

2016 年 5 月 24 日 全 61 頁

第 189 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 189 回日本経済予測

海外発の景気下振れリスクは残存

～①消費停滞、②消費増税再延期の影響、③マイナス金利を検証～

実質 GDP：2016 年度+0.8%、2017 年度▲0.1%

名目 GDP：2016 年度+1.4%、2017 年度+1.1%

第 189 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **海外発の景気下振れリスクは残存**: 2016 年 1-3 月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2016 年度が前年度比 +0.8% (前回: 同 +0.9%)、2017 年度が同 ▲0.1% (同: 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実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行、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。なお、本予測では、2017 年 4 月の消費増税実施をメインシナリオに据えつつも、増税を先送りした場合の日本経済の見通しについても提示している。
- (2) **停滞が続く個人消費の活性化に向けた課題**: 足下で停滞が続く個人消費を回復軌道へと戻すことは、現在の日本経済における最重要課題の一つであると言っても過言ではない。そこで、アベノミクス以降の個人消費の動向を精査したうえで、「年齢階級別」、「年収階級別」という視点から、先行きの個人消費を活性化させるための処方箋について検討した。定量分析の結果を踏まえると、アベノミクス以降、個人消費の盛り上がりに欠けた「若年層」、「低所得者層」に対する所得支援策の発動は、経済面でのプラス効果という観点からも基本的に支持されよう。ただし、中長期的に「若年層」の消費支出を促すには、労働市場改革などを通じた雇用・所得環境の改善が不可欠である。
- (3) **消費増税を再度延期すると何が起きるのか?**: 世界経済の停滞や熊本地震の発生を受け、消費増税を再度延期する可能性が生じていることから、当社のマクロモデルを用いて、消費増税の短期的な景気への影響と中長期的な財政への影響を定量的に試算した。増税延期による経済成長を梃子に財政再建を行うという考え方は、当試算に照らすと説得力に乏しい。短期的な景気動向に一定の配慮を払う必要はあるものの、財政再建を通じて中長期的に持続可能な経済成長の基盤を整備するという観点からは、万全の景気対策を講じたうえで、消費増税は予定通り行うことが望ましい。
- (4) **日銀によるマイナス金利政策の効果を阻害する 3 つの障害**: 日銀が 1 月にマイナス金利の導入を決定したものの、政策効果として期待された、日本経済の好循環シナリオは未だ起動していない。その理由としては、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、という 3 つの障害が発生していることが挙げられる。しかし、上記①に関しては、日本政府および日銀だけでグローバルな金融市場の混乱を沈静化させることは至難の業である。他方、②・③は政策対応次第で改善することが可能だ。成長戦略を着実に実施し、日本の期待成長率を引き上げることができれば、企業の設備投資マインドの改善が期待できる。また、持続可能な社会保障制度を構築するなど家計の将来不安を取り除くことにより、個人消費を活性化させることもできよう。
- (5) **日本経済のリスク要因**: 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「リスクオフ(円高・株安)」、④イギリスの EU からの離脱やギリシャ不安、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 6 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 16 年度 +0.5%、17 年度 ▲5.4% と想定。17 年 4 月に消費税率を引き上げ。
- (2) 為替レートは 16 年度 109.0 円/ドル、17 年度 109.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率(暦年)は 16 年 +1.8%、17 年 +2.3% とした。

第189回日本経済予測（2016年5月24日）

消費増税あり（メインシナリオ）

	2015年度	2016年度	2017年度	2015暦年	2016暦年	2017暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.2	1.4	1.1	2.5	1.1	1.6
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	0.8	0.8	-0.1	0.6	0.4	0.5
内需寄与度	0.6	0.7	-0.6	0.1	0.2	0.3
外需寄与度	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2
GDPデフレーター	1.4	0.6	1.2	2.0	0.7	1.0
全産業活動指数上昇率	0.7	0.6	-0.2	0.4	-0.1	0.8
鉱工業生産指数上昇率	-1.4	0.2	-0.4	-1.2	-1.4	1.0
第3次産業活動指数上昇率	1.3	0.8	-0.1	0.9	0.3	0.8
国内企業物価上昇率	-3.2	-1.1	2.8	-2.3	-2.3	2.4
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.0	0.2	1.9	0.5	-0.0	1.6
失業率	3.3	3.2	3.1	3.4	3.2	3.1
10年物国債利回り	0.26	-0.10	-0.10	0.35	-0.08	-0.10
マネースtock（M2）増加率	3.6	4.0	4.1	3.7	3.8	4.1
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	0.6	3.4	5.9	-0.6	3.7	4.9
経常収支（億ドル）	1478	1854	2241	1356	1832	2105
経常収支（兆円）	17.7	20.2	24.4	16.4	20.2	22.9
対名目GDP比率	3.5	4.0	4.8	3.3	4.0	4.5
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	-0.3 (-0.2)	0.6 (0.4)	-1.4 (-0.8)	-1.2 (-0.7)	-0.1 (-0.0)	-0.2 (-0.1)
民間住宅投資	2.4 (0.1)	2.2 (0.1)	-4.8 (-0.1)	-2.5 (-0.1)	1.3 (0.0)	-1.6 (-0.0)
民間設備投資	1.6 (0.2)	1.4 (0.2)	0.4 (0.1)	1.5 (0.2)	-0.2 (-0.0)	2.3 (0.3)
政府最終消費	1.6 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.2 (0.3)	1.8 (0.4)	1.4 (0.3)
公共投資	-2.2 (-0.1)	0.3 (0.0)	-6.0 (-0.2)	-2.5 (-0.1)	-1.2 (-0.1)	-3.3 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	0.4 (0.1)	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	2.8 (0.5)	0.7 (0.1)	3.3 (0.6)
財貨・サービスの輸入	-0.1 (0.0)	1.3 (-0.2)	1.0 (-0.2)	0.3 (-0.1)	-0.4 (0.1)	2.2 (-0.4)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.8	2.8	3.1	3.0	2.7	3.0
原油価格（WTI、\$/bbl）	45.0	45.0	45.0	48.8	42.2	45.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.2	1.9	2.3	2.4	1.8	2.3
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.5	2.1	0.1	1.2	2.1
(3) 日本経済						
名目公共投資	-2.2	0.5	-5.4	-1.6	-1.4	-2.6
為替レート（円/ドル）	120.1	109.0	109.0	121.0	110.6	109.0
（円/ユーロ）	132.5	124.5	125.0	133.7	125.2	125.0

(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 (5月24日)		前回予測 (3月8日)		前回との差	
	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.4	1.1	1.4	1.2	-0.1	-0.1
実質GDP成長率(2005暦年連鎖価格)	0.8	-0.1	0.9	-0.1	-0.1	0.0
内需寄与度	0.7	-0.6	0.9	-0.5	-0.2	-0.1
外需寄与度	0.2	0.5	0.0	0.4	0.1	0.1
GDPデフレーター	0.6	1.2	0.5	1.3	0.0	-0.1
全産業活動指数上昇率	0.6	-0.2	1.6	1.4	-1.0	-1.6
鉱工業生産指数上昇率	0.2	-0.4	2.3	1.7	-2.0	-2.1
第3次産業活動指数上昇率	0.8	-0.1	1.5	1.3	-0.8	-1.4
国内企業物価上昇率	-1.1	2.8	-0.6	2.8	-0.5	0.0
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.2	1.9	0.2	2.0	-0.0	-0.1
失業率	3.2	3.1	3.2	3.1	0.0	0.0
10年物国債利回り	-0.10	-0.10	0.00	0.00	-0.10	-0.10
マネースtock(M2)増加率	4.0	4.1	4.0	4.1	-0.0	0.0
国際収支統計						
貿易収支(兆円)	3.4	5.9	0.8	1.9	2.6	4.0
経常収支(億ドル)	1854	2241	1754	1965	100	276
経常収支(兆円)	20.2	24.4	19.7	22.1	0.5	2.3
対名目GDP比率	4.0	4.8	3.9	4.3	0.1	0.5
2. 実質GDP成長率の内訳 (2005暦年連鎖価格)						
民間消費	0.6	-1.4	0.8	-0.9	-0.1	-0.5
民間住宅投資	2.2	-4.8	2.6	-8.3	-0.4	3.5
民間設備投資	1.4	0.4	4.5	1.2	-3.1	-0.7
政府最終消費	1.5	1.5	0.9	0.8	0.6	0.7
公共投資	0.3	-6.0	-4.0	-6.4	4.3	0.4
財貨・サービスの輸出	2.0	3.8	2.7	3.5	-0.7	0.2
財貨・サービスの輸入	1.3	1.0	2.9	1.5	-1.6	-0.4
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	2.8	3.1	3.1	3.3	-0.3	-0.2
原油価格(WTI、\$/bbl)	45.0	45.0	35.0	35.0	10.0	10.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率(2009暦年連鎖価格)	1.9	2.3	2.2	2.4	-0.3	-0.0
米国の消費者物価上昇率	1.5	2.1	1.6	2.3	-0.1	-0.2
(3) 日本経済						
名目公共投資	0.5	-5.4	-2.8	-4.5	3.3	-0.9
為替レート(円/ドル)	109.0	109.0	113.0	113.0	-4.0	-4.0
(円/ユーロ)	124.5	125.0	125.0	125.0	-0.5	0.0

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

第189回日本経済予測（2016年5月24日）

消費増税なし（サブシナリオ）

	2015年度	2016年度	2017年度	2015暦年	2016暦年	2017暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.2	1.1	1.1	2.5	1.0	1.2
実質GDP成長率（2005暦年連鎖価格）	0.8	0.5	0.7	0.6	0.4	0.7
内需寄与度	0.6	0.3	0.5	0.1	0.1	0.6
外需寄与度	0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	0.1
GDPデフレーター	1.4	0.6	0.5	2.0	0.7	0.5
全産業活動指数上昇率	0.7	-0.1	1.3	0.4	-0.3	0.9
鉱工業生産指数上昇率	-1.4	-0.5	2.2	-1.2	-1.6	1.9
第3次産業活動指数上昇率	1.3	0.1	1.0	0.9	0.1	0.7
国内企業物価上昇率	-3.2	-1.1	1.1	-2.3	-2.3	1.1
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	-0.0	0.2	1.0	0.5	-0.0	0.9
失業率	3.3	3.2	3.1	3.4	3.2	3.1
10年物国債利回り	0.26	-0.10	-0.10	0.35	-0.08	-0.10
マネースtock（M2）増加率	3.6	4.0	4.1	3.7	3.8	4.1
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	0.6	3.8	4.8	-0.6	3.7	4.4
経常収支（億ドル）	1478	1901	2110	1356	1839	2047
経常収支（兆円）	17.7	20.7	23.0	16.4	20.3	22.3
対名目GDP比率	3.5	4.1	4.5	3.3	4.0	4.4
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	-0.3 (-0.2)	0.0 (0.0)	0.4 (0.3)	-1.2 (-0.7)	-0.2 (-0.1)	0.4 (0.2)
民間住宅投資	2.4 (0.1)	-0.2 (-0.0)	0.4 (0.0)	-2.5 (-0.1)	0.1 (0.0)	0.5 (0.0)
民間設備投資	1.6 (0.2)	0.3 (0.0)	1.1 (0.2)	1.5 (0.2)	-0.2 (-0.0)	1.1 (0.1)
政府最終消費	1.6 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.2 (0.3)	1.8 (0.4)	1.4 (0.3)
公共投資	-2.2 (-0.1)	0.3 (0.0)	-5.8 (-0.2)	-2.5 (-0.1)	-1.2 (-0.1)	-3.2 (-0.1)
財貨・サービスの輸出	0.4 (0.1)	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	2.8 (0.5)	0.7 (0.1)	3.3 (0.6)
財貨・サービスの輸入	-0.1 (0.0)	0.7 (-0.1)	3.2 (-0.5)	0.3 (-0.1)	-0.5 (0.1)	3.0 (-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	2.8	2.8	3.1	3.0	2.7	3.0
原油価格（WTI、\$/bbl）	45.0	45.0	45.0	48.8	42.2	45.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.2	1.9	2.3	2.4	1.8	2.3
米国の消費者物価上昇率	0.4	1.5	2.1	0.1	1.2	2.1
(3) 日本経済						
名目公共投資	-2.2	0.5	-5.4	-1.6	-1.4	-2.6
為替レート（円/ドル）	120.1	109.0	109.0	121.0	110.6	109.0
（円/ユーロ）	132.5	124.5	125.0	133.7	125.2	125.0

(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

◎目次

1. 日本経済のメインシナリオ	12
1.1 海外経済の下振れリスクは残存	12
1.2 国内経済を支える3つの好材料	15
1.3 設備投資の先行きと収益構造に見られる課題	19
1.4 熊本地震からの復旧・復興について	21
2. 停滞が続く個人消費の活性化に向けた課題	22
2.1 うるう年要因が個人消費の見た目をかさ上げ	22
2.2 「年齢階級別」、「年収階級別」の消費動向	23
2.3 「若年層」、「低所得者層」向け所得支援策は経済効果も大	24
2.4 労働市場改革などを通じた「若年層」の雇用・所得環境の改善がカギ	25
3. 消費増税を再度延期すると何が起きるのか？	26
3.1 増税延期の景気への影響	26
3.2 増税延期の税収への影響	27
4. 日銀によるマイナス金利政策の効果を阻害する3つの障害	30
4.1 マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオ	30
4.2 マイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオ	32
4.3 日本経済の好循環を阻害する3つの障害	33
4.4 3つの障害への対応が日本経済の停滞打破への突破口に	37
5. 日本経済のリスク要因：中国経済の動向を中心に	39
5.1 中国経済が抱える問題の全体像	40
5.2 中国で「バブル」が崩壊すると何が起きるか？	43
5.3 中国経済は当面政策的に下支えされる見通し	44
6. 補論：マクロリスクシミュレーション	46
6.1 円高	46
6.2 原油高騰	47
6.3 世界需要の減少	47
6.4 金利上昇	47
7. 四半期計数表	49

第 189 回日本経済予測

海外発の景気下振れリスクは残存

～①消費停滞、②消費増税再延期の影響、③マイナス金利を検証～

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

海外発の景気下振れリスクは残存

2016 年 1-3 月期 GDP 一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2016 年度が前年度比+0.8%（前回：同+0.9%）、2017 年度が同▲0.1%（同：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実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行、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。なお、本予測では、2017 年 4 月の消費増税実施をメインシナリオに据えつつも、増税を先送りした場合の日本経済の見通しについても提示している。

2 四半期ぶりのプラス成長、市場コンセンサスを上回る

2016 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.7%（前期比+0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率+0.3%、前期比+0.1%）を上回った。実質 GDP のプラス成長は 2 四半期ぶりであるが、今回の結果には「うるう年」による営業日数の増加分が含まれていることを勘案すると、実態として、実質 GDP は微増もしくは横ばい圏との評価になろう。需要項目別には、個人消費、公共投資、輸出が増加に転じた一方、住宅投資、設備投資、輸入が減少した。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：「うるう年」効果を除くと個人消費は横ばい

2016 年 1-3 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 四半期ぶりに増加した。ただし、当社では「うるう年」による押し上げ効果を除くと、ほぼ横ばいであり、個人消費は停滞が続いていると評価する。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、平均消費性向の低迷から窺えるように家計の節約志向が続いており、1 月は暖冬に伴う冬物衣料、暖房器具、エネルギー、3 月は気温低下による春物衣料といった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、「うるう年」による押し上げ効果を主因に、財・サービスの「耐久財（前期比+5.0%）」「半耐久財（同+0.7%）」「サービス（同+0.2%）」がプラスとなり、特に、耐久財のプラス幅が大きい。ただし、「耐久財」は前期の落ち込み（同▲5.9%）からの反動増という面が強く、現段階で明確に反転したとは言い難い。「非耐久財」は、同▲0.0%と僅かながら 4 四半期連続で減少した。

住宅投資は前期比▲0.8%と2四半期連続の減少となった。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の動向に沿って減少傾向が続いた。ただし、マイナス幅が前期から小幅に縮小し、先行指標である新設住宅着工戸数が足下で増加に転じていることを踏まえると、住宅投資は底入れが近いとみている。

設備投資は前期比▲1.4%と3四半期ぶりの減少となり、これまでの増加傾向に一服感が見られる。高水準の企業収益を背景とする更新・改修投資の動きが下支え役になる一方、円高や国内景気の停滞に伴う企業収益の先行き不透明感が強まる中で、製造業を中心に設備投資を先送りする動きが出ている可能性が指摘できる。加えて、輸出数量や国内需要の停滞を背景に設備稼働率が冴えない推移となっており、マクロ全体で見て、企業の能力増強投資が出にくい構造になっている点もマイナスに作用したとみている。実際、生産能力指数を見ると、製造業（全体）で生産能力を増強する動きは見られず、「化学工業」、「情報通信機械工業」では、「エネルギー供給構造高度化法」への対応や国際競争力の低下などを背景に生産能力の削減傾向が続いている。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.0%ptと僅かながらも3四半期連続のマイナス寄与となった。これは、一次速報時点で仮置き値となっている仕掛品在庫や原材料在庫に加え、製品在庫がマイナスに寄与したことによる。他方、流通在庫は、在庫積み上がりの動きからプラス寄与（同+0.2%pt）となった。

公共投資は前期比+0.3%と予想外に3四半期ぶりの増加となった。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は総じて弱い動きが続いていたことから、しばらく減少傾向が続くとみていたものの、公共事業の進捗が予想以上に高まったことなどがプラスに働いた可能性がある。いずれにせよ、足下の先行指標に持ち直しの動きが出ていることを勘案すると、公共投資は下げ止まりつつあるとみてよいだろう。

輸出は前期比+0.6%と2四半期ぶりの増加となった。財輸出に関しては、EU向けと米国向けが増加に寄与したとみている。輸入は、国内需要の停滞を反映して、同▲0.5%と2四半期連続で減少した。この結果、外需（純輸出）寄与は同+0.2%ptのプラスとなった。

GDPデフレーターは前期比+0.1%と小幅ながら6四半期連続で上昇した。国内需要デフレーターが同▲0.5%と低下した一方で、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+0.9%と、9四半期連続の上昇となったものの、上昇幅は前期（同+1.5%）から縮小した。名目GDPは前期比年率+2.0%（前期比+0.5%）と2四半期ぶりの増加となった。

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・所得環境を背景とする個人消費の底堅さ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残存している点には注意が必要である。加えて、熊本地震の影響による景気の変動にも留意が必要だ。

個人消費は、「うるう年」効果の反動減や熊本地震の影響を受けて短期的に下振れする公算が大きいものの、こうした特殊要因を除いて見ると、良好な雇用・所得環境を背景に横ばい圏で推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る一人当たりの実質賃金は、足下で持ち直しの動きが出ており、雇用者数の増加を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は大幅に増加している。また、良好な雇用環境や一部非製造業での人手不足感の高まりを受けて、パート・アルバイトの賃金が緩やかな上昇傾向を続けていることに加え、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当面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、株安による消費者マインドの悪化や、円高に伴う製造業の収益悪化懸念を受けて個人所得の先行き不透明感が高まっていることが、個人消費の重石となろう。また、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%）より小幅に縮小する公算が大きくなっている点に注意が必要だ。加えて、耐久財に関しては、携帯通信会社の料金プランおよびスマートフォンの販売価格の変更に伴い、スマートフォンの販売数量が大きく減少している影響にも留意したい。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数に増加の動きが見られることから、緩やかに持ち直すと見込む。最近の住宅着工戸数については、建設コストの高まりに伴う販売価格の上昇が抑制要因となっている。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などを背景に、家計の住宅取得意欲が旺盛であることから、住宅着工戸数は緩やかな増加が続くと考えている。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となる見込みである。

設備投資は、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、強弱入り混じりながらも緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込む。堅調な企業収益や人手不足を受けて、非製造業を中心に更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。また、熊本地震により毀損した生産設備の復旧・復興が設備投資の増加に寄与する見込みである。ただし、製造業に関しては、これまでの当社の見方通り、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、世界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、円高による収益下押し圧力が加わり、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。

公共投資は、過去の経済対策効果の剥落が引き続き重石となる一方で、2015年度補正予算と2016年度予算の進捗を受けて、徐々に底入れし、その後は、復興事業の顕在化に伴い緩やかな

増加傾向に転じるとみている。すでに、先行指標である請負金額および受注金額に持ち直しの動きが見られている点に注目したい。

輸出は、しばらく横ばい圏で推移した後、海外経済の改善を受けて徐々に持ち直すと考えている。欧米経済の底堅さが輸出の下支え役になる一方、資源価格の停滞や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振、さらにはスマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷の伸び悩みが継続する見込みであることを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今夏以降にずれ込む公算が大きい。加えて、これまで堅調だったサービス輸出についても、①中国政府が海外での購入品に対する関税を引き上げたことにより、中国人の「爆買い」が一般化する懸念が生じていること、②熊本地震に起因する訪日観光客の減少、に留意が必要だ。地域別に見ると、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、原油価格の停滞や 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ることから、欧州向け輸出も振れを伴いつつ総じて堅調に推移すると考えている。アジア向け輸出は、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等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実体経済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。

停滞が続く個人消費の活性化に向けた課題

足下で停滞が続く個人消費を回復軌道へと戻すことは、現在の日本経済における最重要課題の一つであると言っても過言ではない。そこで、アベノミクス以降の個人消費の動向を精査したうえで、「年齢階級別」、「年収階級別」という視点から、先行きの個人消費を活性化させるための処方箋について検討した。定量分析の結果を踏まえると、アベノミクス以降、個人消費の盛り上がり欠けた「若年層」、「低所得者層」に対する所得支援策の発動は、経済面でのプラス効果という観点からも基本的に支持されよう。ただし、中長期的に「若年層」の消費支出を促すには、労働市場改革などを通じた雇用・所得環境の改善が不可欠である。

消費増税を再延期すると何が起きるのか？

世界経済の停滞や熊本地震の発生を受け、消費増税を再度延期する可能性が生じていることから、当社のマクロモデルを用いて、消費増税の短期的な景気への影響と中長期的な財政への影響を定量的に試算した。増税延期による経済成長を梃子に財政再建を行うという考え方は、当試算に照らすと説得力に乏しい。短期的な景気動向に一定の配慮を払う必要はあるものの、財政再建を通じて中長期的に持続可能な経済成長の基盤を整備するという観点からは、万全の景気対策を講じたうえで、消費増税は予定通り行うことが望ましい。

日銀によるマイナス金利政策の効果を阻害する 3 つの障害

日銀が 1 月にマイナス金利の導入を決定したものの、政策効果として期待された、日本経済の好循環シナリオは未だ起動していない。その理由としては、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、という 3 つの障害が発生しているこ

とが挙げられる。しかし、上記①に関しては、日本政府および日銀だけでグローバルな金融市場の混乱を沈静化させることは至難の業である。他方、②・③は政策対応次第で改善することが可能だ。成長戦略を着実に実施し、日本の期待成長率を引き上げることができれば、企業の設備投資マインドの改善が期待できる。また、持続可能な社会保障制度を構築するなど家計の将来不安を取り除くことにより、個人消費を活性化させることもできよう。

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「リスクオフ（円高・株安）」、④イギリスの EU からの離脱やギリシャ不安、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、景気下振れ懸念を受けて、2016 年 6 月に追加緩和を実施する見通しである。

1. 日本経済のメインシナリオ

1.1 海外経済の下振れリスクは残存

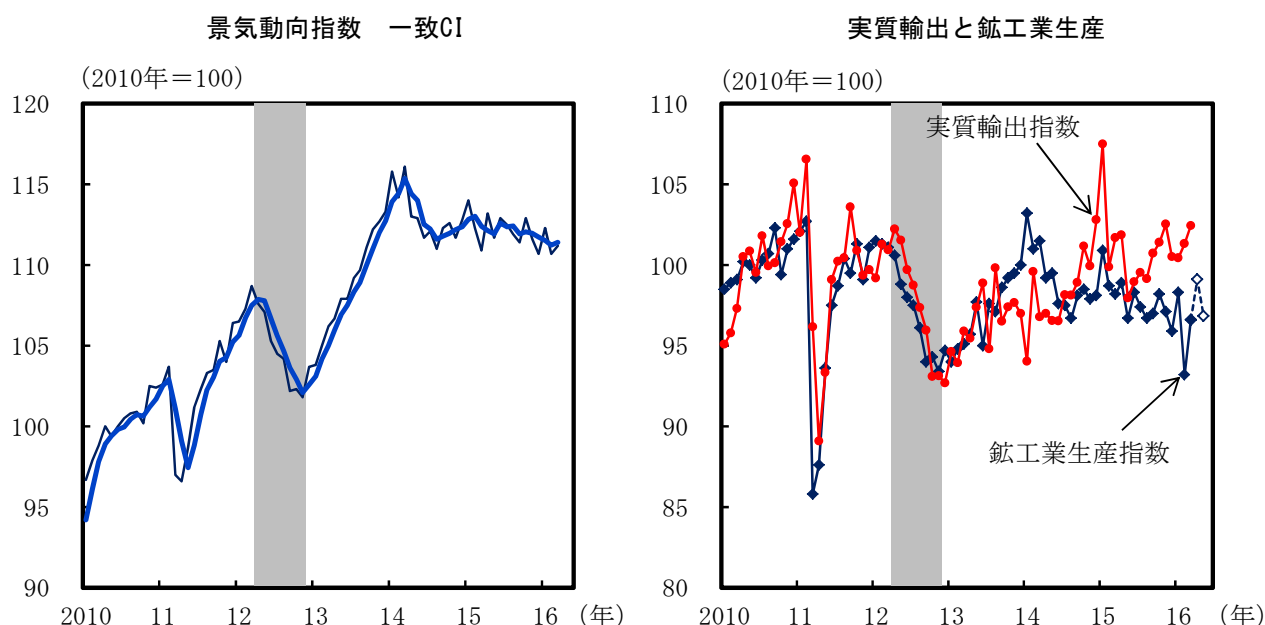
日本経済は「踊り場」局面が継続

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。**図表 1** は、わが国の景気動向指数（一致 CI）、実質輸出、鉱工業生産の動向を示したものである。景気動向指数（一致 CI）は、大きく腰折れする状況にはないものの、2015 年半ば以降、弱い動きが継続している。生産は一進一退の推移が続いており、2016 年 2 月に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、生産が一時的に大きく減少したものの、こうした特殊要因を除けば概ね横ばい圏での推移となっている。一方、実質輸出には持ち直しの動きが見られる。

先行きの日本経済は、しばらく「踊り場」局面が続いた後、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③補正予算の執行、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残存していることに加えて、熊本地震に伴う景気の変動にも注意が必要だ。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緩やかなものにとどまると予想している。

以下では、まず日本経済を取り巻く海外経済の状況を概観したうえで、今後の日本経済を下支えする 3 つの国内要因などについて解説しよう。

図表 1：一致 CI、実質輸出と鉱工業生産



(注) シャドーは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

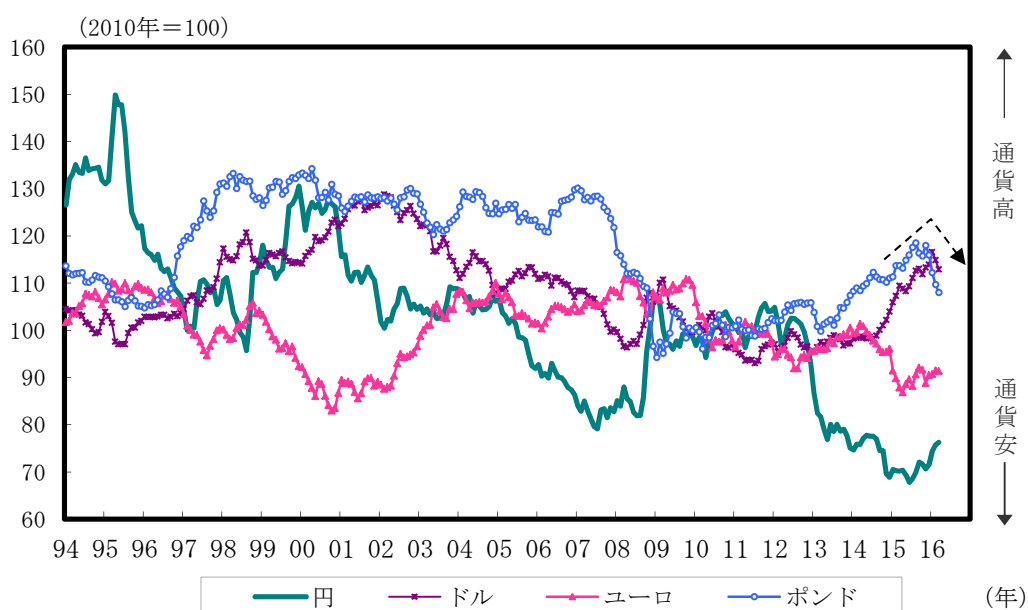
(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

ドル安が世界経済の下支え役に

最近の日本経済を取り巻く海外経済の環境変化として、FEDの利上げペース減速観測に起因する「ドル高」から「ドル安」への転換が指摘できる。実質実効為替レート推移を見ると、FEDの「出口戦略」をにらんで、2015年末まではドル高が進行していた（図表2）。しかし、2016年に入ってからグローバル金融市場の混乱や世界経済の減速懸念などを受けて、FEDの利上げペースが後退すると見る向きが増えたことから、実質実効ドルは下落に転じた。

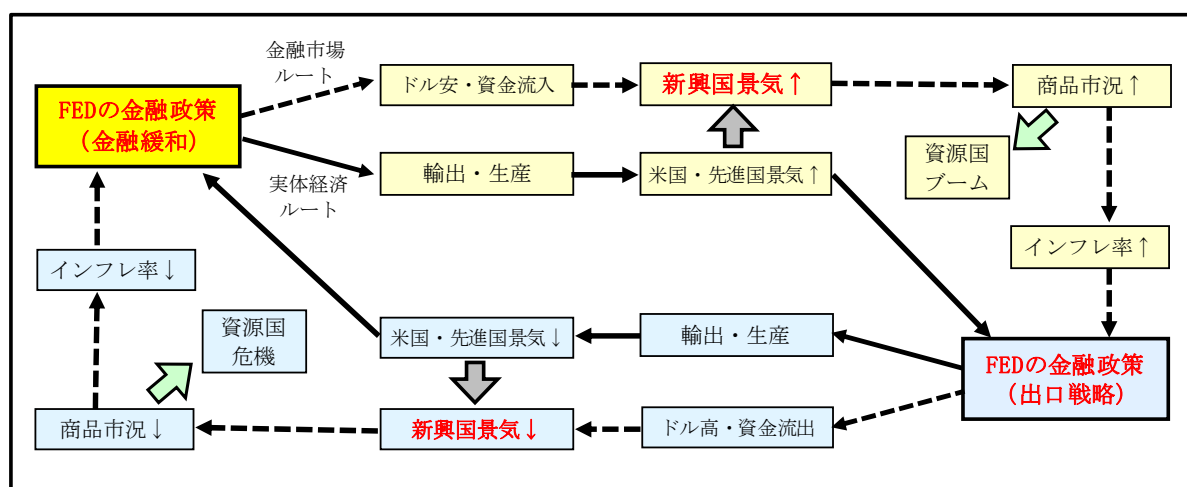
図表3で示したFEDを中心とする世界経済のサイクルに基づくと、ドル安進行には、新興国経済の回復などを通じて、世界経済を下支えする効果が見込まれる。実際、ドル安に転じて以降、新興国の株価が上昇に転じるなど、新興国景気が持ち直すとの期待感が強まっている。

図表2：実質実効為替 Broad（月次）



(出所) BIS統計より大和総研作成

図表3：FEDを中心とする世界経済のサイクル



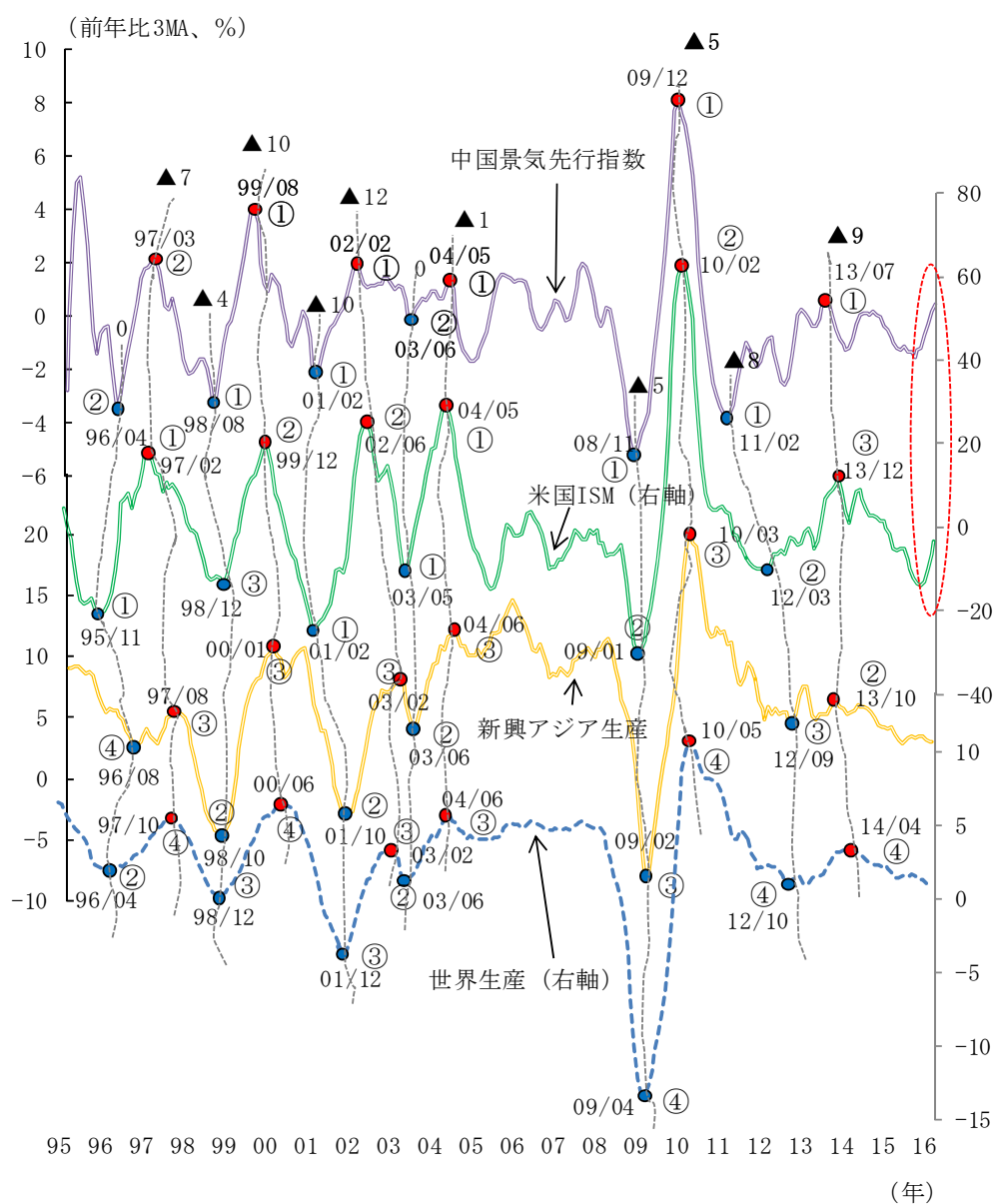
(出所) 大和総研作成

世界生産の先行指標にも改善の動き

海外経済の先行きを考えるうえで、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・検証した結果、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 4 に世界生産と各指標の景気サイクルを示し、サイクルの早い順番に、①～④の番号を付した。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。なお、図表中では、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)」）。

足下で、世界生産に先行する 2 指標に改善の動きが見られていることから、景気サイクルという視点に立てば、世界生産も今後徐々に改善に向かう可能性が生じていると言えよう。

図表 4：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



(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

1.2 国内経済を支える3つの好材料

好材料①：実質賃金の増加が個人消費を下支え

本節では、今後の日本経済を下支えする3つの国内要因について解説したい。まず第一に、実質賃金が増加基調に転じていることが、個人消費の活性化を通じて日本経済を下支えするものと考えられる。

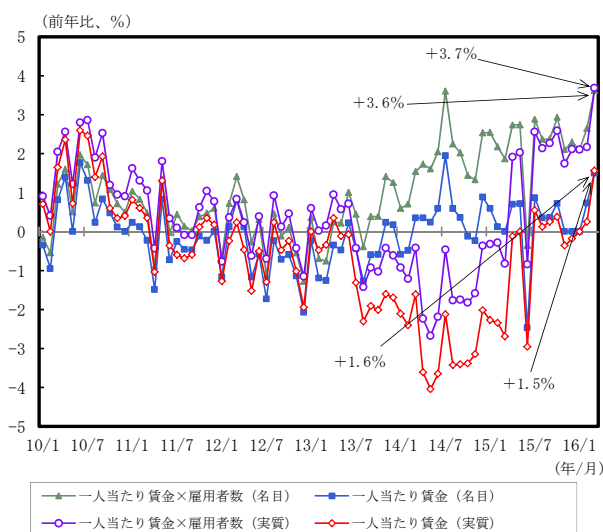
図表5を見ると、足下の一人当たり賃金（実質）は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費増税に伴う物価上昇の影響により2014年度は大幅な減少が続いたものの、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2015年末以降の原油価格の下落が足下の物価に対して大きな下押し圧力として作用していることが、実質賃金の押し上げに寄与している。これらの物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも一人当たり実質賃金の上昇を助長している。

また、日本経済にとってより一層重要な指標である、マクロの賃金（＝一人当たり賃金×雇員数）を見ると、足下では前年比+3%台後半の伸びとなっている。非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇員数が持続的に増加し、それがマクロの賃金を押し上げるという構図が続いているのだ。

さらに、マクロの賃金の絶対水準を確認すると、2015年後半以降増加傾向にあり、現在の水準は2012年12月の安倍政権の成立時を上回っている（**図表6**）。

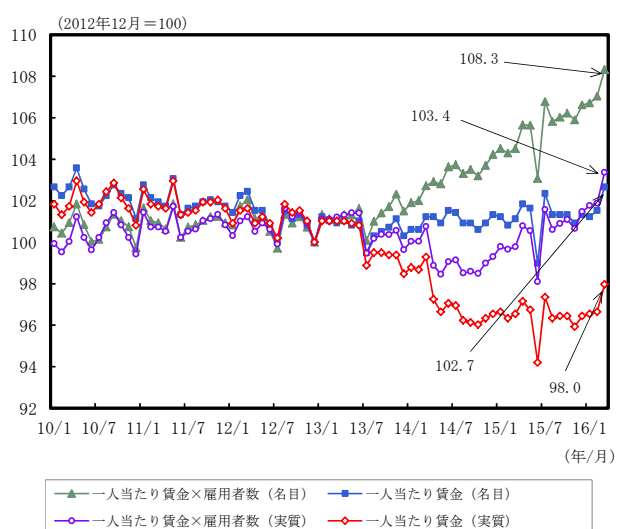
先行きの雇用・所得環境を展望すると、企業の労働需要が依然として旺盛であることから、雇員数の増加基調は維持される公算が大きい。加えて、労働需給のタイト化を主因とした賃金上昇圧力も継続するだろう。さらに、前年比で見た原油安と円高の進行が物価を当面下押しする見込みであり、この結果、実質賃金には上昇圧力がかかるとみている。こうしたマクロ的な所得環境の改善により、今後の個人消費は一定程度下支えされると見込まれる。

図表5：一人当たり賃金とマクロの賃金（前年比）



(出所) 厚生労働省統計より大和総研作成

図表6：一人当たり賃金とマクロの賃金（水準）



(出所) 厚生労働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、これまでの原油安も、実体経済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 7**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てきたことによって、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の更新・改修投資を下支えする要因となろう。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。

以上、見てきたように、これまでの原油安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 7：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 %pt	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 %
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

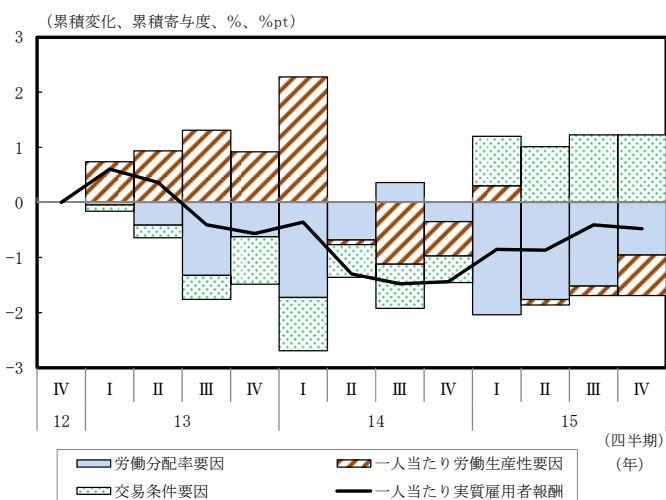
交易条件の改善が実質雇用者報酬を下支え

原油安は、交易条件の改善を通じて、一人当たり実質雇用者報酬の押し上げに寄与する点も注目される。このことを確認するために、一人当たり実質雇用者報酬を、①労働分配率要因（＝雇用者報酬÷名目 GDP）、②労働生産性要因（＝実質 GDP÷雇用者数）、③交易条件要因（＝GDP デフレーター÷民間消費デフレーター）、の3つに要因分解してみよう（図表8）。ここでは、一国で生み出された付加価値に占める労働者の取り分を示す労働分配率の上昇、労働者一人が生み出した付加価値である労働生産性の改善、海外からの所得流入に概ね相当する交易条件の改善は、一人当たり実質雇用者報酬に対してプラスに寄与することとなる。

安倍政権が成立した2012年10-12月期以降の累積変化を見ると、労働分配率要因は総じてマイナス圏で推移していることが確認できる。従って、一人当たり実質雇用者報酬を増加させるという観点からは、今後アベノミクスは「分配」にも一定の目配りを行うステージへと移行する必要性が高まっているものと考えられる。他方、2014年末までマイナスに寄与していた交易条件要因は、2015年に入ってからプラス寄与に転じ、一人当たり実質雇用者報酬の下支え役となっている。

この背景を確認するために、交易条件要因をGDPの各需要項目のデフレーターにより要因分解すると、交易条件要因が2015年にプラスに転じたのは、輸入デフレーター要因のマイナス寄与縮小が主因であることが分かる（図表9）。つまり、2014年夏場以降の原油価格や他の資源・エネルギー価格の下落は、輸入デフレーターの低下（＝交易条件要因に対してプラスに作用）を通じて、一人当たり実質雇用者報酬の押し上げに寄与していたのである。

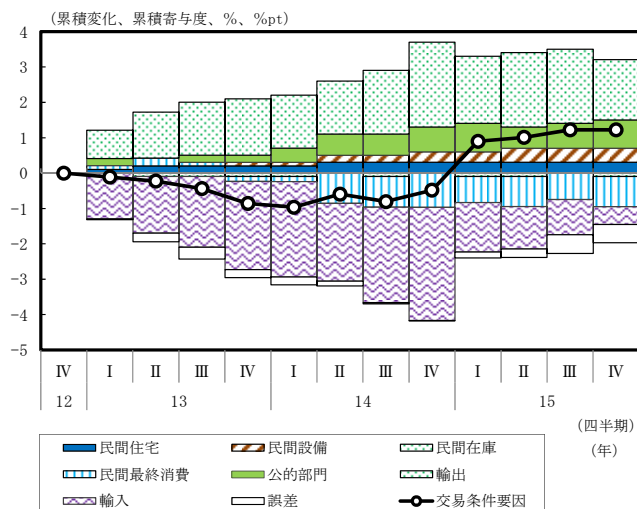
図表8：一人当たり実質雇用者報酬の要因分解



(注) 一人当たり実質雇用者報酬＝雇用者報酬/名目GDP（労働分配率要因）
 ×実質GDP/雇用者数（一人当たり労働生産性要因）
 ×GDPデフレーター/民間最終消費デフレーター
 （交易条件要因）。

(出所) 内閣府、総務省統計より大和総研作成

図表9：交易条件要因の要因分解



(注1) 交易条件は、GDPデフレーター/民間最終消費デフレーター。

(注2) GDPの各需要項目のデフレーターで要因分解したもの。

(出所) 内閣府より大和総研作成

好材料③：2015 年度補正予算は実質 GDP を+0.28%押し上げ

最後に、2015 年度の補正予算の執行も 2016 年度の日本経済を下支えすると考えられる。当社では当該補正予算により 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であった。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。

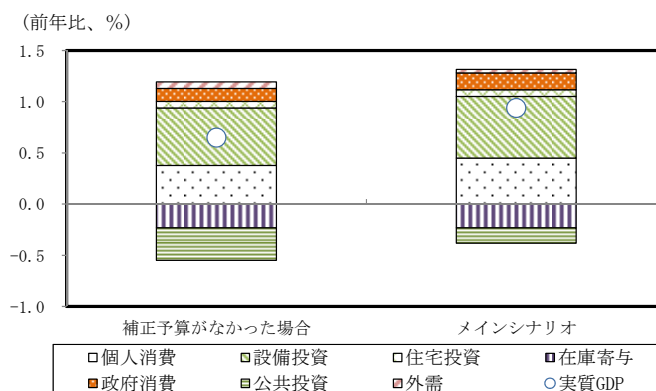
また、当該補正予算では、災害復旧関連の公共投資にも景気下振れを防ぐ効果が期待される。公共投資はそれ自体が実質 GDP の需要項目として景気を押し上げるだけでなく、とりわけ建設業を中心に賃金上昇・雇用者数の増加といった波及効果も見込まれる。実際、アベノミクスの従来の第二の矢による公共投資の増加が顕著になったところから、建設業において急速な労働需給のひっ迫や賃金上昇の動きが見られており、当該補正予算もこうした動きを助長するものと考えられる。

さらに、政府が当該補正予算の迅速かつ着実な実施を促したことなどを背景に、即効性の高い公共事業を中心に工事の進捗ペースが思った以上に速まっている可能性がある。実際、2016 年 1-3 月期 GDP 一次速報において、公共投資は予想外のプラス成長となった。足下で公共投資の先行指標である請負金額および受注金額に持ち直しの動きが出ており、予算の前倒し執行が進められている可能性が示唆される。この結果、4-6 月期以降の公共投資は持ち直しの動きが続くとみている。加えて、4 月から申請が開始された高齢者向け給付金による消費押し上げ効果にも期待したい。

図表 10：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



(注) 実質GDPは2016年度。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

1.3 設備投資の先行きと収益構造に見られる課題

設備投資は更新・改修投資を中心に緩やかに拡大する公算

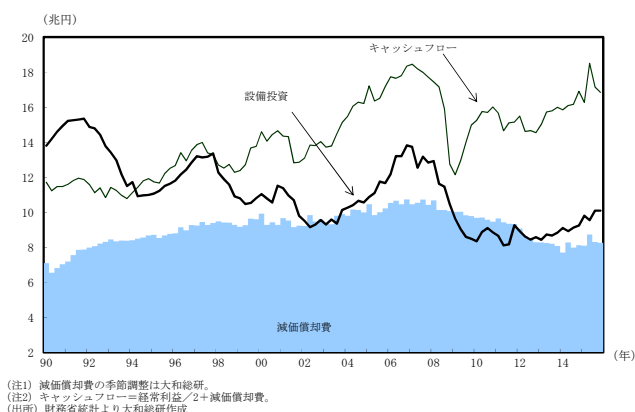
当社は、先行きの設備投資に関して、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込んでいる。加えて、熊本地震により毀損した生産設備の復旧・復興も設備投資の増加に寄与する可能性があるだろう。

まず、**図表 11** は、法人企業統計ベースの設備投資、キャッシュフロー、減価償却費の推移を示している。設備投資は、リーマン・ショック後の急激な景気悪化を背景に、減価償却費を下回る水準まで大きく落ち込んだものの、2012 年半ば以降、緩やかな増加基調をたどっている。この背景としては、企業収益の改善によりキャッシュフローが増大する中で、企業が設備投資を行いやすい環境になっていることが指摘できる。今後も企業収益は非製造業を中心に底堅く推移すると見込まれ、設備投資を下支えする要因となるだろう。

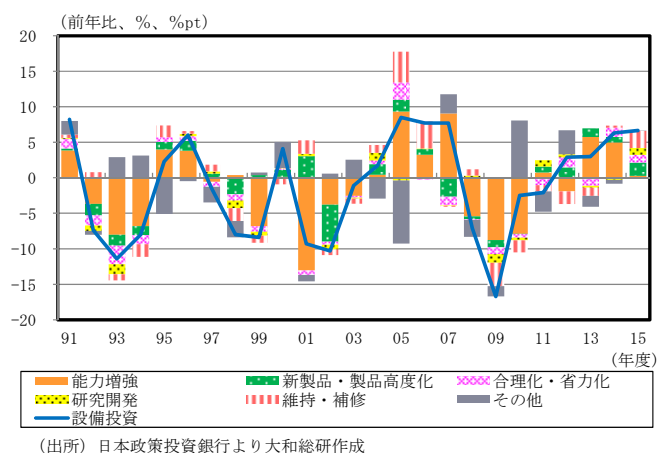
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2015 年度は「維持・補修」による押し上げ寄与が最も大きい（**図表 12**）。これは、企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、更新・改修投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。

最後に、人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的とする合理化・高度化投資なども期待される。**図表 12** を見ると、2015 年度は、「新製品・製品高度化」、「合理化・省力化」のプラス寄与が目立っており、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。

図表 11：設備投資とキャッシュフロー



図表 12：投資動機による設備投資の要因分解（全産業）



設備投資の「本格化」には売上数量の増加がカギ

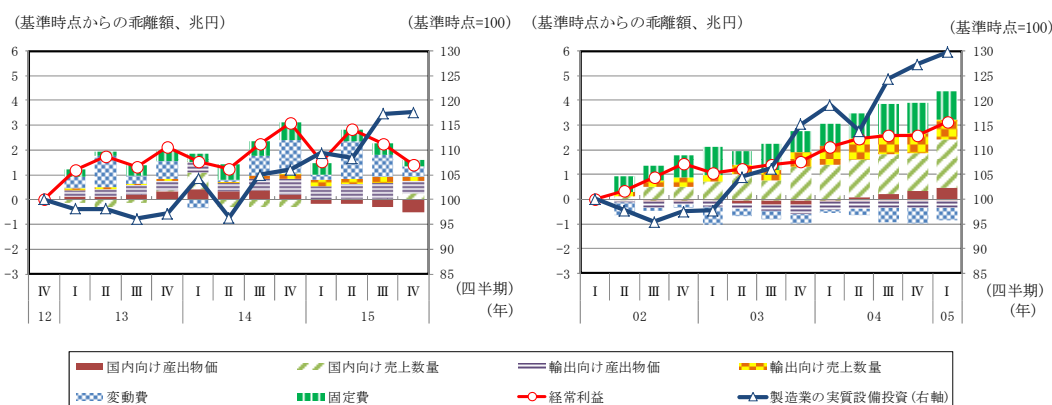
他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題がしばしば指摘されている。以下では、企業の収益構造と設備投資の関係を分析することを通じて、設備投資が伸び悩んでいる背景について考察する。

図表 13 は、企業収益を「産出価格要因」、「売上数量要因」などに分解したものである。2012 年 10-12 月期以降の利益拡大局面は、2002 年 1-3 月期以降の利益拡大局面と比べて、「変動費」や「輸出向け産出物価」による押し上げが目立つ一方、「輸出向け売上数量」の影響は極めて限定的であったことが確認できる。

企業収益の内訳項目と設備投資の相関関係を確認すると、「国内向け売上数量」と「輸出向け売上数量」は、設備投資との相関が強い（**図表 14**）。他方、「変動費」と「輸出向け産出物価」は、設備投資との相関があまり強くない。つまり、数量要因に起因する収益拡大は設備投資を増加させる効果が大きい一方、価格要因による収益拡大は設備投資の増加につながりにくいのだ。

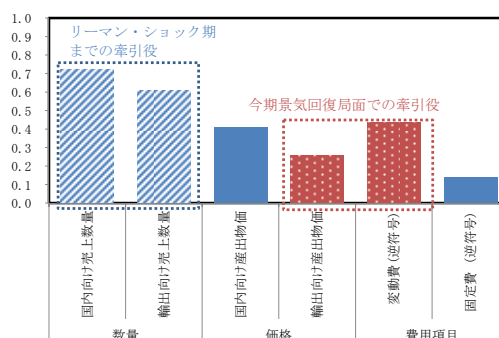
以上のことから、設備投資が「本格化」するか否かを占ううえでは、「国内向け売上数量」や「輸出向け売上数量」の増加がカギになるものと考えられる。

図表 13：企業収益の要因分解



(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 14：設備投資と企業収益の内訳項目との相関係数



(注) 4四半期時差相関のうち絶対値の最も大きい係数を表示。
(出所) 財務省、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

1.4 熊本地震からの復旧・復興について

復旧・復興活動に全力で取り組むことが最重要課題

日本経済の先行きを考えるうえで、熊本地震に伴う景気の変動に注意が必要である。最優先で考えるべきことは、熊本地震からの復旧・復興活動に全力で取り組み、被災者の方々が一刻も早く通常の生活を取り戻せるよう全面的にサポートすることだ。2016年5月17日に総額7,780億円の平成28年度補正予算が成立したことから、今後は早急に復旧・復興計画を策定し、その計画を着実に進めることが重要である。また、復興の段階では、壊れたモノをただ復元するのではなく、将来を見据えた「災害に強い都市づくり」など新たな価値を「創造」という視点も必要となろう。

過去の災害規模と比べると、熊本地震の被害額は、大津波および原子力発電所事故による複合災害となった東北地方太平洋沖地震ほど甚大なものとはならない公算が大きい（図表15）。他方、今回の熊本地震では、過去の震災と比べて余震活動がなかなか収束しないという大きな問題が生じており、この点が今後の復旧・復興活動の障害になる可能性には留意しておきたい。

熊本県および熊本県・大分県の産業構造を確認すると、対全国シェアが高いのは「農林水産業」「鉱業」である（図表16、図表17）。これらの産業については、今回の地震によって毀損した社会インフラの早期復旧がポイントとなる。また、製造業に関しては、自動車産業のサプライチェーンの寸断が全国の生産活動を大きく下押ししたものの、5月に入ってから徐々に回復しており、過度な心配は必要ないとみている。

図表15：過去の災害規模

		被害額	対GDP比	2005年価格（参考）
関東大震災	1923年	56億円	37.50%	-
伊勢湾台風	1959年	3,035億円	2.30%	9,916億円
新潟地震	1964年	2,674億円	0.90%	6,990億円
兵庫県南部地震	1995年	9兆9,268億円	1.98%	8兆4,855億円
東北地方太平洋沖地震	2011年	16兆9,158億円	3.59%	17兆2,453億円

（注）兵庫県南部地震の被害額は林敏彦氏らの試算値、その他は大和総研調べ。

（出所）大和総研作成

図表16：熊本県の産業構造（2012年度）

	金額 (10億円)	構成比 (%)	対全国 シェア (%)
産業生産額	4,743	100.0	1.1
農林水産業	188	4.0	3.5
鉱業	4	0.1	1.0
製造業	980	20.7	1.1
うち輸送関連産業	501	10.6	1.4
建設業	297	6.3	1.2
電気・ガス・水道業	72	1.5	0.7
卸売・小売業	623	13.1	0.9
金融・保険業	190	4.0	0.8
不動産業	758	16.0	1.1
運輸・情報通信業	432	9.1	0.9
サービス業	1,199	25.3	1.2

（注）輸送関連産業は、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械の4業種。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

図表17：熊本県と大分県の産業構造（2012年度）

	金額 (10億円)	構成比 (%)	対全国 シェア (%)
産業生産額	8,320	100.0	1.9
農林水産業	280	3.4	5.2
鉱業	16	0.2	3.8
製造業	1,949	23.4	2.1
うち輸送関連産業	911	10.9	2.5
建設業	533	6.4	2.1
電気・ガス・水道業	206	2.5	2.0
卸売・小売業	1,025	12.3	1.5
金融・保険業	328	3.9	1.4
不動産業	1,250	15.0	1.8
運輸・情報通信業	742	8.9	1.5
サービス業	1,991	23.9	2.0

（注）輸送関連産業は、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械の4業種。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

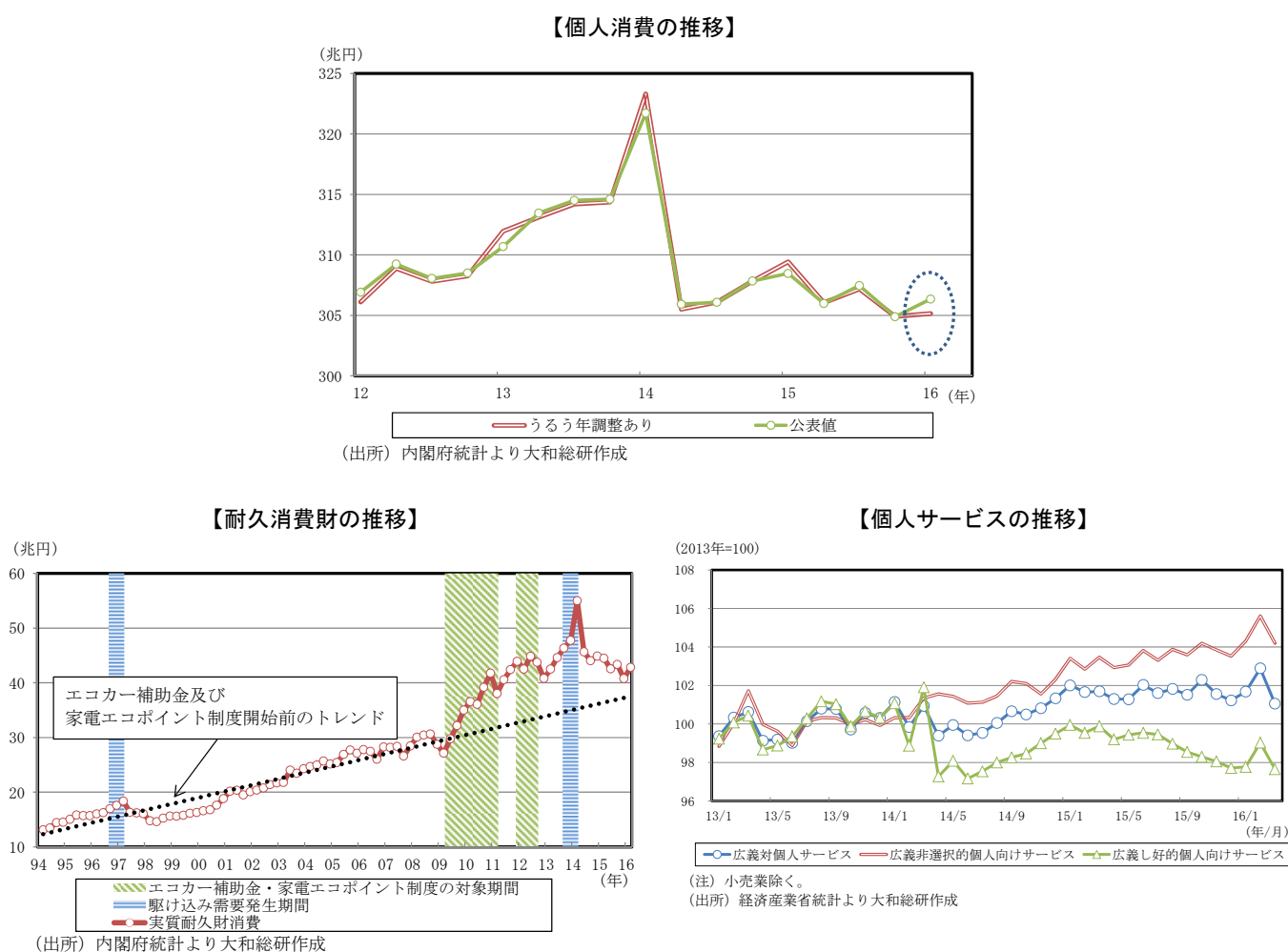
2. 停滞が続く個人消費の活性化に向けた課題

2.1 うるう年要因が個人消費の見た目をかさ上げ

足下で停滞が続く個人消費を回復軌道へと戻すことは、現在の日本経済における最重要課題の一つであると言っても過言ではない。GDP ベースの個人消費は 2016 年 1-3 月期に対前期比で 2 四半期ぶりに増加したものの、うるう年要因の影響が大きく、その影響を除くと、実勢としては 2014 年の消費税率引き上げ以降、底ばいが続いている（図表 18）。当社は、個人消費低迷の背景には「各種経済対策により押し上げられた耐久消費財の調整」および「所得マインドの低下を通じた嗜好サービスの縮小」があるとみている（→詳細は、熊谷亮丸他「第 188 回 日本経済予測(改訂版)」(2016 年 3 月 8 日)参照）。

一方、こうした財・サービス分類とは異なる視点で個人消費を捉え、新たなインプレーションを得ることもできる。本章では、「年齢階級別」、「年収階級別」という視点に注目し、アベノミクス以降の個人消費の動向を精査したうえで、先行きの個人消費を活性化させるための処方箋を提示したい。

図表 18：消費動向の概況



2.2 「年齢階級別」、「年収階級別」の消費動向

「若年層」、「低所得者層」はアベノミクスによる恩恵が少ない

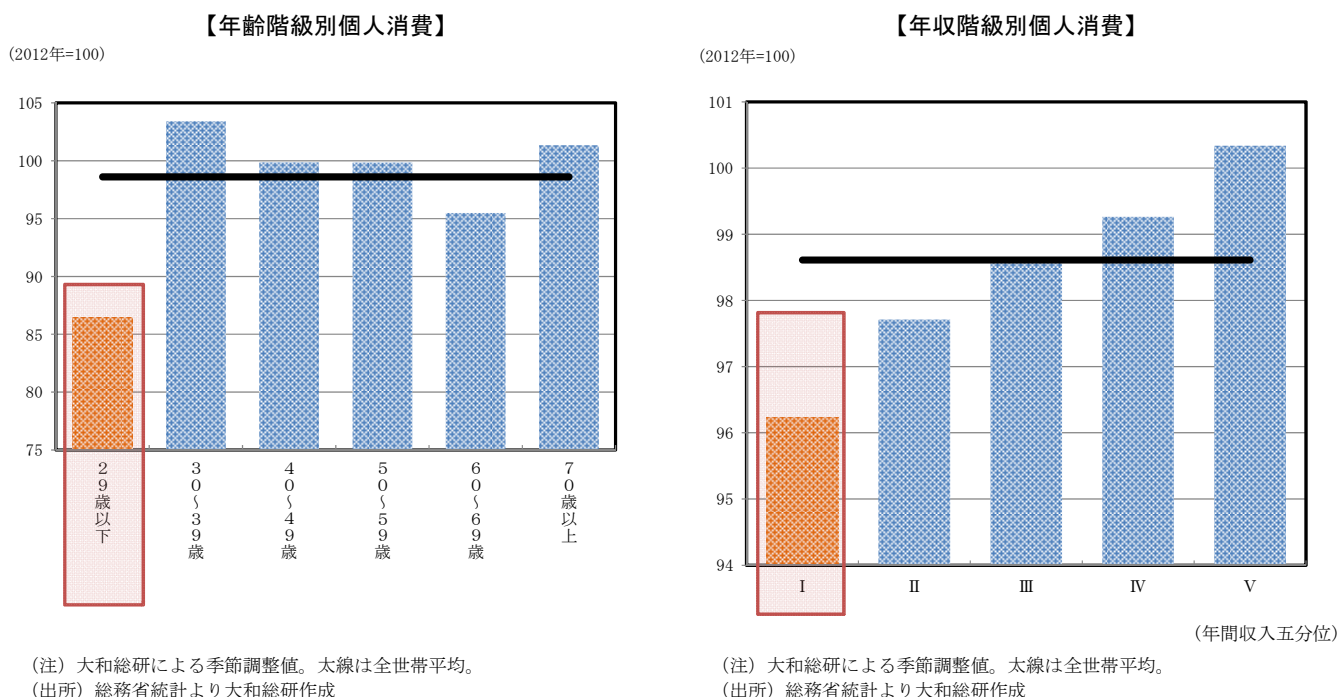
アベノミクスによる景気回復の初動は資産効果を通じた個人消費の増加によってもたらされたが、その恩恵は必ずしも平等に享受されたわけではない。

図表 19 は、アベノミクスによる株高効果が発現する以前の 2012 年の消費支出と足下の消費支出の差を、年齢階級別、年収階級別に示したものである。左図に注目すると、他の年齢階級と比較して、「29 歳以下」の世帯の消費支出が際立って減少している様子が見て取れる。

同様の分析を年収階級別に行うと、第 I 分位に属する世帯の消費支出が低調であることが分かる。一般論として言えば、年収が多いほど株式などの金融資産を多く保有しており、資産効果の恩恵にあずかることができるケースが多いため、2012 年以降、年収の階級が高い層ほど消費支出を拡大する傾向が見られたと考えられる。また、消費税率の引き上げ前後の消費者マインドの動きを年収階級別に見ると、「高所得者層」のマインドが底堅く推移する一方で、「低所得者層」のマインドは増税前から悪化傾向が顕著となり、増税後もしばらく底ばいでの推移が続いた。こうしたマインドの動きの差は、「低所得者層」が相対的に増税への抵抗感を強めていた可能性を示唆している。

以上の分析を踏まえると、アベノミクスの初期には、マクロ経済全体で見ると資産効果を通じて個人消費は活性化したものの、「若年層」および「低所得者層」はその恩恵にあずかる度合いが相対的に小さかったものと推察される。従って、今後個人消費を回復軌道に乗せるためには、政府が所得支援策を講ずるなど、「若年層」および「低所得者層」に対する一定の配慮を示すことがカギになると言えよう。

図表 19：年齢・年収階級別個人消費（2016 年 1-3 月期）



2.3 「若年層」、「低所得者層」向け所得支援策は経済効果も大

「若年層」、「低所得者層」向けの所得支援策は定量分析からも支持される

次に、「若年層」、「低所得者層」向けの所得支援策が「社会的弱者」救済という側面からだけでなく、経済効果という観点からも正当化されるか否かを検証する必要がある。以下では、年齢・年収階級ごとに消費関数を推計し、各層の消費行動の特徴を検証してみたい。

図表 20 の上段に示した、年齢階級別消費支出に関する推計結果を見ると、「29 歳以下」および「30～39 歳」といった世帯では、可処分所得のパラメータが際立って高い。すなわち、これらの世帯に対する所得支援策は他の年齢層と比較して、可処分所得の増加を通じて消費支出を押し上げる効果が大きいと考えられる。ただし、所得支援策への過度の依存は禁物である。「29 歳以下」では、「将来不安要因」のパラメータのマイナス幅が大きいからだ。年金などの社会保障の恩恵にあずかるまでに数十年単位の期間を要するこの年齢層では、将来不安に対して消費を抑制(貯蓄を増加)することで対応する傾向が強い。このため、若年層向け所得支援策については短期的には有効であるものの、将来不安を背景とする消費の抑制を避けるためにも、時限性のあるメリハリの利いた制度設計が必要になるだろう。

一方、**図表 20** の下段に注目すると、「低所得者層」の世帯では可処分所得のパラメータが大きく、「低所得者層」への所得支援策は個人消費を活性化させる度合いが最も大きい。加えて、「高所得者層」の金融資産のパラメータも大きいことが分かる。「高所得者層」ほど株式などの金融資産を多く保有しており、資産効果が大きいことが示されている。このため、「低所得者層」向け所得支援策を株式市場が好感し、株価が上昇した場合には、資産効果を通じて間接的に「高所得者層」にもメリットが及ぶ可能性もあるだろう。

以上の考察を踏まえると、アベノミクス以降個人消費の盛りに欠ける「若年層」、「低所得者層」に対する所得支援策は経済的な効果という観点からも基本的に支持される政策だと考えられる。

図表 20 : 年齢・年収階級別の消費関数の推計結果

	年齢階級別消費関数の推計					
	29 歳以下	30～39 歳	40～49 歳	50～59 歳	60～69 歳	70 歳以上
可処分所得	0.91***	0.97***	0.67***	0.79***	0.49***	0.46***
金融資産	0.08	-0.04	-0.05	0.16***	0.11	0.54***
将来不安要因	-0.32***	-0.11***	-0.15***	-0.06*	0.00	0.11
トレンド項	0.00	0.00**	0.00	0.00*	0.00***	0.00**
	所得階級別消費関数の推計					
	低所得者層		中間層	高所得者層		
可処分所得	0.85***		0.84***	0.75***		
金融資産	0.15***		0.17***	0.26***		
将来不安要因	-0.01		-0.02**	-0.07***		

(注1)***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを示す。

(注2)将来不安要因は日本の債務残高GDP比。

(出所)大和総研作成

2.4 労働市場改革などを通じた「若年層」の雇用・所得環境の改善がカギ

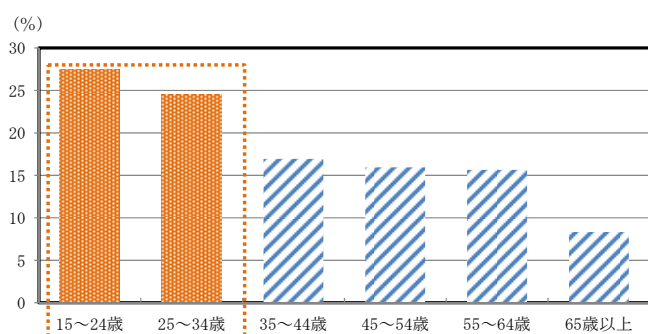
中長期的には労働市場改革が不可欠

中長期的に「若年層」の消費支出を促すには、労働市場改革などを通じた雇用・所得環境の改善が不可欠である。

第一に、「若年層」の非自発的な非正規雇用を減らす必要がある。**図表 21** は、非正規雇用者数全体に占める非自発的な非正規雇用者数の割合を示したものである。図表から明らかな通り、「若年層」の非自発的な非正規雇用者比率は、他の世代と比較して圧倒的に高い。非正規雇用には自分の都合の良い時間に働けるといったメリットがある一方、不安定な雇用形態や低賃金などのデメリットが存在する。こうした現状を踏まえると、「同一労働同一賃金の原則」の導入により労働市場の極端な二極化を是正することなどを通じて、非正規雇用者の待遇を改善することが急務である。改革が実現し、非自発的な非正規雇用者が満足できる職場環境で働くことができるようになれば、将来不安の後退や生涯賃金の上昇といったプラスの効果が見込まれ、最終的に消費支出の拡大を促すであろう。

第二に、ミスマッチの解消を通じた若年失業率の低下が重要だ。**図表 22** は、年齢階級別の構造的・摩擦的失業率を示したものである。「15～24 歳」、「25～34 歳」といった「若年層」では他の世代と比較し、足下の構造失業率が高い。過去の動きを見ても、1990 年代中ごろから「若年層」での急激な構造失業率の上昇が観察されており、長期にわたり「若年層」の就業に関するミスマッチが拡大している様子が見て取れる。こうしたミスマッチを解消し、高水準での推移が続く「若年層」の失業率を低下させることができれば、所得の増加や将来不安の減少により同階級の個人消費が活性化することが期待できよう。

図表 21：非自発的な非正規雇用者比率 (2015 年)

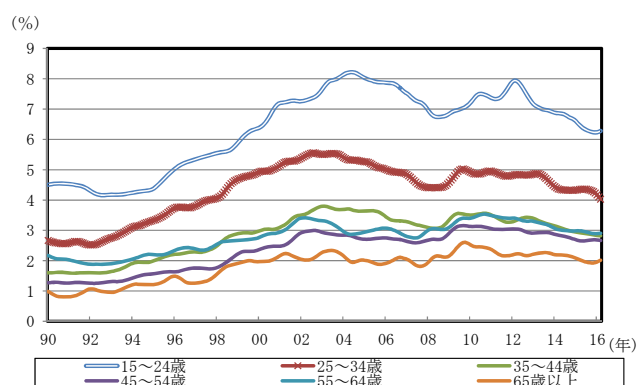


(注1) 正規の職員・従業員の仕事がないことを理由に非正規雇用についている人が非正規雇用者数に占める割合。

(注2) 15～24歳の非正規雇用者数は在学中を除くベースを使用。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表 22：年齢階級別構造的・摩擦的失業率



(注) 大和総研による推計値。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

3. 消費増税を再度延期すると何が起きるのか？

3.1 増税延期の景気への影響

増税延期により 2017 年度の実質 GDP 成長率は+0.7%pt 押し上げられる公算

当社では 2017 年 4 月の消費増税実施をメインシナリオに据えているが、このところの世界経済の停滞や熊本地震の発生により、増税が再度延期される可能性が出てきている。増税の延期は、短期的には安倍政権が景気への配慮を示した証として株式市場を中心に好感される可能性があるものの、中長期的には財政再建への道のりを険しくし、国債暴落という日本経済最大のリスクを誘発しかねない。そこで本章では、消費増税延期の短期的な景気に対する影響と、中長期的な財政への影響を定量的に検証したい。

まず、消費増税の延期が短期的に実体経済に与える影響を試算する。2017 年 4 月の消費増税が延期される場合、わが国の実質 GDP に与える影響度は、2016 年度＝▲0.3%pt、2017 年度＝+0.7%pt 程度となる。

消費増税の延期により、駆け込み需要が発生しなくなることから、2016 年度の実質 GDP 成長率には若干の下押し圧力がかかる。しかし、2017 年度は増税による実質所得の減少が回避されることで個人消費や住宅投資が押し上げられる公算が大きい。

加えて、増税の延期は在庫投資の動向にも大きな影響を与える。増税延期に伴い、駆け込み需要（在庫の減少）と反動減（在庫の増加）という大きな需要の変動がなくなるため、在庫投資は 2016 年度の実質 GDP を小幅に押し上げる一方、2017 年度の実質 GDP を押し下げる方向に作用する。

図表 23：2017 年 4 月の消費税率引き上げが延期された場合の実体経済への影響

	①メインシナリオ		②増税延期シナリオ		差分(②-①)	
	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)
実質 GDP 成長率 (2005 暦年連鎖価格)	0.8	-0.1	0.5	0.7	-0.3	0.7
内需寄与度	0.7	-0.6	0.3	0.5	-0.4	1.1
外需寄与度	0.2	0.5	0.2	0.2	0.1	-0.3
民間消費	0.6 (0.4)	-1.4 (-0.8)	0.0 (0.0)	0.4 (0.3)	-0.6 (-0.3)	1.9 (1.1)
民間住宅投資	2.2 (0.1)	-4.8 (-0.1)	-0.2 (-0.0)	0.4 (0.0)	-2.4 (-0.1)	5.2 (0.1)
民間設備投資	1.4 (0.2)	0.4 (0.1)	0.3 (0.0)	1.1 (0.2)	-1.1 (-0.1)	0.7 (0.1)
政府最終消費	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	1.5 (0.3)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)
公共投資	0.3 (0.0)	-6.0 (-0.2)	0.3 (0.0)	-5.8 (-0.2)	0.0 (0.0)	0.2 (0.0)
財貨・サービスの輸出	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	2.0 (0.4)	3.8 (0.7)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)
財貨・サービスの輸入	1.3 (-0.2)	1.0 (-0.2)	0.7 (-0.1)	3.2 (-0.5)	-0.6 (0.1)	2.2 (-0.3)

(注) () 内は寄与度。

(出所) 大和総研

3.2 増税延期の税収への影響

消費増税延期による税収減少効果は？

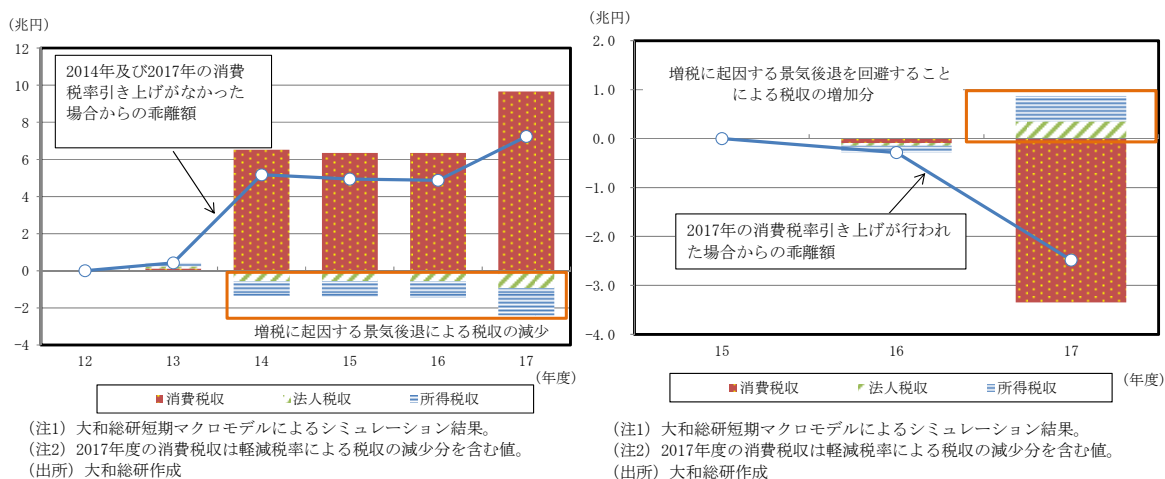
次に、消費増税の延期が税収に与える影響に関するシミュレーション結果から得ることのできるインプリケーションを探りたい。

最初に、2014年4月の消費増税が税収に与えた影響を確認しておこう(図表24左図)。当社のシミュレーションでは、均して見ると5兆円程度の増収効果があったと試算される。この試算結果は、「増税を受けた景気後退により、結果として税収は減少してしまった」という一部の主張を否定するものである。確かに景気との連動性が高い「法人税収」や「所得税収」は消費増税による景気減速により減収となってしまったが、それを補って余りあるだけ消費税収は増加したとみられる。ただし、消費税の増収額は6兆円を上回る程度にとどまり、当初1%ptあたり2.7兆円程度(従って、消費税率を3%pt引き上げると、8.1兆円程度)と目されたほどには税収効果は大きくなかった。さらに、2017年に消費税率が10%に引き上げられると、仮に消費税率が5%で据え置かれていた場合と比較すれば、税収は7兆円程度増加すると試算される。

次に、2017年4月に予定されている消費増税が延期されることによる税収の減少額を見てみよう(図表24右図)。増税延期により消費税収は3.5兆円程度減収する見込みである。一方、増税に起因する景気の悪化を回避できることで、景気との連動性が高い「法人税」と「所得税」を合算すると、1.0兆円程度の増収効果が発生する。従って、最終的に、2017年4月の消費増税延期により、約2.5兆円の減収となる見込みである。

以上を踏まえると、消費増税の延期は短期的には景気に対してプラスであっても、中長期的には消費税収の減少を通じて財政再建を困難にするおそれがある。すなわち、消費増税の延期は、税収の安定性を大きく毀損するのだ。われわれは、安定的な推移が期待できる消費税収が大きく落ち込んでしまうと、変動の大きい所得税収や法人税収では補うことが困難であるという点は、肝に銘じておく必要があるだろう。

図表24：税収シミュレーション



中期マクロモデルによるシミュレーション

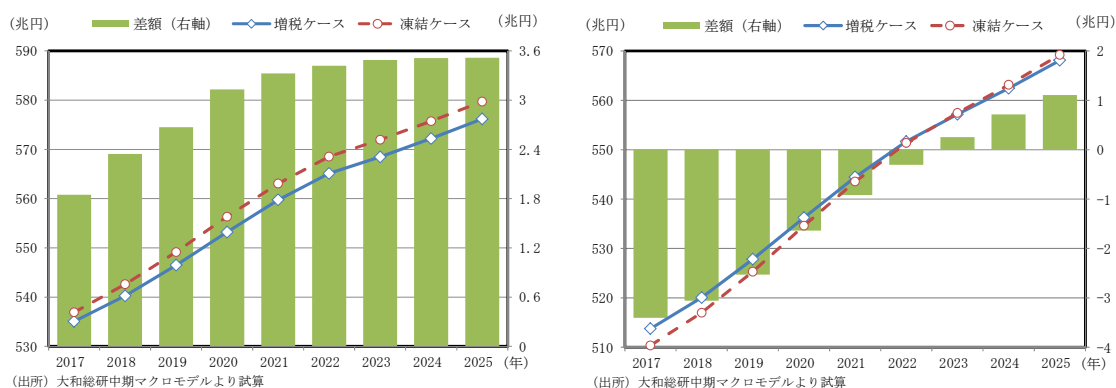
次に、当社の中期マクロモデルを用いて、消費増税の無期限凍結が日本経済に与える影響をシミュレーションしてみよう。

まず、**図表 25** が実体経済に与える影響を試算した結果である。

図表 25 左図に示したシミュレーションによれば、消費増税の無期限凍結は中長期的に実質 GDP を 3.5 兆円程度押し上げる見通しである。景気押し上げ効果の内訳としては、民間最終消費の直接的な押し上げ効果が大きい。もちろん内需の拡大に対応して純輸出は減少（輸入が増加）し、短期的なプラス効果は相殺される。しかし、中長期的には内需拡大に伴う賃金の上昇などを通じて追加的に消費が増加することに加え、消費の拡大に対応する形で民間設備投資が拡大するという内需の好循環が助長される。このため、最終的には実質 GDP が 3.5 兆円程度押し上げられるとの試算結果になっている。

他方、**図表 25** 右図に示した名目 GDP に関するシミュレーションによれば、短期的にはデフレーター低下を主因とする技術的要因から、当面マイナスの影響が残るとの試算結果が得られる。しかし、中長期的には名目 GDP に与える影響もプラスに転じる。内訳としては、まず上述した通り、実質ベースの民間最終消費や民間設備投資が改善する（一方で、輸入の増加に伴い純輸出は減少し、そのプラスの効果は一部相殺される）。加えて、需給ギャップ改善に伴い、中長期的にみればデフレーターも上昇に向かうため、数量と価格の両面から名目 GDP が押し上げられることとなる。

図表 25：消費増税凍結が日本経済に与える影響（左：実質 GDP、右：名目 GDP）



万全の景気対策を講じたうえで、消費増税は予定通り行うことが望ましい

ここまで指摘してきた通り、消費増税の無期限凍結は、実体経済に対して一定のプラス効果を持つことが予想される。それでは消費増税の凍結により生じた税収の上振れ分で財政収支はむしろ改善するという、いわゆる「上げ潮派」的な考え方は適正な議論なのだろうか。

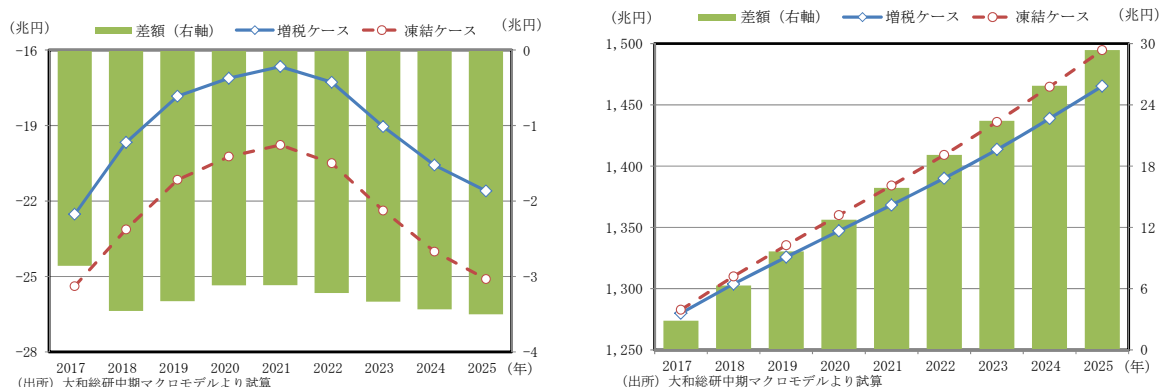
この論点を検討するべく、消費増税の無期限凍結が財政に与える影響を試算した結果が**図表 26**である。

図表 26 左図に示した一般政府財政収支（フローベースの財政収支）に関するシミュレーションでは、やはり消費増税の凍結に伴い財政赤字の拡大は避けられないとの試算結果となる。確かに、景気押し上げ効果によって所得税収や法人税収など、消費税収以外の歳入は上振れする。また、歳出側を見ても、公的資本形成などを中心とした景気対策目的の政府支出の減少が見込まれるほか、物価に連動する政府消費支出は消費増税が実施された場合と比べて下振れする。しかし、これらの歳入増・歳出減は、消費税収の下振れ分を補うには極めて不十分な金額である。

図表 26 右図に示した一般政府債務残高（ストックベースの財政収支）に関するシミュレーションが示す通り、消費増税の凍結に伴う財政赤字拡大の累積的な効果によって、直線的に債務残高は増加する。債務残高の増加に伴い利払い費が拡大することにより、フローベースの財政赤字もさらに拡大する。この利払い費の拡大も含めて、最終的に一般政府ベースの財政収支赤字は3兆円強拡大する見通しとなる。

つまり、消費増税の凍結に伴う経済成長を梃子に財政再建を行うという考え方は、当社の中期マクロモデルを用いた試算結果に照らすと説得力に乏しいものであると言わざるを得ない。短期的な景気動向に一定の配慮を払う必要はあるものの、財政再建を通じて中長期的に持続可能な経済成長の基盤を整備するという観点からは、やはり万全の景気対策を講じたうえで、消費増税は予定通り行うことが望ましい。

図表 26：財政シミュレーション（左：一般政府財政収支、右：一般政府債務残高）



4. 日銀によるマイナス金利政策の効果を阻害する3つの障害

日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表してから、4ヶ月余りが経過した。日銀はマイナス金利の導入によって、短期債から20年債や30年債といった償還までの期間が長い国債の利回りを引き下げ、長期プライムレートや住宅ローン金利を低下させる効果を上げることに成功した。一方、金融機関は国債をはじめとする債券利回りの低下や預貸金利スプレッドの縮小によって運用難に直面することとなり、家計は預金金利がほぼ0%まで引き下げられたことにより利息収入の一段の減少を強いられている。

少なくとも現時点では、マイナス金利が日本経済に対して目に見える形でプラスの効果を及ぼしているとは言い難い。しかし、日銀の黒田総裁が指摘されるように、もし日銀がマイナス金利を導入していなかったら、世界経済が減速しつつある中、日本経済はもっと悪化していたかもしれない。また、今後数ヶ月程度のタイムラグを伴ってマイナス金利導入に伴う好影響が日本経済に現れる可能性も否定し得ない。

そこで本章では、まずマイナス金利導入後に起きた日本経済を取り巻く環境の変化や、好循環シナリオの起動を阻害している要因について分析する。そのうえで、日本経済を好循環の軌道に乗せるために必要な施策について論じていくこととしたい。

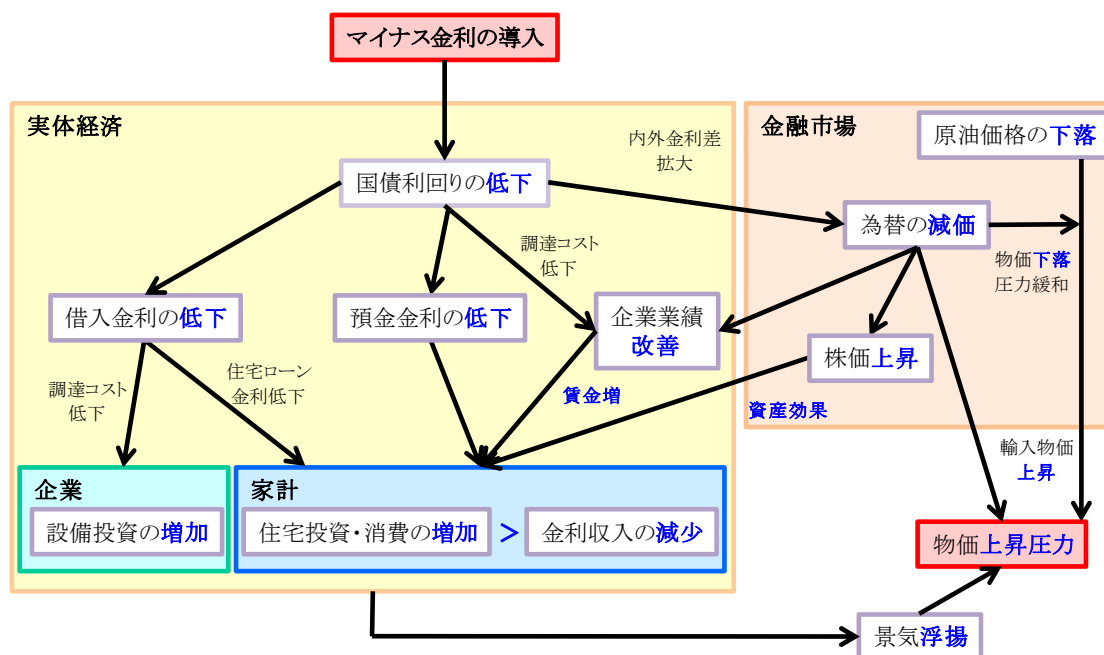
4.1 マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオ

最初に、マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオについて簡単に整理しておこう（図表27）。

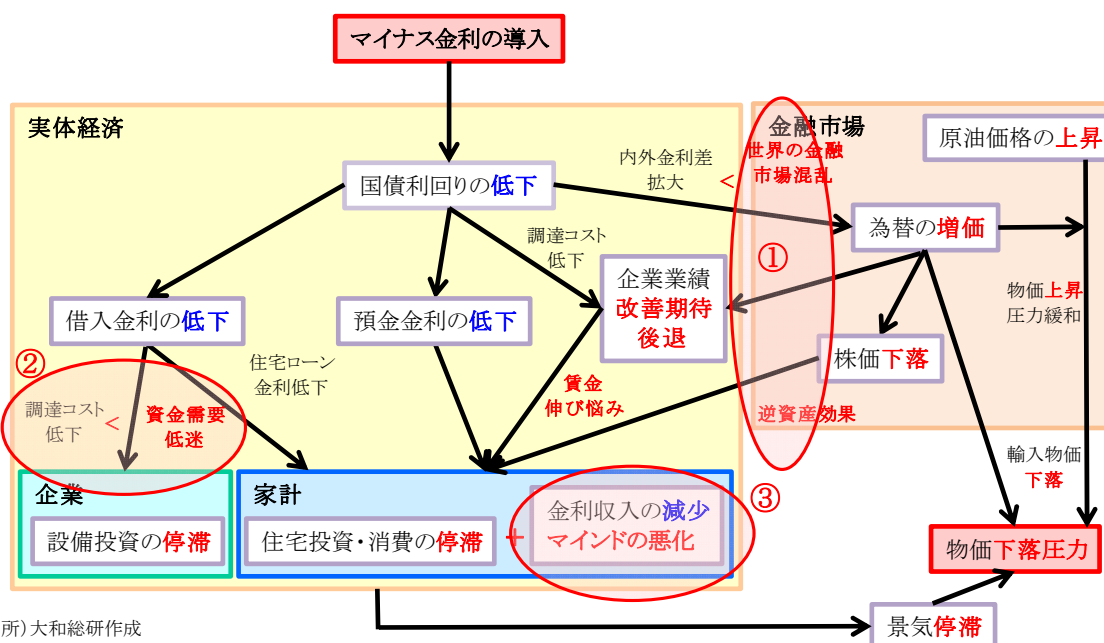
マイナス金利の導入は、金融市場および実体経済の両面に好影響を与えることが期待される。まず、金融市場に与える影響として考えられるのは、通貨安と株高である。一般に、金利を引き下げれば、内外金利差が拡大するため、為替相場は円安方向への圧力がかかる。円安は輸入物価の上昇を通じて消費者物価も押し上げる。さらに、円が減価すれば、輸出企業を中心に業績拡大期待が高まることから、株価の上昇も期待できる。

実体経済面では、国債利回りの低下に伴って企業向け貸出金利や住宅ローン金利が低下することにより、企業の設備投資や家計の住宅購入意欲が刺激される効果が期待される。また、上述した金融市場に表れる効果は実体経済にも好影響を与えることになる。円安により企業業績が改善することで賃上げ期待が高まると同時に、株価の上昇を受けて家計の保有資産の評価額が増大し、家計のマインドも改善すると考えられるためだ。マイナス金利の導入によって、こうした好循環シナリオが起動し、景気を浮揚させることができれば、実体経済面からも物価に対して上昇圧力をかけることができるだろう。

図表 27 : マイナス金利の導入により、期待される経済・物価の好循環シナリオ



図表 28 : マイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオ



4.2 マイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオ

しかし、マイナス金利の導入発表後に日本で現実には起こっている、あるいは今後起こりうるシナリオは、図表 27 で示した好循環シナリオとは大きく異なるものかもしれない。図表 28 はマイナス金利の導入により、今後懸念されるシナリオをまとめたものである。なお、図表中の青太字は好循環シナリオと同一の動きを、一方で赤太字は好循環シナリオとは異なった警戒すべき動きを示している。

まずは金融市場の動向から見ていこう。マイナス金利の導入後、短期債だけでなく超長期債の利回りも低下していることから、金利面では好循環シナリオに即した展開となっている。しかし、為替市場では、円がドルやユーロといった主要通貨に対して円高気味に推移している。また、株式市場では、円高を嫌気して日本株が下落しており、資産効果の発現も期待しづらくなっている。一方、実体経済面では、国債利回りの低下を反映して企業向け貸出金利や住宅ローン金利が低下しており、企業や家計はマイナス金利の恩恵を享受することができるようになった。しかし、その先に続くことが期待された設備投資や住宅投資の拡大については、現時点では未だ明確には表れていない。

日銀がマイナス金利を導入した目的は、できるだけ早期に消費者物価の前年比上昇率+2%の「物価安定目標」を実現することである。しかし、このままでは金融市場面からは円高進行による輸入物価の下落、実体経済面では景気停滞に伴う需要不足が逆風となり、消費者物価に下落圧力がかかることが予想される。実際の消費者物価上昇率を見ると、足下ですでに前年比マイナス圏に転じている。先行きの物価の下落圧力が一段と強まるような事態になれば、日銀に対して追加緩和策の発動を求める声が高まってくることは想像に難くないだろう。

好循環シナリオの実現を阻む 3 つの障害

もちろん、万事が好循環シナリオ通りに動くとは想定することは非現実的であり、楽観的過ぎると言える。それでは一体、好循環シナリオのどこに問題が生じており、日本経済の好循環を阻害しているのだろうか。当社では、足下で景気浮揚・物価上昇に向けた好循環シナリオが起動していないのは、マイナス金利導入後に 3 つの障害が発生しているためであると考えている。それは、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、である。

以下では、それぞれの障害が発生した原因などについて考察していくこととしたい。

4.3 日本経済の好循環を阻害する3つの障害

3つの障害：①グローバルな金融市場の混乱

1つ目の障害である「①グローバルな金融市場の混乱」から、その発生要因を考察していこう。

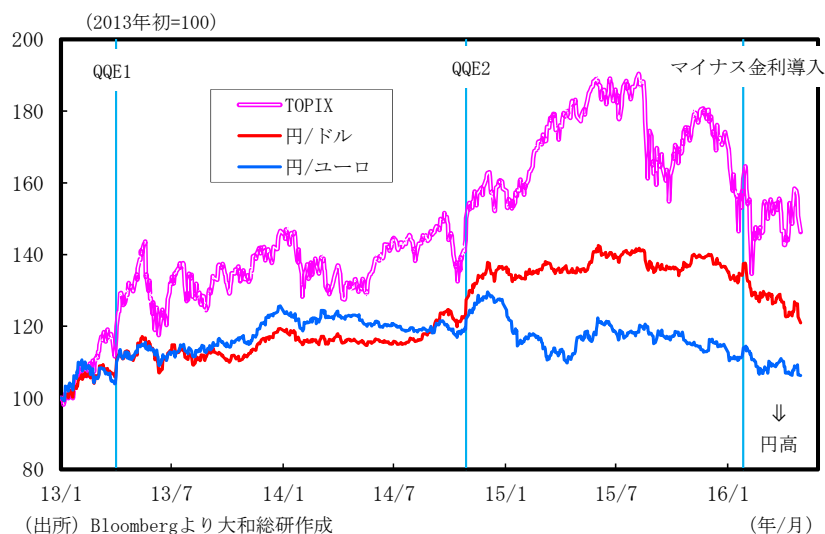
図表 29 は、2013 年以降の円対ドル・ユーロレートと TOPIX の推移を示したものである。過去、日銀が量的・質的金融緩和策第 1 弾、第 2 弾（QQE1、QQE2）の導入を発表した際には、いずれも円が売られ、同時に TOPIX も上昇したことが見て取れる。しかし、2016 年 1 月のマイナス金利導入発表時はこれらとは異なる反応が見られている。

日銀がマイナス金利の導入を発表した 1 月末、発表直後は主要通貨に対して円が下落し、TOPIX も大幅高となるなど、ひとまず金融市場は好意的な反応を示した。しかし、その後ネガティブな反応に転じた理由として、新たな政策の軸である「金利」を導入したことで、これまで成功を収めてきた「量」の拡大による金融緩和の限界が近いとの認識が広がってしまった点を指摘できる。仮に日銀が年間 80 兆円のペースで国債を買い続けた場合、2020 年末には国債発行残高の 70% 超、また年間 100 兆円のペースに引き上げた場合には 80% 超を日銀が保有することになると試算される。つまり、「量」の更なる拡大は徐々に難しくなっていると言えるだろう。

また、マイナス金利の導入は各方面からの評判が芳しくなく、「金利」による金融緩和も容易には深掘りできないと認識されてしまったことも、金融市場の反応がネガティブに転じた一因と考えられる。加えて、時を同じくして世界経済の先行き不透明感が強まり、FED が利上げペースを減速させることとなったほか、ECB が一段の金利の引き下げを実施したことも円買いを誘発する要因である。こうした様々な悪材料が重なったため、為替市場では円高が進行し、TOPIX も下落を余儀なくされたと考えられる。

円高・世界経済の混乱は輸出企業を中心に、企業業績を悪化させるとの懸念にもつながっており、賃上げ機運の萎縮をもたらしている。また、詳細は後述するが、株価下落は「逆資産効果」を通じて、今後の個人消費に悪影響を与える可能性もあろう。

図表 29：円対ドル・ユーロレートと TOPIX の推移



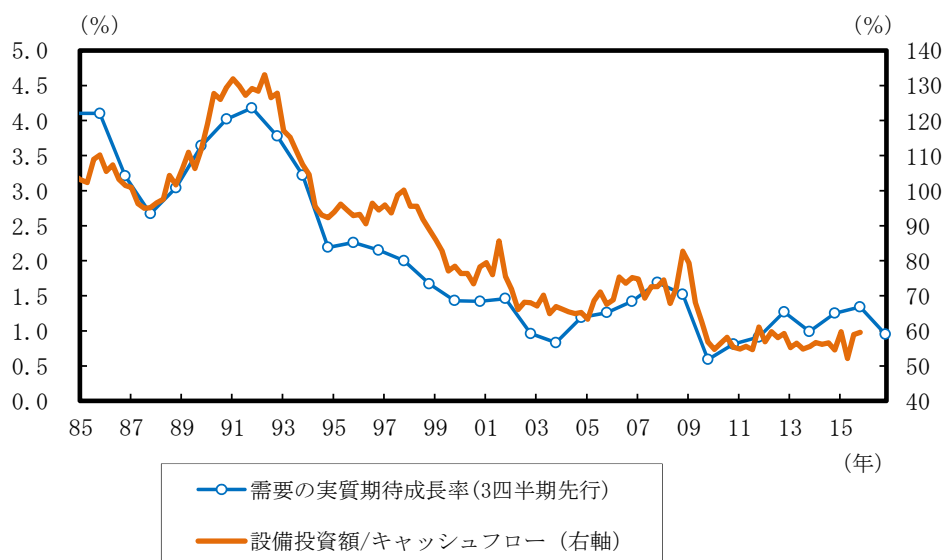
3つの障害：②企業の設備投資の弱さ

設備投資の先行きについて、当社では緩やかな増加基調をたどると想定している。しかし、足下の設備投資は、マイナス金利の導入に伴い企業の資金調達環境が改善したにもかかわらず伸び悩んでいる。設備投資資金の調達金利低下の効果を評価するには時期尚早との見方もあるが、以下では設備投資が伸び悩む構造的な要因について論じておきたい。

企業の設備投資が停滞している構造的な要因として考えられるのが、日本の期待成長率の低下である。**図表 30** は需要の実質期待成長率と設備投資/キャッシュフローの推移を示したものである。日本経済が高成長を遂げていた 1980 年代後半は需要の実質期待成長率が高く、企業はキャッシュフローを上回る規模の設備投資を行っていた。しかし、バブルが崩壊した 1990 年代前半以降、期待成長率は低下基調をたどり、足下では 1% を割り込む水準にある。それに伴って設備投資/キャッシュフローの比率も低下し、2009 年以降は 50% 台が定着している。企業はすでに多くのキャッシュを保有しており、かつ将来の成長期待も低い中、低金利とはいえ金融機関からの借入を増やして設備投資を積極化させるインセンティブに乏しい。また、金融危機を経て、アニマルスピリットを持った企業経営者が減少したことも設備投資が伸び悩む一因となっている。

上記の点は、日銀が 4 月の地域経済報告（さくらレポート）において、企業が国内での設備投資に慎重な理由として、①最近の先行き不透明感の高まり、②期待成長率が低いもとで投資の必要性が低い、③脆弱な財務体質の改善を優先、④後継者・人手の不足、⑤海外現地生産の拡大、⑥事業拡大に向けた意欲の不足、などの理由が挙げられている点とも整合的である¹。

図表 30：需要の実質期待成長率と設備投資額/キャッシュフロー



(注) 需要の実質期待成長率は全産業、今後5年間の見通しを示す。

(出所) 財務省、内閣府統計より大和総研作成

¹ 日本銀行 「地域経済報告-さくらレポート- (2016 年 4 月)」
<https://www.boj.or.jp/research/brp/rer/data/rer160407.pdf>

3つの障害：③家計の消費マインドの悪化

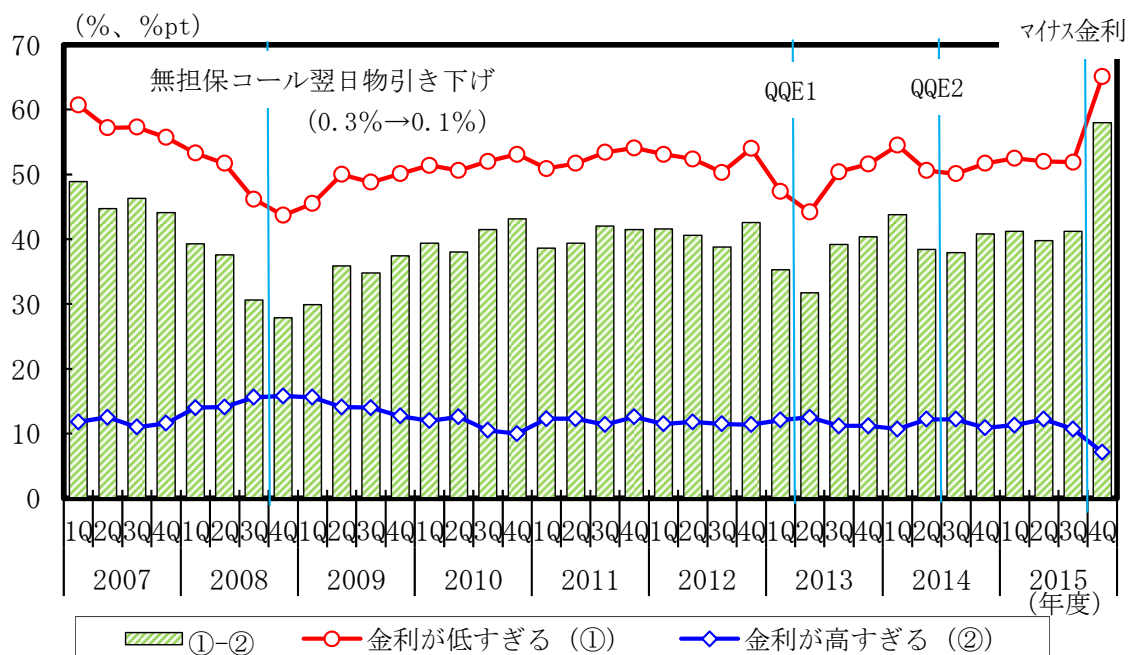
最後に、「③家計の消費マインドの悪化」について分析していきたい。

すでに指摘したように、年初来の円高進行や世界経済の減速などを背景に、輸出企業を中心に業績の悪化懸念が強まっている。企業業績悪化の影響は賃上げ幅の抑制や賞与の削減、果ては雇用の削減などの企業行動を通じて家計部門に波及することとなる。現時点ではまだそうした悪影響は明確には現れていないが、仮に今後雇用への不安が高まる場合には、家計の消費マインドをより一層冷やすことになるだろう。

マイナス金利の導入に伴い預金金利がほぼ0%まで低下したことへの不満が強いことも、家計の消費マインドの悪化に寄与している可能性がある。この点は、日銀の「生活意識に関する意識調査」で示されている個人の金利水準についての見方を通じて確認できる（**図表 31**）。日銀は2008年12月に政策金利（無担保コール翌日物金利）を0.3%から0.1%へと引き下げ、2013年以降にはQQE1、QQE2を実施したが、「金利が低すぎると回答した人の比率と金利が高すぎると回答した人の比率の差（①－②）」は横ばい圏で推移していた。しかし、マイナス金利の導入後に行った調査では、同政策導入前の時点ですでに預金金利の水準は十分に低かったにもかかわらず、「金利が低すぎると回答した人の比率（①）」が急上昇し、結果として「金利が低すぎると回答した人の比率と金利が高すぎると回答した人の比率の差（①－②）」は拡大している。

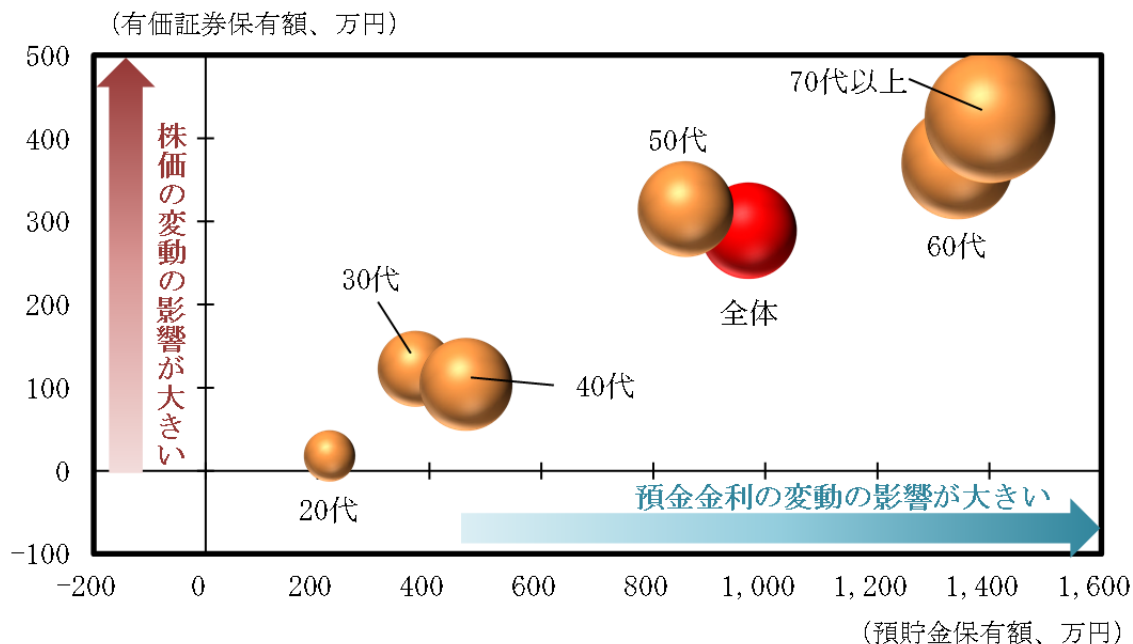
預金金利の低下は、特に多額の預金を保有する「高齢者層」への影響が大きい。また、「高齢者層」は「若年層」と比較して株式資産の保有額が大きいことも特徴として挙げられる（**図表 32**）。金融市場の混乱を背景に株価が下落したことを受け、特に「高齢者層」において逆資産効果がより強く表れる可能性が高く、消費マインドに悪影響を与えと考えられる。また、世代別の消費支出額を見ると、概して「高齢者層」は「若年層」と比較して支出額が大きい。さらに、高齢化に伴い高齢者の世帯数は年々増加しており、高齢者世帯が個人消費に与える影響も大きくなってきている。「高齢者層」の消費マインドの悪化は、想像以上にマクロ的な家計部門の消費活動の重石となる可能性がある点に留意しておく必要があるだろう。

図表 31：個人の金利水準に対する見方



(注) 金利水準についての質問に対し、金利が低すぎる(高すぎる)と回答した人の比率。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

図表 32：世帯主の年齢別預貯金・有価証券保有額（金融資産保有世帯、2015 年）



(注) バブルの大きさは2015年の世帯数の大きさを示す。全体は世帯数の単純平均。
(出所) 金融広報中央委員会、総務省統計より大和総研作成

4.4 3つの障害への対応が日本経済の停滞打破への突破口に

ここまで、日本経済の好循環シナリオがうまく起動していない理由として、①グローバルな金融市場の混乱、②企業の設備投資の弱さ、③家計の消費マインドの悪化、という3つの障害が存在している点を指摘してきた。しかし、裏を返せば、もしこの3つの障害を取り除くことができれば、日本経済の好循環シナリオが起動し、停滞からの突破口を開くことができる可能性があると考えられるのではないだろうか。

グローバルな金融市場の混乱に、日本政府・日銀の力は及びにくい

「①グローバルな金融市場の混乱」への対応について、日本政府が口先介入をすることなどを通じて、短期的には急速な円高に対して一定の歯止めをかけることは可能だろう。しかし、FEDは昨年末の利上げ開始以降、緩やかに減速しつつある米国経済をにらみ、FFレートを引き上げペースを鈍化させつつある。世界の金融市場に対して大きな影響力を持つFEDが利上げペースを遅らせる姿勢を示している以上、足下の円高・ドル安トレンドを、日本政府および日銀の力によって劇的に転換することは困難だと言えるだろう。

他方で、日銀の「市場との対話」には改善の余地が残されている。黒田総裁は就任以来、市場の期待を上回る規模の大胆な金融緩和を発表するなど、常に「サプライズ」を演出することに心を砕いてきた。しかし、4月の金融政策決定会合で日銀が市場の期待に反して金融緩和を見送った結果、為替や株価が急変動したように、今や金融政策決定会合が市場の攪乱要因となってしまうと見る向きも少なくない。今後、日銀には、市場の混乱を招かぬよう、市場との間で十分なコミュニケーションを取りながら金融政策を決定していくことが望まれよう。

旧「第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）」の着実な実施がポイント

日本経済の好循環シナリオをうまく起動させるカギとなるのは、「②企業の設備投資の弱さ」、「③家計の消費マインドの悪化」への対応だ。これら2点は、「①グローバルな金融市場の混乱」とは異なり、わが国の政策対応次第で改善することが十分可能だからである。

今後、好循環シナリオを起動させるためには、政府による旧「第三の矢（民間投資を喚起する成長戦略）」を着実に実行に移していくことが肝要だ。日銀が積極的な金融緩和策を継続する一方、政府がいわゆる「岩盤規制」の緩和や法人税の実効税率引き下げなどへの取り組みを加速し、中長期的な経済体質の改善・構造改革を実行に移すことができれば、将来への期待感が高まり、企業の設備投資マインドが改善し始める可能性があるだろう。

政府は4月の経済財政諮問会議において、当面の政策運営と骨太方針の一つとして「成長戦略の加速等」を掲げ、人材投資や設備投資、第4次産業革命に向けた徹底した取組などを通じた生産性の引き上げや、産業の新陳代謝の促進や規制改革を通じた付加価値を高める産業構造への変革、に向けた政策の実行・実現を提案している²。こうした旧第三の矢の実施に向けた対策を講じようとする政府の判断は基本的に的を射たものであると考える。

² 平成28年 第7回経済財政諮問会議

<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2016/0425/agenda.html>

家計の消費意欲を高めるためには、持続可能な社会保障制度の構築が急務

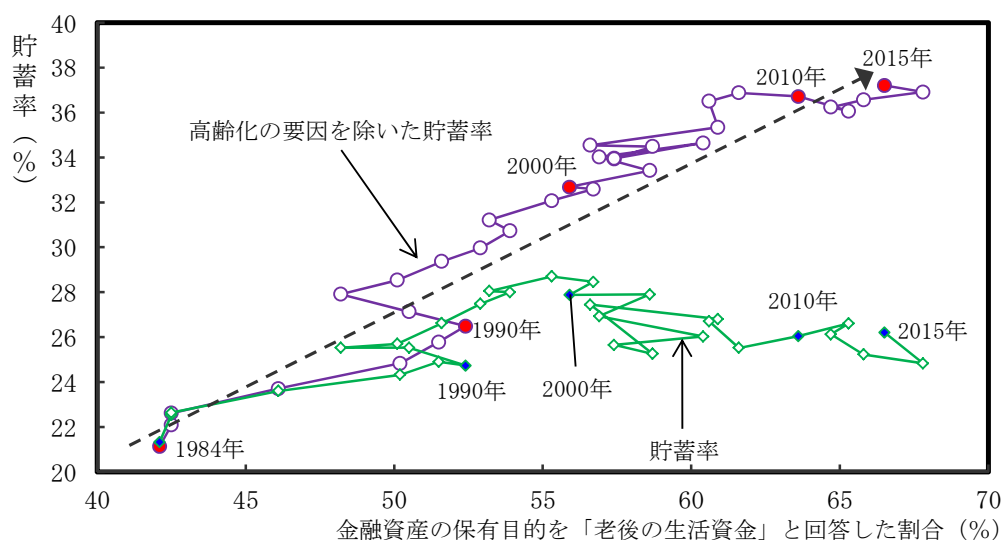
個人消費に関しては、年金制度の持続可能性に対する懐疑的な見方などを背景とする将来不安が家計の消費意欲を抑制している可能性がある。「金融資産の保有目的」に関するアンケート調査を見ると、1980年代以降、国民が金融資産を保有する目的として「老後の生活資金」を挙げる割合が増加傾向をたどっている。つまり、国民は老後の不安から、消費を切り詰め、貯蓄を増やしているものと推察される。

図表 33 は、縦軸に貯蓄率（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。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に合わせて貯蓄率も上昇している。

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、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—すなわち、個人消費を抑制する一因となっている可能性があるのだ。従って、今後個人消費を活性化させるためには、日本の社会保障制度を持続可能なものに再構築し、国民が漠然と抱いている将来への不安感を払拭することが急務である。

給付の抑制などの社会保障制度改革は、恩恵を受ける国民にとっては耳の痛い、選挙で選ばれる政府にとっては敬遠したい話題であるが、安倍政権には将来に向けた英断が求められていると言えるだろう。

図表 33：老後の生活資金計画と家計貯蓄率



(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=18.01-0.75×高齢化率+0.16×将来への不安+0.01×家計資産(-2)
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

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イギリスのEUからの離脱やギリシャ不安、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、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。

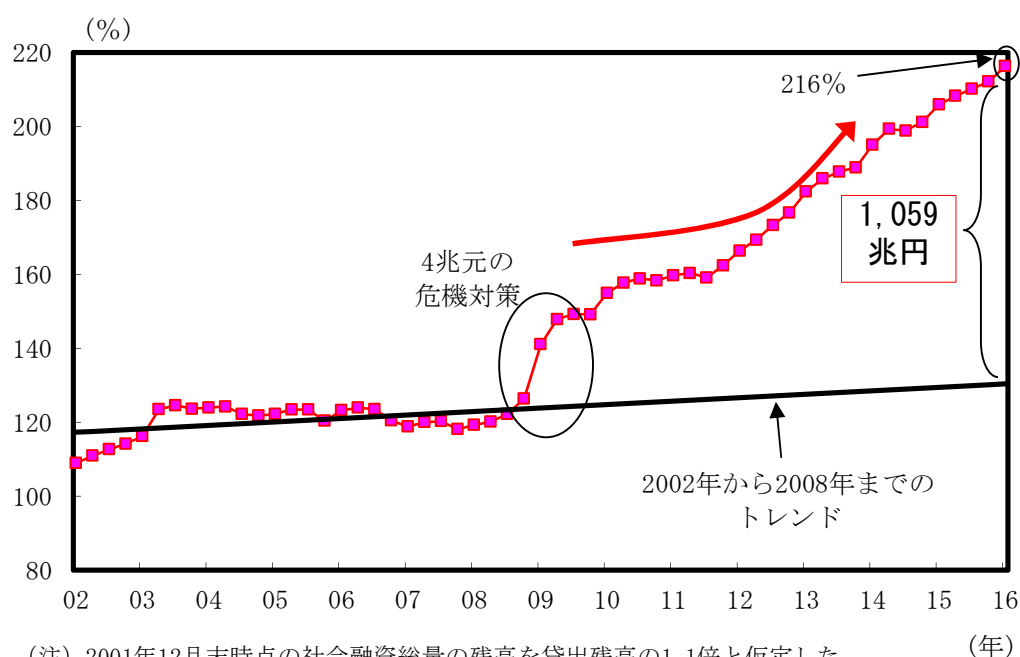
中国における過剰①：過剰融資＝1,000 兆円以上

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 34）。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い。

図表 34：中国の社会融資総量対名目 GDP 比



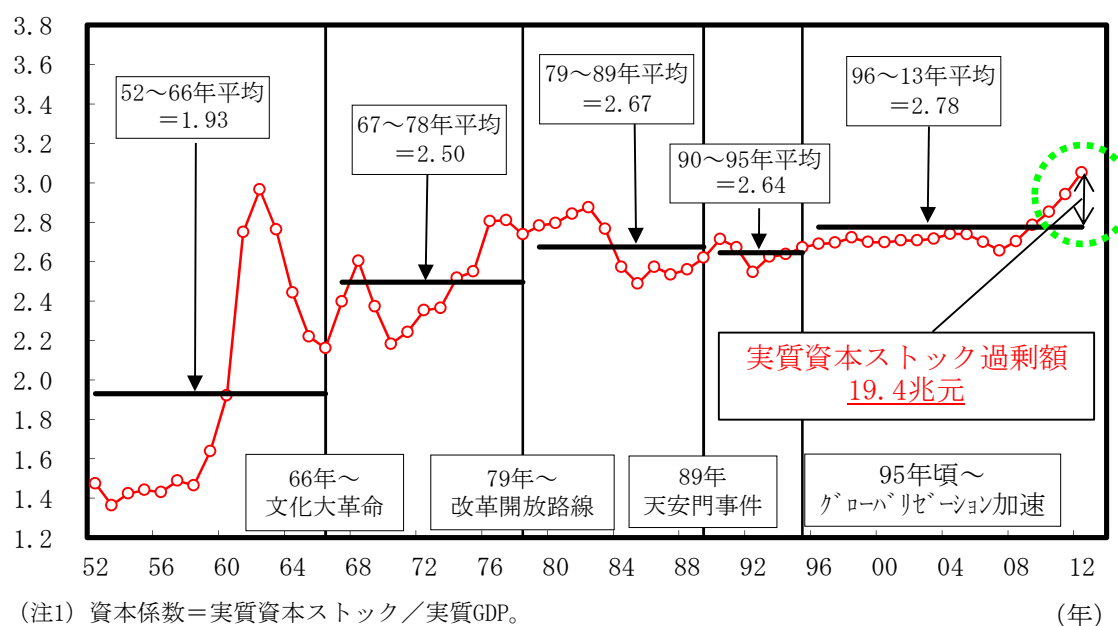
中国における過剰②：過剰資本ストック＝400 兆円以上

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 35 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 35：中国：資本係数の推移



(注1) 資本係数＝実質資本ストック／実質GDP。

(注2) 実質資本ストック、実質GDPともに2010年価格。

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

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 36）。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。

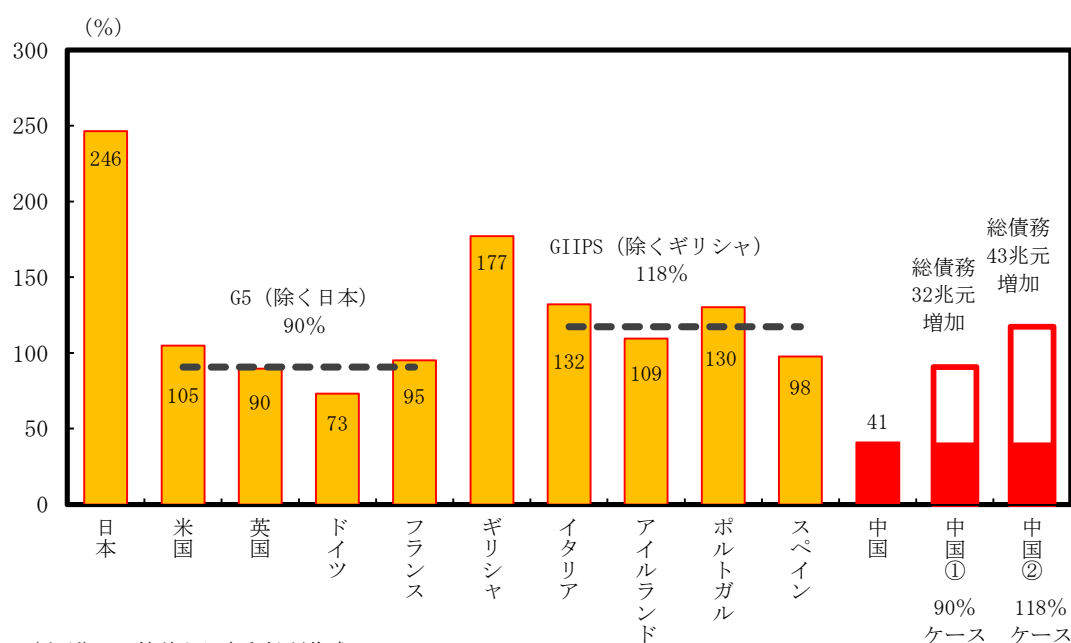
中国の一般政府債務残高対名目 GDP 比が G5（除く日本）と同程度の 90%まで拡大できると仮定すれば、中国政府の財政出動余地は 32 兆元程度と試算される。結論として、国際比較の観点からは、中長期的にみた中国政府の財政出動余地は相応に大きいと評価することができる。

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 36：一般政府債務残高対名目 GDP 比（2014 年）



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37）。

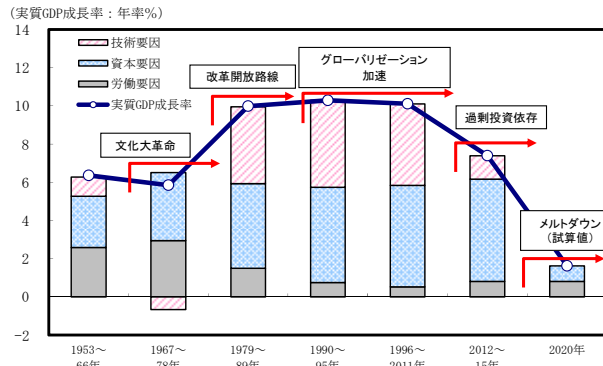
もちろん、一般論として言えば、世界経済のドライバーは依然として米国であり、決して中国ではない。仮に中国経済が少々減速した場合でも、日本経済に与える影響は軽微なものにとどまろう。

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。

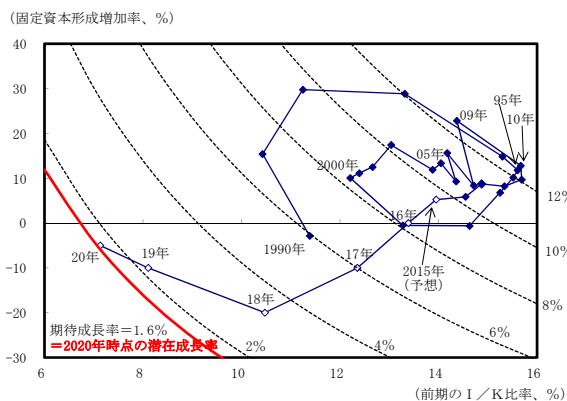
図表 37：中国経済に関するシミュレーション（「メルトダウン」シナリオ）

【潜在成長率の要因分解】



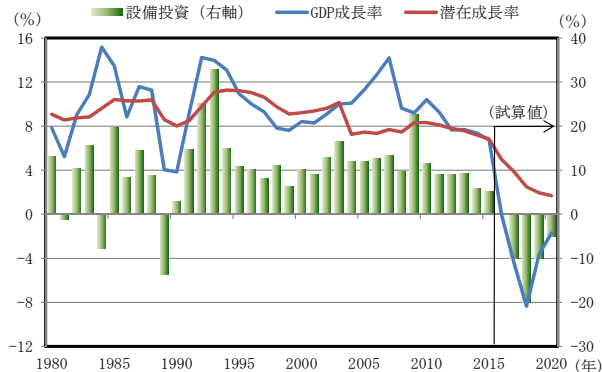
(注) 1966年=文化大革命、1978年=改革開放路線開始、1989年=天安門事件。
(出所) CEIC、世界銀行資料等より大和総研作成

【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

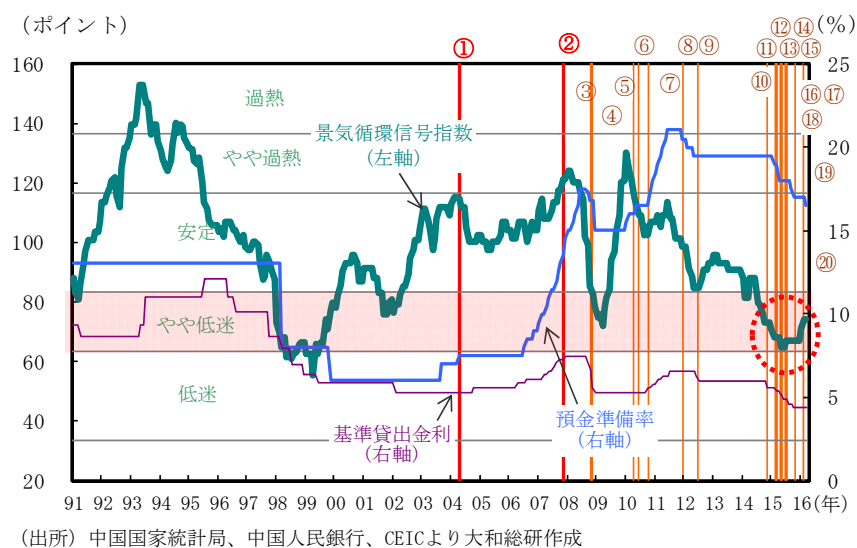
ただし、中国経済は向こう 1～2 年程度のタイムスパンで見れば、政策的に下支えされる見通しである。

図表 38 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、現状は「やや低迷」を示すゾーン（63.33～83.33）で推移しているものの、足下では財政・金融政策の発動を受け、同指数は急速に反発している。

「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 38：中国：景気循環信号指数



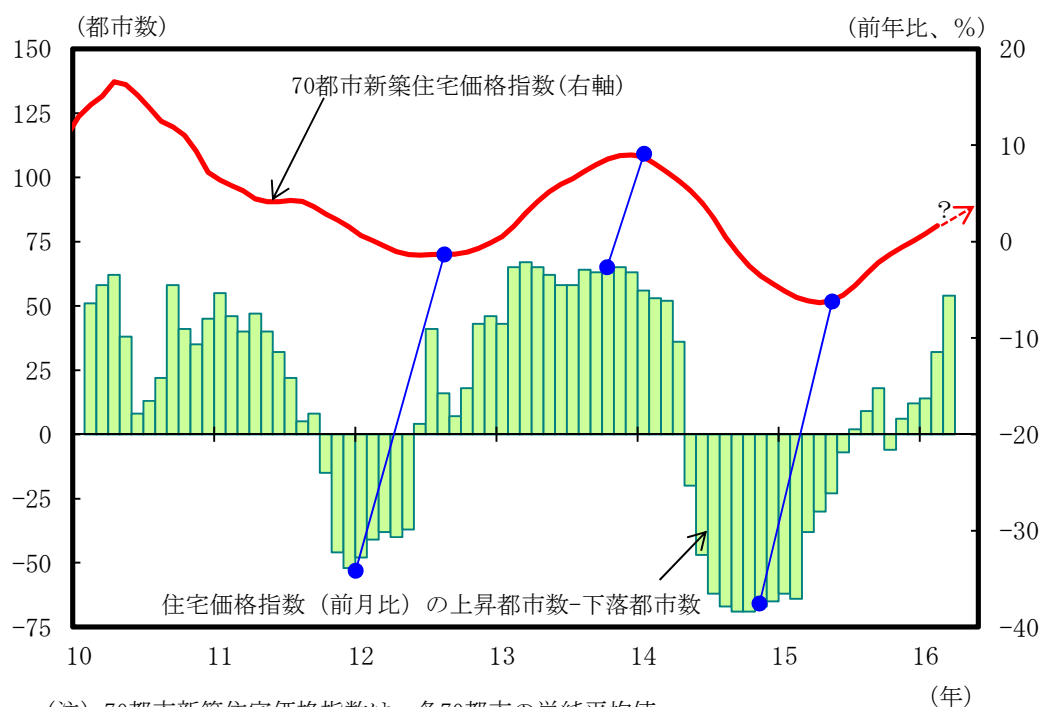
①2004/4	総量規制強化	⑫2015/3	利下げ
②2007/10	総量規制強化	⑬2015/4	預金準備率引き下げ
③2008/10	総量規制緩和	⑭2015/5	利下げ
④2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑮2015/6	利下げ
⑤2010/4	不動産規制強化	⑯2015/6	預貸率上限撤廃
⑥2010/6	人民元の弾力化	⑰2015/7	株価維持策実施
⑦2010/10～2011/7	利上げ	⑱2015/8	預金準備率引き下げ、利下げ
⑧2011/12	預金準備率引き下げ	⑲2015/10	預金準備率引き下げ、利下げ
⑨2012/6	利下げ	⑳2016/2	預金準備率引き下げ
⑩2014/11	利下げ		
⑪2015/2	預金準備率引き下げ		

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 39）。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 39：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。

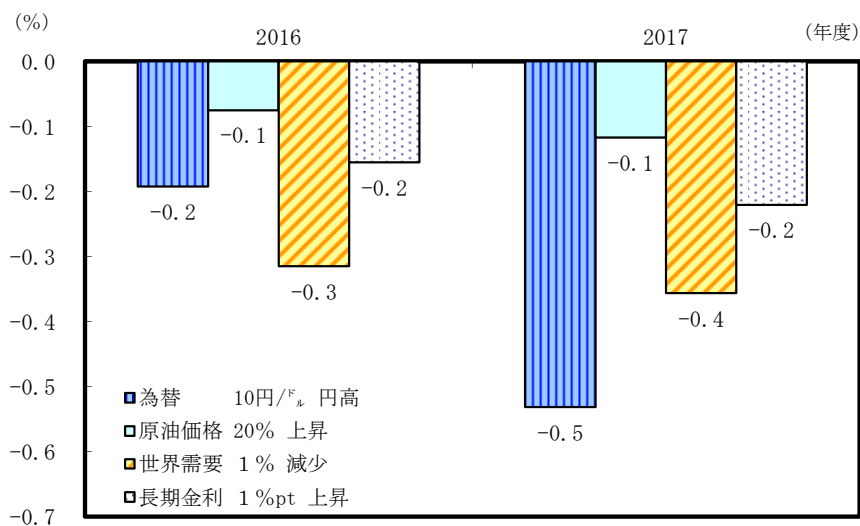
(出所) 中国国家统计局統計より大和総研作成

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7-9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 ; 109.0 円/ドル, 109.0 円/ドル	→ 各四半期 10 円/ドル円高
・ 原油 (WTI) 価格 : 2016-17 年度 ; 45.0 ドル/bbl, 45.0 ドル/bbl	→ 各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率 : 2016-17 暦年 ; 2.7%, 3.0%	→ 各四半期 1% 低下
・ 長期金利 : 2016-17 年度 ; ▲0.10%, ▲0.10%	→ 各四半期 1%pt 上昇

図表 40：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▲0.2%、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。

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▲0.3%、2017 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。

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。従って、本シミュレーションでは金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

なお、景気対策などの財政出動による財政悪化から長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウド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 41：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	1.4	1.1	0.9 (-0.5)	0.8 (-0.8)	1.0 (-0.4)	0.9 (-0.6)
実質 GDP	0.8	-0.1	0.6 (-0.2)	-0.4 (-0.5)	0.8 (-0.1)	-0.1 (-0.1)
GDPデフレーター	0.6	1.2	0.3 (-0.3)	1.2 (-0.3)	0.2 (-0.4)	1.0 (-0.5)
全産業活動指数	0.6	-0.2	0.2 (-0.4)	-0.4 (-0.6)	0.5 (-0.1)	-0.2 (-0.1)
鉱工業生産指数	0.2	-0.4	-1.1 (-1.4)	-1.1 (-2.0)	0.1 (-0.1)	-0.5 (-0.2)
第3次産業活動指数	0.8	-0.1	0.5 (-0.3)	-0.3 (-0.4)	0.7 (-0.1)	-0.2 (-0.1)
国内企業物価	-1.1	2.8	-2.1 (-1.0)	2.5 (-1.3)	-0.6 (0.5)	3.0 (0.7)
消費者物価	0.2	1.9	0.0 (-0.2)	1.8 (-0.3)	0.3 (0.1)	2.0 (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）	3.4	5.9	3.5 (0.1)	5.4 (-0.4)	1.7 (-1.7)	3.8 (-2.1)
経常収支（億ドル）	1,854	2,241	1,966 (113)	2,171 (-70)	1,724 (-130)	2,070 (-171)
経常収支（兆円）	20.2	24.4	20.0 (-0.2)	21.9 (-2.5)	18.7 (-1.6)	22.6 (-1.9)
実質 GDP の内訳						
民間消費	0.6	-1.4	0.6 (-0.0)	-1.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)	-1.5 (-0.2)
民間住宅投資	2.2	-4.8	2.0 (-0.2)	-5.2 (-0.5)	2.0 (-0.2)	-5.1 (-0.4)
民間設備投資	1.4	0.4	0.6 (-0.8)	-0.3 (-1.5)	1.0 (-0.4)	0.2 (-0.6)
政府最終消費	1.5	1.5	1.6 (0.1)	1.7 (0.2)	1.5 (-0.0)	1.5 (-0.0)
公共投資	0.3	-6.0	0.8 (0.5)	-5.9 (0.7)	0.2 (-0.1)	-6.1 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	2.0	3.8	1.7 (-0.4)	3.1 (-1.0)	1.9 (-0.1)	3.7 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	1.3	1.0	1.0 (-0.3)	1.7 (0.4)	0.9 (-0.4)	0.8 (-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 (-0.3)	1.0 (-0.4)	1.2 (-0.2)	1.0 (-0.2)	1.2 (-0.2)	1.1 (-0.2)
実質 GDP	0.5 (-0.3)	-0.1 (-0.4)	0.7 (-0.2)	-0.1 (-0.2)	0.9 (0.0)	0.1 (0.1)
GDPデフレーター	0.6 (-0.0)	1.1 (-0.0)	0.6 (0.0)	1.2 (-0.0)	0.3 (-0.2)	1.0 (-0.4)
全産業活動指数	0.4 (-0.2)	-0.2 (-0.2)	0.5 (-0.1)	-0.2 (-0.1)	0.8 (0.1)	-0.1 (0.2)
鉱工業生産指数	-0.7 (-0.9)	-0.5 (-0.9)	-0.0 (-0.3)	-0.6 (-0.4)	0.8 (0.5)	-0.2 (0.8)
第3次産業活動指数	0.7 (-0.1)	-0.2 (-0.1)	0.7 (-0.1)	-0.1 (-0.1)	0.8 (0.1)	-0.1 (0.1)
国内企業物価	-1.2 (-0.0)	2.8 (-0.1)	-1.1 (0.0)	2.8 (-0.0)	-0.1 (1.0)	3.2 (1.4)
消費者物価	0.2 (-0.0)	1.9 (-0.0)	0.2 (0.0)	1.9 (-0.0)	0.4 (0.2)	2.0 (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）	2.7 (-0.6)	5.4 (-0.4)	3.7 (0.3)	6.4 (0.5)	1.6 (-1.7)	4.0 (-1.9)
経常収支（億ドル）	1,780 (-74)	2,150 (-91)	1,812 (-42)	1,861 (-380)	1,668 (-186)	2,105 (-136)
経常収支（兆円）	19.3 (-0.9)	23.4 (-1.0)	19.7 (-0.5)	20.3 (-4.1)	18.8 (-1.4)	23.8 (-0.6)
実質 GDP の内訳						
民間消費	0.6 (-0.1)	-1.4 (-0.0)	0.6 (-0.0)	-1.4 (-0.0)	0.5 (-0.1)	-1.4 (-0.1)
民間住宅投資	2.1 (-0.1)	-5.1 (-0.4)	1.6 (-0.5)	-5.0 (-0.7)	2.1 (-0.1)	-4.9 (-0.2)
民間設備投資	1.2 (-0.2)	0.2 (-0.5)	0.4 (-1.0)	-0.2 (-1.6)	1.4 (0.0)	0.5 (0.1)
政府最終消費	1.5 (0.0)	1.6 (0.0)	1.5 (0.0)	1.5 (0.0)	1.5 (-0.0)	1.5 (-0.1)
公共投資	0.3 (0.0)	-6.0 (0.1)	0.3 (-0.0)	-6.0 (0.0)	-0.1 (-0.4)	-6.2 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	0.4 (-1.6)	3.8 (-1.6)	2.0 (-0.0)	3.8 (-0.0)	2.1 (0.1)	4.0 (0.4)
財貨・サービスの輸入	1.0 (-0.3)	1.0 (-0.3)	1.0 (-0.3)	0.8 (-0.6)	1.0 (-0.2)	0.5 (-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	2014	2015	2014	2015	
名目国内総支出(兆円)	487.1	483.8	488.6	498.3	497.6	501.2	500.3	502.8	489.6	500.3	486.9	499.3	
前期比%	-0.1	-0.7	1.0	2.0	-0.1	0.7	-0.2	0.5					
前期比年率%	-0.4	-2.7	4.1	8.2	-0.6	2.9	-0.7	2.0					
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.2	3.6	2.2	0.8	1.5	2.2	1.6	2.5	
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	524.1	520.6	523.4	530.3	528.0	530.1	527.8	530.0	524.8	529.0	526.1	529.0	
前期比%	-2.1	-0.7	0.5	1.3	-0.4	0.4	-0.4	0.4					
前期比年率%	-8.1	-2.7	2.1	5.4	-1.7	1.6	-1.7	1.7					
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	-0.0	-0.9	0.8	-0.0	0.6	
内需寄与度(前期比)	-2.9	-0.7	0.2	1.2	-0.1	0.3	-0.5	0.2	-1.6	0.6	0.0	0.1	
外需寄与度(前期比)	0.9	0.1	0.4	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.2	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	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	2.4	1.4	1.7	2.0	
全産業活動指数(2010=100)	101.1	101.1	101.7	102.6	102.5	102.5	102.3	102.2	101.7	102.4	102.0	102.5	
前期比%	-2.8	0.0	0.6	0.9	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-1.1	0.7	0.1	0.4	
鉱工業生産指数(2010=100)	98.8	97.4	98.2	99.3	98.0	97.0	97.1	96.1	98.4	97.0	99.0	97.8	
前期比%	-3.1	-1.3	0.8	1.1	-1.3	-1.0	0.0	-1.0	-0.5	-1.4	2.1	-1.2	
第3次産業活動指数(2010=100)	101.2	101.7	102.2	103.1	103.3	103.4	103.3	103.4	102.1	103.4	102.3	103.2	
前期比%	-2.8	0.5	0.6	0.8	0.2	0.1	-0.1	0.1	-1.1	1.3	-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	103.3	103.7	102.6	101.2	99.8	105.2	101.8	105.1	102.7	
前年同期比%	4.4	4.0	2.4	0.5	-2.2	-3.6	-3.7	-3.5	2.8	-3.2	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	102.6	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	3.4	3.4	3.3	3.2	3.5	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	-0.01	0.46	0.26	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	3.2	3.3	3.6	3.4	3.7	
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	-9.4	-9.8	-6.2	-0.7	-1.6	-1.5	1.4	3.9	-6.6	0.6	-10.5	-0.6	
経常収支(季調済年率、億ドル)	430	437	1,025	1,193	1,316	1,304	1,581	1,711	794	1,478	367	1,356	
経常収支(季調済年率、兆円)	4.4	4.5	11.7	14.2	16.0	15.9	19.2	19.8	8.7	17.7	3.9	16.4	
対名目GDP比率(%)	0.9	0.9	2.4	2.8	3.2	3.2	3.8	3.9	1.8	3.5	0.8	3.3	
為替レート(¥/\$)	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	115.4	109.9	120.1	105.8	121.0	
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.0	138.4	132.5	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	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2016	2017	2016	2017
	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
名目国内総支出(兆円)	503.1	504.9	507.9	513.4	511.6	512.0	513.1	515.4	507.3	513.0	504.6	512.5
前期比%	0.0	0.4	0.6	1.1	-0.4	0.1	0.2	0.5				
前期比年率%	0.2	1.5	2.3	4.5	-1.4	0.3	0.8	1.8				
前年同期比%	1.1	0.7	1.6	2.1	1.7	1.4	1.0	0.4	1.4	1.1	1.1	1.6
実質国内総支出(兆円、2005暦年連鎖価格)	529.8	531.2	533.4	538.7	531.8	532.3	533.0	534.9	533.4	533.1	531.2	534.0
前期比%	-0.0	0.3	0.4	1.0	-1.3	0.1	0.1	0.4				
前期比年率%	-0.2	1.1	1.7	4.0	-5.0	0.3	0.6	1.4				
前年同期比%	0.3	0.2	1.1	1.6	0.4	0.2	-0.1	-0.7	0.8	-0.1	0.4	0.5
内需寄与度(前期比)	-0.1	0.2	0.4	1.2	-1.8	0.0	0.1	0.3	0.7	-0.6	0.2	0.3
外需寄与度(前期比)	0.0	0.0	-0.0	-0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.2
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.7	0.5	0.5	0.5	1.3	1.2	1.1	1.1	0.6	1.2	0.7	1.0
全産業活動指数(2010=100)	102.0	102.4	103.0	104.6	102.7	102.7	102.8	103.0	103.0	102.8	102.4	103.2
前期比%	-0.2	0.4	0.5	1.6	-1.8	-0.1	0.2	0.2	0.6	-0.2	-0.1	0.8
鉱工業生産指数(2010=100)	95.7	96.6	97.4	99.4	97.2	96.3	96.7	97.1	97.3	96.8	96.4	97.4
前期比%	-0.4	0.9	0.8	2.0	-2.2	-0.9	0.4	0.5	0.2	-0.4	-1.4	1.0
第3次産業活動指数(2010=100)	103.3	103.6	104.0	105.6	103.8	104.0	104.1	104.2	104.2	104.1	103.5	104.3
前期比%	-0.1	0.3	0.4	1.5	-1.7	0.1	0.1	0.1	0.8	-0.1	0.3	0.8
企業物価指数(2010=100)												
国内企業物価指数	100.2	100.6	100.8	101.0	103.2	103.4	103.6	103.9	100.7	103.5	100.3	102.8
前年同期比%	-3.4	-2.0	-0.4	1.3	3.0	2.8	2.7	2.8	-1.1	2.8	-2.3	2.4
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2010=100)	103.1	103.4	103.7	103.4	105.0	105.4	105.7	105.3	103.4	105.3	103.2	104.8
前年同期比%	-0.3	-0.0	0.3	0.7	1.9	1.9	1.9	1.9	0.2	1.9	-0.0	1.6
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(%)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.08	-0.10
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	3.8	4.1
国際収支統計												
貿易収支(季節調整年率、兆円)	3.6	3.5	3.7	2.7	5.3	5.7	6.0	6.4	3.4	5.9	3.7	4.9
経常収支(季節調整年率、億ドル)	1,853	1,869	1,895	1,798	2,143	2,206	2,274	2,341	1,854	2,241	1,832	2,105
経常収支(季節調整年率、兆円)	20.2	20.4	20.7	19.6	23.4	24.0	24.8	25.5	20.2	24.4	20.2	22.9
対名目GDP比率(%)	4.0	4.0	4.1	3.8	4.6	4.7	4.8	5.0	4.0	4.8	4.0	4.5
為替レート(¥/\$)	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	110.6	109.0
(¥/Euro)	123.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	124.5	125.0	125.2	125.0

(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)

	2014			2015			2016			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	2014	2015	2014	2015	
国内総支出	524.1	520.6	523.4	530.3	528.0	530.1	527.8	530.0	524.8	529.0	526.1	529.0	
前期比年率%	-8.1	-2.7	2.1	5.4	-1.7	1.6	-1.7	1.7					
前年同期比%	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	-0.0	-0.9	0.8	-0.0	0.6	
国内需要	515.8	512.4	513.4	519.3	518.6	520.2	517.6	518.8	515.4	518.8	518.5	519.0	
前期比年率%	-11.3	-2.6	0.8	4.7	-0.5	1.2	-1.9	0.9					
前年同期比%	-0.3	-1.7	-1.9	-2.3	0.6	1.5	0.7	-0.1	-1.6	0.7	-0.0	0.1	
民間需要	392.3	388.3	388.9	395.1	393.3	395.1	392.6	393.0	391.3	393.5	394.3	394.0	
前期比年率%	-13.8	-4.1	0.7	6.5	-1.8	1.9	-2.5	0.4					
前年同期比%	-0.3	-2.1	-2.4	-3.0	0.3	1.7	0.8	-0.5	-2.0	0.6	-0.1	-0.1	
民間最終消費支出	305.9	306.1	307.8	308.5	306.0	307.5	304.9	306.4	307.2	306.2	310.5	306.7	
前期比年率%	-18.2	0.2	2.3	0.8	-3.2	2.0	-3.3	1.9					
前年同期比%	-2.5	-2.7	-2.1	-4.1	0.1	0.4	-1.0	-0.6	-2.9	-0.3	-0.9	-1.2	
民間住宅投資	13.8	12.9	12.8	13.1	13.4	13.6	13.5	13.4	13.1	13.5	13.7	13.4	
前期比年率%	-36.4	-25.5	-1.0	8.7	9.0	6.8	-4.1	-3.0					
前年同期比%	-2.1	-12.5	-15.5	-15.4	-3.2	5.9	4.8	2.0	-11.7	2.4	-5.3	-2.5	
民間企業設備投資	70.3	69.9	69.8	72.5	71.3	71.8	72.6	71.7	70.7	71.9	71.0	72.1	
前期比年率%	-17.0	-2.1	-0.7	16.3	-6.2	2.7	4.7	-5.3					
前年同期比%	1.5	0.6	-0.1	-1.3	1.3	2.6	4.1	-0.9	0.1	1.6	3.1	1.5	
民間在庫品増加	2.3	-0.6	-1.6	1.0	2.6	2.2	1.6	1.6	0.3	2.0	-0.9	1.9	
公的需要	123.5	124.1	124.5	124.2	125.4	125.0	125.0	125.9	124.2	125.3	124.3	124.9	
前期比年率%	-2.7	2.1	1.2	-0.8	3.6	-1.0	-0.0	2.6					
前年同期比%	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	1.4	0.8	0.3	1.1	-0.3	0.9	0.2	0.5	
政府最終消費支出	101.8	102.1	102.4	102.7	103.2	103.4	104.2	104.9	102.3	104.0	102.2	103.4	
前期比年率%	-0.9	1.0	1.1	1.2	2.1	0.7	2.9	2.8					
前年同期比%	-0.3	-0.2	0.3	0.6	1.4	1.3	1.7	2.1	0.1	1.6	0.1	1.2	
公的固定資本形成	21.6	21.9	22.1	21.5	22.1	21.6	20.9	21.0	21.8	21.3	22.1	21.5	
前期比年率%	-10.4	4.7	3.9	-10.7	12.6	-8.5	-13.1	1.3					
前年同期比%	-0.1	-2.6	-2.5	-4.1	2.1	-0.7	-5.2	-3.0	-2.6	-2.2	0.4	-2.5	
公的在庫品増加	0.0	0.1	0.0	0.1	-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	10.2	12.3	13.1	10.7	11.7	11.9	12.8	11.3	11.7	9.6	11.9	
財貨・サービスの輸出	88.7	90.0	93.0	95.1	90.5	92.9	92.1	92.7	91.7	92.0	90.1	92.6	
前期比年率%	0.0	6.1	14.2	8.9	-17.8	10.8	-3.1	2.4					
前年同期比%	5.5	7.5	11.2	7.3	1.9	3.1	-0.9	-2.5	7.9	0.4	8.3	2.8	
財貨・サービスの輸入	79.0	79.8	80.7	81.9	79.8	81.1	80.3	79.9	80.4	80.3	80.5	80.8	
前期比年率%	-16.1	4.0	4.6	6.0	-9.8	6.8	-4.3	-1.8					
前年同期比%	5.9	5.1	3.6	-0.6	0.8	1.5	-0.5	-2.3	3.4	-0.1	7.2	0.3	

(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	529.8	531.2	533.4	538.7	531.8	532.3	533.0	534.9		533.4	533.1	531.2	534.0
前期比年率%	-0.2	1.1	1.7	4.0	-5.0	0.3	0.6	1.4					
前年同期比%	0.3	0.2	1.1	1.6	0.4	0.2	-0.1	-0.7		0.8	-0.1	0.4	0.5
国内需要	518.5	519.7	522.1	528.6	518.7	518.8	519.1	520.5		522.5	519.3	519.9	521.5
前期比年率%	-0.2	1.0	1.8	5.1	-7.3	0.1	0.2	1.1					
前年同期比%	0.0	-0.1	0.9	2.0	0.1	-0.2	-0.7	-1.6		0.7	-0.6	0.2	0.3
民間需要	392.4	393.1	394.7	401.2	391.5	391.6	392.1	392.9		395.5	392.1	393.4	394.2
前期比年率%	-0.5	0.7	1.7	6.7	-9.3	0.1	0.4	0.9					
前年同期比%	-0.3	-0.5	0.6	2.2	-0.2	-0.4	-0.7	-2.1		0.5	-0.9	-0.2	0.2
民間最終消費支出	305.7	306.0	307.6	312.8	304.0	303.1	303.4	304.0		308.1	303.7	306.5	305.9
前期比年率%	-0.8	0.4	2.0	7.0	-10.7	-1.2	0.4	0.8					
前年同期比%	-0.1	-0.4	0.9	2.1	-0.5	-1.0	-1.4	-2.8		0.6	-1.4	-0.1	-0.2
民間住宅投資	13.4	13.5	13.9	14.1	13.1	13.1	13.1	13.1		13.7	13.1	13.6	13.3
前期比年率%	0.8	4.9	11.2	6.1	-25.5	-1.2	-0.4	0.5					
前年同期比%	-0.0	-0.5	3.4	5.7	-2.0	-3.4	-6.1	-7.3		2.2	-4.8	1.3	-1.6
民間企業設備投資	71.7	71.9	72.4	74.9	72.9	73.0	73.2	73.4		72.9	73.2	72.0	73.6
前期比年率%	0.4	1.1	2.4	14.8	-10.0	0.4	0.8	1.2					
前年同期比%	0.7	0.2	-0.4	4.4	1.7	1.5	1.1	-2.0		1.4	0.4	-0.2	2.3
民間在庫品増加	1.6	1.6	0.9	-0.6	1.4	2.4	2.4	2.4		0.8	2.1	1.4	1.4
公的需要	126.0	126.6	127.4	127.4	127.2	127.2	127.1	127.6		126.9	127.3	126.5	127.3
前期比年率%	0.6	1.9	2.3	0.2	-0.6	-0.1	-0.4	1.8					
前年同期比%	0.8	1.3	1.9	1.3	1.0	0.5	-0.4	-0.0		1.3	0.3	1.3	0.6
政府最終消費支出	105.0	105.3	105.7	106.1	106.5	107.0	107.2	107.8		105.6	107.2	105.2	106.7
前期比年率%	0.4	1.2	1.5	1.4	1.6	2.1	0.4	2.4					
前年同期比%	1.7	1.8	1.5	1.1	1.4	1.7	1.4	1.6		1.5	1.5	1.8	1.4
公的固定資本形成	21.1	21.3	21.7	21.3	20.7	20.1	19.9	19.8		21.4	20.1	21.2	20.5
前期比年率%	1.7	5.2	6.4	-5.8	-10.8	-10.8	-5.0	-1.5					
前年同期比%	-4.8	-1.7	3.5	2.1	-1.6	-5.4	-8.1	-7.3		0.3	-6.0	-1.2	-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	12.8	13.0	12.9	11.6	14.7	15.0	15.5	15.9		12.6	15.3	12.9	14.2
財貨・サービスの輸出	92.6	93.5	94.4	95.1	95.9	96.6	97.9	99.3		93.9	97.4	93.3	96.4
前期比年率%	-0.4	3.8	4.1	3.2	3.0	3.2	5.3	6.1					
前年同期比%	2.4	0.7	2.4	2.7	3.5	3.4	3.7	4.4		2.0	3.8	0.7	3.3
財貨・サービスの輸入	79.7	80.4	81.5	83.5	81.2	81.6	82.4	83.4		81.3	82.2	80.4	82.2
前期比年率%	-0.8	3.6	5.3	10.4	-10.7	2.0	4.1	4.9					
前年同期比%	-0.0	-0.8	1.5	4.5	1.8	1.4	1.2	-0.1		1.3	1.0	-0.4	2.2

(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。

(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		2014	2015	2014	2015
国内総支出	487.1	483.8	488.6	498.3	497.6	501.2	500.3	502.8		489.6	500.3	486.9	499.3
前期比年率%	-0.4	-2.7	4.1	8.2	-0.6	2.9	-0.7	2.0					
前年同期比%	1.9	0.5	1.3	2.2	2.2	3.6	2.2	0.8		1.5	2.2	1.6	2.5
国内需要	501.4	498.1	499.6	504.2	504.0	505.5	503.0	501.8		501.0	503.5	502.1	504.2
前期比年率%	-5.4	-2.6	1.2	3.7	-0.1	1.2	-1.9	-1.0					
前年同期比%	2.4	0.6	0.1	-0.9	0.6	1.5	0.5	-0.6		0.5	0.5	1.9	0.4
民間需要	377.6	373.4	374.4	379.1	378.4	380.1	377.6	375.9		376.2	378.0	377.8	378.8
前期比年率%	-7.7	-4.4	1.2	5.1	-0.8	1.8	-2.6	-1.8					
前年同期比%	2.4	0.2	-0.6	-1.6	0.3	1.8	0.7	-0.9		0.1	0.5	1.8	0.3
民間最終消費支出	292.2	292.6	294.2	293.6	291.7	293.3	290.9	290.6		293.2	291.7	295.4	292.4
前期比年率%	-12.7	0.6	2.2	-0.8	-2.6	2.2	-3.3	-0.5					
前年同期比%	0.2	-0.3	-0.2	-2.9	-0.1	0.2	-1.2	-1.0		-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	14.6		14.4	14.8	15.0	14.7
前期比年率%	-28.7	-26.5	-1.1	10.4	7.9	6.5	-3.4	-5.7					
前年同期比%	2.7	-9.0	-13.1	-13.0	-3.4	5.9	5.0	1.1		-8.5	2.2	-2.0	-1.7
民間企業設備投資	67.7	67.5	67.7	70.3	69.5	70.0	70.7	69.1		68.4	69.8	68.4	70.1
前期比年率%	-14.2	-0.9	1.0	16.2	-4.3	2.9	3.9	-8.5					
前年同期比%	3.0	2.0	1.5	0.1	2.5	3.6	4.4	-1.5		1.5	2.1	4.5	2.5
民間在庫品増加	2.5	-0.9	-1.5	0.8	2.5	1.9	1.3	1.7		0.2	1.8	-1.0	1.6
公的需要	123.8	124.8	125.2	125.1	125.6	125.4	125.4	125.9		124.7	125.5	124.3	125.3
前期比年率%	2.0	3.1	1.4	-0.5	1.9	-0.8	-0.0	1.6					
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	101.5	101.9	102.6	103.1		101.0	102.3	100.5	101.9
前期比年率%	4.1	1.7	1.5	1.0	0.3	1.4	3.0	2.0					
前年同期比%	1.9	1.9	2.7	2.1	1.1	1.0	1.5	1.7		2.2	1.3	1.8	1.4
公的固定資本形成	23.4	23.8	24.0	23.5	24.1	23.5	22.7	22.7		23.7	23.2	23.8	23.4
前期比年率%	-5.9	6.8	3.8	-8.2	10.6	-8.8	-12.8	0.1					
前年同期比%	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-5.0	-3.8		0.4	-2.2	3.4	-1.6
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	-14.3	-14.3	-11.0	-5.9	-6.5	-4.3	-2.8	1.0		-11.4	-3.1	-15.2	-4.9
財貨・サービスの輸出	83.6	86.1	91.7	92.0	88.1	90.1	87.0	84.3		88.4	87.4	86.4	89.3
前期比年率%	-1.1	12.1	28.7	1.5	-15.8	9.0	-12.9	-12.0					
前年同期比%	6.6	9.6	16.3	9.5	5.1	4.8	-4.9	-8.6		10.5	-1.2	11.4	3.4
財貨・サービスの輸入	98.0	100.4	102.7	97.9	94.6	94.4	89.8	83.3		99.8	90.5	101.6	94.2
前期比年率%	-23.6	10.3	9.3	-17.4	-12.7	-0.9	-18.2	-25.9					
前年同期比%	8.7	8.8	7.0	-7.0	-3.8	-5.8	-12.2	-15.2		4.0	-9.3	11.4	-7.3

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(3-b) 名目国内総支出(兆円)

	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	503.1	504.9	507.9	513.4	511.6	512.0	513.1	515.4		507.3	513.0	504.6	512.5
前期比年率%	0.2	1.5	2.3	4.5	-1.4	0.3	0.8	1.8					
前年同期比%	1.1	0.7	1.6	2.1	1.7	1.4	1.0	0.4		1.4	1.1	1.1	1.6
国内需要	502.1	504.1	507.1	514.0	508.9	508.9	509.6	511.5		507.0	509.6	503.8	510.4
前期比年率%	0.3	1.5	2.4	5.5	-3.9	0.0	0.5	1.5					
前年同期比%	-0.3	-0.3	0.9	2.6	1.4	0.9	0.4	-0.6		0.7	0.5	-0.1	1.3
民間需要	375.9	377.1	379.2	385.9	380.6	380.6	381.4	382.6		379.7	381.3	377.1	382.2
前期比年率%	0.0	1.3	2.3	7.3	-5.4	0.0	0.8	1.3					
前年同期比%	-0.7	-0.8	0.5	2.8	1.2	0.9	0.5	-0.9		0.4	0.4	-0.5	1.4
民間最終消費支出	290.3	290.9	292.6	297.9	293.0	291.9	292.3	293.0		292.9	292.6	291.1	293.8
前期比年率%	-0.4	0.8	2.4	7.4	-6.4	-1.6	0.6	1.0					
前年同期比%	-0.5	-0.8	0.6	2.5	1.0	0.3	-0.1	-1.6		0.4	-0.1	-0.4	0.9
民間住宅投資	14.7	14.9	15.3	15.6	14.8	14.7	14.7	14.8		15.1	14.7	14.9	14.9
前期比年率%	1.9	6.1	12.5	7.3	-19.1	-1.6	-0.5	1.3					
前年同期比%	-0.3	-0.4	3.6	6.9	0.9	-0.9	-4.0	-5.3		2.4	-2.4	1.0	0.6
民間企業設備投資	69.3	69.7	70.4	73.1	71.4	71.6	71.9	72.3		70.8	71.8	69.6	72.0
前期比年率%	1.4	2.2	3.8	16.5	-9.2	1.1	1.8	2.6					
前年同期比%	-0.1	-0.4	-0.4	5.7	2.9	2.6	2.1	-1.0		1.4	1.5	-0.6	3.4
民間在庫品増加	1.7	1.7	0.9	-0.6	1.4	2.5	2.5	2.5		0.9	2.2	1.4	1.4
公的需要	126.2	127.0	127.9	128.0	128.2	128.3	128.2	128.9		127.3	128.3	126.7	128.2
前期比年率%	1.0	2.4	3.0	0.5	0.6	0.0	-0.2	2.1					
前年同期比%	0.8	1.2	2.0	1.8	1.7	1.0	0.1	0.3		1.5	0.8	1.1	1.1
政府最終消費支出	103.3	103.8	104.3	104.7	105.5	106.1	106.4	107.1		104.0	106.3	103.6	105.7
前期比年率%	0.8	1.6	1.9	1.8	3.0	2.5	0.8	2.8					
前年同期比%	1.8	1.9	1.6	1.5	2.1	2.3	2.0	2.3		1.7	2.2	1.7	2.0
公的固定資本形成	22.8	23.2	23.6	23.3	22.7	22.1	21.8	21.7		23.3	22.0	23.1	22.5
前期比年率%	1.7	6.1	7.6	-5.0	-9.6	-10.8	-5.0	-1.5					
前年同期比%	-5.1	-1.7	3.7	2.9	-0.5	-4.6	-7.6	-6.9		0.5	-5.4	-1.4	-2.6
公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.9	0.9	0.7	-0.6	2.8	3.1	3.5	3.9		0.5	3.3	0.9	2.2
財貨・サービスの輸出	84.3	85.4	86.5	87.6	88.6	89.6	91.1	92.8		86.0	90.6	85.1	89.3
前期比年率%	0.4	4.9	5.5	5.0	4.9	4.6	6.8	7.7					
前年同期比%	-4.2	-5.3	-0.7	4.1	5.0	5.0	5.4	5.9		-1.6	5.3	-4.7	4.9
財貨・サービスの輸入	83.4	84.5	85.8	88.1	85.9	86.5	87.6	88.9		85.5	87.2	84.2	87.1
前期比年率%	0.8	5.3	6.1	11.4	-9.8	3.0	5.1	6.0					
前年同期比%	-11.7	-10.6	-4.6	6.0	2.8	2.4	2.2	0.8		-5.5	2.0	-10.6	3.4

(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。

(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		2014	2015	2014	2015
国内総支出	92.9	92.9	93.4	94.0	94.2	94.5	94.8	94.9		93.3	94.6	92.5	94.4
前期比%	2.0	-0.0	0.5	0.7	0.3	0.3	0.3	0.1					
前年同期比%	2.2	2.0	2.3	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9		2.4	1.4	1.7	2.0
民間最終消費支出	95.5	95.6	95.6	95.2	95.3	95.4	95.4	94.9		95.5	95.2	95.1	95.3
前期比%	1.7	0.1	-0.0	-0.4	0.2	0.1	0.0	-0.6					
前年同期比%	2.7	2.4	1.9	1.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4		2.1	-0.2	1.9	0.2
民間住宅投資	110.0	109.7	109.7	110.1	109.8	109.7	109.9	109.2		109.9	109.7	109.0	109.9
前期比%	2.9	-0.3	-0.0	0.4	-0.3	-0.1	0.2	-0.7					
前年同期比%	4.9	3.9	2.9	2.9	-0.2	0.1	0.2	-0.9		3.6	-0.2	3.5	0.8
民間企業設備投資	96.3	96.6	97.0	96.9	97.4	97.4	97.3	96.4		96.7	97.1	96.3	97.3
前期比%	0.8	0.3	0.4	-0.0	0.5	0.0	-0.2	-0.9					
前年同期比%	1.4	1.4	1.6	1.5	1.2	0.9	0.3	-0.6		1.5	0.4	1.3	1.0
政府最終消費支出	98.6	98.7	98.8	98.8	98.3	98.5	98.5	98.4		98.7	98.4	98.3	98.5
前期比%	1.2	0.2	0.1	-0.0	-0.4	0.2	0.0	-0.2					
前年同期比%	2.1	2.1	2.4	1.5	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4		2.0	-0.3	1.6	0.2
公的固定資本形成	108.1	108.6	108.5	109.3	108.8	108.7	108.8	108.5		108.7	108.7	107.9	108.9
前期比%	1.2	0.5	-0.0	0.7	-0.5	-0.1	0.1	-0.3					
前年同期比%	3.9	3.9	2.6	2.3	0.8	0.2	0.3	-0.8		3.1	0.0	3.0	0.9
財貨・サービスの輸出	94.3	95.6	98.5	96.8	97.4	97.0	94.4	90.9		96.4	94.9	95.9	96.4
前期比%	-0.3	1.4	3.0	-1.8	0.6	-0.4	-2.6	-3.7					
前年同期比%	1.0	1.9	4.6	2.1	3.1	1.6	-4.0	-6.3		2.4	-1.5	2.8	0.6
財貨・サービスの輸入	124.0	125.8	127.2	119.5	118.5	116.3	111.8	104.2		124.1	112.7	126.2	116.6
前期比%	-2.3	1.5	1.1	-6.0	-0.8	-1.9	-3.9	-6.8					
前年同期比%	2.6	3.5	3.3	-6.4	-4.6	-7.2	-11.8	-13.2		0.6	-9.2	3.9	-7.6

(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	95.0	95.1	95.2	95.3	96.2	96.2	96.3	96.4		95.1	96.2	95.0	96.0
前期比%	0.1	0.1	0.2	0.1	0.9	-0.0	0.1	0.1					
前年同期比%	0.7	0.5	0.5	0.5	1.3	1.2	1.1	1.1		0.6	1.2	0.7	1.0
民間最終消費支出	94.9	95.0	95.1	95.2	96.4	96.3	96.3	96.4		95.1	96.3	95.0	96.0
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	1.2	-0.1	0.0	0.0					
前年同期比%	-0.4	-0.4	-0.3	0.4	1.5	1.3	1.2	1.2		-0.2	1.3	-0.4	1.1
民間住宅投資	109.5	109.8	110.1	110.4	112.7	112.6	112.5	112.8		109.9	112.6	109.6	112.0
前期比%	0.3	0.3	0.3	0.3	2.1	-0.1	-0.0	0.2					
前年同期比%	-0.3	0.0	0.1	1.1	3.0	2.6	2.3	2.2		0.2	2.5	-0.2	2.2
民間企業設備投資	96.7	96.9	97.2	97.6	97.8	98.0	98.2	98.6		97.1	98.2	96.8	97.9
前期比%	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	-0.8	-0.6	-0.0	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0		0.0	1.1	-0.5	1.2
政府最終消費支出	98.5	98.6	98.7	98.7	99.1	99.2	99.3	99.4		98.6	99.2	98.5	99.0
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.1	0.1	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6		0.2	0.6	-0.0	0.6
公的固定資本形成	108.5	108.7	109.0	109.3	109.6	109.6	109.7	109.7		108.9	109.7	108.7	109.5
前期比%	-0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	-0.3	-0.0	0.2	0.8	1.1	0.9	0.6	0.4		0.2	0.7	-0.2	0.8
財貨・サービスの輸出	91.1	91.4	91.7	92.1	92.5	92.8	93.1	93.4		91.5	92.9	91.2	92.6
前期比%	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4					
前年同期比%	-6.4	-5.9	-3.0	1.4	1.5	1.6	1.6	1.4		-3.5	1.5	-5.4	1.5
財貨・サービスの輸入	104.6	105.1	105.3	105.5	105.8	106.0	106.3	106.6		105.1	106.1	104.7	105.9
前期比%	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3					
前年同期比%	-11.6	-9.8	-6.0	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9		-6.7	1.0	-10.2	1.1

(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		2014	2015	2014	2015
1. 前期比%													
実質GDP成長率	-2.1	-0.7	0.5	1.3	-0.4	0.4	-0.4	0.4	-0.9	0.8	-0.0	0.6	
国内需要	-2.9	-0.7	0.2	1.2	-0.1	0.3	-0.5	0.2	-1.6	0.6	0.0	0.1	
民間需要	-2.8	-0.9	0.1	1.3	-0.3	0.4	-0.5	0.1	-1.5	0.4	-0.1	0.0	
民間最終消費支出	-3.0	0.0	0.3	0.1	-0.5	0.3	-0.5	0.3	-1.7	-0.2	-0.5	-0.7	
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	-0.7	-0.1	-0.0	0.5	-0.2	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.3	-0.6	-0.2	0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.0	0.6	0.3	0.2	0.6	
公的需要	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.0	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.0	0.3	
公的固定資本形成	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	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	0.4	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.2	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	-0.1	0.1	1.3	0.1	1.3	0.5	
財貨・サービスの輸入	0.9	-0.2	-0.2	-0.3	0.5	-0.3	0.2	0.1	-0.7	0.0	-1.4	-0.1	
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	-0.3	-1.5	-1.0	-1.0	0.7	1.8	0.7	-0.0	-0.9	0.8	-0.0	0.6	
国内需要	-0.2	-1.7	-2.0	-2.3	0.6	1.6	0.7	-0.0	-1.6	0.6	0.0	0.1	
民間需要	-0.1	-1.6	-1.9	-2.2	0.2	1.4	0.7	-0.3	-1.5	0.4	-0.1	0.0	
民間最終消費支出	-1.5	-1.7	-1.3	-2.5	0.0	0.2	-0.6	-0.3	-1.7	-0.2	-0.5	-0.7	
民間住宅投資	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.1	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	
民間企業設備投資	0.2	0.1	-0.0	-0.2	0.2	0.4	0.5	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.2	
民間在庫品増加	1.3	0.4	-0.1	1.0	0.1	0.6	0.6	0.1	0.6	0.3	0.2	0.6	
公的需要	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	-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	0.3	0.4	0.5	0.0	0.3	0.0	0.3	
公的固定資本形成	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	-0.0	-0.3	-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	0.2	1.1	1.4	0.2	0.2	-0.1	-0.0	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	0.1	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	-0.1	

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

(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。

(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		2014	2015	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%	3.4	3.5	3.3	3.4	3.0	2.8	2.7	2.7	3.4	2.8	3.4	3.0	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	103.0	97.2	73.2	48.6	57.8	46.5	42.2	33.6	80.5	45.0	92.9	48.8	
前年同期比%	9.4	-8.1	-25.0	-50.7	-43.9	-52.2	-42.4	-30.8	-18.7	-44.1	-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	16,471	16,493	16,075	16,428	15,962	16,349	
前期比年率%	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4	0.5					
前年同期比%	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.1	2.0	1.9	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	237.9	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	-0.3					
前年同期比%	2.1	1.8	1.2	-0.1	-0.0	0.1	0.5	1.1	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	109.6	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	-1.9	-0.1					
前年同期比%	1.9	1.8	1.2	-0.5	-0.8	-0.9	-1.2	-0.1	1.1	-0.8	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	1.92	2.34	2.12	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	101.5	101.9	102.6	103.1	101.0	102.3	100.5	101.9	
前期比年率%	4.1	1.7	1.5	1.0	0.3	1.4	3.0	2.0					
前年同期比%	1.9	1.9	2.7	2.1	1.1	1.0	1.5	1.7	2.2	1.3	1.8	1.4	
名目公的固定資本形成 (兆円)	23.4	23.8	24.0	23.5	24.1	23.5	22.7	22.7	23.7	23.2	23.8	23.4	
前期比年率%	-5.9	6.8	3.8	-8.2	10.6	-8.8	-12.8	0.1					
前年同期比%	3.8	1.2	0.1	-1.9	2.8	-0.5	-5.0	-3.8	0.4	-2.2	3.4	-1.6	
為替レート (¥/\$)	102.1	103.9	114.5	119.1	121.4	122.2	121.5	115.4	109.9	120.1	105.8	121.0	
(¥/Euro)	139.5	137.8	143.8	132.6	135.0	135.6	131.5	128.0	138.4	132.5	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%	2.8	2.8	2.8	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	2.8	3.1	2.7	3.0	
原油価格 (WTI、\$/bbl)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	42.2	45.0	
前年同期比%	-22.2	-3.2	6.7	33.8	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-13.5	6.7	
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2009年連鎖)	16,597	16,698	16,796	16,888	16,983	17,083	17,186	17,287	16,745	17,135	16,646	17,035	
前期比年率%	2.6	2.5	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4					
前年同期比%	1.6	1.7	2.0	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	1.9	2.3	1.8	2.3	
消費者物価指数 (1982-1984=100)	239.4	240.6	241.8	243.1	244.3	245.6	247.1	248.4	241.2	246.4	240.0	245.0	
前期比年率%	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0	2.2	2.4	2.2					
前年同期比%	1.1	1.2	1.6	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	1.5	2.1	1.2	2.1	
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	109.9	110.4	110.9	111.4	111.9	112.4	113.0	113.5	110.7	112.7	110.2	112.2	
前期比年率%	0.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	2.1	1.9					
前年同期比%	-0.1	0.2	1.1	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	0.7	1.9	0.3	1.8	
FFレート (期末、%)	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	1.00	2.00	1.00	1.75	
10年物国債利回り (%)	2.08	2.31	2.54	2.56	2.72	2.86	2.99	3.18	2.37	2.93	2.21	2.78	
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	103.3	103.8	104.3	104.7	105.5	106.1	106.4	107.1	104.0	106.3	103.6	105.7	
前期比年率%	0.8	1.6	1.9	1.8	3.0	2.5	0.8	2.8					
前年同期比%	1.8	1.9	1.6	1.5	2.1	2.3	2.0	2.3	1.7	2.2	1.7	2.0	
名目公的固定資本形成 (兆円)	22.8	23.2	23.6	23.3	22.7	22.1	21.8	21.7	23.3	22.0	23.1	22.5	
前期比年率%	1.7	6.1	7.6	-5.0	-9.6	-10.8	-5.0	-1.5					
前年同期比%	-5.1	-1.7	3.7	2.9	-0.5	-4.6	-7.6	-6.9	0.5	-5.4	-1.4	-2.6	
為替レート (¥/\$)	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	110.6	109.0	
(¥/Euro)	123.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	124.5	125.0	125.2	125.0	

(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。