

2019年2月21日 全55頁

第200回日本経済予測

常務取締役	チーフエコノミスト	熊谷 亮丸
経済調査部	シニアエコノミスト	近藤 智也
	主任研究員	溝端 幹雄
	シニアエコノミスト	神田 慶司
	エコノミスト	小林 俊介
	研究員	山口 茜
	研究員	渡邊 吾有子
	研究員	廣野 洋太
	エコノミスト	鈴木 雄大郎
調査本部		田中 大介

第200回日本経済予測

引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く

～①外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響、

②グローバル経済のメインシナリオ、③同リスク要因、などを検証～

実質 GDP: 2018年度+0.5%、2019年度+0.8%、2020年度+0.6%

名目 GDP: 2018年度+0.4%、2019年度+1.6%、2020年度+1.2%

第 200 回日本経済予測

【予測のポイント】

- (1) **引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く**: 2018 年 10-12 月期 GDP 一次速報の発表を受けて経済見通しを改訂した (2018 年度 +0.5%、2019 年度 +0.8%、2020 年度 +0.6%) が、日本経済は踊り場局面にあるという当社従来の判断に変化はない。先行きの日本経済は、在庫循環および外需寄与が剥落する中、低空飛行を続ける公算が大きい。外需が振るわない中、内需の重要性が相対的に増してくるが、内需の先行きには好悪の両材料が存在している。好材料は、原油価格の下落だ。他方、悪材料は 2019 年 10 月に予定されている消費増税である。しかし後者については増税額を上回る規模での歳出拡大が予定されている。2019 年の日本経済は、2018 年以上に内需依存の色彩を強めるだろう。本予測では以下の三つの論点を検証した。
- (2) **論点①: 外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響**: 2019 年 4 月から施行予定の改正入管法は、就労を目的とする在留資格 (特定技能 1 号、2 号) が創設され、今後 5 年間で最大 35 万人程度の受け入れが見込まれている。ただ現状では、外国人労働者は都市圏や製造業が盛んな地域に集中する傾向が強い。外国人労働者の受け入れの影響を計量的に分析すると、外国人労働者比率が 1%pt 上昇すれば、賃金は男性で 0.6% 程度とプラスになる一方、女性では影響は見られなかった。さらに外国人労働者が 10 万人増加すれば、製造業の労働生産性は 0.25% 上昇するとの試算結果が得られた。中長期的には、外国人労働者の受け入れにより日本人労働者の就業条件は向上する可能性が高いが、併せて経済・社会の変化に対応できるよう、日本の労働者に対する職業訓練や外国人労働者の社会統合政策なども必要だ。
- (3) **論点②: グローバル経済のメインシナリオ**: 2016 年終盤から始まった「グレートローテーション」、つまり株高・債券安は、2018 年半ばまで継続したものの、足下では方向感が定まらない局面に陥っている。グレートローテーションは、景気が下降し、株式市場が調整局面に入ると終了する。従って、今後の焦点の一つは、世界経済の動向であり、そのカギを握っているのが、世界経済のトップ 2 の米国と中国である。世界生産に先行する中国の景気先行指数が足下で持ち直しており、日本から中国向けの工作機械受注にも下げ止まりの兆しが見られる。中国政府・中央銀行による経済対策・金融緩和がこうした流れを後押しするだろう。また、米国企業の景況感を表す ISM 指数は 2018 年末に大幅に悪化したものの翌月は改善しており、高水準を維持している。もっとも、トランプ大統領の政策運営は内外の景気を見通す上での波乱要因であり、引き続き注視していく必要があるだろう。
- (4) **論点③: グローバル経済のリスク要因**: リーマン・ショック後、長期にわたって維持された低金利は高水準の債務 (高レバレッジ) を可能にしてきたが、その結果、例えば米国企業の債務残高 GDP 比は過去のバブル崩壊前後の水準を既に上回っている。何らかの出来事をきっかけに信用収縮が起こり、クレジットサイクルが逆回転を始める可能性は否定できない。2019 年以降、①トランプ政権の迷走、②中国経済や③欧州経済の悪化、④残業規制の強化、⑤株価下落による個人消費の悪化など内外の様々な下振れリスクが顕在化した場合、日本の実質 GDP は最大で ▲3.6% 程度減少する可能性がある。今後も、世界経済が下振れするリスクには細心の注意が必要であると言える。
- (5) **日銀の政策**: 日銀は、現在の金融政策を当面維持する見通しである。現在の金融政策の枠組みの下、デフレとの長期戦を見据えて、インフレ目標の柔軟化などが課題となろう。

【主な前提条件】

- (1) 公共投資は 18 年度 ▲1.6%、19 年度 +4.1%、20 年度 +1.3% と想定。
- (2) 為替レートは 18 年度 110.6 円/ドル、19 年度 109.0 円/ドル、20 年度 109.0 円/ドルとした。
- (3) 米国実質 GDP 成長率 (暦年) は 18 年 +2.8%、19 年 +2.6%、20 年 +1.9% とした。

第200回日本経済予測（2019年2月21日）

	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)	2018暦年	2019暦年 (予測)	2020暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	0.4	1.6	1.2	0.6	1.3	1.5
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
内需寄与度	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5
外需寄与度	-0.3	-0.1	0.0	-0.0	-0.3	0.1
GDPデフレーター	-0.1	0.9	0.7	-0.1	0.7	0.8
全産業活動指数上昇率	0.7	0.7	0.6	0.9	0.6	0.7
鉱工業生産指数上昇率	0.6	1.1	1.0	1.0	0.8	1.2
第3次産業活動指数上昇率	0.9	0.6	0.5	1.0	0.6	0.6
国内企業物価上昇率	2.4	2.4	3.0	2.5	1.9	3.4
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.8	0.5	0.5	0.8	0.4	0.6
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	1.2	2.6	2.8	1.2	2.2	3.0
経常収支（億ドル）	1,687	1,825	1,856	1,729	1,778	1,871
経常収支（兆円）	19.0	20.3	20.6	19.1	19.4	20.4
対名目GDP比率	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格)						
民間消費	0.7 (0.4)	0.5 (0.3)	0.5 (0.3)	0.4 (0.2)	0.8 (0.4)	0.4 (0.2)
民間住宅投資	-4.3 (-0.1)	2.0 (0.1)	-1.8 (-0.1)	-5.7 (-0.2)	2.5 (0.1)	-2.0 (-0.1)
民間設備投資	3.4 (0.5)	1.6 (0.3)	0.8 (0.1)	3.8 (0.6)	2.0 (0.3)	0.9 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.9 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	-3.3 (-0.2)	2.7 (0.1)	0.7 (0.0)	-3.0 (-0.2)	1.3 (0.1)	1.7 (0.1)
財貨・サービスの輸出	1.8 (0.3)	1.3 (0.2)	1.2 (0.2)	3.1 (0.5)	0.8 (0.1)	1.4 (0.3)
財貨・サービスの輸入	3.3 (-0.6)	1.9 (-0.3)	1.0 (-0.2)	3.3 (-0.6)	2.7 (-0.5)	0.7 (-0.1)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.8	3.5	3.4	3.9	3.5	3.5
原油価格（WTI、\$/bbl）	62.6	55.0	55.0	64.9	54.7	55.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.9	2.4	1.8	2.8	2.6	1.9
米国の消費者物価上昇率	2.3	2.1	2.4	2.4	1.9	2.5
(3) 日本経済						
名目公共投資	-1.6	4.1	1.3	-1.3	2.9	2.5
為替レート（円/ドル）	110.6	109.0	109.0	110.4	109.0	109.0
（円/ユーロ）	128.1	125.0	125.0	130.0	124.9	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 (2月21日)			前回予測 (12月10日)		前回との差	
	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2018 年度	2019 年度	2018 年度	2019 年度
1. 主要経済指標							
名目GDP成長率	0.4	1.6	1.2	0.9	1.9	-0.5	-0.3
実質GDP成長率(2011暦年連鎖価格)	0.5	0.8	0.6	0.9	0.8	-0.4	-0.1
内需寄与度	0.7	0.8	0.5	0.9	0.7	-0.1	0.1
外需寄与度	-0.3	-0.1	0.0	-0.0	0.2	-0.2	-0.3
GDPデフレーター	-0.1	0.9	0.7	0.0	1.1	-0.2	-0.2
全産業活動指数上昇率	0.7	0.7	0.6	0.8	1.1	-0.1	-0.4
鉱工業生産指数上昇率	0.6	1.1	1.0	0.8	1.8	-0.2	-0.7
第3次産業活動指数上昇率	0.9	0.6	0.5	0.9	0.9	-0.0	-0.3
国内企業物価上昇率	2.4	2.4	3.0	2.2	2.5	0.2	-0.1
消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)	0.8	0.5	0.5	0.9	1.0	-0.1	-0.5
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	0.0	-0.1
10年物国債利回り	0.07	0.07	0.07	0.08	0.10	-0.02	-0.03
国際収支統計							
貿易収支(兆円)	1.2	2.6	2.8	2.6	4.7	-1.4	-2.1
経常収支(億ドル)	1687	1825	1856	1780	1953	-94	-128
経常収支(兆円)	19.0	20.3	20.6	20.3	22.5	-1.3	-2.2
対名目GDP比率	3.5	3.6	3.7	3.7	4.0	-0.2	-0.4
2. 実質GDP成長率の内訳 (2011暦年連鎖価格)							
民間消費	0.7	0.5	0.5	0.6	0.4	0.0	0.2
民間住宅投資	-4.3	2.0	-1.8	-4.3	1.5	-0.0	0.5
民間設備投資	3.4	1.6	0.8	3.5	1.5	-0.1	0.0
政府最終消費	0.9	0.8	0.8	0.6	0.7	0.2	0.1
公共投資	-3.3	2.7	0.7	-2.4	1.5	-1.0	1.2
財貨・サービスの輸出	1.8	1.3	1.2	2.4	2.5	-0.6	-1.2
財貨・サービスの輸入	3.3	1.9	1.0	2.4	1.5	0.9	0.3
3. 主な前提条件							
(1) 世界経済							
主要貿易相手国・地域経済成長率	3.8	3.5	3.4	3.8	3.6	-0.1	-0.0
原油価格(WTI、\$/bbl)	62.6	55.0	55.0	63.3	55.0	-0.7	0.0
(2) 米国経済							
米国の実質GDP成長率(2012暦年連鎖価格)	2.9	2.4	1.8	3.0	2.2	-0.1	0.2
米国の消費者物価上昇率	2.3	2.1	2.4	2.4	2.3	-0.1	-0.2
(3) 日本経済							
名目公共投資	-1.6	4.1	1.3	-0.7	3.0	-0.8	1.1
為替レート(円/ドル)	110.6	109.0	109.0	111.6	113.0	-1.1	-4.0
(円/ユーロ)	128.1	125.0	125.0	129.1	128.0	-0.9	-3.0

(注) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(出所) 大和総研

◎目次

1. はじめに	6
2. 日本経済のメインシナリオ： 引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く	8
2.1 経済見通しを改訂。18年度+0.5%、19年度+0.8%、20年度+0.6%.....	8
2.2 2019年以降の設備投資見通し	10
2.3 統計不正問題と実質賃金の見方	11
2.4 消費は増税時に減少するが駆け込み需要・反動減は小さい見込み	12
3. 論点①：外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響	14
3.1 外国人労働者の受け入れ拡大へ	14
3.2 外国人労働者が多い地域・業種とは？	16
3.3 賃金や生産性に与える影響.....	17
3.4 外国人労働者の受け入れを好循環につなげる条件	21
4. 論点②：グローバル経済のメインシナリオ	22
4.1 「グレートローテーション（株高・債券安）」の次のステージはどこか？	22
4.2 世界経済のサイクルのカギを握る、中国と米国の底割れは回避へ	26
5. 論点③：グローバル経済のリスク要因	30
5.1 「2019年度問題」：日本経済が直面する恐れがあるテールリスク	30
5.2 米国株式市場の潜在的リスクが高まっている	32
5.3 主要5ヶ国における逆資産効果の影響.....	35
6. 補論：本稿で使用した関数の推計について	37
6.1 設備投資関数の推計について.....	37
6.2 消費関数の推計について.....	38
7. 補論：マクロリスクシミュレーション	39
7.1 円高.....	39
7.2 原油高騰.....	40
7.3 世界需要の低下.....	40
7.4 金利上昇.....	40
8. 四半期計数表	43

第 200 回日本経済予測

引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く

- ①外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響、
②グローバル経済のメインシナリオ、③同リスク要因、などを検証

1. はじめに

神田 慶司

世界経済はいよいよ本格的な調整局面を迎えるのではないかと。こうした懸念の強まりが、2018 年末の株式市場の大幅な調整を引き起こした。世界の二大経済大国である米国と中国が景気減速する中、両国の通商摩擦が激化したところに、英国の合意なき EU 離脱を巡る不透明感や Fed の利上げ継続に対する懸念などが重なった。

2019 年 1 月に入り、米中交渉の進展期待や Fed が緩和姿勢を示したこともあって株式市場は回復基調にあるものの、IMF が世界経済見通しを下方修正するなど予断を許さない状況は続いている。最近では、著名なノーベル経済学賞受賞者であるポール・クルーグマン氏やロバート・シラー氏は、2019 年か 2020 年に景気後退入りする可能性が高いとの考えを示している。

こうした中で日本経済の先行きをどうみるべきだろうか。第 200 回を迎えた本予測では、日本の実質 GDP 成長率を 2018 年度+0.5%、2019 年度+0.8%、2020 年度+0.6%と見込んだ。経済見通しの詳細は「**2. 日本経済のメインシナリオ：引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く**」で述べているが、2019 年 10 月に予定される消費増税は、各種経済対策や社会保障の充実策等もあって乗り越えられるだろう。実質 GDP 成長率は潜在成長率を若干下回る水準で推移し、結果としてマクロで見た需給バランス（GDP ギャップ）は改善しないとみている。高水準の企業収益と逼迫した労働需給の下、賃上げは 2013 年から継続されているが、現状では家計のインフレ期待や企業の価格設定行動を変えるほどの大幅な賃金上昇は見込みにくい。そのため、デフレではないが低インフレが続くとみており、日本銀行は現在の金融緩和策の枠組みを当面維持せざるを得ないだろう。

本予測では以下の三つの論点を検証した。

まず、現下の最大の論点とも言える外国人労働者の受け入れ拡大については、「**3. 論点①：外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響**」で取り上げた。2019 年 4 月には新たな在留資格が創設され、14 業種で外国人労働者の受け入れが拡大される。これに関連して前回予測では、外国人労働者の「数」に注目し、経済規模を 2060 年まで維持するには年間 7 万～31 万人の外国人労働者の受け入れが必要という試算結果を示した。そして今回は、外国人受け入れ拡大が賃金や労働生産性にどのような影響を与えるかについて分析を行った。賃金への影響は男女で異なり、外国人労働者比率が 1%pt 上昇すると、男性の実質賃金は 0.6%pt ほど押し上げられる。

一方、女性の賃金への影響は統計的に有意な形では確認できなかった。さらに、外国人労働者が 10 万人増加すると製造業の労働生産性が 0.25% 程度上昇するという推計結果も得られた。日本ではこうした分野の先行研究が少なく、コンセンサスは十分に形成されていない。その意味でも、外国人労働者の受け入れ拡大が賃金と労働生産性を引き上げる可能性があるという示唆は重要である。

次に、世界経済については予測期間中に減速するものの、腰折れは回避されると見込んでいる。米中間の関税引き上げに伴う経済への直接的な悪影響は、原油価格下落に伴うエネルギーコストの低下により、その大部分が相殺されると考えられる。また、これまで経済を下押ししてきた IT 産業などでの在庫調整は次第に和らぐことが期待される。「**4. 論点②：グローバル経済のメインシナリオ**」では海外経済に焦点を当てて分析を行ったが、世界生産に先行する中国の景気先行指数が足下で持ち直しており、日本から中国向けの工作機械受注にも下げ止まりの兆しが見られる。中国政府・中央銀行による経済対策・金融緩和がこうした流れを後押しするだろう。米国企業の景況感を表す ISM 指数は 2018 年末に大幅に悪化したものの翌月は改善しており、高水準を維持している。

もともと、世界経済の腰折れはテールリスクとして燐り続ける。リーマン・ショック後、長期にわたって維持された低金利は高水準の債務（高レバレッジ）を可能にしてきたが、その結果、例えば米国企業の債務残高 GDP 比は過去のバブル崩壊前後の水準を既に上回っている。何らかの出来事をきっかけに信用収縮が起これ、クレジットサイクルが逆回転を始める可能性は否定できない。そこでテールリスクを検討した「**5. 論点③：グローバル経済のリスク要因**」では、2019 年に起これ得る複数のリスクシナリオが顕在化した場合の日本経済への影響を試算したが、実質 GDP は最大で▲3.6% 程度減少する可能性がある。今後も、世界経済が下振れするリスクには細心の注意が必要であると言えよう。

2. 日本経済のメインシナリオ：

引き続き内需依存。潜在成長率を下回る低空飛行が続く

小林 俊介・廣野 洋太・鈴木 雄大郎・神田 慶司

2.1 経済見通しを改訂。18年度+0.5%、19年度+0.8%、20年度+0.6%

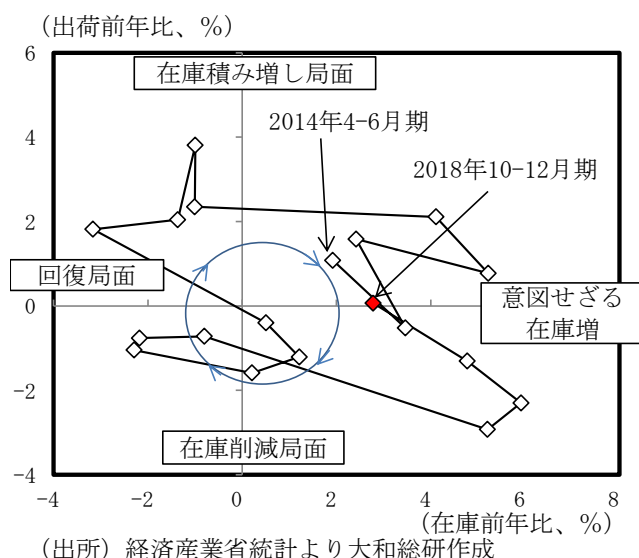
2018年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%（前期比+0.3%）と2四半期ぶりのプラス成長に転換し、ほぼ市場コンセンサス通りの着地となった。もっとも、プラス転換したとは言え、その大部分は7-9月期の実績値が自然災害の影響を受けて弱かったことの反動とみられる。また、10-12月期の成長率は、医療費の大幅な拡大を主因とした政府最終消費支出の伸び（前期比+0.8%、前期比寄与度+0.2%pt）により押し上げられている。

ゼロ成長で終わった2018年の日本経済

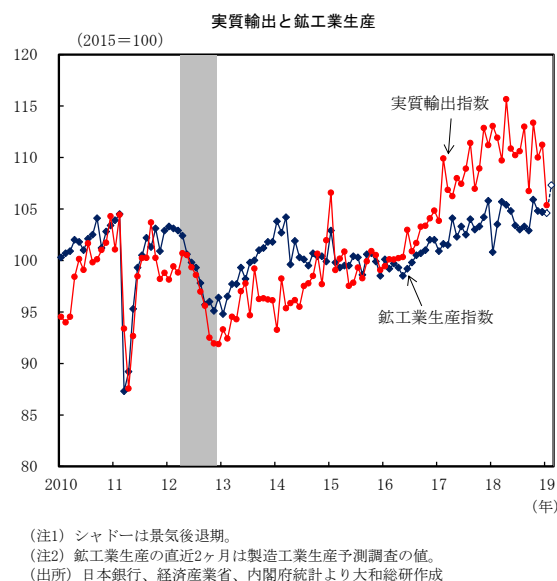
こうした一過性の要因を除いた日本経済の基調は弱く、2017年10-12月期以降、実質GDPの水準は横ばい圏での推移が続いている。事実、2018年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比で見れば▲0.0%である。日本経済は踊り場局面にあるという当社の従来の判断に変化はない。

今回のGDP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2018年度が前年度比+0.5%、2019年度が同+0.8%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫循環および外需寄与が剥落する中、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい（図表1、図表2）。

図表1：在庫循環



図表2：日本の実質輸出、鉱工業生産



内需牽引型経済成長の持続性を左右する原油価格と消費増税対策

外需が振るわない中、内需の重要性が相対的に増してくるが、内需の先行きには好悪の両材料が存在している。好材料は、原油価格の下落だ（図表3）。他方、悪材料は2019年10月に予定されている消費増税である。しかし後者については増税額を上回る規模での歳出拡大が予定されている。2019年の日本経済は、2018年以上に内需依存の色彩を強めるだろう。まとめると、日本経済の底支え材料は、①原油価格の下落と、②公共投資を中心とした財政拡張となる。

2020年度にかけて中長期的に足踏みが続く

ただし、これらの要因も2020年度にかけて剥落する。また、2020年度にかけては在庫循環の調整は一巡している公算が大きい。設備投資や住宅といった、資本ストックの循環が成熟・調整局面に到達している可能性が高い。従って、日本経済は中長期的に足踏みを続けるだろう。また、リスクは若干下側に偏っているとみざるを得ない。

図表3：20ドルの原油価格下落が日本経済に与える影響

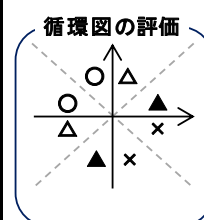
		実質GDP %	実質 個人消費 %	実質 住宅投資 %	実質 設備投資 %	実質輸出 %	実質輸入 %	名目GDP %	GDPデフ レーター %
原油価格20ドル/bbl下落	1年目	0.22	0.35	0.67	0.86	0.17	1.10	0.97	0.74
	2年目	0.26	0.45	1.02	0.96	0.18	1.32	0.90	0.64
	3年目	0.24	0.39	0.82	1.04	0.18	1.25	0.98	0.74

		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 %
原油価格20ドル/bbl下落	1年目	0.89	-7.52	-0.89	-1.19	-0.42	0.42	0.22	0.24
	2年目	0.87	-7.59	-0.89	-1.22	-0.62	0.50	0.26	0.29
	3年目	0.97	-7.60	-0.89	-1.25	-0.58	0.48	0.25	0.28

（出所）大和総研作成

図表4：世界の景気循環の総括表¹

	世界	日本	米国	欧州	中国
<在庫循環>（短期）					
製造業	△	×	△	▲	▲
<ストック循環>（中長期）					
設備	△	△	△	○	▲
自動車	▲	○	×	▲	○
住宅	—	▲	▲	—	—



（注）「○、△、▲、×」の評価は大和総研による。

（出所）大和総研作成

¹ 詳細は下記レポートを参照。熊谷亮丸他「第197回日本経済予測（改訂版）世界経済はどこに向かうのか？～①景気循環から見た世界経済の行方、②米中貿易摩擦、③財政再建の影響、などを検証～」（大和総研レポート、2018年6月8日）

米中貿易摩擦：関税引き上げに伴う「ブーメラン効果」

なお、外需に関して、その他の論点としては、米中貿易摩擦における「ブーメラン効果」が挙げられる。追加関税が発動した場合、その影響はかけられた側の国・企業の輸出コストが増加することだけではない。追加関税をかけた側の国・企業についても輸入コストが増加し、国内物価に転嫁されれば消費者へも悪影響が及ぶ。

この効果は、当社の試算でも観察できる。米中双方が 340 億ドル（第 1 弾）と 160 億ドル（第 2 弾）の 2 段階でかけた 500 億ドルに対する 25% の追加関税については、米国よりも中国の GDP を大きく下押しする試算結果になっている。一方で、米国が 2,000 億ドルに対し 25%、中国が 600 億ドルに対し 7.4% の追加関税（第 3 弾）を、第 1 弾、第 2 弾に上乗せした場合、米国の GDP がより大きく下押しされる。第 3 弾では、米国がより大きな金額で高い関税率をかけることから「ブーメラン効果」も大きいものとみられる。

図表 5：米中摩擦におけるブーメラン効果

GDP への影響	米国	中国
第 1 弾+第 2 弾	-0.06%	-0.10%
第 3 弾まで	-0.28%	-0.22%

（出所）大和総研作成

2.2 2019 年以降の設備投資見通し

日本経済を牽引してきた設備投資の先行き

2016 年、17 年の日本経済の牽引役の一つは企業の設備投資であった。実質設備投資は 2018 年 4-6 月期まで 7 四半期連続で増加しており、7-9 月期は自然災害による供給制約の影響で大幅に落ち込んだものの、10-12 月期は増加へ転じている。その結果、設備投資 GDP 比は 1990 年前後の資産バブル期以降で最高水準まで上昇した（図表 6）。

今後も、潤沢なキャッシュフローや人手不足などを背景に設備投資が拡大するとの見方がある半面、世界経済の減速で積み上がった資本ストックに調整圧力がかかり、設備投資は減少するとの見方もある。そこで本節では、日本銀行[2011]²を参考に設備投資関数を推計した上で、2019 年以降の設備投資の見通しについて述べる。なお、設備投資関数の詳細は補論 6.1 を参照されたい。

設備投資 GDP 比は頭打ちするものの高水準を維持する見込み

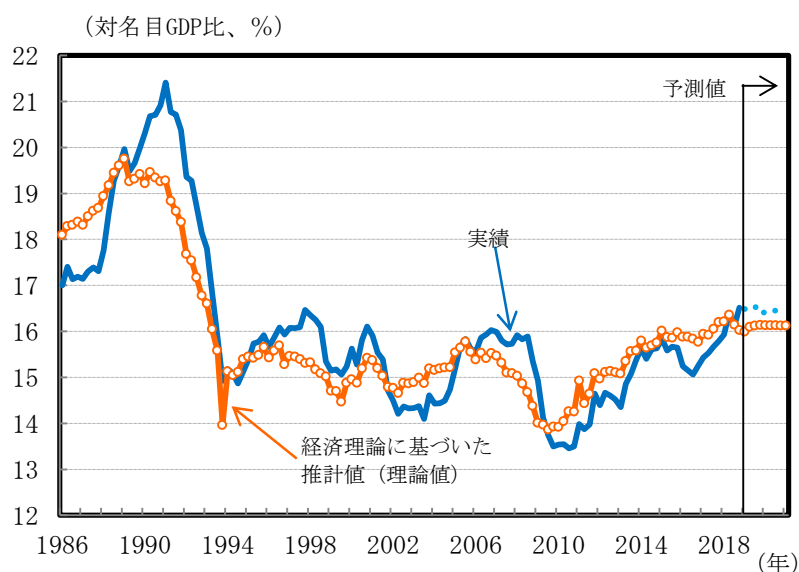
推計した設備投資関数に当社の経済見通しを外挿した理論値を図表 6 で示している。この理論値には資本ストック循環や資本コストなどが加味されており、長期的なトレンドを表している。これまでの資本ストックの積み上がりが一服し、設備投資は GDP 比で頭打ちするものの高

² BOJ Working Paper Series “The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2011 Version”

水準を維持するという姿が描かれている。

ただ、設備投資関数から推計された理論値には、足下の外需の動向や人手不足に対応するための省人化投資、消費増税対応の投資といった要素が十分に反映されていない。そのため本予測では、設備投資の見通しを理論値よりもやや強めにみている（**図表 6 の点線**）。とはいえ、実質設備投資は年率 1.5% 前後の低い伸びである。資本ストックを維持するのに必要な投資額（更新投資）を下回っており、ストック調整が進む。設備投資が再び日本経済の牽引役となるには、外部環境が想定以上に好転することなどが必要だろう。

図表 6：設備投資対 GDP 比と理論値の長期推移



(注 1) 点線で示した予測値は設備投資関数に大和総研による見通しを外挿したもの。

(注 2) 推計式は、 $\ln(\text{理論値}) = -3.48 + 0.60 * \ln(\text{潜在成長率} + \text{固定資本減耗率}) + 0.03 * \ln(\text{実質金利} + \text{固定資本減耗率})$ 、推計期間は 1982 年 1-3 月期～2018 年 10-12 月期。推計式の第一項と第二項の係数は 1% 水準で有意、第三項の係数は有意でなかった。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

2.3 統計不正問題と実質賃金の見方

実質賃金はプラス？ マイナス？

毎月勤労統計の不適切調査問題³が連日のように報道されている。最近では、2018 年の実質賃金について国会等で議論が行われている。厚生労働省が公表する 2018 年の実質賃金は前年比 +0.2% であったが、当月分・前年同月分ともに集計対象となった調査対象事業所（共通事業所）の賃金を実質化すると同▲0.4% だった。公表値と異なり、共通事業所ベースでは実質賃金が前年割れしたことから、働き手の生活は実は悪化していたのではないかといった声が聞かれる。

だが、共通事業所ベースの実質賃金は 2016 年で前年比 +1.1%、2017 年で同 +0.2% と試算され、いずれの年も公表値（2016 年：同 +0.7%、2017 年：同▲0.1%）を上回った。2018 年を含む過去 3 年間で均した伸び率で見れば、公表値も共通事業所ベースもさほど変わらない（**図表 7**）。

³ 詳細は鈴木雄太郎「[毎月勤労統計の不適切調査の影響](#)」（大和総研レポート、2019 年 1 月 25 日）を参照。

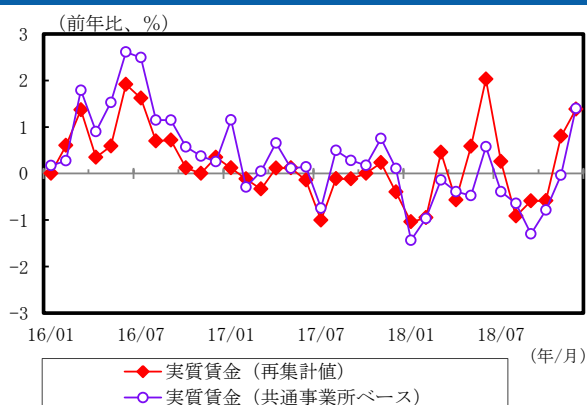
また、2018 年の実質賃金の伸び率が前年から低下した最大の要因は生鮮食品とエネルギーの価格上昇であり、これら二つの要因だけで 0.7%pt 押し下げられた。原油価格の上昇や自然災害・天候不順によって物価が上昇しても、企業が従業員の給与水準を引き上げることは一般には行われないので、結果的に働き手の購買力が一時的に低下した。

実質平均時給は緩やかに上昇

非正規雇用者比率が約 4 割に達する日本において働き手の賃金水準が高まったかどうかを判断するには、一人当たりだけではなく、一人一時間当たりの賃金（平均時給）も見るべきである。一国全体では、実質平均時給に総労働時間を乗じた実質雇用者報酬を重視すべきだ。図表 8 は内閣府が公表する実質雇用者報酬の要因分解だが、2018 年は第二次安倍内閣が発足した 2012 年に比べて 6.4%（年率 1.0%）増加した。女性や高齢者を中心に雇用者数が 430 万人増加したことが主に寄与しており、平均労働時間は非正規雇用者比率の上昇等で減少した。

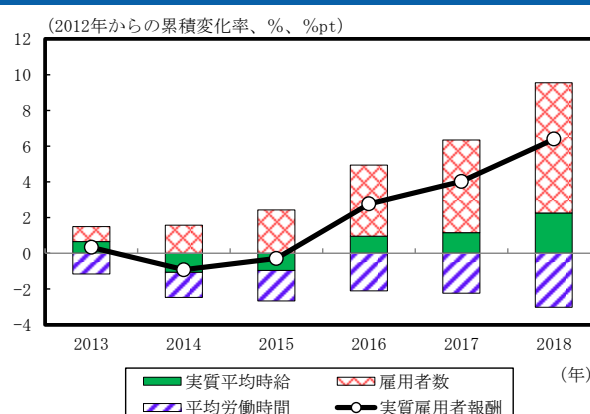
2018 年の実質平均時給は 2012 年対比で 2.2%（年率 0.4%）上昇した。確かに賃金は上昇しているが、その伸びは極めて緩やかであり、労働生産性の伸び悩み等が背景にある。一人一時間当たりの実質 GDP は同時期に 2.8%（年率 0.5%）の上昇にとどまった。その点において、安倍内閣の成長戦略が十分に成果を上げたとは言いがたい。

図表 7：公表値と共通事業所ベースの実質賃金



（注）共通事業所ベースの実質賃金は、大和総研による試算値。
（出所）厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

図表 8：実質雇用者報酬の要因分解



（注）2018 年の雇用者数と平均労働時間は他統計から試算。
（出所）内閣府、厚生労働省、総務省統計より大和総研作成

2.4 消費は増税時に減少するが駆け込み需要・反動減は小さい見込み

増税時よりも消費税対策終了時の駆け込み需要・反動減に注意

日本経済の先行きを占う上では、2019 年 10 月に予定される消費増税の家計消費への影響は重要なポイントだ。消費増税時には、社会保障の充実策や軽減税率制度、各種経済対策が実施される予定であり、増税による家計の購買力の低下を一定程度緩和するとみられる⁴。

図表 9 は、消費増税と関連施策の実施を想定した実質家計消費の見通しである。駆け込み需

⁴ 消費増税対策とその影響の詳細は、神田慶司・廣野洋太・柿沼英理子「[2019, 20 年度の消費増税・関連対策の影響](#)」（大和総研レポート、2018 年 12 月 25 日）を参照。

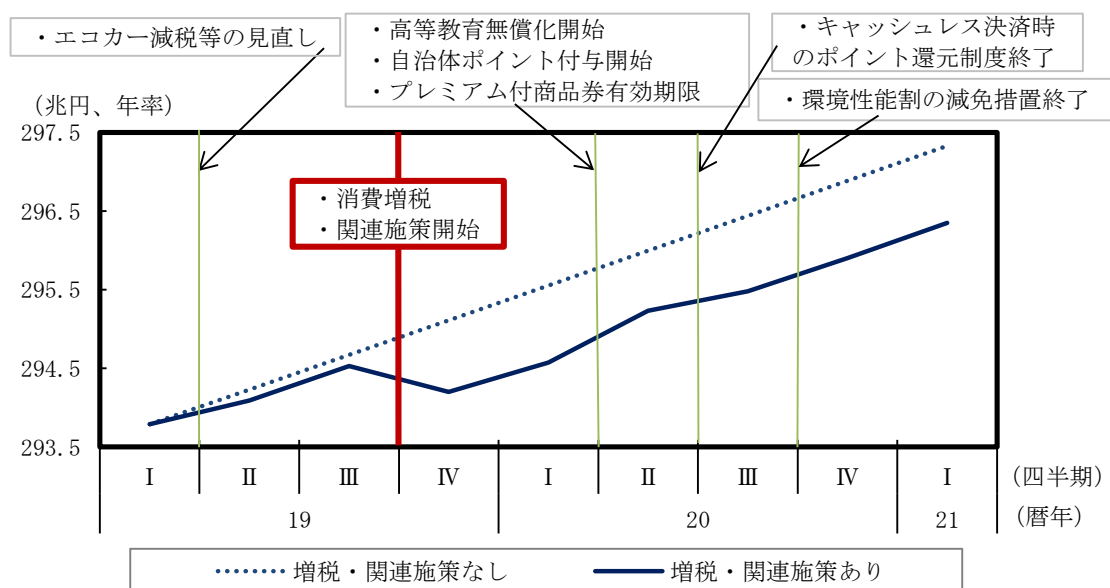
要と反動減は想定していない。2019年4-6月期に消費が減少しているが、これは、2019年4月から実施されるエコカー減税の見直し等の効果を踏まえた影響である。

消費増税直後の2019年10-12月期の家計消費は、増税と関連施策が実施されない場合に比べて▲0.3%程度減少する見込みである。2019年度予算案には2兆円規模の増税対策が盛り込まれたが、このうち1.35兆円は公共投資であり、家計部門に限れば増税の負担増が関連施策による負担軽減分を上回る。

2020年の4月からは、高等教育無償化やマイナンバーカードを利用した自治体ポイントの付与が実施される。同年4-6月期は、高等教育無償化等とキャッシュレス決済時のポイント還元制度（ポイント還元策）の実施時期が重なるため、消費は一時的に加速するだろう。もっとも、ポイント還元策は同年6月に、自動車減税（環境性能割の減免）は同年9月に終了するため、制度終了後には消費が減少するとみられる。

なお、増税時の駆け込み需要と反動減は、前回の増税時と比較すると発生しにくいだろう。前回増税時に駆け込み需要が特に見られた自動車は、需要平準化策がある程度奏功すると考えられる。また、自動車以外の品目についても、ポイント還元策やプレミアム付商品券等により、増税後に購入することへの強いインセンティブが働く。ポイント還元策は中小小売店が対象であるが、大規模小売店が対抗措置として同様の還元策を自主的に実施する可能性もある。この点、駆け込み需要と反動減が発生しそうな時期は消費税対策の終了時であり、ポイント還元策が終了する2020年6月前後の消費動向には特に注意が必要だ。

図表9：実質家計消費の見通し



(注1) 自治体ポイントの効果は、プレミアム付商品券と同等と想定。

(注2) 「増税・関連施策あり」は、駆け込み需要や反動減を考慮していない。

(出所) 内閣府統計、各種報道資料より大和総研作成

3. 論点①：外国人労働者受け入れの賃金・生産性への影響

溝端 幹雄・山口 茜・渡邊 吾有子

日本の労働市場が迎えているのは構造的な曲がり角だ。深刻な人手不足に直面する中、国内の人材はもちろん、海外の人材も活用していくことが求められている⁵。2018 年臨時国会では、外国人の新たな在留資格の創設を柱とする出入国管理及び難民認定法改正案（改正入管法）が可決され、2019 年 4 月から施行される予定だ。

外国人労働者の受け入れ拡大へと舵が切られる一方で、日本経済へのマイナスの影響を懸念する声も聞かれる。そこで、本章では外国人労働者の増加が日本の賃金や労働生産性に与える影響を計量的に分析する。

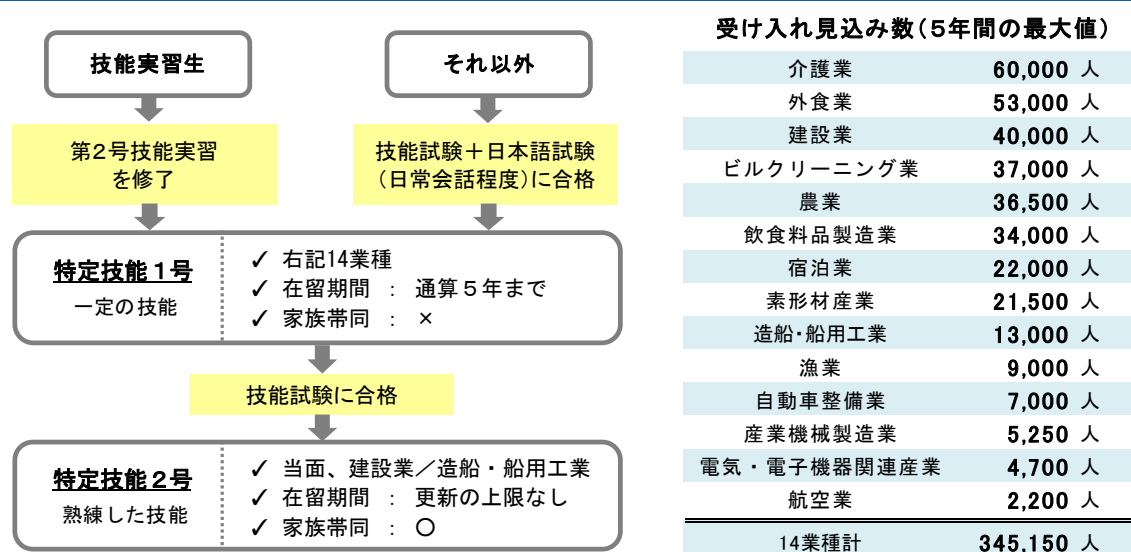
3.1 外国人労働者の受け入れ拡大へ

改正入管法と外国人労働者受け入れ

2019 年 4 月から施行予定の改正入管法は、高度外国人材と非熟練労働者の中間に位置するミドルスキルの熟練労働者に対して、就労を目的とする在留資格（特定技能 1 号、2 号）を創設し、受け入れ環境を整備することを目的としている（図表 10）。

特定技能 1 号の資格を得るには、技能試験と日常会話程度の日本語試験に合格する必要があるが、第 2 号技能実習を修了していればこれらは免除されることになっており、技能実習制度との連携も意識した制度となっている。対象業種は人手不足が深刻な業種を中心に 14 業種で、今後 5 年間で最大 35 万人程度の受け入れが見込まれている。

図表 10：改正入管法の概要（2019 年 4 月施行予定）



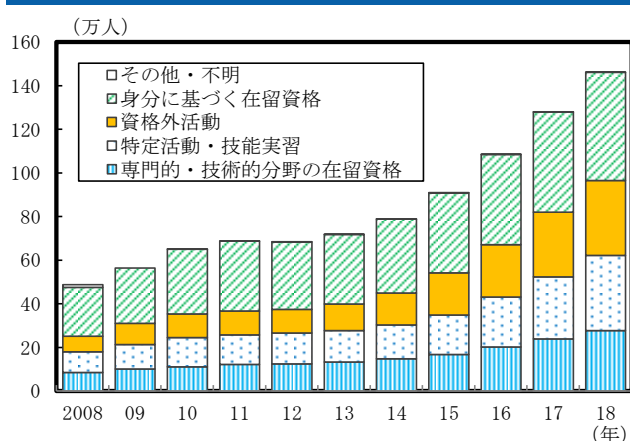
（出所）政府資料等より大和総研作成

⁵ 日本の労働市場の長期展望を踏まえた分析は、熊谷亮丸他「第 199 回日本経済予測」（大和総研レポート、2018 年 11 月 21 日）の「論点①：人手不足と外国人労働者受け入れ」などを参照されたい。

足下の外国人労働者数の推移を確認すると、増加傾向が続いており、特に直近2～3年の増加幅が大きい（図表11、12）。資格別では留学生を含む「資格外活動」や「特定活動・技能実習」の伸びが特に大きく、国籍別ではベトナムやフィリピン出身の労働者が増加している。

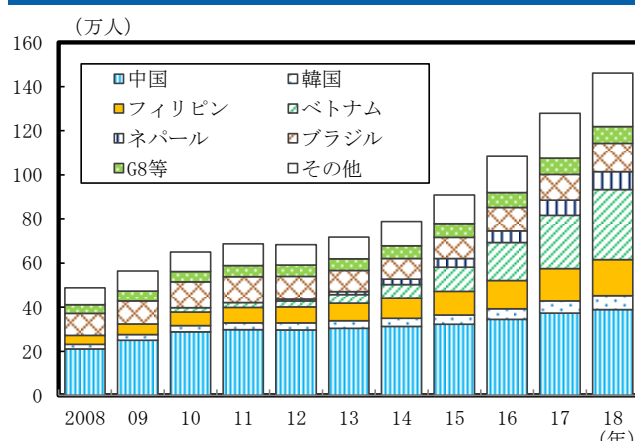
今回、特定技能の在留資格が設けられたことで、外国人労働者数増加の勢いは一層強まるだろう。新たな受け入れが拡大することに加え、これまで技能実習を終えた後に母国へ帰っていた人たちが、研修後も一定期間日本の労働力となることが期待される。

図表 11：資格別外国人労働者数の推移



（出所）厚生労働省より大和総研作成

図表 12：国籍別外国人労働者数の推移



（注）中国は香港等を含む。G8等はG8+オーストラリア・ニュージーランド。ベトナムの2009年以前、ネパールの2011年以前はその他に含まれる。

（出所）厚生労働省より大和総研作成

外国人労働者受け入れのメリット・デメリット

このように外国人労働者の存在感が増していく中で、外国人労働者受け入れが日本経済に与える影響も一層大きくなることが予想される。外国人労働者の受け入れは、メリット・デメリットの双方が考えられる。

メリットには、①人手不足が緩和されること、②外国人自身が消費者、税・保険料負担者として、日本経済の活性化や財政・社会保障の安定に資すること、③企業内の従業員の多様性が高まり、商品開発力や市場開拓力が高まること（イノベーションの進展）、などが挙げられる。

一方で、デメリットとしては、①単純労働者が増加することでパート・アルバイトといった非正規労働者の賃金が上昇しにくくなるだけでなく、正規労働者の処遇改善も遅れる可能性があること、②特に労働集約的な産業において既存のビジネスモデルを見直す必要性が小さくなり、労働生産性を高めるインセンティブが低下すること、③文化の異なる外国人労働者がうまく日本に溶け込めない、あるいは、日本人が受け入れることができないことで、社会的な摩擦が生じる可能性があること、などが挙げられる。

これらのメリット・デメリットは表裏一体の関係にあるものの、日本経済全体を考えるとどちらがより大きいかということは、外国人労働者の受け入れ拡大へと舵を切っている日本にとって重要な問題だ。以下では、実際に外国人労働者の増加が賃金や労働生産性にどのような影響を与えるのか分析を行う。

3.2 外国人労働者が多い地域・業種とは？

都市圏や製造業が盛んな地域に集中

分析の前に、現在、外国人労働者がどのような地域や業種に分布しているのかを確認しておきたい。**図表 13** は、2017 年における外国人労働者比率とその業種別内訳、そして 2009 年の外国人労働者比率を都道府県別に示したものだ。これより次のことが分かる。

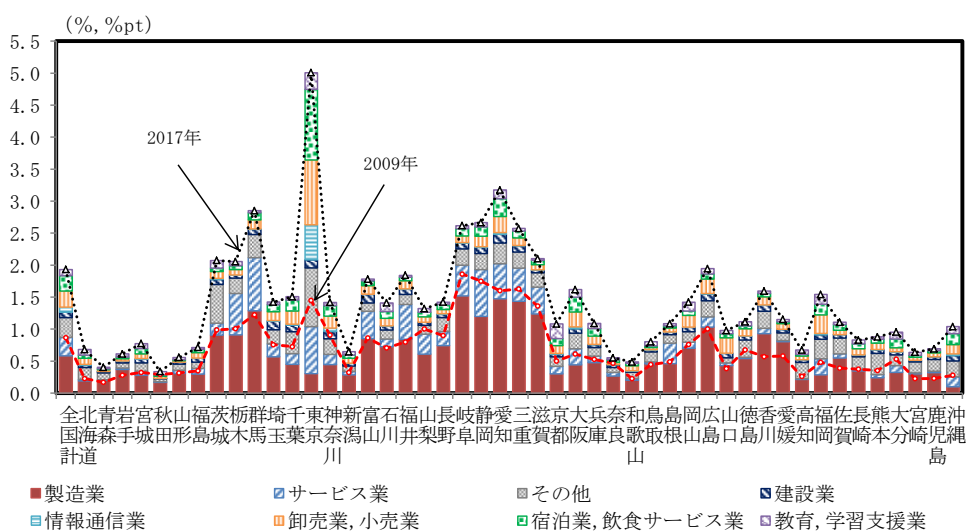
まず、都市圏で外国人労働者比率が高いことである。例えば、2017 年時点で東京の外国人労働者比率は 5 % と突出している。他にも、大阪、広島、香川、福岡といった都市化が進んだ地域で比率が高い傾向にある⁶。

次に、製造業が盛んな地域でも外国人労働者比率が高い。愛知を中心とする東海・北陸や群馬・栃木・茨城といった北関東で外国人労働者比率が高くなっている。また時系列で見ても、都市圏や製造業が盛んな地域ほど、外国人労働者比率の上昇幅が大きいという特徴もある。

そして、業種別分布を見ると、業種構成が分散している東京、大阪、福岡、沖縄などを除くほとんどの地域では、外国人労働者の約半分は製造業で働いており、外国人労働者の業種分布における偏りが確認できる。一方の東京では、宿泊業、飲食サービス業や卸売業、小売業、サービス業（他に分類されないもの）、情報通信業などで働く外国人労働者の方が多くなっており、特に情報通信業については、ほぼ東京でしか見られない。

今回新設される在留資格には、情報通信業、卸売業、小売業、教育、学習支援業は含まれていないが、今後も都市圏を中心にこうした分野でも外国人労働者が増えることが予想される。

図表 13：都道府県別・業種別 外国人労働者比率



⁶ 諸外国でも同様の傾向が指摘される (Lewis, E. and G. Peri [2015], “Immigration and the Economy of Cities and Regions,” *Handbook of Regional and Urban Economics*, Volume 5, Amsterdam: Elsevier, pp.625–685.)。

3.3 賃金や生産性に与える影響

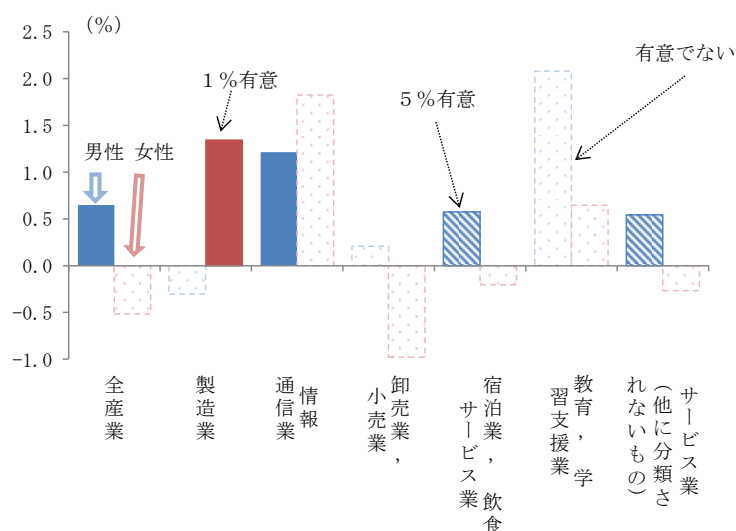
外国人労働者比率 1 %pt 上昇で、賃金は男性で 0.6 %程度の押し上げ、女性では影響が見られない

先述のように、外国人労働者の受け入れは人手不足を解消するための有効な対策となる一方で、日本の労働者の賃金が低下したり、構造改革が遅れて生産性の向上を阻むのではないかと懸念も聞かれる。理論的にはプラスとマイナスのどちらの影響も考えられるので、外国人労働者が経済に与える影響を評価することはすぐれて実証的な問題であるといえる。

しかしながら、日本ではデータの制約が非常に大きいため、外国人労働者に関する実証分析の蓄積が少ないのが現状だ。そこで本章では、限られた公表データを組み合わせながら、なるべく精度の高い推計結果が得られるように工夫している。

まず、外国人労働者比率の上昇が日本の労働者の単位時間当たり実質賃金に与える影響を抽出するため、他の変数から受ける影響を除去（コントロール）している⁷。具体的には、賃金カーブ（賃金が年齢と共に上昇しつつその上昇幅は次第に緩やかとなる）を考慮した上で、労働需給が賃金に与える影響を加味している。さらに、パートタイム労働者のような短時間労働者が増えると一般労働者（ほぼ正規労働者に等しい）の賃金が抑制されやすくなるため、短時間労働者比率についてもコントロールしている。加えて、推計の精度を高めるため、47 都道府県について 3 時点（2009 年、2012 年、2017 年）のパネルデータを使うことでサンプル数を増やし、固定効果モデルによって各都道府県で異なる固有の影響も除去している。

図表 14：外国人労働者比率 1 %pt 上昇による一般労働者の実質賃金に与える影響



(注) 被説明変数に単位時間当たり実質賃金(対数値)、説明変数に年齢、年齢の2乗、有効求人倍率、短時間労働者比率を入れてコントロールし、外国人労働者比率が実質賃金に与える影響を見た。実質賃金と年齢は一般労働者。47都道府県の2009年、2012年、2017年のパネルデータ(年齢計)について固定効果モデルにより推計。

(出所) 総務省および厚生労働省統計より大和総研作成

⁷ 本来であれば、ミンサー型賃金関数のように学歴要因を考慮するのが望ましいが、公表ベースの厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の都道府県別データには学歴に関するデータがないため、ここでは割愛している。

結果は**図表 14**で示される。外国人労働者比率が1 %pt 上昇した場合に賃金に与える影響は、男性は0.6%程度とプラスだが、女性では影響は見られない（統計的に有意ではない）。業種別では、男性は情報通信業で大きなプラスであり、宿泊業、飲食サービス業、サービス業でも有意にプラスだ。一方の女性は、製造業を除いてどの業種でも賃金に与える影響は有意でない。

ここで取り上げた六つの業種は、時系列で2009年からデータが取れるものを示しており、足下、厚生労働省『外国人雇用状況』の届出状況まとめで公表されている建設業や介護を含めた他の業種は全て、全産業に含まれている。そのため、女性の製造業における影響がプラスであっても、他の業種の影響は有意でない、もしくはマイナスのものがあれば、全産業における影響は有意でなくなるだろう。

賃金へのネガティブな影響は見られないとする先行研究の結果とも整合的

総じて見ると、外国人労働者が増えると全体で賃金下がるといった、一般に言われるようなネガティブな影響は実証結果からは得られなかった。確かに、初期の学術研究では（例えばBorjas[2003]⁸）、移民の流入による米国人全体の賃金や雇用に強い負の効果を指摘していた。しかし、最新の学術研究ではそうした見解を否定するものが優勢となっており、本章による分析結果もこうした最新の研究動向を裏付けるものになっている。

例えば、日本の外国人労働者に関する本格的な実証分析の嚆矢となった中村・内藤・神林・川口・町北[2009]⁹では、厳しいデータ制約の中で個票データを組み合わせた分析を行い、外国人労働者の導入は特に学歴の低い日本人労働者の賃金を大きく引き上げるとしている。また海外の移民による研究でも、移民の労働供給に伴う自国民の賃金や雇用への負の効果は非常に小さいとしており（Cortes[2008]¹⁰など）、特にPeri and Sparber[2009]¹¹では、自国民と移民は不完全代替なので、同等技能を持つ自国民はコミュニケーション能力が要求される相対的に高賃金の職業に移行することで、移民の流入による自国民の賃金低下は抑制されるとしている。

本章での分析は公表データに限られるものの、中村・内藤・神林・川口・町北[2009]以降の新しいデータを使った上で、さらに業種別の影響を分析した点に特徴がある。結論として、日本全体における結論は変わっておらず、国内外の先行研究などを勘案して、少なくとも外国人労働者が増えることによる賃金へのネガティブな影響はそれほど心配する必要はないだろう。ただし、女性の一部の業種では抑制的な影響が出る可能性もあるので、日本の労働者に新たに求められる能力を身に付ける職業訓練などの就業環境の整備が、今後の課題となりそうだ。

⁸ Borjas, G. J. [2003], “The Labor Demand Curve Is Downward Sloping: Reexamining the Impact of Immigration on the Labor Market,” *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), pp.1335-1374.

⁹ 中村二郎・内藤久裕・神林龍・川口大司・町北朋洋[2009]『日本の外国人労働力—経済学からの検証』日本経済新聞出版社。

¹⁰ Cortes, P. [2008], “The Effect of Low-Skilled Immigration on U.S. Prices: Evidence from CPI Data,” *Journal of Political Economy*, 116(3), pp.381-422.

¹¹ Peri, G. and C. Sparber [2009], “Task Specialization, Immigration, and Wages,” *American Economic Journal: Applied Economics*, 1(3), pp.135-169.

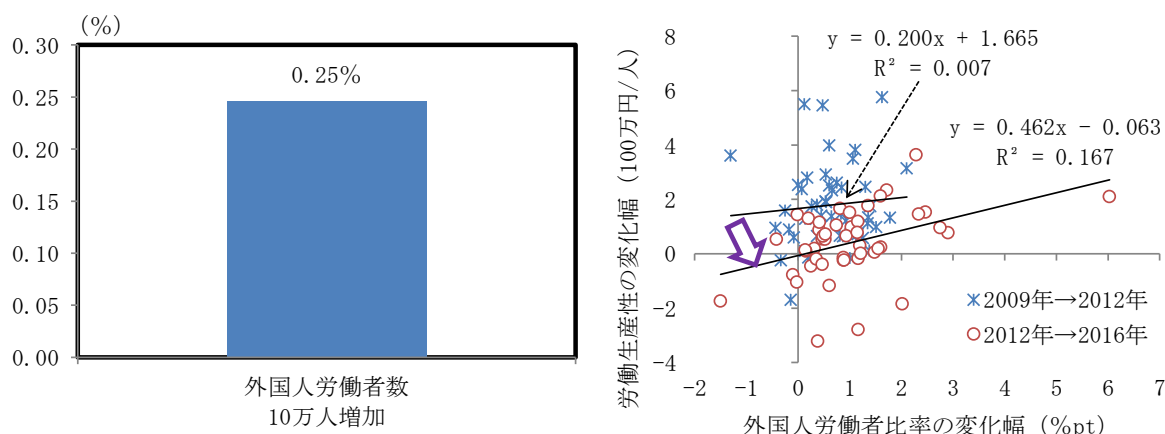
外国人労働者 10 万人の増加で、製造業の労働生産性は 0.25% 上昇

次に、外国人労働者の受け入れが労働生産性に与える影響を考える。データ制約の問題もあり、ここでは製造業に限った分析を行う。

一般的な生産関数を想定すると、労働生産性（労働者 1 人当たり GDP）は資本労働比率と TFP（技術進歩などを表す全要素生産性）で表すことができ、ここでは TFP 成長率は一定の値を取ると仮定した推計式をベースとしている¹²。それらの変数からの影響をコントロールした上で、外国人労働者比率が労働生産性に与える影響を見ている。

図表 15 左はその結果を示しており、ここでは実感がつかみやすいように外国人労働者が 10 万人増加した場合の影響を見たものである¹³。当社のシミュレーションによれば、外国人労働者が 10 万人増加すれば、製造業の労働生産性は 0.25% 上昇するとの試算結果が得られた。**図表 15 右**の散布図を見ても、外国人労働者比率が上昇する地域ほど労働生産性の上昇幅は大きくなっており、しかも近年はその傾向が強まりつつあることが見て取れる。

図表 15：製造業における外国人労働者 10 万人増加が労働生産性に与える影響（左）、外国人労働者比率と労働生産性の関係（右）



(注1) 左右の図表はいずれも製造業。

(注2) 左側の図表は、2009年～16年の47都道府県のパネルデータを用いて、固定効果モデルにより推計。推計式は以下の通り。但し、外国人労働者比率はパーセント表示。()はt値を表す。

労働生産性(対数値)

$$= 1.82 + 0.022 * \text{トレンド項} + 0.216 * \text{資本労働比率(対数値、3期前)} + 0.016 * \text{外国人労働者比率}$$

(13.64) (2.63) (3.94) (2.08)

サンプル数235 修正R²=0.929

(注3) 右側の図表は、労働生産性はGDPデフレーター（一部は消費者物価指数による推計）で実質化。

(出所) 経済産業省、内閣府、総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

¹² TFP が一定率 (γ) で伸びるコブ・ダグラス型の生産関数を想定して、それを労働者 1 人当たり GDP (=労働生産性) の式、 $Y_t = Ae^{\gamma t} K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \leftrightarrow y_t = Ae^{\gamma t} k_t^\alpha$ に変形した上で、両辺に対数を取った。但し、 Y は GDP、 A は TFP (固定部分)、 K は資本、 L は労働、 y, k は労働者 1 人当たりの GDP および資本 (=資本労働比率)、 α は資本分配率、 t は時間を表す添え字である。

¹³ ちなみに、足下の数字で外国人労働者比率が 1 % 上昇すると、人数としては 60 万人以上も増える計算となる。

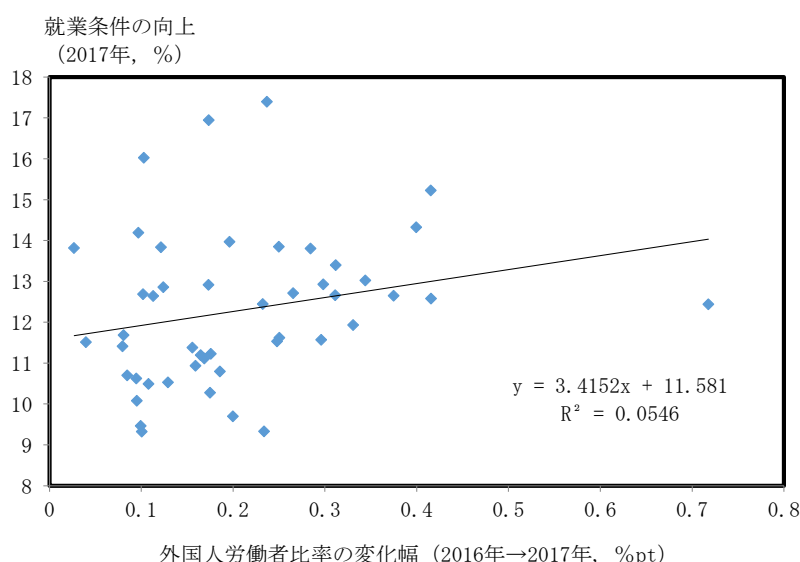
近年、製造業をはじめあらゆる業種において、ハイテク・知識集約分野のウェイトが高まりつつある中で、新しいアイデアの創出を促すダイバーシティの重要性が指摘される。外国人労働者の受け入れは、こうしたダイバーシティを促す触媒としての役割も期待されており、実際、ハイテク・知識集約分野の高スキルの移民が、製品・サービスの多様性、イノベーション、企業増加などを通じて、地域の生産性に対してプラスの効果を持つことが確認されている（Lewis and Peri[2015]など）。

外国人労働者の受け入れで日本人労働者の就業条件が向上する可能性

さらに、外国人労働者の受け入れが、労働者の就業条件にどのような中長期的変化を及ぼすのかを確認したい。労働者の就業条件の変化については、総務省「就業構造基本調査」の利用が有効だ。収入や労働条件への不満を理由に離職した労働者のうち、再就職により就業条件を改善できた労働者の割合を算出することで、転職により就業条件を向上させた労働者の割合（以下、就業条件の向上）を都道府県ごとに算出することができる。

これを利用し、各都道府県における 2016 年から 2017 年の外国人労働者比率の変化と、翌 2017 年の就業条件の向上の相関関係を図表 16 で示した。この図表を見ると、外国人労働者比率の変化幅が大きい都道府県ほど、転職によってより良い就業条件を得られる労働者の割合が高いことが分かる。双方に影響を与える労働需給（景気）の影響を加味しても、結論は変わらない。

図表 16：外国人労働者比率と就業条件の向上の関係



(注) 縦軸「就業条件の向上」は、2016 年 10 月以降に離職した労働者のうち、離職理由が①「収入が少なかったため」、②「労働条件が悪かったため」と答えた人で、かつ、再就職先の決定理由が「より良い条件の仕事が見つかった」を選択した労働者の割合を表す。なお、労働需給をコントロールしても、両者に正の相関が見られた。

(出所) 総務省、厚生労働省統計より大和総研作成

現在、日本で就業する外国人労働者の大半は、特段専門的な知識や高度な技術を必要としない職に就業していると推測される。このような仮定から推測できることは、外国人労働者の就労が促進された場合、短期的には、そうした職種において外国人労働者が日本人労働者にとって代わるという側面もありうるが、中長期的に見れば、日本人労働者のより高度な職への移動が促進される可能性が高まるということだ。

例えば、外国人労働者を採用することで、彼らを取りまとめる役職が必要となる。日本語でのコミュニケーションに長けた日本人労働者が、これまで従事していた業務を外国人労働者に任せ、外国人労働者のマネジメントを担うようになれば、日本人労働者の就業条件が向上することになる。ただし、このような構造変化の実現には、日本人労働者がマネジメント能力を十分に有することが条件となる。日本人労働者に対する人材教育は今後益々重要になるものと考えられる。

3.4 外国人労働者の受け入れを好循環につなげる条件

日本人労働者の職業訓練や外国人労働者の社会統合政策

以上の分析から、現状の人手不足という状況下では、外国人労働者の受け入れは総じて望ましいものだと考えられる。特に男性の賃金は情報通信業において上昇する可能性が高く、労働生産性も製造業で高まりそうだ。

無論、外国人労働者の受け入れが手放しで望ましいともいえない点には注意が必要だ。本章の分析では、女性の一部の業種で賃金を抑制する可能性も示唆される。いわゆるローテク産業では、国籍の多様性がコミュニケーション・コストを増大させることで、企業の生産性を抑える可能性を指摘する研究もある¹⁴。さらに、非熟練の外国人労働者の導入はマクロ的に見て中長期的な産業構造の高度化を遅らせる可能性も考えられる(中村・内藤・神林・川口・町北[2009])。

こうした影響は、現状の人手不足によって緩和されると考えられるが、外国人労働者の受け入れがさらなる日本経済の好循環につなげていくためには、経済・社会の変化に対して柔軟に対応できるように、先述したような日本の労働者に新たに求められる役割分担に応じた職業訓練を促す仕組みなどが求められよう。

さらによく言われているように、外国人そのものを日本に受け入れる社会統合政策も必要だ。足下でも外国人労働者は急激に増加しているが、今後も加速していく可能性を考えると、日本語教育の充実や日本での生活を支える行政面での対応が早急に求められるだろう。外国人労働者の受け入れにおいては、こうした経済・社会面での包摂的な環境作りが喫緊の課題である。

¹⁴ Trax, M., S. Brunow, and J. Suedekum [2015], “Cultural diversity and plant-level productivity,” *Regional Science and Urban Economics*, 53(C): pp. 85–96.

4. 論点②：グローバル経済のメインシナリオ

近藤 智也・鈴木 雄大郎

4.1 「グレートローテーション（株高・債券安）」の次のステージはどこか？

2018 年秋口に「グレートローテーション」は終了へ

2016 年終盤から始まった「グレートローテーション」、つまり株高・債券安は、2018 年半ばまで継続したものの、この半年間は方向感が定まらない局面に陥っている。特に年末にかけて世界的に株価が大幅に下落したが、2019 年に入ると、Fed の金融政策の軌道修正をきっかけに米国を中心に株高に転じる一方、利上げ休止観測を受けて国債利回りは低水準で推移している。

過去を振り返ってみると、1990 年代までは、グレートローテーション（株高・債券安）からスイートスポット（株高・債券高の併存）に移行していたが、2000 年代以降は、グレートローテーションの後、株安・債券高の局面にシフトすることが多く、1990 年代までとは異なる環境が生じていた。これは、景気減速によって株式市場のパフォーマンスが悪化すると同時に、金融当局が積極的な金融緩和政策を実施したことを意味している。インフレ率が抑制されてきたために、大幅な利下げを実施する余裕ができたと考えられる。果たして、今回は、従来通りに株安・債券高のステージへ移行するのか、それともスイートスポットに先祖返りするのか、あるいはグレートローテーションが復活するのか。今後を展望すると、当面、欧米の中央銀行は景気に配慮した金融政策へ軌道修正すると予想されることから、継続的な長期金利上昇（＝債券安）は想定しがたく、短期的には、株高と併存したスイートスポットの状況が続くだろう。一方、株高が継続するか否かを占う意味で、後述する三つのメルクマールの動向に注目したい。

グレートローテーションは「利上げに始まり、景気後退で終わる」

図表 17 は、世界の株価指数と国債金利の推移を、「世界株価指数が上昇しているか？下落しているか？」「世界の国債金利が上昇しているか？下落しているか？」の 4 パターンで期間を分けたものである。債券相場と株式相場には、一般的に次のようなサイクルが見られる。

まず、景気悪化によって株式相場が低迷し、資金需要の減退と緩和的な金融政策により金利が低下する（＝「株安・債券高」）。次に、財政面からの景気刺激策や金融緩和によって供給された流動性が、株式相場を押し上げる「スイートスポット（株高・債券高）」が到来する。スイートスポットは、景気が拡大する一方で物価が比較的落ち着いた環境下で、政策金利が安定的に推移した時期に訪れる。そして、スイートスポットは、景気過熱やインフレ圧力の高まりを背景とする、中央銀行の金融引締めを受けた債券相場の下落により終焉を迎える。

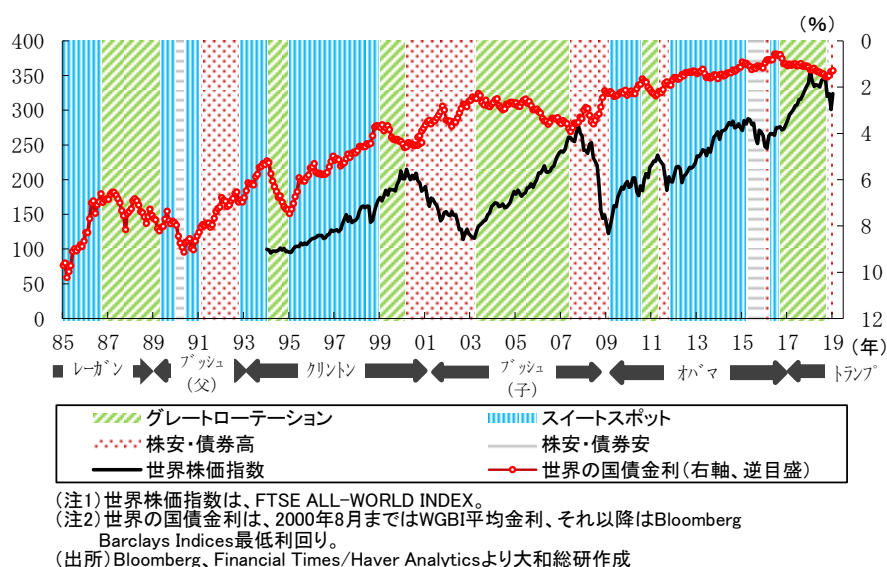
また、「グレートローテーション（株高・債券安）」は、スイートスポットの後に訪れるケースが多い。政策金利の引き上げを受けて長期金利が上昇し続ける一方、世界的な景気の拡大が続く場合には株高が持続する。もっとも、過度な金融引締めによって景気が減速すると、株式相場のパフォーマンスは悪化し、「株安・債券安」に移行するか、もしくはあまり期間を置かず

に「株安・債券高」へ回帰する。

2016 年終盤から始まったグレートローテーションは、2018 年半ばまで継続したものの、この半年間は方向感が定まらない局面に陥っている。2018 年終盤にかけて、グレートローテーションを構成する株高に変調が生じた背景には、米欧の緩和的な金融政策の出口戦略実行に加えて、米中間の貿易摩擦の激化などによって、世界経済の先行きに対する不透明感が高まったことが挙げられよう。

一方で、2019 年に入ると、Fed の利上げ休止観測をはじめ、景気減速に配慮した慎重な金融政策への期待から、国債利回りが低水準で推移しており、グレートローテーションのもう一つの構成要素である債券安にも、変化が見えつつある。ただ、金利の低位安定は、株価を支える要因にもなるなど、現状は、必ずしも「株安・債券高」に移行しているとは判断できない。

図表 17：世界の株価指数と国債金利の推移



グレートローテーションの行方を占う三つの指標

第 192 回日本経済予測 (2017 年 2 月)「論点②:『グレートローテーション』は継続するか？」では、グレートローテーションの行方を占う上で、メルクマールとなる三つの指標に注目した。すなわち、①IMF (国際通貨基金) の公表している世界経済の成長率予測の変化、②銅価格の変化、③ドル相場の三つである。まず、株式相場は経済成長率の期待値を即座に織り込むと考えられることから、想定以上の好景気である時に株価は上昇する。また、グレートローテーションの期間において、銅価格は明確に上昇している。そして、グレートローテーションの期間中、為替相場はドル安に振れる傾向がある。

現状を確認すると、2019 年 1 月に、IMF は世界経済の先行きへの不透明感が高まったことを受けて、2019 年を中心に経済成長率の予想を下方修正した。また、2016 年終盤から上昇に転じた銅の価格は、2018 年初めには約 3 年半ぶりの水準まで回復したものの、2018 年後半にかけては調整を余儀なくされた。ただ、株価同様に、2019 年に入ると、銅価格は下げ止まりから反発

している。そして、ドルの実効レートは、2016年11月のトランプ大統領当選直後はドル高に大きく振れたが、2017年から2018年春にかけてドル安が進行した。その後、再びドル高に転じ、2018年末には約2年ぶりの高水準までドル高が進み、直近は高止まった状態である。

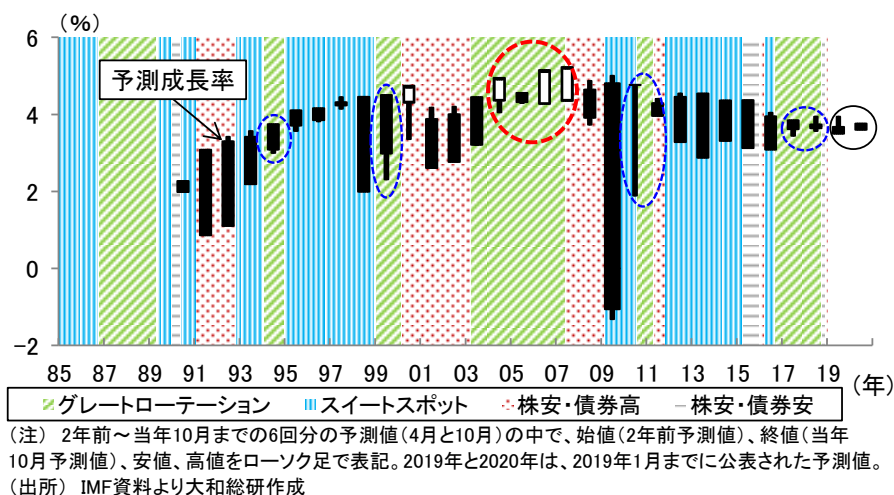
メルクマール①：世界経済見通しの下方修正は「恒例行事」で、サプライズなしのはず

IMFの世界経済見通しに関しては、2018年10月から2019年1月にかけて下方修正されている。もっとも、過去30年間のIMFの世界経済見通しを振り返ると、成長率予想が当初よりも上方修正されたケースは僅かであり、約9割の期間は下方修正されている（図表18）¹⁵。実際、グレートローテーションが比較的長い期間継続した2003～07年に、上方修正された年が集中する一方、グレートローテーションだった1994年や1999年、2010年、2017～18年などは見通しが下方修正された。つまり、下方修正＝株安とは決め付けられないのである。また、2017～18年の成長率の下方修正幅は相対的に小さく、現時点では、2019～20年の修正幅も同様に限定的だ。

IMFが見直した内容を見ると、米中間の貿易摩擦に加えて2018年後半以降の景気減速を反映しており、具体的には、先進国では、ドイツやイタリアなどユーロ圏が主に下方修正され、新興国では、中東欧やメキシコ、サウジアラビアなどが引き下げられた。一方、世界経済のトップ2の大国である米国と中国の成長率予想は据え置かれている。

もっとも、IMF自身が、世界経済が引き続き下振れするリスクを警戒しているように、今後の動向を注視していく必要があるだろう。2月に欧州委員会が発表したユーロ圏の経済見通しは、2019年1.3%（2018年11月時点1.9%）、2020年1.6%（同1.7%）とIMFよりも悲観的である。もっとも、3月末にEUからの離脱が予定されている英国との関係については、現状の貿易関係の維持などを前提にしているために、仮に合意なき離脱によって混乱が生じユーロ圏にマイナスの影響が及ぶことになれば、上記の見通しは一段と下振れする可能性が高い。

図表18：世界経済見通しの修正

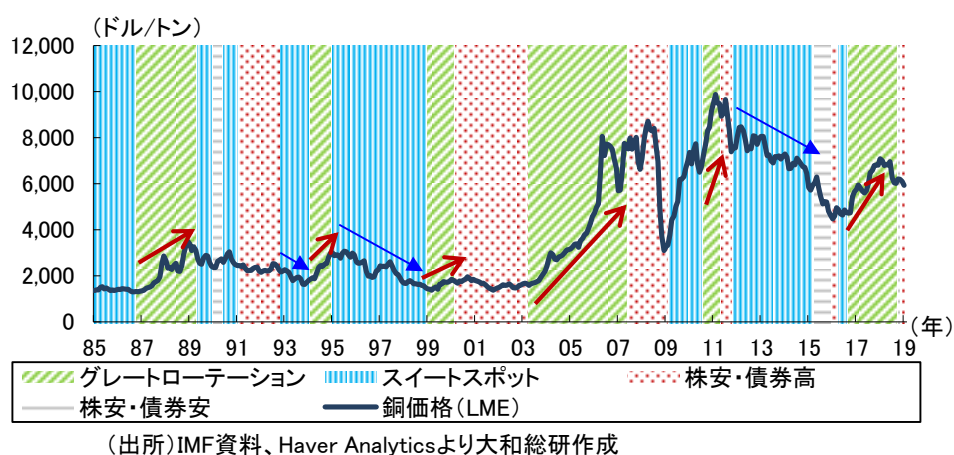


¹⁵ 図表18は、データ取得が可能な1990年以降において、2年前から当年10月までの成長率の予測値をローソク足で表現したものである。

メルクマール②：銅価格はどうか？

第二のメルクマールは、銅価格である。**図表 19**を見ると、グレートローテーションの期間において、銅価格が明確に上昇していることが分かる。銅は電線や銅管に加工され、電力ケーブルの他、自動車や産業機械、家電製品など製造業で幅広く使われており、世界的に生産が上向けば価格は上昇すると考えられる。これに加えて、世界最大の消費国は中国であるため、中国の景況感を映す指標でもある。また、インフラ関連の用途も多い点を踏まえると、トランプ大統領の未実現の公約である、大型インフラ投資計画の実現性も注目されよう。もっとも、後述するように、2019 年に入ってトランプ大統領の政策運営は一段と混沌としており、現時点では、インフラ投資計画成立の確度はむしろ低下していると考えられる。

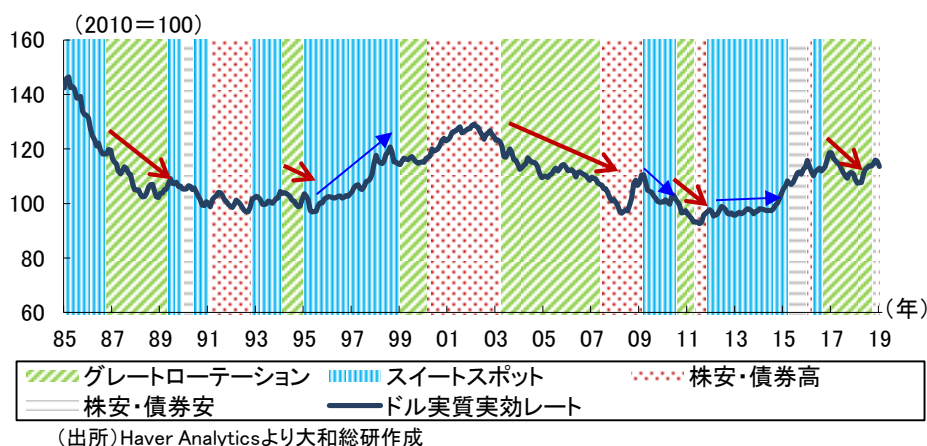
図表 19：銅価格の推移



メルクマール③：米国はドル安政策を取るか？

三つ目のメルクマールはドル相場である。グレートローテーションの期間中、為替相場はドル安に振れる傾向がある（**図表 20**）。これには、米国の通貨戦略が関係しているとみられる。米国がドル安政策を取る条件は、インフレ懸念が限定的かつ金融市場の動向が安定していることである。このような状況下では、世界経済は安定的に拡大し、グレートローテーションになりやすいと考えられる。一方、米国第一主義を唱えるトランプ大統領は、ドル高が米国輸出企業の競争力に不利に働いているとして、各国との通商交渉の過程で、相手国の通貨安誘導政策（裏を返せばドル高）を牽制する姿勢を強めている。もっとも、米国経済の独り勝ちの様相から、相対的にドルが高くなる傾向もあり、トランプ大統領の思惑通りに、ドル安が加速するかは不透明といえよう。

図表 20：ドル実質実効為替レート



4.2 世界経済のサイクルのカギを握る、中国と米国の底割れは回避へ

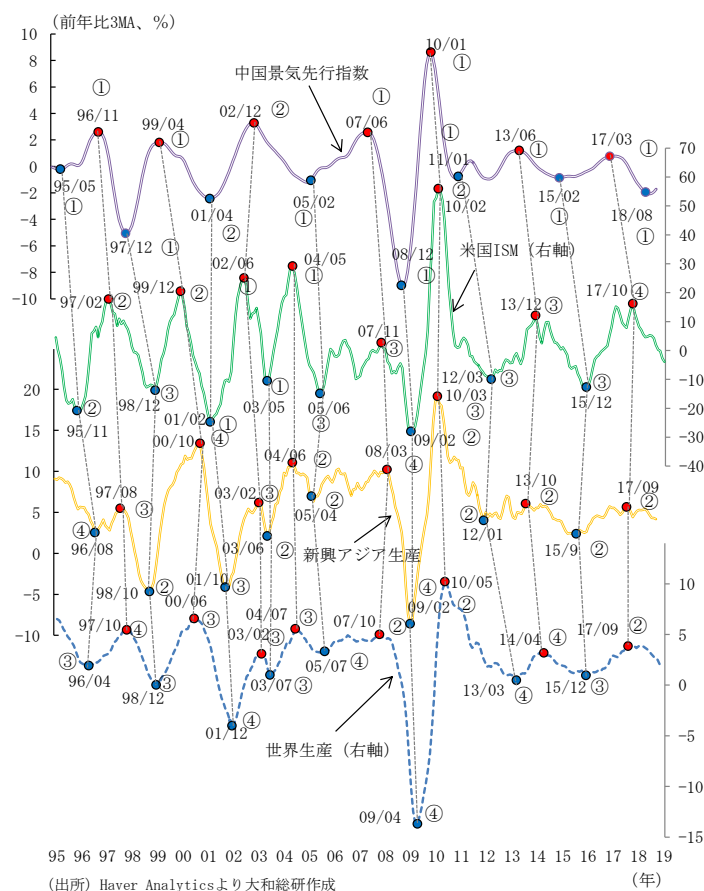
世界生産に先行する中国や米国の経済指標 ～ リーマン・ショック後は変質も見られる

世界生産に先行する指標として、中国の景気先行指数と米国の ISM 製造業景況感指数に注目したい。図表 21 を見ると、リーマン・ショック前までは、中国経済の変化が米国の企業マインド（ISM 製造業景況感指数）に波及し（つまり、中国景気に対する見方の修正がグローバルな金融市場に波乱をもたらす）、それから、新興アジア、そして世界全体に伝播するというサイクルが概ね見られた。しかし、リーマン・ショック後は、米国の ISM の先行性が失われたケースが増えており、その理由として、いくつかが考えられよう。

例えば、情報化の発展に伴う企業意思決定のタイムラグ喪失や、従来の単純な雁行形態ではない、サプライチェーンの複雑化、そして、米国自身の独自性の顕在化などである。米国固有の変化としては、シェール革命によるエネルギー輸入国からの脱却や、トランプ減税による米国の独り勝ち等が挙げられよう。他国から影響を受けにくくなった結果、景気循環サイクルが長期化している可能性がある。つまり、ISM の動きは緩慢になり、1 サイクルの期間が長くなるわけだ。

もっとも、トランプ大統領の米国第一主義は、現時点では、他国に与える負の影響が大きいために、相対的に米国に恩恵をもたらしているように見えるだけで、中長期的には、ブーメラン効果として跳ね返ってきて、米国自身がより傷つくことになるかもしれない。世界との貿易摩擦の激化（相互の追加関税措置など）に伴って輸出が減少したり、追加関税によるコスト増・価格上昇に直面する、米国の企業や消費者がマイナスの影響を受ける恐れがある。

図表 21：世界経済のサイクル



中国経済の減速傾向が緩やかに

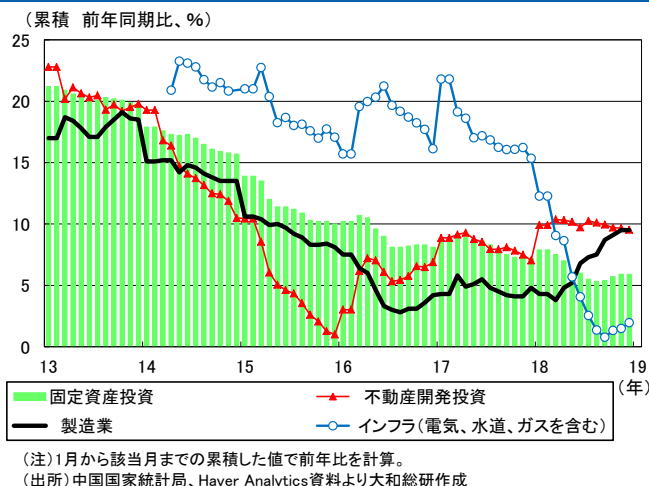
OECDの景気先行指数を見ると、ユーロ圏等が引き続き低下している中、2017年半ばから一足先に調整入りしていた中国は、2018年終盤から下げ止まりつつある。つまり、世界生産に先行する指標に反転の兆しが見られるということだ。

より実体経済の動向を示す指標として、固定資産投資に注目すると、2018年1～8月の5.3%増をボトムにして伸び率は緩やかに回復し、2018年全体では5.9%増となった。内訳を見ると、先行する不動産開発投資が堅調に推移し、製造業投資も1～3月をボトムに伸び率が高まり、2018年全体では9.5%増と2014年以来の高い伸びを記録した。出遅れていたインフラ投資（電気、水道、ガスを含む）も、2018年後半にかけて、減速傾向に歯止めがかかっている。また、日本から中国向けの工作機械受注にも、下げ止まりの兆しが見られる。

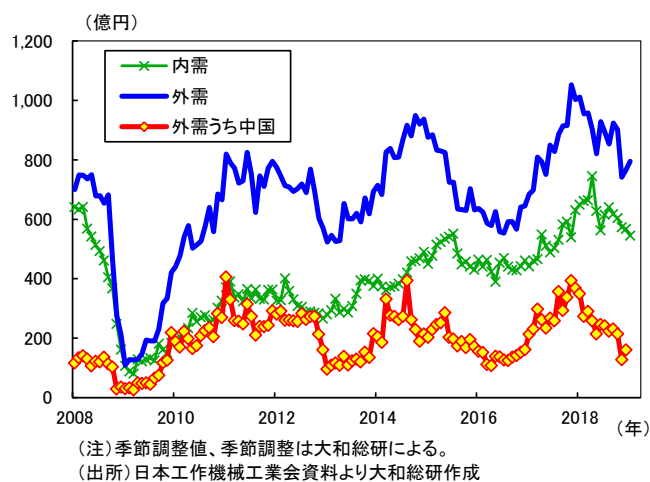
このように、投資関連は底入れの兆しが見られる一方、個人消費関連は依然として軟調に推移している。世界最大の自動車販売市場となった中国では、2019年1月も自動車販売台数が前年比15.8%減となり、これで7ヶ月連続の前年割れとなっている。また、春節を利用して多くの中国人観光客が日本を訪れたとみられるが、景気減速を背景に、中国人観光客の財布の紐は固かった可能性がある。

中国政府・中央銀行による積極的な財政・金融政策の実施が中国経済を下支えし、景気の底割れは回避されると期待される。国内的には個人消費の動向、対外的には米国との通商協議がまとまるかが、中国経済の短期的な行方を占う材料とみられる。ただ、積極的な財政支出の拡大は債務状況の悪化につながることから、中長期には、中国の債務問題の再燃が、世界経済のリスク要因として留意する必要があるだろう。

図表 22：中国の固定資産投資の推移



図表 23：工作機械受注の外需は底打ち



米国経済は堅調に推移するも、トランプ大統領は内憂外患の根源のまま

前述の IMF 見通しでも、米国の 2019～20 年の成長率予想は据え置かれ、米国の独り勝ちの状況は変わらないようだ。米国企業の景況感を表す ISM 指数は、株価が急落した 2018 年末に大幅に悪化したものの、2019 年に入ると改善しており、底堅い非製造業と合わせて、高水準を維持している(図表 24)。また、Fed が、利下げの休止やバランスシート削減ペースの柔軟化を打ち出すなど、これまでの出口戦略の軌道修正を模索している点も、米国経済の先行きを考える上ではポジティブな材料である。

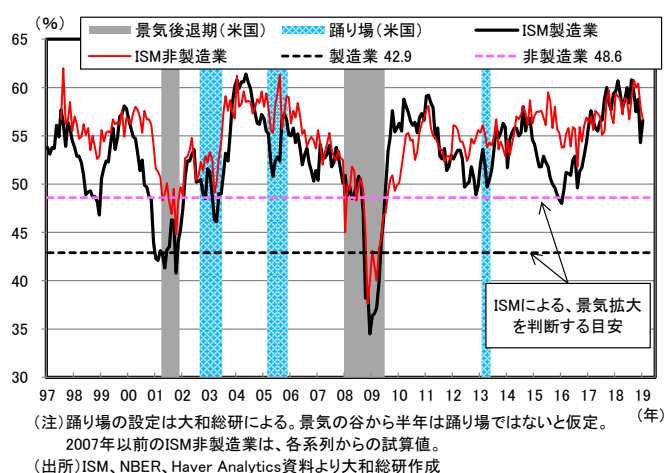
もっとも、2018 年初、世界的に楽観的なムードが強かった状況を年末に一変させた要因は、主に中国をターゲットとした保護主義的な通商政策といった、トランプ大統領が実施した経済政策である。引き続き、トランプ大統領の政策運営が、米国景気を見通す上で波乱材料である点は全く変わっていない。

内に対しては、移民に対する厳しい態度やメキシコとの国境沿いの壁建設に拘る姿勢は変えず、民主党との対立は過去最長の政府閉鎖を招き、景気を押し下げた。閉鎖解除後の一般教書演説では、トランプ大統領は、超党派の合意形成を重視する姿勢を示したものの、壁建設の予算捻出のために非常事態宣言を出すなど、むしろ対立は激化している。ねじれ議会の下では、対立点の多い政策の実現は見込めず、2020 年の大統領選挙が既に視野に入っていることから、妥協の可能性は低下している。従って、政治の混乱は景気の下振れリスクとして意識せざるを得ない。ロシア疑惑も燻ったままだが、今後の焦点は、今夏頃にデットラインを迎えると予想

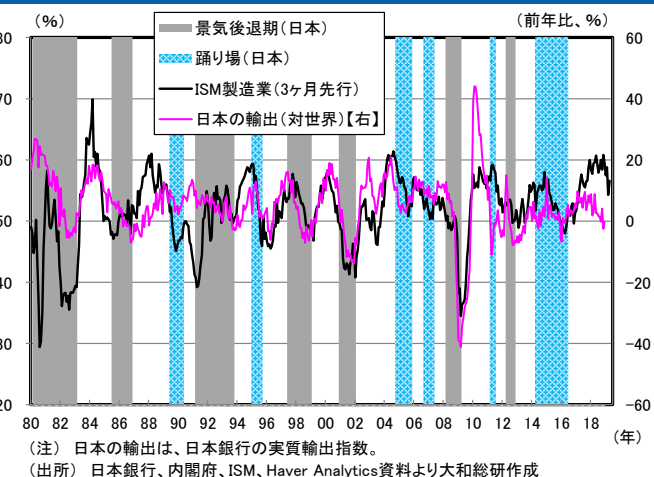
される債務上限問題の扱いであろう。

また、外に対しては、現在進行形の米中間の通商協議の行方が最大の焦点になっているが、欧州や日本と始まる通商交渉を含めて、トランプ大統領は強硬な姿勢を崩さないとみられる。なぜなら、2018 年は、強硬な姿勢で相手から譲歩を引き出したという成功体験があるからだ。従って、協議が膠着した場合、追加関税等、直接的に影響を受ける分野がある他、先行き不透明さ故に、企業の投資行動は手控えられる可能性が高まろう。

図表 24：米国企業の景況感（ISM）と景気循環



図表 25：ISM 製造業景況感指数と日本の輸出



5. 論点③：グローバル経済のリスク要因

近藤 智也・廣野 洋太・神田 慶司

5.1 「2019 年度問題」：日本経済が直面する恐れがあるテールリスク

テールリスクがマクロ経済に与える影響

2018 年 10-12 月期は 2 四半期ぶりのプラス成長に復したが、前期の自然災害からの持ち直しという一時的な要因を除いた基調は弱く、日本経済は踊り場局面にあるという従来の判断に変化はない。内閣府の景気動向指数の基調判断でも“足踏みを示している”となっているとはいえ、2014～15 年の足踏み局面（図表 25）に比べると、今回の落ち込みは限定的である。従って、現景気拡張期は 2019 年 1 月に「いざなぎ景気（73 ヶ月）」を抜いて戦後最長を更新（74 ヶ月）したと見込まれる。

もっとも、日本を含めて、世界的に景気循環の成熟化が進展している中、日本経済は、2019 年以降、内外の様々な下振れリスクに直面する恐れがある。主なイベントとしては、国内では、統一地方選挙（4 月）や参議院議員選挙（夏）という政治イベントの他に、4 月から働き方改革の一環で残業規制の強化が導入される見込みであり、10 月には消費税率 10%への引き上げが控える。外に目を転じれば、英国の EU 離脱（Brexit）（3 月）や欧州議会選挙（5 月）、欧州中央銀行トップ交代（10 月）、2020 年 11 月の米国大統領選挙などが挙げられる。これらのイベントが、テールリスクを顕在化させた場合の最大限の影響度を検討する。

具体的には、海外リスクとして、①トランプ政権の迷走（保護貿易主義、「ドル安カード」等）、②中国経済の減速、③Brexit をきっかけとする欧州経済の悪化、そして国内リスクには④残業規制の強化、⑤世界的な株価下落の影響、などが留意すべきシナリオになろう。

内外のリスクがもたらす累計の影響度は、リーマン・ショック時に匹敵する可能性

2019 年から始まったねじれ議会の下、早くもトランプ大統領の政策遂行はままならない状況に陥っている。2020 年の再選を意識する分、世界に対して、保護主義的な通商政策をエスカレートさせていく恐れがある。IMF の試算によると、米中の貿易摩擦が世界的な自動車関連への追加関税合戦に波及し、さらにコンフィデンスショックやクレジットスプレッドが生じた場合には、世界の GDP は約▲0.8%押し下げられるという¹⁶。加えて、リーマン・ショック時の 2008 年 8 月から 12 月にかけて、2 割弱（約 17%）、円高・ドル安が進行した事例を考慮して、リスクオフの円急騰（ドル円レートが 20%円高）を想定すると、日本の実質 GDP は▲0.6%程度下振れする可能性がある。この他、中国経済や欧州経済の悪化といったリスクシナリオの影響度を合計すると日本の実質 GDP を約▲2.2%押し下げると試算される。

国内リスクとしては④残業規制の強化が想定される。長時間労働を是正するために、残業時間の上限が設けられれば、所定外給与の削減を通じて雇用者報酬全体を下押しするリスクをは

¹⁶ IMF “World Economic Outlook, October 2018”

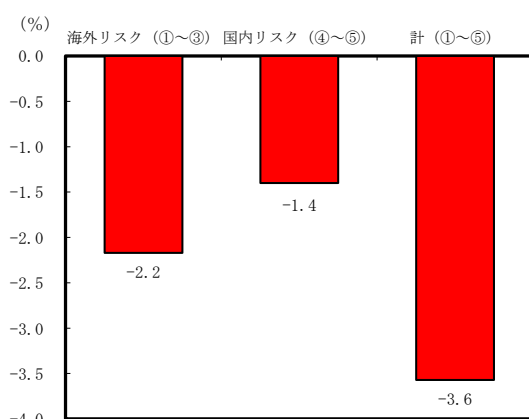
らんでいる。実際には、削減された残業時間は他の労働者や新規労働者によって、ある程度カバーされるだろうが、仮に補われなかった場合、所定外給与が年間 8.5 兆円目減りし、日本の実質 GDP を▲1.0%程度押し下げよう。

さらに、論点②では、2000 年代以降の経験則に基づくと、グレートローテーションの次のステージが、概して「株安・債券高」に移行する可能性を示した。2018 年は、過去最高値を更新した米国の株式市場のように、総じて世界の株価は上昇局面にあった。もっとも、2 月や 10～11 月のように、金利が大きく上昇すると（つまり債券安）、株価も大きく下落し、特に年末にかけては、世界経済の先行きに対する不透明感も相まって、株価の下落率が加速した。幸い、2019 年に入って、米国等の株価は反発しているものの、グレートローテーションの次のステージを意識するならば、株価が下落する可能性や、下落した場合の影響に留意する必要があるだろう。そこで、一定の仮定のもとで試算すると、今後 IT バブル崩壊やリーマン・ショック並みの調整が発生した場合、世界的に株価は 3 割程度下落する可能性がある。当然ながら、日本の株式市場も世界的な株安の流れの中で調整を強いられると予想され、日本の株価が 3 割下落すると、個人消費の悪化を通じて、日本の実質 GDP は▲0.4%程度押し下げられよう。

これら内外のリスクが顕在化した場合、日本の実質 GDP を約▲3.6%押し下げる可能性があり、リーマン・ショック時¹⁷に匹敵するインパクトになるとみられる。また、海外と国内で比較すると、日本経済は海外の要因によって左右される面がやや大きくなっているが、リーマン・ショック時の経験を踏まえると、グローバルな変化には十分に留意すべきである。特に、景気の成熟化が進み、ショックに対する耐久性が低下している状況であれば尚更である。

ただし、必ずしも全てのリスクシナリオが同時に生じるわけではなく、かつお互いの影響度が相殺し合ったり、逆に増幅したりする可能性も想定されることから、厳密には単純に合計できず、試算結果は幅を持つてみる必要があるだろう。

図表 26：テールリスクが実質 GDP に与える影響度



(注1) 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。
 (注2) 厳密には、各リスクシナリオの影響度を単純に合算できない点に留意が必要。
 (出所) 大和総研作成

図表 27：テールリスクが実質 GDP に与える影響度（内訳）

リスクシナリオ		%
海外リスク	①トランプ政権の迷走(保護貿易主義、「ドル安カード」等)	▲0.6
	②中国経済の想定以上の減速	▲0.9
	③Brexitの悪影響等による欧州経済の悪化	▲0.7
国内リスク	④残業規制の強化	▲1.0
	⑤株価下落による個人消費の悪化	▲0.4
海外リスク(①～③)		▲2.2
国内リスク(④～⑤)		▲1.4
計(①～⑤)		▲3.6

(注1) 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。
 (注2) 厳密には、各リスクシナリオの影響度を単純に合算できない点に留意が必要。
 (注3) ④は規制まで猶予のある産業は含まないが、中小企業は含む。
 (出所) 大和総研作成

¹⁷ リーマン・ショック時の景気後退期（2008 年 4-6 月期～2009 年 1-3 月期）には、ショック前から実質 GDP が 3.7%押し下げられた。

図表 28 : リスクシナリオの主な前提条件

リスクシナリオ		主な前提条件
海外リスク	①トランプ政権の迷走(保護貿易主義、「ドル安カード」等)	世界GDP0.8%減少、ドル円レート20%円高
	②中国経済の想定以上の減速	中国経済成長率5.0%pt低下
	③Brexitの悪影響等による欧州経済の悪化	世界GDP1.0%減少
国内リスク	④残業規制の強化	所得(手取り)3.9%減少
	⑤株価下落による個人消費の悪化	株価が30%下落

(注1) ③はEBAストレステスト(2016年)のadverseシナリオにおける2018年末自己資本比率を、2015年末自己資本比率程度まで改善させるケース。デレバレッジの割合は30%。

(注2) ④は規制まで猶予のある産業は含まないが、中小企業は含む。

(出所) 大和総研作成

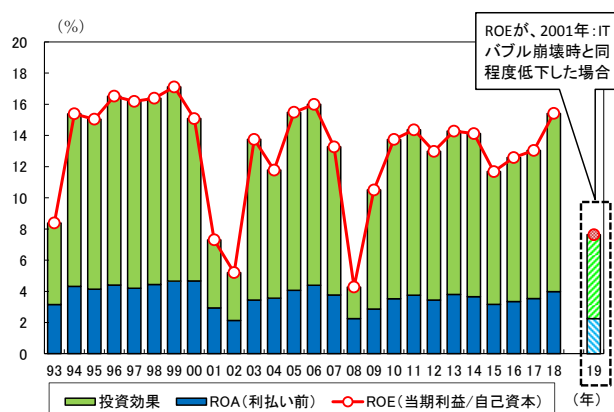
5.2 米国株式市場の潜在的リスクが高まっている

米国のROEは12年ぶりの高水準に

以下では、米国を中心とするグローバルな株式市場の変動が世界経済に与える影響等に関する、掘り下げた分析を行いたい。

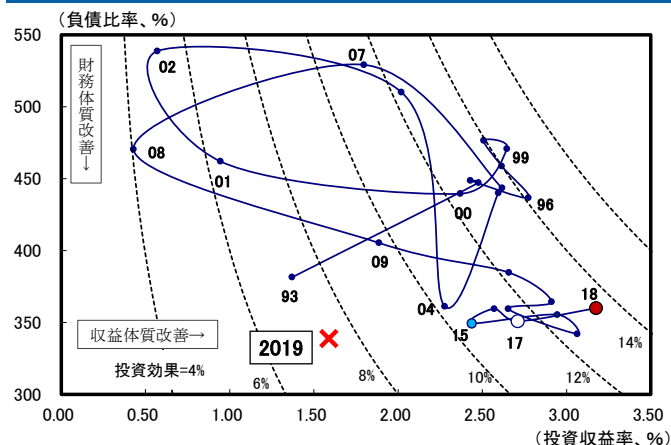
2018年に株価が過去最高値を更新したように、米国の企業業績は、法人税減税の追い風も受けて好調を維持した。実際、米国企業のROE(＝当期純利益／自己資本)は、2018年に15.4%(大和総研試算)と一段と上昇し、12年ぶりの高水準になったとみられる(図表29)。2015年から2018年までのROEの変化分(3.7%pt)を要因分解すると、ROA(＝当期純利益／総資本)が0.8%pt、投資効果が2.9%ptとそれぞれ改善し、後者の寄与が大きい。さらに投資効果を投資収益率と負債比率に分けると、負債比率の上昇幅が限定的である中、投資収益率は3年連続で上昇しており、これがROEを押し上げていると解釈できる(図表30)。もっとも、“ROA－負債利率”と定義される投資収益率のうち、負債利率が概ね横ばいで推移していることから、やはりROAの改善がROEアップにつながっているといえよう。

図表 29 : 米国企業のROEの要因分解



(注) 2018年は7-9月期までのデータ等を基に大和総研試算。2019年は2001年と同程度の低下を想定。
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

図表 30 : 投資効果の要因分解



(注) 投資効果＝投資収益率×負債比率。2018、2019年は大和総研試算。
(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

米国企業の債務残高は、過去のバブル崩壊前後の水準を上回る

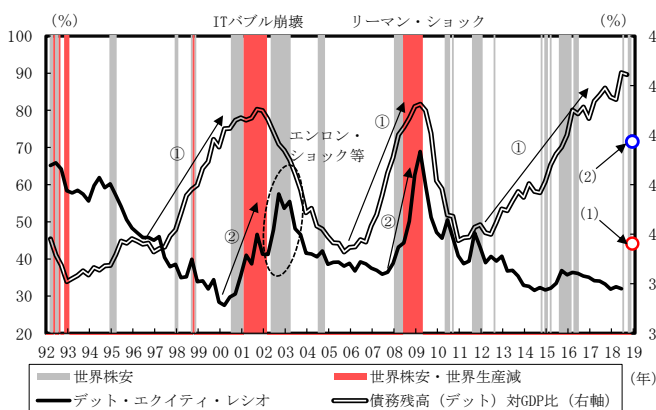
一方、米国企業の ROE が高まると同時に、米国企業の債務残高（対 GDP 比）も大幅に上昇し、直近では、過去のバブル崩壊前後の水準を上回っている（図表 31）。リーマン・ショック後、各国中央銀行が政策金利の大幅引下げに加えて、大胆な量的緩和を実施した結果、長期にわたって金利が低位で維持された。企業は、信用力が低くても、低コストで資金調達が可能となり、高水準の債務（高レバレッジ）が実現されたのである。

だが、Fed に続いて、ECB も非伝統的な金融緩和の軌道修正を進めており、高水準の債務が前提とした低金利環境は変化しつつある。不透明さが増す世界経済を受けて、Fed や ECB が慎重に金融緩和策の修正を進めていくと考えられる点は、金利上昇を抑制する要因にはなるが、必ずしも高水準の債務の持続可能性を担保するものではない。何らかの出来事をきっかけに信用収縮が起こり、クレジットサイクルが逆回転を始める可能性は否定できないのである。

論点②：「グローバル経済のメインシナリオ」で言及したように、今後の基本シナリオとして、世界経済は当面堅調に推移すると考えられる。だが、米国（トランプ大統領の政策運営）や欧州（Brexit や EU 内の対立）、中国（低成長への構造変化や債務増加）それぞれが弱みを抱えていることも事実であろう。

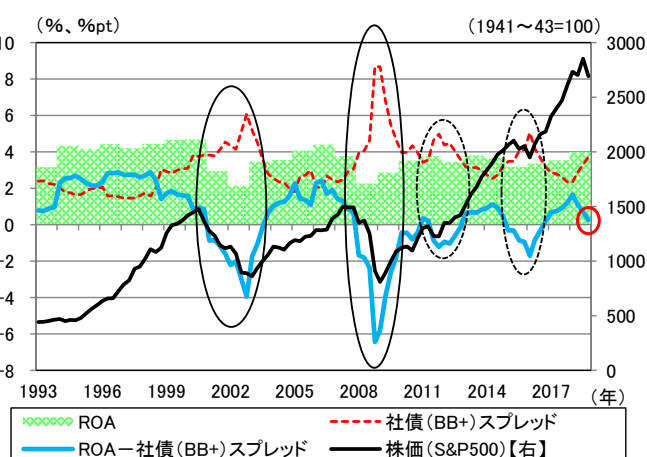
過去を振り返ると、世界経済が深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマールとして、米国企業（民間非金融法人企業）の債務状況が重要な指標とみられる。そして、これまで①債務残高対 GDP 比が上昇、②デット・エクイティ・レシオが上昇、③「世界株安・世界生産減」という順番が繰り返されてきたことを観察できる（図表 31）。過去に深刻な「世界株安・世界生産減」に突入した際のデット・エクイティ・レシオの水準（図上の（1））から逆算した、株価 S&P500 の水準は 2,000 となり、2018 年末よりも約 20%低い水準に相当する。

図表 31：世界株安・世界生産減の局面（米民間企業）



(注1) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。
 (注2) 債務残高は、米国の民間非金融法人企業ベース。
 (注3) (1) S&P500が2,000ポイントに下落する(2018年末比で約20%下落)
 (過去に世界株安・世界生産減に突入した時点と同程度のD/Eレシオになる値)
 (2) S&P500が1,253ポイントに下落する(2018年末比で50%下落)
 (Fedのストレステストで設定された最悪シナリオ(2019年)における値)
 (出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

図表 32：米国 ROA と社債スプレッドの関係



(注) 社債スプレッド＝社債(BB+)の利回りー米国10年債利回り。
 2018年のROAは大和総研試算。
 (出所) FRB、Haver Analytics資料より大和総研作成

社債スプレッドが ROA を上回ると、株価は調整へ

次に、米国企業の ROE 改善に一定の役割を果たしてきた ROA と社債スプレッド（投資適格を 1 ノッチ下回る BB+ 格の社債利回りと国債利回りの差、いずれも 10 年物）の関係に注目したい。

図表 32 を見ると、社債スプレッドが ROA を上回ると（ROA－社債スプレッドがマイナス）、株価の調整を引き起こし、特に、ROA と社債スプレッドの乖離幅（マイナス幅）が拡大するほど、株価の下落率が大きくなるという関係が読み取れる。

具体的には、株価（S&P500、以下同じ）が半値近くまで下落した 2001 年の IT バブル崩壊（ピーク比で約 4 割の下落）や、リーマン・ショック（ピーク比で約 5 割弱の下落）に対して、2011 年や 2015 年の株価調整は 1 割未満にとどまった¹⁸。同様に、ROA と社債スプレッドの乖離幅は、IT バブル崩壊の際に最大約▲400bp、リーマン・ショック時は最大約▲650bp にも広がったのに対して、2011 年（最大▲120bp）や 2015 年（最大▲170bp）は半分以下にすぎない。また、いずれも乖離幅拡大の主因は社債スプレッドの拡大によるものであり、IT バブル崩壊で約 230bp、リーマン・ショックで約 450bp（残り 200bp は ROA 低下による）に対して、2011 年や 2015 年は約 150bp であった。つまり、2011 年や 2015 年時は ROA の低下幅が限定的であった。

では、2018 年から直近までの局面はどのように解釈できるだろうか。2018 年後半の株価の下落率は一桁台、社債スプレッドは約 140bp 拡大しており、2011 年や 2015 年に似たような状況だ（もっとも、社債スプレッドの水準は 2011、2015 年よりも 1%pt ほど低い）。2019 年に入ってから、株価が反発する一方、国債利回りは低位にとどまり、社債スプレッドはやや拡大した。大和総研が試算した 2018 年の ROA（4.0%）と社債スプレッドの乖離幅は、2018 年を通じて徐々に縮小し、年末から 2019 年 1 月にかけてほぼゼロの状態になった。つまり、過去の経験則に照らし合わせると、株価が調整入りするかもしれないかの瀬戸際といえよう。幸い、2 月に入ってから、社債利回りが大きく低下したために、乖離幅はプラス圏で推移しているが、再び株価調整を引き起こすかは、ROA が IT バブル崩壊やリーマン・ショック時並みに大きく低下して、社債スプレッドとの乖離幅がマイナスに陥るかがカギとなる。企業の債務状況に見合った利回りが要求される中で、金融市場が一段と動揺すれば、社債スプレッドも拡大基調に転じよう。

米国の株価は 3 割下落する可能性

このように、ROA と社債スプレッドの関係から、株価が調整するかもしれないかのバッファは小さく、2019～2020 年の米国自身の経済成長率が、2018 年に比べて減速することがコンセンサスになっている点を踏まえると、株価調整の潜在的なリスクは高いままとみられる。

焦点はどれくらい調整する余地があるかだが、第 198 回日本経済予測（2018 年 8 月）の「論点③：日米の資金循環からリスクの所在を探る」において、“現在は、米国のリーマン・ショック前や日本のバブル期よりは、IT バブル期に状況は比較的似ており、リスク資産価格が下落す

¹⁸ 株価や社債スプレッド等の変化幅は、四半期平均値で比較しているため、実際のピークから底値までの変化に比べると小さくなる傾向がある。

る公算は大きい”と指摘した。従って、ここでは、2001年のITバブル崩壊と同程度、ROEが低下したケースを考えたい。また、ROAの低下幅も2001年並みになると仮定した。

過去にROEが大きく低下した局面としては、ITバブル崩壊の2001年とリーマン・ショックの2008年が挙げられる。ITバブル崩壊の前年からの変化幅7.8%ptは、ROAの低下幅1.7%pt、投資効果の低下幅6.1%ptに分解され、さらに後者は投資収益率が1.4%pt低下、負債比率は22%アップした。一方、リーマン・ショックの前年からの変化幅9.0%ptは、ROA低下の1.5%pt、投資効果低下の7.5%ptに分解され、そして後者は投資収益率が1.4%pt低下する一方、負債比率も59%低下した。ITバブル崩壊時と対照的な結果になった背景には、2001年時には、自己資本がほぼ変わらない一方、負債額が増加したために負債比率のアップにつながった。これに対して、2008年時には、自己資本が減少したが、負債額も大幅に圧縮されたために負債比率はむしろ低下した。同様に、2001年時には社債利回りが低下したのに対して、2008年時には社債利回りが上昇したことから、負債利率の低下幅に差異が生じたのである。

これら過去の経験則を基に、一定の仮定のもとで試算すると、今後、ROEやROAがITバブル崩壊時と同程度低下した場合、それは、現在の株価が3割程度下落するのに匹敵するという結果になった。Fedが2019年2月に示した金融機関の審査(CCAR)におけるストレステストでは、5割と約2割という2パターンの株価下落が生じるシナリオを想定している。5割下落という最悪シナリオは、リーマン・ショック並みの想定であり、この場合、デット・エクイティ・レシオは前掲**図表 31**上の(2)まで急上昇し、「世界株安・世界生産減」に発展する可能性が高いと考えられる。従って、Fedの二つのシナリオのほぼ中間値に相当する、3割下落というリスクシナリオは、決して突拍子もないものとはいえないだろう。

5.3 主要5ヶ国における逆資産効果の影響

30%の株価下落で日本の実質家計消費は▲0.7%減少する結果実質GDPは▲0.4%pt下押し

前節で分析したような変調が仮に米国の株式市場に起こった場合、その影響は世界の金融市場に波及するだけでなく、逆資産効果を通じて家計消費が減少するなど実体経済にも悪影響を及ぼすことが予想される。

そこで本節では、日本、米国、英国、フランス、ドイツの5ヶ国について消費関数を推計し、世界的な株価調整が起きた場合の家計消費への影響を試算した。推計方法等の詳細については**補論 6.2**で述べるが、可処分所得や金融資産、実物資産を各国共通の説明変数として消費関数を推計し、株式資産の弾性値を利用することで逆資産効果を試算した。なお、各国共通の枠組みで分析するために変数の定義や推計期間を可能な限り揃えている。また、株式資産は、株価と同じ変化率で増減すると想定した¹⁹。

¹⁹ 推計期間における株価と株式資産の弾性値がほぼ1であったため、このように想定した。

図表 33 は各国の株価がそれぞれ 10% 下落したケースの試算結果である²⁰。株価下落による実質家計消費への影響は各国で異なっており、実質家計消費の減少率は▲0.2～▲0.5%程度だ（**図表 33 左**）。金融資産における株式資産の比率が小さい日本では、米国や英国、フランスと比較すると逆資産効果は小さめである。日本では、金融資産の大部分を現預金が占めるため、株価下落による金融資産全体の目減りが小さく、消費への影響も軽微なものにとどまりそうだ。

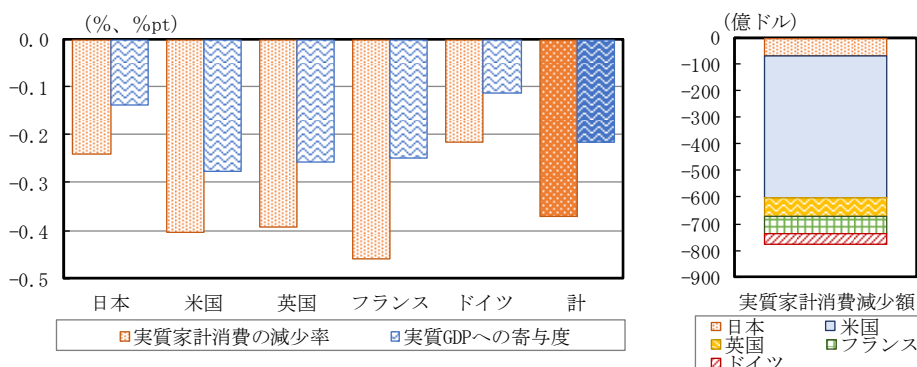
また、実質家計消費の減少率に家計消費の GDP ウェイトを乗じた実質 GDP への寄与度を見ると、最も大きいのは米国である。実質家計消費の減少率ではフランスが最大だが、米国は GDP に占める消費のウェイトが他国と比較して大きいため、経済全体への影響が最も大きい。

5 ヶ国の合計では、実質家計消費の減少率は▲0.4%、実質 GDP への寄与度は▲0.2%pt と、経済への影響は決して小さくはない。だが、各国の潜在成長率が 1～2%程度であることを踏まえると、景気を腰折れさせるほどの大きさではないだろう。

ここで取り上げた 5 ヶ国の実質家計消費の減少額を市場為替レートでドル換算して集計すると、合計で 778 億ドル減少する。その内訳を**図表 33 右**で示したが、最も実質家計消費の減少額が大きいのは米国である。米国はフランスと比較すると株式資産効果が若干小さいものの、実質家計消費の規模が大きいため、その減少額も大きい。世界経済に与える影響度という点では、やはり米国株式の資産効果が最も重要な要因となろう。

先述の試算結果に鑑みても、10%程度の株価下落による逆資産効果を過度に心配する必要はなさそうだ。ただし、本格的な株価の調整が始まった場合、下落率は 10%では済まない可能性が高い。例えば、前節で見たように IT バブル崩壊時と同様に ROE が低下すると、S&P500 の下落率は約 30%と試算される。日本が同じような事態に直面すれば、家計消費支出の減少率と実質 GDP への寄与度はそれぞれ▲0.7%、▲0.4%pt と試算される。ここ数年の日本の実質 GDP 成長率²¹を踏まえると、マイナス成長に陥れるほどではないが経済を大きく減速させるだけの悪影響はあるとみられる。

図表 33：株価 10%下落による家計消費支出と GDP への影響試算



(注1) 右図は、2017年の消費額に推計された減少率を乗じた金額を市場為替レートでドル換算した集計値。

(注2) 株価変動率に使用した株価は以下の通り。

日本：TOPIX 米国：S&P500 英国：FTSE All-Share フランス：CAC All-Tradable ドイツ：DAX

(出所) 各国統計、OECD statistics、Haver Analyticsより大和総研作成

²⁰ 2018年9月初めから2019年1月末までの各国の株価下落率を加重平均すると10%程度である。

²¹ 2013～2018年の実質 GDP 成長率（前年比）の平均は+1.1%である。

6. 補論：本稿で使した関数の推計について

鈴木 雄大郎・廣野 洋太

6.1 設備投資関数の推計について

ここでは、設備投資関数について説明する。設備投資関数の算出には以下の三つの式を利用している。

- 1) 資本蓄積式と資本ストックの変化率を資本係数と期待成長率に分解した式

$$I/K = \delta + \gamma + g$$

- 2) コブ・ダグラス型の生産関数から得られる均衡時の資本コスト

$$K = \alpha Y / RC$$

- 3) 資本コスト

$$RC = P^I / P^Y * (i - P^I + \delta)$$

I は設備投資、 K は資本ストック、 δ は固定資本減耗率、 γ は資本係数の傾き、 g は潜在成長率、 α は資本分配率、 Y はGDP、 RC は資本コスト、 P^I は設備投資デフレーター、 P^Y は販売価格（GDPデフレーター）、 i は貸出金利。

1)から3)を組み合わせると、下記の式を導くことができ、民間企業設備投資の対GDP比を資本コストや相対価格、資本減耗率、期待成長率などで説明することができる。

$$\begin{aligned} \frac{P^I I}{P^Y Y} &= \alpha \frac{\delta + \gamma + g}{r - P^I + \delta} \\ \therefore \ln \left(\frac{P^I I}{P^Y Y} \right) &= \ln \alpha + \ln(\delta + \gamma + g) - \ln(r - P^I + \delta) \end{aligned}$$

◇推計式²²

$$\ln \left(\frac{P^I I}{P^Y Y} \right) = -3.48 + 0.60 * \ln(\delta + g) + 0.36 * \ln(r - P^I + \delta)$$

<-49.1> <15.4>

<0.95>

推計期間は1982年1-3月期～2018年10-12月期で、<>はt値を示している。 γ は定数であることから推計式には含めていない。固定資本減耗率は民間企業設備額と固定資本ストックから算出し、2018年10-12月期は過去1年間の平均値とした。貸出金利は1993年10-12月期までは長期プライムレートで、1994年1-3月期以降は新規貸出約定平均金利（国内銀行、長期）を用いた。

²² 実質貸出金利に固定資本減耗率を加えた項の符号条件はマイナスだが、推計結果は統計的に有意でないもののプラスであった。なお、推計期間を2012年7-9月期まで短縮して推計すると有意にマイナス（有意水準1%）となったことから、2013年以降に実施された異例の金融緩和が影響した可能性がある。

6.2 消費関数の推計について

主要5ヶ国の消費関数を共通の枠組みで推計

ここでは、消費関数の推計について解説する。今回は、国際比較のために変数の定義や推計期間は可能な限り揃え、日本、米国、英国、フランス、ドイツの消費関数を推計した。

国際比較を可能にするため、消費関数はなるべくシンプルな形にした。具体的には、可処分所得、株式資産、金融資産（除．株式資産）から負債を控除した純金融資産（除．株式資産）、実物資産を説明変数としている。純金融資産を株式資産と純金融資産（除．株式資産）に分けたのは、株価変動による消費への影響を試算するためである。なお、全ての変数は家計消費デフレーターによる実質額である。

ただしデータ制約などから、各国の消費関数の構造を完全に共通化できたわけではない。例えば、推計期間は1981～2017年としたが、ドイツについては東西ドイツ統合後の1991年以降のデータを利用している。

また米国の可処分所得は財産所得が除かれている。米国では財産所得と株式資産の相関が他の国よりも強い。そのため、財産所得を含んだ可処分所得で消費関数を推計すると多重共線性が発生して正しい係数が推計できない可能性があるからだ。

なお、本文では株式資産の係数（弾性値）のみに注目したが、土地や家屋などの実物資産価格の変動が消費に影響を与える場面も少なくない。特に実物資産の流動性が高い（現金化しやすい）国では、資産効果も大きいと考えられる。実際に図表34を見ると、中古住宅市場が発達している米国、英国、ドイツでは実物資産の弾性値が比較的高い。一方、中古住宅市場が相対的に未発達である日本では、実物資産の係数は統計的に有意ではない。日本の住宅評価額は築年数で機械的に減算される一方、住宅の質が評価されるケースは少なく、住宅が家計資産の役割を十分に果たしていないことが推計結果に表れている可能性がある。

図表34：消費関数の推計結果

【推計期間】 1981年（ドイツは1992年）～2017年

【有意水準】 ***：1%、**：5%、*：10%

【推計式】 $\ln(\text{家計消費}) = \beta_1 \times \ln(\text{可処分所得}) + \beta_2 \times \ln(\text{純金融資産}) + \beta_3 \times \ln(\text{株式資産}) + \beta_4 \times \ln(\text{実物資産}) + (\text{定数項})$

	日本	米国	英国	フランス	ドイツ
可処分所得	0.57 ***		0.40 ***	0.62 ***	0.73 ***
可処分所得（除．財産所得）		0.72 ***			
純金融資産（除．株式資産）	0.23 ***	0.06 **	0.15 ***	0.04 ***	-0.01
株式資産	0.02 ***	0.04 *	0.04 *	0.05 ***	0.02 ***
実物資産	-0.03	0.12 ***	0.15 ***	0.06 ***	0.17 ***
定数項	1.41 ***	0.12 **	0.35 ***	0.35 ***	-0.08

（注1）全ての変数は、家計消費デフレーターで実質化。各資産は前期末の値を利用。

（注2）各国によってデータの定義が多少異なっていることなどデータの制約があるため、試算結果は幅を持つてみる必要がある。

（出所）各国統計、OECD statistics、Haver Analyticsより大和総研作成

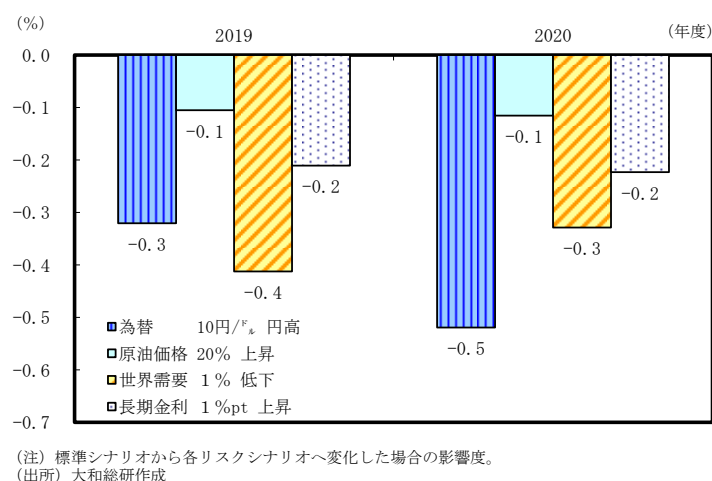
7. 補論：マクロリスクシミュレーション

山口 茜・廣野 洋太

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の試算を示す。標準シナリオにおける主な前提と、四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 2019 年 4-6 月期以降に顕在化すると仮定して推計している。

【前提】		【シミュレーション】	
・ 為替レート	: 2019-20 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	: 2019-20 年度 ; 55.0 ドル/bbl, 55.0 ドル/bbl	→	各四半期 20% 上昇
・ 世界経済成長率	: 2019-20 暦年 ; 3.5%, 3.5%	→	各四半期 1% 低下
・ 長期金利	: 2019-20 年度 ; 0.07%, 0.07%	→	各四半期 1%pt 上昇

図表 35：実質 GDP に与える影響



7.1 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、10 円/ドルの円高により、実質 GDP の水準は標準シナリオに比べて 2019 年度で▲0.3%、2020 年度で▲0.5%縮小する。

7.2 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 2019 年度で▲0.1%、2020 年度で▲0.1%縮小させることになる。

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

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

7.3 世界需要の低下

世界需要（GDP）が 1%低下した場合、日本の実質 GDP は標準シナリオに比べて 2019 年度で▲0.4%、2020 年度で▲0.3%縮小することになる。

世界需要が低下すると、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、輸入をも減少させるという結果となる。

7.4 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、2019 年度で▲0.2%、2020 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 36：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	
	2019年度	2020年度	2019年度	2020年度	2019年度	2020年度
名目GDP	1.6	1.2	0.9 (-0.7)	1.1 (-0.8)	1.0 (-0.6)	1.2 (-0.7)
実質GDP	0.8	0.6	0.4 (-0.3)	0.4 (-0.5)	0.6 (-0.1)	0.5 (-0.1)
GDPデフレーター	0.9	0.7	0.5 (-0.4)	0.8 (-0.3)	0.4 (-0.5)	0.6 (-0.5)
全産業活動指数	0.7	0.6	0.1 (-0.6)	0.6 (-0.6)	0.6 (-0.1)	0.6 (-0.1)
鉱工業生産指数	1.1	1.0	-0.8 (-1.9)	0.9 (-2.0)	0.9 (-0.2)	1.0 (-0.2)
第3次産業活動指数	0.6	0.5	0.2 (-0.4)	0.5 (-0.4)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)
国内企業物価	2.4	3.0	1.1 (-1.3)	2.9 (-1.4)	3.1 (0.7)	3.0 (0.7)
消費者物価	0.5	0.5	0.2 (-0.2)	0.5 (-0.3)	0.6 (0.2)	0.5 (0.2)
失業率	2.4	2.4	2.4 (0.0)	2.4 (0.0)	2.4 (-0.0)	2.4 (0.0)
貿易収支（兆円）	2.6	2.8	2.8 (0.2)	2.1 (-0.7)	0.3 (-2.3)	0.8 (-2.0)
経常収支（億ドル）	1,825	1,856	1,891 (66)	1,786 (-70)	1,651 (-174)	1,687 (-168)
経常収支（兆円）	20.3	20.6	19.5 (-0.8)	18.0 (-2.6)	18.2 (-2.1)	18.8 (-1.8)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.7	0.5	0.6 (-0.1)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)
民間住宅投資	-4.3	2.0	-4.5 (-0.3)	1.8 (-0.5)	-4.5 (-0.3)	1.8 (-0.4)
民間設備投資	3.4	1.6	2.1 (-1.2)	1.3 (-1.4)	2.9 (-0.5)	1.4 (-0.6)
政府最終消費	0.9	0.8	1.0 (0.1)	1.0 (0.2)	0.9 (-0.0)	0.8 (-0.0)
公共投資	-3.3	2.7	-2.7 (0.6)	2.7 (0.7)	-3.5 (-0.2)	2.7 (-0.2)
財貨・サービスの輸出	1.8	1.3	1.2 (-0.6)	0.8 (-1.0)	1.7 (-0.1)	1.3 (-0.1)
財貨・サービスの輸入	3.3	1.9	3.0 (-0.3)	2.7 (0.5)	2.7 (-0.5)	1.8 (-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	
	2019年度	2020年度	2019年度	2020年度	2019年度	2020年度
名目GDP	1.2 (-0.4)	1.3 (-0.4)	1.4 (-0.2)	1.2 (-0.2)	1.4 (-0.2)	1.2 (-0.3)
実質GDP	0.3 (-0.4)	0.6 (-0.3)	0.5 (-0.2)	0.5 (-0.2)	0.8 (0.1)	0.6 (0.1)
GDPデフレーター	0.9 (-0.0)	0.7 (-0.0)	0.9 (0.0)	0.7 (-0.0)	0.6 (-0.3)	0.6 (-0.4)
全産業活動指数	0.4 (-0.3)	0.7 (-0.2)	0.6 (-0.1)	0.6 (-0.1)	0.9 (0.2)	0.6 (0.2)
鉱工業生産指数	-0.1 (-1.1)	1.2 (-0.9)	0.7 (-0.4)	1.0 (-0.4)	1.8 (0.7)	1.1 (0.8)
第3次産業活動指数	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.1)	0.6 (-0.1)	0.5 (-0.1)	0.7 (0.1)	0.5 (0.1)
国内企業物価	2.4 (-0.0)	2.9 (-0.1)	2.4 (0.0)	3.0 (-0.0)	3.8 (1.4)	3.1 (1.4)
消費者物価	0.4 (-0.0)	0.5 (-0.1)	0.5 (-0.0)	0.5 (-0.0)	0.7 (0.3)	0.6 (0.3)
失業率	2.4 (-0.0)	2.4 (0.0)	2.4 (0.0)	2.4 (0.0)	2.4 (-0.0)	2.4 (-0.0)
貿易収支（兆円）	1.8 (-0.7)	2.4 (-0.5)	3.0 (0.4)	3.3 (0.5)	0.2 (-2.4)	1.1 (-1.7)
経常収支（億ドル）	1,732 (-93)	1,755 (-100)	1,712 (-113)	1,424 (-432)	1,618 (-207)	1,722 (-133)
経常収支（兆円）	19.2 (-1.1)	19.5 (-1.1)	19.0 (-1.3)	16.0 (-4.7)	18.6 (-1.7)	20.1 (-0.5)
実質GDPの内訳						
民間消費	0.6 (-0.1)	0.6 (-0.0)	0.6 (-0.0)	0.5 (-0.0)	0.6 (-0.1)	0.5 (-0.1)
民間住宅投資	-4.4 (-0.2)	1.8 (-0.4)	-5.0 (-0.8)	2.2 (-0.6)	-4.4 (-0.1)	2.0 (-0.2)
民間設備投資	3.1 (-0.3)	1.4 (-0.5)	2.0 (-1.4)	1.4 (-1.6)	3.5 (0.1)	1.5 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.0)	0.9 (0.0)	0.9 (0.0)	0.8 (0.0)	0.8 (-0.1)	0.8 (-0.1)
公共投資	-3.3 (0.0)	2.7 (0.1)	-3.3 (-0.0)	2.7 (0.0)	-3.8 (-0.5)	2.7 (-0.5)
財貨・サービスの輸出	-0.2 (-2.0)	1.7 (-1.6)	1.8 (-0.0)	1.3 (-0.0)	2.0 (0.2)	1.5 (0.4)
財貨・サービスの輸入	2.9 (-0.3)	2.0 (-0.2)	2.8 (-0.5)	1.8 (-0.5)	2.9 (-0.4)	1.4 (-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

このページは白紙です

8. 四半期計数表

(1-a) 主要経済指標

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
名目国内総支出(兆円)	542.8	548.6	550.4	547.9	550.5	547.2	548.8	551.8		547.4	549.4	545.1	548.5
前期比%	0.7	1.1	0.3	-0.4	0.5	-0.6	0.3	0.6					
前期比上年率%	2.8	4.3	1.3	-1.8	1.9	-2.4	1.1	2.2					
前年同期比%	1.5	2.3	2.4	1.7	1.4	-0.3	-0.3	0.7		2.0	0.4	1.7	0.6
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	528.5	531.7	534.4	533.1	536.1	532.5	534.3	535.2		531.8	534.4	530.1	533.9
前期比%	0.4	0.6	0.5	-0.2	0.6	-0.7	0.3	0.2					
前期比上年率%	1.8	2.5	2.0	-0.9	2.2	-2.6	1.4	0.7					
前年同期比%	1.8	2.1	2.4	1.3	1.5	0.1	-0.0	0.4		1.9	0.5	1.9	0.7
内需寄与度(前期比)	0.8	0.1	0.5	-0.3	0.7	-0.5	0.6	0.2		1.5	0.7	1.3	0.7
外需寄与度(前期比)	-0.3	0.5	-0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1		0.4	-0.3	0.6	-0.0
GDPデフレーター(前年同期比%)	-0.3	0.2	0.1	0.5	-0.1	-0.4	-0.3	0.2		0.1	-0.1	-0.2	-0.1
全産業活動指数(2010=100)	105.0	104.9	105.6	105.1	106.0	105.2	106.5	105.8		105.1	105.8	104.7	105.6
前期比%	1.2	-0.0	0.6	-0.4	0.8	-0.8	1.3	-0.7		1.8	0.7	1.6	0.9
鉱工業生産指数(2015=100)	103.2	103.2	104.4	103.3	104.5	103.1	105.1	103.9		103.5	104.1	103.1	104.1
前期比%	1.9	-0.1	1.2	-1.1	1.2	-1.4	2.0	-1.2		2.9	0.6	3.1	1.0
第3次産業活動指数(2010=100)	104.8	104.8	105.3	105.1	105.9	105.4	106.5	105.9		105.0	105.9	104.7	105.7
前期比%	0.8	0.0	0.5	-0.2	0.7	-0.5	1.1	-0.6		1.1	0.9	0.7	1.0
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	98.5	98.8	99.7	100.3	100.9	101.8	102.0	102.1		99.3	101.7	98.7	101.3
前年同期比%	2.1	2.8	3.4	2.4	2.5	3.0	2.3	1.8		2.7	2.4	2.3	2.5
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	100.2	100.2	100.7	100.5	101.0	101.1	101.5	101.1		100.4	101.2	100.2	101.0
前年同期比%	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.6		0.7	0.8	0.5	0.8
完全失業率(%)	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4		2.7	2.4	2.8	2.4
10年物国債利回り(%)	0.04	0.05	0.05	0.06	0.04	0.10	0.07	0.07		0.05	0.07	0.05	0.07
国際収支統計													
貿易収支(季節調整年率、兆円)	3.3	6.3	5.2	2.9	3.9	-0.0	-0.9	1.7		4.6	1.2	5.0	1.2
経常収支(季節調整年率、億ドル)	1,798	2,092	2,088	1,731	2,022	1,539	1,493	1,692		1,968	1,687	1,957	1,729
経常収支(季節調整年率、兆円)	20.0	23.2	23.6	18.7	22.1	17.2	16.8	18.4		21.8	19.0	22.0	19.1
対名目GDP比率(%)	3.7	4.2	4.3	3.4	4.0	3.1	3.1	3.3		3.9	3.5	4.0	3.4
為替レート(¥/\$)	111.1	111.0	112.9	108.2	109.1	111.5	112.9	109.0		110.8	110.6	112.2	110.4
(¥/Euro)	124.3	131.3	133.2	132.3	129.0	130.5	128.2	124.8		130.3	128.1	127.2	130.0

(注1) 四半期データの実額と前期比・前期比上年率は季節調整値、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

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
名目国内総支出(兆円)	554.4	556.8	560.2	562.2	563.6	565.1	566.1	566.9		558.3	565.3	555.7	564.1
前期比%	0.5	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1					
前期比年率%	1.9	1.8	2.4	1.4	1.0	1.1	0.7	0.6					
前年同期比%	0.7	1.8	2.1	1.9	1.7	1.5	1.0	0.8		1.6	1.2	1.3	1.5
実質国内総支出(兆円、2011暦年連鎖価格)	537.1	538.9	538.5	539.9	540.9	541.5	541.6	542.1		538.5	541.4	537.3	540.9
前期比%	0.3	0.3	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1					
前期比年率%	1.4	1.3	-0.3	1.0	0.8	0.5	0.1	0.3					
前年同期比%	0.1	1.2	0.8	0.9	0.7	0.5	0.6	0.4		0.8	0.6	0.6	0.7
内需寄与度(前期比)	0.3	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1		0.8	0.5	1.0	0.5
外需寄与度(前期比)	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0		-0.1	0.0	-0.3	0.1
GDPデフレーター(前年同期比%)	0.5	0.6	1.3	1.0	0.9	1.0	0.5	0.4		0.9	0.7	0.7	0.8
全産業活動指数(2010=100)	106.3	106.7	106.6	106.8	107.0	107.3	107.3	107.5		106.5	107.2	106.3	107.1
前期比%	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2		0.7	0.6	0.6	0.7
鉱工業生産指数(2015=100)	104.8	105.4	105.2	105.6	105.9	106.3	106.5	106.7		105.3	106.3	105.0	106.2
前期比%	0.8	0.6	-0.2	0.4	0.3	0.4	0.1	0.3		1.1	1.0	0.8	1.2
第3次産業活動指数(2010=100)	106.4	106.7	106.6	106.8	106.9	107.1	107.2	107.3		106.6	107.1	106.4	107.0
前期比%	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1		0.6	0.5	0.6	0.6
企業物価指数(2015=100)													
国内企業物価指数	102.4	102.9	105.4	106.0	106.5	107.0	107.6	108.1		104.2	107.3	103.2	106.8
前年同期比%	1.5	1.0	3.4	3.8	4.0	4.0	2.0	2.0		2.4	3.0	1.9	3.4
消費者物価指数(生鮮食品除く総合2015=100)	101.3	101.4	102.0	101.8	102.0	102.1	102.4	102.2		101.7	102.2	101.5	102.1
前年同期比%	0.4	0.3	0.5	0.7	0.6	0.7	0.4	0.4		0.5	0.5	0.4	0.6
完全失業率(%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4		2.4	2.4	2.4	2.4
10年物国債利回り(%)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07		0.07	0.07	0.07	0.07
国際収支統計													
貿易収支(季調済年率、兆円)	2.2	2.1	2.8	3.1	3.0	3.0	2.6	2.5		2.6	2.8	2.2	3.0
経常収支(季調済年率、億ドル)	1,763	1,782	1,873	1,880	1,881	1,886	1,835	1,821		1,825	1,856	1,778	1,871
経常収支(季調済年率、兆円)	19.2	19.4	20.4	20.5	20.5	20.6	20.0	19.8		20.3	20.6	19.4	20.4
対名目GDP比率(%)	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5		3.6	3.7	3.5	3.6
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	109.0	109.0
(¥/Euro)	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0		125.0	125.0	124.9	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、2011暦年連鎖価格)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
国内総支出	528.5	531.7	534.4	533.1	536.1	532.5	534.3	535.2		531.8	534.4	530.1	533.9
前期比年率%	1.8	2.5	2.0	-0.9	2.2	-2.6	1.4	0.7					
前年同期比%	1.8	2.1	2.4	1.3	1.5	0.1	-0.0	0.4		1.9	0.5	1.9	0.7
国内需要	531.3	532.0	534.6	533.0	536.7	533.9	537.4	538.6		532.7	536.6	531.2	535.1
前期比年率%	3.1	0.5	2.0	-1.2	2.8	-2.1	2.6	0.9					
前年同期比%	1.3	1.5	2.2	1.1	1.1	0.3	0.5	1.1		1.5	0.7	1.4	0.7
民間需要	398.5	399.4	402.1	400.5	404.3	401.8	404.7	405.6		400.2	404.2	398.8	402.8
前期比年率%	3.2	1.0	2.7	-1.6	3.8	-2.4	2.9	0.9					
前年同期比%	1.4	1.8	2.7	1.3	1.5	0.5	0.7	1.4		1.8	1.0	1.7	1.0
民間最終消費支出	300.2	297.8	299.2	298.5	300.4	299.8	301.5	301.9		298.9	300.9	298.7	300.0
前期比年率%	3.8	-3.2	1.9	-0.9	2.5	-0.8	2.4	0.6					
前年同期比%	2.1	0.7	1.3	0.3	0.1	0.6	0.8	1.2		1.1	0.7	1.1	0.4
民間住宅投資	16.6	16.3	15.8	15.5	15.2	15.3	15.4	15.6		16.0	15.4	16.3	15.3
前期比年率%	7.4	-7.5	-12.1	-7.8	-7.8	2.2	4.7	4.1					
前年同期比%	5.1	0.9	-2.9	-5.5	-8.8	-6.5	-2.3	0.7		-0.7	-4.3	2.1	-5.7
民間企業設備投資	82.8	84.2	84.9	85.7	87.9	85.5	87.6	87.9		84.4	87.3	83.5	86.7
前期比年率%	3.5	6.9	3.3	4.1	10.4	-10.3	9.8	1.6					
前年同期比%	3.9	5.1	5.3	4.1	6.7	1.2	3.4	2.7		4.6	3.4	3.9	3.8
民間在庫変動	-1.2	1.1	2.2	0.7	0.8	1.2	0.2	0.2		0.8	0.6	0.4	0.7
公的需要	132.9	132.5	132.5	132.5	132.4	132.1	132.7	133.0		132.5	132.5	132.4	132.4
前期比年率%	2.8	-1.1	-0.1	0.0	-0.2	-1.0	1.7	0.9					
前年同期比%	1.0	0.3	0.7	0.3	-0.1	-0.3	-0.0	0.3		0.6	-0.0	0.4	-0.0
政府最終消費支出	106.2	106.5	106.5	106.7	106.9	107.1	107.9	107.7		106.4	107.4	106.3	107.1
前期比年率%	-0.2	1.1	0.1	0.9	0.5	0.9	3.2	-0.7					
前年同期比%	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	1.4	0.9		0.4	0.9	0.3	0.8
公的固定資本形成	26.6	26.0	25.9	25.7	25.6	25.0	24.7	25.2		26.0	25.1	26.0	25.2
前期比年率%	13.4	-9.2	-1.3	-2.6	-2.4	-8.3	-4.6	8.3					
前年同期比%	3.2	-0.4	0.4	-0.5	-3.1	-3.7	-4.8	-1.8		0.5	-3.3	0.7	-3.0
公的在庫変動	0.1	0.1	0.1	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	-3.4	-0.6	-0.7	-0.4	-1.2	-1.9	-3.6	-4.0		-1.3	-2.7	-1.6	-1.8
財貨・サービスの輸出	88.6	90.8	92.8	93.2	93.6	92.2	93.1	92.8		91.4	93.0	90.2	93.0
前期比年率%	-0.2	10.6	9.1	1.4	1.8	-5.6	3.7	-1.0					
前年同期比%	6.9	7.0	6.6	5.1	5.6	1.6	0.3	-0.1		6.4	1.8	6.8	3.1
財貨・サービスの輸入	92.0	91.5	93.5	93.6	94.8	94.2	96.7	96.8		92.7	95.7	91.8	94.9
前期比年率%	8.0	-2.4	9.4	0.2	5.3	-2.6	11.3	0.4					
前年同期比%	4.4	2.7	5.3	3.7	3.0	2.8	3.6	3.6		4.0	3.3	3.4	3.3

(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、2011暦年連鎖価格)

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
国内総支出	537.1	538.9	538.5	539.9	540.9	541.5	541.6	542.1		538.5	541.4	537.3	540.9
前期比年率%	1.4	1.3	-0.3	1.0	0.8	0.5	0.1	0.3					
前年同期比%	0.1	1.2	0.8	0.9	0.7	0.5	0.6	0.4		0.8	0.6	0.6	0.7
国内需要	540.1	541.8	540.6	541.9	543.0	543.7	544.4	545.0		541.1	544.0	540.2	543.2
前期比年率%	1.2	1.3	-0.9	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5					
前年同期比%	0.6	1.5	0.6	0.6	0.5	0.3	0.7	0.6		0.8	0.5	1.0	0.5
民間需要	406.6	407.8	406.5	407.2	408.1	408.6	409.1	409.5		407.1	408.9	406.6	408.3
前期比年率%	1.0	1.1	-1.2	0.7	0.9	0.4	0.5	0.4					
前年同期比%	0.5	1.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.6	0.6		0.7	0.4	1.0	0.4
民間最終消費支出	302.3	302.7	302.4	302.8	303.4	303.7	304.1	304.6		302.5	303.9	302.3	303.5
前期比年率%	0.4	0.6	-0.5	0.6	0.8	0.3	0.6	0.6					
前年同期比%	0.6	1.0	0.3	0.2	0.4	0.3	0.6	0.6		0.5	0.5	0.8	0.4
民間住宅投資	15.8	16.0	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4		15.7	15.4	15.7	15.4
前期比年率%	7.0	4.1	-13.3	-0.8	0.0	-0.3	-0.3	-0.3					
前年同期比%	4.5	4.9	0.1	-1.1	-2.7	-3.7	-0.3	-0.2		2.0	-1.8	2.5	-2.0
民間企業設備投資	88.3	88.9	88.5	88.9	89.1	89.3	89.4	89.4		88.7	89.4	88.4	89.2
前期比年率%	2.0	2.4	-1.6	1.6	1.2	0.8	0.4	0.0					
前年同期比%	0.2	4.1	1.0	1.0	1.0	0.4	1.1	0.6		1.6	0.8	2.0	0.9
民間在庫変動	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		0.2	0.2	0.2	0.2
公的需要	133.5	134.1	134.1	134.7	134.9	135.1	135.3	135.5		134.1	135.2	133.6	134.9
前期比年率%	1.6	1.6	0.2	1.7	0.6	0.6	0.6	0.6					
前年同期比%	0.8	1.5	1.2	1.3	1.0	0.8	0.9	0.6		1.2	0.8	0.9	1.0
政府最終消費支出	108.0	108.2	108.4	108.6	108.9	109.1	109.3	109.6		108.3	109.2	108.0	108.9
前期比年率%	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8					
前年同期比%	1.0	1.0	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8		0.8	0.8	0.9	0.8
公的固定資本形成	25.5	25.8	25.7	26.0	26.0	26.0	26.0	25.9		25.8	26.0	25.6	26.0
前期比年率%	5.1	5.0	-2.4	5.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4					
前年同期比%	-0.5	3.3	4.1	3.2	2.1	0.5	0.9	-0.4		2.7	0.7	1.3	1.7
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	-3.7	-3.6	-2.7	-2.7	-2.8	-2.8	-3.3	-3.5		-3.3	-3.2	-3.6	-3.0
財貨・サービスの輸出	93.4	93.9	94.3	94.6	95.0	95.3	95.2	95.3		94.2	95.3	93.8	95.1
前期比年率%	2.5	2.0	1.8	1.4	1.4	1.6	-0.8	0.8					
前年同期比%	0.3	1.8	1.3	1.8	1.4	1.6	0.9	0.8		1.3	1.2	0.8	1.4
財貨・サービスの輸入	97.1	97.4	97.0	97.3	97.7	98.1	98.5	98.9		97.5	98.5	97.4	98.1
前期比年率%	1.1	1.5	-1.7	1.2	1.6	1.6	1.6	1.6					
前年同期比%	2.7	4.4	0.2	0.4	0.5	0.3	1.6	1.7		1.9	1.0	2.7	0.7

(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)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
国内総支出	542.8	548.6	550.4	547.9	550.5	547.2	548.8	551.8		547.4	549.4	545.1	548.5
前期比年率%	2.8	4.3	1.3	-1.8	1.9	-2.4	1.1	2.2					
前年同期比%	1.5	2.3	2.4	1.7	1.4	-0.3	-0.3	0.7		2.0	0.4	1.7	0.6
国内需要	539.7	541.3	545.1	543.9	547.9	546.8	550.8	552.0		542.5	549.4	540.0	547.2
前期比年率%	4.0	1.2	2.8	-0.9	3.0	-0.8	3.0	0.9					
前年同期比%	1.7	2.0	2.7	1.9	1.5	0.9	1.0	1.6		2.1	1.3	1.8	1.3
民間需要	404.4	406.1	409.9	408.3	412.4	411.4	415.0	415.7		407.3	413.6	405.2	411.7
前期比年率%	3.9	1.6	3.9	-1.6	4.0	-0.9	3.5	0.7					
前年同期比%	1.7	2.2	3.2	2.1	1.9	1.2	1.2	1.9		2.3	1.6	2.0	1.6
民間最終消費支出	303.7	301.5	303.8	303.9	304.7	305.5	307.3	307.4		303.2	306.2	302.5	305.3
前期比年率%	4.0	-2.9	3.0	0.2	1.0	1.1	2.5	0.2					
前年同期比%	2.1	0.8	1.6	1.0	0.3	1.2	1.2	1.2		1.4	1.0	1.3	0.9
民間住宅投資	17.7	17.5	17.0	16.7	16.5	16.6	16.9	17.1		17.2	16.8	17.4	16.7
前期比年率%	7.6	-4.3	-10.9	-7.0	-5.7	2.9	7.5	4.8					
前年同期比%	6.9	3.2	-1.1	-4.1	-7.0	-5.2	-0.7	2.3		1.1	-2.7	3.8	-4.2
民間企業設備投資	84.3	86.0	86.9	87.2	90.3	88.2	90.6	91.0		86.2	90.1	85.0	89.0
前期比年率%	5.4	8.4	4.3	1.5	14.8	-9.0	11.2	1.9					
前年同期比%	4.4	6.1	6.3	4.8	7.7	2.1	4.3	4.4		5.4	4.5	4.5	4.7
民間在庫変動	-1.3	1.1	2.2	0.5	0.9	1.2	0.2	0.2		0.7	0.6	0.3	0.7
公的需要	135.3	135.2	135.1	135.6	135.5	135.3	135.8	136.3		135.2	135.7	134.8	135.5
前期比年率%	4.3	-0.2	-0.2	1.3	-0.2	-0.5	1.4	1.5					
前年同期比%	1.7	1.3	1.4	1.3	0.4	0.1	0.4	0.5		1.4	0.4	1.0	0.6
政府最終消費支出	107.1	107.6	107.5	108.1	108.1	108.4	109.0	108.9		107.6	108.6	107.2	108.4
前期比年率%	1.5	1.5	-0.2	2.1	-0.1	1.2	2.3	-0.5					
前年同期比%	1.0	1.1	1.0	1.3	0.8	0.8	1.4	0.7		1.1	0.9	0.6	1.1
公的固定資本形成	28.0	27.5	27.5	27.4	27.4	27.0	26.8	27.4		27.6	27.1	27.5	27.1
前期比年率%	13.6	-6.5	-0.2	-1.3	-0.0	-6.9	-2.1	9.6					
前年同期比%	4.9	1.8	2.2	0.9	-1.2	-2.2	-2.9	0.1		2.3	-1.6	2.4	-1.3
公的在庫変動	0.1	0.1	0.1	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	3.1	7.3	5.3	4.1	2.7	0.5	-2.0	-0.2		4.9	0.2	5.1	1.3
財貨・サービスの輸出	94.1	97.9	100.5	100.5	101.2	101.1	101.4	101.1		98.2	101.2	96.9	101.1
前期比年率%	-3.4	16.8	11.1	-0.1	3.0	-0.4	1.2	-1.4					
前年同期比%	10.6	14.5	11.8	5.6	7.6	3.6	0.8	0.7		10.5	3.1	11.2	4.3
財貨・サービスの輸入	91.0	90.5	95.1	96.4	98.5	100.6	103.4	101.3		93.3	101.0	91.8	99.8
前期比年率%	2.8	-2.1	21.9	5.4	9.1	8.9	11.6	-8.1					
前年同期比%	12.9	13.4	14.3	6.7	8.4	11.1	8.7	5.0		11.7	8.2	12.2	8.7

(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)

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
国内総支出	554.4	556.8	560.2	562.2	563.6	565.1	566.1	566.9		558.3	565.3	555.7	564.1
前期比年率%	1.9	1.8	2.4	1.4	1.0	1.1	0.7	0.6					
前年同期比%	0.7	1.8	2.1	1.9	1.7	1.5	1.0	0.8		1.6	1.2	1.3	1.5
国内需要	553.8	556.1	558.6	560.5	562.0	563.5	565.1	566.1		557.3	564.2	555.1	562.7
前期比年率%	1.3	1.6	1.8	1.4	1.1	1.1	1.1	0.7					
前年同期比%	1.0	1.8	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0		1.4	1.2	1.4	1.4
民間需要	416.8	418.4	419.6	420.8	422.0	423.2	424.4	425.2		418.9	423.7	417.6	422.6
前期比年率%	1.1	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	0.7					
前年同期比%	1.0	1.8	1.1	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1		1.3	1.1	1.4	1.2
民間最終消費支出	307.8	308.5	310.3	311.1	311.9	312.8	313.8	314.5		309.4	313.2	308.6	312.4
前期比年率%	0.4	1.0	2.4	1.0	1.0	1.1	1.4	0.8					
前年同期比%	1.0	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1		1.0	1.2	1.1	1.2
民間住宅投資	17.4	17.6	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2		17.4	17.2	17.3	17.2
前期比年率%	7.7	4.5	-8.0	-0.4	0.4	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	5.7	6.0	2.0	0.7	-1.0	-2.0	0.1	0.2		3.6	-0.7	4.0	-0.6
民間企業設備投資	91.5	92.1	91.8	92.3	92.7	93.0	93.2	93.3		92.0	93.1	91.6	92.8
前期比年率%	2.3	2.7	-1.2	2.1	1.7	1.3	0.9	0.5					
前年同期比%	1.1	4.7	1.3	1.4	1.4	0.8	1.5	1.1		2.1	1.2	2.9	1.3
民間在庫変動	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		0.2	0.2	0.2	0.2
公的需要	137.0	137.7	139.0	139.7	140.0	140.3	140.6	140.9		138.4	140.5	137.5	140.2
前期比年率%	2.1	2.0	3.9	2.0	0.9	0.9	0.9	0.9					
前年同期比%	1.0	1.8	2.4	2.6	2.2	1.9	1.1	0.8		2.0	1.5	1.5	1.9
政府最終消費支出	109.2	109.5	110.8	111.1	111.4	111.7	112.0	112.3		110.1	111.8	109.6	111.5
前期比年率%	1.1	1.1	4.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1					
前年同期比%	1.0	1.0	1.6	2.1	2.0	2.0	1.1	1.1		1.4	1.5	1.1	1.8
公的固定資本形成	27.8	28.2	28.2	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6		28.3	28.6	27.9	28.6
前期比年率%	6.0	5.9	0.0	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	1.0	4.8	5.5	4.3	3.1	1.4	1.3	0.0		4.1	1.3	2.9	2.5
公的在庫変動	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	0.5	0.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.0	0.8		1.1	1.3	0.7	1.5
財貨・サービスの輸出	101.8	102.4	102.9	103.4	103.9	104.4	104.3	104.6		102.6	104.3	102.0	104.0
前期比年率%	2.9	2.4	2.2	1.9	1.8	2.0	-0.4	1.2					
前年同期比%	0.5	1.1	1.6	2.3	2.1	2.0	1.3	1.2		1.4	1.6	1.0	1.9
財貨・サービスの輸入	101.2	101.7	101.3	101.7	102.3	102.8	103.3	103.8		101.5	103.0	101.4	102.5
前期比年率%	-0.1	1.7	-1.3	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0					
前年同期比%	2.7	1.1	-2.0	0.5	1.0	1.1	1.9	2.0		0.5	1.5	1.6	1.1

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-a) デフレーター (2011暦年=100)

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
国内総支出	102.7	103.2	103.0	102.8	102.7	102.8	102.7	103.1		102.9	102.8	102.8	102.7
前期比%	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.4					
前年同期比%	-0.3	0.2	0.1	0.5	-0.1	-0.4	-0.3	0.2		0.1	-0.1	-0.2	-0.1
民間最終消費支出	101.2	101.2	101.5	101.8	101.4	101.9	101.9	101.8		101.4	101.8	101.3	101.8
前期比%	0.0	0.1	0.3	0.3	-0.4	0.5	0.0	-0.1					
前年同期比%	0.0	0.2	0.3	0.7	0.2	0.6	0.4	-0.0		0.3	0.3	0.2	0.5
民間住宅投資	106.4	107.3	107.7	107.9	108.5	108.7	109.4	109.6		107.3	109.1	106.9	108.6
前期比%	0.1	0.9	0.4	0.2	0.6	0.2	0.7	0.2					
前年同期比%	1.7	2.2	1.8	1.5	2.0	1.3	1.6	1.6		1.8	1.6	1.7	1.6
民間企業設備投資	101.8	102.1	102.4	101.8	102.7	103.1	103.5	103.5		102.0	103.2	101.8	102.7
前期比%	0.5	0.4	0.3	-0.6	1.0	0.4	0.3	0.1					
前年同期比%	0.5	1.0	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9	1.6		0.8	1.1	0.6	0.8
政府最終消費支出	100.9	101.0	101.0	101.3	101.1	101.2	101.0	101.1		101.1	101.1	100.9	101.2
前期比%	0.4	0.1	-0.1	0.3	-0.1	0.1	-0.2	0.1					
前年同期比%	0.6	0.7	0.5	0.8	0.2	0.2	0.0	-0.2		0.6	0.0	0.4	0.3
公的固定資本形成	105.3	106.1	106.4	106.7	107.4	107.8	108.5	108.8		106.2	108.2	105.8	107.6
前期比%	0.1	0.7	0.3	0.3	0.6	0.4	0.7	0.3					
前年同期比%	1.7	2.2	1.8	1.5	2.0	1.6	2.0	1.9		1.8	1.9	1.7	1.7
財貨・サービスの輸出	106.3	107.7	108.2	107.8	108.2	109.6	109.0	108.9		107.5	108.9	107.4	108.6
前期比%	-0.8	1.4	0.4	-0.4	0.3	1.4	-0.6	-0.1					
前年同期比%	3.4	7.0	4.8	0.5	2.0	2.0	0.4	0.8		3.8	1.3	4.1	1.2
財貨・サービスの輸入	98.9	99.0	101.7	103.0	103.9	106.9	107.0	104.6		100.7	105.5	100.0	105.2
前期比%	-1.2	0.1	2.7	1.3	0.9	2.8	0.1	-2.2					
前年同期比%	8.2	10.4	8.6	2.9	5.3	8.0	4.9	1.3		7.4	4.8	8.5	5.3

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

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(4-b) デフレーター (2011暦年=100)

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
国内総支出	103.2	103.3	104.0	104.1	104.2	104.4	104.5	104.6		103.7	104.4	103.4	104.3
前期比%	0.1	0.1	0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1					
前年同期比%	0.5	0.6	1.3	1.0	0.9	1.0	0.5	0.4		0.9	0.7	0.7	0.8
民間最終消費支出	101.8	101.9	102.6	102.7	102.8	103.0	103.2	103.3		102.3	103.1	102.1	102.9
前期比%	0.0	0.1	0.7	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0					
前年同期比%	0.4	0.1	0.7	0.9	0.9	1.0	0.6	0.5		0.5	0.8	0.3	0.9
民間住宅投資	109.8	109.9	111.5	111.7	111.8	111.9	112.0	112.1		110.7	111.9	110.2	111.8
前期比%	0.2	0.1	1.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.2	1.1	1.9	1.9	1.8	1.8	0.4	0.4		1.5	1.1	1.5	1.5
民間企業設備投資	103.6	103.7	103.7	103.9	104.0	104.1	104.2	104.4		103.7	104.1	103.6	104.0
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5		0.5	0.4	0.9	0.4
政府最終消費支出	101.1	101.2	102.2	102.2	102.3	102.4	102.4	102.5		101.7	102.4	101.4	102.4
前期比%	0.1	0.1	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.0	-0.0	1.2	1.2	1.2	1.2	0.2	0.2		0.6	0.7	0.2	0.9
公的固定資本形成	109.0	109.2	109.9	110.0	110.1	110.2	110.3	110.5		109.6	110.3	109.3	110.2
前期比%	0.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.4	0.4		1.3	0.6	1.6	0.8
財貨・サービスの輸出	109.0	109.1	109.2	109.3	109.4	109.5	109.6	109.7		108.9	109.4	108.8	109.3
前期比%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.2	-0.6	0.3	0.4	0.7	0.5	0.3	0.4		0.1	0.5	0.2	0.5
財貨・サービスの輸入	104.3	104.3	104.4	104.5	104.6	104.7	104.9	105.0		104.1	104.6	104.1	104.5
前期比%	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					
前年同期比%	0.0	-3.2	-2.3	0.0	0.5	0.8	0.3	0.4		-1.4	0.5	-1.1	0.4

(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

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.4	0.6	0.5	-0.2	0.6	-0.7	0.3	0.2		1.9	0.5	1.9	0.7
国内需要	0.8	0.1	0.5	-0.3	0.7	-0.5	0.6	0.2		1.5	0.7	1.3	0.7
民間需要	0.6	0.2	0.5	-0.3	0.7	-0.5	0.5	0.2		1.3	0.8	1.2	0.7
民間最終消費支出	0.5	-0.4	0.3	-0.1	0.3	-0.1	0.3	0.1		0.6	0.4	0.6	0.2
民間住宅投資	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0		-0.0	-0.1	0.1	-0.2
民間企業設備投資	0.1	0.3	0.1	0.2	0.4	-0.4	0.4	0.1		0.7	0.5	0.6	0.6
民間在庫変動	-0.1	0.4	0.2	-0.3	0.0	0.1	-0.2	0.0		0.1	-0.0	-0.0	0.1
公的需要	0.2	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	0.1	0.1		0.1	-0.0	0.1	-0.0
政府最終消費支出	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.0		0.1	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.2	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	0.1		0.0	-0.2	0.0	-0.2
公的在庫変動	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0		0.0	-0.0	0.0	-0.0
財貨・サービスの純輸出	-0.3	0.5	-0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1		0.4	-0.3	0.6	-0.0
財貨・サービスの輸出	-0.0	0.4	0.4	0.1	0.1	-0.3	0.2	-0.0		1.1	0.3	1.1	0.5
財貨・サービスの輸入	-0.3	0.1	-0.3	-0.0	-0.2	0.1	-0.5	-0.0		-0.6	-0.6	-0.5	-0.6
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	1.8	2.1	2.4	1.3	1.5	0.1	-0.0	0.4		1.9	0.5	1.9	0.7
国内需要	1.3	1.4	2.1	1.0	1.1	0.3	0.5	1.1		1.5	0.7	1.3	0.7
民間需要	1.1	1.4	1.9	0.9	1.1	0.4	0.5	1.0		1.3	0.8	1.2	0.7
民間最終消費支出	1.1	0.4	0.7	0.1	0.1	0.3	0.4	0.7		0.6	0.4	0.6	0.2
民間住宅投資	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.0		-0.0	-0.1	0.1	-0.2
民間企業設備投資	0.5	0.7	0.8	0.7	1.0	0.2	0.5	0.5		0.7	0.5	0.6	0.6
民間在庫変動	-0.8	0.2	0.6	0.3	0.3	0.0	-0.4	-0.1		0.1	-0.0	-0.0	0.1
公的需要	0.2	0.1	0.2	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	0.1		0.1	-0.0	0.1	-0.0
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2		0.1	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1		0.0	-0.2	0.0	-0.2
公的在庫変動	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	0.7	0.3	0.3	0.5	-0.2	-0.5	-0.7		0.4	-0.3	0.6	-0.0
財貨・サービスの輸出	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.3	0.1	-0.0		1.1	0.3	1.1	0.5
財貨・サービスの輸入	-0.7	-0.4	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6		-0.6	-0.6	-0.5	-0.6

(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

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
1. 前期比%													
実質GDP成長率	0.3	0.3	-0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.8	0.6		0.6	0.7
国内需要	0.3	0.3	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.5		1.0	0.5
民間需要	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.5	0.3		0.8	-0.7
民間最終消費支出	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3		0.4	0.2
民間住宅投資	0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	-0.1		0.1	-0.1
民間企業設備投資	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1		0.3	0.1
民間在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0		-0.1	0.0
公的需要	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2		0.2	1.3
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2		0.2	0.2
公的固定資本形成	0.1	0.1	-0.0	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.0		0.1	0.1
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	1.0
財貨・サービスの純輸出	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1	0.0		-0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.0	0.2	0.2		0.1	0.3
財貨・サービスの輸入	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2		-0.5	-0.1
2. 前年同期比%													
実質GDP成長率	0.1	1.2	0.8	0.9	0.7	0.5	0.6	0.4	0.8	0.6		0.6	0.7
国内需要	0.6	1.5	0.6	0.6	0.5	0.3	0.7	0.6	0.8	0.5		1.0	0.5
民間需要	0.4	1.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.5	0.4	0.5	0.3		0.8	-0.7
民間最終消費支出	0.3	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3		0.4	0.2
民間住宅投資	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	0.1	-0.1		0.1	-0.1
民間企業設備投資	0.0	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1		0.3	0.1
民間在庫変動	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0		-0.1	0.0
公的需要	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2		0.2	1.3
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		0.2	0.2
公的固定資本形成	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.0	0.1	0.0		0.1	0.1
公的在庫変動	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	1.0
財貨・サービスの純輸出	-0.4	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.0		-0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2		0.1	0.3
財貨・サービスの輸入	-0.5	-0.8	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2		-0.5	-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。

(6-a) 主要前提条件

	2017			2018			2019			年度		暦年	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)		2017	2018 (予)	2017	2018
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%	3.9	4.2	4.0	4.2	4.1	3.7	3.7	3.6		4.1	3.8	4.0	3.9
原油価格 (WTI、\$/bbl)	48.1	48.2	55.3	62.9	67.9	69.4	59.3	53.8		53.6	62.6	50.9	64.9
前年同期比%	5.5	7.2	12.2	21.5	41.0	44.1	7.3	-14.4		11.9	16.8	17.0	27.6
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	17,995	18,121	18,224	18,324	18,512	18,665	18,760	18,868		18,166	18,701	18,051	18,565
前期比年率%	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.4	2.1	2.3					
前年同期比%	2.1	2.3	2.5	2.6	2.9	3.0	2.9	3.0		2.4	2.9	2.2	2.8
消費者物価指数 (1982-1984=100)	244.1	245.4	247.3	249.3	250.6	251.8	252.8	253.4		246.5	252.1	245.1	251.1
前期比年率%	0.4	2.2	3.1	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9					
前年同期比%	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	1.6		2.1	2.3	2.1	2.4
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	112.6	113.1	114.2	115.1	116.0	116.5	117.2	117.4		113.7	116.8	113.0	116.2
前期比年率%	2.3	1.7	3.9	3.3	3.0	2.0	2.4	0.5					
前年同期比%	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	3.0	2.7	2.0		2.5	2.7	2.3	2.9
FFレート (期末、%)	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50		1.75	2.50	1.50	2.50
10年物国債利回り (%)	2.26	2.24	2.37	2.76	2.92	2.93	3.03	2.71		2.41	2.90	2.33	2.91
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	107.1	107.6	107.5	108.1	108.1	108.4	109.0	108.9		107.6	108.6	107.2	108.4
前期比年率%	1.5	1.5	-0.2	2.1	-0.1	1.2	2.3	-0.5					
前年同期比%	1.0	1.1	1.0	1.3	0.8	0.8	1.4	0.7		1.1	0.9	0.6	1.1
名目公的固定資本形成 (兆円)	28.0	27.5	27.5	27.4	27.4	27.0	26.8	27.4		27.6	27.1	27.5	27.1
前期比年率%	13.6	-6.5	-0.2	-1.3	-0.0	-6.9	-2.1	9.6					
前年同期比%	4.9	1.8	2.2	0.9	-1.2	-2.2	-2.9	0.1		2.3	-1.6	2.4	-1.3
為替レート (¥/\$)	111.1	111.0	112.9	108.2	109.1	111.5	112.9	109.0		110.8	110.6	112.2	110.4
(¥/Euro)	124.3	131.3	133.2	132.3	129.0	130.5	128.2	124.8		130.3	128.1	127.2	130.0

(注) 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

	2019			2020			2021			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)		2019 (予)	2020 (予)	2019 (予)	2020 (予)
1. 世界経済													
主要貿易相手国・地域経済成長率 (貿易額加重平均)													
前年同期比%	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4		3.5	3.4	3.5	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0		55.0	55.0	54.7	55.0
前年同期比%	-19.0	-20.8	-7.3	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0		-12.2	0.0	-15.7	0.5
2. 米国経済													
実質GDP (10億ドル、2012年連鎖)	18,997	19,103	19,196	19,288	19,374	19,455	19,530	19,605		19,146	19,491	19,041	19,412
前期比年率%	2.8	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5					
前年同期比%	2.6	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6		2.4	1.8	2.6	1.9
消費者物価指数 (1982=1984=100)	255.0	256.6	258.3	259.8	261.3	262.8	264.4	265.9		257.4	263.6	255.8	262.1
前期比年率%	2.6	2.5	2.7	2.4	2.3	2.4	2.4	2.3					
前年同期比%	1.8	1.9	2.2	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3		2.1	2.4	1.9	2.5
生産者物価指数 (最終需要、09/11=100)	118.1	118.7	119.4	120.0	120.7	121.3	121.9	122.5		119.0	121.6	118.4	121.0
前期比年率%	2.3	2.2	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0					
前年同期比%	1.8	1.9	1.8	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1		1.9	2.1	1.9	2.2
FFレート (期末、%)	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		3.00	3.00	3.00	3.00
10年物国債利回り (%)	2.76	2.94	2.97	3.14	3.11	3.08	3.05	3.02		2.95	3.06	2.85	3.09
3. 日本経済													
名目政府最終消費支出 (兆円)	109.2	109.5	110.8	111.1	111.4	111.7	112.0	112.3		110.1	111.8	109.6	111.5
前期比年率%	1.1	1.1	4.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1					
前年同期比%	1.0	1.0	1.6	2.1	2.0	2.0	1.1	1.1		1.4	1.5	1.1	1.8
名目公的固定資本形成 (兆円)	27.8	28.2	28.2	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6		28.3	28.6	27.9	28.6
前期比年率%	6.0	5.9	0.0	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0					
前年同期比%	1.0	4.8	5.5	4.3	3.1	1.4	1.3	0.0		4.1	1.3	2.9	2.5
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	109.0	109.0
(¥/Euro)	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0		125.0	125.0	124.9	125.0

(注) 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。