

2016年9月20日 全14頁

日本経済見通し：引き続き海外発の下振れリスクが残存

日本経済は緩やかに回復する見通しだが、海外発の下振れリスクも

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
シニアエコノミスト 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 齋藤 勉
エコノミスト 前田 和馬
田中 誠人

[要約]

- **海外発の景気下振れリスクは残存**：2016年4-6月期 GDP 二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+0.9%（前回：同+0.9%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）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経済対策の策定、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190回 日本経済予測（改訂版）」（2016年9月8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英国のEU離脱や欧州金融機関のデレバレッジ、の4点に留意が必要である。

1. 日本経済の見通し

海外発の景気下振れリスクは残存

2016年4-6月期GDP二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+0.9%（前回：同+0.9%）、2017年度が同+0.9%（同：同+0.9%）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経済対策の策定、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190回 日本経済予測（改訂版）」（2016年9月8日）参照）。

2016年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%（前期比+0.2%）

2016年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+0.7%（前期比+0.2%）と、一次速報（前期比年率+0.2%、前期比+0.0%）から上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+0.2%、前期比+0.0%）を上回った。1-3月期に「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、この効果が剥落する中でも堅調な推移を示した結果だと言えるだろう。一次速報からの主な改訂内容を需要項目別に見ると、個人消費（家計最終消費支出）、設備投資、在庫投資、公共投資の全てが上方修正され、全体を押し上げた。

先行きの日本経済は、下振れリスクを抱えた状況が続く公算

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。しかし引き続き内需に力強さが欠けているほか、外需については英国のEUからの離脱が決定し、世界経済の先行き不透明感が強まるなど、下振れリスクが浮上している点に警戒が必要だ。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。また、消費者物価上昇率が前年比でマイナスに転じ、物価の影響を考慮した実質賃金が堅調に推移していることや、2017年4月に予定されていた消費税増税が延期され、消費者マインドの改善が期待されることなども個人消費の追い風である。一方、円高に伴う企業業績の悪化懸念を受け、所得環境の先行き不透明感が強まりつつあることなどは個人消費の重石となろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。日本銀行が1月にマイナス金利の導入を決定し、住宅ローン金利が低下していることは住宅投資の下支え要因となる。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税に向けて急拡大した住宅着工は今後徐々に減少することが予想され、タイムラグを経て住宅投資も減少し始めると考えられる。

設備投資は横ばい圏での推移を予想する。労働需給が引き続きタイトな中、特に外需の影響を受けにくい非製造業において、人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。一方、世界経済の停滞や円高・ドル安といった外部環境の悪化は、引き続き製造業を中心とした輸出

企業の業績の重石となろう。これまで設備投資を支えてきた“好業績”という前提が崩れれば、設備投資を先送りする企業が増える可能性が高いとみている。

公共投資については、堅調な推移を想定している。過去の経済対策の効果が剥落する一方で、2016 年度本予算および補正予算の執行に伴う需要が徐々に顕在化し、公共投資を下支えする見込みである。

輸出に関しては、緩やかながらも拡大へ向かうとみている。財輸出を地域別にみると、米国向けについては、雇用環境の改善などを背景として消費財輸出が堅調に推移しよう。一方、欧州向け輸出は、当面、慎重にみておく必要があるようだ。英国で6月に行われたEUからの離脱の是非を問う国民投票の結果、離脱が決定した。この結果を受け、欧州経済の先行き不透明感が強まっており、域内の需要拡大に水を差す可能性があると考えられるためである。一方、アジア向けについては、減速傾向が強まっていた中国経済に底入れ感が出始めていることが好材料だ。ただし足下で再度の減速がみられていることに加え、年末にかけて予想されている米国の金融引締めを背景とした資金流出の再加速の可能性のあることには注意が必要である。

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英国のEU離脱や欧州金融機関のデレバレッジ、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、「1,000兆円弱の過剰融資」「550兆円以上の過剰資本ストック」に対して、中国政府が600兆円から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。

2. 日本経済のメインシナリオ

2.1 海外経済に底入れの兆し

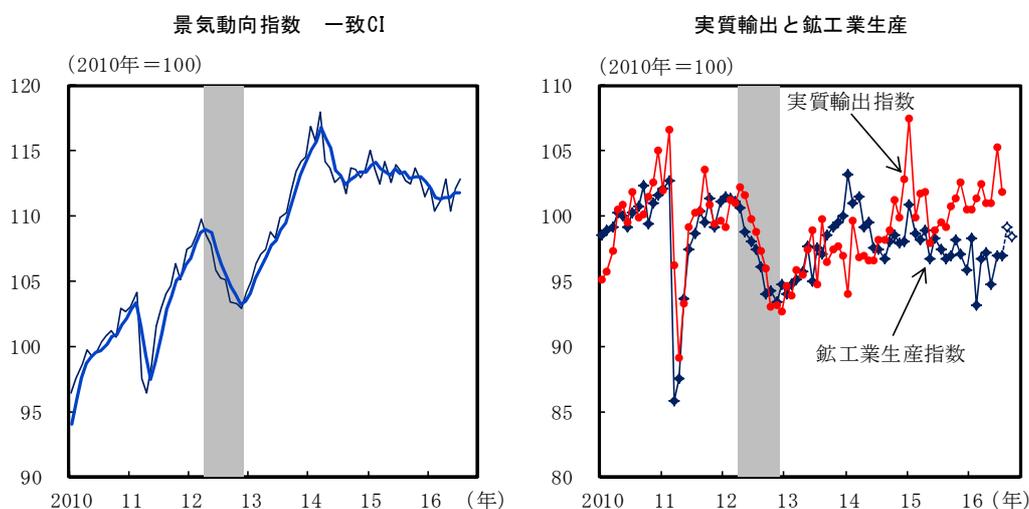
日本経済は「踊り場」脱却の可能性

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こそないものの、2015 年半ば以降、弱い動きが継続している。同様に、鉱工業生産も緩やかな減少トレンドが続いてきた。しかし、足下では実質輸出の底入れなどを背景として、先行きの生産計画には持ち直しの兆しが見られる。

輸出底入れの背景としては、①雇用環境の改善を受け米国の消費財需要が堅調であること、②大胆な金融緩和の効果などによる欧州における内需の回復、③減速傾向が強まっていた中国経済の底入れ観測、が挙げられる。このうち②については、次章で後述するように、当面慎重にみておく必要がある。英国で 6 月に行われた EU からの離脱の是非を問う国民投票の結果、離脱が決定した。この結果を受け、欧州経済の先行き不透明感が強まっていることが、域内の需要拡大に水を差す可能性があると考えられるためである。一方で、③については次項で解説する通り、FED の利上げペースがスローダウンするとの観測を背景に、しばらく継続する可能性があるだろう。

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、今後の日本の内需の動向について考察しよう。結論を先取りすれば、先行きの日本経済は、しばらく「踊り場」局面が続いた後、緩やかに回復する見通しだ。外需については中国および欧州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は注意が必要だが、内需については、①実質賃金の増加、②原油安と交易条件の改善、③経済対策の策定、などの要因が下支え役となろう。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。

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。

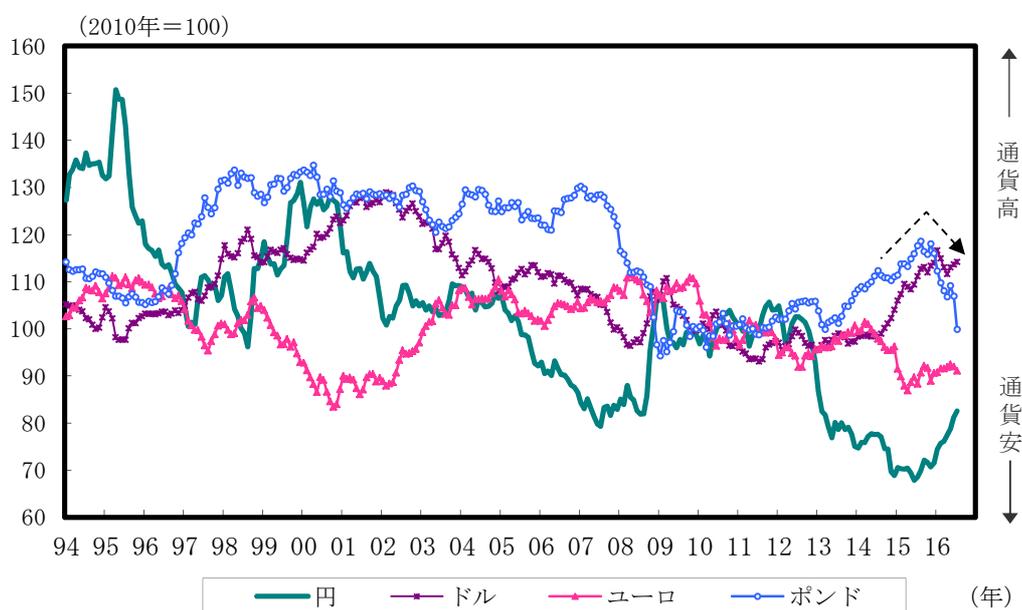
(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

ドル安が世界経済の下支え役に

最近の海外経済の環境変化として、FEDの利上げペースが減速するとの観測に起因する「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の利上げペースがスローダウンすると見る向きが増えたことから、実質実効ドル相場は下落に転じた。

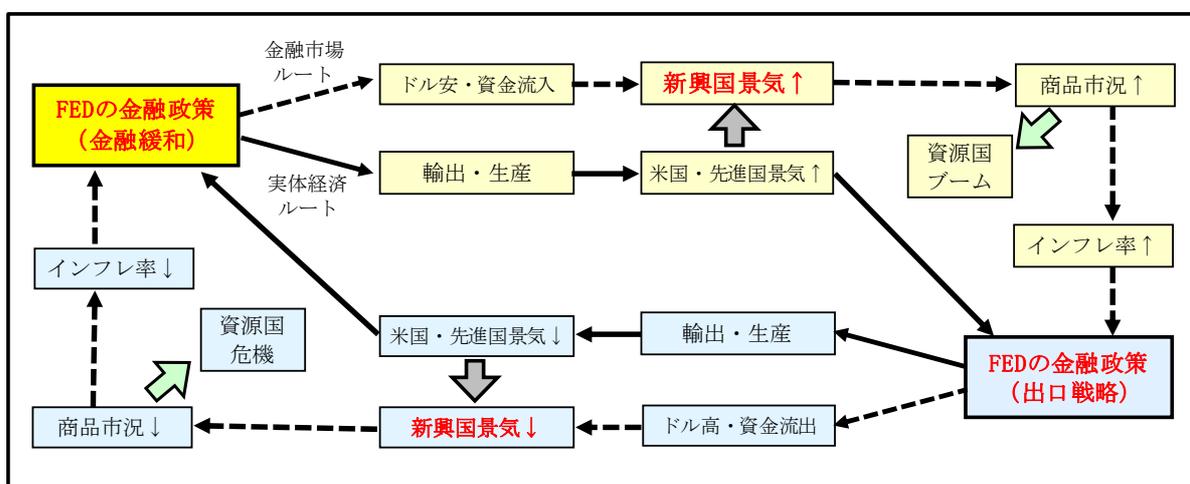
図表3で示したFEDを中心とする世界経済のサイクルに基づくと、ドル安進行には、新興国経済の回復などを通じて、世界経済を下支えする効果が見込まれる。実際、ドル安に転じて以降、新興国の株価が上昇に転じるなど、新興国景気が持ち直すとの期待感が強まっている。

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

2.2 国内需要は緩やかながらも回復方向へ

マクロの賃金増加は個人消費を下支え

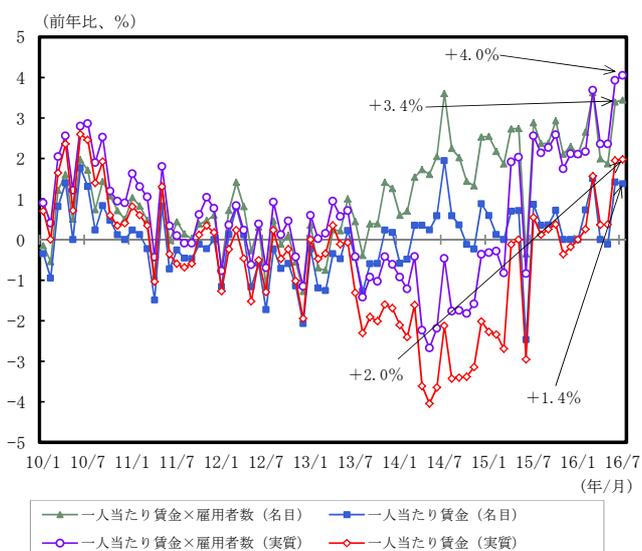
本節では、今後の国内需要の先行きについて考察したい。まず個人消費については、賃金が増加基調に転じていることが下支え要因となり、緩やかながらも増加が続くと考えられる。

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、2015 年度に入り、こうした物価上昇の影響が剥落したことに加え、2014 年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を及ぼしていることが、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。

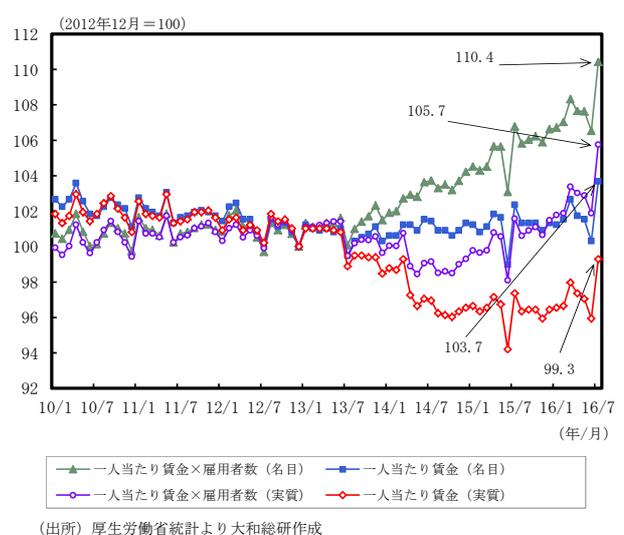
また、日本経済にとってより一層重要な指標である、「マクロの賃金（＝一人当たり賃金×雇員数）」を見ると、足下では前年比+3%を超える伸びになっている。非製造業を中心とする企業の労働需要の増加を反映して、雇員数が持続的に増加し、それがマクロの賃金を押し上げるという構図が続いているのだ。さらに、マクロの賃金の絶対水準を確認すると、2015 年後半以降上昇傾向にあり、現在の水準は 2012 年 12 月の第二次安倍政権の成立時を上回っている（**図表 6**）。

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）



可処分所得が増加していないことが消費の抑圧要因に

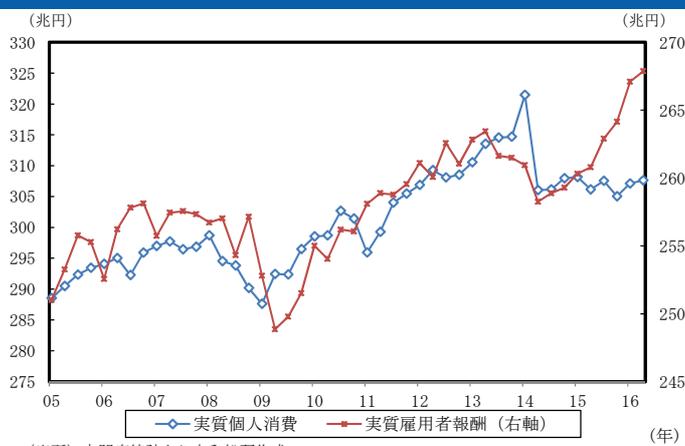
ただし、賃金の伸びと比較すると、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまる可能性が高い。実際、2014年4月以降、個人消費の動きと雇員報酬の動きには乖離が見られる。雇員報酬が増加する一方で、消費は横ばい圏の推移にとどまっている（**図表7**）。

この背後には、雇員報酬が増加する中で、可処分所得が伸び悩んでいるという現状がある。**図表8**に、雇員報酬と可処分所得の推移を示した。雇員報酬が非常に高い伸び率で増加を続けている一方で、可処分所得の伸びが限定的であることが見て取れるだろう。

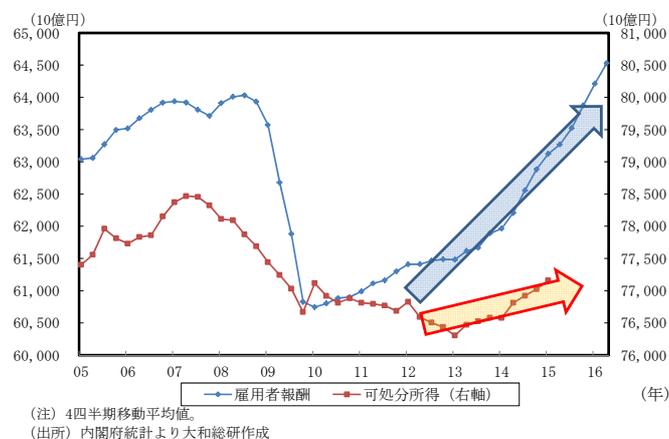
なぜこのような差が生じるのかを示したものが、**図表9**である。この図表を見ると、社会負担（社会保険料負担）の増加が可処分所得の下押し要因となっていることが確認できる。すなわち、額面で給与が増加していても、保険料の徴収も増加していることから、手取り金額の増加幅が小さくなってしまっている。

なお、近年、一時的に可処分所得を下押ししていた要因としては、①2013年度～2015年度にかけて年金給付額の特例水準の解消が行われたこと、②2015年度から所得税の最高税率が引き上げられたこと、の2点も指摘できる。2016年度以降は、これらの影響がなくなるため、可処分所得の伸び率は多少改善する可能性がある。しかし、社会保険料負担増の流れは変わっていないため、やはり可処分所得の増加幅は雇員報酬の増加幅と比べて小さなものにとどまろう。

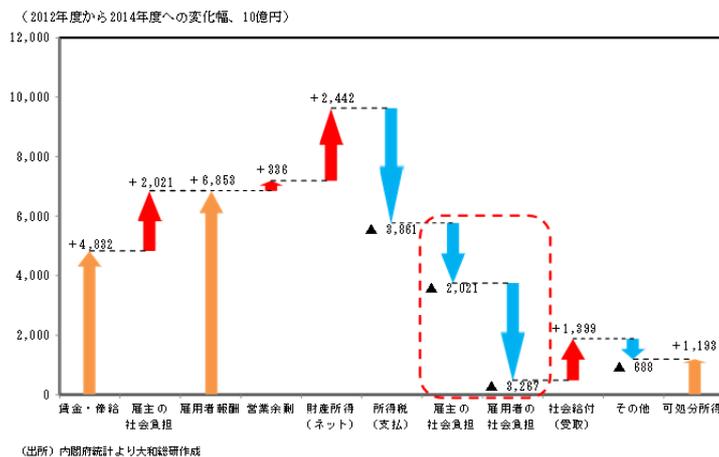
図表7：実質個人消費と実質雇員報酬の推移



図表8：雇員報酬と可処分所得の推移



図表9：雇員報酬、可処分所得変化幅の要因分解



フラット化する賃金カーブ：雇用者報酬が増加する中でも、現役世代の男性の収入は増加せず

また、現役世代の男性の収入が増加していないという点も、消費の下押し要因となっている。

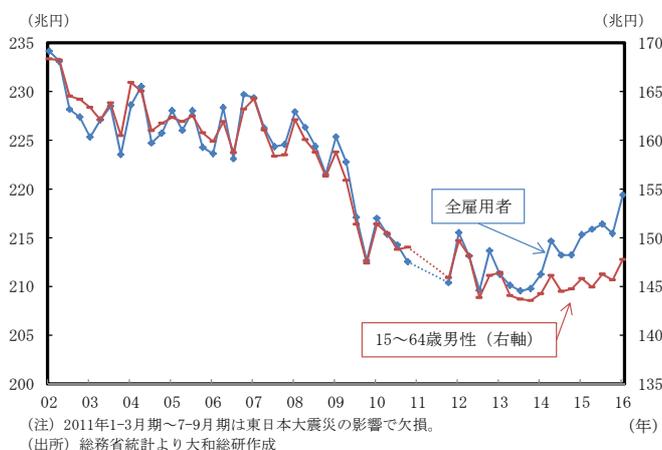
図表 10 を見ると、全体と比べて 15～64 歳の男性の雇用者報酬の伸びが鈍いことが分かる。

政府の号令のもと、多くの企業でベースアップが行われているのに、彼らの雇用者報酬が増加していないのはなぜだろうか。**図表 11** を見ると、若年層の賃金が着実に上昇する一方で、40 代前後の賃金はむしろ低下を続けている。ベースアップが行われていれば、賃金カーブは上方に平行シフトするはずであるが、実際にはフラット化しているのである。

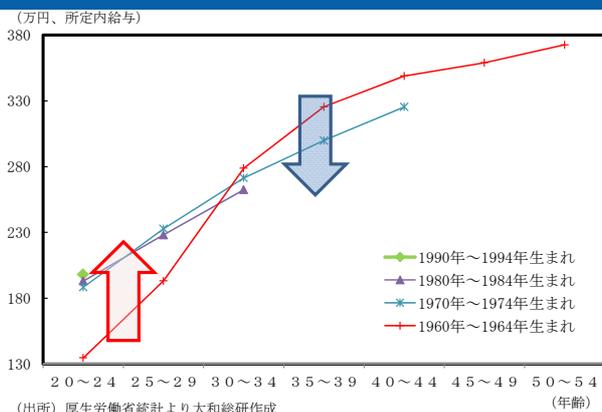
図表 12 は、賃金カーブがフラット化している理由を示したものだ。数年間にわたり、40 代のうち課長の割合の低下が続いている。すなわち、企業は 40 代雇用者の昇進を遅らせる、昇進できる人数を減らす、といった取り組みを行っている可能性があるのだ。40 代には団塊ジュニア世代が含まれるため、人件費全体に占める割合も大きい。企業は、ボリュームゾーンを形成する雇用者の昇進を遅らせることで、人件費の削減を図っているのである。

多くの世帯では世帯主の賃金が世帯収入の大部分を占めており、将来にわたる見通しが立ちやすいのも世帯主の収入である。すなわち、世帯主の収入が減少することは、家計が消費水準を決めるうえでカギを握る、世帯収入の将来見通しを悪化させることに他ならない。こうした理由から、現役世代の男性の賃金が低迷していることが、消費を大きく抑制しているのである。

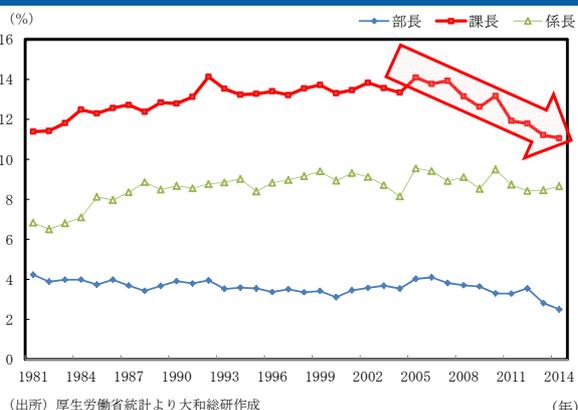
図表 10：労働力調査から推計した雇用者報酬（年収×雇用者数）



図表 11：生まれ年別、年齢別賃金カーブ



図表 12：40代労働者に占める役職割合



原油安は 2016 年度の実質 GDP を +0.85%押し上げ

このように、名目賃金が増加している中でも名目可処分所得は横ばい圏での推移が続いていること、および、その結果として個人消費が伸び悩んできたこと、には注意が必要だ。ただし、名目ベースの可処分所得が伸び悩む中でも、原油安などを受けた物価上昇率の低下は、実質可処分所得の改善などを通じて実体経済に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 13**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 13：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	0.84	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

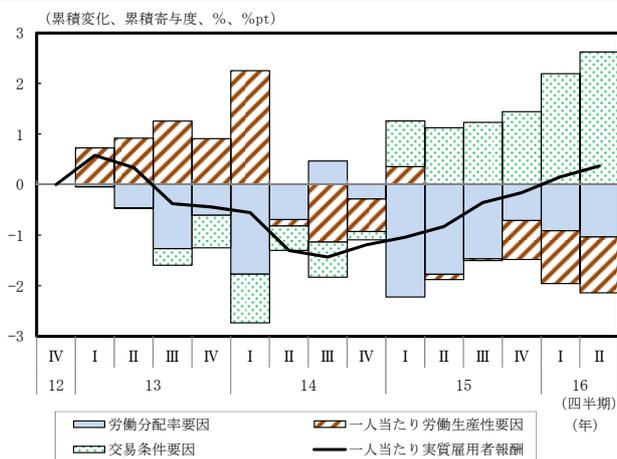
交易条件の改善が実質雇用者報酬を下支え

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14）。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。

第二次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。したがって、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、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のだ。他方で、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15）。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。

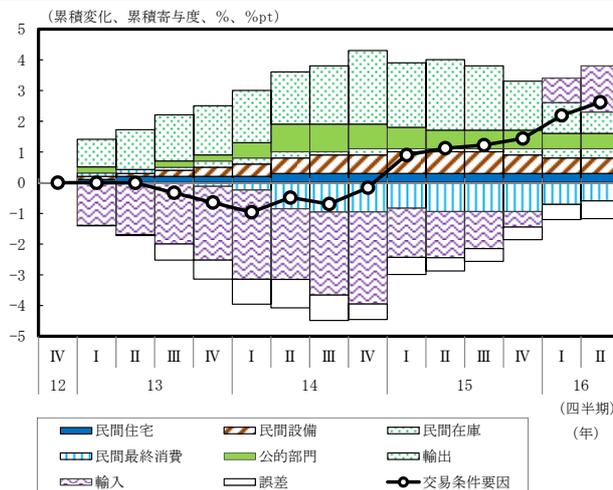
図表14：一人当たり実質雇用者報酬の要因分解



(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15：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

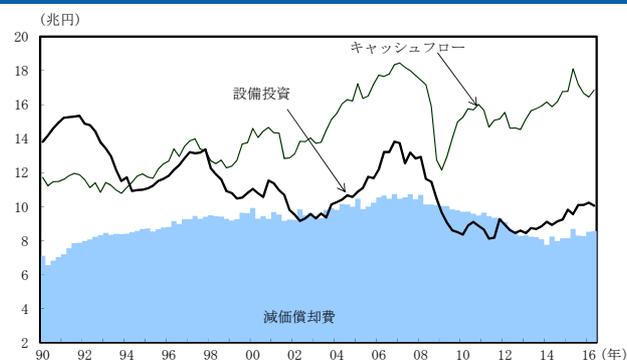
設備投資の先行きと収益構造に見られる課題

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。

まず、**図表 16** 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してきたことに加え、金利が低下する中で、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。

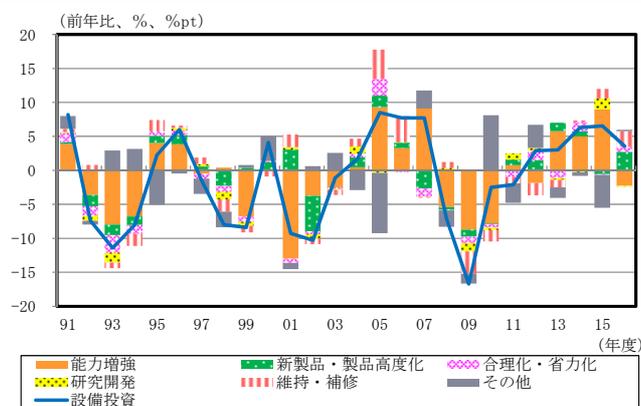
次に、日本政策投資銀行の調査を利用して、企業の「投資動機」を確認すると、2016 年度は、「新製品・製品高度化」、「維持・補修」のプラス寄与が目立っている（**図表 17**）。企業が高水準の企業収益を背景とした潤沢なキャッシュフローを活用して、これらの分野で投資を進めているものと解釈される。リーマン・ショック後の景気悪化局面において、企業が設備投資を大幅に抑制し、一部の生産設備の老朽化が進んだことも、企業の更新・改修投資を促す要因となっている。また、企業は中長期的な成長を見据えた設備投資を重視しているとみられる。人手不足を背景とする省人化・省エネ化投資や、生産性の向上および競争力の強化を目的とする製品開発投資なども期待される。

図表 16：設備投資とキャッシュフロー



(注1) 減価償却費の季節調整は大和総研。
(注2) キャッシュフロー＝経常利益÷2＋減価償却費。
(出所) 財務省統計より大和総研作成

図表 17：投資動機による設備投資の要因分解（全産業）



(出所) 日本政策投資銀行より大和総研作成

設備投資の「本格化」には売上数量の増加がカギ

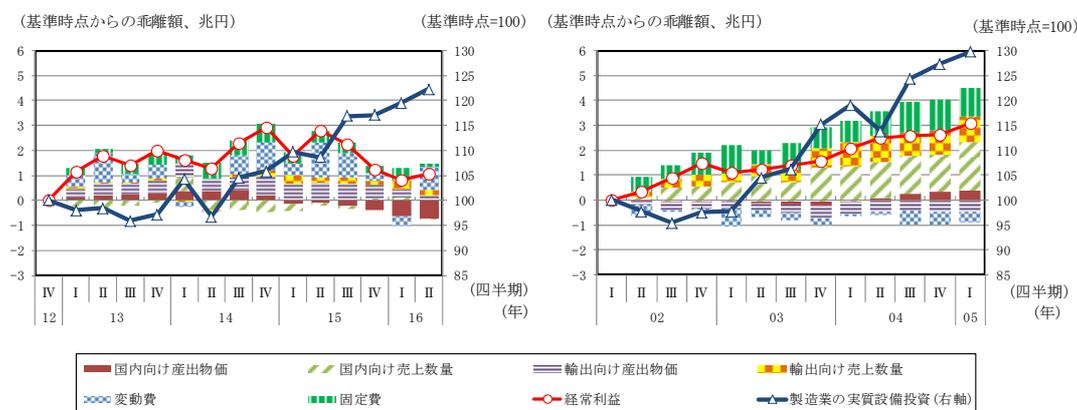
他方で、最近の設備投資の動向に関しては、好調な企業収益に比べて設備投資が思ったほどには伸びないという問題がしばしば指摘されている。以下では、企業の収益構造と設備投資の関係を分析することを通じて、設備投資が伸び悩んでいる背景について考察する。

図表 18 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。

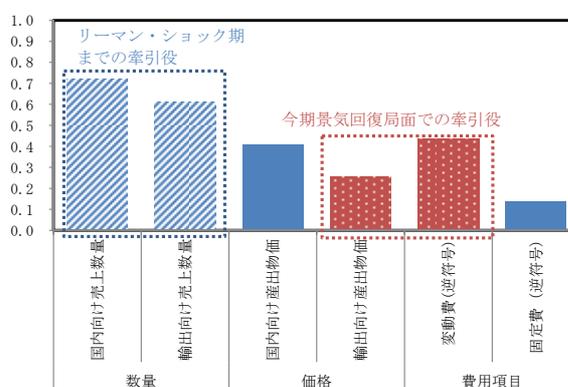
企業収益の内訳項目と設備投資の相関関係を確認すると、「国内向け売上数量」と「輸出向け売上数量」は、設備投資との相関が強い（**図表 19**）。他方、「変動費」と「輸出向け産出物価」は、設備投資との相関があまり強くない。つまり、数量要因に起因する収益拡大は設備投資を増加させる効果が大きい一方、価格要因による収益拡大は設備投資の増加につながりにくいのだ。

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 18 : 企業収益の要因分解



図表 19 : 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

図表 20 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.7 0.7	2.1 0.2	0.7 0.8	0.8 0.5	1.7 1.4	1.6 1.2	-0.9	0.8	0.9	0.9
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.2	19.9	18.8	18.9	19.3	19.8	8.7	18.0	19.4	21.7
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	3.5	3.3	3.1	3.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	0.3	2.8	-0.0	-0.1	0.8
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	-0.01	-0.15	-0.10	-0.10	-0.10	0.46	0.26	-0.11	-0.10

(注) 予測値は原則として大和総研・第190回日本経済予測(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成