

2015年11月20日 全65頁

第187回日本経済予測

エコミック・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187回日本経済予測

アベノミクスは第二ステージへ
～米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？～

実質 GDP：2015年度+0.8%、2016年度+1.5%

名目 GDP：2015年度+2.2%、2016年度+2.1%

第 187 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **日本経済は「景気後退」局面入りの可能性**: 2015 年 7-9 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+0.8% (前回: 同+1.0%)、2016 年度が同+1.5% (同: 同+1.7%) である。足下の日本経済は「景気後退」局面入りの可能性があるが、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、2016 年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。
- (2) **アベノミクスは第二ステージへ**: 本予測では、最初にアベノミクスの新三本の矢で強調された“分配”政策について考察した。わが国の厳しい財政状況に鑑みると、高齢者層から若年層へと財政支出の配分をシフトさせることで、合計特殊出生率の改善および労働生産性の向上を実現し、持続的な経済成長を達成するという視点が不可欠だ。また、社会保障制度全体の規模を「ダウンサイジング」して、受益と負担のバランスを回復すると同時に、メリハリの利いたきめ細かい制度設計を行い、国民の将来不安を解消することがカギとなる。他方、2015 年末にかけて議論されるとみられている「補正予算」についても、実効性の高い分配政策を講じることが肝要である。こうした観点からは、消費性向の高い低所得者や、所得階級にかかわらず子どもの数が多い世帯への所得再分配政策が効果的であるといえよう。
- (3) **米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか?**: 現在、中国をはじめとする新興国経済の減速などを背景に、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。本予測では、米国が早晩「出口戦略」を講じる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール(判断基準)について詳細な分析を行った。当社は、基本シナリオとして、FED の利上げペースが景気見合いで行われ、金融市場や実体経済を大きく動揺させることはない想定しているものの、FED の金融政策の動向については引き続き慎重に見極めていく必要があるだろう。
- (4) **日本経済のメインシナリオ: 緩やかな回復軌道へ**: 日本経済は、GDP 統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な 3 つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両者で明暗が分かれる結果となっている。いずれにしても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまり、2016 年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しである。
- (5) **日本経済のリスク要因: 中国経済の動向を中心に**: 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。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000 兆円以上の過剰融資」「400 兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が 600 兆～800 兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。
- (6) **日銀の金融政策**: 日銀の追加金融緩和は、2016 年春以降にずれ込むと予想している。日銀は、世界経済の動向やわが国の政治日程などを睨みつつ、慎重に金融緩和の時期を探るとみられる。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 15 年度▲0.7%、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 15 年度 122.6 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+2.4%、16 年+2.6%とした。

第187回日本経済予測（2015年11月20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	2.2	2.1	1.6	2.7	1.5
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	-0.9	0.8	1.5	-0.1	0.5	1.0
内需寄与度	-1.5	0.7	1.4	-0.1	0.2	1.0
外需寄与度	0.6	0.1	0.1	0.0	0.4	0.0
GDPデフレーター	2.5	1.4	0.5	1.7	2.1	0.5
全産業活動指数上昇率	-1.1	1.1	2.1	0.1	0.7	1.5
鉱工業生産指数上昇率	-0.5	-0.3	3.6	2.1	-0.7	2.2
第3次産業活動指数上昇率	-1.1	1.2	1.7	-0.4	0.9	1.1
国内企業物価上昇率	2.8	-2.1	0.7	3.2	-1.9	0.4
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	2.8	0.2	1.0	2.6	0.5	0.8
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	0.35	0.35	0.53	0.35	0.34
マネースtock (M2) 増加率	3.3	3.7	4.0	3.4	3.7	3.9
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-6.6	-0.7	-1.0	-10.4	-0.5	-0.6
経常収支（億ドル）	722	1434	1452	250	1399	1469
経常収支（兆円）	7.9	17.8	18.4	2.6	17.0	18.4
対名目GDP比率	1.6	3.5	3.6	0.5	3.4	3.6
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)	0.5 (0.3)	1.4 (0.8)	-1.3 (-0.8)	-0.6 (-0.4)	0.9 (0.5)
民間住宅投資	-11.6 (-0.4)	4.4 (0.1)	6.8 (0.2)	-5.1 (-0.2)	-1.7 (-0.1)	6.6 (0.2)
民間設備投資	0.5 (0.1)	0.1 (0.0)	4.7 (0.6)	4.0 (0.5)	-0.0 (-0.0)	2.7 (0.4)
政府最終消費	0.4 (0.1)	1.5 (0.3)	1.3 (0.3)	0.2 (0.0)	1.4 (0.3)	1.4 (0.3)
公共投資	2.0 (0.1)	-1.7 (-0.1)	-4.8 (-0.2)	3.8 (0.2)	-0.5 (-0.0)	-5.3 (-0.3)
財貨・サービスの輸出	7.9 (1.3)	1.4 (0.2)	5.5 (1.0)	8.4 (1.4)	3.2 (0.6)	4.1 (0.7)
財貨・サービスの輸入	3.6 (-0.7)	1.1 (-0.2)	5.4 (-0.8)	7.4 (-1.4)	0.9 (-0.2)	3.8 (-0.7)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.4	2.8	3.2	3.3	3.0	3.1
原油価格 (WTI、\$/bbl)	80.5	47.5	44.3	92.9	48.9	43.8
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率 (2009暦年連鎖価格)	2.7	2.4	2.6	2.4	2.4	2.6
米国の消費者物価上昇率	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	-0.7	-3.5	6.8	0.9	-4.1
為替レート (円/ドル)	109.9	122.6	125.0	105.8	121.1	125.0
(円/ユーロ)	138.4	133.4	130.0	140.3	134.0	130.0
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) 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 (11月20日)		前回予測 (9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	2.2	2.1	2.4	2.2	-0.1	-0.2
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	0.8	1.5	1.0	1.7	-0.2	-0.2
内需寄与度	0.7	1.4	0.9	1.6	-0.3	-0.2
外需寄与度	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.0
GDPデフレーター	1.4	0.5	1.4	0.5	0.1	0.0
全産業活動指数上昇率	1.1	2.1	0.2	2.1	0.9	0.0
鉱工業生産指数上昇率	-0.3	3.6	0.2	3.8	-0.4	-0.2
第3次産業活動指数上昇率	1.2	1.7	0.5	1.7	0.8	-0.0
国内企業物価上昇率	-2.1	0.7	-1.7	0.4	-0.4	0.3
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.2	1.0	0.0	0.8	0.1	0.2
失業率	3.3	3.2	3.3	3.2	0.0	0.0
10年物国債利回り	0.35	0.35	0.43	0.55	-0.08	-0.20
マネーストック(M2)増加率	3.7	4.0	3.6	4.0	0.2	-0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	-0.7	-1.0	-0.9	-1.1	0.2	0.1
経常収支(億ドル)	1434	1452	1432	1508	2	-56
経常収支(兆円)	17.8	18.4	17.3	18.1	0.5	0.3
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	0.5	1.4	0.1	1.3	0.5	0.1
民間住宅投資	4.4	6.8	4.5	7.0	-0.1	-0.2
民間設備投資	0.1	4.7	2.9	5.5	-2.7	-0.9
政府最終消費	1.5	1.3	1.3	1.3	0.3	0.0
公共投資	-1.7	-4.8	-3.6	-5.3	1.9	0.5
財貨・サービスの輸出	1.4	5.5	-0.9	4.8	2.4	0.6
財貨・サービスの輸入	1.1	5.4	-0.5	4.6	1.6	0.8
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	2.8	3.2	3.4	3.6	-0.5	-0.3
原油価格(WTI、\$/bbl)	47.5	44.3	49.4	45.5	-1.8	-1.2
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.4	2.6	2.7	2.8	-0.3	-0.2
米国の消費者物価上昇率	0.7	2.0	0.6	1.9	0.0	0.1
(3) 日本経済						
名目公共投資	-0.7	-3.5	-2.9	-4.1	2.2	0.6
為替レート(円/ドル)	122.6	125.0	120.9	120.0	1.7	5.0
(円/ユーロ)	133.4	130.0	135.3	135.0	-1.9	-5.0
無担保コール翌日物(期末、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

◎目次

1. アベノミクスは第二ステージへ	11
1.1 三本の矢は“成長”から“分配”へと軌道修正	11
1.1.1 高齢者向けに偏った日本の財政支出.....	13
1.1.2 少子化対策として“保育所の増設”は有効な手段.....	15
1.1.3 労働生産性向上の王道は“教育”	16
1.1.4 社会保障制度の抜本的な改革が不可欠.....	17
1.2 補正予算ではメリハリの利いたきめ細かい分配政策の実現を	20
1.2.1 補正予算：想定される内容と実体経済への押し上げ効果.....	20
1.2.2 所得再分配を通じた個人消費の活性化に期待.....	22
2. 米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？～グローバル経済の下振れリスクを検証する～ ..	25
2.1 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際	25
2.2 「世界株安・世界生産減」のメルクマールは何か？	29
2.3 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？	32
2.4 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？	34
2.5 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？	35
2.6 米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？	36
3. 日本経済のメインシナリオ：2016年にかけて緩やかな回復軌道へ	37
3.1 日本経済は「テクニカル・リセッション」入り	37
3.2 日本経済は正式に「景気後退」局面入りと判定されるのか？	39
3.2.1 過去のGDP統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りの可能性が否定できず.....	39
3.2.2 日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまる.....	41
4. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に	43
4.1 中国経済が抱える問題の全体像.....	44
4.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？	47
4.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し.....	48
5. 補論：マクロリスクシミュレーション	50
5.1 円高.....	50
5.2 原油高騰.....	51
5.3 世界需要の減少.....	51
5.4 金利上昇.....	51
6. 四半期計数表	53

第 187 回日本経済予測

アベノミクスは第二ステージへ

～米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？～

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「景気後退」局面入りの可能性

2015 年 7-9 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+0.8% (前回: 同+1.0%)、2016 年度が同+1.5% (同: 同+1.7%) である。足下の日本経済は「景気後退」局面入りの可能性があるが、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、2016 年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。

2015 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.8% (前期比▲0.2%)

2015 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.8% (前期比▲0.2%) と、市場コンセンサス (前期比年率▲0.2%、前期比▲0.1%) を下回った。実質 GDP のマイナス成長は 2 四半期連続である。個人消費と輸出が増加に転じたものの、設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げた。海外の「2 四半期連続のマイナス成長=景気後退」という基準に従えば、日本経済は景気後退局面入りしたと評価できる。ただし、今回のマイナス成長の主因が在庫調整であることやマイナス幅が小幅なものにとどまったことを勘案し、さらには実質 GDP の水準を均して基調を判断すると、実態として景気が大きく腰折れしたとは考えていない。

7-9 月期の実質 GDP の内容を踏まえると、市場では 2015 年度補正予算に対する期待感が一段と高まることになろう。現在のところ、補正予算のテーマとして、TPP (環太平洋戦略的経済連携協定) 関連や 1 億総活躍社会の実現といった中期的な視点のものが一定のウエイトを占めると見込まれるが、足下で冴えない民間需要を浮揚させるような対策が打ち出されるか否かにも注目したい。

需要項目別動向：設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げ

2015 年 7-9 月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比+0.5%と 2 四半期ぶりの増加となったが、4-6 月期の減少幅 (同▲0.6%) を取り戻しておらず、個人消費の回復ペースに力強さは見られない。均してみると、個人消費は横ばい圏で推移していると評価できる。この背景としては、雇用・所得環境の改善に伴う実質雇用者報酬の増加が押し上げに寄与した一方で、食料品などの値上げラッシュを背景に、家計の節約志向の高まりが重石になっていることなどが指摘できる。個人消費の内訳を見ると、4-6 月期の落ち込みからの反動もあって、内訳の

財・サービスの全4項目がプラスとなった。耐久財（同+1.4%）と半耐久財（同+2.6%）は、2四半期ぶりに増加した。4月の軽自動車増税などに伴い低迷していた自動車販売に反転の動きが出てきたことや、気温低下を受けて秋物衣料品の売れ行きが良好だったことなどがプラスに作用した格好だ。非耐久財は、同+0.2%と小幅ながらも2四半期ぶりに増加した。サービスは同+0.4%と4四半期連続のプラスとなり、堅調な推移が続く。

住宅投資は前期比+1.9%と3四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は、家計の雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利などを背景に、緩やかな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増加傾向が継続している。

設備投資は前期比▲1.3%と2四半期連続の減少となり、これまでの増勢一服が鮮明になった格好だ。また、日銀短観や日本政策投資銀行のアンケート調査では、企業の設備投資に対する前向きな姿勢が示されているが、それとは対照的な結果となった。設備投資の一致指標である資本財総供給や資本財出荷の動向を確認すると、電力用と輸送用が前期に減少した反動などもあってプラスに寄与した一方で、製造設備用や事務用といった項目が押下げに寄与した模様だ。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.5%ptと3四半期ぶりのマイナス寄与となり、実質GDPを大きく押し下げた。当社は、4-6月期のGDP統計について、最終需要が弱い中で在庫が積み上がっており、今後の在庫調整が懸念材料であると指摘してきたが、それが7-9月期から顕在化した格好だ。全ての内訳がマイナスに寄与し、特に流通在庫の押下げ寄与が大きい。

公共投資は前期比▲0.3%と小幅ながらも2四半期ぶりに減少した。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おり、先行指標から時間的なラグを伴って公共投資もマイナスに転じた格好だ。

輸出は前期比+2.6%と2四半期ぶりの増加となった。中国をはじめとする新興国経済の減速を背景に、貿易統計ベースの「財」の輸出は弱い動きが続いている。特に、海外の企業部門の弱さや資源安などを背景に資本財や素材等が冴えない。しかし、SNA（国民経済計算）ベースに組み替えた輸出が貿易統計ほどに悪くないことや、訪日外国人の増加などを受けてサービス輸出が増加したことなどが押し上げに寄与した模様である。輸入も前期比+1.7%と2四半期ぶりに増加した。輸出の増加幅が輸入の増加幅を上回った結果、外需（純輸出）寄与はゼロ近傍ながらも同+0.1%ptのプラスとなった。

GDPデフレーターは前期比+0.2%と4四半期連続で上昇した。上昇幅は前期（同+0.3%）から小幅に縮小したものの、総じて底堅く推移している。国内需要デフレーターが同+0.2%と2四半期連続の上昇となった一方で、輸出デフレーターがマイナスに転じたことなどが全体の重石となった。なお、GDPデフレーターの前年比は+2.0%と、7四半期連続の上昇、上昇幅は前期から拡大した。名目GDPは前期比年率+0.1%（前期比+0.0%）と小幅ながらも4四半期連続の増加となった。

先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は海外経済減速の影響が緩和する中で、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などを受けて、「踊り場」局面から徐々に持ち直すと予想している。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも持ち直しの動きが続くと見込む。現在、毎月勤労統計でみる名目賃金は、統計のサンプル替えの影響などで冴えない動きが続く。しかし、今年の春闘におけるベースアップの動向や他のボーナス調査の動向を踏まえると、賃金の実態はこの統計で見る以上に底堅いと考えている。また、良好な雇用環境や最低賃金の引き上げなどによって、パート・アルバイトの賃金上昇が続いており、年金改定率の上昇を受けて年金受給世帯の可処分所得も一定程度増加している。さらには、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が続くことや、雇用者数の増加傾向が続いていることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。

住宅投資は、雇用・所得環境の改善と低い住宅ローン金利に下支えされ、底堅い動きが続くと予想している。加えて、2016年に入ると、消費税の再増税を見据えて住宅購入を検討する世帯が徐々に増加し始めることもプラスに作用しよう。ただし、先行指標である住宅着工戸数の増勢が鈍化していることを踏まえると、しばらく増加テンポは緩やかなものにとどまると想定している。なお、最近発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題の行方には若干注意したい。この問題が長期化することになれば、新築マンションの安全性への不信感が高まり、消費者が購入を先送りする可能性がある。過去を振り返ると、2005年に発覚した耐震強度偽装事件を受けて2007年に建築基準法が改正され、それによって住宅投資が大きく落ち込んだことは記憶に新しいところである。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々に剥落する中で、減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負や受注状況の頭打ち傾向が強まっており、基調としては、それに沿って推移すると考えている。

輸出は、海外経済減速の影響が緩和する中で、強弱入り混じりながらも緩やかな回復基調が続くと考えている。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いており、耐久財を中心に輸出の増勢回復が見込まれる。欧州経済については原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による量的緩和政策の効果などから緩やかに持ち直しており、12月にはECBの追加緩和も期待される。このため、夏場に弱さの見られた欧州向け輸出も徐々に増加基調へ復するだろう。アジア経済に関しては、中国の預金準備率引き下げや利下げなどによる実体経済の底上げ効果が個人消費などで確認され始めており、消費財等を中心として一段の需要減少は回避される公算が大きい。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加するとみている。日銀短観などの設備投資計画調査では、設備投資に対して前向きな姿勢が示されており、更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。ただし、現在の企業マインドは実態よりやや強気であるとみており、今後の下振れリスクに注意する必要があるだろう。これは、中国をはじめとする新興国経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて輸出が停滞し、個

人消費の回復ペースも冴えない中で、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。加えて、先行指標である機械受注に弱さが見られる点にも留意したい。

アベノミクスは第二ステージへ

本予測では、最初にアベノミクスの新三本の矢で強調された“分配”政策について考察した。わが国の厳しい財政状況に鑑みると、高齢者層から若年層へと財政支出の配分をシフトさせることで、合計特殊出生率の改善および労働生産性の向上を実現し、持続的な経済成長を達成するという視点が不可欠だ。また、社会保障制度全体の規模を「ダウンサイジング」して、受益と負担のバランスを回復すると同時に、メリハリの利いたきめ細かい制度設計を行い、国民の将来不安を解消することがカギとなる。他方、2015年末にかけて議論されると見られている「補正予算」についても、実効性の高い分配政策を講じることが肝要である。こうした観点からは、消費性向の高い低所得者や、所得階級にかかわらず子どもの数が多い世帯への所得再分配政策が効果的であるといえよう。

米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？：グローバル経済の下振れリスクを検証する

現在、中国をはじめとする新興国経済の減速などを背景に、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。本予測では、米国が早晩「出口戦略」を講じる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール（判断基準）について詳細な分析を行った。当社は、基本シナリオとして、FEDの利上げペースが景気見合いで行われ、金融市場や実体経済を大きく動揺させることはない想定しているものの、FEDの金融政策の動向については引き続き慎重に見極めていく必要があるだろう。

日本経済のメインシナリオ：2016年にかけて緩やかな景気回復軌道へ

日本経済は、GDP統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な3つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両方で明暗が分かれる結果となっている。いずれにしても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまり、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しである。

日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

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、中国経済の動向に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済

の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。

日銀の金融政策

日銀の追加金融緩和は、2016 年春以降にずれ込むと予想している。日銀は、世界経済の動向やわが国の政治日程などを睨みつつ、慎重に金融緩和の時期を探るとみられる。

1. アベノミクスは第二ステージへ

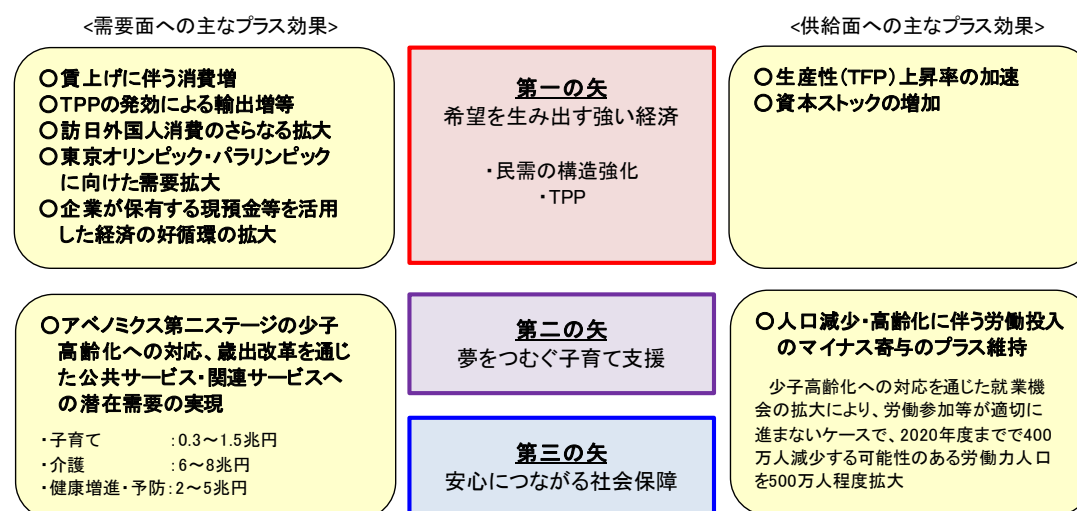
1.1 三本の矢は“成長”から“分配”へと軌道修正

安倍総理は2015年9月24日に行われた記者会見で、従来の三本の矢に代わる新たな三本の矢を発表した。新三本の矢は、①名目GDP600兆円を目標とする「希望を生み出す強い経済」、②希望出生率=1.8を目指す「夢をつむぐ子育て支援」、③介護離職ゼロを目標とする「安心につながる社会保障」である。新三本の矢では、“成長”戦略が第一の矢に集約される一方で、第二・第三の矢で“分配”を重視する姿勢が示されており、もっぱら“成長”に主眼を置いていた旧三本の矢からの軌道修正が図られている。安倍総理は、新三本の矢を放つことによって全ての国民が活躍できる「一億総活躍社会」の実現を目指す方針である。

政府が目指す一億総活躍社会を実現させるためには、旧三本の矢の時代から推進してきた成長戦略を加速させることに加えて、社会保障制度の抜本的な改革などを通じて、わが国最大の課題ともいえる少子高齢化問題の解決を図っていく必要がある。しかし、わが国では国民に適正な負担を求めることなく、高齢化の進展に伴い福祉のレベルだけを上げてきたこともあり、とりわけ1990年代以降、社会保障費の増大とともに政府の債務残高が雪だるま式に積み上がってきた。このため、新三本の矢の実行に際して、政府は更なる社会保障費の増大が難しい中で、国民に安心感を与える持続可能な社会保障制度を構築するという難題に直面している。

そこで、本章では、最初に社会保障費の拡大余地が限られる中で、費用対効果の観点からどのような分配政策を実施していくべきか、という点について考察する。さらに、持続可能な社会保障制度の構築に向けた方策や、2015年末にかけて議論するとみられている、補正予算の効果などについても論じていくこととしたい。

図表1：アベノミクス第二ステージの需要面・供給面への主な効果



(出所)平成27年第17回経済財政諮問会議資料(平成27年11月4日)より大和総研作成

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

具体的な議論に入る前に、アベノミクスが日本経済に与えた影響について検証しておきたい。安倍政権の成立以降、円安傾向が続いてきたことは、企業部門全体に大きなプラス効果をもたらしてきたが、一方で分配面では大きな偏りが生じているのも事実である。

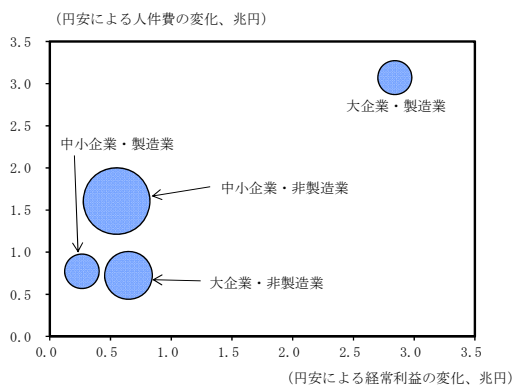
図表 2、3 は、安倍政権が成立した 2012 年 12 月以降の円安が、企業部門に与えた影響を試算したものである。2013 年 1-3 月期から 2014 年 10-12 月期までの期間で、企業の経常利益は 4.3 兆円程度押し上げられた計算となる。また、人件費に関しては 6.2 兆円程度、設備投資については 1.1 兆円程度の押し上げ効果があったとみられる。

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。円安進行の主な直接効果は輸出金額の増加であるため、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おいて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。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、「直接効果+波及効果」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、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。他方、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だけでは、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。

アベノミクス第二ステージでは、旧三本の矢の実施によって実現した、円安による企業収益の改善などの成果を認めたい一方で、大企業・製造業に偏った恩恵の果実を中小企業や非製造業に対して分配するよう是正していく必要があるだろう。このような観点から、分配面にも配慮する姿勢を示したアベノミクスの新三本の矢の基本的な方向性は正しいと考える。

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～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

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
	経常利益に対する割合 (%)	3.4	6.7	7.2	3.7	1.5	1.3	2.0
直接効果	変化額 (10億円)	-1,284	1,306	1,418	-112	-2,591	-2,025	-565
	経常利益に対する割合 (%)	-1.0	2.8	3.6	-1.6	-3.3	-4.0	-2.0
波及効果	変化額 (10億円)	5,588	1,799	1,422	377	3,789	2,674	1,115
	経常利益に対する割合 (%)	4.4	3.9	3.6	5.2	4.8	5.2	4.0
人件費	変化額 (10億円)	6,175	3,844	3,072	772	2,331	724	1,607
	人件費に対する割合 (%)	1.9	3.7	4.7	2.0	1.0	0.8	1.2
設備投資	変化額 (10億円)	1,118	779	697	81	339	197	142
	設備投資に対する割合 (%)	1.6	3.2	3.6	1.5	0.7	0.6	1.0

(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

1.1.1 高齢者向けに偏った日本の財政支出

日本の財政支出の中身はユーロ圏の脆弱な国との類似性を有する

厳しい財政状況の中で、わが国は費用対効果の観点から、どのような「分配政策」を実施していくべきなのだろうか？

政府債務残高対名目 GDP 比の水準が先進国の中で突出して高いわが国において、無尽蔵に歳出を増加させることは難しい。したがって、分配政策を講じるにあたり、財政収支のバランスに配慮しつつ、費用対効果の観点から最も効果的な施策を選択していく必要があることは言うまでもなからう。

まず、わが国の財政支出の現状について、支出額の面から国際比較を行いたい。**図表 4** は OECD 加盟国について、高齢関係支出額と家族関係支出額の対名目 GDP 比を示したものである。高齢関係支出とは、年金や在宅介護を含む現金および現物給付額、家族関係支出とは、児童手当や保育・就業前教育を含む現金および現物給付額のことを指している。図表の 45 度線より右下に位置していれば、高齢関係支出の方が家族関係支出よりも多く、高齢者向けの支出が相対的に手厚い国だということができる。

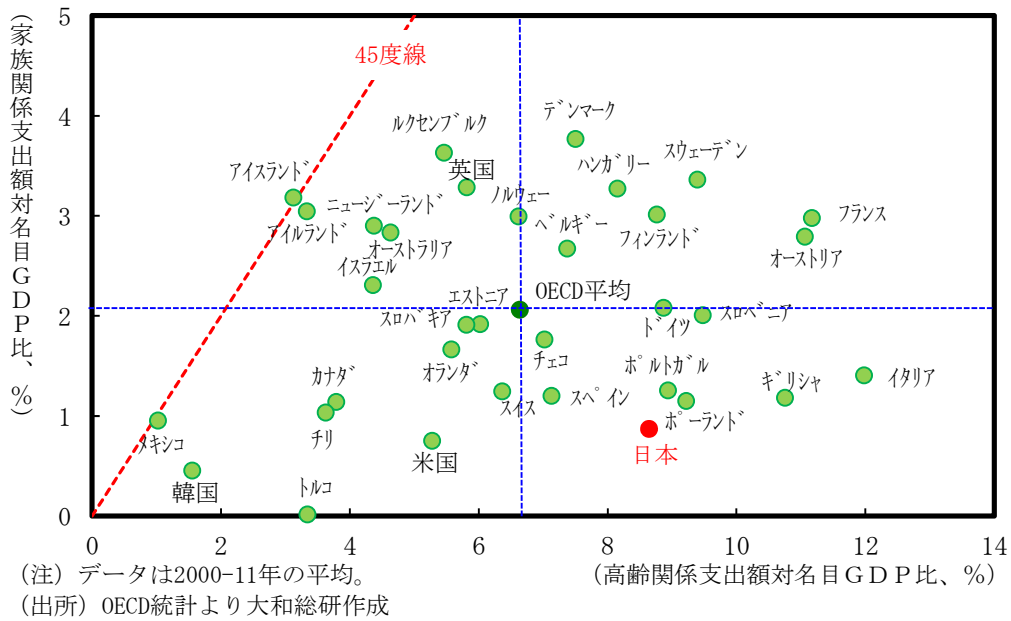
OECD 加盟国のうち、45 度線よりも左上に位置しているのはアイスランドのみであり、その他の国は 45 度線よりも右下に位置している。多くの先進国で高齢化が進行する中、高齢者向けの社会保障を手厚くせざるを得ないことが背景にあるのだろう。日本も 45 度線より右下に位置しており、しかも他の OECD 諸国と比較して家族向け手当が少なく高齢者向けの保障が手厚い部類に属することが分かる。なお、日本の周囲を見ると、ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインといったユーロ圏の中でも低成長で、かつ財政に不安を抱える国が集まっている点は興味深い。日本を含むこれらの国々が低成長にさいなまれ、かつ財政に不安を抱えるようになった要因として、高齢関係支出がかさむ中で、将来への投資とも言える家族関係支出が不足していたことや、「高福祉・低負担」社会を志向していたことなどが指摘できよう。

若年層向けの支出が手厚い国は合計特殊出生率も高い傾向

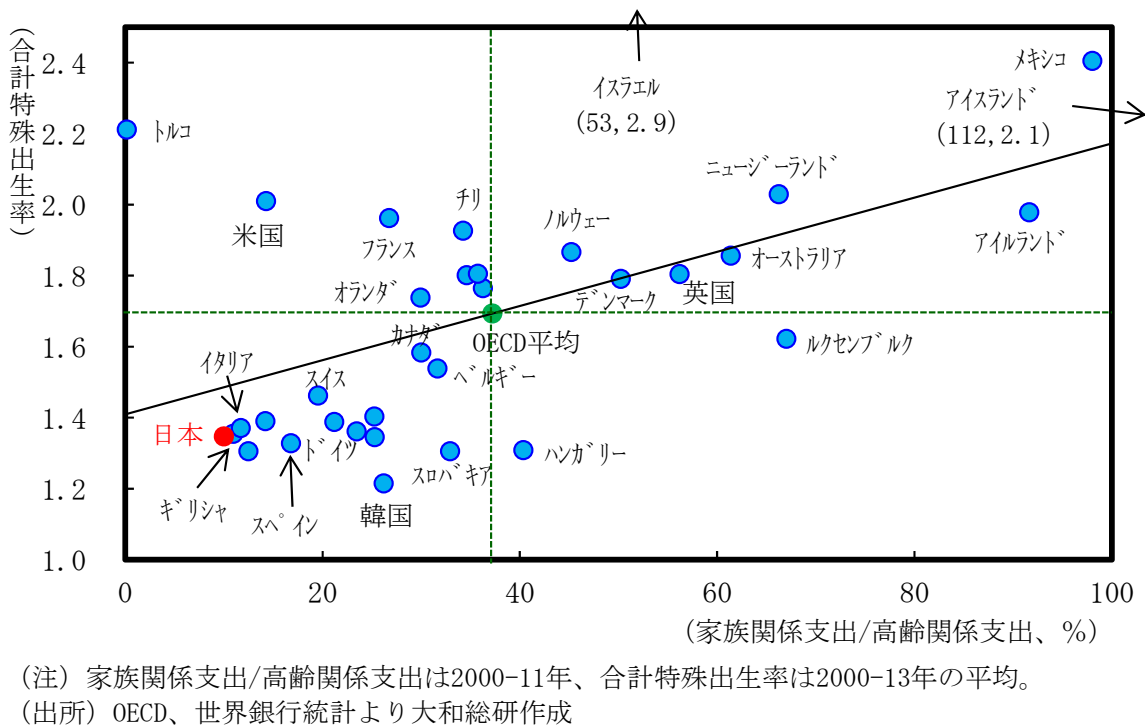
次に、OECD 加盟国の家族関係支出と高齢関係支出の比率と、合計特殊出生率との関係を見てみよう。**図表 5** では、高齢関係支出と比べた家族関係支出の割合（＝「家族関係支出／高齢関係支出」）が高いほど、合計特殊出生率が高くなる傾向にあることが示されている。日本の「家族関係支出／高齢関係支出」は OECD 加盟 34 ヶ国中、トルコに次いで 2 番目に低く、合計特殊出生率も低い部類に属している。一方、アイスランドやアイルランドといった家族関係支出の比率が相対的に高い国では合計特殊出生率が総じて高い傾向がある。家族関係支出が手厚ければ、子育てや教育費、普段の生活に対する不安が少なくなることが一因であると推察される。

以上の国際比較から次のことがいえるだろう。現在の日本の財政支出は、国際比較をすると高齢者向けに偏っている。高齢者層に対する支援をないがしろにすることは難しいが、社会保障費を無尽蔵に拡大させることが叶わない中、合計特殊出生率の引き上げを目指すなど、日本社会の活力を取り戻す施策を行っていくためには、家族関係支出への比重を高める方向で財政支出の中身を組み替えていく必要があるだろう。

図表 4 : OECD 加盟国の高齢関係支出額、家族関係支出額の対名目 GDP 比



図表 5 : OECD 加盟国の家族関係支出/高齢関係支出と合計特殊出生率



1.1.2 少子化対策として“保育所の増設”は有効な手段

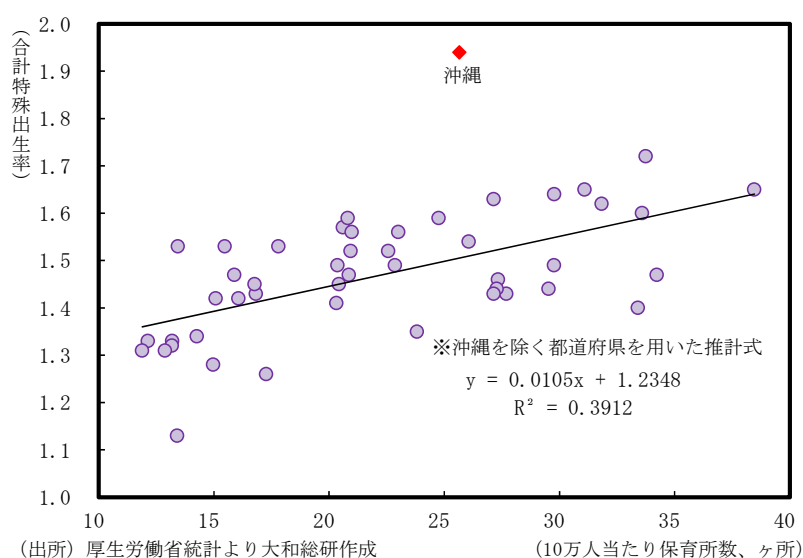
合計特殊出生率の引き上げには保育所の増設が効果的

1950年に3.65だったわが国の合計特殊出生率は、長期にわたる低下傾向を示し、2005年には過去最低となる1.26まで落ち込んだ。その後、団塊ジュニア世代が結婚・出産期を迎えたため、合計特殊出生率はいったん上昇に転じたが、2014年には1.42と9年ぶりに低下した。こうした合計特殊出生率の趨勢的な低下の背景としては、未婚化や晩婚化、晩産化の進展が挙げられる。現在の人口規模を維持するためには、合計特殊出生率を2.08程度まで引き上げる必要があるが、このまま合計特殊出生率が低位で推移すれば、わが国の人口は今世紀半ばにも1億人の大台を割り込むとみられている。人口の減少は経済活動を含む国の活力そのものを喪失させかねず、実効性のある少子化対策の策定が急務となっている。

合計特殊出生率の引き上げ（あるいは現状維持）に有効な手段として挙げられるのが、保育所の増設である。図表6は、都道府県別のデータを利用して、人口10万人当たりの保育所数と合計特殊出生率の関係を示したものである。図表から、人口10万人当たりの保育所数と合計特殊出生率の間には正の相関、つまり保育所数が多い都道府県ほど合計特殊出生率が高い傾向にあることが確認できる。これは、内閣府が平成26年度に実施した「結婚・家族形成に関する意識調査」のアンケートにおいて、「妊娠・出産に積極的になる要素」として「幼稚園・保育所などの費用補助」や「幼稚園・保育所などの充実」といった項目を挙げる人の比率が高かったこととも整合的である¹。

したがって、家族関係支出を拡充する際、まずは保育所の増設に注力するなど、子どもを育てる環境を今以上に改善させていくことが、合計特殊出生率を上昇させる有効な手段になるとみられる。

図表6：人口10万人当たりの保育所数と合計特殊出生率



¹ 内閣府 平成26年度「結婚・家族形成に関する意識調査」報告書
<http://www8.cao.go.jp/shoushi/shoushika/research/h26/zentai-pdf/index.html>

1.1.3 労働生産性向上の王道は“教育”

子育て世帯から求められる教育負担の軽減

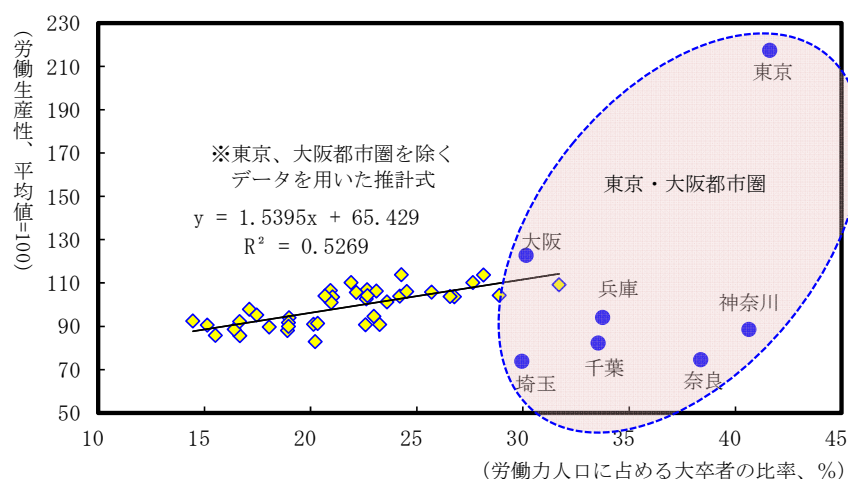
わが国の総人口は2009年、生産活動を支える15歳から64歳までの生産年齢人口は1996年をピークに減少に転じ、経済成長の重石となっている。急速な人口減少に直面する日本経済が持続的な成長を実現する方法として、教育投資を強化することで労働生産性を引き上げる、つまり、一人一人がより付加価値の高い仕事をできるようにすることが考えられる。

図表7は、大卒者人口が労働力人口に占める比率と、労働生産性の関係を示している。労働生産性の計算上、周辺の県から多くの大卒労働者が通勤してくる東京や大阪の労働生産性は高く、大卒労働者が大都市に流出する埼玉や千葉、奈良などの大都市周辺の県では労働生産性が低位にとどまる傾向がある。しかし、これら大都市圏のデータを取り除くと、大卒者人口が労働力人口に占める比率と労働生産性には正の相関があることが確認できる。つまり、大卒者人口比率が上昇すれば、労働生産性が向上する傾向があると推察されるのだ。

しかし、高等教育を受ける大卒者人口比率を上昇させるにあたり、教育費の問題が大きな壁となっている。厚生労働省によれば、幼稚園から大学まで全て公立であったとしても、教育費は平均で約800万円かかる。国立社会保障・人口問題研究所が行ったアンケート調査でも、「理想の子ども数を持たない理由」として、「子育てや教育にお金がかかりすぎるから」との意見が最も多い²。

すなわち、教育費負担を軽減させることができれば、若者の大学への進学意欲が増し、大卒人口比率の上昇につながる可能性があるといえよう。また、教育費に対する不安は、男女ともに子どもが欲しくない最大の理由ともなっていることから、将来の教育費に対する不安を取り除くことができれば、合計特出生率の回復にも貢献し得ると考えられる。

図表7：都道府県別 労働力人口に占める大卒者比率と労働生産性



(注) 労働生産性=県内総生産÷(雇用者数×年間実労働時間)。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

² 国立社会保障・人口問題研究所 第14回「出生動向基本調査」
<http://www.ipss.go.jp/ps-doukou/j/doukou14/doukou14.asp>

1.1.4 社会保障制度の抜本的な改革が不可欠

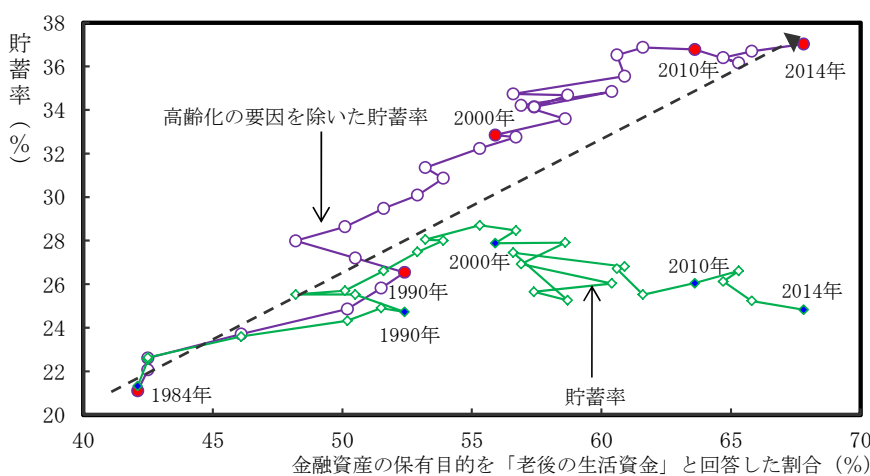
将来不安が貯蓄率を押し上げ、家計の消費を抑制している可能性

ここまで高齢者層から若年層へと財政支出の配分をシフトさせることの必要性を指摘してきたが、高齢者層の反発が予想されるほか、(将来高齢者層になる) 中年層と若年層の将来不安を増幅させることにもなりかねないため、実現は容易ではない。

実際、わが国では年金制度の持続可能性に対する懐疑的な見方などを背景とする、将来不安が家計の貯蓄率を押し上げている可能性がある。「金融資産の保有目的」に関するアンケート調査を見ると、1980年代以降、国民が金融資産を保有する目的として「老後の生活資金」を挙げる割合が増加傾向をたどっている。つまり、国民は老後の不安から、消費を切り詰めて、貯蓄を増やしている可能性が高く、高齢者層から若年層への分配のシフトはこうした傾向を一段と強めるリスクがある。

図表 8 は、縦軸にわが国の貯蓄率（家計調査ベース）を、横軸に「金融資産の保有目的」に関するアンケート調査の中で、金融資産を保有する目的として「老後の生活資金」と回答した割合をとった図表である。わが国では高齢化が進行するにつれて、貯蓄を取り崩して生活する国民が増加していることから、実際の貯蓄率は2000年頃を境に低下傾向にある。しかし、高齢化の要因を除いた貯蓄率を見ると、国民の将来不安が高まるのと平仄を合わせる形で、貯蓄率が上昇している。お金の使い道は、基本的に消費に回すか、貯蓄をするかのいずれかである。将来不安を背景に貯蓄率が上昇傾向にあるということは、一方で国民が消費を控えていることを意味する。つまり、現在の社会保障制度の持続可能性に対する懐疑的な見方などを背景に、国民が将来への不安感を強めていることは、貯蓄率の上昇一すなわち、個人消費の不振などを通じて日本経済の低迷を招いている可能性がある。

図表 8 : 老後の生活資金計画と貯蓄率



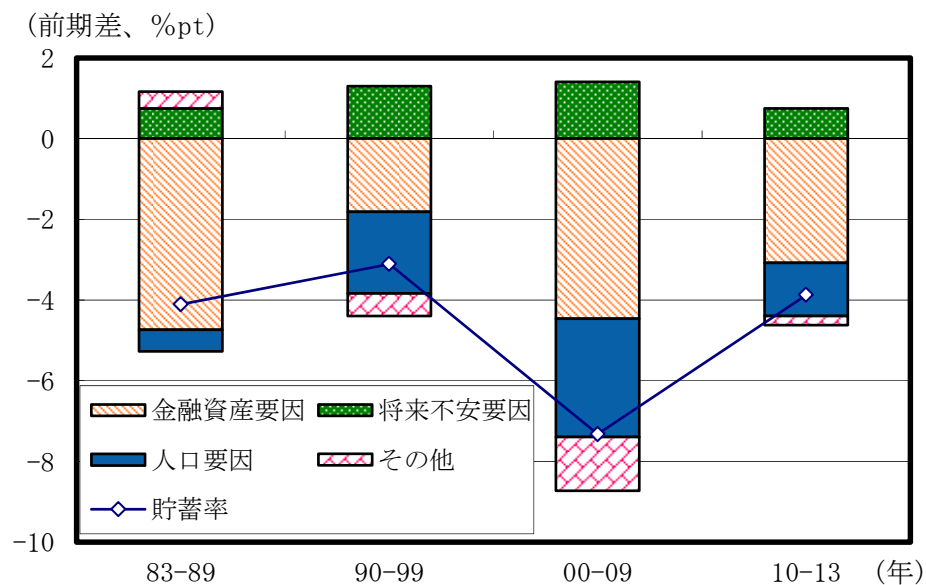
(注) 貯蓄率は、家計調査の「黒字率」。高齢化の要因は、貯蓄率を推計して求めた。
推計式は以下の通り。
貯蓄率=17.97-0.77×高齢化率+0.16×将来への不安+0.01×家計資産(-)
高齢化率、家計資産要因は1%有意、将来への不安要因は5%有意。
将来への不安は、金融資産の保有目的を「老後の生活資金」と回答した割合。

(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

1983年以降、将来不安要因が貯蓄率を4%pt 強押し上げ

図表9は、わが国の貯蓄率（2005年度基準のSNAベース）を、①金融資産要因（家計金融資産対GDP比、1期ラグ）、②将来不安要因（老後のための貯蓄割合、1期ラグ）、③人口要因（従属人口比率、1期ラグ）、という3つの要因によって推計したものである。推計結果によれば、1983年以降の累計では、「②将来不安要因」がわが国の貯蓄率を4%pt 強押し上げてきた可能性が示唆される。

図表9：貯蓄率の要因分解



(注1) 金融資産要因は家計金融資産対GDP比を、人口要因は従属人口比率を、将来不安要因は金融広報中央委員会調査において、金融資産の保有目的として「老後の生活資金」を挙げた人の割合を用いている。貯蓄率は2005年度基準のSNAベース。

(注2) 推計式は以下の通り。

$$\text{貯蓄率} = 26.2 - 8.7 * \text{家計資産対GDP比} (-1) + 0.18 * \text{老後のための貯蓄割合} (-1) - 0.27 * \text{従属人口比率}$$

家計資産対GDP比、将来不安要因は1%有意。従属人口比率は5%有意。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、金融広報中央委員会統計より大和総研作成

結論：財政支出を高齢者層から若年層にシフトさせると同時に、社会保障制度を抜本的に改革
最後に本節の結論をまとめておこう。

日本の財政支出は国際的に見て高齢者向けに偏っている。厳しい財政状況に鑑みると、社会保障費を無尽蔵に拡大させることが叶わない中、高齢者層から若年層へと財政支出の配分をシフトさせることで、合計特殊出生率の改善および労働生産性の向上を実現し、持続的な経済成長を達成するという視点が不可欠だ。

わが国の社会保障制度の最大の課題は、国民が漠然と抱いている不信感を払しょくすることである。より具体的には、日本の社会保障制度は、①受益と負担が見合っていないため、将来的な持続可能性に不安が残る、②メリハリが利いておらず、本当に困っている人のところにきめ細かくお金が行き渡っていない、という2つの問題点を抱えている。

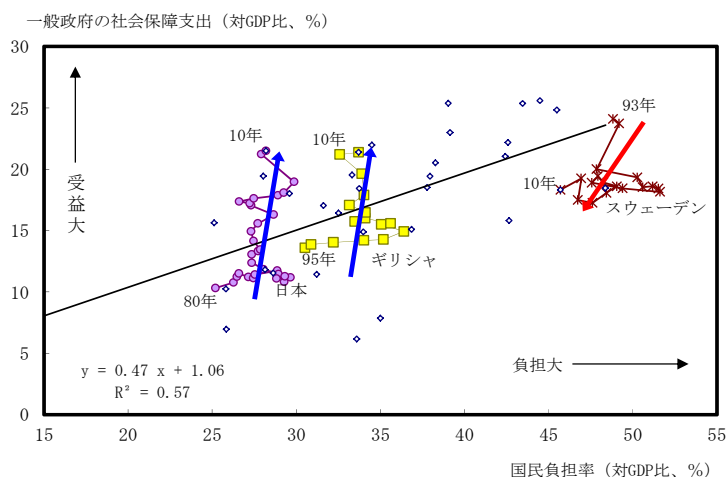
マクロ的に見ると、わが国の社会保障制度は、従来「中福祉・低負担」と言われてきたが、現状は「高福祉・低負担」の状態に近づいている（**図表 10**）。受益と負担が見合っていない以上、社会保障制度を量的に拡大させることは困難であり、一定の「ダウンサイジング」が不可欠だ。

中国に「朝三暮四」という故事がある。

猿に与えるえさを節約しようと思った「宋の狙公(そこう)」が、「朝3つ、夜4つ」与えるといたら怒った猿が、「朝4つ、夜3つ」与えると言ったら喜んだという故事である。理性的な国民の多くは、世界に例を見ない急速な高齢化社会の進展などを勘案すると、現状の様な大盤振る舞いを続けていけば、いずれは社会保障制度の持続可能性に大きな疑問が生じざるを得ないことに対して、漠然とした不安を感じているのである。

今後は社会保障制度全体の規模を「ダウンサイジング」して、受益と負担のバランスを回復すると同時に、メリハリの利いたきめ細かい制度設計を行い、国民の将来不安を解消することがカギとなる。「一億総活躍社会」の実現に向けて、安倍政権には英断が求められているといえよう。

図表 10：OECD 諸国の国民負担と社会保障（2010年）



（注）日本の推移は80年、ギリシャは95年、スウェーデンは93年から10年まで。
（出所）OECD統計より大和総研作成

1.2 補正予算ではメリハリの利いたきめ細かい分配政策の実現を

1.2.1 補正予算：想定される内容と実体経済への押し上げ効果

前節では、アベノミクスが抱える中長期的な課題に焦点を当てて、主として「分配政策」について論じた。本節では視点を变えて、短期的な景気動向という観点も踏まえて、2015 年末にかけて議論されるとみられている「2015 年度補正予算」について考察する。今回の補正予算では、財政出動などによる日本経済の下支えに加えて、新三本の矢と同様に「分配政策」への目配りがポイントになる。以下では、補正予算について、その想定される内容と実体経済への押し上げ効果を分析したうえで、短期的な経済対策として、効果的な所得の再分配政策のあり方について論じたい。

補正予算によって 2016 年度の実質 GDP が+0.4%pt 程度押し上げられる計算

当社では 3 兆円規模の補正予算が組まれると予想している（なお、現時点で当社の経済見直しには、補正予算の効果を織り込んでいない）。具体的な内容としては、公共投資や政府支出といった公的需要関連の予算が中心になると想定している。TPP が大筋合意に達したことを受けて安い海外農作物が流入するとの懸念を強めている農家への配慮から、農業部門の競争力を高めるインフラ整備を盛り込むことで、『攻めの農業』に取り組む姿勢を強調するとみられる。また、夏場に発生した河川の大規模な氾濫を受けて、災害復興対策にも重点的な予算配分がなされる公算だ。さらに、保育所の整備などの新三本の矢で強調された政策にも目配りをした予算構成となるだろう。

公的需要関連と比較すると規模は劣るものの、家計向けや企業向けの支援も盛り込まれる見通しだ。企業向けについては、TPP 対策としての農家支援や輸出促進のための予算が計上されるとみる向きが多い。農業関係者は選挙における大票田の一つであることから、TPP が大筋合意に達したことによる不満や不安を解消するためにも、公的需要関連、企業向け関連の双方で、農業対策を重点的に行っていくとみられる。

さらに、家計向けでは「子育て世代」の支援などの予算が計上される見込みである。新アベノミクスの第二の矢で掲げられた「夢をつむぐ子育て支援」の実現に向けて、関連する項目に対してメリハリの利いた予算編成を期待したい。特に、保育関連などの家族関連支出については、前節で示した通り、合計特殊出生率との相関があることから、新アベノミクスの長期的なコンセプトとも整合的である。

以上のように、今回の補正予算では、新アベノミクスが掲げる政策を後押しするような予算編成となる見込みだ。仮にこうした内容の補正予算が執行された場合、2016 年度の実質 GDP 成長率は約+0.4%pt 程度押し上げられる計算となる。現在、当社のメインシナリオで減少を見込んでいる公共投資が概ね横ばい圏での推移となることに加えて、個人消費が活性化することがわが国の GDP を押し上げる。

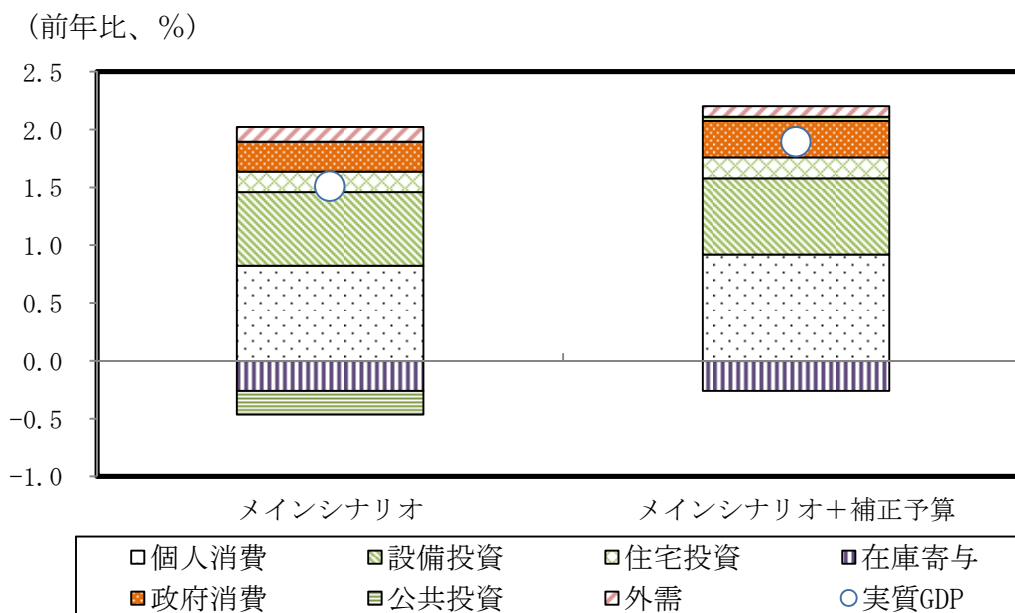
図表 11：想定される補正予算の内容

想定される内容	想定金額 (兆円)	実質GDPの 押し上げ効果 (%)
総額(国費)	3.0	0.38
企業支援関連	0.5	0.05
・農作物の輸出促進		
・農家向け支援		
家計支援関連	0.5	0.03
・子育て支援		
・住居取得、リフォームへの補助金		
政府消費	1.0	0.15
・介護施設の人材育成 等		
公共投資	1.0	0.15
・保育所整備		
・災害復旧対策		
・大都市圏のインフラ整備		
・農地の大規模化に伴うインフラ整備		
その他	0.0	0.00

(注) 実質GDPは2016年度。

(出所) 各種報道より大和総研作成

図表 12：補正予算による実質 GDP 成長率への押し上げ効果



(注) 実質GDPは2016年度。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

1.2.2 所得再分配を通じた個人消費の活性化に期待

低所得者への所得再分配政策の経済効果は大きい

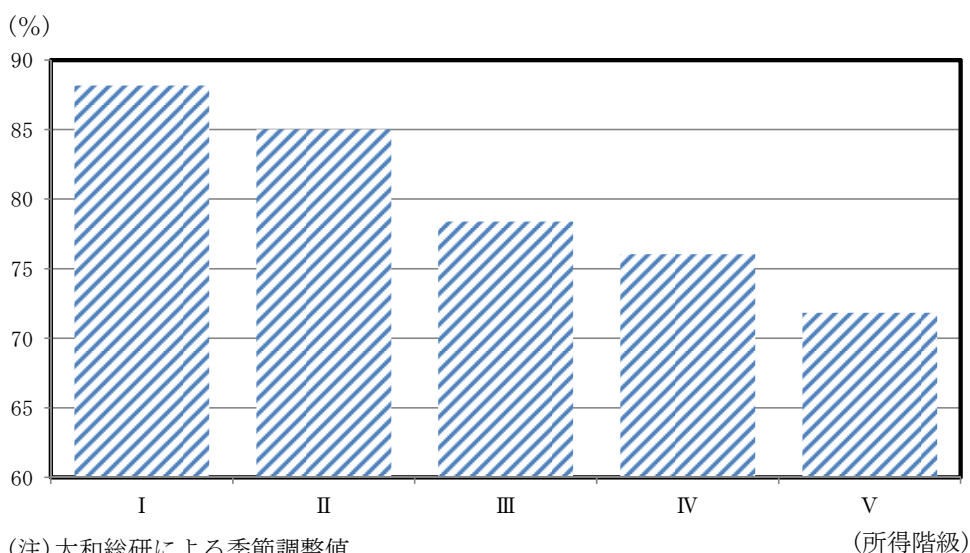
足下で個人消費は緩やかな持ち直しの動きを示しているものの、消費税率引き上げ前の水準を回復するには至っていない。GDPの6割程度を占める個人消費の活性化は先行きの日本経済回復に向けた重要なカギとなる。そこで以下では、個人消費の活性化という視点から、実効性の高い分配政策にあり方について検討しよう。

図表 13 は平均消費性向を所得階級別に見たものである。「平均消費性向」とは可処分所得に対する支出額の割合であり、この値が高いほど所得対比で見た支出額が多いことを意味する。図表から明らかな通り、所得の低い世帯ほど、平均消費性向が高い傾向がある。こうした関係性を前提にすると、低所得者への所得分配は個人消費の増加につながりやすいものと考えられる。逆に、消費性向の低い高所得者への分配政策は消費の活性化にはつながらず、経済効果は限定的とみられる。

さらに、一般的に低所得者の世帯では「エンゲル係数」が高く、足下の食料品価格上昇の悪影響を大きく受けている点も見逃せない。

以上の考察に照らせば、補正予算で検討中と言われる、「低所得世帯の年金受給者に給付金を配る」といった政策は、経済効果という側面のみならず、生活の担保や格差の是正という観点からも正当化されるものだと考えられる。

図表 13 : 所得階級別消費性向 (2015 年度)



給付金の経済効果を検討するうえでは、所得以外にも子どもの数が重要なポイント

なお、定額給付金による個人消費の押し上げ効果は所得階級のみには依存するわけではない。

図表 14 は定額給付金の効果を所得階級別・子どもの有無別に見たものである。最初に「子がいない世帯」に注目すると、大まかな傾向として、所得の多い世帯ほど定額給付金の消費増加効果（消費支出増加額の定額給付金受給額に対する割合）が低く、この点は先の消費性向の分析と概ね整合的である。一方、「子がいる世帯」に注目すると、所得の多寡にかかわらず、全ての所得階層の世帯で 30% から 35% 程度の消費増加効果が見られた。さらに、「子がいる世帯」では概ね低所得者と同程度の支出の増加効果が見られる。すなわち、高所得世帯でも「子がいる世帯」であれば、給付金の支給を通じて、低所得世帯と同程度の消費を喚起できる可能性があるのだ。

さらに、**図表 15** で子の数に応じた支出増加効果の変化を見ると、子どもが多い世帯ほど明確に支出増加効果が高い。子どもの数に比例して支出額が大きくなる分、家計が給付金に依存する傾向が強まることは直観的にも理解できる。

このため、所得再分配政策の制度設計を行ううえでは、子どもの有無に加えて、その人数などに応じたきめ細かい分配を行うことが重要になるだろう。

以上のことから、効果的な定額給付金制度を構築する際に、世帯における子どもの数が重要なポイントになる。さらに、先の分析に示した通り、日本は他国と比較し、財政支出が高齢者向けに偏っており、合計特殊出生率を上昇させるためには、家族関係支出のウエイトを高めることが喫緊の課題である。このため、子どもが多い世帯への分配の増加は、短期的な景気対策としての消費の活性化という面だけでなく、少子高齢化という中長期的な課題の解決という側面からも、極めて重要であると判断できる。

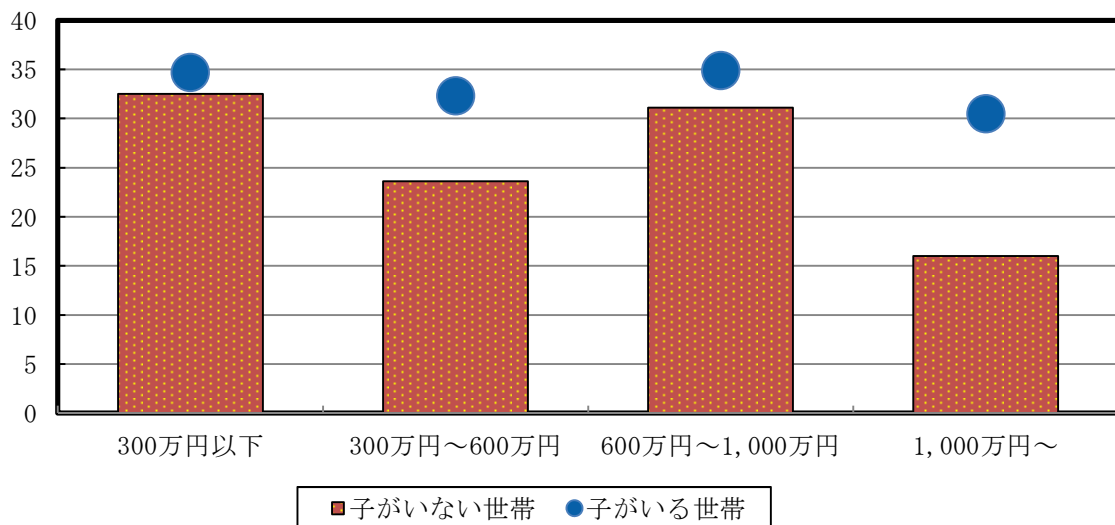
まとめ：メリハリの利いたきめ細かい分配政策が不可欠

本節では、補正予算について、その想定される内容と実体経済への押し上げ効果を把握したうえで、短期的な経済対策として、効果的な所得の再分配政策のあり方について論じた。

わが国の厳しい財政状況に鑑みると、短期的な景気押し上げ効果という観点からも、メリハ리를利かせて、実効性の高い分配政策を講じることが肝要である。こうした観点からは、消費性向の高い低所得者や、所得階級にかかわらず子どもの数が多い世帯への所得再分配政策が効果的であるといえよう。

図表 14 : 所得階層別・子どもの有無別に見た定額給付金の効果

(消費の増加額/支給額、%)

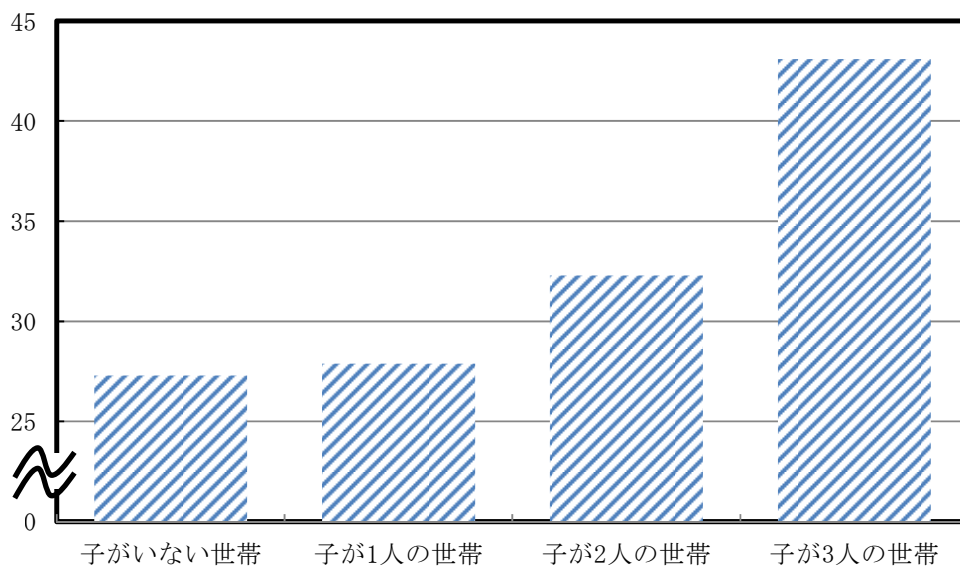


(注) 消費の増加額は「給付金がなかった場合には購入していなかったとするものの支出額」と「給付金がなくても支出していたもののうち増加した支出額」の合計。

(出所) 内閣府資料より大和総研作成

図表 15 : 子どもの人数別に見た定額給付金の効果

(消費の増加額/支給額、%)



(出所) 内閣府資料より大和総研作成

2. 米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？～グローバル経済の下振れリスクを検証する～

世界生産の増勢鈍化が明確化

中国経済をはじめとする新興国経済の減速に加え、中国の2015年6月以降の株価急落や8月の人民元の切り下げを背景とする金融市場の混乱が、グローバル経済を揺さぶっている。世界生産の動向を見ると、2015年に入ってから増勢の鈍化が明確化しており、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。

本章では、米国が早晩「出口戦略」を講ずる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール（判断基準）について詳細な分析を行った。

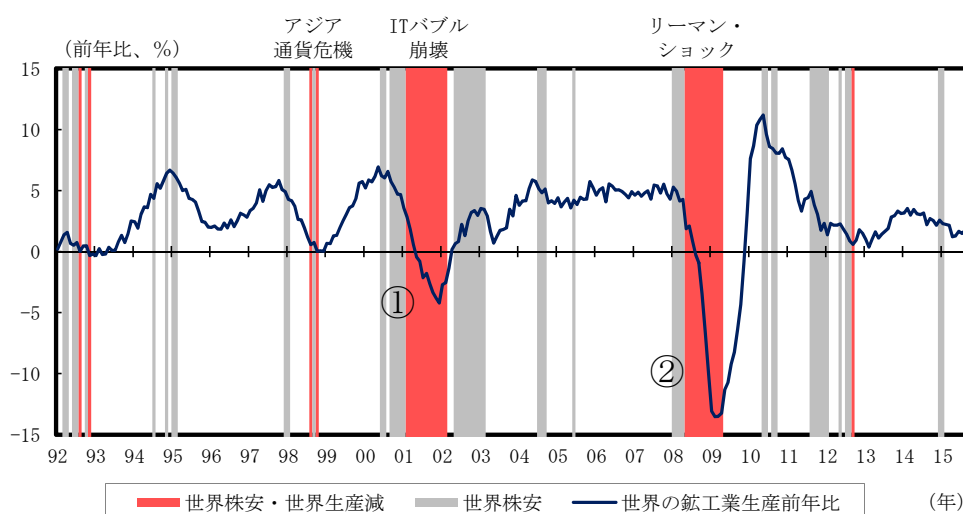
2.1 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際

過去の「世界株安・世界生産減」局面に見られる特徴は？

世界株価と世界生産の6ヶ月前比を用いて過去の局面を区分すると、1990年代以降、「世界株安・世界生産減」が深刻化した時期は「二度」存在する（**図表16**）。「ITバブル崩壊」、「リーマン・ショック」という世界的な金融・経済ショックに見舞われた時期である。他方、1990年代後半の「アジア通貨危機」においても世界株安と世界生産減が同時に進行する時点（月）が見られたものの、深刻化するまでには至っていない。

足下の動向を確認すると、グローバル経済は、2015年8月に「世界株安・世界生産減」に転じており、1990年代以降で三度目となる深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際に立たされている。

図表16：過去の「世界株安・世界生産減」局面と世界生産の動向



(注) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。

(出所) オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

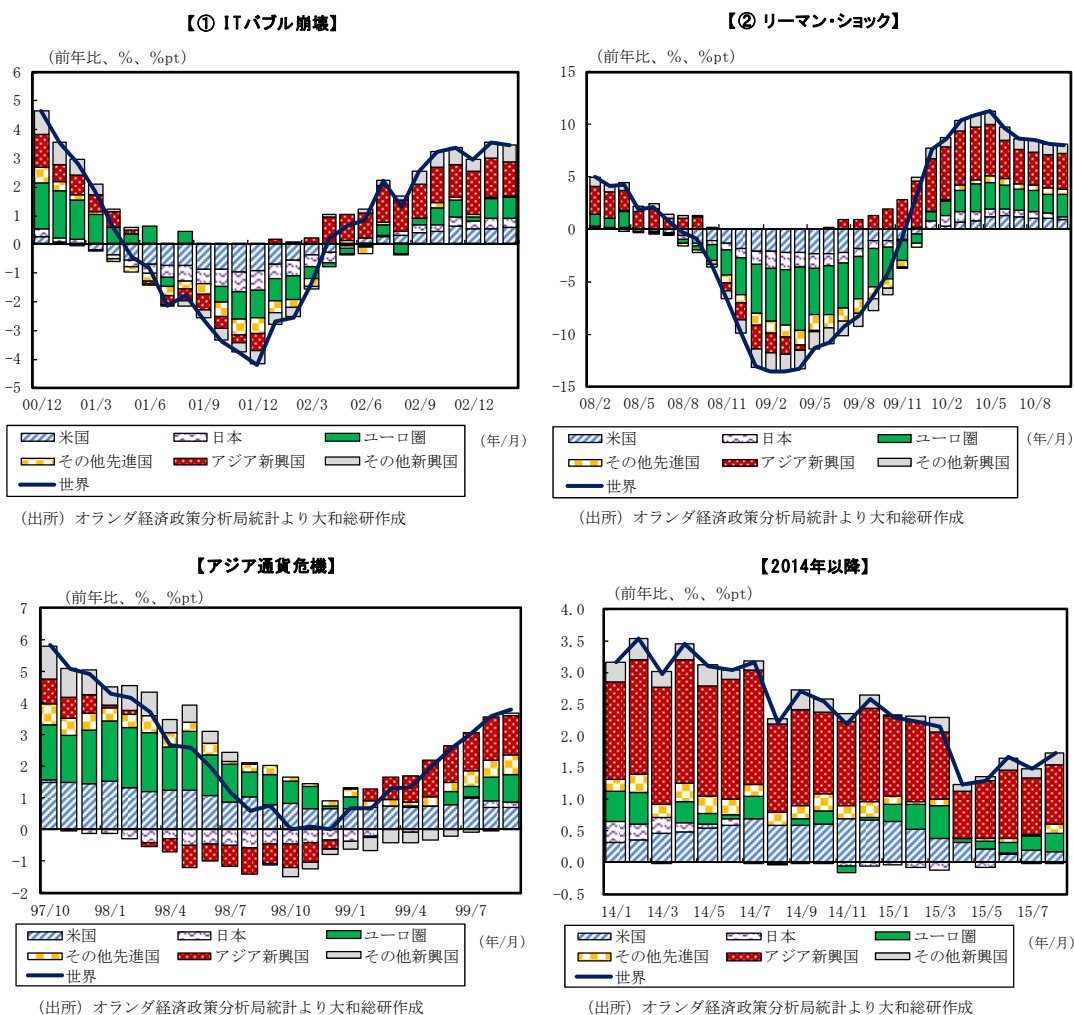
最初に、世界生産（前年比）を国・地域別に要因分解することにより、それぞれの局面で見られる特徴を明らかにしよう。

第一の特徴として、「IT バブル崩壊」と「リーマン・ショック」に伴う深刻な「世界株安・世界生産減」の局面は、いずれも震源地である米国のマイナス寄与が拡大してから、他の先進国を中心に影響が波及した様子が確認できる（**図表 17**）。リーマン・ショック後は、欧州の金融危機が深刻化したことなどから、ユーロ圏の押し下げ寄与が大幅に拡大している。他方、アジア新興国については、短期的にマイナス寄与に転じたものの、高成長を続ける内需が下支え役となり、先進国に先駆けて前年比プラスに転じた。

第二に、「アジア通貨危機」の際には、震源地であるアジア新興国や、日本のマイナス寄与が顕著であった。ただし、ユーロ圏の生産が大きく減少せず、米国の生産のプラス寄与が継続したことによって、世界全体で見ると生産の落ち込みは短期的なものにとどまった。

第三に、2014 年以降の生産の推移を見ると、2014 年春頃からアジア新興国の生産の伸びが緩やかに鈍化する中で、2015 年に入り米国の生産のプラス幅が低下している。米国については、原油安やドル高を背景とする企業の設備投資の停滞などが影響しているものと考えられる。

図表 17：世界生産の要因分解



世界生産の動向を占うための先行指標を探る

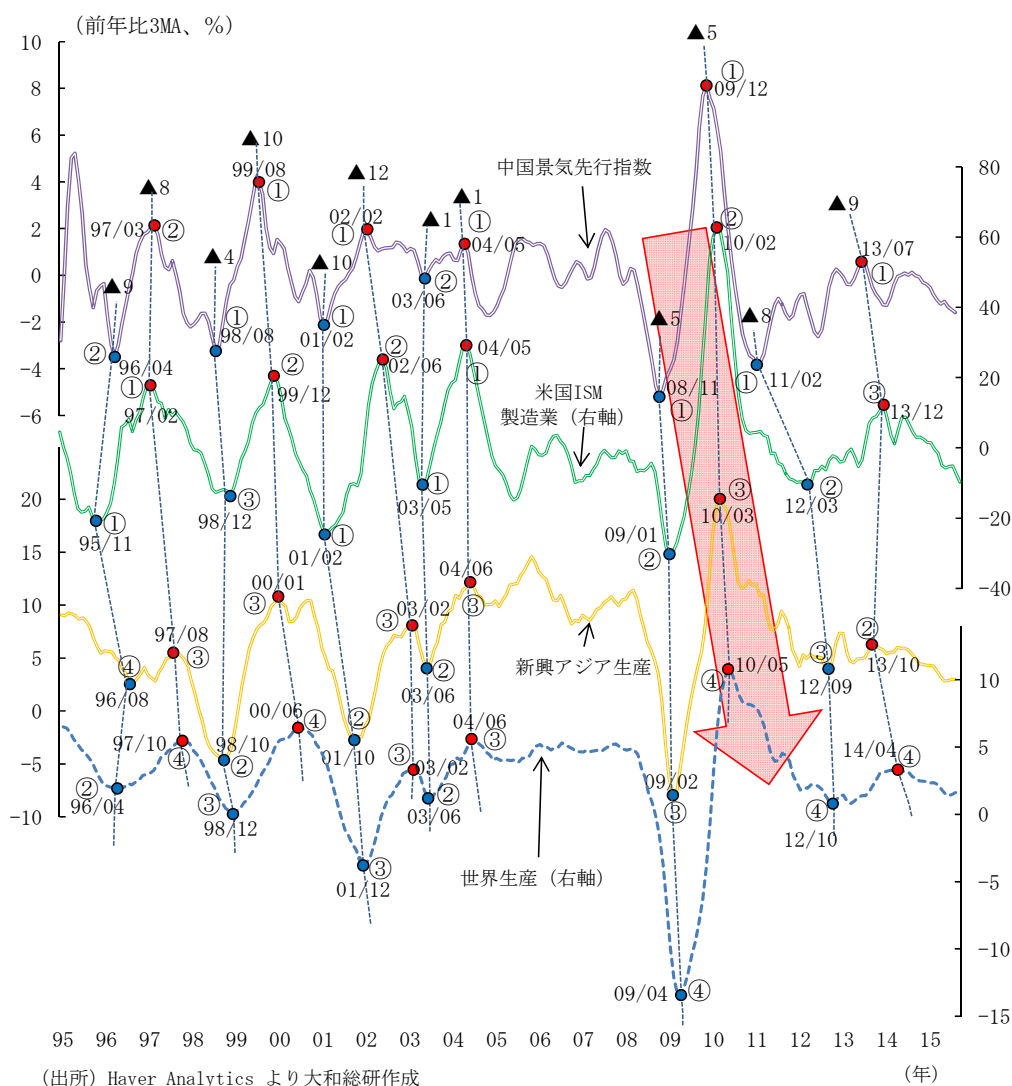
当社は、世界生産に先行する指標として、様々な経済指標・金融データを比較・対照した結果、①中国景気先行指数、②米国 ISM 製造業景況感指数、という 2 指標に注目している。

図表 18 に世界生産と各指標の景気サイクルを示したうえで、サイクルの早い順番に、①～④の番号を付している。

この図表を見ると、中国の景気先行指数と米国の ISM 製造業景況感指数が、世界生産に先行する傾向が観察できる。図表には、中国の景気先行指数が世界生産に先行した月数を「(▲X)」といった表記で示している（例えば、「(▲9)」）。なお、世界生産と両者の時差相関を計測すると、中国の景気先行指数は 6 ヶ月程度、米国の ISM 製造業景況感指数は 4 ヶ月程度先行する傾向にある。

足下では、世界生産に先行する 2 指標の基調が依然として弱い状況にあり、反転の動きが出ていない。景気サイクルという視点に立てば、世界生産の減速がしばらく継続すると見込まれる点に注意する必要があるだろう。

図表 18：世界生産に先行する中国景気先行指数と米国 ISM 製造業景況感指数



中国経済減速の影響が ASEAN 主要国で顕在化

今後の世界生産を展望するうえで重要なカギを握る中国経済減速の影響が、アジア新興国に伝播している点も注視しておきたい。ここでは、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール）の生産動向について、米国、欧州および中国の影響力という観点から考察を行う。結論をあらかじめ述べれば、循環的に見ると、相対的に堅調な米国経済が ASEAN4 の生産に対してプラスに寄与する一方で、減速傾向の続く中国経済が押し下げに作用している。

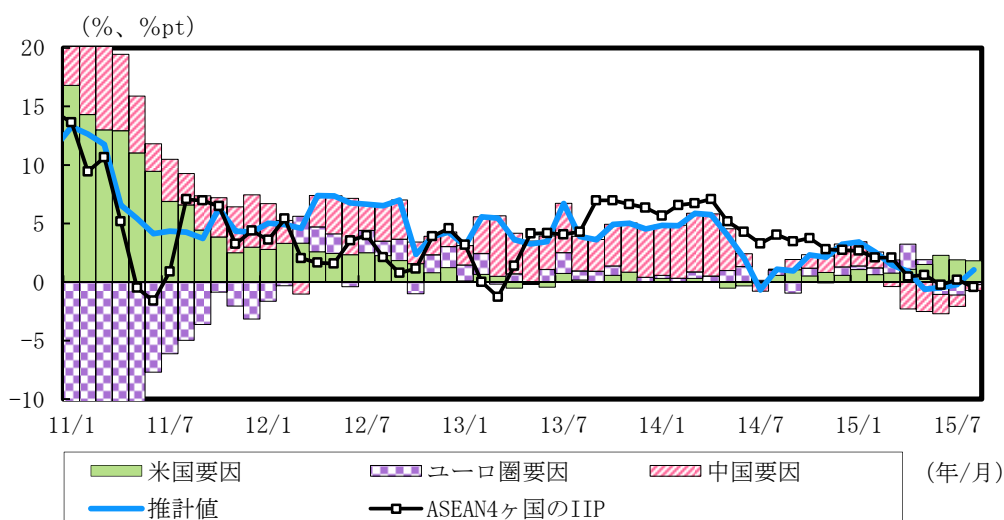
図表 19 は、ASEAN4 の鉱工業生産を米国の実質輸入、ユーロ圏と中国の輸入数量で回帰し、それぞれの国の影響度を推定したものである。

この図表を見ると、2013 年から 2014 年半ばにかけては、高成長を続けていた中国経済が ASEAN4 の生産拡大の原動力であったと推察される。しかし、中国経済の減速懸念が強まり始めた 2014 年後半になると、中国のプラス寄与が大きく縮小し、2015 年春以降は総じてマイナス寄与に転じている。このことから、すでに中国の景気減速の影響が ASEAN4 の生産において顕在化していると言っても過言ではあるまい。

他方、米国における実質輸入の増加は ASEAN4 の生産を下支えしていることが確認できる。米国では、設備投資が停滞する一方で消費が好調であることから、ASEAN4 の米国向け消費財輸出の増加などを通じて、生産が一定程度下支えされている可能性が指摘できる。

当社は、今後も米国経済は着実に回復していくと予想しており、米国経済の回復がアジア新興国経済を下支えすると考えている。中国については、景気の緩やかな減速傾向が続いているものの、財政・金融政策の発動などを受けて、景気は徐々に底入れに向かうと予想している。

図表 19 : ASEAN4 ヶ国の鉱工業生産（前年比）の要因分解



(注1) ASEAN4ヶ国は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール。タイは、大洪水の影響で振れが大きいため利用せず。

(注2) ASEAN各国の鉱工業生産を輸入ウエイトで加重平均し、その前年比（3MA）を米国の実質輸入、ユーロ圏と中国の輸入数量を用いてローリング回帰（60ヶ月）を行った。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

2.2 「世界株安・世界生産減」のメルクマールは何か？

重要なメルクマールは「米国企業の債務状況」

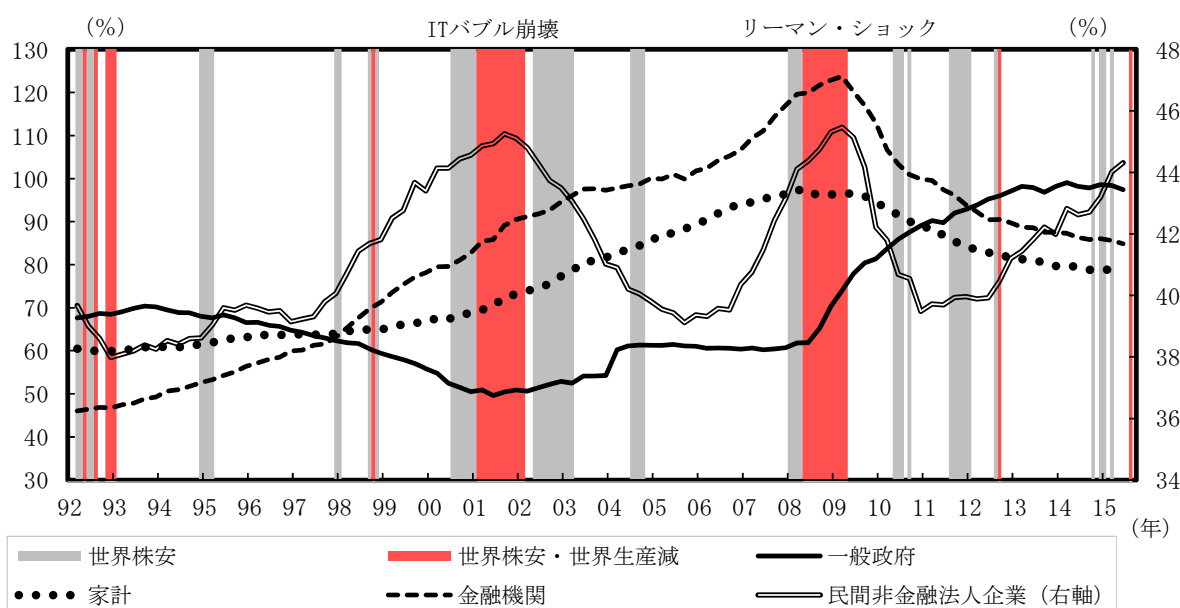
様々な経済主体のストック面のデータに関しても、多面的に比較・対照した結果、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分ける重要なメルクマールとして、米国企業（民間非金融法人企業）の債務状況が極めて重要であることが分かった。

前述したように、過去二度の深刻な「世界株安・世界生産減」はいずれも米国を震源地としたものである。このため、当然、構造的に米国のデータの方が他国より説明力が高くなるはずであり、実際のデータを丹念に精査しても、こうした傾向が観察された。加えて、これまでの世界経済のドライバーが米国であったことから、米国経済が堅調であれば世界経済も大きく腰折れすることはなかったのだと考えられる。

図表 20 は、米国のデータの中で注目すべき債務残高対 GDP 比の推移を示したものである。「リーマン・ショック」の局面では、まず家計、金融機関、企業の債務残高対 GDP 比の上昇傾向が続き、その後、大きく低下に転じたことが分かる。これに対して、「IT バブル崩壊」の局面では、企業が同様な動きを示していた一方で、家計と金融機関の上昇傾向が続いていた。以上の 2 局面を総合的に検討した場合、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマールとして最も重視すべきは、民間非金融法人企業の債務残高対 GDP 比であると考えられる。

具体的には、実体経済に対して企業の債務が高まるにつれて、深刻な「世界株安・世界生産減」に陥るリスクを警戒すべきであろう。

図表 20 : 米国の経済主体別の債務残高対 GDP 比



(注) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。

(出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

米国企業の「デット・サイクル」は3周目の入り口

さらに、米国企業債務については、「デット・エクイティ・レシオ」を組み合わせることで有益である。両者を並べてみると、①債務残高対 GDP 比が上昇、②デット・エクイティ・レシオが上昇、③深刻な「世界株安・世界生産減」、という順番が観察できる（**図表 21**）。

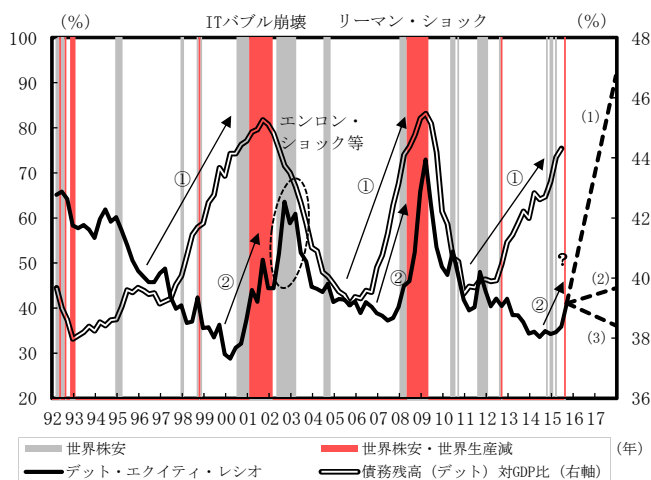
足下の状況を見ると、①の段階にとどまっており、②にまでは至っていない。この背景としては、FED の大胆な金融緩和などを背景とする米国株高によって、デット・エクイティ・レシオの分母（＝エクイティ）が大きく嵩上げされた状態にあることが指摘できる。

ここで、過去の NY ダウと米国の名目 GDP の歴史的な関係などを基に、2017 年末の NY ダウが、(1) 9,000 ドル（下落）、(2) 18,000 ドル（概ね横ばい）、(3) 22,000 ドル（上昇）になるケースについて、デット・エクイティ・レシオの先行きをシミュレーションしてみよう。デット・エクイティ・レシオが急上昇するケースは、(1) のみであり、このケースが概ねリーマン・ショック時に匹敵することを踏まえると、基本シナリオとしては、しばらく深刻な「世界株安・世界生産減」に陥ることはないと考えられる。ただし、2015 年 12 月に FED が利上げに踏み切り、その後の利上げペースやバランスシートの調整が拙速なものとなれば、株価の急落を招き、デット・エクイティ・レシオが大きく上昇する恐れがある点に注意が必要である。

また、債務残高対 GDP 比とデット・エクイティ・レシオの関係を散布図にすると、「デット・サイクル」と呼べるような大きな時計回りの円を描く点が注目される（**図表 22**）。この図表からは、左上に行くほど深刻な「世界株安・世界生産減」の可能性が高くなることが示唆される。そして、現在は、3 周目の入り口に立っていることが分かる。

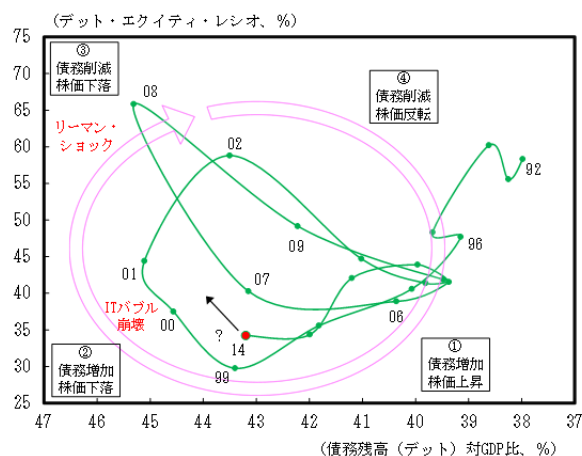
こうしたサイクルが生じるメカニズムとしては、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中で企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える状況下での株価反転、という循環構造が指摘できよう。

図表 21：米国民間非金融法人企業の債務状況



(注1) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。
 (注2) デット・エクイティ・レシオの先行きは、2017年末のNYダウが (1) 9,000ドル（下落）、(2) 18,000ドル（概ね横ばい）、(3) 22,000ドル（上昇）になるケース。デットは、いずれも直近1年の平均の伸び率で延長。
 (出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

図表 22：米国民間非金融法人企業のデット・サイクル



(注1) 債務残高は各年12月末時点のもの。
 (注2) デット・サイクルは、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中で企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える中で株価が反転、という過去の循環を示したもの。
 (出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

金融緩和によってクレジット市場は「ミニ・バブル」的な様相

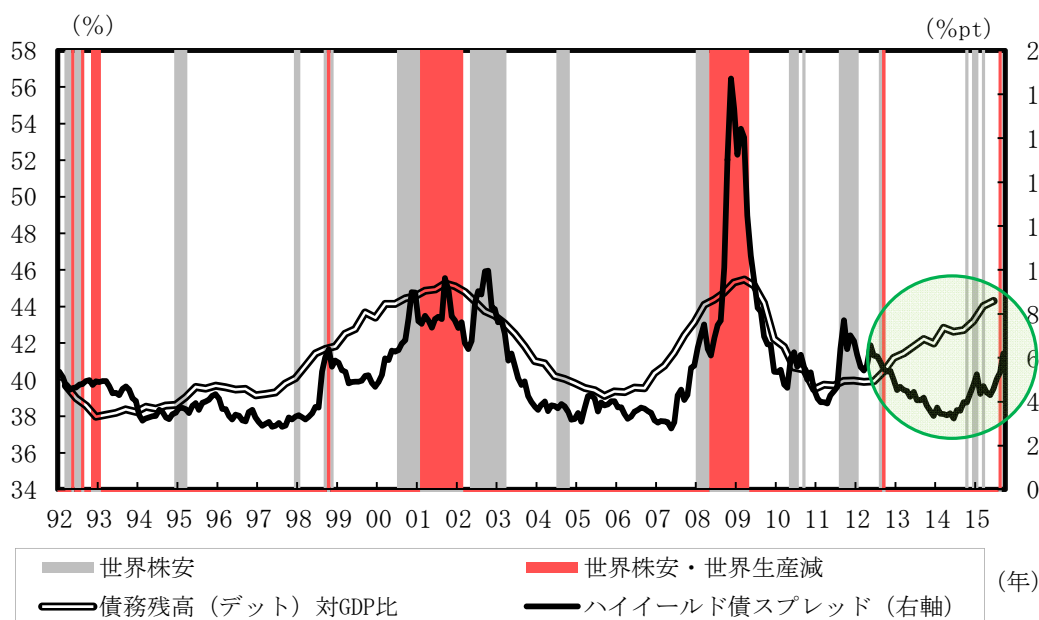
米国企業の債務残高対 GDP 比との関係で言えば、米国のハイイールド債スプレッドの動向を確認することも重要である。歴史的に見て、両者は概ね連動する傾向にあるが、近年は債務残高対 GDP 比に比べて、ハイイールド債スプレッドが低水準で推移している（図表 23）。

この背景としては、FED の大胆な金融緩和に伴い「流動性相場」が現出し、ハイイールド債の利回りが過度に抑圧されていることなどが考えられる。すなわち、現在、米国のクレジット市場はいわば「ミニ・バブル」的な状況にあると評価できよう。しかし、今後、FED が利上げに転じて、ハイイールド債に対しても企業の債務状況に見合った利回りが要求されるようになれば、ハイイールド債スプレッドも大きく上昇する可能性が高い。

最終的には FED の金融政策運営の手腕次第

ここまで見てきた米国企業の、①債務残高対 GDP 比、②デット・エクイティ・レシオ、③ハイイールド債スプレッド、という 3 つの指標を総合的に勘案すると、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かは、FED の金融政策運営の手腕にかかっていると見えよう。当社は、基本シナリオとして、FED の利上げペースが景気見合いで行われ、金融市場や実体経済を大きく動揺させることはない想定しているものの、FED の金融政策の動向については引き続き慎重に見極めていく必要があるだろう。

図表 23：企業の債務残高対 GDP 比とハイイールド債スプレッド



(注1) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。

(注2) 債務残高 (デット) は、非金融法人企業ベース。

(注3) ハイイールド債は、BoAメリルリンチの“High Yield Corporate Master II”。

(注4) ハイイールド債スプレッド=米国ハイイールド債の利回り-米国10年国債利回り。

(出所) FRB、BoAメリルリンチ、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

2.3 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？

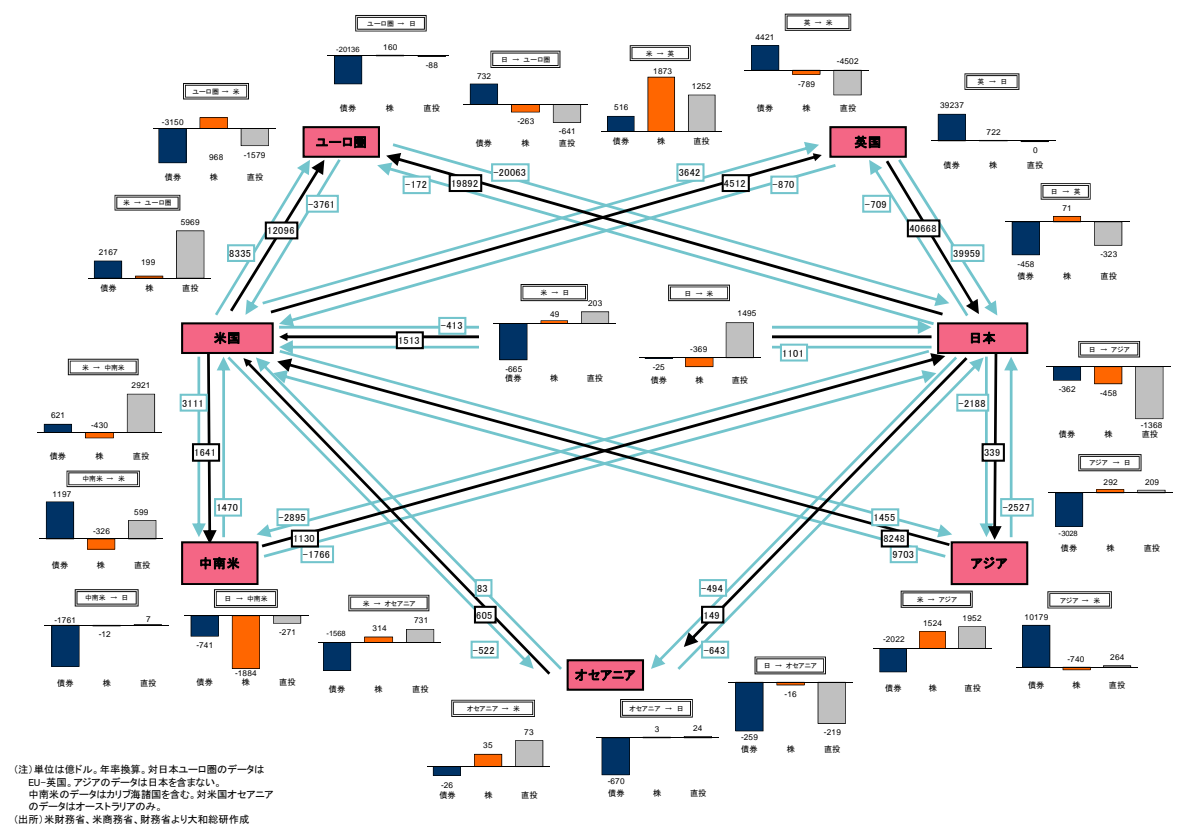
世界的な金利上昇圧力とドル高が世界経済の重石に

以下では、前節までの考察を踏まえて、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定量的に検証していきたい。

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 24** 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ことになる。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 24 : グローバルマネーフロー (2014 年)

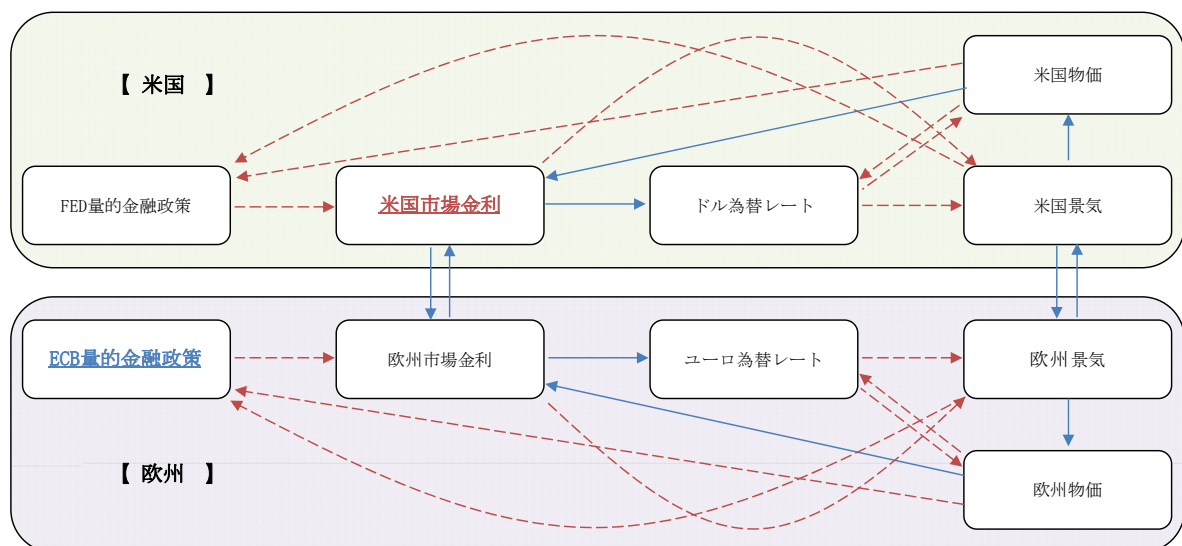


世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえて、本予測では、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。

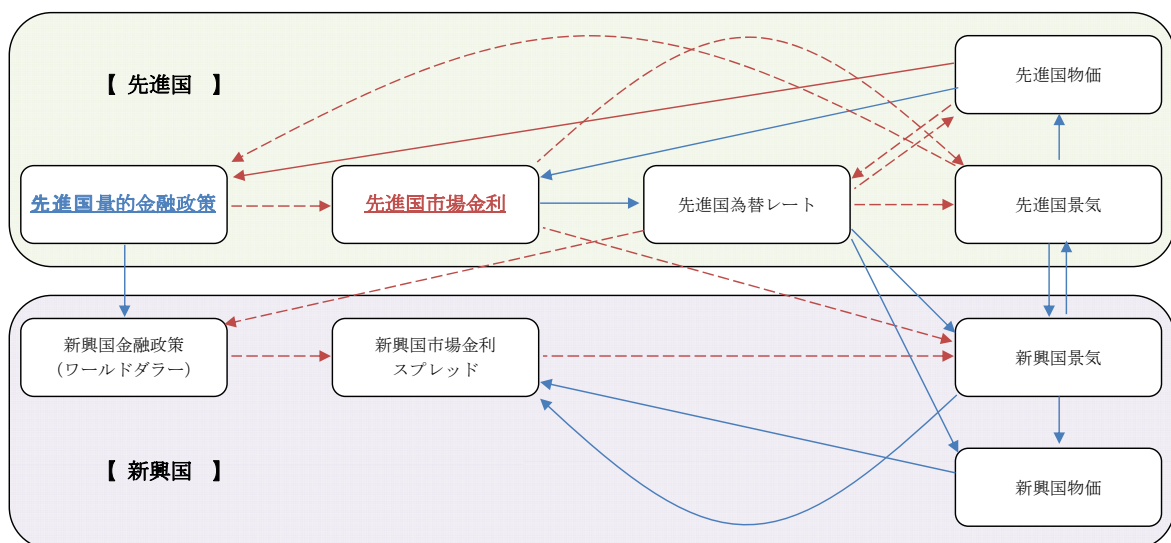
図表 25、図表 26 にモデルの概要を示したが、これらはそれぞれ、先進国間、および先進国と新興国の間での景気連動を示している。具体的には、当社の世界経済モデルは、①先進国間の動きとしては「金利」と「為替」の変動を通じて実体経済が影響を受ける、②先進国と新興国の間では、金利や為替の変動の結果として「外貨準備」や「金利スプレッド」が変動し、これにより実体経済が影響を受ける、というメカニズムを取り込んだものとなっている。

図表 25：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 26：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

2.4 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

米国での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 27** 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くる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 27** 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、もう一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(中国については後述する)。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概ね相殺できるレベルにとどまっている。

図表 27 : 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	0.01%	0.00%	0.03%	0.00%
	2016年	① -0.08%	-0.13%	0.10%	② 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1,800億ユーロずつ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

2.5 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？

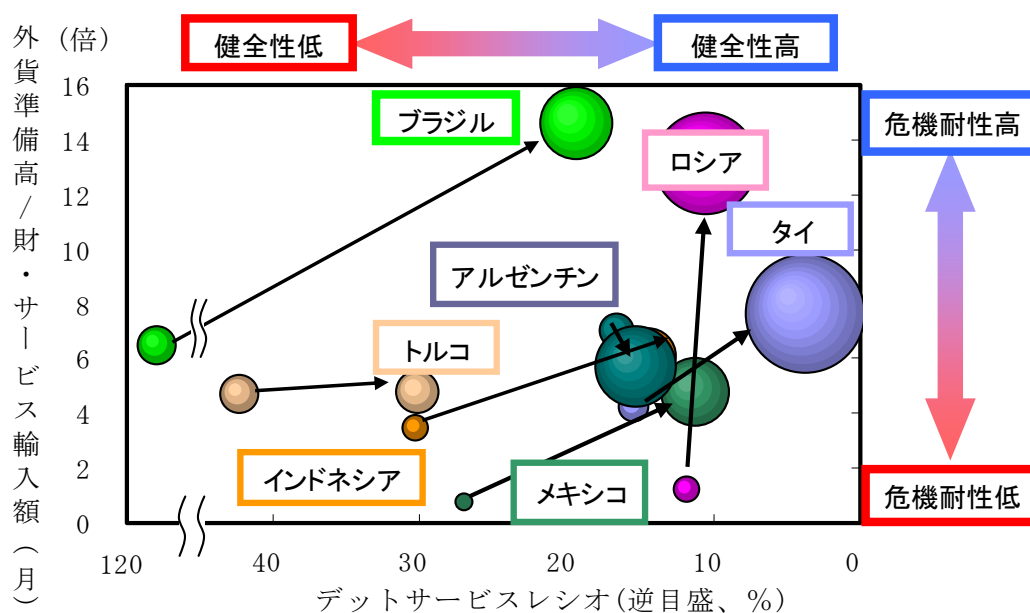
新興国のバランスシートは大幅に改善

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 28 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、各国とも概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概ね低下（改善）している。

勿論、これはあくまでも、「通貨危機のリスク」の低下を示すものにすぎない。ここで議論していない民間債務については過去数年、新興国において急激な伸びを記録している。米国の金融引締めは、2013年の“Taper Tantrum”がそうであったように、新興国の景気に対して一定の下押し圧力をもたらすだろう。とは言えこれはあくまでも「景気の下振れ要因」であり、「通貨危機」のようなドラスティックな事態に陥るリスクが後退していることの意義は大きいものと考えられる。

図表 28：新興国の危機耐性



(注1) 矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。

(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

(注3) 丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。

(丸が大きいほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

2.6 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うえで、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 29**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 29**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 29**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。

ただし、これらの結論はマクロモデルによる試算値をベースにしたものであり、一定の幅を持ってみる必要がある。また、より重要なポイントとして、これらの試算値はあくまでも「FED が金融市場を混乱させることなく、米国経済の好調さを背景として淡々と利上げを成功させる」ことを前提としている。すなわち、当社のマクロモデルによる試算値が示したような穏当なシナリオが実現するか否かは、前述したように FED の金融政策運営の手腕にかかっているのである。

図表 29：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%	-0.01%
	2017年	-0.18%	-0.23%	0.09%	② -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%
名目GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.12%	-0.16%	0.09%	-0.05%
	2017年	-0.33%	-0.40%	0.13%	-0.10%
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1,800億ユーロずつECBのバランスシート増加

(出所) 大和総研短期マクロモデルを用いて大和総研試算

3. 日本経済のメインシナリオ：2016年にかけて緩やかな回復軌道へ

3.1 日本経済は「テクニカル・リセッション」入り

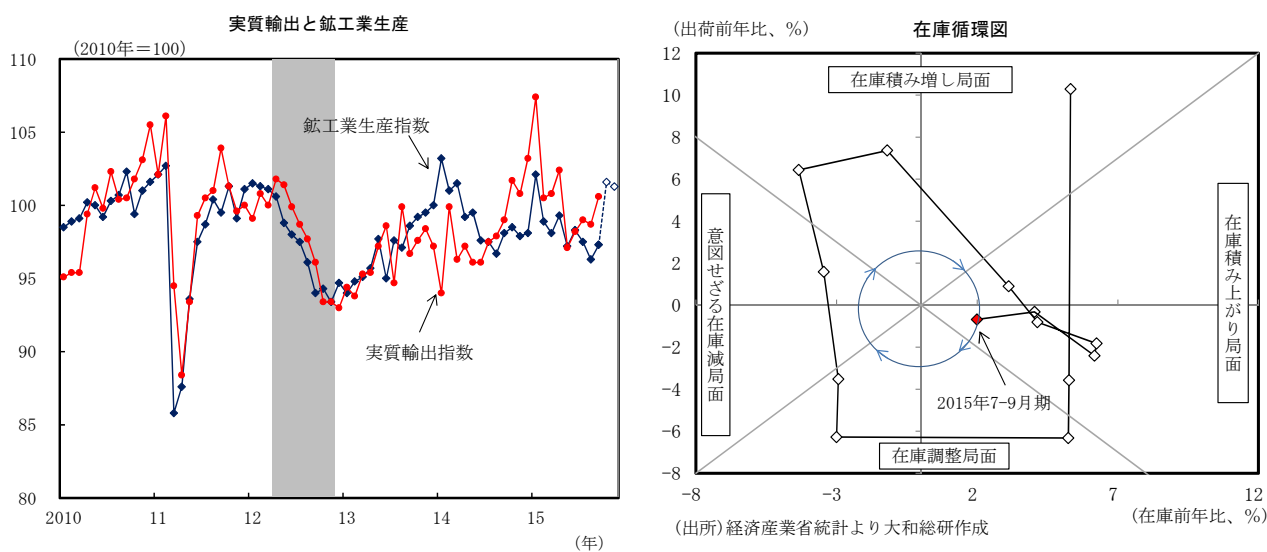
「テクニカル・リセッション」入りしたが、2016年にかけて日本経済は回復へ

足下の日本経済は、2四半期連続のマイナス成長という意味で「景気後退（テクニカル・リセッション）」入りしたが、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。

本章では、足下の経済状況を概観したうえで、「テクニカル・リセッション」入りした日本経済が正式に「景気後退」局面³と判定される可能性、および、その後の景気動向について検証する。あらかじめ結論を述べれば、日本経済は、GDP統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な3つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両方で明暗が分かれる結果となっている。いずれにしても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまり、2016年にかけて緩やかな回復局面に復する見通しである。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などにより、輸出は底割れを回避するだろう。ただし、次章で考察する通り、足下で中国経済の下振れ懸念が残存している点には、細心の注意が必要である。

図表30は、わが国の実質輸出、鉱工業生産、在庫循環の動きを示したものである。実質輸出に持ち直しの動きが見られ、足下で停滞している生産も先行きの生産計画は回復する見込みとなっている。加えて、在庫調整が着実に進展している点にも注目したい。

図表30：日本の実質輸出、鉱工業生産、在庫循環



(注1) シャドローは景気後退期。

(注2) 鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

³ 日本の「景気拡張・後退局面」は、景気動向指数研究会での議論を経て経済社会総合研究所長が設定する。

実質賃金の増加が個人消費を下支え

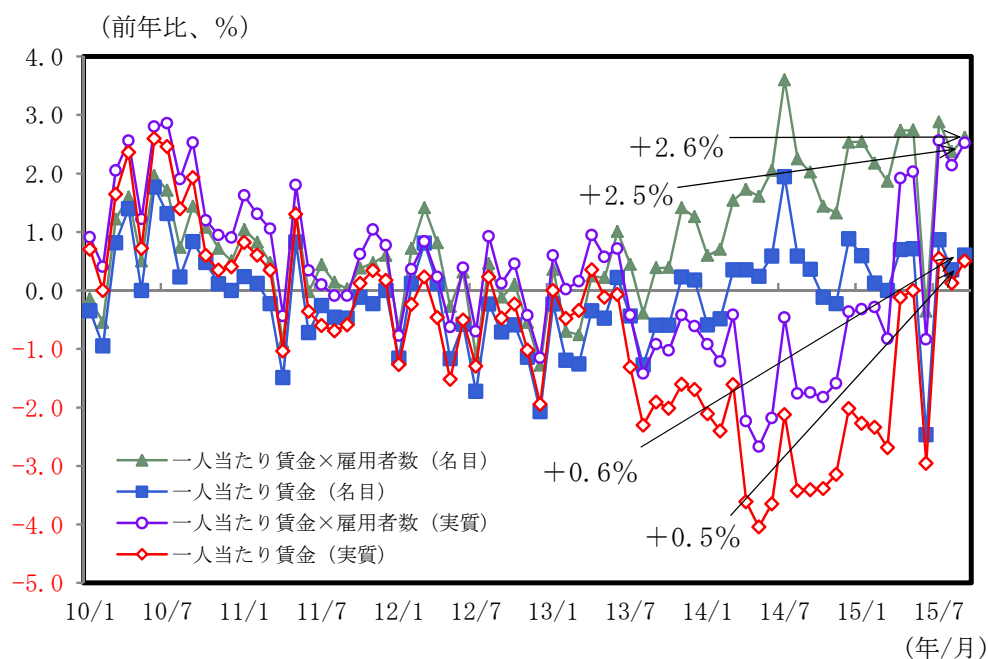
さらに、実質賃金が増加に転じたことも、個人消費の活性化を通じて日本経済を下支えするとみられる。

図表 31 を見ると、足下で一人当たり賃金(実質)が前年を上回る推移を続けていることが分かる。消費税率引き上げの影響により 2014 年度は大幅な減少が続いたものの、増税による物価押し上げの影響が剥落したことに加え、原油価格の下落が物価に対して大きな下押し圧力として作用していることが、実質賃金の押し上げに寄与している。このような物価面での押し上げに加え、労働需給のタイト化やベースアップを背景に名目賃金も上向きの動きが続いており、良好な所得環境が継続している。

さらに、マクロの賃金(一人当たり賃金×雇員数)を見ると、前年比+2%台半ばでの推移が定着している。雇員数が持続的に増加しており、マクロの賃金を押し上げる構図が続いているのだ。

過去のデータを検証すると、定期給与の増加は、特に耐久財やサービスへの支出を拡大させる度合いが大きい。また、雇員数の増加はサービス消費を誘発する傾向がある。これらの推計結果を勘案すると、先行きの個人消費は、サービス消費にけん引役としての期待感が高まるだけでなく、消費税率引き上げ後、低調な推移の続く耐久財消費も増加傾向へと復することが期待される。

図表 31 : 一人当たり賃金とマクロの賃金



3.2 日本経済は正式に「景気後退」局面入りと判定されるのか？

3.2.1 過去の GDP 統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りの可能性が否定できず

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焦点は、「テクニカル・リセッション」入りした日本経済が、正式に「景気後退」局面入りと判定されるか否か、という点である。

図表 32 は、1980 年代以降の景気の「踊り場」局面と、正式に「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、消費者マインドの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大幅に縮小している。

こうした GDP 統計の需要項目別動向に見られる 2 つの特徴と、足下の実績値から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、正式に「景気後退」局面に入ったと判定される可能性が存在することは、紛れもない事実であろう。

第一に、景気の弱さが確認された 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。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が小幅ながらも縮小した。

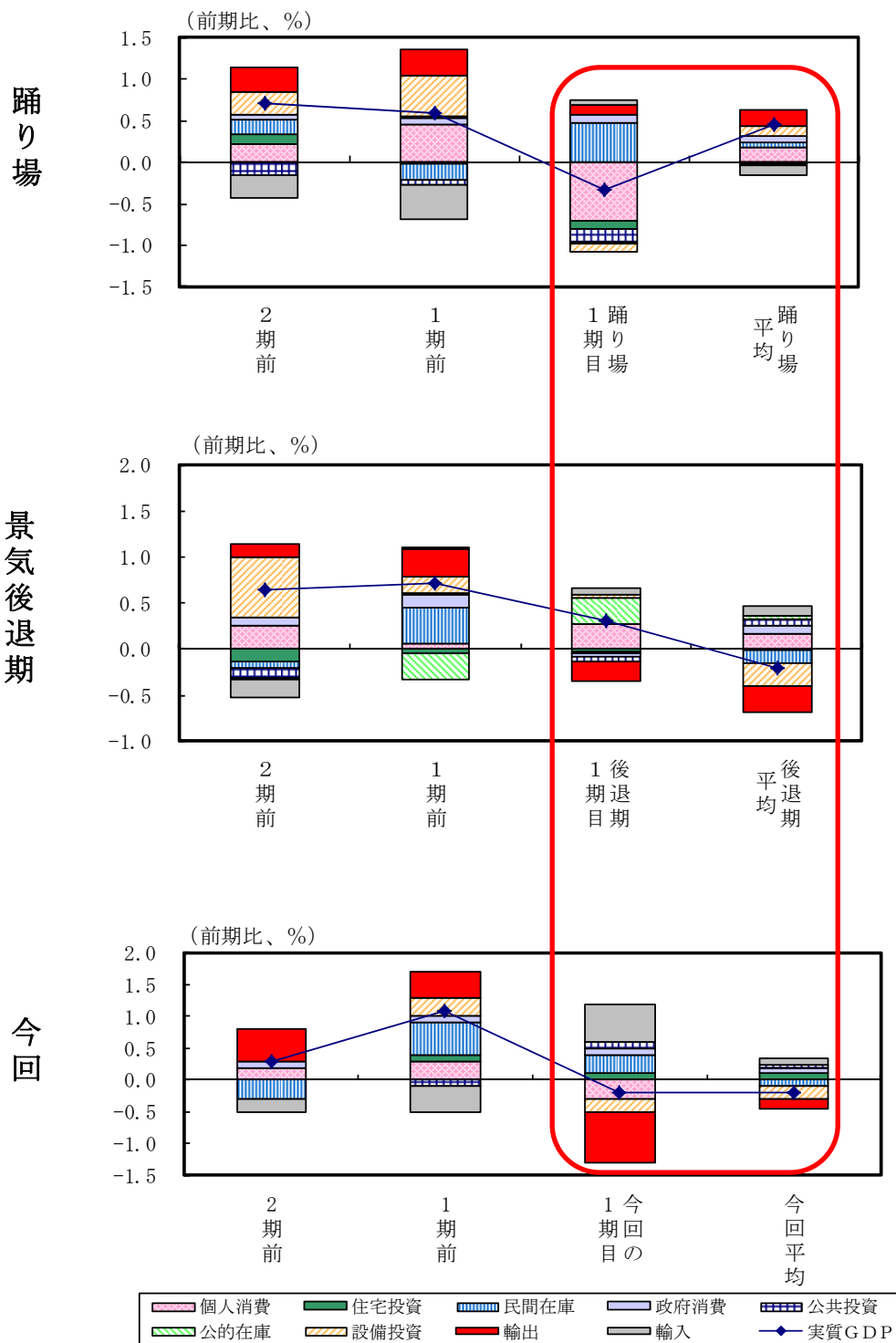
これら 2 つの動きはいずれも正式に「景気後退」局面入りしたと判定される可能性を示唆しており、特に前者の輸出の急減について注意する必要がある。

海外経済の動向が最大のカギ

なお、**図表 32** 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「今回平均」を観察すると、①輸出、および、②設備投資の減少は注目に値する。以上の状況に鑑みると、正式に「景気後退」局面入りしたと判定される公算が大きい。

図表 32 : 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。
 (注3) 今回の1期目は2015年4-6月期。今回平均は2015年の4-6月期と7-9月期の平均。
 (出所) 内閣府統計より大和総研作成

3.2.2 日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまる

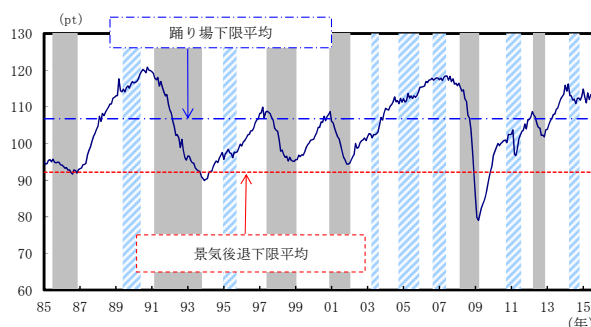
「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）は、「踊り場」局面を示唆

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 33 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 33** 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 33** 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。

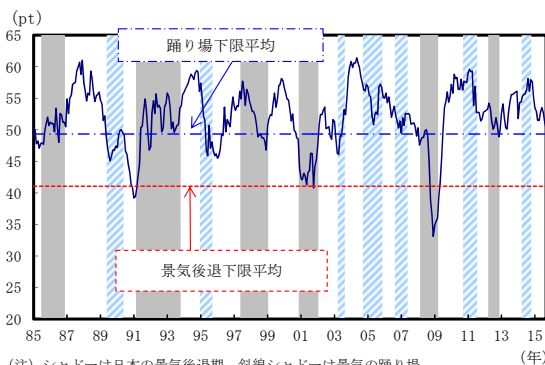
図表 33 : 「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）

【一致CI】



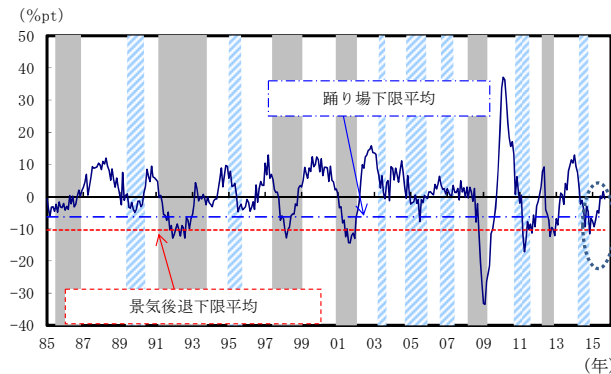
(注1) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

【米国ISM製造業景況感指数】



(注) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(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) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(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：仮に正式に「景気後退」入りと判定されても、日本経済の調整は短期かつ軽微なものに

ここまでの議論を総括すると、日本経済は、GDP 統計の需要項目別動向からは正式に「景気後退」局面入りと判定される可能性がある一方で、重要な 3 つのメルクマールは「踊り場」局面を示唆するなど、両者で明暗が分かれる結果となった。ただし、仮に正式に「景気後退」局面入りと判定された場合でも、①実質輸出の持ち直し、②生産の回復、③在庫調整の進展、④実質賃金の増加などが好材料となり、日本経済の調整は短期かつ軽微なものにとどまろう。当社のメインシナリオでは、2016 年にかけて日本経済は緩やかな回復軌道に復すると予想している。

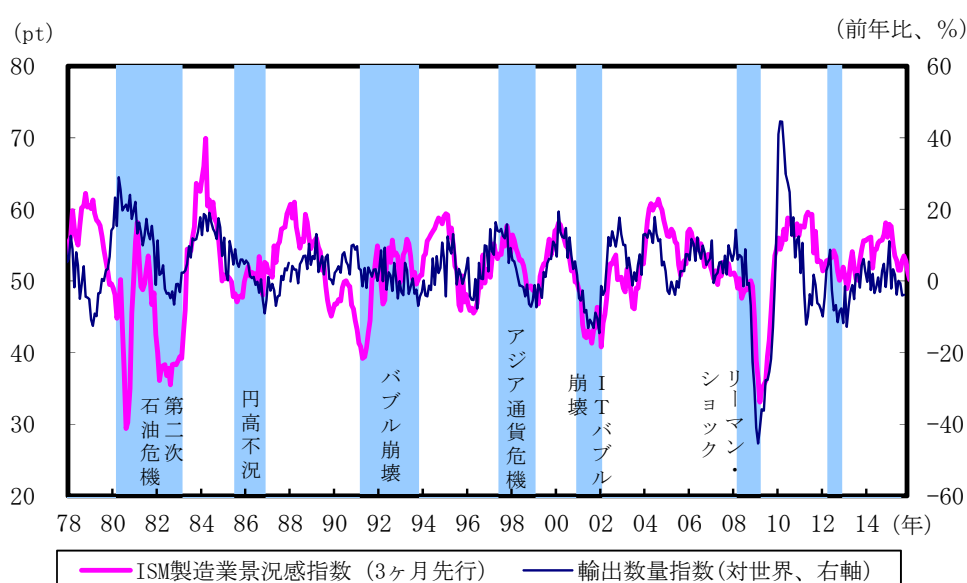
米国経済の動向がポイント

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再度強調しておきたい。わが国の輸出動向は米国の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 34 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。両者は極めて高い連動性を有しており、米国製造業の立ち上がりが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底入れの動きを示しており、過去の関係性に照らすと、日本の輸出数量が底割れする事態は回避される公算である。

図表 34：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) シャドローは景気後退期。

(出所) ISM、財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

4. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

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、中国経済の動向に焦点を当てて、掘り下げた分析を行った。結論をあらかじめ述べれば、当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000兆円以上の過剰融資」「400兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆～800兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図だ。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパン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であろう。

4.1 中国経済が抱える問題の全体像

「短期＝楽観。中長期＝悲観」

2015年の夏場以降、中国における「バブル」崩壊の懸念が急速に強まっている。中国が突如として、人民元の切り下げに踏み切ったことをきっかけに、グローバルな金融市場は激震に見舞われた。われわれは、中国経済が抱えるリスクをどの様に捉えればよいのだろうか？（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測（改訂版）」（2015年9月8日）参照）

当社の中国に対する見方を一言で述べれば「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国は所詮「社会主義」の国なので、公共投資を中心とするカンフル剤を打てば、問題を1～2年程度先送りすることは可能である。しかし、向こう3～5年程度の時間軸で見れば、中国では「バブル」崩壊のリスクが高まるとみている。

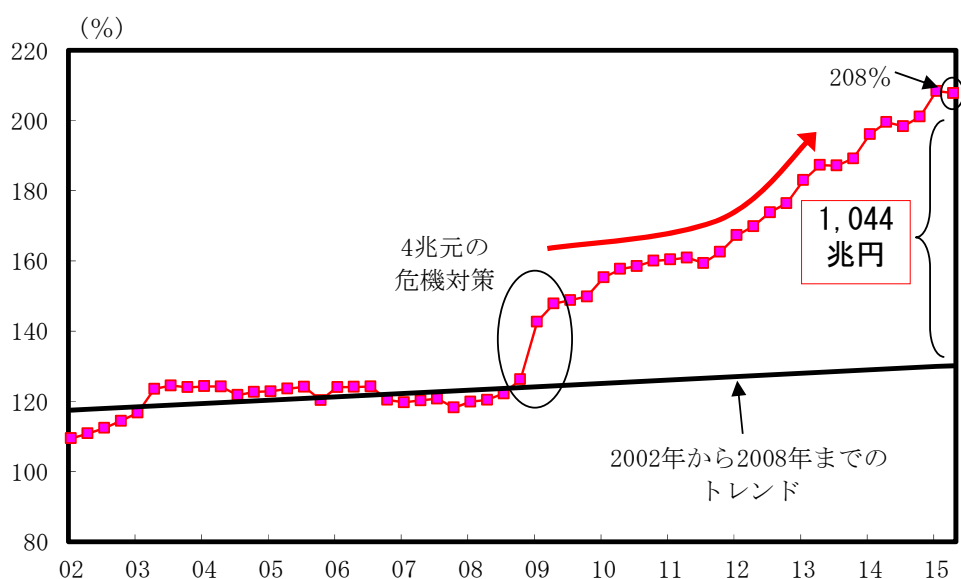
中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円以上

最初に、現在中国には膨大な2つの過剰が存在することを指摘しておきたい。

第一の過剰は金融面での過剰融資である。中国における過剰融資の総額は1,000兆円以上と推定される（**図表35**）。将来的にこのうち何割かが焦げ付く場合、数百兆円規模の不良債権が発生することが懸念される。わが国の「バブル」崩壊に伴う不良債権額が100兆円規模であったことを勘案すると、文字通り「人類史上最大のバブル」といっても過言ではない。

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3.5兆ドル（2015年10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35：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

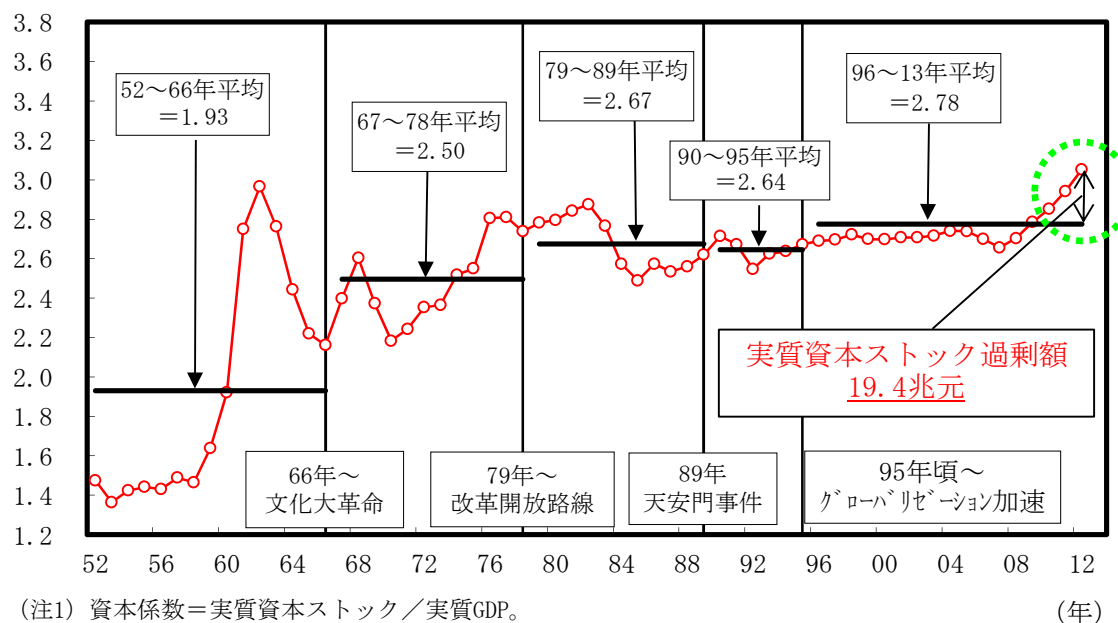
中国における過剰②：過剰資本ストック＝400兆円以上

第二の過剰は、工場や機械といった、いわゆる「資本ストック」の過剰である。その総額は400兆円以上と推定される。外資を自転車操業的に呼び込んで、資本ストックを増やすことによって成長する、中国の経済成長モデルは大きな曲がり角に差し掛かっている。

図表 36 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19.4兆円程度（実質資本ストックの12%程度）の過剰な実質資本ストックが存在する可能性が示唆される。

図表 36：中国：資本係数の推移



財政出動余地は 600 兆～800 兆円程度

これに対して、中国の財政出動余地はどの程度か？中国が、諸外国並みにストックベースの債務残高を拡大するという前提の下では、600 兆～800 兆円規模の財政出動が可能だと推定される。

すなわち、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 37**）。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。

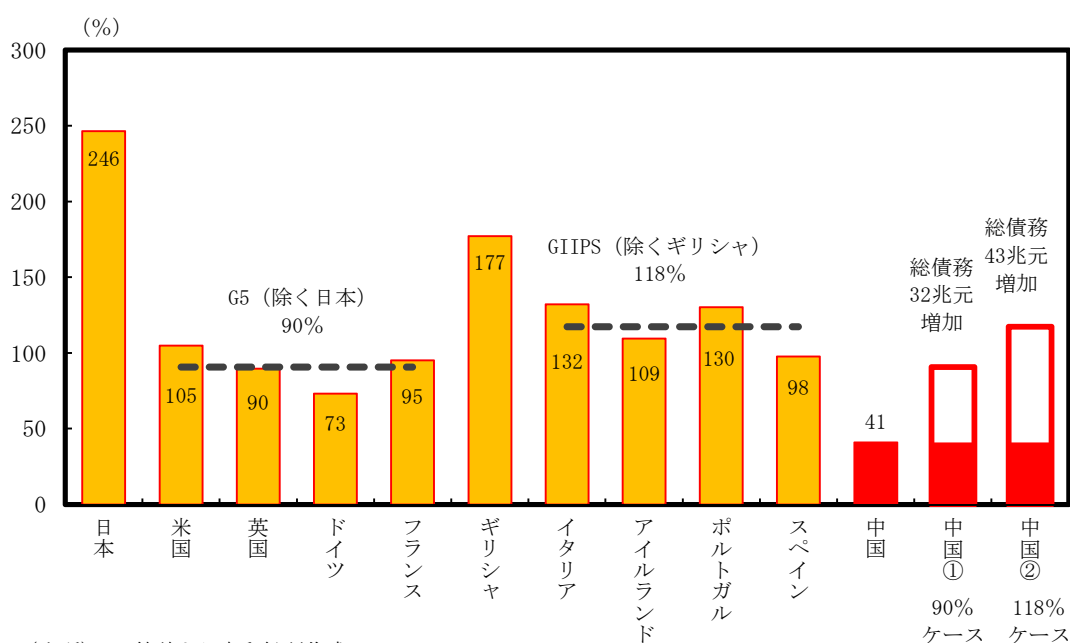
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

まとめ：中国経済が抱える問題の全体像

すなわち、現在の中国経済を取り巻く状況を極めて単純化すれば、「1,000 兆円以上の過剰融資」「400 兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が 600 兆～800 兆円規模の財政資金で立ち向かう、という構図なのである。

やはり、中長期的にみると中国経済は決して楽観視できない。仮に中国政府が大型の財政出動を行ったとしても、中国が抱える本質的な構造問題は解決しないからだ。国有企業などが抱える様々な問題を根本的に解決しない限り、中国がどれだけ公共投資などのカンフル剤を打っても、それは問題の先送りにすぎない。将来的には、より一層膨張した「バブル」がはじけるという最悪のシナリオが不可避となるだろう。

図表 37：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



4.2 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？

ここで、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を定量化しておきたい。当社のシミュレーションによれば、資本ストック調整が本格化する「メルトダウンシナリオ」では、中国の潜在成長率は1.6%まで低下し、実際の経済成長率は大幅なマイナスに陥る（**図表38**）。

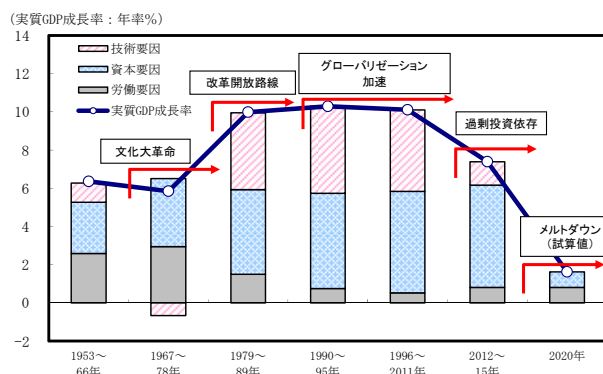
勿論、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

しかしながら、中国経済が「メルトダウン」する場合には、全く別次元の話となる。その影響は世界経済を奈落の底に叩き落とすほどの強烈なインパクトを持つことになりかねない。

中国の政策当局には、自らが置かれた状況を的確に認識したうえで、中長期的な構造改革と、短期的なカンフル剤による景気刺激策をバランスよく講じて、何とか中国経済を「ソフトランディング」に導くことを切に期待したい。

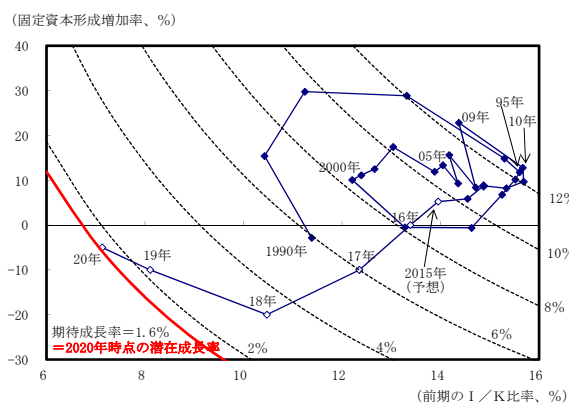
図表38：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



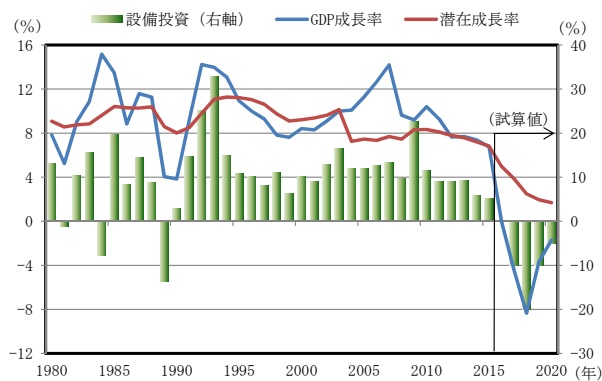
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

4.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し

景気循環信号指数には下げ止まりの兆し

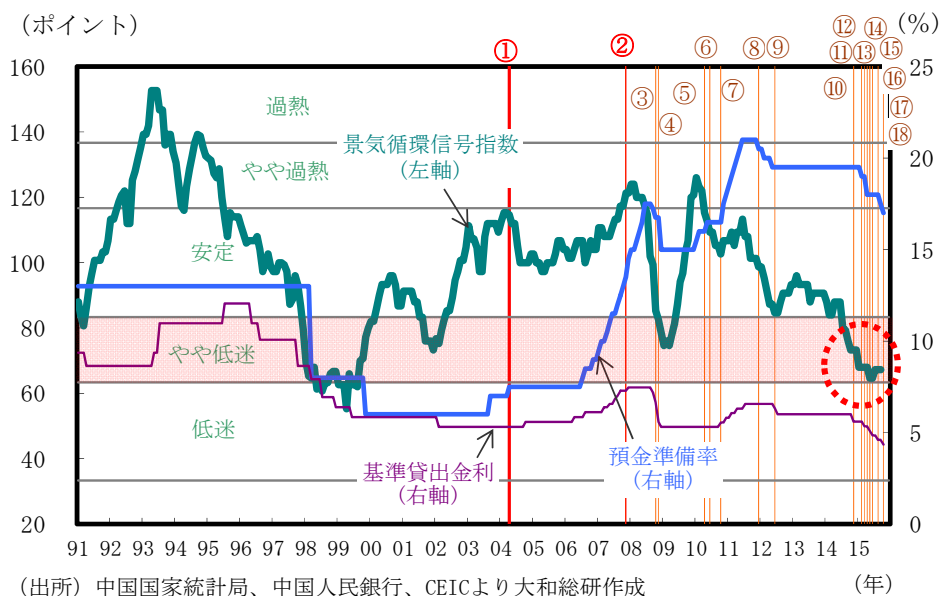
ただし、中国経済は向こう1~2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表 39 で中国の「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。しかし、足下では、財政・金融政策の発動を受け、同指数には下げ止まりの兆しが生じている。

「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。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。

図表 39 : 中国 : 景気循環信号指数



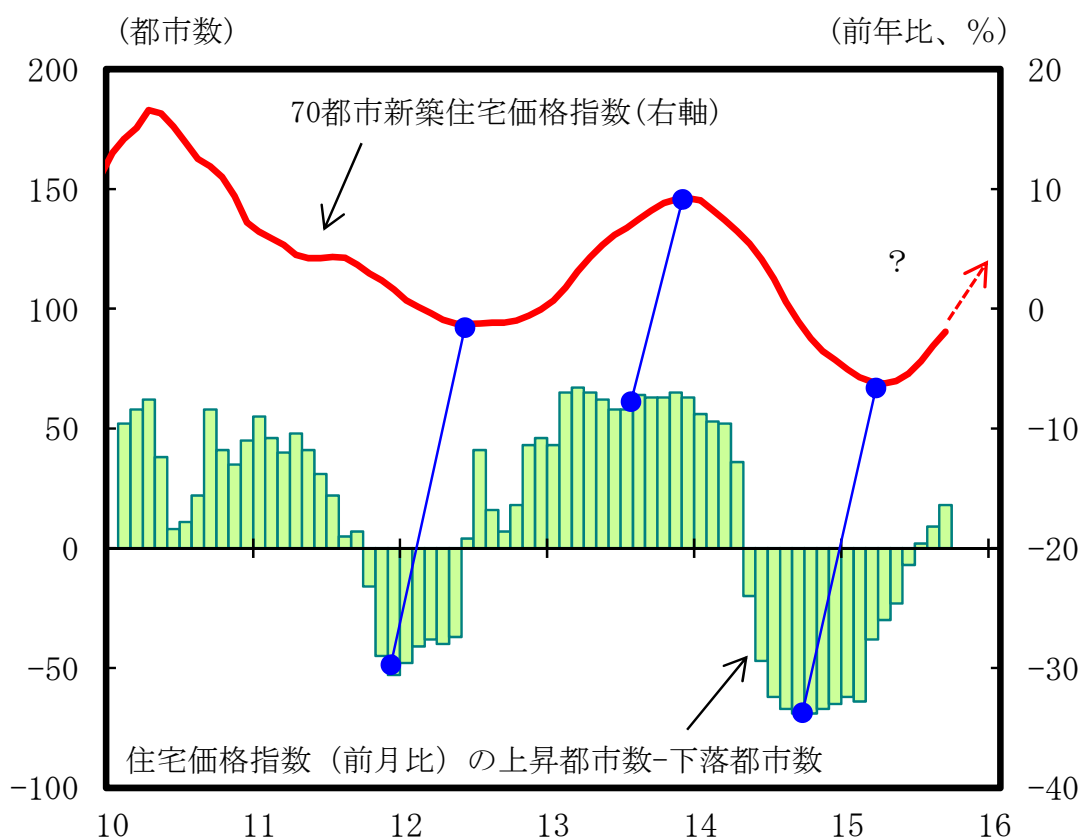
①2004/4	総量規制強化	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
②2007/10	総量規制強化	⑫2015/3	利下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑭2015/5	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑮2015/6	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化		預金準備率引き下げ
⑦2010/10~2011/7	利上げ	⑯2015/7	株価維持策実施
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/8	預金準備率引き下げ
⑨2012/6	利下げ		利下げ
⑩2014/11	利下げ	⑱2015/10	預金準備率引き下げ
			利下げ

個人消費との連動性を有する、中国の不動産価格に下げ止まりの兆し

当社は、とりわけ足下の中国の経済データの中で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注目している（**図表 40**）。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がある。「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、上昇ペースが加速している。70都市新築住宅価格指数は先行指標である「上昇都市数－下落都市数」に遅れること7ヶ月、2015年4月に底を打ち、上昇基調に転じた。足下でも「上昇都市数－下落都市数」は上昇基調が継続していることから、70都市新築住宅価格指数についても当面上昇傾向が続く可能性が高いと考えられる。

なお、当社の定量分析によれば、中国の個人消費は、株価ではなく不動産価格の動向によって規定されている部分が多い。この点を踏まえると、不動産価格の上昇傾向が当面続く可能性が高いことは、中国経済全体にとって、非常に好ましい材料であるといえよう。

図表 40：中国の70都市新築住宅価格指数



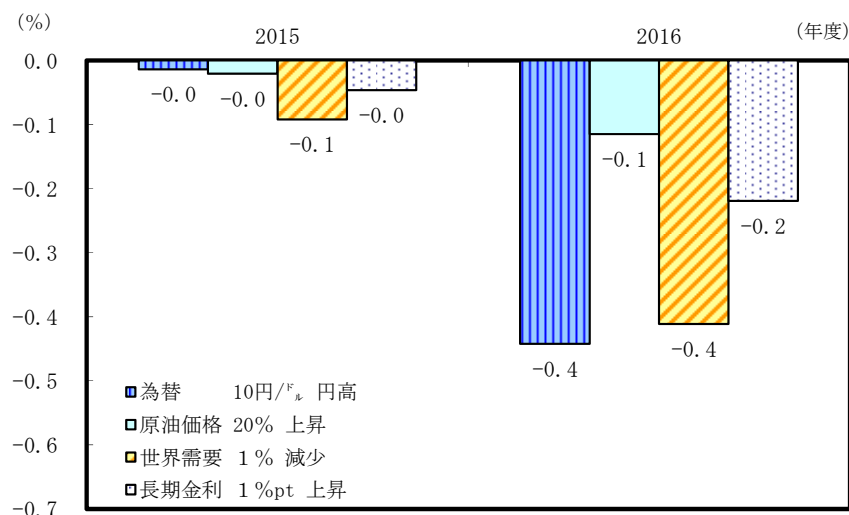
(注) 70都市新築住宅価格指数は、各70都市の単純平均値。
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

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2016年1-3月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2015-16 年度 ; 122.6 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 ; 47.5 ドル/bbl, 44.3 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2015-16 暦年 ; 3.0%, 3.1%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2015-16 年度 ; 0.35%, 0.35%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 41：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▲0.0%、2016年度で▲0.4%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▲0.1%、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▲0.0%、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。したがって、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イ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 42：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	2.2	2.1	2.1 (-0.1)	1.4 (-0.8)	2.1 (-0.1)	1.6 (-0.6)
実質GDP	0.8	1.5	0.8 (-0.0)	1.1 (-0.4)	0.8 (-0.0)	1.4 (-0.1)
GDPデフレーター	1.4	0.5	1.3 (-0.1)	0.3 (-0.4)	1.3 (-0.1)	0.2 (-0.5)
全産業活動指数	1.1	2.1	1.0 (-0.1)	1.6 (-0.6)	1.1 (-0.0)	2.0 (-0.1)
鉱工業生産指数	-0.3	3.6	-0.7 (-0.4)	2.0 (-2.0)	-0.3 (-0.0)	3.4 (-0.2)
第3次産業活動指数	1.2	1.7	1.1 (-0.1)	1.3 (-0.4)	1.2 (-0.0)	1.6 (-0.1)
国内企業物価	-2.1	0.7	-2.4 (-0.3)	-0.3 (-1.3)	-1.9 (0.2)	1.2 (0.7)
消費者物価	0.2	1.0	0.1 (-0.1)	0.8 (-0.2)	0.2 (0.0)	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）	-0.7	-1.0	-0.6 (0.0)	-0.8 (0.2)	-1.3 (-0.6)	-3.5 (-2.5)
経常収支（億ドル）	1,434	1,452	1,575 (141)	1,431 (-21)	1,385 (-49)	1,268 (-183)
経常収支（兆円）	17.8	18.4	18.0 (0.2)	16.7 (-1.7)	17.2 (-0.6)	16.1 (-2.3)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.5	1.4	0.5 (0.0)	1.3 (-0.1)	0.5 (-0.0)	1.3 (-0.2)
民間住宅投資	4.4	6.8	4.4 (-0.0)	6.5 (-0.3)	4.4 (-0.0)	6.4 (-0.4)
民間設備投資	0.1	4.7	0.1 (-0.1)	3.1 (-1.5)	0.0 (-0.1)	4.2 (-0.5)
政府最終消費	1.5	1.3	1.5 (0.0)	1.4 (0.1)	1.5 (-0.0)	1.3 (-0.0)
公共投資	-1.7	-4.8	-1.5 (0.2)	-4.4 (0.6)	-1.7 (-0.0)	-4.9 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	1.4	5.5	1.3 (-0.1)	4.8 (-0.7)	1.4 (-0.0)	5.4 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	1.1	5.4	1.1 (-0.1)	5.4 (-0.1)	1.0 (-0.1)	4.9 (-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	2.1 (-0.1)	1.7 (-0.4)	2.2 (-0.0)	1.9 (-0.2)	2.1 (-0.1)	1.9 (-0.2)
実質GDP	0.7 (-0.1)	1.2 (-0.4)	0.7 (-0.0)	1.3 (-0.2)	0.8 (-0.0)	1.6 (0.1)
GDPデフレーター	1.4 (-0.0)	0.5 (-0.0)	1.4 (0.0)	0.5 (0.0)	1.4 (-0.1)	0.3 (-0.3)
全産業活動指数	1.1 (-0.1)	1.9 (-0.3)	1.1 (-0.0)	2.0 (-0.1)	1.2 (0.0)	2.2 (0.2)
鉱工業生産指数	-0.6 (-0.3)	2.8 (-1.1)	-0.4 (-0.1)	3.3 (-0.4)	-0.1 (0.2)	4.2 (0.8)
第3次産業活動指数	1.2 (-0.0)	1.6 (-0.1)	1.2 (-0.0)	1.6 (-0.1)	1.2 (0.0)	1.7 (0.1)
国内企業物価	-2.1 (-0.0)	0.6 (-0.1)	-2.1 (0.0)	0.7 (-0.0)	-1.8 (0.3)	1.7 (1.4)
消費者物価	0.2 (-0.0)	0.9 (-0.0)	0.2 (0.0)	1.0 (-0.0)	0.2 (0.1)	1.2 (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）	-0.9 (-0.2)	-1.7 (-0.6)	-0.6 (0.1)	-0.4 (0.6)	-1.3 (-0.7)	-3.6 (-2.6)
経常収支（億ドル）	1,409 (-25)	1,362 (-90)	1,438 (5)	1,266 (-186)	1,314 (-120)	1,279 (-173)
経常収支（兆円）	17.5 (-0.3)	17.3 (-1.1)	17.9 (0.1)	16.0 (-2.3)	17.1 (-0.7)	16.9 (-1.4)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.5 (-0.0)	1.4 (-0.1)	0.5 (-0.0)	1.4 (-0.0)	0.5 (-0.0)	1.3 (-0.1)
民間住宅投資	4.4 (-0.0)	6.6 (-0.2)	4.3 (-0.1)	6.1 (-0.8)	4.4 (0.0)	6.6 (-0.2)
民間設備投資	0.2 (0.0)	4.2 (-0.4)	-0.1 (-0.3)	3.4 (-1.5)	0.1 (-0.1)	5.0 (0.2)
政府最終消費	1.5 (0.0)	1.3 (0.0)	1.5 (0.0)	1.3 (0.0)	1.5 (-0.0)	1.2 (-0.1)
公共投資	-1.7 (0.0)	-4.8 (0.0)	-1.7 (-0.0)	-4.8 (0.0)	-1.8 (-0.1)	-5.2 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	0.9 (-0.6)	4.1 (-1.8)	1.4 (-0.0)	5.5 (-0.0)	1.5 (0.0)	5.7 (0.3)
財貨・サービスの輸入	1.1 (-0.1)	5.1 (-0.3)	1.1 (-0.1)	4.9 (-0.6)	1.1 (-0.1)	4.9 (-0.5)

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

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

(出所) 大和総研作成

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)	479.3	482.4	481.7	487.5	488.0	485.7	489.0	499.7	483.1	490.8	480.1	487.6
前期比%	0.3	0.6	-0.1	1.2	0.1	-0.5	0.7	2.2				
前期比年率%	1.3	2.6	-0.6	4.9	0.5	-1.9	2.7	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	530.3	529.0	535.1	524.5	523.1	524.7	530.6	530.6	525.9	527.5	527.0
前期比%	0.6	0.6	-0.2	1.2	-2.0	-0.3	0.3	1.1				
前期比年率%	2.3	2.5	-0.9	4.7	-7.7	-1.1	1.2	4.6				
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-0.9	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1
内需寄与度(前期比)	0.6	1.0	0.3	1.4	-2.9	-0.3	-0.0	1.2	2.6	-1.5	1.9	-0.1
外需寄与度(前期比)	0.0	-0.4	-0.5	-0.2	0.9	0.1	0.3	0.0	-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	2.1	2.1	2.3	3.5	-0.3	2.5	-0.6	1.7
全産業活動指数(2010=100)	101.8	102.4	102.8	104.1	101.1	101.1	101.7	102.8	102.8	101.7	101.9	102.0
前期比%	1.1	0.6	0.4	1.3	-2.9	0.0	0.6	1.1	2.2	-1.1	1.0	0.1
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(2010=100)	102.8	102.9	102.9	104.1	101.2	101.7	102.2	103.3	103.2	102.1	102.7	102.3
前期比%	0.5	0.2	-0.0	1.2	-2.8	0.5	0.6	1.1	1.2	-1.1	0.8	-0.4
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	103.4	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	-6.6	-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	722	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	7.9	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	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)	500.5	500.6	501.7	503.6	506.4	510.0	513.3	517.6	501.7	512.0	500.8	508.5
前期比%	0.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8				
前期比年率%	0.6	0.1	0.9	1.6	2.2	2.9	2.7	3.4				
前年同期比%	2.5	3.1	2.7	0.7	1.2	1.9	2.3	2.8	2.2	2.1	2.7	1.5
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	529.8	528.7	529.7	531.4	533.6	536.4	538.9	542.5	530.0	538.0	529.8	535.2
前期比%	-0.2	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7				
前期比年率%	-0.7	-0.8	0.7	1.3	1.6	2.1	1.9	2.7				
前年同期比%	1.0	1.0	1.0	0.1	0.7	1.5	1.7	2.1	0.8	1.5	0.5	1.0
内需寄与度(前期比)	0.0	-0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.9	0.7	1.4	0.2	1.0
外需寄与度(前期比)	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.4	0.0
GDPデフレーター(前年同期比%)	1.5	2.0	1.6	0.6	0.5	0.4	0.6	0.7	1.4	0.5	2.1	0.5
全産業活動指数(2010=100)	102.5	102.5	103.0	103.4	103.9	104.5	105.1	106.6	102.9	105.0	102.7	104.2
前期比%	-0.3	0.0	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6	1.4	1.1	2.1	0.7	1.5
鉱工業生産指数(2010=100)	98.3	97.1	98.6	99.0	100.0	101.1	102.3	103.8	98.2	101.8	98.4	100.5
前期比%	-1.4	-1.2	1.6	0.4	1.0	1.0	1.2	1.5	-0.3	3.6	-0.7	2.2
第3次産業活動指数(2010=100)	103.1	103.2	103.4	103.7	104.2	104.6	105.0	106.5	103.3	105.1	103.2	104.4
前期比%	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	1.4	1.2	1.7	0.9	1.1
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	103.7	102.7	102.7	103.1	103.4	103.6	103.9	104.1	103.0	103.8	103.1	103.5
前年同期比%	-2.2	-3.6	-2.3	-0.3	-0.3	0.9	1.1	1.0	-2.1	0.7	-1.9	0.4
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.4	103.4	103.5	103.3	103.9	104.4	104.7	104.6	103.4	104.4	103.2	104.1
前年同期比%	0.1	-0.1	0.1	0.6	0.5	0.9	1.2	1.3	0.2	1.0	0.5	0.8
完全失業率(%)	3.3	3.4	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	0.38	0.31	0.32	0.33	0.34	0.36	0.37	0.35	0.35	0.35	0.34
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.9	4.0	3.5	3.6	3.8	3.9	4.2	4.1	3.7	4.0	3.7	3.9
国際収支統計												
貿易収支(季調済年率、兆円)	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-2.1	-0.7	-1.0	-0.5	-0.6
経常収支(季調済年率、億ドル)	1390	1441	1465	1440	1468	1480	1487	1372	1434	1452	1399	1469
経常収支(季調済年率、兆円)	16.9	17.6	17.9	18.0	18.3	18.5	18.6	17.1	17.8	18.4	17.0	18.4
対名目GDP比率(%)	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.3	3.5	3.6	3.4	3.6
為替レート(¥/\$)	121.4	122.2	121.9	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	122.6	125.0	121.1	125.0
(¥/Euro)	135.0	135.6	132.9	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	133.4	130.0	134.0	130.0

(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	530.3	529.0	535.1	524.5	523.1	524.7	530.6	530.6	525.9	527.5	527.0	
前期比年率%	2.3	2.5	-0.9	4.7	-7.7	-1.1	1.2	4.6					
前年同期比%	1.4	2.2	2.3	2.4	-0.4	-1.4	-0.9	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	518.0	522.9	524.1	531.5	516.1	514.7	514.8	520.5	524.5	516.7	519.9	519.4	
前期比年率%	2.5	3.8	1.0	5.8	-11.1	-1.1	0.0	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	394.4	398.2	399.2	407.0	391.5	389.2	389.1	394.8	400.0	391.3	395.9	394.2	
前期比年率%	2.1	3.9	1.0	8.1	-14.5	-2.2	-0.2	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	315.9	315.3	322.0	305.9	306.6	307.7	309.1	317.2	307.4	314.6	310.6	
前期比年率%	3.8	1.1	-0.8	8.8	-18.5	0.9	1.4	1.7					
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	14.2	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%	7.3	18.4	12.0	9.0	-35.9	-24.5	-2.7	8.1					
前年同期比%	6.6	8.3	10.2	11.9	-2.0	-12.4	-15.5	-15.4	9.3	-11.6	8.8	-5.1	
民間企業設備投資	69.6	70.2	71.1	74.5	71.2	71.4	71.4	73.1	71.5	71.9	69.5	72.2	
前期比年率%	12.1	3.7	5.6	20.4	-16.6	1.0	0.0	10.1					
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	4.0	
民間在庫品増加	-4.4	-2.7	-2.5	-5.0	0.4	-1.8	-3.0	-0.6	-3.7	-1.3	-2.7	-2.4	
公的需要	123.6	124.7	124.9	124.5	124.6	125.5	125.7	125.7	124.5	125.4	124.0	125.2	
前期比年率%	3.6	3.5	0.7	-1.2	0.4	2.7	0.8	-0.0					
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	102.1	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%	1.7	0.0	0.3	-0.8	0.2	1.4	1.1	1.1					
前年同期比%	2.6	2.0	1.5	0.2	-0.0	0.2	0.5	0.9	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%	11.2	22.3	0.9	-2.9	1.5	7.0	0.8	-5.2					
前年同期比%	3.6	14.1	16.1	6.6	4.4	2.0	2.3	0.1	10.3	2.0	8.0	3.8	
公的在庫品増加	-0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	9.6	7.9	5.7	6.0	9.8	10.3	12.2	12.5	7.3	11.2	8.1	9.6	
財貨・サービスの輸出	84.0	83.8	83.6	88.6	88.9	90.4	93.0	94.8	85.0	91.8	83.2	90.2	
前期比年率%	13.8	-1.3	-0.5	25.7	1.7	6.5	12.0	8.0					
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	74.5	75.8	77.9	82.6	79.2	80.0	80.7	82.2	77.8	80.6	75.1	80.6	
前期比年率%	13.4	7.6	11.5	26.1	-15.6	4.4	3.5	7.8					
前年同期比%	0.5	2.9	8.9	14.8	6.0	5.3	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	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	529.8	528.7	529.7	531.4	533.6	536.4	538.9	542.5	530.0	538.0	529.8	535.2	
前期比年率%	-0.7	-0.8	0.7	1.3	1.6	2.1	1.9	2.7					
前年同期比%	1.0	1.0	1.0	0.1	0.7	1.5	1.7	2.1	0.8	1.5	0.5	1.0	
国内需要	520.4	519.1	519.9	521.6	523.4	526.0	528.3	533.0	520.3	527.9	520.1	524.8	
前期比年率%	-0.0	-1.0	0.6	1.2	1.4	2.0	1.8	3.6					
前年同期比%	0.8	0.8	1.0	0.1	0.6	1.4	1.5	2.3	0.7	1.5	0.1	0.9	
民間需要	393.7	392.1	393.6	395.4	397.0	399.3	401.4	405.9	393.7	401.0	393.7	398.2	
前期比年率%	-1.1	-1.6	1.5	1.8	1.7	2.4	2.2	4.5					
前年同期比%	0.6	0.6	1.2	0.1	0.8	1.9	1.9	2.9	0.6	1.9	-0.1	1.2	
民間最終消費支出	307.3	308.9	309.7	310.5	310.9	311.8	313.1	317.8	309.1	313.4	308.7	311.6	
前期比年率%	-2.3	2.1	1.0	1.0	0.6	1.1	1.7	6.1					
前年同期比%	0.4	0.7	0.6	0.4	1.2	1.0	1.1	2.4	0.5	1.4	-0.6	0.9	
民間住宅投資	13.5	13.7	14.0	14.0	14.2	14.7	14.9	15.1	13.8	14.7	13.6	14.5	
前期比年率%	10.1	8.0	7.1	2.4	5.3	13.4	7.0	4.5					
前年同期比%	-3.3	5.7	8.4	6.8	5.7	7.0	6.9	7.5	4.4	6.8	-1.7	6.6	
民間企業設備投資	72.3	71.3	71.8	72.7	73.7	74.7	75.7	77.0	72.0	75.4	72.2	74.1	
前期比年率%	-4.8	-5.0	2.4	5.3	5.5	5.6	5.7	7.0					
前年同期比%	1.4	-0.3	0.6	-0.8	2.0	4.8	5.5	6.0	0.1	4.7	-0.0	2.7	
民間在庫品増加	0.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-2.3	-4.0	-1.1	-2.5	-0.8	-1.9	
公的需要	126.7	127.0	126.4	126.2	126.4	126.7	126.9	127.1	126.5	126.8	126.4	126.6	
前期比年率%	3.4	0.7	-1.9	-0.6	0.7	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	1.6	1.3	0.4	0.3	0.1	-0.2	0.3	0.7	0.9	0.2	1.0	0.1	
政府最終消費支出	103.6	104.0	104.2	104.6	104.9	105.3	105.6	106.0	104.1	105.5	103.7	105.1	
前期比年率%	2.6	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4					
前年同期比%	1.6	1.5	1.5	1.5	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	
公的固定資本形成	23.1	23.1	22.2	21.7	21.5	21.4	21.3	21.2	22.4	21.3	22.7	21.5	
前期比年率%	8.6	-1.3	-14.2	-9.4	-2.6	-2.0	-2.1	-2.1					
前年同期比%	2.2	0.8	-3.7	-4.1	-6.8	-7.3	-3.9	-2.4	-1.7	-4.8	-0.5	-5.3	
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	10.8	11.8	11.9	12.0	12.3	12.6	12.7	11.6	11.6	12.3	11.7	12.4	
財貨・サービスの輸出	90.7	93.1	93.9	94.9	96.2	97.5	98.9	100.3	93.1	98.2	93.1	96.9	
前期比年率%	-16.1	10.9	3.6	4.5	5.3	5.6	5.7	5.9					
前年同期比%	1.8	2.9	1.0	0.1	6.2	4.8	5.3	5.7	1.4	5.5	3.2	4.1	
財貨・サービスの輸入	79.9	81.3	82.0	82.9	83.8	84.9	86.2	88.7	81.5	85.9	81.3	84.4	
前期比年率%	-10.8	7.1	3.6	4.5	4.5	5.3	5.9	12.1					
前年同期比%	0.8	1.4	1.5	0.7	5.0	4.6	5.1	7.0	1.1	5.4	0.9	3.8	

(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	479.3	482.4	481.7	487.5	488.0	485.7	489.0	499.7	483.1	490.8	480.1	487.6	
前期比年率%	1.3	2.6	-0.6	4.9	0.5	-1.9	2.7	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	490.4	496.4	499.8	508.1	501.6	500.2	500.9	505.4	499.0	502.2	493.8	502.8	
前期比年率%	1.1	4.9	2.8	6.8	-5.0	-1.0	0.6	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	369.4	374.1	377.2	384.9	376.5	373.8	374.3	378.4	376.7	375.9	372.0	377.4	
前期比年率%	1.3	5.2	3.4	8.4	-8.5	-2.8	0.6	4.4					
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	294.7	295.7	302.4	292.2	293.0	294.3	294.1	296.6	293.4	293.5	295.5	
前期比年率%	3.2	2.2	1.3	9.4	-12.8	1.2	1.7	-0.2					
前年同期比%	1.2	2.7	2.9	4.2	-0.3	-0.7	-0.5	-2.7	2.7	-1.0	1.9	0.7	
民間住宅投資	14.9	15.6	16.2	16.6	15.3	14.2	14.1	14.5	15.9	14.5	15.3	15.0	
前期比年率%	11.7	20.8	17.2	10.0	-28.3	-25.6	-2.0	9.4					
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	66.8	67.9	71.2	68.4	68.7	69.1	70.8	68.2	69.4	66.0	69.4	
前期比年率%	12.9	4.9	6.7	21.0	-14.9	2.2	1.8	10.6					
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	-4.6	-3.0	-2.6	-5.2	0.6	-2.2	-3.1	-1.0	-3.9	-1.5	-2.8	-2.5	
公的需要	121.0	122.3	122.6	123.2	125.1	126.5	126.6	127.0	122.4	126.3	121.7	125.4	
前期比年率%	0.6	4.1	0.9	2.0	6.4	4.5	0.5	1.1					
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	99.2	100.7	101.3	101.6	102.2	98.8	101.5	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.3	0.2	-0.8	2.8	6.0	2.6	1.1	2.4					
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	23.7	24.0	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	25.9	5.2	-1.5	7.9	10.7	0.4	-4.9					
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	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	0.1	
財貨・サービスの純輸出	-11.1	-14.0	-18.1	-20.6	-13.5	-14.5	-11.9	-5.7	-15.9	-11.4	-13.6	-15.2	
財貨・サービスの輸出	78.2	78.9	79.1	83.4	83.9	86.5	91.4	91.1	80.0	88.3	77.5	86.4	
前期比年率%	25.1	3.8	1.0	23.5	2.4	13.2	24.5	-1.2					
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	101.0	103.3	96.8	95.9	99.7	91.2	101.5	
前期比年率%	20.3	17.4	19.8	31.2	-23.1	15.8	9.3	-22.9					
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 (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	500.5	500.6	501.7	503.6	506.4	510.0	513.3	517.6	501.7	512.0	500.8	508.5	
前期比年率%	0.6	0.1	0.9	1.6	2.2	2.9	2.7	3.4					
前年同期比%	2.5	3.1	2.7	0.7	1.2	1.9	2.3	2.8	2.2	2.1	2.7	1.5	
国内需要	505.9	505.3	506.6	508.8	511.5	515.3	518.9	524.9	506.6	517.8	505.9	513.6	
前期比年率%	0.4	-0.4	1.0	1.7	2.2	3.0	2.8	4.7					
前年同期比%	0.8	1.0	1.1	0.6	1.2	2.0	2.3	3.3	0.9	2.2	0.6	1.5	
民間需要	378.7	377.6	379.4	381.6	384.0	387.3	390.5	396.1	379.4	389.6	378.6	385.8	
前期比年率%	0.3	-1.2	1.9	2.4	2.5	3.5	3.3	5.8					
前年同期比%	0.6	0.9	1.4	0.8	1.3	2.6	2.8	4.0	0.9	2.7	0.3	1.9	
民間最終消費支出	293.1	294.6	295.7	296.7	297.7	299.2	301.2	306.5	295.0	301.2	294.4	298.7	
前期比年率%	-1.3	2.1	1.4	1.4	1.3	2.1	2.7	7.2					
前年同期比%	0.3	0.5	0.5	0.9	1.6	1.6	1.9	3.3	0.5	2.1	-0.4	1.5	
民間住宅投資	14.8	15.1	15.4	15.5	15.7	16.3	16.6	16.9	15.2	16.4	14.9	16.0	
前期比年率%	8.8	8.0	8.2	3.5	6.5	15.1	8.5	6.0					
前年同期比%	-3.4	6.0	8.7	7.0	6.5	8.2	8.3	9.0	4.6	8.0	-0.8	7.5	
民間企業設備投資	70.2	69.5	70.0	71.0	72.2	73.4	74.7	76.2	70.2	74.2	70.1	72.7	
前期比年率%	-3.7	-3.9	2.8	6.1	6.7	6.9	7.2	8.6					
前年同期比%	2.6	0.9	1.4	0.1	2.9	5.7	6.7	7.4	1.2	5.8	1.1	3.6	
民間在庫品増加	0.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-2.0	-3.5	-0.9	-2.1	-0.8	-1.7	
公的需要	127.2	127.7	127.2	127.2	127.5	128.0	128.4	128.8	127.2	128.2	127.2	127.8	
前期比年率%	0.6	1.9	-1.6	-0.2	1.2	1.3	1.3	1.3					
前年同期比%	1.5	1.1	0.4	0.1	0.7	0.1	0.8	1.2	0.7	0.7	1.5	0.4	
政府最終消費支出	102.0	102.5	102.9	103.3	103.8	104.2	104.7	105.2	102.7	104.5	102.4	104.0	
前期比年率%	-0.9	2.2	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8					
前年同期比%	1.2	1.2	1.3	1.0	1.8	1.6	1.7	1.8	1.2	1.7	1.7	1.6	
公的固定資本形成	25.2	25.2	24.4	23.8	23.8	23.7	23.7	23.6	24.6	23.7	24.8	23.8	
前期比年率%	8.6	1.3	-13.2	-8.3	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7					
前年同期比%	3.3	1.5	-2.7	-2.9	-5.5	-6.1	-2.6	-1.0	-0.7	-3.5	0.9	-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	-5.4	-4.8	-5.0	-5.1	-5.2	-5.3	-5.6	-7.3	-5.1	-5.8	-5.2	-5.3	
財貨・サービスの輸出	88.6	90.3	91.2	92.2	93.4	94.6	96.0	97.3	90.5	95.3	90.2	94.0	
前期比年率%	-10.8	8.3	3.6	4.5	5.3	5.6	5.7	5.9					
前年同期比%	4.9	4.7	-0.6	1.1	5.7	4.6	5.4	5.6	2.4	5.3	4.5	4.2	
財貨・サービスの輸入	93.9	95.1	96.1	97.3	98.5	99.9	101.5	104.6	95.6	101.1	95.4	99.3	
前期比年率%	-11.3	5.1	4.2	5.1	5.1	5.9	6.5	12.7					
前年同期比%	-3.8	-5.9	-7.2	0.6	5.0	5.1	5.8	7.5	-4.2	5.8	-6.0	4.1	

(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	91.0	91.1	91.1	93.0	92.9	93.2	94.2	91.0	93.3	91.0	92.5	
前期比%	-0.2	0.0	0.1	0.0	2.1	-0.2	0.4	1.0					
前年同期比%	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	2.1	2.1	2.3	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	95.6	95.6	95.2	93.5	95.5	93.3	95.1	
前期比%	-0.2	0.3	0.5	0.1	1.7	0.1	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	104.9	105.5	106.7	106.9	109.9	109.5	109.7	110.1	106.0	109.8	105.3	108.9	
前期比%	1.0	0.5	1.1	0.2	2.9	-0.4	0.2	0.3					
前年同期比%	2.1	3.0	3.4	2.9	4.8	3.9	2.9	2.9	2.9	3.6	2.3	3.5	
民間企業設備投資	94.9	95.2	95.4	95.5	96.0	96.3	96.7	96.8	95.3	96.5	95.0	96.1	
前期比%	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	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	96.7	96.4	97.3	98.7	99.0	99.0	99.3	96.7	98.9	96.7	98.4	
前期比%	-1.0	0.0	-0.3	0.9	1.4	0.3	0.0	0.3					
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	104.0	104.8	105.9	106.2	107.9	108.8	108.7	108.8	105.4	108.6	104.8	107.8	
前期比%	-0.0	0.7	1.0	0.3	1.5	0.8	-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	93.0	94.2	94.6	94.2	94.3	95.8	98.3	96.2	94.1	96.2	93.2	95.8	
前期比%	2.4	1.3	0.4	-0.4	0.2	1.5	2.7	-2.2					
前年同期比%	9.1	11.1	10.3	3.7	0.9	1.8	4.5	2.0	8.5	2.3	9.5	2.7	
財貨・サービスの輸入	119.8	122.5	124.7	125.9	123.1	126.3	128.0	117.7	123.3	123.7	121.4	126.0	
前期比%	1.5	2.2	1.8	1.0	-2.3	2.6	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	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	94.5	94.7	94.7	94.8	94.9	95.1	95.3	95.4	94.7	95.2	94.5	95.0	
前期比%	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	1.5	2.0	1.6	0.6	0.5	0.4	0.6	0.7	1.4	0.5	2.1	0.5	
民間最終消費支出	95.4	95.4	95.5	95.6	95.7	96.0	96.2	96.4	95.5	96.1	95.3	95.9	
前期比%	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2					
前年同期比%	-0.1	-0.2	-0.2	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9	-0.0	0.7	0.2	0.6	
民間住宅投資	109.8	109.8	110.0	110.3	110.6	111.0	111.4	111.8	110.0	111.2	109.9	110.9	
前期比%	-0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.8	1.1	1.3	1.4	0.2	1.1	0.9	0.9	
民間企業設備投資	97.1	97.4	97.5	97.7	98.0	98.3	98.6	99.0	97.4	98.5	97.2	98.1	
前期比%	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4					
前年同期比%	1.2	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9	1.1	1.3	1.0	1.1	1.1	1.0	
政府最終消費支出	98.4	98.6	98.7	98.8	98.9	99.0	99.1	99.2	98.6	99.0	98.7	98.9	
前期比%	-0.9	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-0.3	-0.3	-0.2	-0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	-0.3	0.4	0.3	0.2	
公的固定資本形成	108.8	109.5	109.8	110.1	110.5	110.8	111.2	111.6	109.7	111.1	109.3	110.7	
前期比%	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4					
前年同期比%	1.0	0.7	1.0	1.2	1.5	1.2	1.3	1.4	1.0	1.3	1.3	1.3	
財貨・サービスの輸出	97.7	97.1	97.1	97.1	97.1	97.1	97.1	97.1	97.2	97.1	96.9	97.1	
前期比%	1.5	-0.6	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	3.1	1.7	-1.5	1.0	-0.4	-0.2	0.1	-0.0	1.0	-0.1	1.2	0.1	
財貨・サービスの輸入	117.6	117.0	117.2	117.3	117.5	117.7	117.8	118.0	117.3	117.7	117.3	117.6	
前期比%	-0.1	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	-4.6	-7.2	-8.6	-0.1	0.0	0.5	0.7	0.5	-5.2	0.4	-6.9	0.3	

(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	1.2	-2.0	-0.3	0.3	1.1	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	0.6	1.0	0.3	1.4	-2.9	-0.3	-0.0	1.2	2.6	-1.5	1.9	-0.1	
民間需要	0.4	0.8	0.2	1.5	-2.9	-0.5	-0.1	1.2	1.8	-1.7	1.2	-0.3	
民間最終消費支出	0.6	0.2	-0.1	1.3	-3.1	0.1	0.2	0.3	1.5	-1.9	1.3	-0.8	
民間住宅投資	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.0	0.1	0.3	-0.4	0.3	-0.2	
民間企業設備投資	0.4	0.1	0.2	0.7	-0.6	0.0	0.0	0.3	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	-0.5	-0.3	0.5	-0.5	0.5	-0.4	0.1	
公的需要	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0	-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	0.0	-0.4	-0.5	-0.2	0.9	0.1	0.3	0.0	-0.5	0.6	-0.3	0.0	
財貨・サービスの輸出	0.5	-0.0	-0.0	1.0	0.1	0.3	0.5	0.4	0.7	1.3	0.2	1.4	
財貨・サービスの輸入	-0.5	-0.3	-0.5	-1.2	0.9	-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	-0.9	-0.8	2.1	-0.9	1.6	-0.1	
国内需要	1.5	2.3	2.8	3.6	-0.2	-1.6	-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	-1.8	-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	-1.7	-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	0.9	-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	1.3	-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 (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. 前期比%													
実質GDP成長率	-0.2	-0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	1.5	0.5	1.0	
国内需要	0.0	-0.3	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.9	0.7	1.4	0.2	1.0	
民間需要	-0.2	-0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8	0.5	1.4	-0.1	1.0	
民間最終消費支出	-0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.9	0.3	0.8	-0.4	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	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.6	-0.0	0.4	
民間在庫品増加	0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.0	-0.3	0.3	-0.2	
公的需要	0.2	0.0	-0.1	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	
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	-0.0	-0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.0	-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	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.4	0.0	
財貨・サービスの輸出	-0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	1.0	0.6	0.7	
財貨・サービスの輸入	0.6	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.2	-0.8	-0.2	-0.7	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.0	1.0	1.0	0.1	0.7	1.5	1.7	2.1	0.8	1.5	0.5	1.0	
国内需要	0.8	0.8	1.0	0.1	0.6	1.4	1.5	2.3	0.7	1.4	0.2	1.0	
民間需要	0.5	0.5	0.9	0.0	0.6	1.4	1.4	2.1	0.5	1.4	-0.1	1.0	
民間最終消費支出	0.2	0.4	0.4	0.3	0.7	0.6	0.7	1.4	0.3	0.8	-0.4	0.5	
民間住宅投資	-0.1	0.2	0.2	0.2	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	-0.0	0.1	-0.1	0.3	0.6	0.7	0.9	0.0	0.6	-0.0	0.4	
民間在庫品増加	0.1	-0.0	0.3	-0.2	-0.5	0.0	-0.1	-0.4	0.0	-0.3	0.3	-0.2	
公的需要	0.4	0.3	0.1	0.1	0.0	-0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3	0.0	
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
公的固定資本形成	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.0	-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	0.2	-0.1	-0.1	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.0	
財貨・サービスの輸出	0.3	0.5	0.2	0.0	1.1	0.8	0.9	1.0	0.2	1.0	0.6	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.8	-0.7	-0.8	-1.1	-0.2	-0.8	-0.2	-0.7	

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

(注2) 項目の一部の寄与度は簡便法による。

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(6-a) 主要前提条件

	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	3.1	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 (最終需要、09/11=100)	108.7	109.3	109.7	110.3	110.9	111.3	111.1	109.7	109.5	110.8	109.2	110.9	
前期比年率%	-0.1	2.2	1.3	2.3	2.2	1.2	-0.6	-4.8					
前年同期比%	1.2	1.6	1.2	1.3	1.9	1.8	1.2	-0.5	1.3	1.1	1.4	1.6	
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	99.2	100.7	101.3	101.6	102.2	98.8	101.5	98.8	100.7	
前期比年率%	-2.3	0.2	-0.8	2.8	6.0	2.6	1.1	2.4					
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	23.7	24.0	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	25.9	5.2	-1.5	7.9	10.7	0.4	-4.9					
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	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%	3.1	2.7	2.7	2.9	3.1	3.2	3.3	3.3	2.8	3.2	3.0	3.1
原油価格 (WTI、\$/bbl)												
前年同期比%	57.8	46.5	42.7	43.2	43.6	44.1	44.5	45.0	47.5	44.3	48.9	43.8
	-43.9	-52.2	-41.7	-11.2	-24.6	-5.2	4.3	4.3	-40.9	-6.8	-47.4	-10.3
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)												
前期比年率%	16,334	16,394	16,498	16,608	16,712	16,819	16,938	17,058	16,459	16,882	16,351	16,769
前年同期比%	3.9	1.5	2.6	2.7	2.5	2.6	2.9	2.9	2.4	2.6	2.4	2.6
	2.7	2.0	2.1	2.7	2.3	2.6	2.7	2.7	2.4	2.6	2.4	2.6
消費者物価指数 (1982=1984=100)												
前期比年率%	236.9	237.9	238.6	239.7	241.2	242.7	243.8	244.8	238.3	243.1	237.1	241.8
前年同期比%	3.0	1.6	1.2	1.9	2.5	2.5	1.8	1.7	0.7	2.0	0.2	2.0
	-0.0	0.1	0.7	1.9	1.8	2.0	2.2	2.1	0.7	2.0	0.2	2.0
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)												
前期比年率%	110.0	110.3	110.3	110.8	111.4	112.0	112.4	112.8	110.3	112.1	110.1	111.6
前年同期比%	1.1	1.0	0.0	1.7	2.2	2.2	1.6	1.5	-0.4	1.6	-0.7	1.4
	-0.8	-0.9	-0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	1.9	-0.4	1.6	-0.7	1.4
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	2.22	2.27	2.58	2.76	2.91	3.12	3.31	2.31	3.03	2.16	2.84
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)												
前期比年率%	102.0	102.5	102.9	103.3	103.8	104.2	104.7	105.2	102.7	104.5	102.4	104.0
前年同期比%	-0.9	2.2	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.2	1.7	1.7	1.6
	1.2	1.2	1.3	1.0	1.8	1.6	1.7	1.8	1.2	1.7	1.7	1.6
名目的固定資本形成 (兆円)												
前期比年率%	25.2	25.2	24.4	23.8	23.8	23.7	23.7	23.6	24.6	23.7	24.8	23.8
前年同期比%	8.6	1.3	-13.2	-8.3	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-3.5	0.9	-4.1
	3.3	1.5	-2.7	-2.9	-5.5	-6.1	-2.6	-1.0	-0.7	-3.5	0.9	-4.1
為替レート (¥/\$)												
	121.4	122.2	121.9	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	122.6	125.0	121.1	125.0
(¥/Euro)	135.0	135.6	132.9	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	133.4	130.0	134.0	130.0
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。