増加する傾向が強い、③日本の多くの業種が 45 度線よりも右下に位置しており、中国の消費刺激策よりも公共投資拡大の影響の方が大きい、という 3 点である。

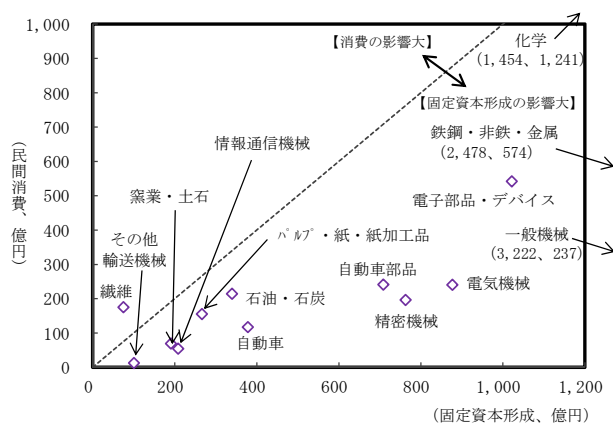
ただし、以前に比べて日本の「最終財」輸出の中国依存度が高まっており、中国の民間消費の影響が強くなっている可能性がある点には留意したい。図表 35・図表 36 は、「中間財」、「最終財」の米国と中国向け輸出比率の推移を示したものである。この図表を見ると、世界の工場である中国向けの「中間財」輸出の存在感が増していることは既知の事実だと思われるが、「最終財」についても着実に中国向け比率が上昇していることに留意する必要がある。

図表 33：中国の各種需要が 1 兆円増加した時の日本の生産へ与える影響



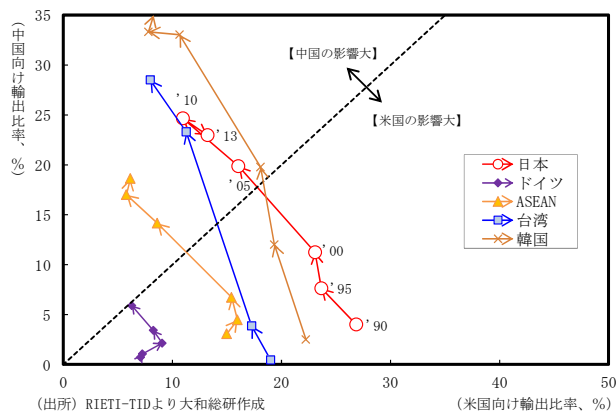
(注) 1 人民元=20 円で計算。
(出所) 経済産業省「2007 年日中国際産業連関表 (30 部門)」より大和総研作成

図表 34：中国の各種需要が 1 兆円増加した時の日本の業種別生産へ与える影響



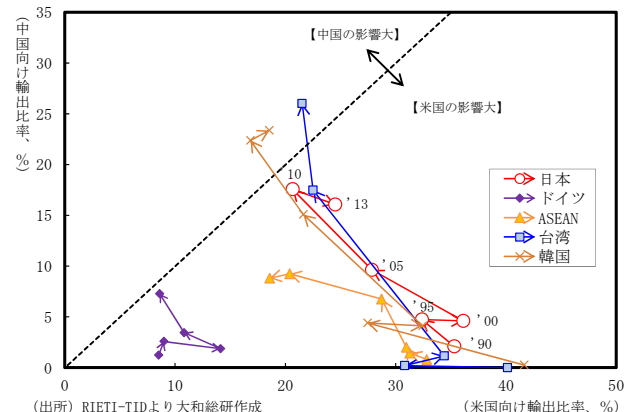
(注) 1 人民元=20 円で計算。
(出所) 経済産業省「2007 年日中国際産業連関表 (30 部門)」より大和総研作成

図表 35：各国中間財輸出額の対米、対中比率の変化



(出所) RIETI-TIDより大和総研作成

図表 36：各国最終財輸出額の対米、対中比率の変化



(出所) RIETI-TIDより大和総研作成

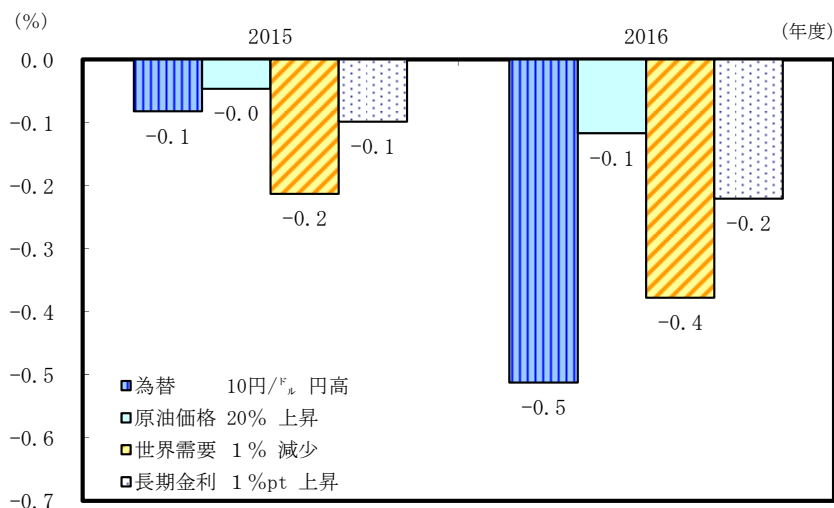
⁶ 最新の日中国際産業連関表が 2007 年時点のものであるため、分析結果については幅を持って見る必要がある。

5. 補論：マクロリスクシミュレーション

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかを試算する。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2015年10-12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 ; 123.7 円/ドル, 125.0 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油 (WTI) 価格 : 2015-16 年度 ; 49.3 ドル/bbl, 49.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2015-16 暦年 ; 3.2%, 3.5%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2015-16 年度 ; 0.44%, 0.55%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 37 : 実質 GDP に与える影響



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

5.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少となり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により、個人消費は減少する。なお、円高の影響が個人消費に波及するまでには長いラグがあるため、本シミュレーション期間内での影響は軽微である。以上の経路を通じて、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2015年度で▲0.1%、2016年度で▲0.5%縮小する。

5.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 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▲0.0%、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つながる。

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

5.3 世界需要の減少

世界需要（GDP）が 1%減少した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2015 年度で▲0.2%、2016 年度で▲0.4%縮小することになる。

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

5.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は金利上昇がなかった場合に比べ、2015 年度で▲0.1%、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 38 : シミュレーション結果

	標準シナリオ		シミュレーション1 円高（10円高）		シミュレーション2 原油20%上昇	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
名目GDP	2.6	2.5	2.3 (-0.3)	1.9 (-0.8)	2.3 (-0.3)	2.2 (-0.6)
実質GDP	1.1	1.9	1.1 (-0.1)	1.4 (-0.5)	1.1 (-0.0)	1.8 (-0.1)
GDPデフレーター	1.4	0.6	1.2 (-0.2)	0.5 (-0.3)	1.2 (-0.2)	0.4 (-0.5)
全産業活動指数	0.4	2.4	0.2 (-0.3)	2.1 (-0.6)	0.4 (-0.1)	2.3 (-0.1)
鉱工業生産指数	0.7	5.0	-0.2 (-0.9)	3.8 (-2.0)	0.6 (-0.1)	4.9 (-0.2)
第3次産業活動指数	0.6	1.8	0.5 (-0.2)	1.6 (-0.4)	0.6 (-0.1)	1.7 (-0.1)
国内企業物価	-1.5	0.8	-2.1 (-0.7)	0.1 (-1.3)	-1.1 (0.3)	1.1 (0.7)
消費者物価	0.0	0.8	-0.1 (-0.1)	0.6 (-0.2)	0.1 (0.1)	0.9 (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）	-0.8	-0.6	-0.7 (0.1)	-0.6 (0.0)	-2.0 (-1.2)	-3.1 (-2.5)
経常収支（億ドル）	1,414	1,492	1,566 (152)	1,401 (-91)	1,322 (-92)	1,310 (-182)
経常収支（兆円）	17.5	18.6	17.8 (0.3)	16.1 (-2.5)	16.4 (-1.2)	16.4 (-2.3)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.2	1.4	0.2 (-0.0)	1.3 (-0.1)	0.2 (-0.1)	1.3 (-0.2)
民間住宅投資	4.5	7.0	4.4 (-0.1)	6.6 (-0.4)	4.4 (-0.1)	6.6 (-0.4)
民間設備投資	4.0	5.5	3.6 (-0.3)	4.2 (-1.6)	3.7 (-0.2)	5.2 (-0.6)
政府最終消費	1.3	1.3	1.3 (0.0)	1.5 (0.2)	1.3 (-0.0)	1.3 (-0.0)
公共投資	-3.5	-5.4	-3.2 (0.3)	-5.1 (0.6)	-3.6 (-0.1)	-5.5 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	0.1	5.5	-0.2 (-0.2)	4.8 (-0.9)	0.0 (-0.1)	5.4 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	0.3	4.8	0.1 (-0.2)	5.2 (0.1)	0.1 (-0.2)	4.5 (-0.6)

	シミュレーション3 世界需要1%低下		シミュレーション4 長期金利1%pt上昇		(参考) 5円円安と原油20%上昇	
	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度	2015年度	2016年度
名目GDP	2.4 (-0.2)	2.3 (-0.4)	2.5 (-0.1)	2.4 (-0.2)	2.4 (-0.1)	2.5 (-0.2)
実質GDP	0.9 (-0.2)	1.7 (-0.4)	1.0 (-0.1)	1.7 (-0.2)	1.1 (-0.0)	2.0 (0.1)
GDPデフレーター	1.4 (-0.0)	0.6 (-0.0)	1.4 (0.0)	0.6 (0.0)	1.3 (-0.1)	0.4 (-0.3)
全産業活動指数	0.3 (-0.1)	2.3 (-0.2)	0.4 (-0.1)	2.4 (-0.1)	0.5 (0.1)	2.5 (0.2)
鉱工業生産指数	0.0 (-0.6)	4.7 (-0.9)	0.5 (-0.2)	4.8 (-0.4)	1.0 (0.3)	5.5 (0.8)
第3次産業活動指数	0.6 (-0.0)	1.8 (-0.1)	0.6 (-0.0)	1.8 (-0.1)	0.7 (0.0)	1.9 (0.1)
国内企業物価	-1.5 (-0.0)	0.7 (-0.1)	-1.5 (0.0)	0.8 (-0.0)	-0.8 (0.7)	1.5 (1.4)
消費者物価	0.0 (-0.0)	0.7 (-0.0)	0.0 (0.0)	0.8 (-0.0)	0.2 (0.1)	0.9 (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）	-1.3 (-0.5)	-1.1 (-0.4)	-0.6 (0.2)	-0.0 (0.6)	-2.0 (-1.3)	-3.1 (-2.5)
経常収支（億ドル）	1,362 (-52)	1,410 (-82)	1,427 (13)	1,184 (-307)	1,246 (-168)	1,355 (-137)
経常収支（兆円）	16.8 (-0.7)	17.6 (-1.0)	17.7 (0.2)	14.8 (-3.8)	16.2 (-1.3)	17.6 (-1.0)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.2 (-0.0)	1.4 (-0.1)	0.2 (-0.0)	1.4 (-0.0)	0.2 (-0.1)	1.4 (-0.1)
民間住宅投資	4.5 (-0.0)	6.7 (-0.3)	4.2 (-0.3)	6.5 (-0.7)	4.5 (-0.0)	6.8 (-0.2)
民間設備投資	3.9 (-0.1)	5.1 (-0.5)	3.3 (-0.6)	4.5 (-1.6)	3.9 (-0.1)	5.8 (0.2)
政府最終消費	1.3 (0.0)	1.3 (0.0)	1.3 (0.0)	1.3 (0.0)	1.3 (-0.0)	1.2 (-0.1)
公共投資	-3.5 (0.0)	-5.4 (0.0)	-3.5 (-0.0)	-5.4 (0.0)	-3.7 (-0.2)	-5.7 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	-1.2 (-1.2)	5.1 (-1.6)	0.1 (-0.0)	5.5 (-0.0)	0.1 (0.1)	5.8 (0.3)
財貨・サービスの輸入	0.1 (-0.2)	4.8 (-0.3)	0.1 (-0.2)	4.4 (-0.6)	0.2 (-0.1)	4.3 (-0.7)

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

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

(出所) 大和総研作成

6. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	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	
名目国内総支出(兆円)	479.8	482.0	481.6	487.5	488.5	485.2	489.1	499.7	483.1	490.8	480.1	487.6	
前期比%	0.4	0.5	-0.1	1.2	0.2	-0.7	0.8	2.2					
前期比年率%	1.7	1.9	-0.4	5.0	0.8	-2.6	3.2	9.0					
前年同期比%	0.8	1.9	2.0	2.5	1.8	0.6	1.4	2.6	1.8	1.6	1.0	1.6	
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	527.0	530.2	529.1	535.0	524.6	522.9	524.7	530.5	530.6	525.9	527.5	526.9	
前期比%	0.6	0.6	-0.2	1.1	-1.9	-0.3	0.3	1.1					
前期比年率%	2.4	2.4	-0.8	4.5	-7.5	-1.3	1.4	4.5					
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
内需寄与度(前期比)	0.7	0.9	0.3	1.4	-2.8	-0.4	0.0	1.2	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
外需寄与度(前期比)	-0.1	-0.3	-0.5	-0.2	0.9	0.1	0.3	-0.1	-0.5	0.6	-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	2.1	2.4	3.5	-0.3	2.5	-0.6	1.7	
全産業活動指数(農林水産除く2005=100)	97.1	97.6	97.9	99.3	95.7	96.1	97.1	97.4	98.0	96.6	97.3	97.0	
前期比%	0.6	0.5	0.3	1.4	-3.7	0.4	1.1	0.3	1.9	-1.5	0.8	-0.3	
鉱工業生産指数(2010=100)	96.1	97.8	99.6	101.9	98.8	97.4	98.2	99.7	98.9	98.5	97.0	99.0	
前期比%	1.6	1.7	1.8	2.3	-3.1	-1.3	0.8	1.6	3.3	-0.5	-0.8	2.1	
第3次産業活動指数(2005=100)	100.1	100.2	100.0	101.6	97.6	98.3	99.3	99.9	100.5	98.8	100.0	99.2	
前期比%	0.4	0.0	-0.2	1.6	-3.9	0.7	1.0	0.7	1.3	-1.7	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	103.3	102.4	105.3	101.9	105.1	
前年同期比%	0.6	2.2	2.5	2.0	4.4	4.0	2.5	0.5	1.8	2.8	1.3	3.2	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	99.9	100.3	100.7	100.6	103.3	103.5	103.4	102.7	100.4	103.2	100.1	102.7	
前年同期比%	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.2	2.7	2.1	0.8	2.8	0.4	2.6	
完全失業率(%)	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.9	3.6	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	0.34	0.69	0.46	0.70	0.53	
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.5	3.8	4.2	3.9	3.2	3.0	3.5	3.5	3.9	3.3	3.6	3.4	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-6.0	-9.3	-11.7	-15.8	-8.4	-10.6	-7.4	0.3	-11.0	-6.5	-8.8	-10.4	
経常収支(季調済年率、億ドル)	967	315	-96	-518	313	193	931	1,299	147	684	403	250	
経常収支(季調済年率、兆円)	9.6	3.1	-1.0	-5.3	3.2	2.0	10.7	15.5	1.5	7.8	3.9	2.6	
対名目GDP比率(%)	2.0	0.6	-0.2	-1.1	0.7	0.4	2.2	3.1	0.3	1.6	0.8	0.5	
為替レート(¥/\$)	98.8	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	114.5	119.1	100.2	109.9	97.6	105.8	
(¥/Euro)	129.6	130.7	139.9	140.3	139.5	137.8	143.8	132.6	135.1	138.4	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	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)
名目国内総支出(兆円)	499.8	502.0	504.6	507.1	509.9	513.6	517.4	523.1	503.5	516.2	501.8	512.2
前期比%	0.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	1.1				
前期比年率%	0.1	1.7	2.1	2.0	2.2	2.9	3.0	4.5				
前年同期比%	2.2	3.5	3.3	1.4	2.1	2.3	2.5	3.2	2.6	2.5	2.9	2.1
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	528.4	530.3	532.8	535.1	537.3	540.1	542.7	546.4	531.9	541.8	530.7	539.0
前期比%	-0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7				
前期比年率%	-1.6	1.5	1.9	1.7	1.7	2.1	1.9	2.7				
前年同期比%	0.7	1.5	1.6	0.8	1.7	1.8	1.8	2.1	1.1	1.9	0.7	1.6
内需寄与度(前期比)	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.9	1.1	1.7	0.4	1.4
外需寄与度(前期比)	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.0	0.2	0.3	0.1
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.6	2.0	1.6	0.6	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	0.6	2.2	0.5
全産業活動指数(農林水産除<2005=100)	96.5	96.7	97.1	97.6	98.2	98.8	99.4	101.0	97.0	99.4	96.9	98.5
前期比%	-0.9	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	1.5	0.4	2.4	-0.1	1.6
鉱工業生産指数(2010=100)	98.3	98.5	99.5	100.6	101.8	103.2	104.8	107.0	99.2	104.1	98.9	102.5
前期比%	-1.4	0.2	1.1	1.1	1.2	1.4	1.6	2.2	0.7	5.0	-0.1	3.6
第3次産業活動指数(2005=100)	99.0	99.2	99.5	99.9	100.3	100.7	101.2	102.6	99.4	101.2	99.4	100.5
前期比%	-0.9	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4	0.6	1.8	0.2	1.1
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	103.7	103.4	103.7	104.1	104.3	104.5	104.6	104.7	103.7	104.5	103.5	104.4
前年同期比%	-2.2	-3.0	-1.3	0.7	0.6	1.1	0.8	0.6	-1.5	0.8	-1.5	0.8
消費者物価指数(生鮮食品除<総合2010=100)	103.4	103.3	103.3	103.1	103.7	104.0	104.3	104.2	103.3	104.0	103.2	103.8
前年同期比%	0.1	-0.2	-0.1	0.4	0.4	0.7	1.0	1.1	0.0	0.8	0.5	0.6
完全失業率(%)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.3	3.2	3.4	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(%)	0.40	0.44	0.46	0.47	0.50	0.53	0.56	0.60	0.44	0.55	0.41	0.52
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.9	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4.2	4.1	3.6	4.0	3.6	3.9
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-1.0	-1.3	-0.6	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-1.7	-0.8	-0.6	-0.7	-0.3
経常収支(季調済年率、億ドル)	1388	1356	1436	1477	1506	1519	1528	1415	1414	1492	1370	1508
経常収支(季調済年率、兆円)	16.8	16.8	18.0	18.5	18.8	19.0	19.1	17.7	17.5	18.6	16.8	18.8
対名目GDP比率(%)	3.4	3.3	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.4	3.5	3.6	3.3	3.7
為替レート(¥/\$)	121.4	123.6	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	123.7	125.0	122.3	125.0
(¥/Euro)	135.0	135.7	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	137.7	140.0	135.8	140.0

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	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	
国内総支出	527.0	530.2	529.1	535.0	524.6	522.9	524.7	530.5	530.6	525.9	527.5	526.9	
前期比年率%	2.4	2.4	-0.8	4.5	-7.5	-1.3	1.4	4.5					
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	518.2	522.7	524.1	531.4	516.4	514.4	514.7	520.4	524.5	516.7	519.9	519.4	
前期比年率%	2.7	3.5	1.1	5.7	-10.9	-1.5	0.2	4.5					
前年同期比%	1.5	2.2	2.7	3.6	-0.4	-1.7	-1.9	-2.0	2.5	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	394.6	398.1	399.2	406.9	391.7	389.0	389.0	394.7	400.0	391.2	395.9	394.2	
前期比年率%	2.4	3.6	1.1	8.0	-14.2	-2.7	-0.1	6.0					
前年同期比%	1.2	1.8	2.3	4.3	-0.7	-2.4	-2.7	-2.9	2.4	-2.2	1.6	-0.4	
民間最終消費支出	315.1	316.1	315.3	321.8	305.9	306.8	307.8	308.8	317.2	307.4	314.6	310.6	
前期比年率%	4.0	1.3	-0.9	8.5	-18.4	1.2	1.2	1.4					
前年同期比%	1.9	2.3	2.3	3.4	-2.9	-3.0	-2.4	-4.0	2.5	-3.1	2.1	-1.3	
民間住宅投資	14.1	14.8	15.2	15.6	13.9	13.0	12.9	13.1	15.0	13.2	14.5	13.8	
前期比年率%	6.1	20.0	12.3	8.4	-36.9	-22.9	-2.4	7.0					
前年同期比%	6.6	8.3	10.2	11.9	-2.0	-12.4	-15.5	-15.4	9.3	-11.7	8.8	-5.1	
民間企業設備投資	69.5	70.1	71.1	74.7	71.2	71.2	71.4	73.4	71.5	71.9	69.5	72.2	
前期比年率%	11.4	3.0	6.2	21.6	-17.3	-0.2	0.9	11.7					
前年同期比%	-0.2	1.2	3.0	10.8	2.4	1.4	0.2	-1.4	4.0	0.5	0.4	3.9	
民間在庫品増加	-4.1	-2.8	-2.5	-5.1	0.7	-2.0	-3.0	-0.6	-3.7	-1.3	-2.7	-2.4	
公的需要	123.6	124.6	124.9	124.5	124.7	125.4	125.7	125.7	124.5	125.4	124.0	125.2	
前期比年率%	3.8	3.2	0.9	-1.2	0.5	2.2	1.1	0.1					
前年同期比%	2.7	3.8	4.2	1.6	0.6	0.7	0.8	0.8	3.1	0.7	2.9	0.9	
政府最終消費支出	102.2	102.1	102.2	102.0	102.1	102.4	102.7	103.0	102.2	102.6	102.1	102.3	
前期比年率%	1.9	-0.1	0.4	-0.9	0.5	1.1	1.3	1.0					
前年同期比%	2.6	2.0	1.5	0.2	-0.0	0.2	0.5	1.0	1.6	0.4	1.9	0.2	
公的固定資本形成	21.5	22.6	22.6	22.5	22.5	22.9	23.0	22.7	22.4	22.8	22.0	22.8	
前期比年率%	11.0	22.3	1.2	-2.7	0.9	7.1	1.1	-4.7					
前年同期比%	3.6	14.1	16.1	6.6	4.4	2.0	2.3	0.2	10.3	2.0	8.0	3.8	
公的在庫品増加	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	9.5	8.0	5.8	5.9	9.6	10.5	12.3	12.4	7.3	11.2	8.1	9.6	
財貨・サービスの輸出	84.0	83.8	83.7	88.4	88.9	90.5	93.0	94.6	85.0	91.8	83.2	90.2	
前期比年率%	14.2	-0.9	-0.7	24.6	2.3	7.3	11.6	6.7					
前年同期比%	-0.6	2.6	6.8	9.1	5.7	7.7	11.3	7.2	4.4	7.9	1.2	8.4	
財貨・サービスの輸入	74.6	75.8	77.9	82.5	79.3	80.0	80.7	82.1	77.8	80.6	75.1	80.6	
前期比年率%	14.4	7.0	11.3	25.6	-14.6	3.7	3.4	7.4					
前年同期比%	0.5	2.9	8.9	14.8	6.0	5.2	3.8	-0.2	6.7	3.6	3.1	7.4	

(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。

(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	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
国内総支出	528.4	530.3	532.8	535.1	537.3	540.1	542.7	546.4	531.9	541.8	530.7	539.0	
前期比年率%	-1.6	1.5	1.9	1.7	1.7	2.1	1.9	2.7					
前年同期比%	0.7	1.5	1.6	0.8	1.7	1.8	1.8	2.1	1.1	1.9	0.7	1.6	
国内需要	519.6	521.5	523.0	524.8	526.7	529.3	531.7	536.5	522.3	531.3	521.2	528.2	
前期比年率%	-0.6	1.5	1.1	1.4	1.4	2.0	1.8	3.6					
前年同期比%	0.6	1.4	1.6	0.8	1.4	1.5	1.6	2.3	1.1	1.7	0.4	1.3	
民間需要	392.9	395.2	397.3	399.3	400.9	403.3	405.5	410.0	396.4	405.1	395.2	402.3	
前期比年率%	-1.7	2.3	2.1	2.0	1.7	2.4	2.2	4.5					
前年同期比%	0.3	1.6	2.1	1.2	2.0	2.0	2.0	2.9	1.3	2.2	0.3	1.8	
民間最終消費支出	306.5	307.6	308.5	309.4	309.9	310.8	312.1	316.8	308.1	312.5	307.9	310.6	
前期比年率%	-3.0	1.4	1.2	1.2	0.6	1.1	1.7	6.1					
前年同期比%	0.2	0.3	0.2	0.2	1.1	1.0	1.2	2.4	0.2	1.4	-0.9	0.9	
民間住宅投資	13.4	13.7	14.0	14.1	14.2	14.7	15.0	15.1	13.8	14.8	13.6	14.5	
前期比年率%	8.0	11.2	7.1	2.4	5.3	13.4	7.0	4.5					
前年同期比%	-3.3	5.9	8.4	7.0	6.4	7.0	6.9	7.5	4.5	7.0	-1.6	6.8	
民間企業設備投資	73.3	74.1	75.1	76.0	77.1	78.1	79.2	80.6	74.7	78.9	74.0	77.5	
前期比年率%	-0.3	4.6	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	7.0					
前年同期比%	2.8	4.3	5.3	3.5	5.2	5.3	5.5	6.0	4.0	5.5	2.5	4.8	
民間在庫品増加	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.8	-2.5	-0.2	-0.9	-0.3	-0.4	
公的需要	126.7	126.3	125.7	125.5	125.7	126.0	126.2	126.5	125.9	126.1	126.0	125.9	
前期比年率%	3.1	-1.2	-1.9	-0.6	0.7	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	1.5	0.7	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.7	0.4	0.1	0.7	-0.1	
政府最終消費支出	103.4	103.8	104.0	104.4	104.7	105.1	105.4	105.8	103.9	105.3	103.6	104.9	
前期比年率%	1.7	1.4	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4					
前年同期比%	1.3	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	
公的固定資本形成	23.3	22.5	21.7	21.1	21.0	20.9	20.8	20.7	22.0	20.8	22.4	21.0	
前期比年率%	10.7	-12.2	-14.5	-9.6	-2.6	-2.0	-2.1	-2.1					
前年同期比%	3.0	-1.8	-6.0	-6.5	-9.7	-7.2	-4.0	-2.4	-3.5	-5.4	-1.6	-6.6	
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	10.3	10.4	11.4	11.9	12.2	12.4	12.6	11.5	11.0	12.2	11.2	12.3	
財貨・サービスの輸出	90.4	91.0	92.4	93.7	94.9	96.2	97.5	98.9	91.8	96.9	92.1	95.6	
前期比年率%	-16.5	2.8	6.1	5.7	5.3	5.6	5.7	5.9					
前年同期比%	1.5	0.7	-0.8	-1.0	5.1	5.6	5.6	5.7	0.1	5.5	2.1	3.8	
財貨・サービスの輸入	80.0	80.6	81.0	81.8	82.7	83.7	85.0	87.4	80.8	84.7	80.9	83.3	
前期比年率%	-9.8	2.6	2.0	4.1	4.5	5.3	5.9	12.1					
前年同期比%	0.7	0.8	0.2	-0.6	3.4	3.9	5.0	7.0	0.3	4.8	0.4	2.9	

(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	2013	2014	2013	2014	
国内総支出	479.8	482.0	481.6	487.5	488.5	485.2	489.1	499.7	483.1	490.8	480.1	487.6	
前期比年率%	1.7	1.9	-0.4	5.0	0.8	-2.6	3.2	9.0					
前年同期比%	0.8	1.9	2.0	2.5	1.8	0.6	1.4	2.6	1.8	1.6	1.0	1.6	
国内需要	490.7	496.1	499.7	508.0	501.9	499.9	500.9	505.3	499.0	502.1	493.8	502.8	
前期比年率%	1.4	4.5	2.9	6.8	-4.7	-1.6	0.8	3.6					
前年同期比%	1.2	2.8	3.4	4.4	2.2	0.7	0.2	-0.5	2.9	0.6	1.9	1.8	
民間需要	369.6	373.9	377.2	384.8	376.8	373.6	374.3	378.3	376.7	375.8	372.0	377.4	
前期比年率%	1.6	4.8	3.5	8.3	-8.1	-3.4	0.8	4.3					
前年同期比%	0.7	2.3	3.0	5.1	2.0	-0.2	-0.9	-1.6	2.8	-0.2	1.6	1.4	
民間最終消費支出	293.1	294.8	295.7	302.2	292.2	293.1	294.3	293.9	296.5	293.4	293.5	295.5	
前期比年率%	3.3	2.3	1.3	9.1	-12.6	1.3	1.6	-0.6					
前年同期比%	1.2	2.7	2.9	4.2	-0.3	-0.7	-0.5	-2.8	2.7	-1.1	1.9	0.7	
民間住宅投資	14.9	15.6	16.3	16.6	15.3	14.2	14.2	14.5	15.9	14.5	15.3	15.0	
前期比年率%	11.1	21.8	17.6	9.4	-28.9	-24.6	-1.6	8.4					
前年同期比%	8.9	11.6	13.9	15.0	2.8	-9.0	-13.0	-12.9	12.5	-8.5	11.3	-1.8	
民間企業設備投資	66.0	66.6	67.8	71.3	68.4	68.5	69.0	71.0	68.2	69.4	66.0	69.4	
前期比年率%	12.2	4.0	7.3	22.4	-15.5	0.7	2.8	12.2					
前年同期比%	0.2	2.3	4.3	11.7	3.6	2.6	1.6	-0.1	4.9	1.8	1.2	5.1	
民間在庫品増加	-4.4	-3.1	-2.6	-5.4	0.9	-2.3	-3.2	-1.1	-3.9	-1.4	-2.8	-2.5	
公的需要	121.1	122.2	122.5	123.2	125.2	126.3	126.6	127.0	122.4	126.3	121.7	125.4	
前期比年率%	0.7	3.6	1.1	2.2	6.6	3.7	0.9	1.5					
前年同期比%	2.8	4.3	4.3	2.1	2.9	3.6	3.3	3.0	3.3	3.2	3.0	3.0	
政府最終消費支出	98.7	98.7	98.5	99.3	100.8	101.2	101.6	102.2	98.8	101.5	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.2	-0.2	-0.7	3.0	6.2	1.9	1.4	2.5					
前年同期比%	2.5	1.9	1.0	0.0	2.1	2.7	3.0	3.1	1.3	2.7	1.7	2.0	
公的固定資本形成	22.3	23.6	23.9	23.9	24.3	24.9	25.0	24.7	23.6	24.8	23.0	24.6	
前期比年率%	11.1	25.5	5.4	-1.2	7.8	9.9	0.8	-4.3					
前年同期比%	4.5	16.0	18.8	8.7	8.3	5.9	5.0	2.6	12.4	5.1	9.5	6.8	
公的在庫品増加	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.1	
財貨・サービスの純輸出	-10.9	-14.1	-18.2	-20.5	-13.5	-14.6	-11.8	-5.6	-15.9	-11.4	-13.6	-15.2	
財貨・サービスの輸出	78.4	78.8	79.0	83.5	83.9	86.5	91.5	91.1	80.0	88.3	77.5	86.4	
前期比年率%	26.2	2.3	1.0	24.5	2.1	12.8	25.6	-1.7					
前年同期比%	8.5	14.1	17.8	13.2	6.6	9.6	16.2	9.3	13.3	10.4	10.8	11.4	
財貨・サービスの輸入	89.2	92.9	97.2	104.0	97.4	101.1	103.3	96.7	95.9	99.7	91.2	101.5	
前期比年率%	20.2	17.6	19.7	31.0	-23.0	16.1	9.2	-23.2					
前年同期比%	10.3	17.9	24.5	22.2	8.6	8.7	6.9	-7.1	18.8	3.9	15.2	11.4	

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	2015		2016			2017			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2015	2016	2015	2016
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
国内総支出	499.8	502.0	504.6	507.1	509.9	513.6	517.4	523.1	503.5	516.2	501.8	512.2
前期比年率%	0.1	1.7	2.1	2.0	2.2	2.9	3.0	4.5				
前年同期比%	2.2	3.5	3.3	1.4	2.1	2.3	2.5	3.2	2.6	2.5	2.9	2.1
国内需要	505.5	507.9	509.8	512.1	514.9	518.7	522.8	530.2	508.8	521.8	507.1	517.2
前期比年率%	0.1	1.9	1.5	1.9	2.2	3.0	3.2	5.8				
前年同期比%	0.6	1.6	1.7	1.4	1.9	2.2	2.4	3.7	1.3	2.6	0.9	2.0
民間需要	378.3	380.9	383.4	385.8	388.2	391.6	395.2	402.2	382.3	394.5	380.4	390.2
前期比年率%	-0.0	2.9	2.6	2.5	2.5	3.5	3.8	7.3				
前年同期比%	0.4	2.0	2.4	2.1	2.5	2.8	3.0	4.5	1.7	3.2	0.8	2.6
民間最終消費支出	292.4	293.8	294.9	296.1	297.1	298.7	300.7	305.9	294.4	300.6	293.8	298.2
前期比年率%	-2.0	1.9	1.6	1.6	1.3	2.1	2.7	7.2				
前年同期比%	0.0	0.3	0.2	0.8	1.6	1.6	1.9	3.3	0.3	2.1	-0.6	1.5
民間住宅投資	14.7	15.1	15.4	15.6	15.8	16.4	16.7	17.0	15.2	16.5	15.0	16.1
前期比年率%	7.5	12.1	8.2	3.5	6.5	15.1	8.5	6.0				
前年同期比%	-3.5	6.5	9.1	7.7	7.5	8.2	8.3	9.0	5.0	8.3	-0.5	7.9
民間企業設備投資	71.2	72.0	73.0	74.1	75.3	76.6	77.9	79.5	72.7	77.5	71.8	75.9
前期比年率%	0.8	5.1	5.5	6.1	6.7	6.9	7.2	8.6				
前年同期比%	3.9	5.3	5.9	4.2	5.9	6.2	6.7	7.4	4.8	6.6	3.5	5.7
民間在庫品増加	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.0
公的需要	127.2	126.9	126.4	126.3	126.7	127.1	127.5	127.9	126.5	127.3	126.7	126.9
前期比年率%	0.6	-1.0	-1.6	-0.2	1.2	1.3	1.3	1.3				
前年同期比%	1.4	0.4	-0.3	-0.7	0.2	0.2	0.8	1.2	0.2	0.6	1.1	0.1
政府最終消費支出	101.8	102.3	102.6	103.1	103.5	104.0	104.4	104.9	102.4	104.2	102.2	103.7
前期比年率%	-1.7	1.8	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8				
前年同期比%	1.0	0.9	1.1	0.8	1.7	1.7	1.7	1.8	0.9	1.7	1.5	1.5
公的固定資本形成	25.4	24.6	23.7	23.2	23.1	23.1	23.1	23.0	24.1	23.1	24.5	23.1
前期比年率%	11.5	-11.5	-13.6	-8.5	-1.4	-0.7	-0.7	-0.7				
前年同期比%	4.0	-1.4	-5.3	-5.6	-8.7	-6.1	-2.7	-1.1	-2.8	-4.2	-0.4	-5.5
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	-5.7	-5.9	-5.2	-5.0	-5.0	-5.1	-5.4	-7.1	-5.4	-5.7	-5.6	-5.1
財貨・サービスの輸出	88.1	88.8	90.1	91.3	92.5	93.8	95.1	96.5	89.5	94.5	89.5	93.2
前期比年率%	-12.5	2.8	6.1	5.7	5.3	5.6	5.7	5.9				
前年同期比%	4.7	2.7	-1.7	0.2	5.2	5.6	5.7	5.6	1.4	5.5	3.6	4.1
財貨・サービスの輸入	93.8	94.6	95.3	96.3	97.5	98.9	100.5	103.6	94.9	100.1	95.0	98.3
前期比年率%	-11.6	3.6	2.6	4.6	5.1	5.9	6.5	12.7				
前年同期比%	-3.9	-6.3	-8.1	-0.4	4.1	4.5	5.7	7.5	-4.8	5.5	-6.4	3.5

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (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	2013	2014	2013	2014	
国内総支出	91.0	90.9	91.0	91.1	93.1	92.8	93.2	94.2	91.0	93.3	91.0	92.5	
前期比%	-0.2	-0.1	0.1	0.1	2.2	-0.3	0.4	1.1					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	2.2	2.1	2.4	3.5	-0.3	2.5	-0.6	1.7	
民間最終消費支出	93.0	93.3	93.8	93.9	95.5	95.5	95.6	95.2	93.5	95.5	93.3	95.1	
前期比%	-0.2	0.2	0.6	0.1	1.7	0.0	0.1	-0.5					
前年同期比%	-0.7	0.3	0.5	0.8	2.7	2.4	2.0	1.3	0.2	2.1	-0.3	2.0	
民間住宅投資	105.0	105.4	106.6	106.9	110.1	109.5	109.7	110.1	106.0	109.8	105.3	108.9	
前期比%	1.1	0.4	1.2	0.2	3.0	-0.5	0.2	0.3					
前年同期比%	2.1	3.0	3.4	2.9	4.9	3.9	2.9	2.9	2.9	3.6	2.3	3.5	
民間企業設備投資	94.9	95.1	95.4	95.5	96.1	96.3	96.7	96.8	95.3	96.5	95.0	96.1	
前期比%	0.2	0.2	0.3	0.2	0.6	0.2	0.5	0.1					
前年同期比%	0.4	1.2	1.2	0.9	1.2	1.2	1.4	1.3	0.9	1.3	0.7	1.1	
政府最終消費支出	96.6	96.6	96.4	97.3	98.7	98.9	98.9	99.3	96.7	98.9	96.7	98.4	
前期比%	-1.0	-0.0	-0.3	1.0	1.4	0.2	0.0	0.4					
前年同期比%	-0.1	-0.1	-0.5	-0.2	2.1	2.5	2.5	2.1	-0.2	2.3	-0.2	1.7	
公的固定資本形成	104.1	104.7	105.8	106.2	108.0	108.7	108.6	108.8	105.4	108.6	104.8	107.8	
前期比%	0.0	0.6	1.0	0.4	1.7	0.6	-0.1	0.1					
前年同期比%	0.9	1.7	2.3	2.0	3.8	3.8	2.6	2.4	1.8	3.0	1.3	2.9	
財貨・サービスの輸出	93.3	94.0	94.4	94.4	94.4	95.5	98.4	96.4	94.1	96.2	93.2	95.7	
前期比%	2.5	0.8	0.4	-0.0	-0.0	1.2	3.0	-2.0					
前年同期比%	9.1	11.1	10.3	3.7	0.9	1.8	4.4	2.0	8.5	2.3	9.5	2.7	
財貨・サービスの輸入	119.7	122.5	124.8	126.0	122.8	126.4	128.1	117.8	123.3	123.7	121.4	126.0	
前期比%	1.2	2.4	1.8	1.0	-2.5	2.9	1.4	-8.0					
前年同期比%	9.8	14.6	14.3	6.4	2.4	3.3	3.0	-6.9	11.3	0.3	11.7	3.7	

(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	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)	
国内総支出	94.6	94.6	94.7	94.8	94.9	95.1	95.3	95.7	94.7	95.3	94.5	95.0	
前期比%	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4					
前年同期比%	1.6	2.0	1.6	0.6	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	0.6	2.2	0.5	
民間最終消費支出	95.4	95.5	95.6	95.7	95.9	96.1	96.3	96.6	95.6	96.2	95.4	96.0	
前期比%	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	-0.1	-0.0	-0.0	0.6	0.5	0.6	0.8	0.9	0.1	0.7	0.3	0.6	
民間住宅投資	110.0	110.2	110.4	110.7	111.0	111.4	111.8	112.2	110.3	111.6	110.2	111.3	
前期比%	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	-0.1	0.6	0.7	0.6	1.0	1.2	1.3	1.4	0.5	1.2	1.1	1.0	
民間企業設備投資	97.1	97.2	97.3	97.5	97.7	98.0	98.4	98.7	97.3	98.3	97.1	97.9	
前期比%	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4					
前年同期比%	1.1	0.9	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1	1.3	0.8	1.0	1.0	0.8	
政府最終消費支出	98.5	98.6	98.7	98.8	98.9	99.0	99.1	99.2	98.5	98.9	98.7	98.9	
前期比%	-0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.3	-0.4	-0.2	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	-0.4	0.4	0.3	0.2	
公的固定資本形成	108.9	109.2	109.5	109.8	110.1	110.5	110.9	111.3	109.4	110.8	109.1	110.4	
前期比%	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4					
前年同期比%	1.0	0.4	0.8	0.9	1.0	1.3	1.3	1.4	0.8	1.3	1.2	1.1	
財貨・サービスの輸出	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5	97.2	97.5	
前期比%	1.2	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0					
前年同期比%	3.1	2.0	-1.0	1.3	0.1	0.0	0.1	-0.0	1.3	0.0	1.5	0.4	
財貨・サービスの輸入	117.2	117.5	117.6	117.8	118.0	118.1	118.3	118.5	117.5	118.2	117.4	118.1	
前期比%	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-4.7	-7.1	-8.3	0.2	0.7	0.6	0.7	0.5	-5.0	0.6	-6.8	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	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.6	0.6	-0.2	1.1	-1.9	-0.3	0.3	1.1	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	0.7	0.9	0.3	1.4	-2.8	-0.4	0.0	1.2	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	0.4	0.7	0.2	1.5	-2.8	-0.6	-0.0	1.2	1.8	-1.7	1.2	-0.3	
民間最終消費支出	0.6	0.2	-0.1	1.2	-3.1	0.2	0.2	0.2	1.5	-1.9	1.3	-0.8	
民間住宅投資	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.0	0.0	0.3	-0.4	0.3	-0.2	
民間企業設備投資	0.4	0.1	0.2	0.7	-0.7	-0.0	0.0	0.4	0.5	0.1	0.1	0.5	
民間在庫品増加	-0.6	0.3	0.1	-0.6	1.2	-0.6	-0.2	0.5	-0.5	0.5	-0.4	0.1	
公的需要	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.8	0.2	0.7	0.3	
政府最終消費支出	0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.4	0.0	
公的固定資本形成	0.1	0.2	0.0	-0.0	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	-0.3	-0.5	-0.2	0.9	0.1	0.3	-0.1	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	0.5	-0.0	-0.0	0.9	0.1	0.3	0.5	0.3	0.7	1.3	0.2	1.4	
財貨・サービスの輸入	-0.6	-0.3	-0.5	-1.2	0.8	-0.2	-0.2	-0.4	-1.2	-0.7	-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	-1.0	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	1.5	2.3	2.8	3.6	-0.2	-1.7	-1.9	-2.0	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	0.9	1.4	1.8	3.2	-0.4	-1.9	-2.2	-2.2	1.8	-1.7	1.2	-0.3	
民間最終消費支出	1.1	1.4	1.4	2.0	-1.8	-1.9	-1.5	-2.5	1.5	-1.9	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	-0.4	0.3	-0.2	
民間企業設備投資	-0.0	0.2	0.4	1.7	0.3	0.2	0.0	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.5	
民間在庫品増加	-0.4	-0.5	-0.4	-0.8	1.1	0.2	-0.2	1.0	-0.5	0.5	-0.4	0.1	
公的需要	0.7	0.9	1.1	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.2	0.7	0.3	
政府最終消費支出	0.5	0.4	0.3	0.0	-0.0	0.0	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	-0.2	-0.1	-0.5	-1.3	-0.2	0.2	1.1	1.2	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	-0.1	0.4	0.9	1.4	0.9	1.2	1.8	1.2	0.7	1.3	0.2	1.4	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.5	-1.5	-2.7	-1.1	-1.0	-0.7	0.0	-1.2	-0.7	-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	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2015	2016	2015	2016	
	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	1.1	1.9	0.7	1.6	
国内需要	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.9	1.1	1.7	0.4	1.4	
民間需要	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.8	1.0	1.6	0.3	1.5	
民間最終消費支出	-0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.9	0.1	0.8	-0.5	0.5	
民間住宅投資	0.1	0.1	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	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.8	0.4	0.7	
民間在庫品増加	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.4	-0.0	
公的需要	0.2	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	
公的固定資本形成	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	
公的在庫品増加	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.0	0.2	0.3	0.1	
財貨・サービスの輸出	-0.8	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.0	0.9	0.4	0.7	
財貨・サービスの輸入	0.5	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.0	-0.7	-0.1	-0.6	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	0.7	1.5	1.6	0.8	1.7	1.8	1.8	2.1	1.1	1.9	0.7	1.6	
国内需要	0.6	1.4	1.5	0.8	1.4	1.5	1.5	2.3	1.1	1.7	0.4	1.4	
民間需要	0.2	1.2	1.6	0.9	1.5	1.5	1.5	2.1	1.0	1.6	0.3	1.5	
民間最終消費支出	0.1	0.2	0.1	0.1	0.7	0.6	0.7	1.4	0.1	0.8	-0.5	0.5	
民間住宅投資	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.2	
民間企業設備投資	0.4	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	1.0	0.5	0.8	0.4	0.7	
民間在庫品増加	-0.2	0.3	0.6	0.1	-0.0	0.0	-0.1	-0.4	0.2	-0.1	0.4	-0.0	
公的需要	0.4	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	-0.1	
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
公的固定資本形成	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	
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	-0.0	-0.2	-0.1	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.0	0.2	0.3	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.3	0.1	-0.1	-0.2	0.9	1.0	1.0	1.0	0.0	0.9	0.4	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.2	-0.1	-0.0	0.1	-0.5	-0.6	-0.8	-1.1	-0.0	-0.7	-0.1	-0.6	

(注1) 四半期データの前期比は季節調整値、前年同期比は原系列。年度、暦年データは原系列。

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(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	2013	2014	2013	2014	
1. 世界経済													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	2.8	3.0	3.4	3.2	3.3	3.5	3.2	3.3	3.1	3.4	3.0	3.3	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	94.2	105.8	97.6	98.6	103.0	97.2	73.2	48.6	99.1	80.5	98.0	92.9	
前年同期比%	0.9	14.8	10.6	4.5	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	7.6	-18.7	4.1	-5.2	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	15,500	15,614	15,762	15,725	15,902	16,069	16,151	16,177	15,650	16,075	15,583	15,962	
前期比年率%	1.1	3.0	3.8	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6					
前年同期比%	0.9	1.5	2.5	1.7	2.6	2.9	2.5	2.9	1.7	2.7	1.5	2.4	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	232.1	233.4	234.2	235.4	236.8	237.5	237.0	235.2	233.8	236.7	233.0	236.7	
前期比年率%	-0.1	2.3	1.4	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1					
前年同期比%	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	-0.1	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	193.1	197.4	198.8	196.6	200.4	
前期比年率%	-1.4	2.2	1.6	4.2	3.4	0.5	-5.1	-11.2					
前年同期比%	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	-3.2	1.3	0.7	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	1.97	2.55	2.34	2.35	2.54	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	98.7	98.7	98.5	99.3	100.8	101.2	101.6	102.2	98.8	101.5	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.2	-0.2	-0.7	3.0	6.2	1.9	1.4	2.5					
前年同期比%	2.5	1.9	1.0	0.0	2.1	2.7	3.0	3.1	1.3	2.7	1.7	2.0	
名目公的固定資本形成 (兆円)	22.3	23.6	23.9	23.9	24.3	24.9	25.0	24.7	23.6	24.8	23.0	24.6	
前期比年率%	11.1	25.5	5.4	-1.2	7.8	9.9	0.8	-4.3					
前年同期比%	4.5	16.0	18.8	8.7	8.3	5.9	5.0	2.6	12.4	5.1	9.5	6.8	
為替レート (¥/\$)	98.8	98.9	100.4	102.8	102.1	103.9	114.5	119.1	100.2	109.9	97.6	105.8	
(¥/Euro)	129.6	130.7	139.9	140.3	139.5	137.8	143.8	132.6	135.1	138.4	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	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2015 (予)	2016 (予)	2015 (予)	2016 (予)
1. 世界経済												
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)												
前年同期比%	3.2	3.0	3.2	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.2	3.6	3.2	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)												
前年同期比%	57.8	45.8	46.5	47.2	47.9	48.6	49.3	50.0	49.3	49.0	49.7	48.3
	-43.9	-52.9	-36.5	-2.8	-17.1	6.1	6.0	5.9	-38.7	-0.8	-46.5	-2.9
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)												
前期比年率%	16,270	16,381	16,511	16,634	16,742	16,854	16,969	17,080	16,449	16,911	16,335	16,800
前年同期比%	2.3	2.8	3.2	3.0	2.6	2.7	2.8	2.6	2.3	2.8	2.3	2.8
消費者物価指数(1982=1984=100)												
前期比年率%	236.9	238.1	238.7	239.8	241.2	242.7	244.0	244.9	238.4	243.2	237.2	241.9
前年同期比%	3.0	2.0	1.0	1.9	2.4	2.5	2.0	1.6	0.7	2.0	0.2	2.0
生産者物価指数(最終財、1982=100)												
前期比年率%	194.8	198.8	198.9	198.9	199.3	202.9	202.7	201.5	197.9	201.7	196.4	201.0
前年同期比%	3.7	8.3	0.3	-0.0	0.8	7.4	-0.4	-2.3	-0.5	1.9	-2.0	2.3
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 (%)												
	2.17	2.38	2.46	2.68	2.86	3.02	3.23	3.44	2.42	3.14	2.24	2.95
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出(兆円)												
前期比年率%	101.8	102.3	102.6	103.1	103.5	104.0	104.4	104.9	102.4	104.2	102.2	103.7
前年同期比%	-1.7	1.8	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.9	1.7	1.5	1.5
名目的固定資本形成(兆円)												
前期比年率%	25.4	24.6	23.7	23.2	23.1	23.1	23.1	23.0	24.1	23.1	24.5	23.1
前年同期比%	11.5	-11.5	-13.6	-8.5	-1.4	-0.7	-0.7	-0.7	-2.8	-4.2	-0.4	-5.5
為替レート(¥/\$)												
(¥/Euro)	121.4	123.6	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	123.7	125.0	122.3	125.0
	135.0	135.7	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	140.0	137.7	140.0	135.8	140.0
無担保コール翌日物(期末、%)												
	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

(注1) 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。