

2016年5月25日 全12頁

日本経済見通し：海外発の景気下振れリスクは残存

国内要因が景気下支え役となり、日本経済は緩やかに拡大

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

[要約]

- **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（→詳細は、熊谷亮丸他「第189回 日本経済予測」（2016年5月24日）参照）。
- **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。

1. 海外経済の下振れリスクは残存

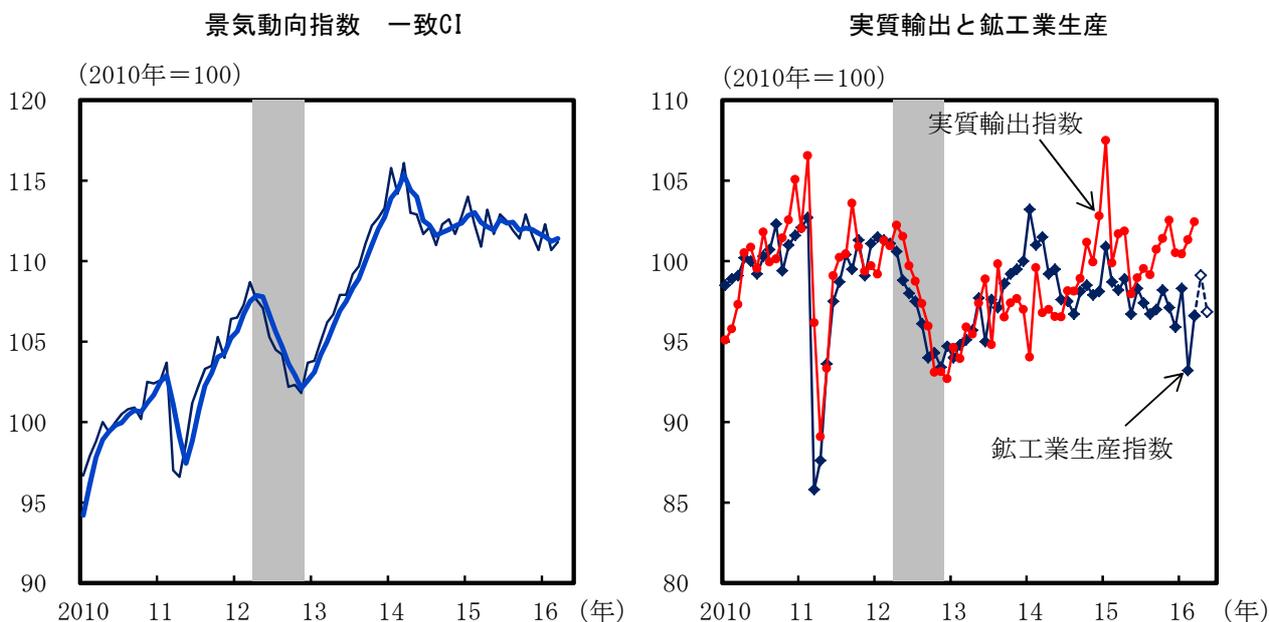
日本経済は「踊り場」局面が継続

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。

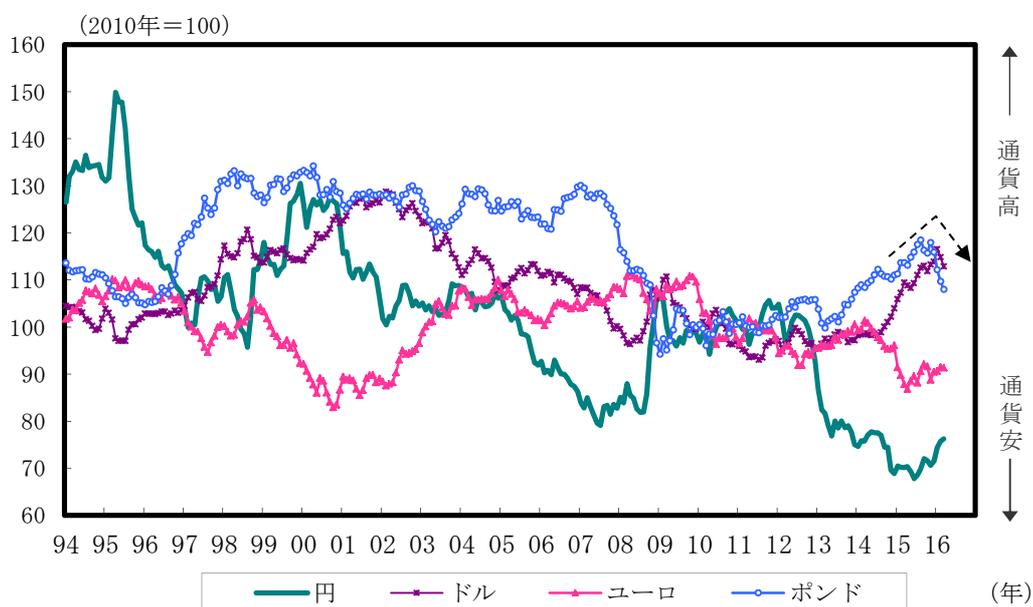
(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

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の推移を見ると、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年に入ってからの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。

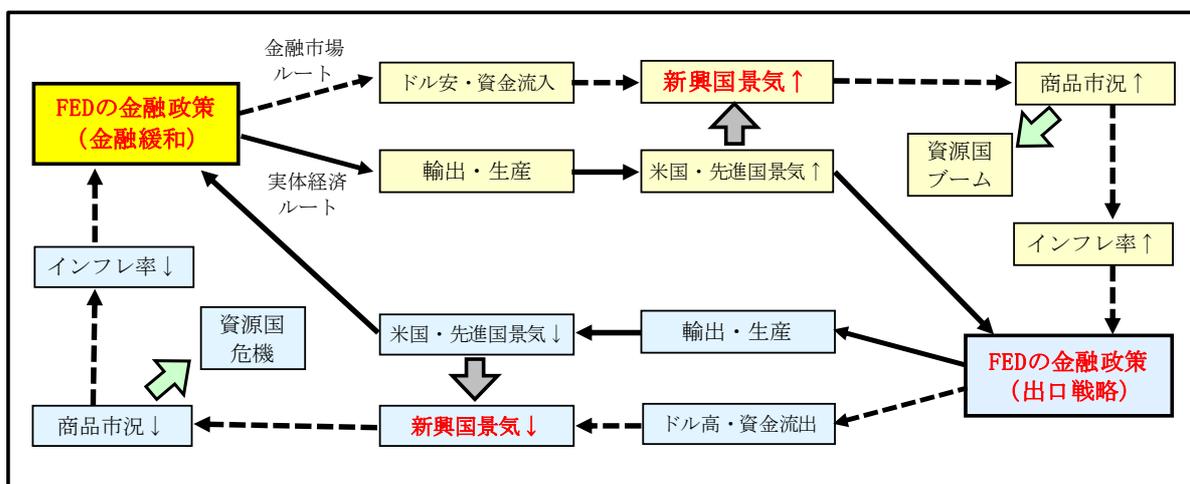
図表3で示したFEDを中心とする世界経済のサイクルに基づくと、ドル安進行には、新興国経済の回復などを通じて、世界経済を下支えする効果が見込まれる。実際、ドル安に転じて以降、新興国の株価が上昇に転じるなど、新興国景気が持ち直すとの期待感が強まっている。

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



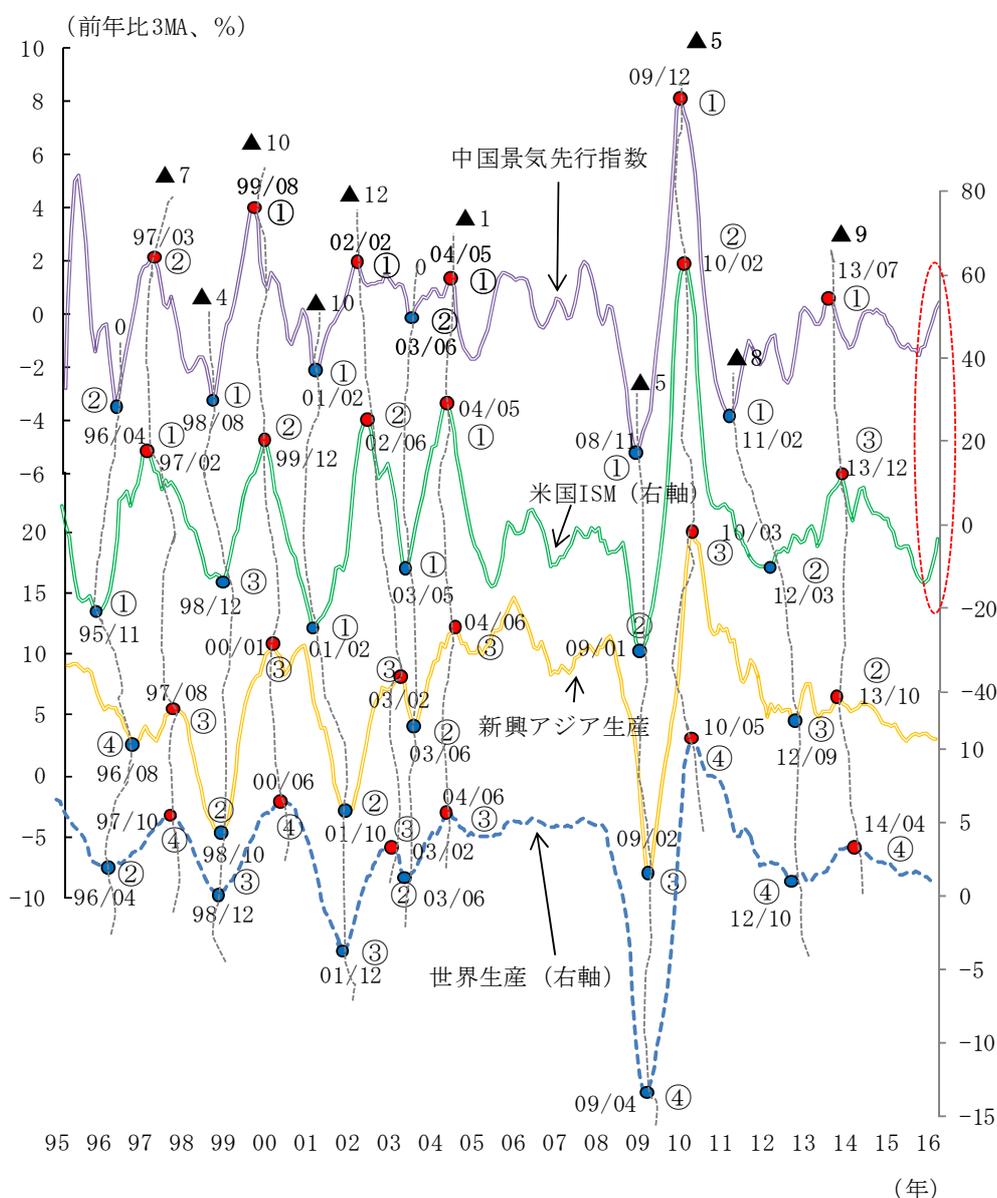
(出所) 大和総研作成

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

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。

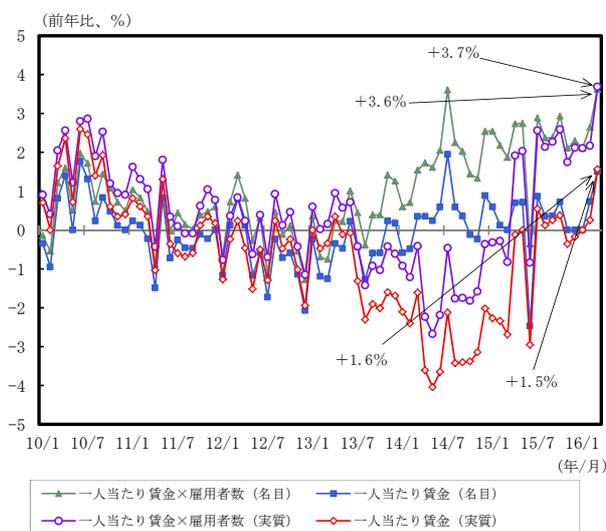
図表5を見ると、足下の一人当たり賃金（実質）は前年を上回る推移が定着していることが確認できる。消費増税に伴う物価上昇の影響により2014年度は大幅な減少が続いたものの、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2015年末以降の原油価格の下落が足下の物価に対して大きな下押し圧力として作用していることが、実質賃金の押し上げに寄与している。これらの物価面での好材料に加えて、労働需給のタイト化やベースアップを背景に、名目賃金が上向きの動きを続けていることも一人当たり実質賃金の上昇を助長している。

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。

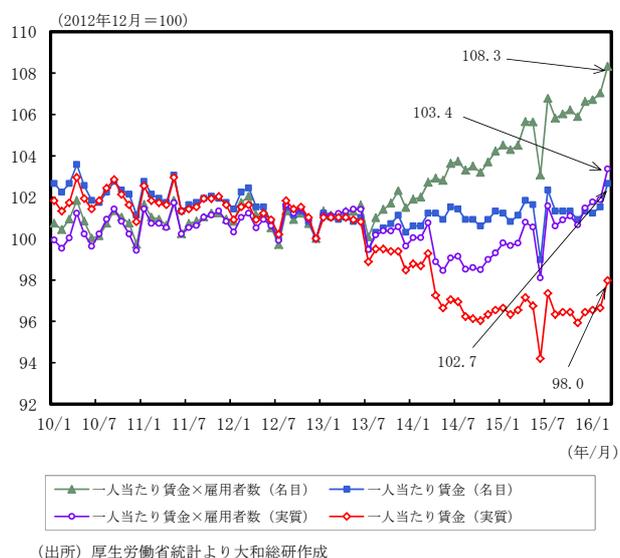
さらに、マクロの賃金の絶対水準を確認すると、2015年後半以降増加傾向にあり、現在の水準は2012年12月の安倍政権の成立時を上回っている（**図表6**）。

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）



図表6：一人当たり賃金とマクロの賃金（水準）



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	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

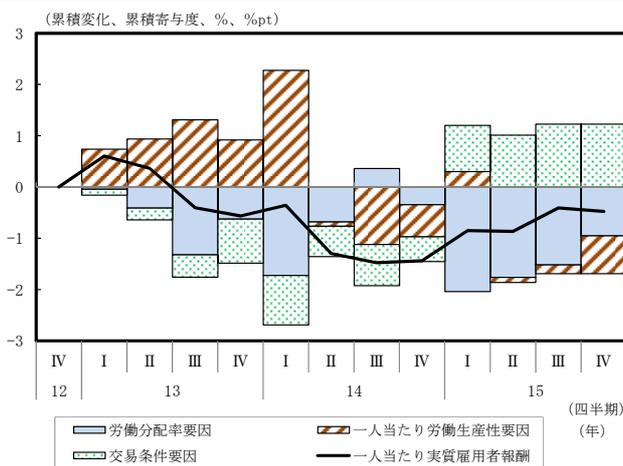
交易条件の改善が実質雇用者報酬を下支え

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と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。

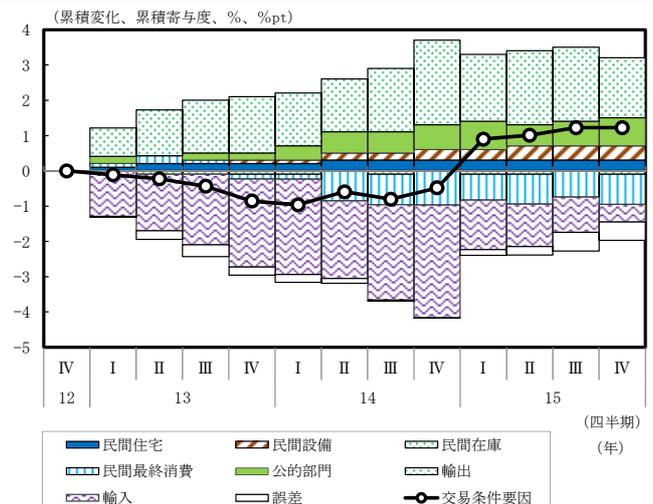
図表8：一人当たり実質雇用者報酬の要因分解



(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。

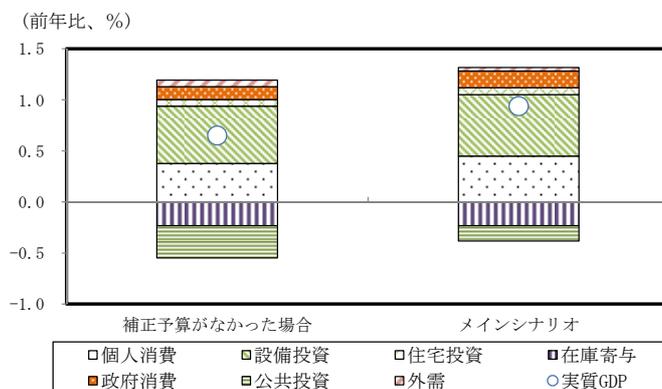
また、当該補正予算では、災害復旧関連の公共投資にも景気下振れを防ぐ効果が期待される。公共投資はそれ自体が実質 GDP の需要項目として景気を押し上げるだけでなく、とりわけ建設業を中心に賃金上昇・雇用者数の増加といった波及効果も見込まれる。実際、アベノミクスの従来の第二の矢による公共投資の増加が顕著になったところから、建設業において急速な労働需給のひっ迫や賃金上昇の動きが見られており、当該補正予算もこうした動きを助長するものと考えられる。

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

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

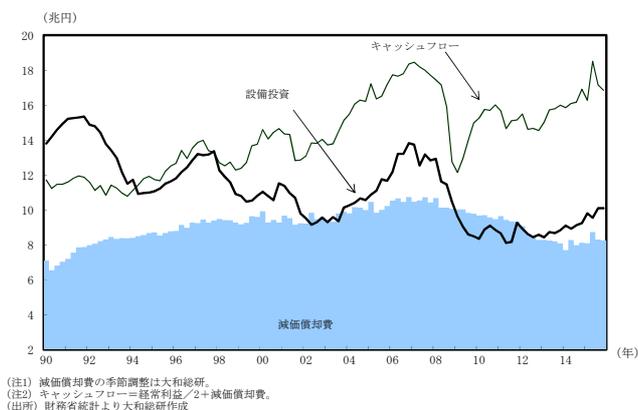
当社は、先行きの設備投資に関して、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込んでいる。加えて、熊本地震により毀損した生産設備の復旧・復興も設備投資の増加に寄与する可能性がある。

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。

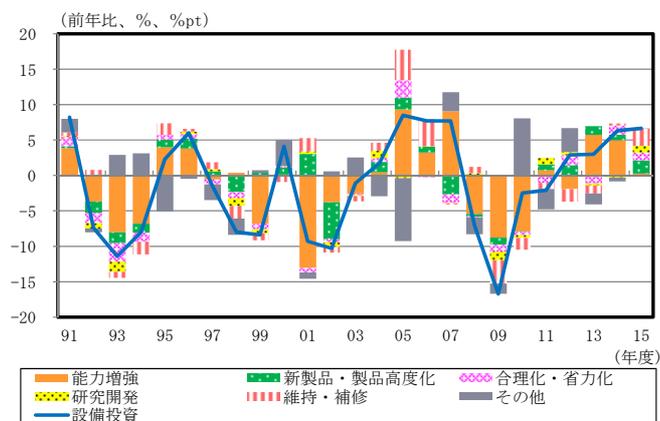
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2015 年度は「維持・補修」による押し上げ寄与が最も大きい（**図表 12**）。これは、企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、更新・改修投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。

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

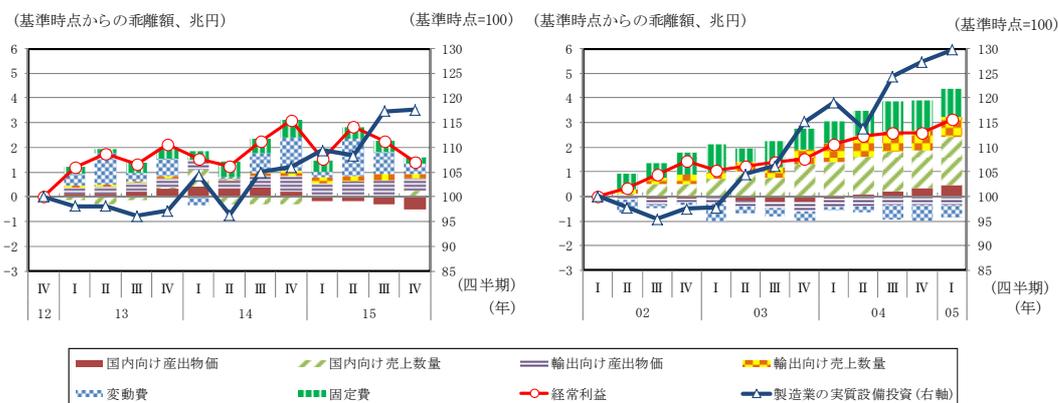
他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題がしばしば指摘されている。以下では、企業の収益構造と設備投資の関係を分析することを通じて、設備投資が伸び悩んでいる背景について考察する。

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。

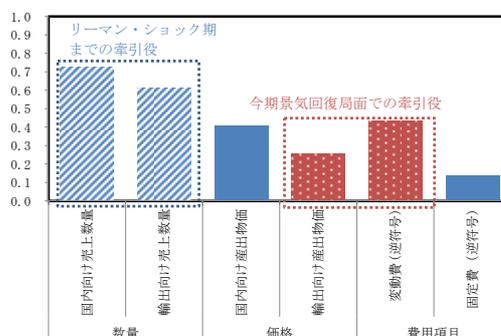
以上のことから、設備投資が「本格化」するか否かを占ううえでは、「国内向け売上数量」や「輸出向け売上数量」の増加がカギになるものと考えられる。

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

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

5. 日本経済のリスク要因

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。

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。

図表 18：日本経済・金利見通し

	2015.10-12	2016.1-3	(予) →			2017.1-3	2014年度	2015年度	(予) →	
			4-6	7-9	10-12				2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.7 0.7	1.7 -0.0	-0.2 0.3	1.1 0.2	1.7 1.1	4.0 1.6	-0.9	0.8	0.8	-0.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.2	19.8	20.2	20.4	20.7	19.6	8.7	17.7	20.2	24.4
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	0.0	-0.1	-0.3	-0.0	0.3	0.7	2.8	-0.0	0.2	1.9
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	-0.01	-0.10	-0.10	-0.15	-0.15	0.46	0.26	-0.13	-0.20

(注) 予測値は原則として大和総研・第189回日本経済予測による。
(出所) 各種統計より大和総研作成