

2016年2月23日 全67頁

第188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

第188回日本経済予測

世界同時不況は回避できるのか？

～①マイナス金利、②消費増税、③中国バブル崩壊の影響を検証～

実質 GDP：2015年度+0.7%、2016年度+0.9%、2017年度▲0.1%

名目 GDP：2015年度+2.0%、2016年度+1.5%、2017年度+1.2%

第 188 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **海外発で日本経済の下振れリスクが強まる**: 2015 年 10-12 月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2015 年度が前年度比 +0.7% (前回: 同 +1.0%)、2016 年度が同 +0.9% (同: 同 +1.5%)、今回新たに予測した 2017 年度が同 ▲0.1% である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。
- (2) **日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか?**: 日本に先駆けて導入された、欧州のマイナス金利は、実体経済に直接的な好影響を与えたとは明言し難いものの、金融市場には一定のインパクトを与え、株高による資産効果や通貨安による輸出増などを通じて、間接的に実体経済を押し上げたとみられる。しかし、日本においてはマイナス金利導入後、折悪しく、世界経済の先行き不透明感が強まったため、株高や通貨安が示現しておらず、現時点では、欧州で見られた、金融市場を通じた経済に対する間接的な押し上げ効果は期待しづらくなっている。他方、当社の試算では、金利の低下は金融機関や企業、家計といった民間部門に恩恵をもたらす。金融機関には国債売却益の増加、企業や家計にとっては貸出金利や住宅ローン金利の低下が好影響を与えると予想される。
- (3) **世界同時不況は回避できるのか?**: 世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にある。今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。
- (4) **2017 年の消費増税に向けた論点整理**: 2017 年の消費増税に向けた論点を整理した。2014 年の消費増税後の耐久財消費の戻りの鈍さには、過去の経済対策による需要先食いの反動が影響している。また、所得の見通しの弱さが「嗜好サービス」を中心とする、サービス消費に大きく影響したとみられる。こうした状況を勘案したうえで、2017 年の消費増税の影響を試算すると、実質 GDP は増税がない場合と比較して、2016 年度 = +0.3%、2017 年度 = ▲0.6% 程度の影響を与える計算となる。また、軽減税率導入による個人消費の下支え効果は約 1.1 兆円 (2017 年度) と試算される。
- (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、の 4 点に留意が必要だ。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) **日銀の政策**: 日銀は、景気下振れ懸念を受けて、2016 年 4 月に追加緩和を実施する見通しである。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 15 年度 ▲1.1%、16 年度 ▲2.4%、17 年度 ▲4.5% 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 119.5 円/ドル、16 年度 113.0 円/ドル、17 年度 113.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 15 年 +2.4%、16 年 +2.3%、17 年 +2.4% とした。

第188回日本経済予測（2016年2月23日）

	2015年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2015暦年	2016暦年 (予測)	2017暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.0	1.5	1.2	2.5	1.1	1.6
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	0.7	0.9	-0.1	0.4	0.5	0.4
内需寄与度	0.5	0.9	-0.5	-0.0	0.5	0.3
外需寄与度	0.1	0.0	0.4	0.4	0.0	0.1
GDPデフレーター	1.4	0.6	1.3	2.0	0.6	1.1
全産業活動指数上昇率	0.8	1.7	1.4	0.5	0.8	2.2
鉱工業生産指数上昇率	-0.9	3.0	1.7	-0.9	0.6	4.1
第3次産業活動指数上昇率	1.2	1.5	1.3	0.9	0.9	1.8
国内企業物価上昇率	-3.0	-0.7	2.8	-2.3	-1.6	2.3
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.0	0.4	2.2	0.5	0.2	1.9
失業率	3.3	3.2	3.1	3.4	3.2	3.1
10年物国債利回り	0.27	0.00	0.00	0.35	0.00	0.00
マネーストック（M2）増加率	3.7	4.0	4.1	3.7	3.9	4.1
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	-0.6	0.0	1.5	-0.6	0.3	1.0
経常収支（億ドル）	1427	1650	1907	1375	1654	1827
経常収支（兆円）	17.2	18.9	21.8	16.6	18.7	20.6
対名目GDP比率	3.4	3.7	4.3	3.3	3.7	4.0
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	-0.4 (-0.3)	0.8 (0.5)	-0.9 (-0.5)	-1.2 (-0.8)	-0.1 (-0.0)	0.1 (0.1)
民間住宅投資	2.3 (0.1)	2.6 (0.1)	-8.3 (-0.2)	-2.6 (-0.1)	1.6 (0.0)	-4.1 (-0.1)
民間設備投資	2.2 (0.3)	4.4 (0.6)	1.2 (0.2)	1.3 (0.2)	3.5 (0.5)	2.6 (0.4)
政府最終消費	1.3 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	1.1 (0.2)	1.0 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	-1.6 (-0.1)	-3.7 (-0.2)	-6.4 (-0.2)	-2.2 (-0.1)	-3.5 (-0.2)	-5.1 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	0.2 (0.0)	2.7 (0.5)	3.5 (0.6)	2.7 (0.5)	1.0 (0.2)	3.8 (0.7)
財貨・サービスの輸入	-0.3 (0.0)	2.9 (-0.4)	1.5 (-0.2)	0.2 (0.0)	0.7 (-0.1)	2.9 (-0.5)
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	2.9	3.2	3.3	3.0	3.1	3.3
原油価格（WTI、\$/bbl）	44.1	30.0	30.0	48.8	30.0	30.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.2	2.4	2.3	2.4	2.3	2.4
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.4	2.1	0.1	1.2	2.0
(3) 日本経済						
名目公共投資	-1.1	-2.4	-4.5	-1.3	-2.5	-3.3
為替レート（円/ドル）	119.5	113.0	113.0	121.0	113.0	113.0
（円/ユーロ）	132.6	128.3	128.3	133.7	128.3	128.3

(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 (2月23日)			前回予測 (12月8日)		前回との差	
	2015年度	2016年度	2017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	2.0	1.5	1.2	2.4	2.0	-0.3	-0.5
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	0.7	0.9	-0.1	1.0	1.5	-0.4	-0.6
内需寄与度	0.5	0.9	-0.5	0.9	1.4	-0.4	-0.5
外需寄与度	0.1	0.0	0.4	0.1	0.1	0.0	-0.1
GDPデフレーター	1.4	0.6	1.3	1.3	0.5	0.1	0.1
全産業活動指数上昇率	0.8	1.7	1.4	0.9	2.0	-0.1	-0.3
鉱工業生産指数上昇率	-0.9	3.0	1.7	-1.0	2.5	0.1	0.5
第3次産業活動指数上昇率	1.2	1.5	1.3	1.3	1.9	-0.1	-0.4
国内企業物価上昇率	-3.0	-0.7	2.8	-2.1	0.7	-0.9	-1.4
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.0	0.4	2.2	0.2	1.0	-0.1	-0.6
失業率	3.3	3.2	3.1	3.3	3.2	-0.0	0.0
10年物国債利回り	0.27	0.00	0.00	0.35	0.35	-0.08	-0.35
マネーストック(M2)増加率	3.7	4.0	4.1	3.7	4.0	-0.0	-0.0
国際収支統計							
貿易収支(兆円)	-0.6	0.0	1.5	-0.7	-1.0	0.0	1.1
経常収支(億ドル)	1427	1650	1907	1433	1452	-7	198
経常収支(兆円)	17.2	18.9	21.8	17.8	18.4	-0.6	0.5
対名目GDP比率	3.4	3.7	4.3	3.6	3.6	-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	-0.4	0.8	-0.9	0.3	1.4	-0.7	-0.6
民間住宅投資	2.3	2.6	-8.3	4.5	6.8	-2.2	-4.3
民間設備投資	2.2	4.4	1.2	1.7	5.1	0.5	-0.7
政府最終消費	1.3	0.8	0.8	1.3	1.3	0.0	-0.5
公共投資	-1.6	-3.7	-6.4	-1.1	-4.5	-0.5	0.8
財貨・サービスの輸出	0.2	2.7	3.5	1.5	5.5	-1.2	-2.8
財貨・サービスの輸入	-0.3	2.9	1.5	1.2	5.4	-1.4	-2.6
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	2.9	3.2	3.3	2.9	3.2	-0.0	-0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	44.1	30.0	30.0	47.4	44.2	-3.3	-14.2
(2) 米国経済							
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	2.2	2.4	2.3	2.5	2.6	-0.2	-0.2
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.4	2.1	0.6	1.8	-0.2	-0.5
(3) 日本経済							
名目公共投資	-1.1	-2.4	-4.5	-0.5	-3.2	-0.6	0.8
為替レート(円/ドル)	119.5	113.0	113.0	122.6	125.0	-3.1	-12.0
(円/ユーロ)	132.6	128.3	128.3	133.1	130.0	-0.5	-1.7

(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. 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる	11
1.1 海外経済の下振れリスクが強まる	11
1.2 国内経済を支える4つの好材料	11
2. 日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか?	16
2.1 欧州におけるマイナス金利導入の影響	16
2.1.1 実体経済面での直接的な好影響は確認できず	16
2.1.2 マイナス金利導入で為替・株式市場は動意づく	18
2.1.3 低金利下で保険・年金が債券買い、非金融企業や家計が株式購入を積極化	20
2.1.4 マイナス金利導入が欧州経済に与えた影響に関する定量分析	22
2.1.5 日本では欧州で見られた金融市場からの波及効果は当面期待薄?	24
2.2 マイナス金利導入が日本経済に与える影響に関する定量分析	25
2.2.1 日本の銀行がこうむる損失額はユーロ圏の銀行よりも小さい	25
2.2.2 マイナス金利が民間部門全体に与える影響はプラス	26
3. 世界同時不況は回避できるのか?	28
3.1 伊勢志摩サミットを睨んだ国際的な成長協調の重要性	28
3.2 FEDを中心とした「世界経済サイクル」の検証	31
3.3 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」局面入りの瀬戸際	36
4. 2017年の消費増税に向けた論点整理	39
4.1 1997年と2014年の消費増税時の比較	39
4.2 財・サービス別に見た個人消費の特徴とインプリケーション	41
4.3 2017年の消費増税の影響に関する試算	44
5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に	45
5.1 中国経済が抱える問題の全体像	46
5.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか?	49
5.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し	50
6. 補論：マクロリスクシミュレーション	52
6.1 円高	52
6.2 原油高騰	53
6.3 世界需要の減少	53
6.4 金利上昇	53
7. 四半期計数表	55

第 188 回日本経済予測

世界同時不況は回避できるのか？

～①マイナス金利、②消費増税、③中国バブル崩壊の影響を検証～

執行役員	チーフエコノミスト	熊谷 亮丸
	エコノミスト	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

海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

2015 年 10-12 月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2015 年度が前年度比+0.7% (前回:同+1.0%)、2016 年度が同+0.9% (同:同+1.5%)、今回新たに予測した 2017 年度が同▲0.1%である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。

2015 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.4% (前期比▲0.4%)

2015 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.4% (前期比▲0.4%) と、市場コンセンサス (前期比年率▲1.3%、前期比▲0.3%) を小幅に下回ったものの、概ね想定内の結果となった。実質 GDP のマイナス成長は 2 四半期ぶりである。設備投資の持ち直しが続く一方で、個人消費、住宅投資、在庫投資、輸出など幅広い項目が減少して全体を押し下げた。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。

需要項目別動向：設備投資以外の主要項目は軒並み減少

2015 年 10-12 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 2 四半期ぶりに減少した。この背景としては、実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用した一方、家計の節約志向が続いている中で、暖冬に伴う衣料、暖房器具、エネルギーなどの季節関連商品の不振が全体を押し下げたことが指摘できる。個人消費の内訳を見ると、7-9 月期の増加からの反動や、暖冬によるマイナスの影響もあって、内訳の財・サービスの全 4 項目がマイナスとなった。特に、耐久財 (同▲3.1%) と半耐久財 (同▲3.7%) のマイナス幅が大きい。前者は、自動車販売の停滞が続く中で、暖冬に伴う暖房器具の販売不振が重石になったとみられる。「半耐久財」は、暖冬の影響で冬物衣料の販売が低迷し、全体を押し下げたと考えている。「非耐久財」は、同▲0.8%と 2 四半期ぶりに減少した。こちらに関しても暖冬によって、灯油などのエネルギー関連消費がマイナスに作用したとみている。サービスは同▲0.1%と 5 四半期ぶりのマイナスになったものの、マイナス幅は小幅なものにとどまり、均して見ると底堅い推移が続いている。

住宅投資は前期比▲1.2%と4四半期ぶりの減少となった。GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数が、2015年年央から弱い動きとなっており、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減少に転じた格好だ。この背景としては、2015年以降の住宅投資の回復ペースが速かった反動が出ていることや、建設コストおよび販売価格の上昇に伴う買い控えの影響などが挙げられる。

設備投資は前期比+1.4%と2四半期連続の増加となり、持ち直しの動きが続いた。この背景としては、過去最高水準の企業収益を背景とする更新投資の増加などが指摘できる。また、日銀短観などのアンケート調査では、非製造業を中心に、企業の設備投資に対する前向きな姿勢が示されており、今回の結果はそれに沿った内容だと言えよう。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、非鉄金属やはん用・生産用・業務用機械の低迷が押し下げに寄与した一方で、輸送機械に底打ちの動きが見られたほか、電気機械などの増加が全体を押し上げたと考えられる。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.1%ptと2四半期連続のマイナス寄与となり、実質GDPを押し下げた。1次速報時点で仮置き値となっている原材料在庫が大きくマイナスに寄与した一方で、製品在庫、仕掛品在庫、流通在庫の寄与度は概ね横ばいとなった。

公共投資は前期比▲2.7%と2四半期連続の減少となった。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、それに沿って公共投資もマイナス基調に入ったと評価する。

輸出は前期比▲0.9%と2四半期ぶりの減少となった。訪日外国人の増加などに伴うサービス輸出の増加がプラスに寄与した一方で、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が弱く、それが全体を押し下げたと考えている。輸入は、前期比▲1.4%と2四半期ぶりに減少した。輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回った結果、外需（純輸出）寄与は同+0.1%ptのプラスとなった。

GDPデフレーターは前期比+0.1%と5四半期連続で上昇した。上昇幅は前期（同+0.3%）から縮小したものの、総じて底堅く推移している。国内需要デフレーターが同+0.0%と横ばいとなった一方で、輸入デフレーターがマイナス幅を拡大して（輸入デフレーターの低下は、GDPデフレーターに対して押し上げに寄与する）、全体としてはプラスを維持した。なお、GDPデフレーターの前年比は+1.5%と、8四半期連続の上昇となったものの、上昇幅は前期から縮小した。名目GDPは前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と2四半期ぶりの減少となった。

先行きの日本経済は、明確な牽引役が不在で下振れリスクを抱えた状態が続く公算

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、良好な雇用および所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などがプラスに作用すると想定しているものの、明確な牽引役が不在で下振れリスクを抱えた状態が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、わが国の景気下押しリスクが足下で急速に高まっている点には注意が必要である。なお、GDP統計では「うるう年」調整が行われなため、例年より1日多い2016年1-3月期はやや強めの数

字が出やすい傾向がある点に留意したい。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、底堅く推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る実質賃金は、サンプル替えの要因などもあって2015年夏場から冴えない動きが続いたものの、足下で下げ止まりの兆しが出ており、雇用者数の増加傾向を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は底堅く推移している。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・アルバイトの賃金は緩やかな上昇傾向が続いていることに加え、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継続する見込みであることも個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、2015年度に16年ぶりのプラスとなった年金改定率が2016年度は据え置きと決定されたことや、2016年春闘における賃金改定率が2015年（最終集計結果、前年比+2.20%）よりも縮小する公算が大きくなっている点には注意する必要がある。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が弱含んでいることから、当面冴えない推移が続くことになろう。最近の住宅着工戸数については、建設コストおよび販売価格の上昇に加え、2015年に発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題などが重石となっている。しかし、雇用・所得環境の改善や歴史的低水準の住宅ローン金利に加え、2016年度以降は、2017年4月に予定されている消費税の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から、住宅着工戸数は増加基調に転じるとみている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加傾向に復する見込みである。

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、緩やかな減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負金額および受注金額が弱い動きとなっており、基調としては、それに沿った形で推移すると考えている。

輸出は、欧米経済の底堅さや堅調なサービス輸出などを背景に、強弱入り混じりながらも緩やかに持ち直すと考えている。ただし、海外経済の下振れリスクが高まっている中で、資源価格の急落や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振や、スマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷が一旦減少する見込みであることなどを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今春以降にずれ込む公算が大きい。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られ、欧州向け輸出も振れを伴いつつ緩やかな増加基調が続くと考えている。アジア向け輸出は、前述のスマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼などの素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う实体经济の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景とする更新投資の増加が支え役となり、緩やかな持ち直しが継続すると見込む。日銀短観などの設備投資計画調査では、非製造業を中心

に前向きな姿勢が引き続き示されており、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、これまで同様、当社は企業マインドが製造業で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と考えている。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財の輸出が停滞し、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。

日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか？

本予測では、日銀が1月に導入したマイナス金利の影響について、日本に先駆けて導入した欧州各国の事例などを参考に考察した。欧州のマイナス金利は、実体経済に直接的な好影響を与えたとは明言し難いものの、金融市場には一定のインパクトを与え、株高による資産効果や通貨安による輸出増などを通じて、間接的に実体経済を押し上げたとみられる。しかし、日本においてはマイナス金利導入後、折悪しく、世界経済の先行き不透明感が強まったため、株高や通貨安が示現しておらず、現時点では、欧州で見られた、金融市場を通じた経済に対する間接的な押し上げ効果は期待しづらくなっている。他方、当社の試算では、金利の低下は金融機関や企業、家計といった民間部門に恩恵をもたらす。金融機関には国債売却益の増加、企業や家計にとっては貸出金利や住宅ローン金利の低下が好影響を与えると予想される。

世界同時不況は回避できるのか？

世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にある。今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。

なお、本予測ではFEDを中心とした「世界経済サイクル」を検証した。新興国経済の減速や国際商品市況の悪化に加え、米国のISM景況感指数や景気循環の「成熟化」という視点に立てば、FOMCの参加者が見込んでいる年4回程度の利上げペースは速すぎる。むしろ、FEDは次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況にあるだろう。また、米国企業の「デット・サイクル」などから見て、今後グローバル経済が「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ものと考えられる。

2017年の消費増税に向けた論点整理

さらに、本予測では、2017年の消費増税に向けた論点を整理した。2014年の消費増税後の耐久財消費の戻りの鈍さには、過去の経済対策による需要先食いの反動が影響している。また、所得の見通しの弱さが「嗜好サービス」を中心とする、サービス消費に大きく影響したとみられる。こうした状況を勘案したうえで、2017年の消費増税の影響を試算すると、実質GDPは増税がない場合と比較して、2016年度＝+0.3%、2017年度＝▲0.6%程度の影響を与える計算と

なる。また、軽減税率導入による個人消費の下支え効果は約 1.1 兆円(2017 年度)と試算される。

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、の 4 点に留意が必要だ。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

日銀は、景気下振れ懸念が払拭できない中、2016 年 4 月に追加金融緩和を実施する見通しである。

1. 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

1.1 海外経済の下振れリスクが強まる

足下の日本経済は、依然として「踊り場」局面を抜け出せずにいる。しかし、先行きの日本経済は、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクが強まっている点には細心の注意が必要だ。総じてみると、こうした強弱材料が入り混じる状況下で、日本経済の回復ペースは非常に緩慢なものにとどまると予想している。

以下では、足下の経済状況を概観したうえで、今後の日本経済を下支えする4つの好材料について解説しよう。

1.2 国内経済を支える4つの好材料

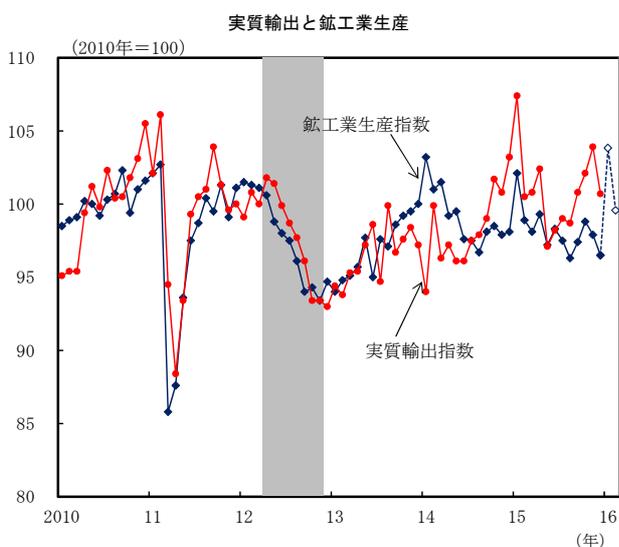
好材料①：在庫調整は着実に進展

図表1は、わが国の実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。生産は一進一退ながらも底打ちしており、実質輸出には持ち直しの動きが見られる。2月には大手自動車メーカーの工場が一時稼働を停止した影響などから、生産が大きく減少する見込みであるものの、こうした特殊要因を除けば概ね底堅く推移するものと考えられる。

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2**は在庫循環の動きを示したものである。足下の状況を確認すると、「在庫削減局面」から「回復局面」へと移行しつつあることが見て取れる。本格的な出荷の回復にはもう一段の在庫調整の進展が必要であるものの、足下の動きが日本経済にとって明るい材料の1つであることは間違いない。

図表1：日本の実質輸出、鉱工業生産

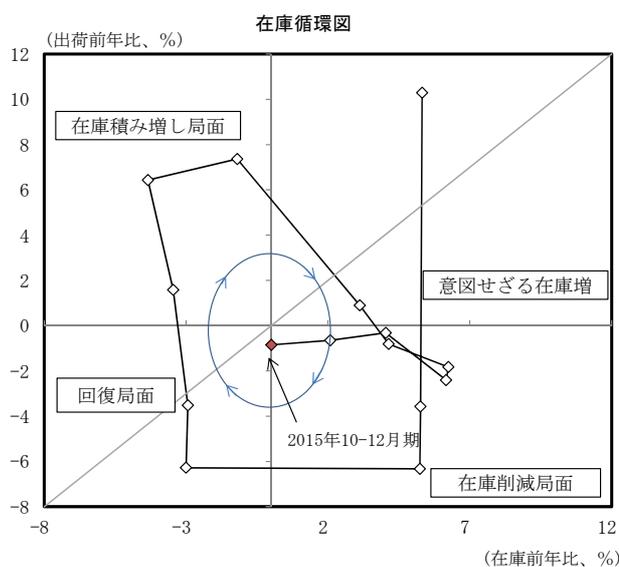
図表2：在庫循環



(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



(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

好材料②：原油安は2016年度の実質GDPを+0.85%押し上げ

さらに、このところ一段と進展した原油価格の下落も、实体经济にはプラスの効果をもたらすだろう。原油安が日本経済に与える影響を、マクロ経済モデルを用いて試算したのが**図表3**である。シミュレーション結果によれば、2014年6月時点で105ドル/bblだった原油価格が下落したことによって、2015～2017年度の実質GDPの水準はそれぞれ2015年度＝+0.69%、2016年度＝+0.85%、2017年度＝+0.90%押し上げられる計算となる。実質GDP成長率に対する影響はそれぞれ+0.49%pt、+0.16%pt、+0.05%ptとなる。

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

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

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

以上、見てきたように、一段の原油安の進行は日本経済にとって大きなメリットをもたらすものと考えられる。

図表3：原油価格下落が日本経済に与える影響

		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入	名目GDP	GDPデフレーター	GDP成長率
		%	%	%	%	%	%	%	%	%pt
WTI=105ドルシナリオとの差	2015年度	0.69	1.11	2.64	2.88	0.47	3.51	3.16	2.45	0.49
	2016年度	0.85	1.28	2.98	4.04	0.66	4.43	4.23	3.35	0.16
	2017年度	0.90	1.32	3.35	4.66	0.73	4.78	4.77	3.84	0.05
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	0.34	0.59	1.32	1.15	0.24	1.72	1.22	0.88	0.27
	2016年度	0.51	0.84	1.72	2.07	0.42	2.66	2.09	1.57	0.18
	2017年度	0.56	0.88	1.96	2.57	0.49	2.97	2.50	1.93	0.05

		経常収支/ 名目GDP	輸入物価	輸出物価	CGPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業 活動指数	全産業活動 指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
WTI=105ドルシナリオとの差	2015年度	2.87	-19.21	-2.27	-3.18	-1.30	1.37	0.71	0.79
	2016年度	3.90	-24.17	-3.11	-4.39	-1.65	1.75	0.93	1.01
	2017年度	4.38	-25.81	-3.45	-4.95	-1.70	1.91	1.04	1.13
WTI=70ドルシナリオとの差	2015年度	1.13	-9.07	-1.14	-1.57	-0.72	0.65	0.32	0.37
	2016年度	1.97	-14.55	-1.99	-2.76	-1.11	1.02	0.52	0.58
	2017年度	2.35	-16.41	-2.34	-3.29	-1.20	1.15	0.61	0.67

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

(注2) WTI=105ドルシナリオでは、WTIが直近ピークの2014年6月以降、105ドル/bblで横ばいと仮定。

WTI=70ドルシナリオでは、WTIが2015年1-3月期以降、70ドル/bblで横ばいと仮定。

(出所) 大和総研作成

好材料③：実質賃金の増加が個人消費を下支え

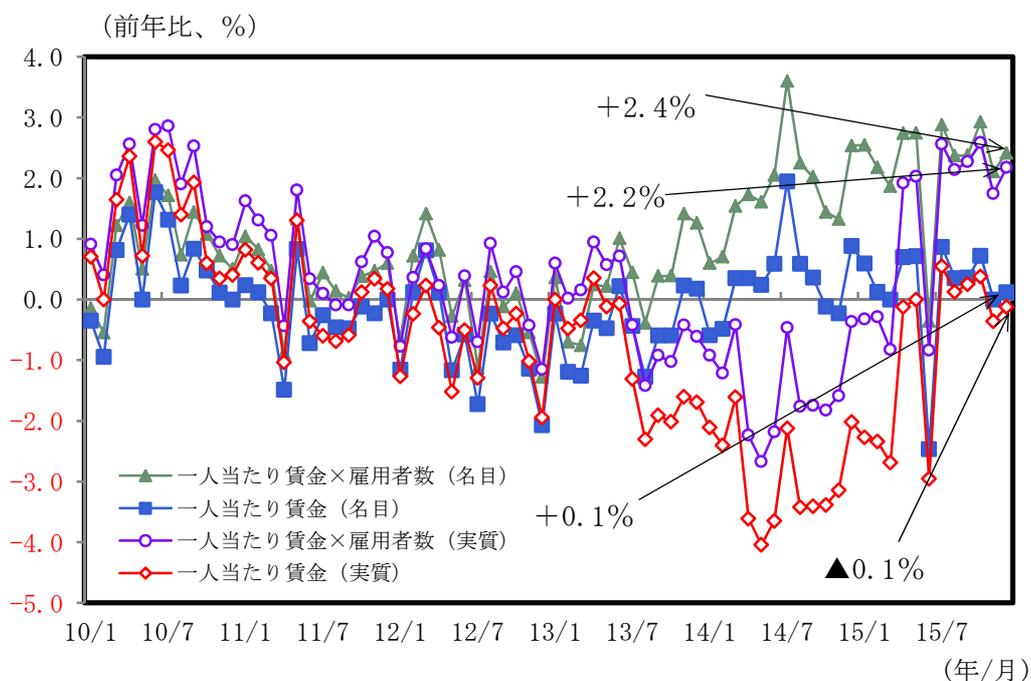
実質賃金が増加に転じたことも、個人消費の活性化を通じて日本経済を下支えするとみられる。

図表 4 を見ると、足下の一人当たり賃金(実質)は前年を上回る推移が定着しつつある。消費増税の影響により 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。こうした物価面での好材料に加えて、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×雇用者数)を見ると、前年比+2%台半ばでの推移が定着している。雇用者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。

先行きの雇用・所得環境を展望すると、企業の労働需要は依然として旺盛であることから、雇用者数の増加基調は維持される公算が大きい。加えて、労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。さらに、一段の原油安と円高の進行が物価を下押しする見込みであり、この結果、実質賃金には上昇圧力がかかるとみている。こうしたマクロ的な所得環境の改善により、個人消費は一定程度下支えされると見込まれる。

図表 4：一人当たり賃金とマクロの賃金



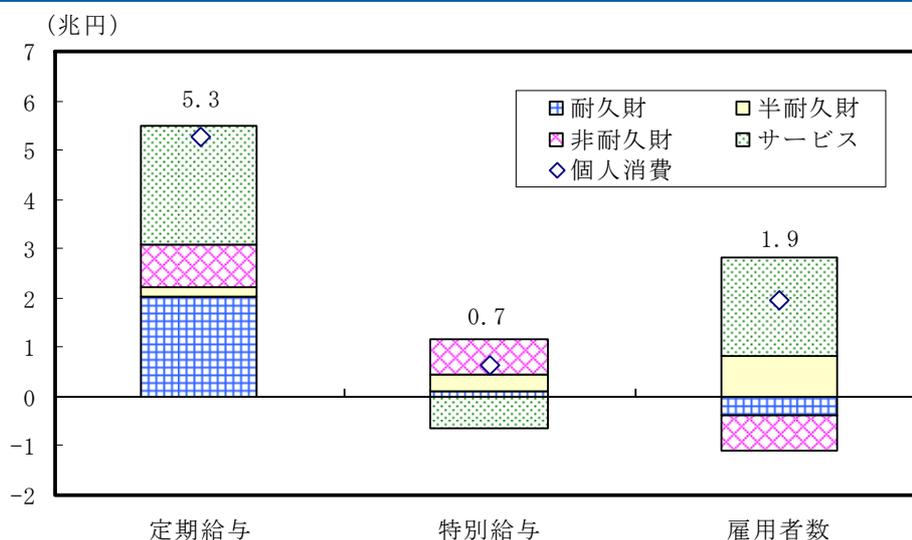
定期給与の増加は耐久財を中心に個人消費を活性化させる

なお、「賃上げ」には消費に対する一定の「呼び水効果」が期待されることを指摘しておきたい。特に、定期給与の増加は耐久財を中心に個人消費を活性化させるため、「合成の誤謬」を回避する目的で、余裕のある企業は極力前倒しでベースアップに取り組むことが望ましい。

図表 5 は、所得の増加の仕方の違いが、個人消費に与える影響を推計したものである。雇用者所得を、定期給与（＝所定内給与＋所定外給与）、特別給与、雇用者数の3つに分けたうえで、それぞれの変化がどの程度個人消費に影響を与えるかを推計すると、定期給与の増加が最も個人消費を押し上げる計算となる。仮に、定期給与の増加によって雇用者所得全体が2%増加した場合、耐久財およびサービス消費の増加を主因に、個人消費は5.3兆円押し上げられる。雇用者数の増加による効果は、1.9兆円と定期給与増加による効果の半分以下であり、特別給与の増加による効果は、0.7兆円とより一層小さなものとなる。

以上の推計結果から、賃金上昇が個人消費を活性化させ、企業収益を改善させるという好循環を達成するためには、賞与などの一時金によって賃金が増加するよりも、所定内給与を中心とした定期給与の増加、すなわちベースアップの方が、より効果的だと考えられる。安倍政権成立以降、わが国で賃上げの機運が高まってきたことは、当社の定量分析に照らしても、好ましい現象だといえよう。

図表 5：2%の雇用者所得増加が個人消費に与える影響



(注) 定期給与、特別給与、雇用者数の増加によって、雇用者所得（＝現金給与総額×雇用者数）が2%増加するときの、個人消費の増加額。

推計期間は1994年第1四半期～2013年第2四半期。

(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

好材料④：補正予算は実質 GDP を+0.28%押し上げ

最後に、補正予算の執行も2016年度の日本経済を下支えするものと考えられる。当社では補正予算により2016年度の実質GDPは+0.28%押し上げられるとみている。

2015年度の補正予算は、一億総活躍社会の実現に関連する項目に重点を置いた内容となった。とりわけ高齢者向けの給付金がマスメディアから注目された。高齢者向け給付金には、「ばらまきによる選挙対策」との批判がある一方で、現実的には消費増税後に弱含んでいる高齢者の消費支出の下支え役という側面もある。すなわち、年金支給額が抑制された影響で、勤労者世帯と比較して増税直後には高齢者の所得環境の悪化が顕著となり、彼らのマインドを大きく悪化させてしまった。こうした傾向は依然として続いており、高齢者世帯の消費の弱さが個人消費伸び悩みの一因となっている。すなわち、景気の底割れを防止する意味で、高齢者世帯への給付金を通じて個人消費を下支えすることには一定程度の合理性が認められるのである。

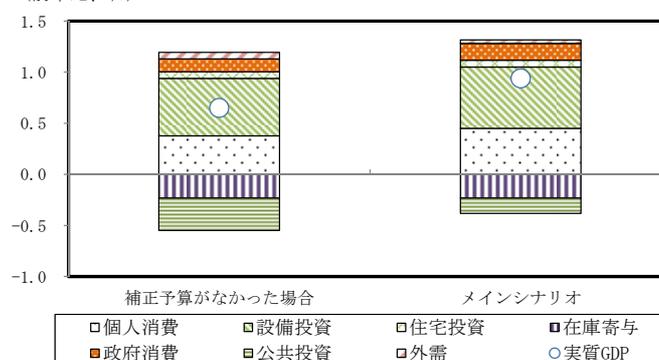
さらに、今回の補正予算では、災害復旧関連の公共投資にも景気下振れを防ぐ効果が期待される。公共投資はそれ自体が実質GDPの需要項目として景気を押し上げるだけでなく、とりわけ建設業を中心に賃金上昇・雇用者数の増加といった波及効果も見込まれる。実際、アベノミクスの従来の第二の矢による公共投資の増加が顕著になったところから、建設業において急速な労働需給のひっ迫や賃金上昇の動きが見られており、今回の補正予算もこうした動きを助長するものと考えられる。

図表6：平成27年度補正予算の経済効果

	国費	GDPへの影響 (%)
1 一億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策等	1.2兆円	0.10
(1) 「希望出生率1.8」及び「介護離職ゼロ」に直結する緊急対策等		
(2) アベノミクスの果実の均てんによる消費喚起・安心の社会保障		
(3) 投資促進・生産性革命		
(4) 地方創生の本格展開等		
2 TPP関連政策大綱実現に向けた施策	0.3兆円	0.03
(1) 攻めの農林水産業への転換（体質強化対策）		
(2) TPPの活用促進・TPPを通じた「強い経済」の実現		
3 災害復旧・防災・減災事業	0.5兆円	0.08
◆災害復旧		
◆防災・減災事業		
4 復興の加速化等	0.8兆円	0.00
5 その他喫緊の課題への対応	0.3兆円	0.05
(1) 国民生活の安全・安心の確保		
(2) 中小事業者・農林漁業者等の支援		
6 その他	0.4兆円	0.02
	3.5兆円	0.28

(出所)財務省資料より大和総研作成

(前年比、%)



(注) 実質GDPは2016年度。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

2. 日銀によるマイナス金利導入の影響をどう捉えるか？

2.1 欧州におけるマイナス金利導入の影響

1月29日、日本銀行が“マイナス金利付き量的・質的金融緩和”の導入を決定した。数日前の参院予算委員会で、黒田総裁がマイナス金利の導入を否定していたため、1月の会合でマイナス金利が導入されると予想する向きは少なく、金融市場ではサプライズだと受け止められた。

世界を見渡せば、マイナス金利を導入したのは日銀が初めてではない。マイナス金利政策はユーロ圏やスウェーデン、デンマーク、スイスが導入済みであり、日本は遅れてその仲間入りを果たした。マイナス金利は、日本経済にどのような影響をもたらすのか。本節では日本に先駆けてマイナス金利を導入したユーロ圏、スウェーデン、デンマーク、スイスにおける実体経済や金融市場への影響を分析した後、マイナス金利導入が日本経済に与える影響について考察する。

2.1.1 実体経済面での直接的な好影響は確認できず

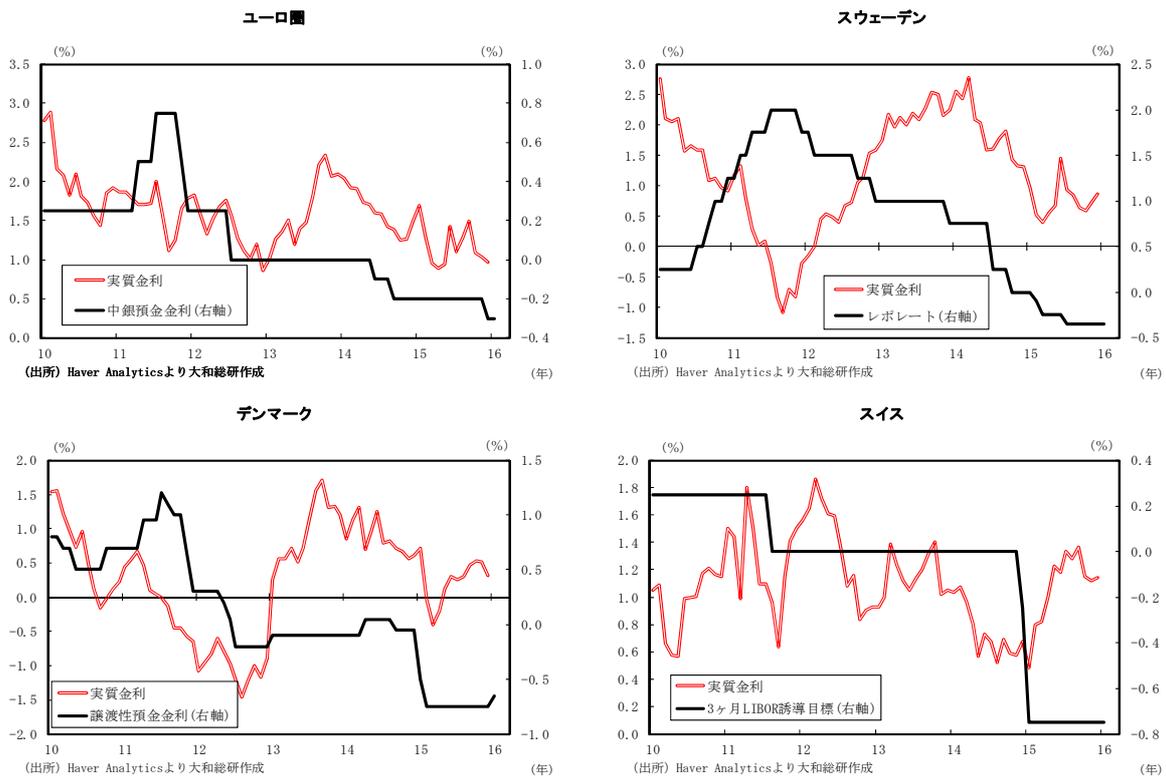
一般論として、中央銀行は政策金利を引き下げることを通じて実体経済や金融市場に一定の影響を与えることができる。例えば、実体経済に対しては金利感応度が高い耐久財の消費増加や、資金調達コストの低下による設備投資の増加といった、直接的な効果が期待される。また、金融市場では投資家が相対的に投資妙味の薄れた国債などの保有を減らし、株式や社債、貸出といった、よりリスクの高い資産への投資を積極化させる動きが強まる効果などが期待できる。

最初に、欧州各国における実体経済への影響について分析したい。**図表 7**は、物価動向を勘案したうえでの金利の負担感を表す実質金利と、各国政策金利の動向を示したものである。ここでは、実質金利は便宜的に名目金利（10年国債利回り）からインフレ率（CPI上昇率）を差し引いて算出している。欧州ではマイナス金利の導入に伴い名目金利が低下したため、実質金利にも低下圧力がかかっているはずである。しかし、2014年夏場から継続するエネルギー価格下落の影響で、インフレ率は各国で低位、あるいはマイナス圏で推移していることから、実質金利は低下しているものの、依然としてプラス圏にとどまっている。

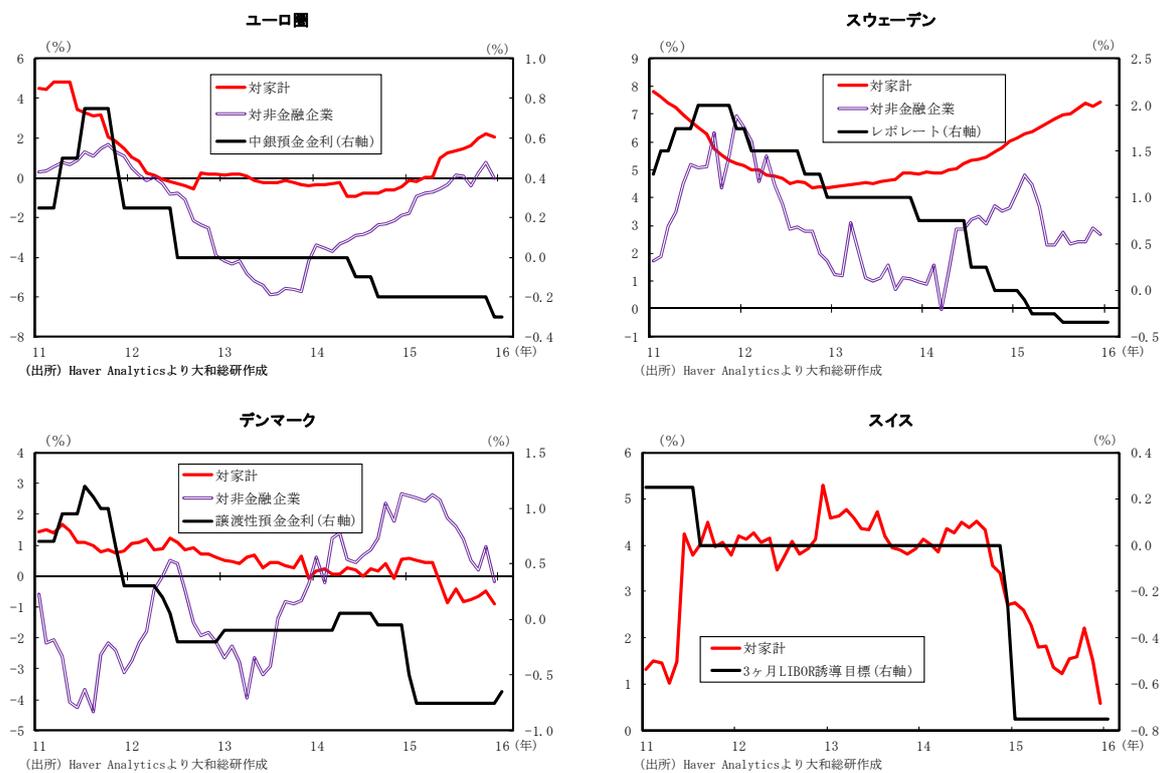
こうした実質金利の動向とも関連して、各国の銀行貸出は増勢に欠けている（**図表 8**）。ユーロ圏やスウェーデンでは、対家計および対非金融企業向けの貸出が増加基調にある。しかし増加基調はマイナス金利導入以前の金利引き下げ局面から継続している。特に、ユーロ圏においては、マイナス金利導入後に量的緩和策も導入されているため、貸出の増加が純粋にマイナス金利の導入によるものであるか否かを判別することは困難だ。また、マイナス金利を導入したものの、実質金利が上昇基調にあるデンマークやスイスでは、貸出の伸び率が低下傾向にあり、デンマークでは対家計、対非金融企業向けの貸出がいずれも前年比でマイナス圏に沈んでいる。

金利の低下は貸出の増加を支える一因となっているものの、他方で金利の負担感が緩和されていないことが一段の貸出増を阻害する要因になっている可能性がある。このように、欧州では、実質金利の低下やそれに伴う貸出の増加といった実体経済への直接的なプラス効果は、明確には表れていない。

図表 7 : 各国・地域の政策金利と実質金利の推移



図表 8 : 各国・地域の政策金利と貸出（前年比）の推移



2.1.2 マイナス金利導入で為替・株式市場は動意づく

次に、欧州でマイナス金利の導入が金融市場に与えた影響について考察する。**図表 9** は、各国・地域の 10 年国債利回りを横軸に、実質実効為替レートを縦軸にとったものである。実質実効為替レートとは、各国・地域の物価動向や仕向地別の貿易ウエイトなどを考慮したうえで、通貨の実力を測る指標であり、数値が高くなるほど通貨が増価したこと、低くなるほど減価したことを表す。すなわち、**図表 9** の場合、グラフが右に行くほど金利が低下し、上に行くほど通貨が増価したことを示している。

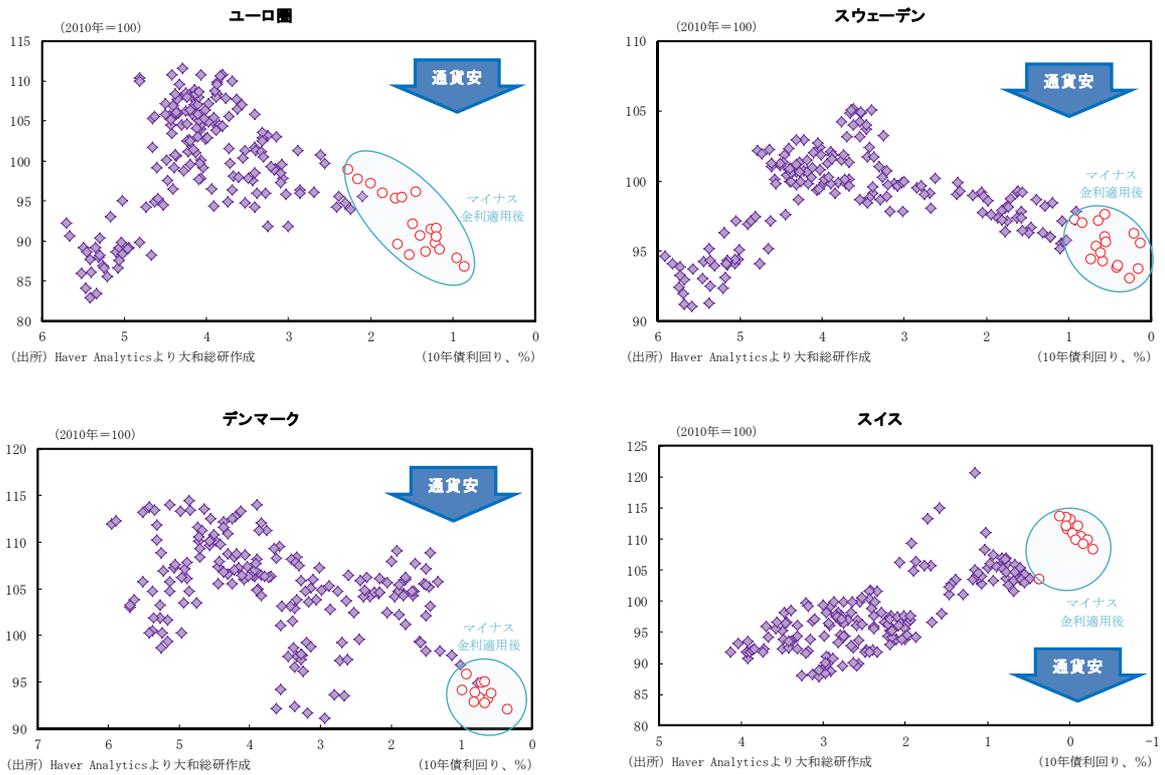
中央銀行がマイナス金利を導入したことにより、各国・地域の長期金利に低下圧力が加わったため、図表中の点は左から右へとシフトした。同時に、ユーロ、スウェーデン・クローナ、デンマーク・クローネの実質実効為替レートが減価し、点が上から下へとシフトしたことが見て取れる。マイナス金利の導入後、他通貨との金利差が拡大したことが通貨安につながったものとみられる。なお、デンマーク・クローネはユーロとの為替変動幅を一定範囲内とするユーロペッグ制を採用しているため、ユーロの実質実効為替レートと同様の動きをすることは付言しておきたい。

一方、スイス・フランについては実質実効為替レートが増価した。スイス・フランは 2015 年 1 月まで、事実上ユーロペッグしていたことから、マイナス金利を導入した 2014 年 12 月当時、スイス・フランは実力よりも割安に評価されていた可能性がある。このため、スイス国立銀行が 2015 年 1 月に事実上のユーロペッグを解除すると、スイス・フランは対ユーロで大幅に増価することとなった。こうした事情が、中銀によるマイナス金利導入にもかかわらず、スイス・フランの実質実効為替レートが増価したことの背景にあると考えられる。

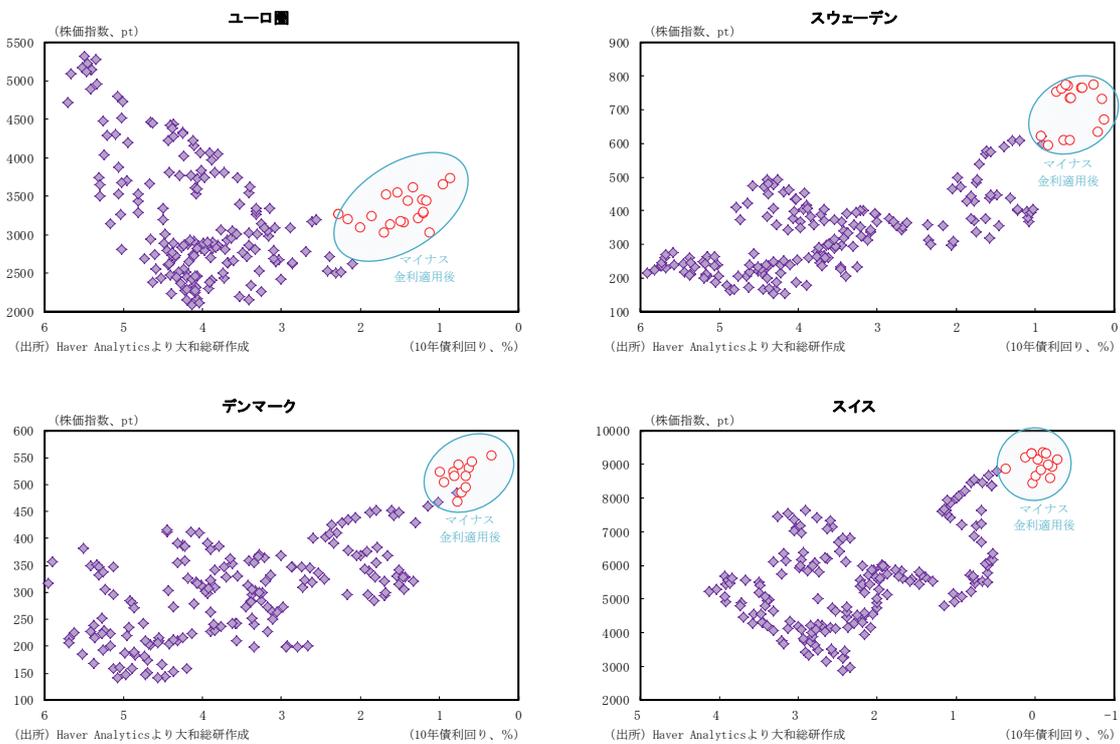
最後に、マイナス金利導入後の株式市場の動向についても触れておきたい。**図表 10** は 10 年国債利回りを横軸にとり、各国・地域の代表的な株価指数の水準を縦軸にとったものである。マイナス金利導入による 10 年国債利回りの低下と同時に、株価指数が明確に上昇したことが見て取れる。ニュースやイベントに反応しやすい株式市場にとってマイナス金利の導入は格好の買い材料であったことから、いずれの国・地域においても共通の反応が現れたものと考えられる。

以上のように、欧州では総じてマイナス金利導入の結果、金融市場は動意づき、通貨安・株高の進行が観察された。

図表 9 : 各国・地域の 10 年国債利回り と実質実効為替レート



図表 10 : 各国・地域の 10 年国債利回り と株価指数



2.1.3 低金利下で保険・年金が債券買い、非金融企業や家計が株式購入を積極化

マイナス金利の導入によって、欧州各国・地域の金融市場が動意づいたことはすでに指摘した通りであるが、どの投資主体の動きが活発化したのだろうか。マイナス金利を導入した4つの市場の中で、最も市場規模が大きく、流動性も高いユーロ圏における主要投資主体別の資金フローの動向について分析していきたい（**図表 11**）。

結論から述べると、欧州では金融機関や家計が債券投資を減少させたものの、債券投資を継続的に行っている保険・年金がその受け皿となった。一方、非金融企業や家計は株式投資を活発化させており、そのことが欧州株の上昇要因となった模様である。

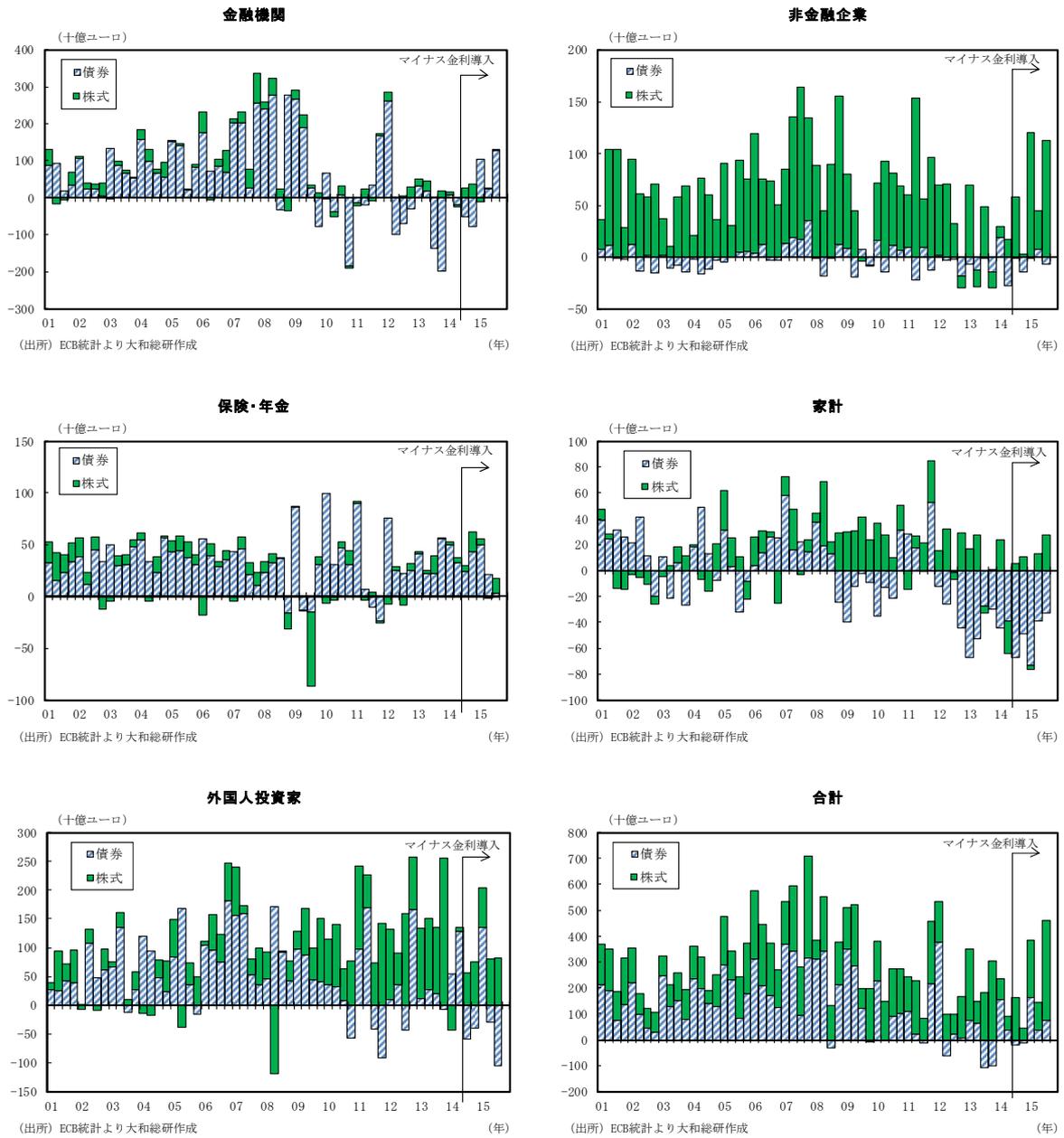
投資主体別の債券・株式への資金フローを検証するにあたり、まずは金融機関の動向から見ていくこととする。金融機関はリーマン・ショック前までは債券投資を積極化させていたが、その後は債券投資が縮小していることが分かる。金融危機後の規制強化や、それに続いた欧州債務危機の発生によって、銀行を中心とした金融機関がかつてのような積極投資が行えなくなったことなどが背景として挙げられる。さらに2011年半ば以降は、金利が一段と低下し始めたことで、金融機関のリスクテイク能力も低下しており、かつてのような積極的な債券投資は行われていない。

一方、債券を購入し続けているのが保険・年金である。保険・年金は長期かつ安定運用を重視する主体であり、その投資スタンスには金利低下前後で変化が見られない。また、債券の利回りが低下したことなどを背景に、家計部門でも債券から資金が流出しており、保険・年金はその受け皿ともなった模様である。

非金融企業はマイナス金利の導入後、株式投資を積極化させたことが見て取れる。しかし、ユーロ圏で設備投資が大きく伸びていないことに鑑みると、こうした非金融企業の投資行動は、先行きのユーロ圏の景気回復に自信が持てず、成長に向けた設備投資を手控える一方で、M&Aなどのための株式投資にシフトしていることを反映しているとも考えられる。

また、家計については、マイナス金利導入前後で投資スタンスがわずかに変化している。家計では債券に代わって、株式の比重を増加させる動きが見られる。債券利回りが低下したことで、利子収入の魅力が薄れた債券への投資を手控えるようになった一方で、マイナス金利や量的金融緩和の導入で株価の上昇基調が続いたため、株式投資が選好されることになったものと推測される。

図表 11：ユーロ圏 主要投資主体別の債券・株式への資金フロー



2.1.4 マイナス金利導入が欧州経済に与えた影響に関する定量分析

ここで、当社は、欧州各国・地域の中央銀行がマイナス金利を導入したことに伴う金融市場における変化（長期金利、為替、株価の変動）が、実体経済にどのような影響を与えたかという点について、定量的な分析を試みた。**図表 12**はマイナス金利導入後、9ヶ月間の金融市場の変化が実体経済およびCPIに与えた影響を試算したものである。

資産効果による消費増加、通貨安による輸出増加がユーロ圏の実質GDP押し上げに寄与

実質GDPへの影響については、①株価変動による個人消費の変化、②名目為替レートの変化に伴う輸出および輸入の変化、の2つを合計して、実質GDPがどの程度押し上げられたかを推計した。

試算結果によると、個人消費による押し上げ効果が最も大きかったのはユーロ圏であった。2014年6月のマイナス金利導入後、2015年3月に量的緩和策を導入したことなども相俟って、株価が上昇した結果、資産効果発生に伴う個人消費の増加が実質GDPを押し上げることとなった。一方、スウェーデンは個人金融資産に占める株式の比率が高いにもかかわらず株価が下落したため、ユーロ圏とは対照的に逆資産効果が発生し、個人消費の減少が実質GDPを押し下げた。

為替面では、名目為替レートの下落を通じた輸出の増加でGDPが押し上げられたのがユーロ圏とデンマークである。これらの地域においては、名目為替レートの下落で輸入が減少したことも実質GDPの押し上げに寄与したとみられる。一方、2015年1月にユーロ安・スイス・フラン高を抑制するために実施していた無制限介入策を停止したスイスでは、スイス・フランの名目実効為替レートが増価した結果、実質GDPに対して輸出が大幅なマイナス寄与となった。

結果として、株高・通貨安の恩恵を受けたユーロ圏およびデンマークでは、マイナス金利導入後9ヶ月間で実質GDPを引き上げる効果があったと推定される一方で、スウェーデンとスイスでは金融市場が逆の動きとなり、実質GDPに対してマイナスに寄与したとみられる。

GDPギャップの改善がCPIを押し上げる効果をもたらす

次に、マイナス金利政策の導入がCPIに与えた影響についても考察しておきたい。

CPIへの影響については、フィリップス曲線を推計したうえで、上記で算出されたGDPの押し上げ効果が需給ギャップの改善を通じて、CPIを押し上げた度合いを推計し、これをGDPギャップの改善が与えるCPIへの影響とした。

推計結果を見ると、特にユーロ圏においてCPIが大きく押し上げられていることが分かる。他国と比較してGDPが大きく増加したため、GDPギャップのマイナス幅の縮小度合いも大きくなったことが、CPIをより大幅に押し上げる要因となった。一方、GDPの押し上げ効果が見られなかったスイスでは、逆にGDPギャップが拡大しており、CPIにはマイナスに寄与している。

図表 12 : マイナス金利を導入して 9 ヶ月後における金融市場の変化および実体経済、CPI への影響

			ユーロ圏	スウェーデン	デンマーク	スイス
金融市場 の変化	長期金利	(%pt)	▲1.06	+0.04	▲0.23	▲0.45
	為替 (注1)	(%)	▲10.05	+1.70	▲2.85	+8.11
	株価	(%)	+14.53	▲9.16	+23.89	▲5.23
実体経済 への影響	個人消費	(%)	+0.20	▲0.58	+0.04	▲0.02
	輸出 (注2)	(%)	+1.76	—	+0.48	▲0.97
	輸入	(%)	▲1.69	+0.04	▲1.13	+0.05
	実質GDP	(%)	+2.19	▲0.04	+1.42	▲0.24
GDPギャップの改善 が与えるCPIへの影響		(%pt)	+0.59	▲0.01	+0.08	▲0.09

(注1) 為替は名目実効為替レート。マイナス表示は通貨安を示す。

(注2) スウェーデンの輸出に関しては、本来想定される効果が検出されなかったため、実質GDPに対する影響はゼロとして効果を試算した。

(出所) Bloomberg、Haver Analytics、OECD統計より大和総研作成

2.1.5 日本では欧州で見られた金融市場からの波及効果は当面期待薄？

マイナス金利導入の影響に関して、欧州の経験から得たインプリケーションをまとめると以下の通りである。

マイナス金利の導入は貸出の増加などにはつながっておらず、直接的に実体経済を押し上げる効果は明確には見られなかった。しかし、実質実効為替レートを見るとマイナス金利を導入した国・地域の通貨は減価し、株式市場では株価が上昇するといったように、金融市場においては一定のインパクトがあったことが認められる。こうした金融市場への好影響が輸出の増加や、資産効果を背景とする消費の増加を通じて、間接的にプラスの効果を実体経済にもたらした可能性がある。

日本においても、日銀がマイナス金利を導入し、更なる金利引き下げも辞さないとの姿勢を示したことが好感され、発表直後はドルなどに対して円が下落し、TOPIX が大幅高となるなど、金融市場は好意的に反応した。そのまま欧州の事例と同様に、マイナス金利の導入によって円安・株高効果が継続した場合には、輸出の増加や資産効果による個人消費の増加など、実体経済にプラスの影響が見られることも期待できただろう。しかし、折悪しく、足下では世界経済の先行き不透明感が一段と強まった結果、リスク資産を売る動きが加速しており、為替市場では円高が進行し、株式相場も盛り上がり欠けている。このため、現時点で日本においては、欧州で見られた金融市場を通じた実質 GDP に対する間接的な押し上げ効果の発現は期待しづらくなっているものと考えられる。

2.2 マイナス金利導入が日本経済に与える影響に関する定量分析

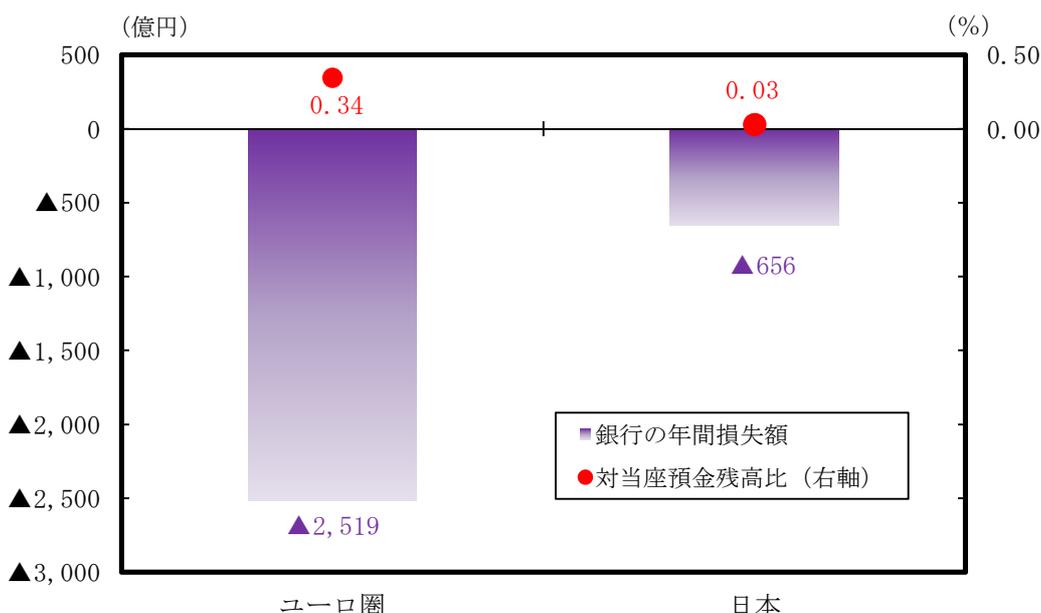
2.2.1 日本の銀行がこうむる損失額はユーロ圏の銀行よりも小さい

マイナス金利の導入が日本経済に与える効果として、懸念されているものの一つが銀行セクターの業績に対する悪影響である。従来、日銀の当座預金には+0.1%の付利があったため、民間銀行は当座預金に預ければ無リスクで収益を上げることができた。しかし、今回当座預金の一部にマイナス金利が適用されるようになったことで、損失発生リスクを抱えることとなった。図表 13 は、当座預金へのマイナス金利の適用によって、ユーロ圏および日本の銀行がこうむる年間損失額の推計結果である。

ユーロ圏では、金融機関の当座預金から所要準備額を差し引いた超過準備などに対して政策金利の一つである中銀預金金利（▲0.3%）が課せられる。2016年1月時点の残高をベースに計算すると、欧州の銀行が1年間でこうむる損失額は2,519億円となる。これは対当座預金残高比で見ると0.34%に相当する。

次に、日本の銀行に発生する損失額を試算してみよう。日銀によると、2016年1月時点（準備預金積み期間の平均残高、銀行分）で+0.1%の金利が適用される基礎残高は約188兆円、0%の金利が適用されるマクロ加算残高は約23兆円、そして▲0.1%の金利が課せられる政策金利残高は約21兆円となっている。これを基に計算すると、今回の政策変更で日本の銀行がマイナス金利導入前と比較して失うこととなる金額は年間656億円となる。これは当座預金残高比で0.03%にすぎず、ユーロ圏の銀行に発生する損失と比べると、そのインパクトは軽微だと言えるだろう。

図表 13： マイナス金利が適用される中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額



(出所) Haver Analytics、ECB、日本銀行統計より大和総研作成

2.2.2 マイナス金利が民間部門全体に与える影響はプラス

図表 14 は、日銀が導入を決定したマイナス金利により、日本の「金融機関」、「企業」、「家計」という 3 つの民間部門の経済主体が受ける影響に関する試算結果である。結論から述べると、マイナス金利の導入は民間部門の各経済主体に恩恵をもたらすものと考えられる。

本試算で想定したケースは 3 種類だ。「ケース①」は足下の 10 年国債利回りの水準（2/12 時点： $+0.08\%$ ）が継続した場合、「ケース②」は長期金利がさらに低下し、10 年国債利回りが 0% となった場合、「ケース③」は 10 年国債利回りが $\blacktriangle 0.1\%$ まで低下した場合、である。具体的には、企業向けの預金金利については大口預金金利、家計向けの預金金利は普通預金金利、企業向けの貸出金利は貸出預金金利、住宅ローン金利は住宅金融支援機構の基準金利を利用し、これらと 10 年国債利回りとの弾性値を測定することで影響額を算出した。また、金融機関による日銀への国債売却益については、日銀が拡大させるとしているマネタリーベースの年間 80 兆円のうち、9 割に相当する 72 兆円分の 10 年国債を、金融機関が売却するものと仮定し、上記利回りのケースにおける国債価格を算出したうえで、計算した。なお、家計が保有する住宅ローンには公的金融機関からの借入も含まれるため、金融機関の貸出金利、住宅ローン金利の低下と、企業・家計の貸出金利、住宅ローン金利の低下の合計は一致しない。

金融機関には、すでに指摘した通り、金融政策の変更に伴う日銀当座預金からの金利収入の減少が 656 億円程度のマイナス要因となる。加えて、企業向けの貸出金利や個人向けの住宅ローン金利が下がることが業績にマイナスの影響を与えることになるだろう。一方、金融機関にとっての調達コストである預金金利が引き下がることがプラスの影響を与えるほか、日銀に売却する国債価格が上昇することによって国債の売却益が増加すると見込まれる。この結果、金融機関全体としては 6,500 億円から 1.5 兆円強のプラスの影響があるものと考えられる。

企業にとっては、金融機関からの借入金利が下がり、支払利息が減少することが増益要因となる見込みである。一方、金融機関の預金金利が下がることはマイナス要因となるが、企業においては預金額よりも借入金額の方が圧倒的に大きく、また金利の引き下げ余地も大きいため、1,100 億円から 2,600 億円程度のプラスの影響があるとの試算結果を得た。

最後に、家計への影響についても見ておこう。家計にとっても企業と同様、預金金利が下がることによる金利収入の減少がマイナス要因となるが、普通預金金利はすでにゼロに近いので、限界的に減少する金利収入はそれほど大きくない。それ以上に、変動金利を中心に住宅ローン金利が低下することが家計に大きな恩恵をもたらすこととなる。この結果、家計の金利負担は現在よりも軽減され、合計で 2,000 億円強から 4,900 億円弱の恩恵を受けると見込まれる。

図表 14 : マイナス金利が金融機関、企業、家計に与える影響

	金融機関	企業	家計
中銀当座預金に預けることに伴う銀行の年間損失推計額 (億円)			
	▲656	-	-
金融機関による日銀への国債売却益 (億円)			
ケース①	10,039	-	-
ケース②	15,714	-	-
ケース③	22,807	-	-
預金金利の低下 (億円)			
ケース①	1,136	▲741	▲395
ケース②	1,765	▲1,193	▲572
ケース③	2,355	▲1,641	▲715
貸出金利、住宅ローン金利の低下 (億円)			
ケース①	▲3,997	1,856	2,425
ケース②	▲6,264	2,916	3,791
ケース③	▲9,166	4,241	5,577
影響 (億円)			
ケース①	6,523	1,114	2,030
ケース②	10,559	1,723	3,219
ケース③	15,340	2,601	4,862

【前提条件】

金融機関による日銀への国債売却益は1/28時点の10年国債価格を基準とし、それからの価格変化で算出

ケース①…足下の10年国債利回りの場合 (2/12時点、+0.08%)

預金金利 企業向け…▲0.05%、家計向け…▲0.01%

貸出金利 ▲0.07%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.23%、変動・固定ミックス…▲0.10%

ケース②…10年国債利回りが0%まで低下した場合

預金金利 企業向け…▲0.08%、家計向け…▲0.016%

貸出金利 ▲0.11%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.36%、変動・固定ミックス…▲0.16%

ケース③…10年国債利回りが▲0.1%まで低下した場合

預金金利 企業向け…▲0.11%、家計向け…▲0.020% (金利ゼロ)

貸出金利 ▲0.16%

住宅ローン金利 変動金利…▲0.53%、変動・固定ミックス…▲0.23%

(出所) 日本銀行統計等より大和総研作成

3. 世界同時不況は回避できるのか？

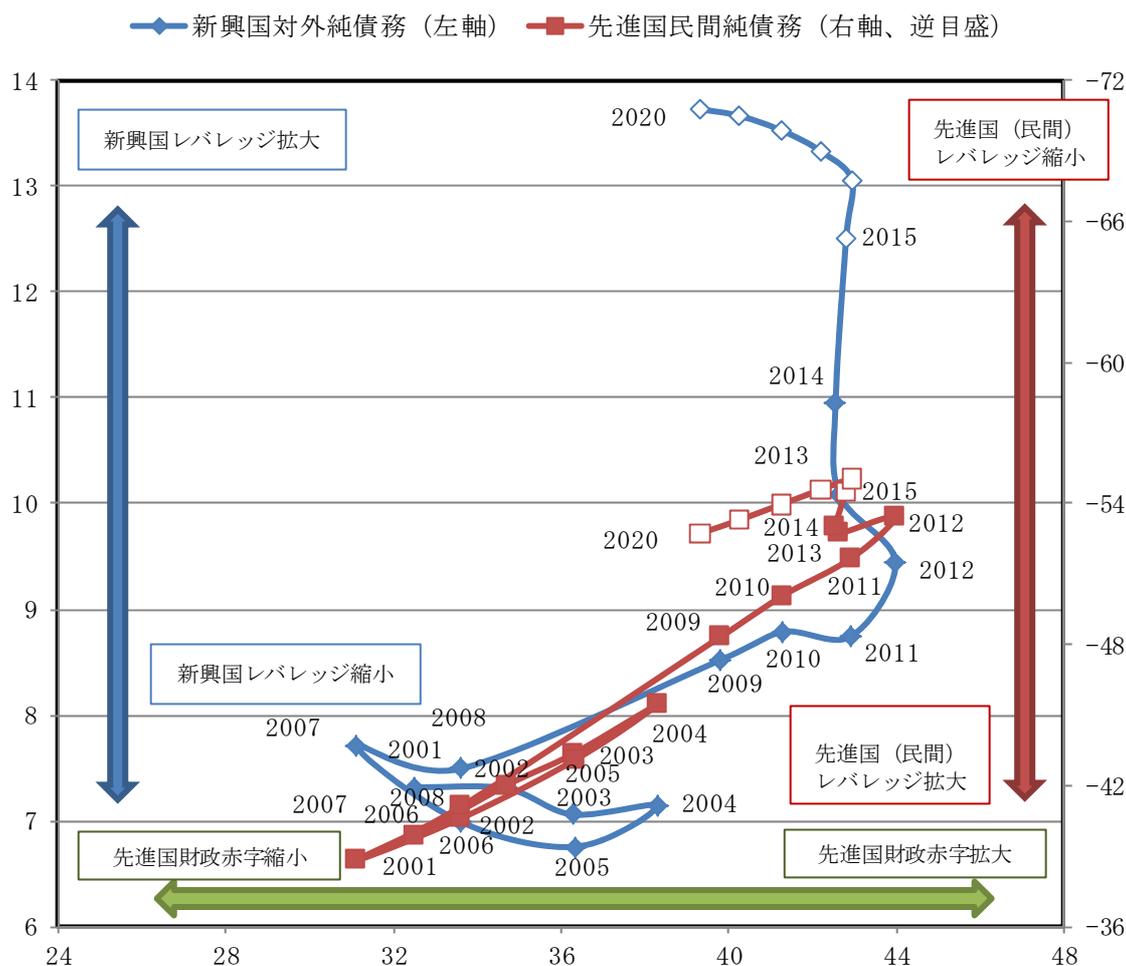
3.1 伊勢志摩サミットを睨んだ国際的な成長協調の重要性

先進国の財政緊縮・金融引き締めは時期尚早？

世界的な金融市場の混乱が象徴するように、グローバルな景気の停滞感が増している。足下までの世界経済の動向を振り返ると、「好調な米国経済が需要を作り、ユーロ安の恩恵を受けた欧州が追随する」構造が存在していた。しかし、昨年後半頃から米国経済の減速懸念が強まり、世界経済を牽引するほどの力強さを期待できなくなったことが、停滞感の根底にある。

それでは、世界経済が再度回復・拡大に向かうためには何が必要になるのだろうか。本章ではこの問いに答えるべく、分析を進める。まず**図表 15**で示すように、世界経済を「先進国政府・先進国民間部門・新興国」の3つの主体に分解することで、現状を構造的に把握していこう。図表の右軸は「先進国（民間）の純債務／世界 GDP (%) 逆目盛」、横軸は「先進国（政府）の純債務／世界 GDP (%)」、左軸は「新興国の純債務／世界 GDP (%)」を示している。

図表 15：世界経済の現状：先進国（政府／民間）および新興国の債務レバレッジ



(注1) 各指標は世界のGDP対比の割合(%)。2015年以降の白抜き部分はIMFの予測値

(注2) 右軸は「先進国（民間）の純債務／世界GDP (%) 逆目盛」、横軸は「先進国（政府）の純債務／世界GDP (%)」、左軸は「新興国の純債務／世界GDP (%)」

(出所) IMFより大和総研作成

このチャートを用いて世界経済の大きなサイクルを振り返ると、まず、①先進国の民間セクターにおいて景気が悪化（右軸が上方シフト）すると、②先進国の政府が需要を肩代わり（横軸が右側にシフト）し、かつ、金融緩和を受けた資金流入により新興国需要が立ち上がる（左軸が上方シフト）。そして、この結果として、③先進国の民間セクターにおいて景気が十分に回復（右軸が下方シフト）すると、次第にインフレ（時として「バブル」）が発生し、先進国が調整期を迎えることで、再び①に回帰し、右軸が右上にシフトする。

こうした世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にあることが分かる。そして、この需要の穴を埋めてきたのが、かつては新興国であった。しかし、次節以降で詳細に説明するように、米国の利上げを背景とした資金流出の最中で、新興国にこれ以上の需要創出を期待することは難しい。**図表 15**（2015年以降の白抜きのデータ）に示す通り、未だIMFは「今後も新興国のレバレッジが世界の需要を支える」との見通しを公表している。しかし、こうした楽観的な見通しは修正必至であると言わざるを得ない。

伊勢志摩サミットに向けた課題

今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。

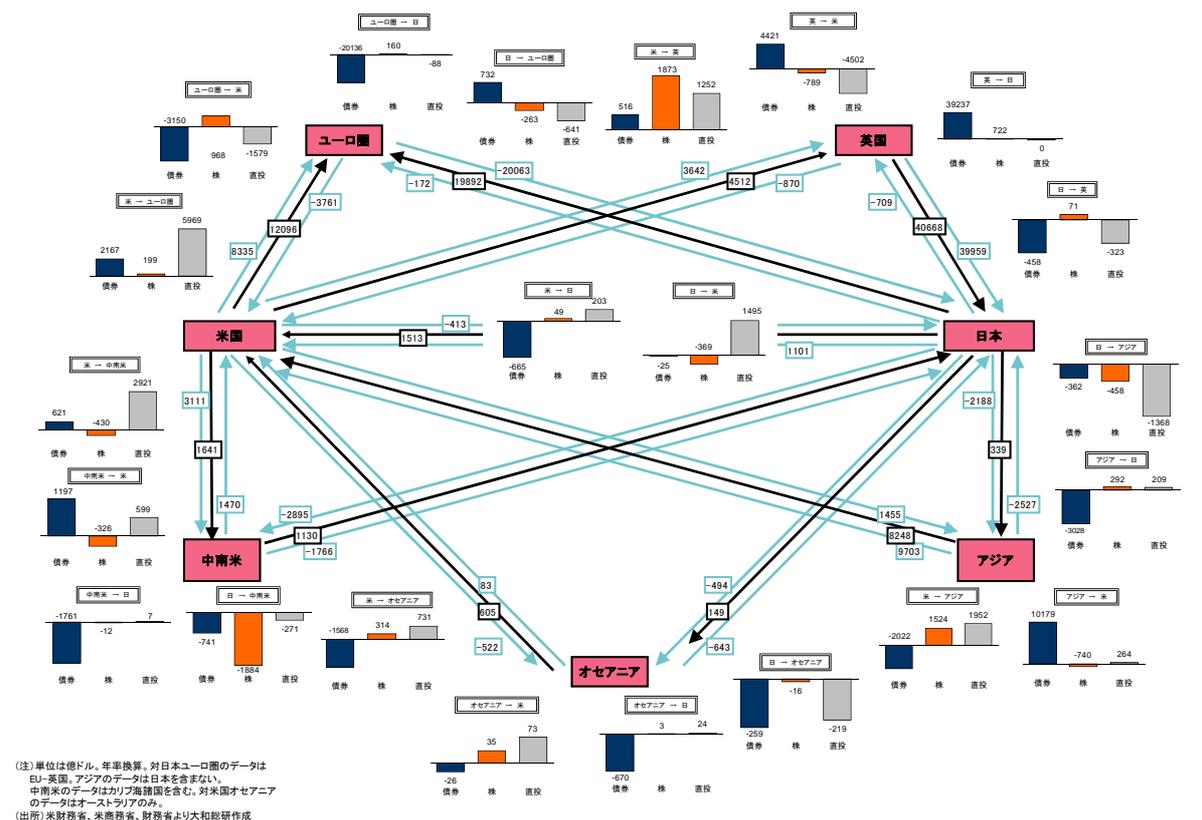
国際的な政策協調の柱としては、積極財政政策に加えて拙速な金融引き締めに対するけん制も重要だ。米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表 16**に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇することになる。結果的に、世界的な金利の上昇が、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。

世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえたうえで、世界経済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 17**である。図表中の①の部分に示した通り、米国が拙速な利上げを行う場合、世界経済も減速を免れない。他方で、図表中の②の部分を見ると、「米国の景気に中立的なペース」でFEDが利上げを行う場合には、日本経済への悪影響は限定的なものにとどまるものと予想される。

図表 16 : グローバルマネーフロー (2014年)



図表 17 : 世界経済モデルによる試算値

	年	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%	-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

3.2 FED を中心とした「世界経済サイクル」の検証

FED の「出口戦略」によって揺れ動く世界経済

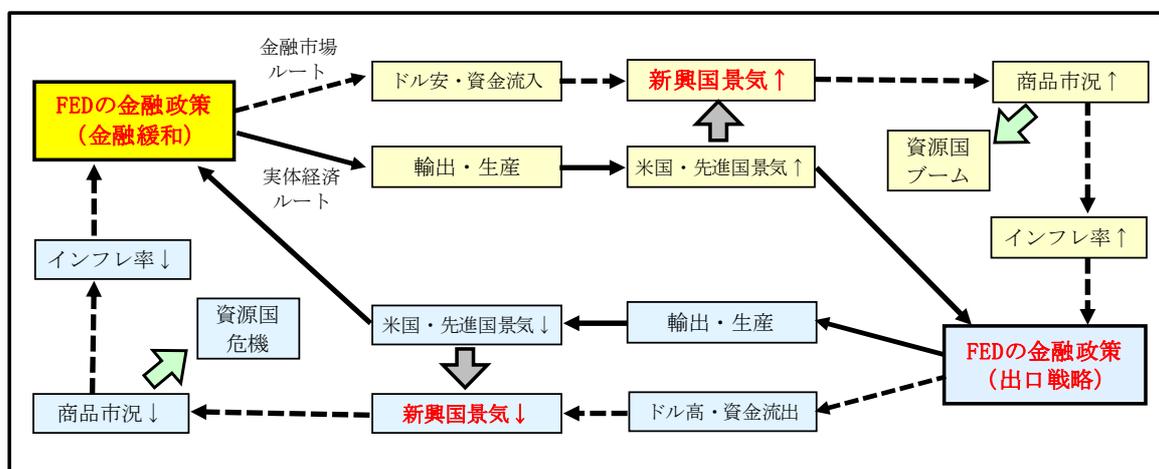
主要先進国の中央銀行に先駆けて、FED が 2015 年 12 月に利上げに踏み切った。この背景としては、個人消費を中心に国内経済が堅調であることや、雇用市場の改善が挙げられる。今回の利上げによって FED の金融政策は正常化に向けて大きく前進したわけである。しかし、他方で、これまでの FED の「出口戦略」が引き金となり、新興国経済が動揺し、グローバルな金融市場は大きな混乱に見舞われた。現在、世界経済の先行きにも急速に暗雲が広がっており、各国は今後の暴風雨を警戒する必要があるだろう。

歴史を振り返ってみると、FED の金融政策の変更は、これまでも世界経済とグローバルな金融市場に対して多大な影響を及ぼしてきた。その構図を非常に単純化すると、**図表 18** のようなサイクルで示すことができる。具体的な経路としては、①金融市場ルート、②実体経済ルート、の 2 つが重要となる。

図表中の FED の金融緩和から「出口戦略」までの局面を確認しよう。「①金融市場ルート」では、ドル安の進行と新興国への資金流入によって、新興国経済が過熱する。新興国経済の成長加速は、世界的な資源エネルギー需給を引き締めることを通じて、国際商品市況を上昇させ、それが世界各国のインフレ率を押し上げる。「②実体経済ルート」に関しては、ドル安に伴う輸出の増加や生産の拡大が米国経済を刺激し、他の先進国経済に対してもプラスに寄与する。その後、実体経済を反映した雇用市場の改善、インフレ見通しの高まりを総合的に勘案して、FED が「出口戦略」に踏み切ることとなる。FED の「出口戦略」から金融緩和までの局面は、上記と真逆のメカニズムによって引き起こされる。

当然、FED の金融政策と世界経済は非常に複雑に絡み合っており、ここまで指摘した構図は、それらの「一つの側面」を切り取ったものにすぎない点に留意する必要がある。以下では、この「世界経済サイクル」の海図を基に、現在世界経済が置かれている状況を確認し、FED の金融政策の先行きについて考察を行うことにしよう。

図表 18 : FED を中心とした「世界経済サイクル」



(出所) 大和総研作成

ドル高と新興国からの資金流出が進行

まず、新興国通貨に対する総合的なドルの為替レートを示す名目実効ドル (OITP) によって、新興国からの資金流出の動向について確認する。

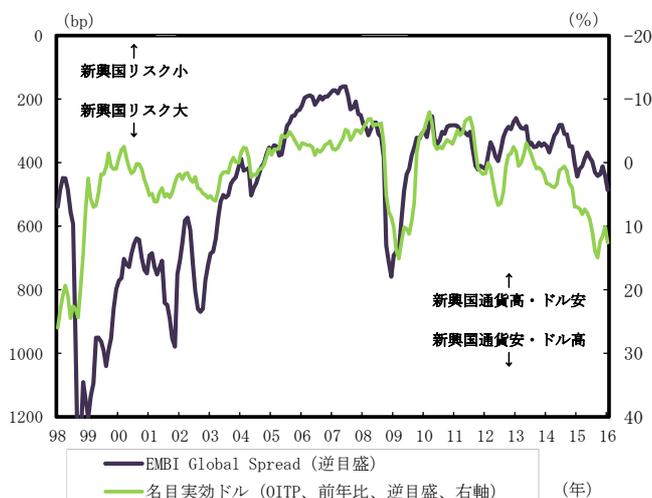
図表 19 は、新興国の信用リスクを表す「EMBI Global Spread (EMBI スプレッド)」と、「名目実効ドル (OITP)」を示したものである。ここで、EMBI スプレッドは、新興国の国債利回りと米国の国債利回りの差を示しており、新興国の信用リスクが高まり (低下して)、新興国の国債利回りが急騰 (急低下) すると、上昇 (低下) するという関係にある。

両者は相互に影響を及ぼす関係にあることから、概ね連動して推移する傾向が確認できる。その理由は、例えば、FED の利上げによって、投資対象として相対的にドル資産の魅力 (収益率) が高まると、グローバルなマネーが新興国通貨からドルに還流 (=ドル高) すると同時に、資金流出に見舞われた新興国において信用不安が高まり、EMBI スプレッドが上昇するためである。また、2008 年のリーマン・ショックのようなグローバルな金融ショックが発生する場合には、先進国に比べて新興国の信用リスクの方が急速に高まるため、EMBI スプレッドの上昇とともに新興国から資金が流出して、ドル高が進行することになる。

近年の名目実効ドル (OITP) の推移を見ると、2013 年 5 月頃から「ドル高局面」に入っている (**図表 20**)。この背景には、2013 年 5 月のバーナンキ FRB 議長 (当時) による QE3 の縮小発言に起因するグローバル金融市場の混乱 (=いわゆる「テーパー・タントラム」) や、2014 年 10 月の FOMC で QE3 の縮小が決定されるなど FED の「出口戦略」が進んだことがある。こうした中、EMBI スプレッドも上昇しており、新興国の信用リスクが高まっている様子がうかがえる。

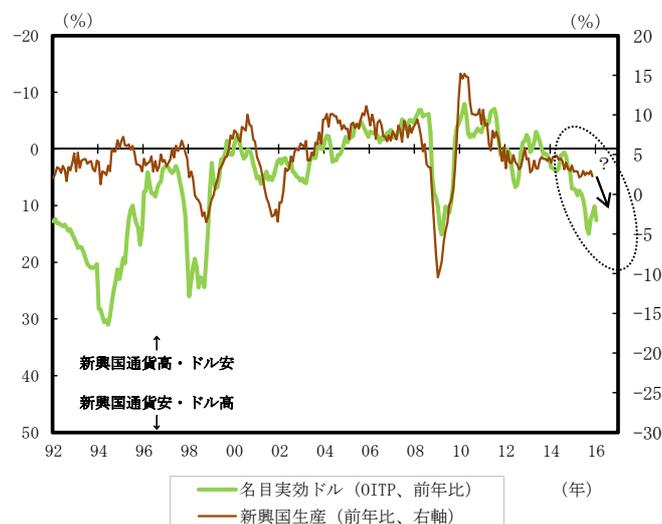
新興国からの資金流出は、投資の抑制と生産の減少を通じて、新興国の実体経済を下押しする点にも注意が必要であろう。実際、名目実効ドル (OITP) と新興国生産の推移を並べると、両者が概ね連動していることが確認できる。足下で、新興国生産の伸びは鈍化傾向にあるが、その一因として、新興国からの資金流出が挙げられる。今後についても、新興国からの資金流出に歯止めが掛からなければ、新興国の実体経済が一段と下押しされる可能性があるだろう。

図表 19 : EMBI スプレッドと名目実効ドル (OITP)



(出所) 米国FRB、オランダ経済政策分析局、JP Morgan/Haver Analytics
より大和総研作成

図表 20 : 名目実効ドル (OITP) と新興国生産



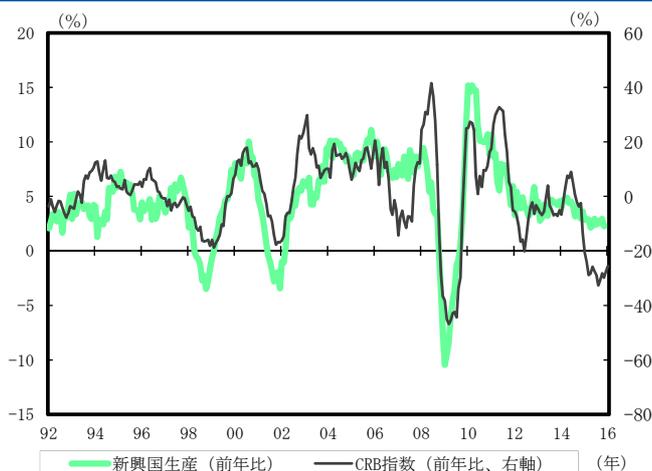
(出所) 米国FRB、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

新興国経済の減速が資源エネルギー価格の下落に拍車をかける

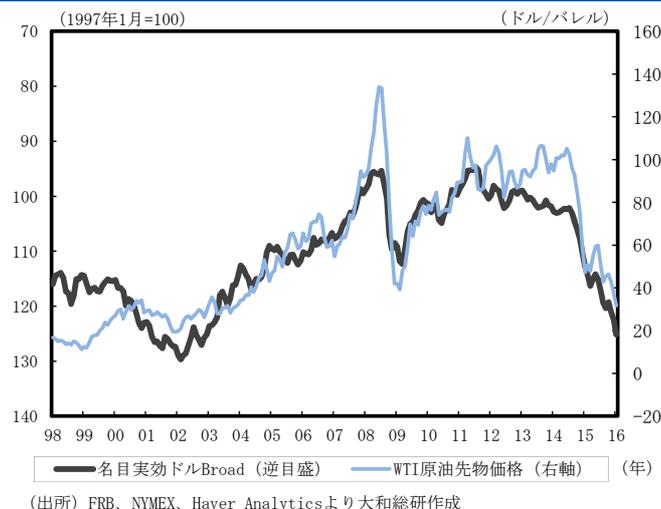
新興国は先進国に比べてエネルギー消費やインフラ投資の増加ペースが速く、新興国景気が悪化することになれば、世界的にエネルギー需要およびインフラ向け素材需要が低迷する。この結果、グローバルな商品需給が悪化して、国際商品市況が下落する。実際、2015年後半以降、中国をはじめとする新興国経済の減速に伴う需要減少懸念が商品市場で大きく材料視され、資源エネルギー価格の下落に一層拍車をかけている。特に、2015年8月の中国人民元の切り下げによって、中国経済に対する不透明感が急速に高まり、国際商品市況が大きく崩れたことは記憶に新しいところだろう。

実際、新興国生産と、国際商品市況の代表的な指標であるCRB指数は、長期的に連動する傾向が見られる（**図表 21**）。現在、新興国生産の伸びが鈍化する中で、CRB指数が大きく落ち込んでおり、需要要因がマイナスに作用しているとみられる。両者の乖離は、CRB指数を構成する商品の中で大きなウエイトを占める原油価格の急落が主因である。原油価格については、FEDの「出口戦略」に伴う商品市場から通貨ドルへの投資資金の流出（＝ドル高）や、世界の流動性（ワールドダラー）の縮小なども大きく影響を及ぼしている（**図表 22**、**図表 23**）。

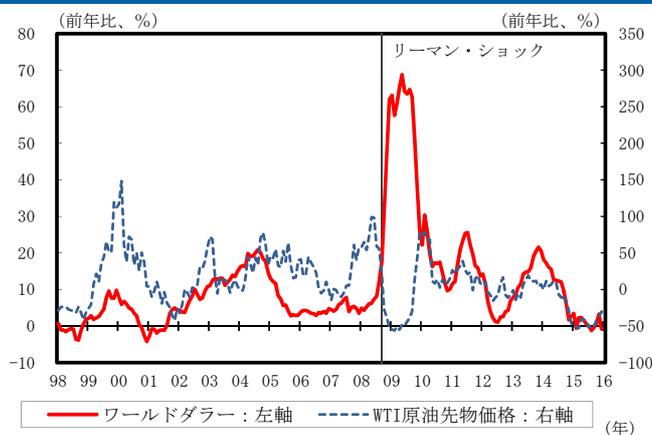
図表 21：新興国生産と資源価格



図表 22：名目実効ドルとWTI原油先物価格



図表 23：流動性（ワールドダラー）と原油価格



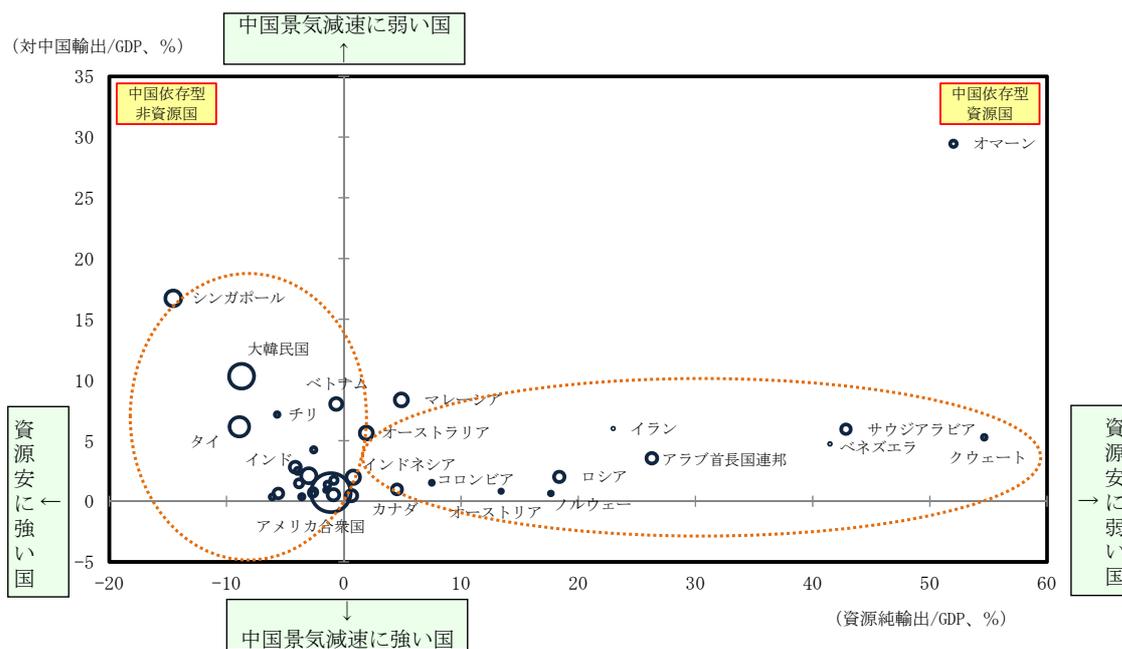
中国経済減速と資源価格下落の影響が大きい国はどこか？

ここまで、米国を中心とする世界経済サイクルにおいて、中国をはじめとする新興国経済の減速と国際商品市況の急落が大きな焦点になっていることを確認してきた。それでは、これら2つの要因の悪影響を大きく受ける国はどこなのだろうか。以下では、日本の輸出相手国という視点を踏まえたうえで、各国の立ち位置を比較することにした。

図表 24 は、世界の主要国を「①中国経済」、「②資源価格」という2つの切り口で分割したものである。横軸は、原油などの鉱物性燃料の純輸出額に対する名目 GDP の比率であり、資源エネルギー価格の変動が国内景気に及ぼす影響度を測る指標である。縦軸は、各国の中国向け輸出に対する名目 GDP の比率となっており、中国の景気変動が輸出の減少を通じて各国の国内経済に及ぼす影響度を示している。つまり、この図では、右に位置する国ほど資源純輸出に対する依存度が高いため、国際商品市況の悪化によって国内経済が下押しされやすい。また、上に位置する国ほど中国向け輸出依存度が高く、中国経済の減速に弱いことになる。さらに、図中の円の大きさは日本の輸出額に比例している。

国際商品市況悪化の影響を大きく受ける国は中東をはじめとする資源国であるが、これらの国の円の大きさは小さく、日本の輸出相手国という観点では、さほど重要な位置を占めていない。他方、中国経済減速の影響を大きく受ける国はアジアに多く見られ、それらの国は日本の輸出先としても非常に重要であることが分かる。このため、現在、世界経済サイクルの中で日本経済が注視すべき問題は、輸出を通じた実体経済ルートの影響に限定すれば、原油価格の急落よりも中国経済の減速だと言える。さらに注目したいのは、GDP の約7割を個人消費が占める米国経済は、資源価格と中国経済のいずれに対しても、ほぼ中立的な位置にいることである。世界経済の行方は、その米国経済が今後上下のどちらに振れるかに掛かっていると見えよう。

図表 24：世界各国の中国経済と資源価格からの影響の受けやすさ



(注1) サウジアラビアとベネズエラの資源純輸出は2013年、イランの資源純輸出は2011年、その他は2014年。

(注2) 図中の円の大きさは日本の輸出額に比例している。

(出所) IMF、国連、財務省統計より大和総研作成

FED は次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況へ

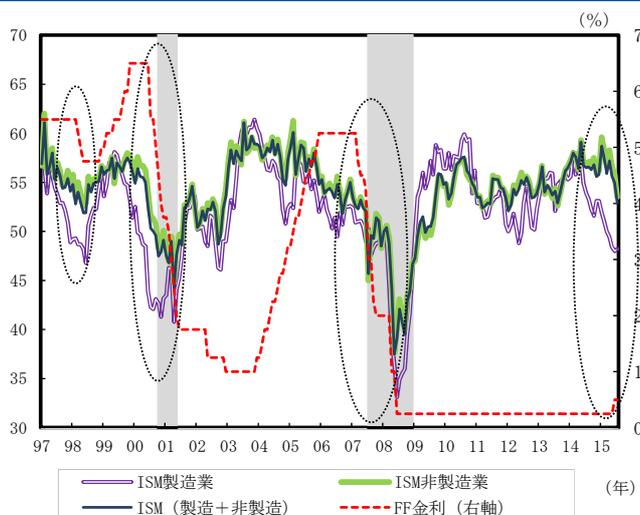
最後に、米国経済の動向を通じて、世界経済サイクルの現局面を探ることにしよう。まず、米国のISM景況感指数とFF金利の推移を示したのが**図表 25**である。ISM景況感指数は、米国経済に対する先行性が高いことに加えて、これまでも金融政策を占うための重要な指標となってきた。1990年代後半以降の三度の利下げ局面を見ると、製造業と非製造業の双方が大きく悪化する状況下で、FEDが利下げに踏み切ったことが分かる。現状を確認すると、製造業と非製造業のいずれもが低下傾向にあり、利下げ局面に似た状況に入っているものと考えられる。

続いて、米国の景気循環に観察される「成熟化」という観点から、FF金利の先行きについて検討してみたい。米国では景気拡大が「成熟化」して終盤に差し掛かる少し前に、家計部門支出（個人消費、住宅投資）の成長が鈍化し、その後、企業部門支出（設備投資）が急速に悪化することによって景気後退局面に突入するというサイクルを繰り返している（**図表 26**）。さらに、このサイクルとFF金利の間にも一定の関係性を見いだすことができ、「企業部門支出—家計部門支出」が上昇する局面で利上げが行われ、低下する局面で利下げが実施される傾向にある。

足下では、米国の家計部門に頭打ち感が見られる中で、ドル高や原油価格急落などを背景に企業部門支出が大幅に悪化しており、2015年7-9月期以降、「企業部門支出—家計部門支出」がマイナス圏で推移している。さらに先行きについても、企業部門が一段と下振れするリスクが高まっていることを踏まえると、「成熟化」とFF金利の関係性からは、利下げ局面が迫っているとの判断すら可能であろう。

以上のような、ISM景況感指数や景気循環の「成熟化」という観点に立てば、FOMCの参加者が見込んでいる年4回程度の利上げペース（2015年12月時点）は速すぎる。むしろ、FEDは次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況にあり、米国経済が一段と減速するような場合には、利下げすら必要になると考えられよう。

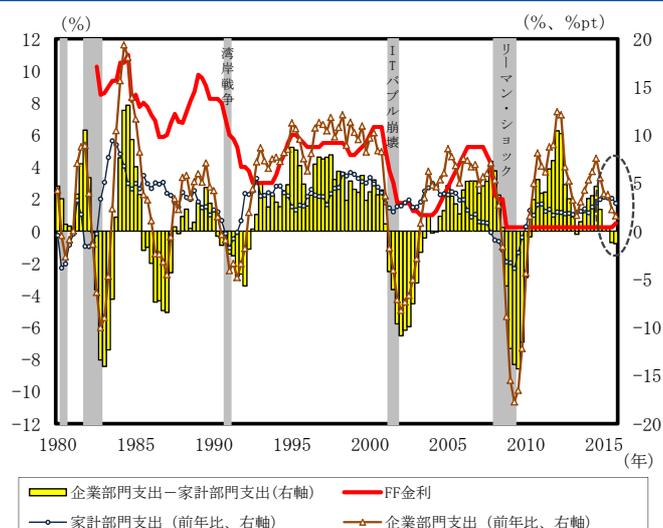
図表 25：米国の企業マインドとFF金利



(注) シャドーは米国の景気後退期。

(出所) 米国ISM、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 26：米国の家計部門支出と企業部門支出の推移



(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。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

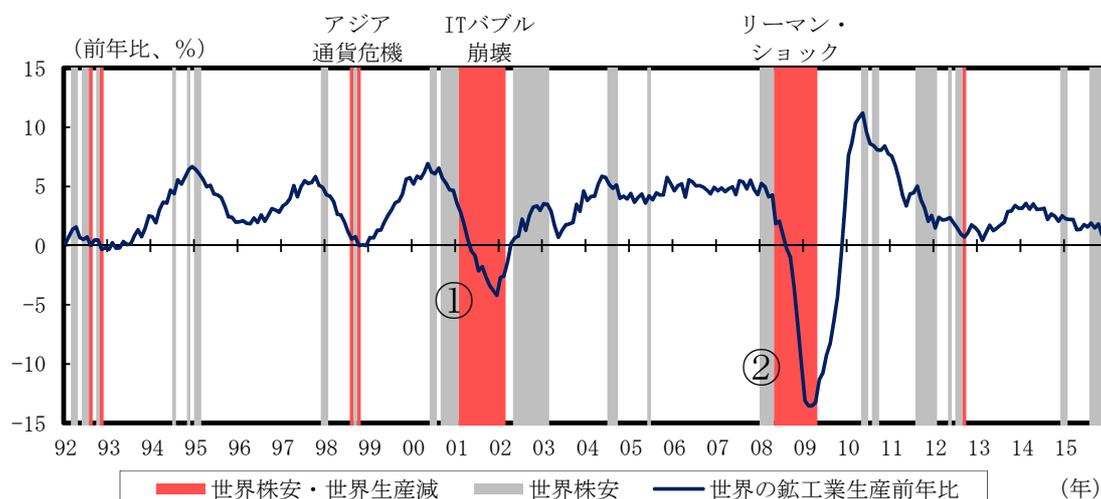
3.3 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」局面入りの瀬戸際

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 27**）。「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、世界的な企業部門の弱さを背景に、世界生産の伸びは着実に鈍化している。さらに、世界生産の地域別要因分解を見ると、2015年11月に米国がマイナスに転じている点にも警戒が必要だ（**図表 28**）。まさにグローバル経済は、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と言えよう。

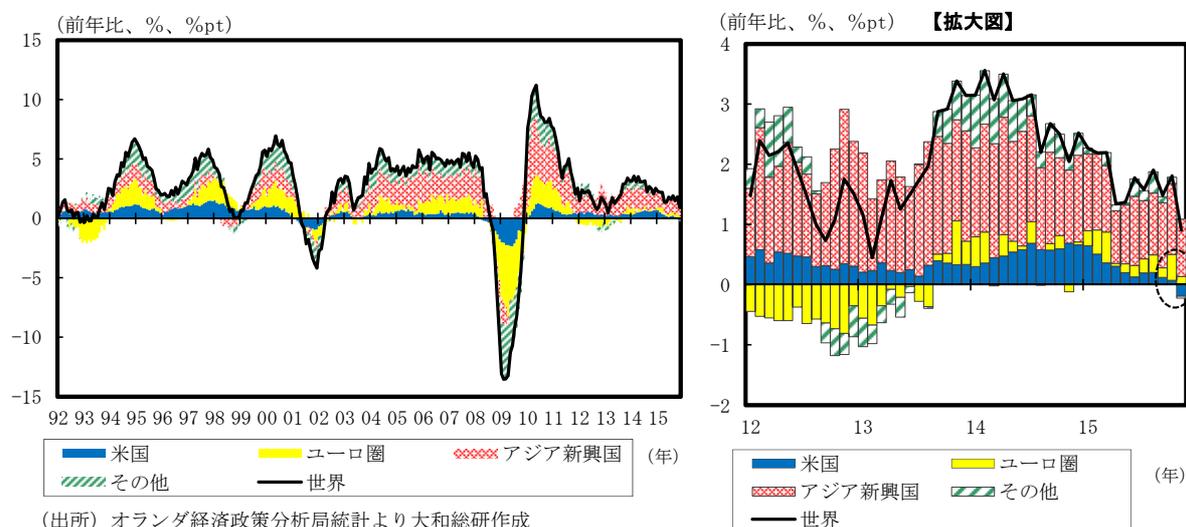
図表 27：過去の「世界株安・世界生産減」局面と世界生産の動向



(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

図表 28：世界生産の地域別要因分解



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 29**）。

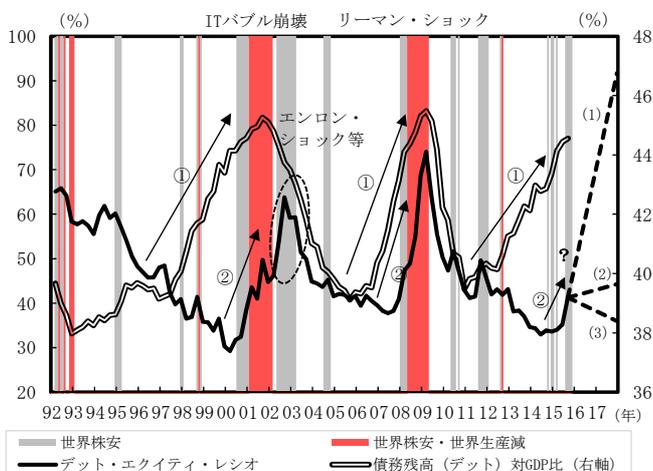
足下の状況を見ると、①から②の段階へと移り始めている。これは、FED の大胆な金融緩和などを背景に高値を維持していた米国株価が 2015 年後半から弱含み、デット・エクイティ・レシオの分母（＝エクイティ）が低下し始めたことによるものである。

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、(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、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、その後のグローバルな金融市場の混乱を背景に、米国株価も大幅な調整を余儀なくされており、デット・エクイティ・レシオが大きく上昇する可能性が高まってい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 30**）。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。

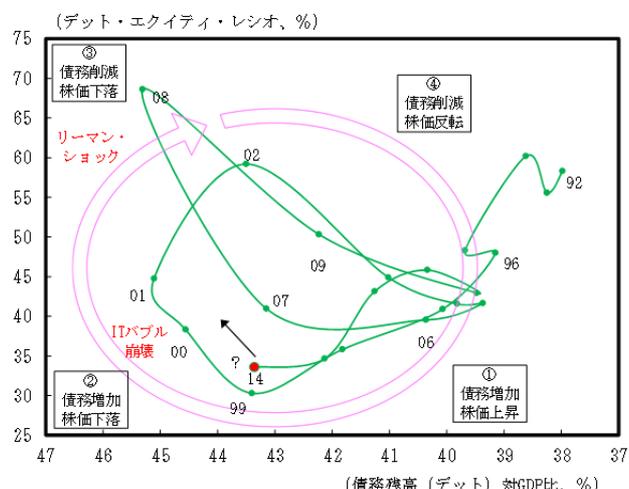
こうしたサイクルが生じるメカニズムとしては、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中での企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える状況下での株価反転、という循環構造が指摘できよう。

図表 29：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、(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 30：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の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の。
 (出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

FEDの「出口戦略」でクレジット市場の緊張が高まる

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きた（図表31）。

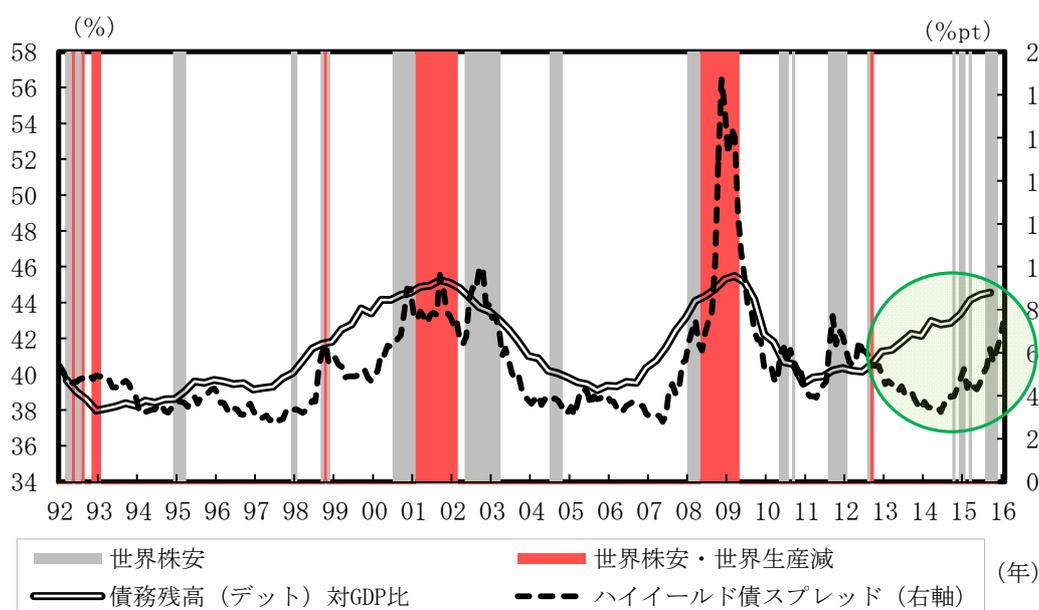
この背景としては、FEDの大胆な金融緩和に伴い「流動性相場」が現出し、ハイイールド債の利回りが過度に抑圧されていたことなどが考えられる。すなわち、米国のクレジット市場はいわば「ミニ・バブル」的な状況にあったと評価できよう。しかし、FEDが利上げに転じ、ハイイールド債に対しても企業の債務状況に見合った利回りが要求される中で、ハイイールド債スプレッドも上昇基調を強めている。

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の利上げペースはFOMCの参加者の見通し（2015年12月時点、年4回程度）よりも緩慢だと予想している。むしろ、FEDは次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況にあり、米国経済が一段と減速するような場合には利下げすら必要になるため、金融市場や実体経済を大きく動揺する可能性は限定的だとみている。とはいえ、ひとたびFEDが対応を誤れば、世界経済が三度目の「世界株安・世界生産減」に陥るリスクが存在することから、引き続きFEDの金融政策の動向を慎重に見極めていく必要があるだろう。

図表31：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

4. 2017年の消費増税に向けた論点整理

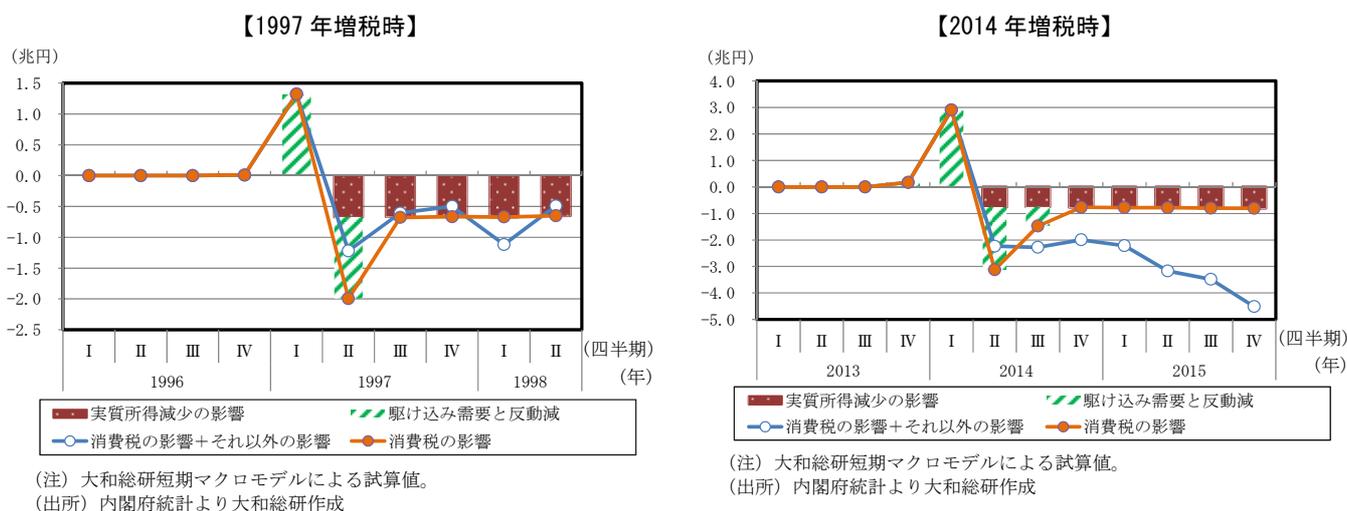
4.1 1997年と2014年の消費増税時の比較

モデルシミュレーションの結果を大きく下回る個人消費の動向

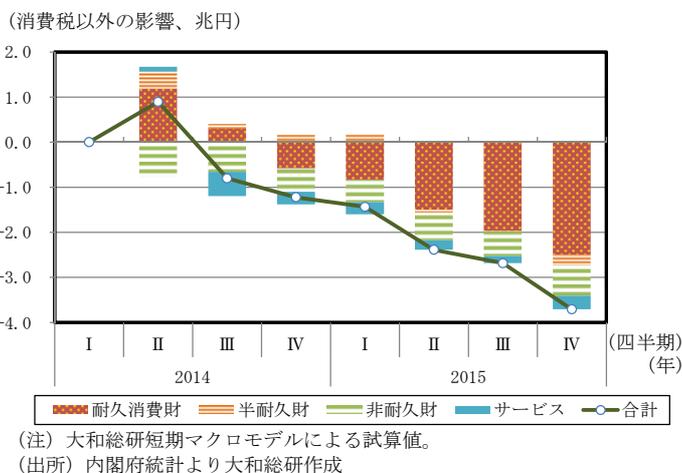
本章では、2017年4月に予定される消費増税に向けた論点を整理した。具体的には、1997年と2014年の増税時における個人消費の動きの違いを財・サービス別に分析し、こうした違いが生まれた要因を探ったうえで、2017年の増税時に起こりうる現象について整理する。

図表 32 は、当社のマクロモデルを用いたシミュレーションの結果を示したものである。同モデルでは、97年の消費増税後の個人消費の落ち込みは概ね再現できたが、2014年の増税後の実績はモデルシミュレーションの解から大きく乖離することとなった。こうした乖離の要因を財・サービス別に見たものが下段の図表である。大きな特徴としては、①耐久財の回復力の弱さ、②サービス・非耐久財の下振れ、といった点が挙げられる。

図表 32：過去の増税局面でのモデルシミュレーション¹



【2014年増税時の各財・サービスへの消費税以外の影響】



¹ 1997年増税時には1996年12月までのサンプルを、2014年増税時には2013年12月までのサンプルを用いてパラメーターを設定し、シミュレーションを行った。

所定内給与の弱さが消費者マインドを下押し

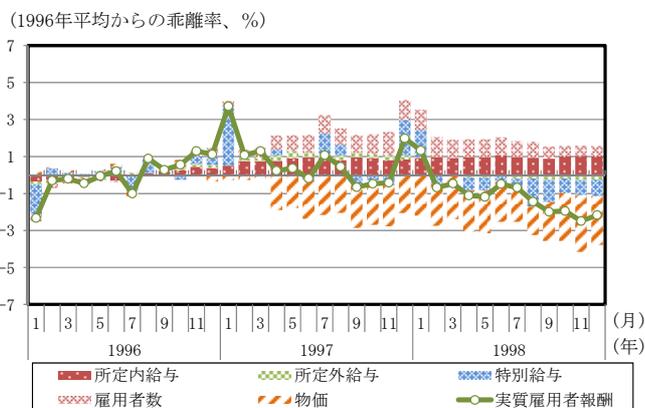
次に、個人消費の基調を捉えるうえで重要な指標である、実質雇用者報酬と消費者マインドの動きから得るインプリケーションをまとめたい。

実質雇用者報酬の動向を所得や雇用、物価によって要因分解すると、1997年の増税時(図表33左上)には雇用者数は伸び悩んだものの、「所定内給与」が底堅い動きを示していたことが確認できる。対照的に、2014年の増税時(図表33右上)は、雇用者数の増加が実質雇用者報酬を下支えする一方で、「所定内給与」はプラスには寄与していない。

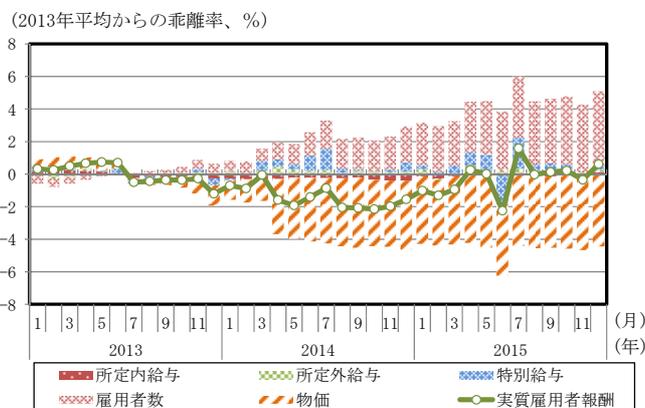
こうした雇用・所得環境の違いは消費者マインドに影響を与えている。1997年の増税時(図表33左下)は、主として雇用環境の悪化が消費者マインドを大きく押し下げる要因として働いたものの、「暮らし向き」、「収入の増え方」といった所得関連の項目による押し下げ幅は小さかった。一方、2014年の増税時(図表33右下)は、労働需給のタイト化を背景に、雇用環境要因の下押しは小さいものの、①賃金の伸び悩みによる「収入の増え方」、②耐久財需要の先食いによる「耐久消費財の買い時判断」といった要因の下押し圧力が大きい。このように、消費者マインドの中でも2014年の所得環境が1997年よりも悪化していることが、2014年の増税後の消費の弱さに影響している可能性が指摘できよう。

図表33：過去の増税局面で実質雇用者報酬と消費者マインド

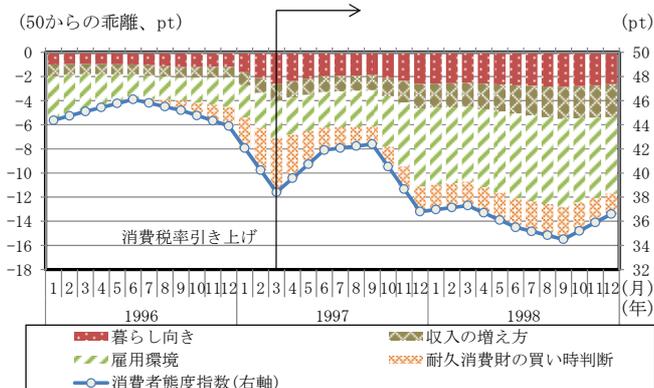
【1997年増税時の実質雇用者報酬】



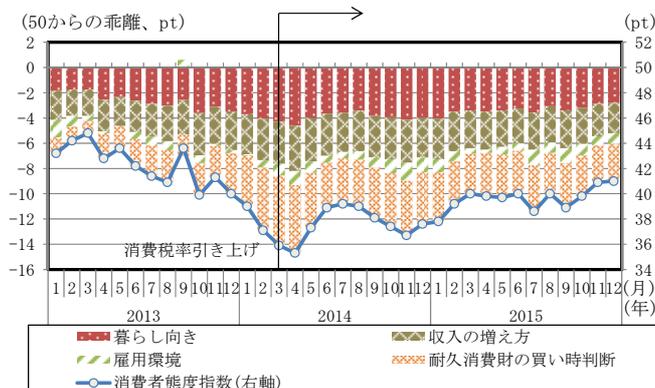
【2014年増税時の実質雇用者報酬】



【1997年増税時の消費者マインド】



【2014年増税時の消費者マインド】



4.2 財・サービス別に見た個人消費の特徴とインプリケーション

サービス消費：所得関連項目に起因する消費者マインドの悪化が下押し要因として働く

ここまで述べてきた過去の増税時の検証を踏まえたうえで、財・サービス別に2014年の増税時の特徴を捉えていくこととしよう。

まず、既述の消費者マインドの悪化は、特にサービス消費の持ち直しの鈍さに影響した可能性が指摘できる。**図表 34** は、広義対個人サービスの動きを、「非選択的サービス」と「嗜好サービス」に分けて見たものである。「非選択的サービス」とは、医療のような生活を営む上で必要不可欠なサービス、「嗜好サービス」とは、旅行や娯楽のような不要不急のサービスへの支出である。両者の動きを確認すると、増税後に嗜好サービスが大きく水準を切り下げた一方で、非選択的サービスは高齢化に伴う医療サービスの拡大などを受けて上昇トレンドにあり、増税後も大きな変化は見られていない。

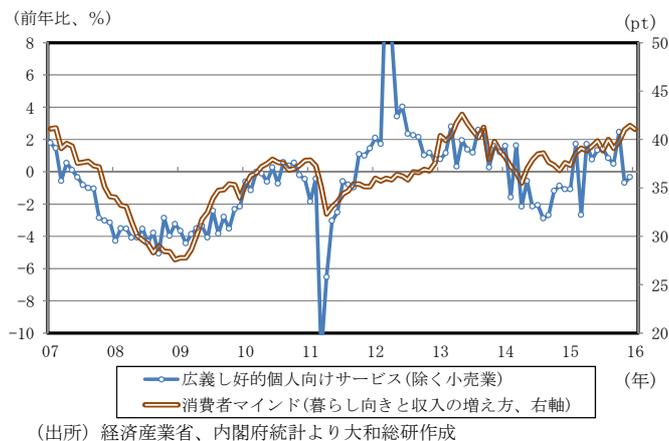
こうした嗜好サービス縮小の背景には、先に指摘した所得関連項目に起因する消費者マインドの悪化が影響している。**図表 35** は、嗜好サービスと消費者マインド(暮らし向きと収入の増え方)の推移を示したものであるが、両者の連動性の高さが確認できるだろう。これらのデータからは、増税後に消費者マインドが弱まったことが嗜好サービスへの支出減少に直結したものと推察されよう。

したがって、2017年の増税時において、家計が先行きの所得増加に自信を持てるか否かが、増税後のサービス消費(特に嗜好サービス)の持ち直しのテンポを決定する要因になると考えられる。ただし、企業収益の伸び率鈍化などを背景に、足下ではここ数年見られたような賃上げ機運がやや後退している。2017年の消費増税以降のサービス消費を維持させるためには、先行きの所得環境の改善が最大のカギを握っているのである。

図表 34： 広義対個人サービスとその内訳



図表 35： 消費者マインドと嗜好サービス



耐久財：過去の経済対策による需要先食いの反動が影響

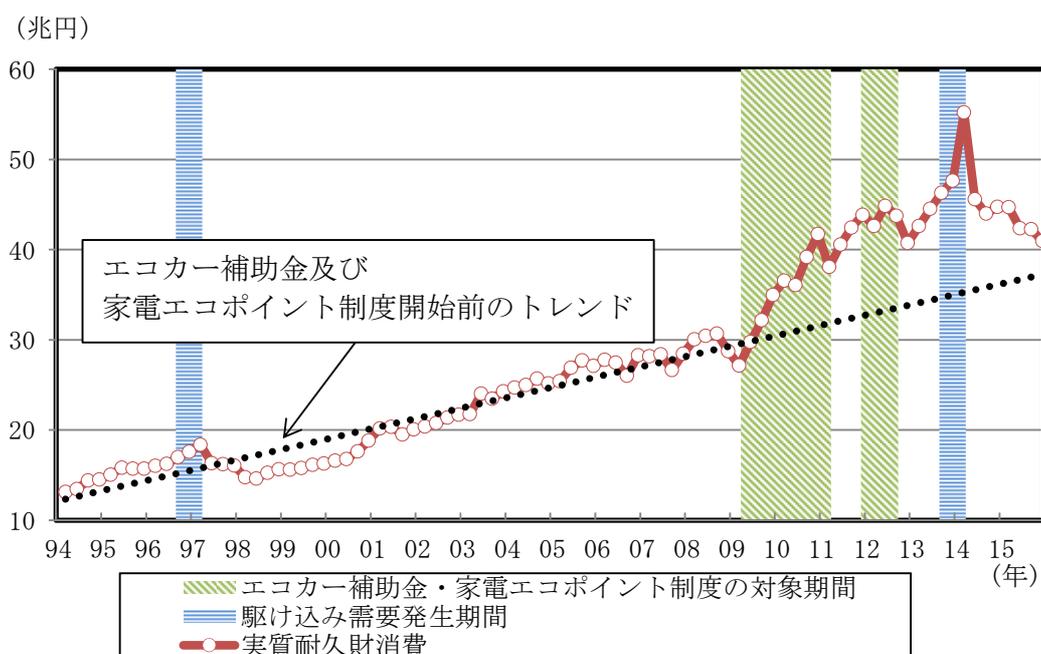
続いて、耐久財消費の動きについて確認していこう。

前掲**図表 32**で耐久財消費の動きを見ると、2014年7-9月期までは理論値を上回る推移が続いていたことが分かる。この期間は概ね増税前の駆け込み需要に続く反動減が発現する時期であり、耐久財の反動減の影響は想定以下であったと評価できる。しかし、反動減の影響が一巡した後の戻りの鈍さは想定外であったといえよう。

耐久財の回復力の弱さの主因として、過去の度重なる景気対策によって需要が先食いされたことが挙げられる。**図表 36**は実質耐久財消費の推移を示したものである。リーマン・ショック後の急激な景気後退への対策として導入されたエコカー補助金や家電エコポイントが始まって以降、実質耐久財消費は過去のトレンドを大幅に上回る推移が続いてきた。一方、この間、実質雇用者報酬が伸び悩んでいたことを考慮すると、所得対比で見た増税前までの耐久財消費は強すぎたと言えるだろう。こうした需要先食いの反動が増税後に顕在化したのだと考えれば、増税後の耐久財消費の回復力の弱さも説明がつく。

以上の考察から、2017年の増税時に向けて次のようなインプリケーションを得ることができる。リーマン・ショック後の経済対策時に購入された買い替えサイクルの短い耐久財を中心に、2017年の増税時において買い替え需要が発生しやすい。さらに、需要先食いによって耐久財消費が過去のトレンドよりも上振れしていることを勘案すると、2014年の増税時と同様、増税後の調整局面は長期化する可能性があるだろう。

図表 36：実質耐久財消費の動き



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

非耐久財：軽減税率が家計の急速な行動変化を緩和する公算

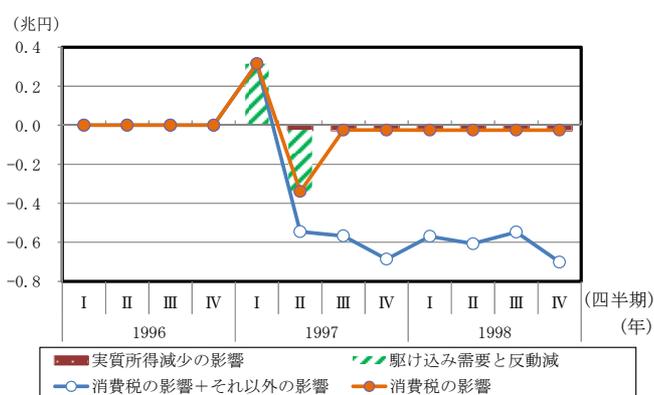
最後に、非耐久財の特徴についてもまとめておきたい。

もともと非耐久財は異時点間の代替性が小さいことから、駆け込み需要と反動減の影響は他の財と比較して小さいはずである。加えて、所得弾性値も低いことから、実質所得の減少が非耐久財消費に与える影響についても限定的と考えられる。

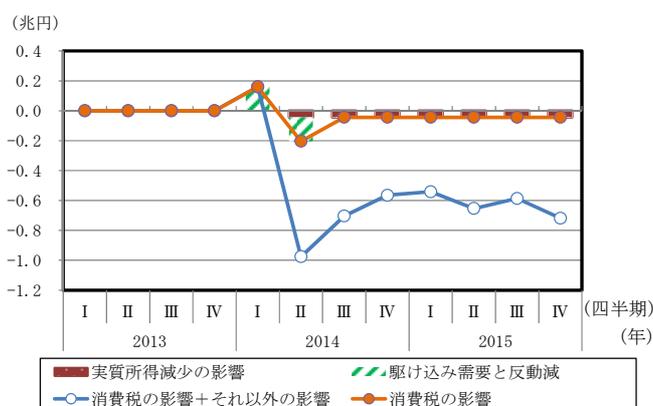
しかし、現実には、1997年と2014年のいずれのケースでも、過去の推計式では説明できないほど大きな落ち込みが見られている。すなわち、増税後の実質購買力の低下に伴い、家計は想像以上に財布の紐をきつく締める傾向があったものと推察される。

ただし、2017年の増税時には、こうした傾向は緩和されると考える。今回は軽減税率の導入が決定しているためである。非耐久財の大部分を占める食料品の大半において、現行の税率が維持されることになる。食料品は家計にとって購入頻度の極めて高い消費財であり、軽減税率は家計の痛税感を緩和させる効果を持つとみられる。このため、過去の増税局面で発生した非耐久財の駆け込み需要およびその反動減は、2014年の増税時ほど大きなものにはならないと想定される。

図表 37：増税局面における非耐久財の動向



(注) 大和総研短期マクロモデルによる試算値。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成



(注) 大和総研短期マクロモデルによる試算値。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

4.3 2017年の消費増税の影響に関する試算

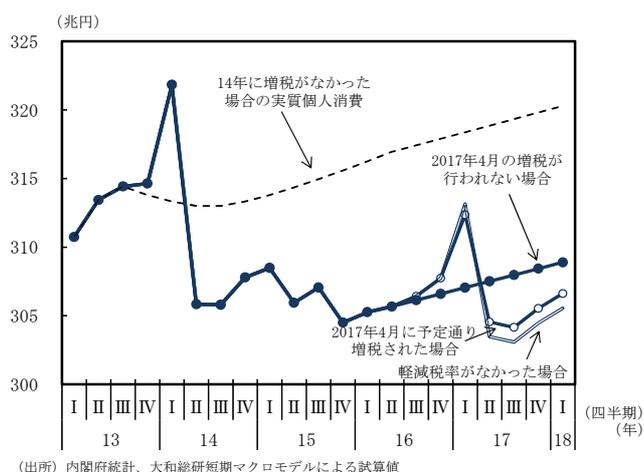
軽減税率による2017年度の個人消費の下支え効果は約1.1兆円

最後に、ここまでの考察を踏まえたうえで、2017年の消費増税の影響に関する試算を提示して、本章を締め括りたい。

2017年4月の消費増税は、増税がない場合と比較して、実質GDPに対して、2016年度＝＋0.3%、2017年度＝▲0.6%程度の影響を与えるとみている。消費増税は駆け込み需要およびその反動減、実質所得の減少という経路を通じて個人消費や住宅投資を大きく変動させるだけでなく、在庫投資や輸入の動向にも影響を与えることとなる。

一方、軽減税率導入による個人消費の下支え効果は約1.1兆円(2017年度)と試算される。軽減税率の対象は家計の購入頻度が高い食料品が中心であり、家計の痛税感を緩和させる効果が期待できる。軽減税率による景気下支え効果は、主として実質所得減少の緩和を通じて発揮されるものと考えられる。

図表 38 : 2017年増税局面における個人消費の見通し



軽減税率がある場合			
金額(兆円)			
	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP	-	1.3	-3.1
民間最終消費	-	1.7	-3.0
増税がないケースからの乖離(%)			
	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP	-	0.3	-0.6
民間最終消費	-	0.6	-1.0
軽減税率がない場合			
金額(兆円)			
	2015年度	2016年度	2017年度
民間最終消費	-	1.9	-4.1
増税がないケースからの乖離(%)			
	2015年度	2016年度	2017年度
民間最終消費	-	0.6	-1.3
軽減税率による個人消費の下支え効果			
金額(兆円)			
	2015年度	2016年度	2017年度
民間最終消費	-	-0.2	1.1
乖離率(%)			
	2015年度	2016年度	2017年度
民間最終消費	-	-0.1	0.3

(出所) 大和総研作成

5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に

日本経済が抱える4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、の4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。

5.1 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よう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。

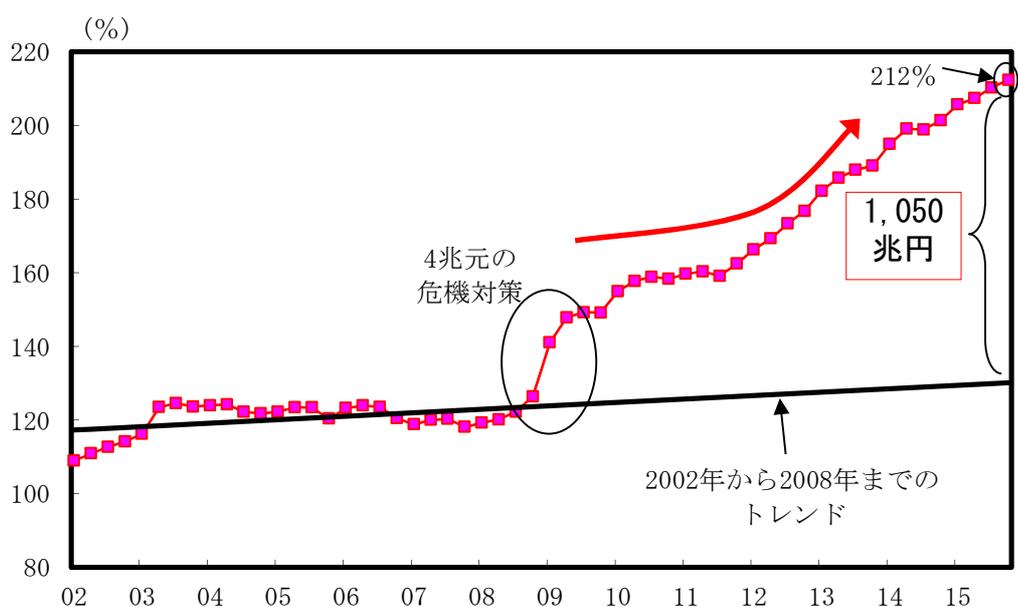
中国における過剰①：過剰融資＝1,000兆円以上

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39**）。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3.2兆ドル（2016年1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る。

図表39：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。

（年）

（出所）中国人民銀行、中国国家統計局より大和総研作成

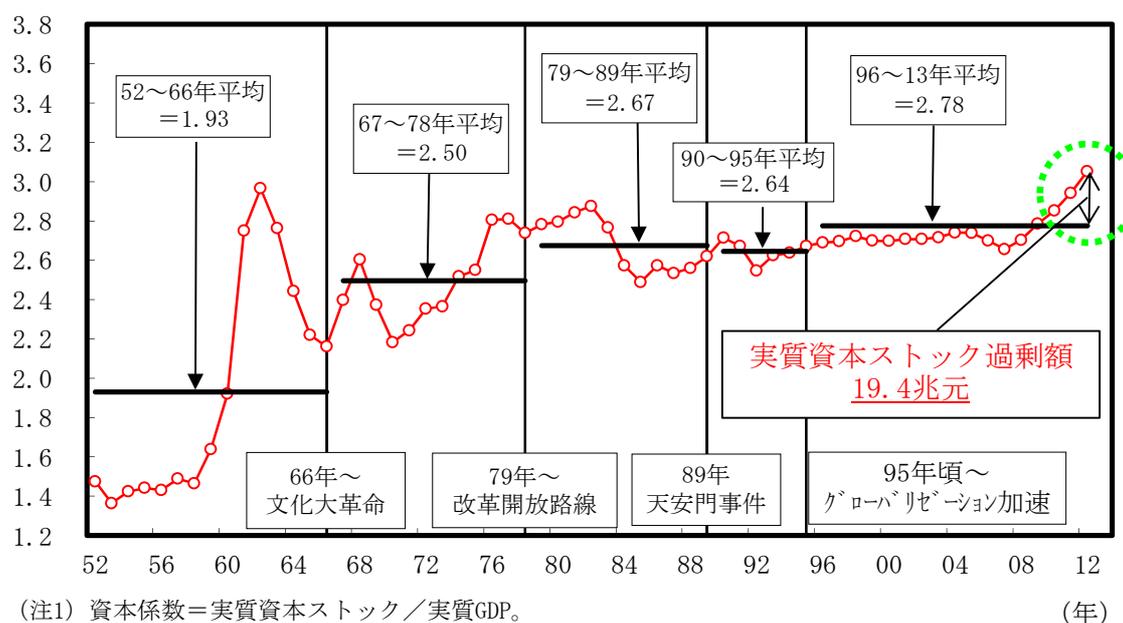
中国における過剰②：過剰資本ストック＝400兆円以上

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 40 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、名目円換算で400兆円以上）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 40：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 41**）。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。

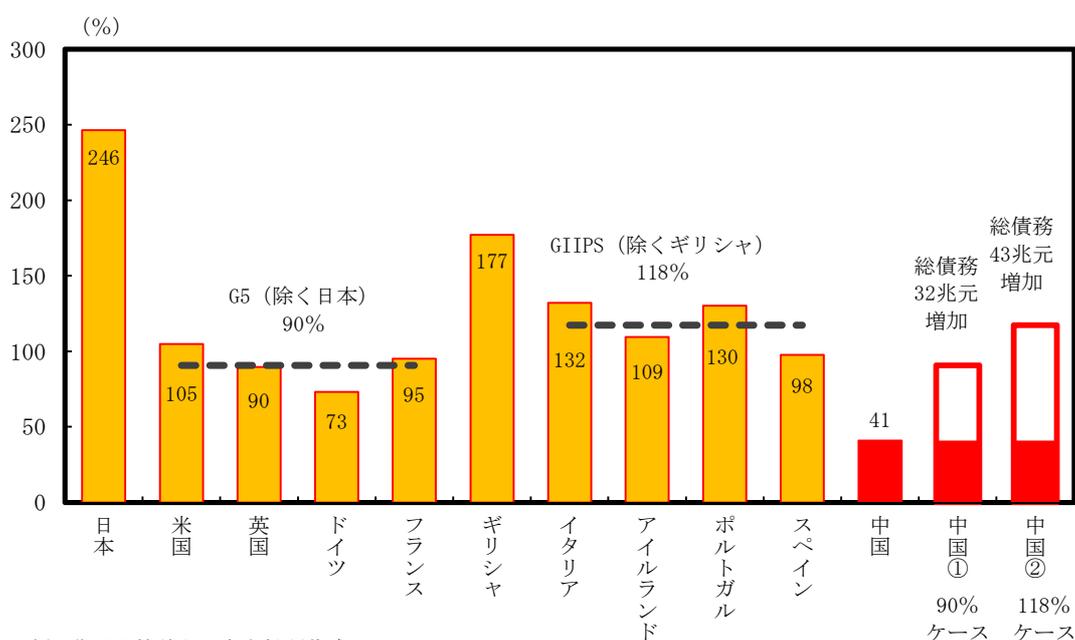
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

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 41：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



(出所) IMF統計より大和総研作成

5.2 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42**）。

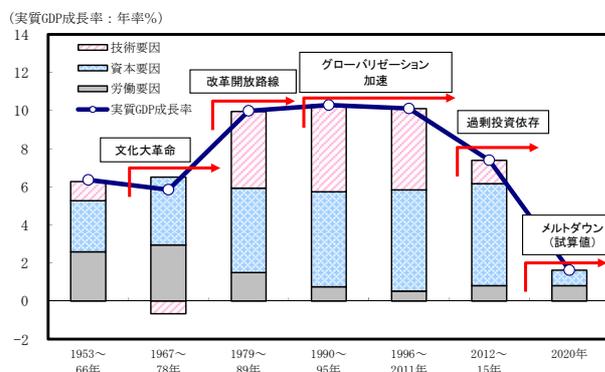
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

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。

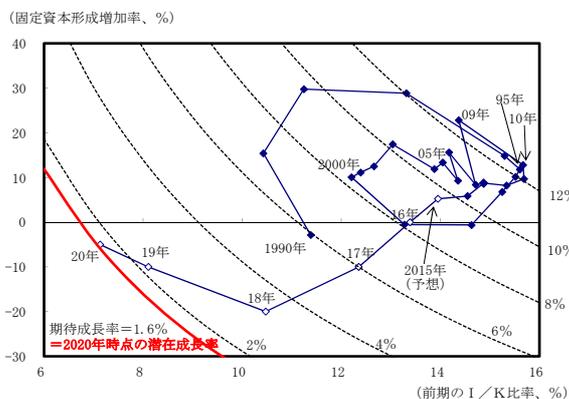
図表 42：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



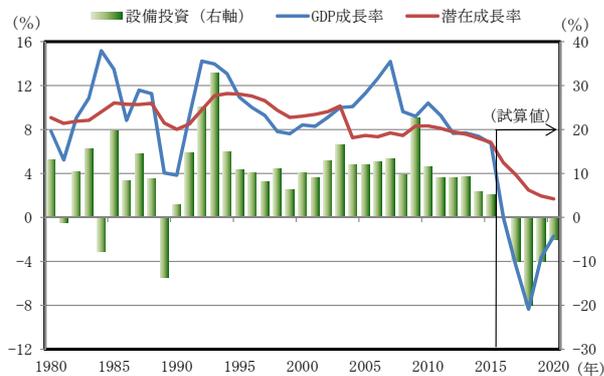
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

5.3 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

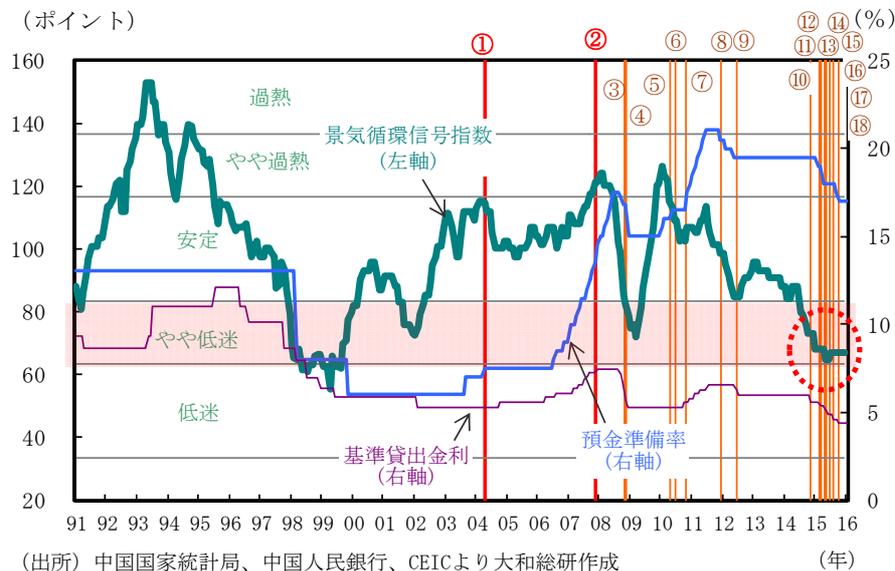
ただし、中国経済は向こう1~2年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表 43 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、現在、「やや低迷」を示すゾーン（63.33~83.33）で推移している。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 43 : 中国 : 景気循環信号指数



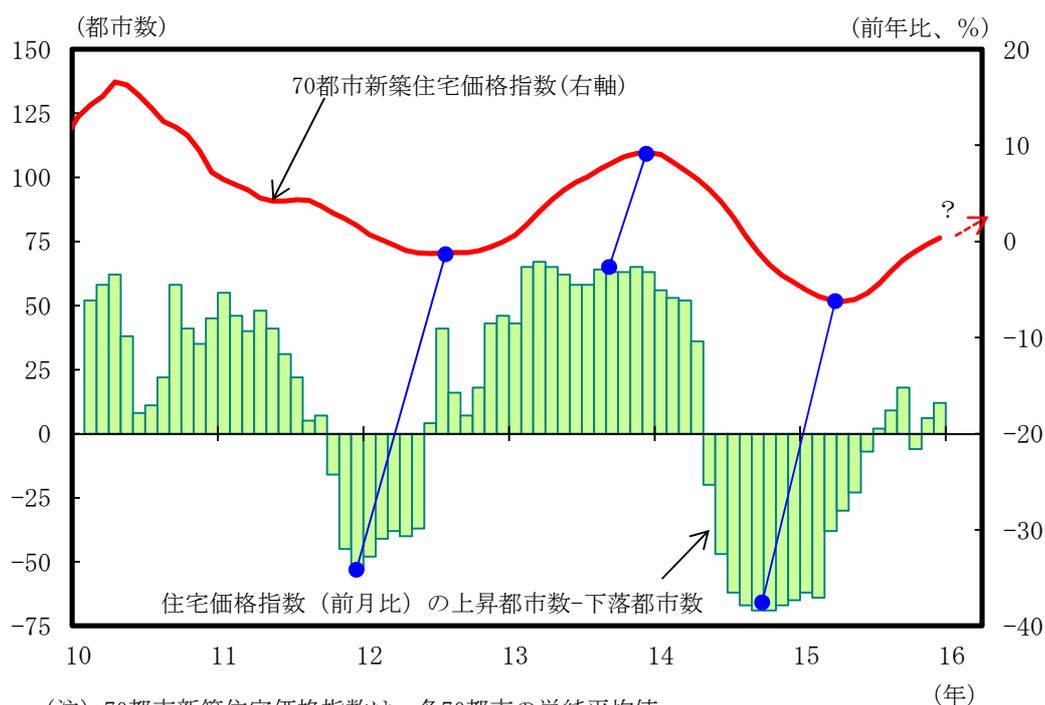
①2004/4	総量規制強化	⑩2014/11	利下げ
②2007/10	総量規制強化	⑪2015/2	預金準備率引き下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑫2015/3	利下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑭2015/5	利下げ
⑥2010/6	人民元の弾力化	⑮2015/6	利下げ
⑦2010/10~2011/7	利上げ	⑯2015/6	預金準備率引き下げ
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑰2015/7	株価維持策実施
⑨2012/6	利下げ	⑱2015/8	預金準備率引き下げ
⑩2014/11	利下げ	⑲2015/8	利下げ
		⑳2015/10	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、中国の不動産価格は上昇へ

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 44**）。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 44：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。

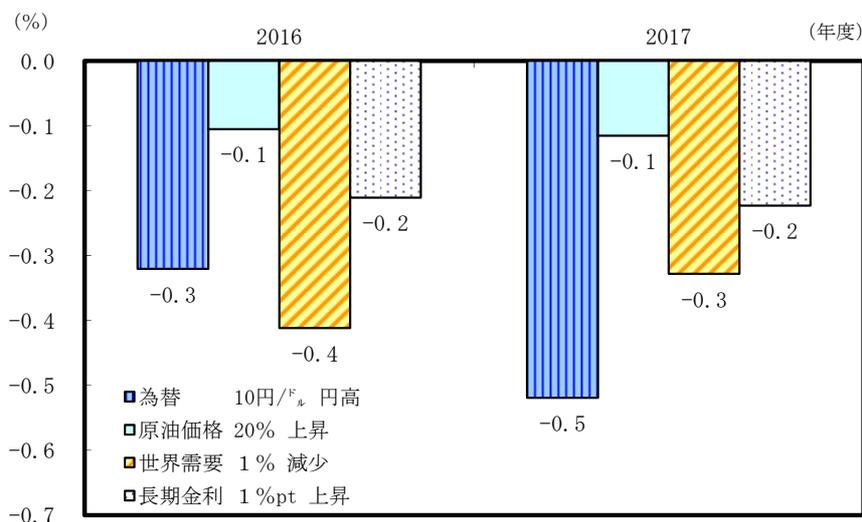
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

6. 補論：マクロリスクシミュレーション

本章では景気に影響を与えるいくつかのリスク要因が想定以上に進行することで、予測にどの程度の影響が出るかを試算する。標準シナリオにおける主な前提と、4つのリスクシナリオが顕在化した場合の実質 GDP に与える影響（下図参照）は以下の通り。リスクシナリオは2016年4-6月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】	【シミュレーション】
・ 為替レート : 2016-17 年度 ; 113.0 円/ドル, 113.0 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油 (WTI) 価格 : 2016-17 年度 ; 30.0 ドル/bbl, 30.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2016-17 暦年 ; 3.1%, 3.3%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2016-17 年度 ; 0.00%, 0.00%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 45：実質 GDP に与える影響



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

6.1 円高

円高は貿易財の価格競争力を低下させるため、財貨・サービスの輸出が減少する。これに合わせ、電気機器や輸送機器などの輸出型製造業やこれに付帯する運輸、電力、商業などの非製造業を中心に生産が減少する。輸出や生産の減少は企業の売上の減少となり、企業収益の低下をもたらす。これは企業のキャッシュフローの減少や将来の成長期待を悪化させ、設備投資の減少へとつながる。また、円高による輸入物価の低下は国内の物価を押し下げ、企業物価や消費者物価が下落する。物価下落で家計の実質購買力が上昇するものの、企業収益の減少からくる雇用・所得環境の悪化により、個人消費は減少する。なお、円高の影響が個人消費に波及するまでには長いラグがあるため、本シミュレーション期間内での影響は軽微である。以上の経路を通じて、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて2016年度で▲0.3%、2017年度で▲0.5%縮小する。

6.2 原油高騰

原油価格が標準シナリオの想定よりも 20%上昇した場合、日本経済に与える影響は実質 GDP を標準シナリオに比べて 2016 年度で▲0.1%、2017 年度で▲0.1%縮小させることになる。

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

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

6.3 世界需要の減少

世界需要（GDP）が 1%減少した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2016 年度で▲0.4%、2017 年度で▲0.3%縮小することになる。

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

6.4 金利上昇

長期金利が標準シナリオに比べ 1%pt 上昇した場合、実質 GDP の水準は金利上昇がなかった場合に比べ、2016 年度で▲0.2%、2017 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 46：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	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
名目GDP	1.5	1.2	0.8 (-0.7)	1.1 (-0.8)	0.9 (-0.6)	1.1 (-0.7)
実質GDP	0.9	-0.1	0.6 (-0.3)	-0.3 (-0.5)	0.8 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
GDPデフレーター	0.6	1.3	0.2 (-0.4)	1.4 (-0.3)	0.1 (-0.5)	1.2 (-0.5)
全産業活動指数	1.7	1.4	1.1 (-0.6)	1.3 (-0.6)	1.6 (-0.1)	1.4 (-0.1)
鉱工業生産指数	3.0	1.7	1.1 (-1.9)	1.5 (-2.0)	2.8 (-0.2)	1.7 (-0.2)
第3次産業活動指数	1.5	1.3	1.1 (-0.4)	1.3 (-0.4)	1.4 (-0.1)	1.3 (-0.1)
国内企業物価	-0.7	2.8	-2.0 (-1.3)	2.7 (-1.4)	-0.0 (0.7)	2.8 (0.7)
消費者物価	0.4	2.2	0.2 (-0.2)	2.2 (-0.3)	0.6 (0.2)	2.2 (0.2)
失業率	3.2	3.1	3.2 (0.0)	3.2 (0.0)	3.2 (-0.0)	3.1 (0.0)
貿易収支（兆円）	0.0	1.5	0.3 (0.3)	1.0 (-0.5)	-2.3 (-2.3)	-1.0 (-2.5)
経常収支（億ドル）	1,650	1,907	1,711 (61)	1,802 (-105)	1,469 (-181)	1,709 (-198)
経常収支（兆円）	18.9	21.8	18.1 (-0.7)	19.1 (-2.7)	16.7 (-2.2)	19.6 (-2.2)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.8	-0.9	0.7 (-0.1)	-0.9 (-0.1)	0.6 (-0.1)	-0.9 (-0.1)
民間住宅投資	2.6	-8.3	2.3 (-0.3)	-8.5 (-0.5)	2.3 (-0.3)	-8.4 (-0.4)
民間設備投資	4.4	1.2	3.1 (-1.2)	0.9 (-1.4)	3.9 (-0.5)	1.0 (-0.6)
政府最終消費	0.8	0.8	0.9 (0.1)	1.0 (0.2)	0.8 (-0.0)	0.8 (-0.0)
公共投資	-3.7	-6.4	-3.1 (0.6)	-6.4 (0.7)	-3.9 (-0.2)	-6.4 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	2.7	3.5	2.1 (-0.6)	3.1 (-1.0)	2.6 (-0.1)	3.5 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	2.9	1.5	2.6 (-0.3)	2.3 (0.5)	2.3 (-0.5)	1.4 (-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	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
名目GDP	1.1 (-0.4)	1.2 (-0.4)	1.3 (-0.2)	1.2 (-0.2)	1.3 (-0.2)	1.2 (-0.3)
実質GDP	0.5 (-0.4)	0.0 (-0.3)	0.7 (-0.2)	-0.1 (-0.2)	1.0 (0.1)	0.0 (0.1)
GDPデフレーター	0.5 (-0.0)	1.2 (-0.0)	0.6 (0.0)	1.3 (-0.0)	0.3 (-0.3)	1.2 (-0.4)
全産業活動指数	1.5 (-0.3)	1.4 (-0.2)	1.6 (-0.1)	1.4 (-0.1)	1.9 (0.2)	1.4 (0.2)
鉱工業生産指数	1.9 (-1.1)	1.9 (-0.9)	2.6 (-0.4)	1.7 (-0.4)	3.8 (0.7)	1.7 (0.8)
第3次産業活動指数	1.4 (-0.1)	1.3 (-0.1)	1.5 (-0.1)	1.3 (-0.1)	1.6 (0.1)	1.3 (0.1)
国内企業物価	-0.8 (-0.0)	2.7 (-0.1)	-0.7 (0.0)	2.8 (-0.0)	0.6 (1.4)	2.8 (1.4)
消費者物価	0.4 (-0.0)	2.1 (-0.1)	0.4 (-0.0)	2.2 (-0.0)	0.7 (0.3)	2.2 (0.3)
失業率	3.2 (-0.0)	3.1 (0.0)	3.2 (0.0)	3.2 (0.0)	3.2 (-0.0)	3.1 (-0.0)
貿易収支（兆円）	-0.7 (-0.7)	1.1 (-0.4)	0.5 (0.5)	2.0 (0.5)	-2.4 (-2.5)	-0.7 (-2.2)
経常収支（億ドル）	1,557 (-93)	1,807 (-100)	1,530 (-121)	1,441 (-466)	1,439 (-211)	1,762 (-145)
経常収支（兆円）	17.8 (-1.1)	20.7 (-1.1)	17.5 (-1.4)	16.5 (-5.3)	17.1 (-1.8)	20.9 (-0.9)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.7 (-0.1)	-0.9 (-0.0)	0.7 (-0.0)	-0.9 (-0.0)	0.7 (-0.1)	-0.9 (-0.1)
民間住宅投資	2.4 (-0.2)	-8.4 (-0.4)	1.8 (-0.8)	-8.1 (-0.6)	2.4 (-0.1)	-8.3 (-0.2)
民間設備投資	4.0 (-0.3)	1.0 (-0.5)	2.9 (-1.4)	1.0 (-1.6)	4.5 (0.1)	1.1 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.0)	0.8 (0.0)	0.9 (0.0)	0.8 (0.0)	0.8 (-0.1)	0.8 (-0.1)
公共投資	-3.7 (0.0)	-6.4 (0.1)	-3.7 (-0.0)	-6.4 (0.0)	-4.2 (-0.5)	-6.4 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	0.7 (-2.0)	4.0 (-1.6)	2.7 (-0.0)	3.5 (-0.0)	2.9 (0.2)	3.7 (0.4)
財貨・サービスの輸入	2.5 (-0.3)	1.6 (-0.2)	2.4 (-0.5)	1.4 (-0.5)	2.5 (-0.4)	1.0 (-0.8)

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

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

(出所) 大和総研作成

7. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
名目国内総支出(兆円)	487.4	484.0	488.6	497.9	497.8	500.9	499.4	501.1	489.6	499.6	486.9	498.9	
前期比%	-0.0	-0.7	1.0	1.9	-0.0	0.6	-0.3	0.3					
前期比年率%	-0.1	-2.8	3.9	7.9	-0.1	2.5	-1.2	1.4					
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.1	3.5	2.0	0.6	1.5	2.0	1.6	2.5	
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	524.1	520.7	523.9	529.3	527.5	529.3	527.4	528.6	524.7	528.1	526.1	528.3	
前期比%	-2.0	-0.6	0.6	1.0	-0.3	0.3	-0.4	0.2					
前期比年率%	-7.9	-2.6	2.5	4.2	-1.4	1.3	-1.4	0.9					
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.7	0.5	-0.1	-1.0	0.7	-0.0	0.4	
内需寄与度(前期比)	-2.9	-0.8	0.3	1.0	-0.0	0.1	-0.5	0.2	-1.6	0.5	-0.0	-0.0	
外需寄与度(前期比)	0.9	0.1	0.3	0.0	-0.3	0.2	0.1	-0.0	0.6	0.1	0.0	0.4	
GDPデフレーター(前年同期比%)	2.2	2.0	2.3	3.3	1.5	1.8	1.5	0.7	2.5	1.4	1.7	2.0	
全産業活動指数(2010=100)	101.1	101.1	101.7	102.8	102.5	102.5	102.4	102.6	101.7	102.5	102.0	102.5	
前期比%	-2.8	0.0	0.6	1.0	-0.3	-0.0	-0.1	0.2	-1.1	0.8	0.1	0.5	
鉱工業生産指数(2010=100)	98.8	97.4	98.2	99.7	98.3	97.1	97.6	97.7	98.5	97.6	99.0	98.1	
前期比%	-3.1	-1.3	0.8	1.6	-1.4	-1.2	0.6	0.0	-0.5	-0.9	2.1	-0.9	
第3次産業活動指数(2010=100)	101.2	101.7	102.2	103.3	103.1	103.3	103.3	103.5	102.1	103.3	102.3	103.2	
前期比%	-2.8	0.5	0.6	1.1	-0.2	0.2	0.0	0.2	-1.1	1.2	-0.4	0.9	
企業物価指数(2010=100)													
国内企業物価指数	106.0	106.5	105.1	103.4	103.7	102.7	101.3	100.8	105.3	102.1	105.1	102.8	
前年同期比%	4.4	4.0	2.5	0.5	-2.2	-3.6	-3.6	-2.4	2.8	-3.0	3.2	-2.3	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.3	103.5	103.4	102.7	103.4	103.4	103.4	102.8	103.2	103.2	102.7	103.2	
前年同期比%	3.3	3.2	2.7	2.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	2.8	0.0	2.6	0.5	
完全失業率(%)	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	3.4	3.2	3.2	3.6	3.3	3.6	3.4	
10年物国債利回り(%)	0.59	0.52	0.40	0.34	0.40	0.38	0.29	0.00	0.46	0.27	0.53	0.35	
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.2	3.0	3.5	3.5	3.9	4.0	3.4	3.6	3.3	3.7	3.4	3.7	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-8.4	-10.6	-7.4	0.3	-0.9	-2.8	0.5	0.5	-6.6	-0.6	-10.4	-0.6	
経常収支(季調済年率、億ドル)	313	193	931	1,299	1,390	1,195	1,499	1,623	722	1,427	250	1,375	
経常収支(季調済年率、兆円)	3.2	2.0	10.7	15.5	16.9	14.6	18.2	18.3	7.9	17.2	2.6	16.6	
対名目GDP比率(%)	0.7	0.4	2.2	3.1	3.4	2.9	3.6	3.7	1.6	3.4	0.5	3.3	
為替レート(¥/\$)	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	113.0	109.9	119.5	105.8	121.0	
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.3	138.4	132.6	140.3	133.7	

(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

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
名目国内総支出(兆円)	503.0	505.2	507.9	512.3	512.2	511.6	513.4	515.9	507.1	513.2	504.3	512.3	
前期比%	0.4	0.4	0.5	0.9	-0.0	-0.1	0.3	0.5					
前期比年率%	1.5	1.8	2.2	3.5	-0.1	-0.4	1.4	2.0					
前年同期比%	1.0	0.9	1.8	2.2	1.8	1.3	1.0	0.7	1.5	1.2	1.1	1.6	
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	529.9	531.5	533.5	537.1	531.7	531.4	532.8	534.8	533.1	532.7	531.0	533.3	
前期比%	0.2	0.3	0.4	0.7	-1.0	-0.1	0.3	0.4					
前期比年率%	1.0	1.2	1.5	2.7	-4.0	-0.2	1.0	1.5					
前年同期比%	0.4	0.4	1.3	1.6	0.3	-0.0	-0.2	-0.4	0.9	-0.1	0.5	0.4	
内需寄与度(前期比)	0.2	0.3	0.4	0.8	-1.5	-0.1	0.3	0.4	0.9	-0.5	0.5	0.3	
外需寄与度(前期比)	0.0	-0.0	-0.0	-0.2	0.5	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.4	0.0	0.1	
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.6	0.4	0.6	0.6	1.5	1.3	1.2	1.1	0.6	1.3	0.6	1.1	
全産業活動指数(2010=100)	102.9	103.5	104.4	106.2	105.2	105.2	105.8	106.6	104.2	105.7	103.3	105.6	
前期比%	0.3	0.6	0.9	1.8	-0.9	-0.1	0.5	0.8	1.7	1.4	0.8	2.2	
鉱工業生産指数(2010=100)	97.7	98.9	100.9	104.9	102.9	101.4	102.0	102.9	100.6	102.3	98.8	102.8	
前期比%	0.0	1.2	2.0	4.0	-1.9	-1.5	0.7	0.9	3.0	1.7	0.6	4.1	
第3次産業活動指数(2010=100)	103.9	104.4	105.0	106.3	105.6	105.9	106.4	107.2	104.9	106.2	104.2	106.0	
前期比%	0.3	0.4	0.6	1.2	-0.7	0.3	0.5	0.8	1.5	1.3	0.9	1.8	
企業物価指数(2010=100)													
国内企業物価指数	101.0	101.3	101.5	101.7	103.9	104.1	104.3	104.6	101.4	104.2	101.2	103.5	
前年同期比%	-2.6	-1.4	0.2	0.9	2.9	2.8	2.7	2.8	-0.7	2.8	-1.6	2.3	
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.3	103.7	104.0	103.8	105.5	105.9	106.3	106.1	103.7	106.0	103.4	105.4	
前年同期比%	-0.1	0.2	0.5	0.9	2.1	2.2	2.2	2.3	0.4	2.2	0.2	1.9	
完全失業率(%)	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2	3.1	3.2	3.1	
10年物国債利回り(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
マネーストック(M2、前年同期比%)	3.8	3.9	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	3.9	4.1	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	0.4	0.1	0.3	-0.6	1.5	1.6	1.6	1.4	0.0	1.5	0.3	1.0	
経常収支(季調済年率、億ドル)	1655	1657	1681	1608	1869	1903	1927	1929	1650	1907	1654	1827	
経常収支(季調済年率、兆円)	18.7	18.7	19.0	18.2	21.1	21.5	21.8	21.8	18.9	21.8	18.7	20.6	
対名目GDP比率(%)	3.7	3.7	3.7	3.5	4.1	4.2	4.2	4.2	3.7	4.3	3.7	4.0	
為替レート(¥/\$)	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	
(¥/Euro)	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	

(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。

(2-a) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
国内総支出	524.1	520.7	523.9	529.3	527.5	529.3	527.4	528.6	524.7	528.1	526.1	528.3	
前期比年率%	-7.9	-2.6	2.5	4.2	-1.4	1.3	-1.4	0.9					
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.7	0.5	-0.1	-1.0	0.7	-0.0	0.4	
国内需要	515.7	512.2	513.7	518.8	518.3	519.1	516.6	517.9	515.3	518.0	518.4	518.2	
前期比年率%	-11.2	-2.7	1.2	4.0	-0.3	0.6	-1.8	1.0					
前年同期比%	-0.3	-1.7	-1.9	-2.3	0.5	1.3	0.4	-0.1	-1.6	0.5	-0.0	-0.0	
民間需要	392.2	388.0	389.2	394.6	393.1	394.0	391.7	393.1	391.2	393.0	394.2	393.3	
前期比年率%	-13.7	-4.3	1.3	5.7	-1.6	1.0	-2.4	1.5					
前年同期比%	-0.3	-2.1	-2.5	-3.0	0.3	1.5	0.4	-0.4	-2.0	0.5	-0.1	-0.2	
民間最終消費支出	305.8	305.8	307.8	308.5	305.9	307.1	304.5	305.3	307.1	305.7	310.4	306.5	
前期比年率%	-18.4	-0.0	2.6	0.9	-3.3	1.5	-3.3	1.0					
前年同期比%	-2.5	-2.7	-2.1	-4.2	0.1	0.4	-1.1	-1.0	-2.9	-0.4	-0.9	-1.2	
民間住宅投資	13.9	12.9	12.8	13.1	13.4	13.6	13.4	13.3	13.1	13.4	13.7	13.4	
前期比年率%	-36.1	-25.6	-1.6	8.8	9.7	6.6	-4.8	-3.0					
前年同期比%	-2.1	-12.5	-15.6	-15.5	-3.3	5.8	4.7	1.9	-11.7	2.3	-5.3	-2.6	
民間企業設備投資	70.3	70.1	70.0	72.0	71.2	71.7	72.7	73.5	70.7	72.3	71.0	71.9	
前期比年率%	-15.2	-1.3	-0.2	11.9	-4.6	2.9	5.7	4.3					
前年同期比%	1.5	0.6	-0.2	-1.3	1.1	2.2	3.7	1.8	0.1	2.2	3.1	1.3	
民間在庫品増加	2.2	-0.7	-1.4	1.0	2.5	1.6	1.0	1.0	0.2	1.5	-0.9	1.5	
公的需要	123.5	124.2	124.5	124.1	125.3	125.0	125.0	124.8	124.1	125.0	124.3	124.8	
前期比年率%	-2.4	2.2	1.1	-1.3	3.7	-0.7	-0.1	-0.5					
前年同期比%	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	1.3	0.7	0.3	0.6	-0.3	0.7	0.2	0.5	
政府最終消費支出	101.8	102.1	102.4	102.7	103.1	103.3	103.9	103.9	102.3	103.6	102.2	103.3	
前期比年率%	-0.7	1.1	1.3	0.8	1.9	0.8	2.1	0.2					
前年同期比%	-0.3	-0.2	0.3	0.6	1.3	1.2	1.4	1.3	0.1	1.3	0.1	1.1	
公的固定資本形成	21.6	21.9	22.1	21.4	22.1	21.7	21.1	20.9	21.8	21.4	22.0	21.6	
前期比年率%	-10.0	5.3	2.7	-11.1	13.8	-7.6	-10.3	-3.8					
前年同期比%	-0.1	-2.6	-2.6	-4.2	2.0	-0.6	-4.1	-2.0	-2.6	-1.6	0.4	-2.2	
公的在庫品増加	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1	-0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	9.6	10.4	12.5	12.9	10.6	12.0	12.3	12.3	11.3	11.8	9.6	11.9	
財貨・サービスの輸出	88.8	90.1	92.9	94.9	90.5	92.9	92.1	92.3	91.7	91.9	90.1	92.6	
前期比年率%	0.3	6.0	13.3	8.6	-17.2	10.9	-3.4	1.0					
前年同期比%	5.5	7.5	11.2	7.1	1.8	3.0	-0.8	-2.8	7.8	0.2	8.3	2.7	
財貨・サービスの輸入	79.1	79.6	80.5	82.0	79.9	80.9	79.7	80.0	80.3	80.1	80.5	80.6	
前期比年率%	-16.0	2.5	4.3	7.7	-9.8	5.2	-5.6	1.4					
前年同期比%	5.9	5.0	3.5	-0.7	0.7	1.5	-0.7	-2.5	3.3	-0.3	7.2	0.2	

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

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

(注3) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(2-b) 実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
国内総支出	529.9	531.5	533.5	537.1	531.7	531.4	532.8	534.8	533.1	532.7	531.0	533.3	
前期比年率%	1.0	1.2	1.5	2.7	-4.0	-0.2	1.0	1.5					
前年同期比%	0.4	0.4	1.3	1.6	0.3	-0.0	-0.2	-0.4	0.9	-0.1	0.5	0.4	
国内需要	519.1	520.9	522.9	527.4	519.1	518.8	520.2	522.4	522.7	520.2	520.3	521.5	
前期比年率%	0.9	1.4	1.6	3.5	-6.1	-0.3	1.1	1.7					
前年同期比%	0.2	0.4	1.2	1.9	0.0	-0.4	-0.6	-1.0	0.9	-0.5	0.4	0.2	
民間需要	394.1	395.8	397.8	402.3	394.4	394.2	395.6	397.8	397.6	395.5	395.2	396.6	
前期比年率%	1.1	1.7	2.0	4.6	-7.6	-0.2	1.5	2.2					
前年同期比%	0.2	0.5	1.6	2.5	0.0	-0.4	-0.6	-1.1	1.2	-0.5	0.5	0.4	
民間最終消費支出	305.7	306.4	307.7	312.4	304.5	304.2	305.5	306.6	308.1	305.3	306.3	306.7	
前期比年率%	0.5	1.0	1.7	6.1	-9.6	-0.5	1.8	1.4					
前年同期比%	-0.1	-0.2	1.1	2.3	-0.4	-0.8	-0.7	-1.8	0.8	-0.9	-0.1	0.1	
民間住宅投資	13.4	13.7	13.9	14.1	13.1	12.6	12.4	12.5	13.8	12.6	13.6	13.0	
前期比年率%	3.1	7.8	6.6	5.1	-25.7	-12.9	-5.9	1.0					
前年同期比%	0.3	0.6	3.6	5.6	-2.7	-7.7	-10.6	-11.4	2.6	-8.3	1.6	-4.1	
民間企業設備投資	74.0	74.7	75.6	77.1	76.1	75.9	76.2	77.2	75.4	76.3	74.4	76.3	
前期比年率%	3.0	3.8	5.1	7.7	-5.1	-0.9	1.4	5.5					
前年同期比%	4.1	4.3	4.1	5.0	2.7	1.5	0.6	0.1	4.4	1.2	3.5	2.6	
民間在庫品増加	1.0	1.0	0.5	-1.2	0.7	1.5	1.5	1.5	0.3	1.3	0.8	0.6	
公的需要	125.0	125.1	125.1	125.1	124.8	124.6	124.5	124.7	125.1	124.7	125.1	124.8	
前期比年率%	0.4	0.3	0.3	-0.1	-1.2	-0.5	-0.2	0.4					
前年同期比%	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.7	-0.5	0.1	-0.4	0.2	-0.2	
政府最終消費支出	104.2	104.3	104.5	104.7	104.9	105.2	105.4	105.7	104.5	105.3	104.3	105.1	
前期比年率%	1.0	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	0.9	1.0					
前年同期比%	1.0	1.0	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	0.8	
公的固定資本形成	20.8	20.7	20.6	20.4	19.8	19.4	19.1	19.0	20.6	19.3	20.8	19.7	
前期比年率%	-2.6	-1.2	-1.9	-3.8	-10.8	-8.0	-6.4	-2.9					
前年同期比%	-6.0	-4.7	-2.5	-2.6	-4.6	-6.1	-7.2	-7.0	-3.7	-6.4	-3.5	-5.1	
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	12.4	12.2	12.1	11.3	14.1	14.2	14.2	13.9	12.0	14.1	12.2	13.4	
財貨・サービスの輸出	92.9	93.8	94.8	96.0	96.7	97.4	98.1	98.6	94.4	97.7	93.5	97.0	
前期比年率%	2.7	3.8	4.5	4.9	3.1	3.0	2.7	2.2					
前年同期比%	2.8	1.0	3.0	4.0	4.0	3.9	3.5	2.8	2.7	3.5	1.0	3.8	
財貨・サービスの輸入	80.6	81.6	82.7	84.7	82.6	83.2	83.9	84.7	82.4	83.6	81.2	83.6	
前期比年率%	2.7	5.3	5.5	10.1	-9.6	3.1	3.4	3.8					
前年同期比%	0.9	0.9	3.6	5.9	2.5	2.0	1.5	-0.0	2.9	1.5	0.7	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)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
国内総支出	487.4	484.0	488.6	497.9	497.8	500.9	499.4	501.1	489.6	499.6	486.9	498.9	
前期比年率%	-0.1	-2.8	3.9	7.9	-0.1	2.5	-1.2	1.4					
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.1	3.5	2.0	0.6	1.5	2.0	1.6	2.5	
国内需要	501.3	498.0	500.4	503.7	503.7	505.0	502.7	504.5	501.0	503.9	502.1	503.7	
前期比年率%	-5.3	-2.6	1.9	2.7	-0.0	1.0	-1.8	1.5					
前年同期比%	2.4	0.6	0.1	-0.9	0.5	1.4	0.3	0.2	0.5	0.6	1.9	0.3	
民間需要	377.5	373.2	375.1	378.8	378.2	379.6	377.2	379.0	376.2	378.5	377.8	378.4	
前期比年率%	-7.6	-4.4	2.0	4.0	-0.7	1.5	-2.5	2.0					
前年同期比%	2.4	0.2	-0.6	-1.6	0.3	1.7	0.4	0.1	0.1	0.6	1.8	0.2	
民間最終消費支出	292.2	292.5	294.4	293.7	291.7	293.1	290.8	291.8	293.2	291.9	295.4	292.3	
前期比年率%	-12.7	0.5	2.7	-1.0	-2.6	1.9	-3.1	1.4					
前年同期比%	0.2	-0.3	-0.2	-2.9	-0.0	0.1	-1.3	-0.6	-0.8	-0.5	1.1	-1.0	
民間住宅投資	15.2	14.1	14.1	14.4	14.7	14.9	14.8	14.7	14.4	14.8	15.0	14.7	
前期比年率%	-28.7	-26.3	-1.0	9.9	8.2	6.8	-3.3	-2.0					
前年同期比%	2.7	-9.0	-13.1	-13.0	-3.4	5.9	5.1	2.2	-8.5	2.5	-2.0	-1.7	
民間企業設備投資	67.6	67.6	67.9	70.0	69.3	69.9	70.8	71.6	68.4	70.4	68.4	70.0	
前期比年率%	-13.2	-0.0	2.0	12.5	-3.7	3.7	4.7	5.1					
前年同期比%	3.0	2.0	1.4	0.2	2.3	3.3	4.0	2.2	1.6	2.9	4.5	2.4	
民間在庫品増加	2.5	-1.0	-1.4	0.8	2.4	1.6	0.8	0.8	0.2	1.4	-1.0	1.4	
公的需要	123.8	124.8	125.3	124.9	125.5	125.4	125.5	125.5	124.7	125.4	124.3	125.3	
前期比年率%	2.3	3.3	1.6	-1.2	2.0	-0.5	0.4	0.0					
前年同期比%	2.1	2.1	2.1	1.3	1.3	0.5	0.1	0.4	1.9	0.6	2.2	0.8	
政府最終消費支出	100.4	100.8	101.2	101.5	101.4	101.8	102.4	102.5	101.0	102.0	100.4	101.8	
前期比年率%	4.0	1.6	1.7	1.0	-0.1	1.2	2.4	0.6					
前年同期比%	1.9	1.9	2.7	2.1	1.1	0.9	1.1	1.0	2.2	1.0	1.7	1.3	
公的固定資本形成	23.4	23.8	24.0	23.3	24.1	23.6	23.1	22.9	23.7	23.4	23.8	23.5	
前期比年率%	-4.6	8.1	3.6	-11.1	12.8	-7.0	-8.7	-2.6					
前年同期比%	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-3.9	-1.4	0.4	-1.1	3.4	-1.3	
公的在庫品増加	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	
財貨・サービスの純輸出	-13.8	-14.1	-11.8	-5.8	-5.9	-4.1	-3.3	-3.4	-11.3	-4.2	-15.1	-4.8	
財貨・サービスの輸出	83.5	86.3	92.0	91.3	87.9	90.4	87.4	87.7	88.4	88.4	86.4	89.3	
前期比年率%	-0.3	14.0	29.4	-3.1	-14.1	11.7	-12.5	1.5					
前年同期比%	6.6	9.6	16.3	9.3	4.9	4.7	-4.8	-3.9	10.5	0.0	11.4	3.3	
財貨・サービスの輸入	97.4	100.4	103.8	97.1	93.8	94.5	90.7	91.1	99.7	92.6	101.5	94.1	
前期比年率%	-23.8	12.9	14.5	-23.5	-12.8	2.6	-15.1	1.9					
前年同期比%	8.6	8.7	6.9	-7.1	-3.8	-5.8	-12.4	-6.1	3.9	-7.1	11.4	-7.4	

(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)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
国内総支出	503.0	505.2	507.9	512.3	512.2	511.6	513.4	515.9	507.1	513.2	504.3	512.3	
前期比年率%	1.5	1.8	2.2	3.5	-0.1	-0.4	1.4	2.0					
前年同期比%	1.0	0.9	1.8	2.2	1.8	1.3	1.0	0.7	1.5	1.2	1.1	1.6	
国内需要	506.3	508.8	511.7	517.1	513.6	513.0	514.8	517.6	511.1	514.7	507.8	514.6	
前期比年率%	1.5	2.0	2.3	4.3	-2.6	-0.5	1.4	2.2					
前年同期比%	0.5	0.8	1.8	2.6	1.5	0.8	0.5	0.1	1.4	0.7	0.8	1.3	
民間需要	380.6	382.8	385.4	390.6	386.5	385.9	387.7	390.2	384.9	387.6	381.9	387.7	
前期比年率%	1.6	2.3	2.7	5.6	-4.1	-0.6	1.8	2.6					
前年同期比%	0.5	0.8	2.2	3.3	1.5	0.8	0.5	-0.1	1.7	0.7	0.9	1.5	
民間最終消費支出	292.5	293.5	295.1	299.8	295.8	295.1	296.6	297.8	295.2	296.4	293.3	296.9	
前期比年率%	0.9	1.4	2.1	6.6	-5.2	-0.9	2.0	1.6					
前年同期比%	0.2	0.2	1.5	2.7	1.2	0.5	0.5	-0.6	1.1	0.4	0.3	1.2	
民間住宅投資	14.9	15.2	15.5	15.7	14.9	14.4	14.2	14.2	15.3	14.4	15.1	14.8	
前期比年率%	4.2	9.0	7.8	6.2	-19.2	-13.3	-6.0	1.9					
前年同期比%	1.3	1.8	4.8	6.8	0.2	-5.4	-8.6	-9.5	3.7	-6.0	2.6	-2.0	
民間企業設備投資	72.4	73.2	74.4	76.1	75.2	75.2	75.6	76.9	74.1	75.8	72.8	75.5	
前期比年率%	4.0	4.9	6.5	9.3	-4.2	-0.2	2.4	6.9					
前年同期比%	4.5	4.8	5.2	6.3	4.0	2.7	1.7	1.1	5.2	2.3	4.1	3.7	
民間在庫品増加	0.8	0.8	0.4	-1.0	0.6	1.2	1.2	1.2	0.2	1.0	0.7	0.5	
公的需要	125.8	126.0	126.3	126.4	127.1	127.1	127.1	127.4	126.1	127.1	125.9	127.0	
前期比年率%	0.9	0.9	0.8	0.4	2.1	-0.0	0.2	0.9					
前年同期比%	0.5	0.5	0.6	0.7	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6	0.8	0.5	0.8	
政府最終消費支出	102.9	103.1	103.4	103.7	104.8	105.1	105.5	105.9	103.3	105.3	103.0	104.8	
前期比年率%	1.4	1.0	1.1	1.1	4.2	1.4	1.3	1.4					
前年同期比%	1.4	1.4	1.0	1.2	1.8	1.9	2.0	2.1	1.2	2.0	1.2	1.7	
公的固定資本形成	22.9	22.9	22.8	22.7	22.3	21.9	21.6	21.5	22.8	21.8	22.9	22.2	
前期比年率%	-1.4	0.2	-0.5	-2.4	-7.2	-6.6	-5.0	-1.5					
前年同期比%	-4.9	-3.4	-1.1	-1.2	-2.6	-4.1	-5.3	-5.0	-2.4	-4.5	-2.5	-3.3	
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	-3.3	-3.6	-3.7	-4.8	-1.4	-1.4	-1.4	-1.7	-3.9	-1.5	-3.5	-2.3	
財貨・サービスの輸出	88.6	89.7	91.0	92.5	93.6	94.6	95.6	96.5	90.5	95.1	89.3	94.1	
前期比年率%	3.8	5.2	5.9	6.7	5.0	4.4	4.2	3.7					
前年同期比%	0.9	-0.8	4.0	5.4	5.6	5.5	5.1	4.3	2.4	5.1	0.0	5.4	
財貨・サービスの輸入	91.9	93.3	94.7	97.2	95.0	96.0	97.0	98.2	94.3	96.6	92.8	96.4	
前期比年率%	3.5	6.0	6.3	11.1	-8.7	4.0	4.4	4.9					
前年同期比%	-2.0	-1.3	4.3	6.7	3.4	3.0	2.5	1.0	1.9	2.4	-1.3	3.9	

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2005暦年=100)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
国内総支出	93.0	92.9	93.3	94.1	94.4	94.6	94.7	94.8	93.3	94.6	92.6	94.4	
前期比%	2.1	-0.1	0.3	0.9	0.3	0.3	0.1	0.1					
前年同期比%	2.2	2.0	2.3	3.3	1.5	1.8	1.5	0.7	2.5	1.4	1.7	2.0	
民間最終消費支出	95.5	95.6	95.7	95.2	95.4	95.5	95.5	95.6	95.5	95.5	95.2	95.4	
前期比%	1.7	0.1	0.0	-0.5	0.2	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	2.7	2.5	2.0	1.3	-0.1	-0.2	-0.2	0.4	2.1	-0.0	2.0	0.2	
民間住宅投資	109.9	109.7	109.8	110.1	109.7	109.8	110.2	110.5	109.9	110.1	109.0	110.0	
前期比%	2.8	-0.2	0.1	0.3	-0.3	0.0	0.4	0.3					
前年同期比%	4.9	3.9	2.9	2.9	-0.1	0.1	0.3	0.4	3.6	0.2	3.5	0.9	
民間企業設備投資	96.2	96.5	97.0	97.1	97.4	97.5	97.3	97.5	96.7	97.4	96.3	97.3	
前期比%	0.6	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	-0.2	0.2					
前年同期比%	1.4	1.4	1.6	1.6	1.2	1.1	0.3	0.4	1.5	0.7	1.3	1.1	
政府最終消費支出	98.5	98.7	98.8	98.8	98.4	98.5	98.5	98.6	98.7	98.4	98.3	98.5	
前期比%	1.2	0.1	0.1	0.0	-0.5	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	2.1	2.1	2.4	1.5	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	2.0	-0.2	1.6	0.2	
公的固定資本形成	108.0	108.7	108.9	109.0	108.7	108.9	109.4	109.7	108.7	109.2	107.9	109.0	
前期比%	1.5	0.7	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.3					
前年同期比%	3.9	3.9	2.7	2.4	0.8	0.2	0.2	0.6	3.1	0.4	3.0	1.0	
財貨・サービスの輸出	94.1	95.8	99.1	96.3	97.1	97.3	95.0	95.1	96.4	96.2	95.9	96.5	
前期比%	-0.2	1.8	3.4	-2.8	0.9	0.2	-2.4	0.1					
前年同期比%	1.0	1.9	4.6	2.1	3.1	1.6	-4.0	-1.2	2.4	-0.2	2.8	0.6	
財貨・サービスの輸入	123.1	126.0	129.0	118.5	117.5	116.8	113.7	113.9	124.1	115.6	126.2	116.7	
前期比%	-2.4	2.4	2.4	-8.2	-0.8	-0.6	-2.6	0.1					
前年同期比%	2.6	3.5	3.3	-6.4	-4.5	-7.2	-11.8	-3.7	0.6	-6.9	3.9	-7.5	

(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。

(4-b) デフレーター (2005暦年=100)

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
国内総支出	94.9	95.1	95.2	95.4	96.3	96.3	96.4	96.5	95.1	96.3	95.0	96.1	
前期比%	0.1	0.1	0.2	0.2	1.0	-0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.6	0.4	0.6	0.6	1.5	1.3	1.2	1.1	0.6	1.3	0.6	1.1	
民間最終消費支出	95.7	95.8	95.9	96.0	97.1	97.0	97.1	97.1	95.8	97.1	95.7	96.8	
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	1.2	-0.1	0.1	0.0					
前年同期比%	0.3	0.4	0.4	0.4	1.5	1.3	1.3	1.2	0.4	1.3	0.4	1.1	
民間住宅投資	110.8	111.1	111.4	111.7	114.1	114.0	113.9	114.2	111.3	114.0	111.0	113.4	
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	2.1	-0.1	-0.0	0.2					
前年同期比%	1.0	1.2	1.1	1.1	3.0	2.6	2.2	2.2	1.1	2.5	0.9	2.2	
民間企業設備投資	97.7	98.0	98.3	98.7	98.9	99.1	99.3	99.7	98.2	99.3	97.9	99.0	
前期比%	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	0.4	0.5	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0.8	1.1	0.6	1.1	
政府最終消費支出	98.7	98.8	98.9	99.0	99.9	100.0	100.1	100.2	98.8	100.0	98.8	99.7	
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	1.1	1.1	1.1	0.4	1.1	0.2	1.0	
公的固定資本形成	110.0	110.4	110.8	111.2	112.3	112.7	113.1	113.5	110.7	113.0	110.2	112.3	
前期比%	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0	0.4	0.4	0.4					
前年同期比%	1.2	1.4	1.4	1.4	2.1	2.1	2.1	2.1	1.4	2.1	1.1	1.9	
財貨・サービスの輸出	95.3	95.6	96.0	96.4	96.8	97.1	97.5	97.8	95.9	97.3	95.5	97.0	
前期比%	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4					
前年同期比%	-1.8	-1.8	1.0	1.3	1.5	1.6	1.6	1.5	-0.3	1.5	-1.0	1.5	
財貨・サービスの輸入	114.1	114.3	114.5	114.8	115.1	115.3	115.6	115.9	114.5	115.6	114.3	115.3	
前期比%	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	-2.9	-2.2	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	-0.9	1.0	-2.1	0.9	

(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

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-2.0	-0.6	0.6	1.0	-0.3	0.3	-0.4	0.2	-1.0	0.7	-0.0	0.4	
国内需要	-2.9	-0.8	0.3	1.0	-0.0	0.1	-0.5	0.2	-1.6	0.5	-0.0	-0.0	
民間需要	-2.7	-0.9	0.2	1.1	-0.3	0.2	-0.5	0.3	-1.5	0.3	-0.1	-0.1	
民間最終消費支出	-3.1	-0.0	0.4	0.1	-0.5	0.2	-0.5	0.1	-1.8	-0.3	-0.5	-0.8	
民間住宅投資	-0.4	-0.2	-0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	
民間企業設備投資	-0.6	-0.0	-0.0	0.4	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.3	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.3	-0.7	-0.2	0.5	0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.6	0.2	0.2	0.5	
公的需要	-0.2	0.2	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	
公的固定資本形成	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
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	0.9	0.1	0.3	0.0	-0.3	0.2	0.1	-0.0	0.6	0.1	0.0	0.4	
財貨・サービスの輸出	0.0	0.3	0.6	0.4	-0.9	0.5	-0.2	0.0	1.3	0.0	1.3	0.5	
財貨・サービスの輸入	0.9	-0.1	-0.2	-0.4	0.5	-0.3	0.3	-0.1	-0.7	0.0	-1.4	0.0	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.7	0.5	-0.1	-1.0	0.7	-0.0	0.4	
国内需要	-0.2	-1.7	-2.0	-2.4	0.5	1.4	0.5	-0.1	-1.6	0.5	-0.0	-0.0	
民間需要	-0.1	-1.7	-1.9	-2.3	0.2	1.2	0.4	-0.3	-1.5	0.3	-0.1	-0.1	
民間最終消費支出	-1.5	-1.7	-1.3	-2.5	0.1	0.2	-0.7	-0.6	-1.8	-0.3	-0.5	-0.8	
民間住宅投資	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.0	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	
民間企業設備投資	0.2	0.1	-0.0	-0.2	0.1	0.3	0.5	0.3	0.0	0.3	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.3	0.4	-0.1	1.0	0.1	0.6	0.5	-0.0	0.6	0.2	0.2	0.5	
公的需要	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	-0.1	-0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	
公的固定資本形成	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	
公的在庫品増加	0.0	0.1	-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	0.3	1.1	1.3	0.2	0.2	-0.0	-0.1	0.6	0.1	0.0	0.4	
財貨・サービスの輸出	0.9	1.2	1.8	1.2	0.3	0.6	-0.2	-0.5	1.3	0.0	1.3	0.5	
財貨・サービスの輸入	-1.1	-1.0	-0.7	0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.4	-0.7	0.0	-1.4	0.0	

(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

	2016			2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (予)	
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.2	0.3	0.4	0.7	-1.0	-0.1	0.3	0.4	0.9	-0.1	0.5	0.4	
国内需要	0.2	0.3	0.4	0.8	-1.5	-0.1	0.3	0.4	0.9	-0.5	0.5	0.3	
民間需要	0.2	0.3	0.4	0.8	-1.5	-0.0	0.3	0.4	0.9	-0.4	0.4	0.4	
民間最終消費支出	0.1	0.1	0.2	0.9	-1.5	-0.1	0.3	0.2	0.5	-0.5	-0.0	0.1	
民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	-0.1	
民間企業設備投資	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	-0.0	0.0	0.2	0.6	0.2	0.5	0.4	
民間在庫品増加	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.4	0.2	0.0	0.0	-0.2	0.2	-0.1	-0.0	
公的需要	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	0.0	-0.0	-0.0	-0.2	0.5	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.4	0.0	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.6	0.2	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	-0.5	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	0.4	0.4	1.3	1.6	0.3	-0.0	-0.2	-0.4	0.9	-0.1	0.5	0.4	
国内需要	0.2	0.4	1.2	1.9	0.0	-0.4	-0.6	-1.0	0.9	-0.5	0.5	0.3	
民間需要	0.1	0.4	1.2	1.8	0.0	-0.3	-0.4	-0.8	0.9	-0.4	0.4	0.4	
民間最終消費支出	-0.1	-0.1	0.6	1.3	-0.2	-0.4	-0.4	-1.1	0.5	-0.5	-0.0	0.1	
民間住宅投資	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	-0.2	0.0	-0.1	
民間企業設備投資	0.5	0.6	0.5	0.8	0.4	0.2	0.1	0.0	0.6	0.2	0.5	0.4	
民間在庫品増加	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.5	-0.2	0.2	-0.1	-0.0	
公的需要	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
公的固定資本形成	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	
財貨・サービスの純輸出	0.3	0.0	-0.0	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.0	0.4	0.0	0.1	
財貨・サービスの輸出	0.5	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.2	0.7	
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	-0.5	-0.9	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	-0.4	-0.2	-0.1	-0.5	

(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

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2014	2015 (予)	2014	2015	
1. 世界経済													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	3.3	3.4	3.2	3.4	3.0	2.8	2.7	2.9	3.4	2.9	3.3	3.0	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	103.0	97.2	73.2	48.6	57.8	46.5	42.2	30.0	80.5	44.1	92.9	48.8	
前年同期比%	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	-43.9	-52.2	-42.4	-38.2	-18.7	-45.2	-5.2	-47.5	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	15,902	16,069	16,151	16,177	16,334	16,414	16,442	16,552	16,075	16,435	15,962	16,342	
前期比年率%	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.7	2.7					
前年同期比%	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.1	1.8	2.3	2.7	2.2	2.4	2.4	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	236.8	237.3	237.1	235.4	236.8	237.6	238.1	238.2	236.7	237.7	236.7	237.0	
前期比年率%	1.9	0.9	-0.3	-2.9	2.4	1.4	0.8	0.1					
前年同期比%	2.1	1.8	1.2	-0.1	-0.0	0.1	0.5	1.2	1.3	0.4	1.6	0.1	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	110.9	111.3	111.1	109.8	110.0	110.2	109.7	109.8	110.8	109.9	110.9	109.9	
前期比年率%	2.2	1.2	-0.7	-4.6	1.0	0.6	-1.8	0.3					
前年同期比%	1.9	1.8	1.2	-0.5	-0.8	-0.9	-1.2	0.0	1.1	-0.7	1.6	-0.9	
FFレート (期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.50	0.25	0.50	
10年物国債利回り (%)	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.22	2.19	2.10	2.34	2.17	2.54	2.14	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	100.4	100.8	101.2	101.5	101.4	101.8	102.4	102.5	101.0	102.0	100.4	101.8	
前期比年率%	4.0	1.6	1.7	1.0	-0.1	1.2	2.4	0.6					
前年同期比%	1.9	1.9	2.7	2.1	1.1	0.9	1.1	1.0	2.2	1.0	1.7	1.3	
名目公的固定資本形成 (兆円)	23.4	23.8	24.0	23.3	24.1	23.6	23.1	22.9	23.7	23.4	23.8	23.5	
前期比年率%	-4.6	8.1	3.6	-11.1	12.8	-7.0	-8.7	-2.6					
前年同期比%	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-3.9	-1.4	0.4	-1.1	3.4	-1.3	
為替レート (¥/\$)	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	113.0	109.9	119.5	105.8	121.0	
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.3	138.4	132.6	140.3	133.7	

(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

	2016		2017			2018			年度		暦年	
	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	2016 (予)	2017 (予)	2016 (予)	2017 (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	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	3.3
原油価格 (WTI、\$/bbl)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
前年同期比%	-48.1	-35.5	-28.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-32.0	0.0	-38.5	0.0
2. 米国経済												
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	16,665	16,782	16,894	16,990	17,077	17,171	17,272	17,370	16,833	17,222	16,723	17,128
前期比年率%	2.8	2.8	2.7	2.3	2.0	2.2	2.4	2.3				
前年同期比%	2.0	2.2	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2	2.4	2.3	2.3	2.4
消費者物価指数 (1982-1984=100)	239.2	240.4	241.5	242.6	243.9	245.4	246.8	248.2	241.0	246.1	239.8	244.7
前期比年率%	1.7	2.1	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	2.4				
前年同期比%	1.0	1.2	1.4	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	1.4	2.1	1.2	2.0
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	110.2	110.7	111.2	111.6	112.2	112.8	113.3	113.9	110.9	113.1	110.5	112.5
前期比年率%	1.6	1.9	1.7	1.7	1.9	2.2	2.0	2.1				
前年同期比%	0.2	0.5	1.3	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	0.9	1.9	0.5	1.8
FFレート (期末、%)	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	1.25	2.25	1.00	2.00
10年物国債利回り (%)	2.41	2.44	2.52	2.68	2.86	3.04	3.22	3.42	2.51	3.13	2.37	2.95
3. 日本経済												
名目政府最終消費支出 (兆円)	102.9	103.1	103.4	103.7	104.8	105.1	105.5	105.9	103.3	105.3	103.0	104.8
前期比年率%	1.4	1.0	1.1	1.1	4.2	1.4	1.3	1.4				
前年同期比%	1.4	1.4	1.0	1.2	1.8	1.9	2.0	2.1	1.2	2.0	1.2	1.7
名目公的固定資本形成 (兆円)	22.9	22.9	22.8	22.7	22.3	21.9	21.6	21.5	22.8	21.8	22.9	22.2
前期比年率%	-1.4	0.2	-0.5	-2.4	-7.2	-6.6	-5.0	-1.5				
前年同期比%	-4.9	-3.4	-1.1	-1.2	-2.6	-4.1	-5.3	-5.0	-2.4	-4.5	-2.5	-3.3
為替レート (¥/\$)	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0	113.0
(¥/Euro)	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3	128.3

(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。