2017年の国内経済金融の展望

――再び脚光を浴びる財政政策――

主席研究員　南　武志

〔要　　旨〕

世界経済の失速懸念などで2016年は波乱の幕開けとなり，その後も英国のEU離脱問題，過激な言動で話題となったトランプ氏の米大統領選勝利など，経済・金融市場に重大な影響を与えかねないイベントも多かったが，足元はトランプ政策への期待から先進国の金融市場は活況を呈している。今後，トランプ政策の中身が具体化する過程で，金融市場には一定の調整を余儀なくされる場面もありうるが，米雇用拡大に向けてインフラ投資や減税が実行されれば，その恩恵は世界経済全体に波及するだろう。

16年の国内景気は，秋口の天候不順で消費が足踏みする場面もあったが，全般的には持ち直しに向けた動きを続けている。労働市場の改善やそれによる家計所得の増加，消費者マインドの好転などで，消費の回復は一段と強まると予想される。また，輸出の増勢も強まると見られ，設備投資の増加につながるだろう。日本経済は３年連続で１％台の成長を維持すると予想され，徐々に賃金・物価にもプラスの影響を与えるだろう。

さて，16年中に政策運営の枠組みを２度にわたって大幅に修正した日本銀行は，足元下落状態の物価が再び上昇に転じる見通しであること，財政政策の出動などで，内外経済が改善方向に向かうと見られることもあり，現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続すると見られる。

目　次

はじめに
――好循環入りの期待が高まる――
1　世界経済の環境変化
(1)　合意に漕ぎ着けた原油減産
(2)　国際協調的な政策運営へ向けて
(3)　主要国経済の動向
2　国内景気の現状
(1)　引き締まりが続く労働需給
(2)　ややアンバランスな所得と消費
3　転換点を迎えた金融緩和策
(1)　振出しに戻った物価動向
(2)　金融政策の枠組み変更
(3)　金融政策運営を巡る論点
(4)　今後の金融政策の注目点
4　国内経済・金融の注目点と展望
(1)　政府の経済政策運営
(2)　国内経済の展望
(3)　金融政策と金融市場の展望
おわりに
――留意すべきトランプ政策の負の側面――

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

はじめに
―好循環入りの期待が高まる―

原油の一段安，中国など新興国経済の減速などを受けて，内外の金融市場が大きく動揺するなど，2016年は波乱の幕開けとなった。その後もリスクオフの流れが続くなか，２月下旬に開催された主要20か国（G20）財務大臣・中央銀行総裁会議では，世界経済の回復と金融市場安定に向けてあらゆる政策を総動員することを盛り込んだ共同声明が採択された。具体策は各国任せという中途半端さは残ったものの，中国人民銀行が即座に追加緩和措置を発表するなど，議長国としてのケジメを果たすような行動をとるなど，事態収拾に向けて一定の効果があったかに見える。

その後も，世界経済は，EU残留・離脱を問う英国国民投票での離脱派勝利（Brexit），過激な言動で話題を呼んだドナルド・トランプ氏の米大統領選勝利など，大方の予想に反する結果に揺さぶられ続けた。しかし，そのトランプ氏の勝利宣言を契機に，今後の景気回復期待が一気に高まり，先進国の金融資本市場は「ドル高・株高・金利上昇」傾向が強まった。米国株式市場ではNYダウ工業株30種平均が連日のように史上最高値をつけたほか，国内株式市場もそれにつられて日経平均株価が年初来高値を更新する動きを見せた。

同時に，14年度以降は足踏み状態が続いた実体経済も改善の兆しが散見されているほか，16年夏場にかけて小幅とはいえ下落傾向を強めた物価も復元に向けた動きが始まっている。年末に実施されたGDP統計の改訂（2008SNAへの移行など）を受けて，最近は賞味期限切れとの批判も多かったアベノミクスについても，一定の効果が継続していると再評価する動きもないわけではない。

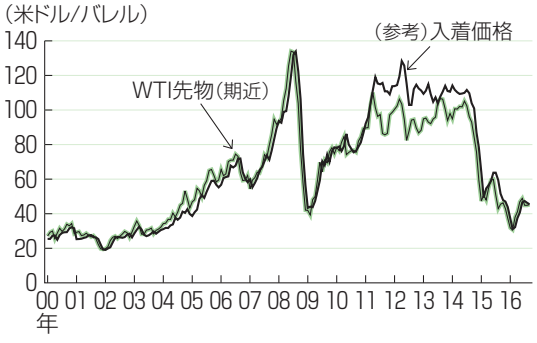
本稿では，16年中に枠組みの大幅修正をした日本銀行の金融政策の評価や，想定されるトランプ次期大統領の経済政策運営などを踏まえて17年度の国内景気やそれに対するリスクなどを検討していきたい。

1　世界経済の環境変化

(1)　合意に漕ぎ着けた原油減産

原油価格は，リーマン・ショック後の世界大不況の最中には一時30ドル/バレル台まで下落したものの，その後は景気回復とともに上昇に転じ，11年以降は再び100ドル/バレル前後での推移を続けた（第１図）。しかし，供給過剰状態が明らかとなった14年夏をピークに下落に転じ，世界経済の代表

第1図　国際原油市況の推移



資料　NYMEX，財務省

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

的な下振れリスクとして意識され続けていた。

この価格下落過程において，サウジアラビアなど主要産油国では相対的に低い生産コストを武器にシェア確保を最優先する戦略をとってきた。その結果，新参の北米産シェールオイルの多くを稼働停止に追い込んだが，当のサウジアラビアが受け取った代償もまた大きかった。具体的に，サウジアラビアの経済成長率は２％前後に鈍化（12年は５％成長），政府収入は10年前の水準まで落ち込み，政府資産は急速に収縮した。経常収支も赤字に転じており，サウジアラビアの経済・財政状況にかなりの疲弊が見て取れる。

しかし，16年秋以降，主要産油国の間でようやく生産枠調整に向けた動きが始まり，ついに11月末に開催されたOPEC総会では17年上期は，加盟国全体の生産量を日量3,250万バレル程度（10月実績：同3,364万バレル）と，同120万バレルの減産で最終合意した（ただし，ナイジェリア・リビアは適用除外で，インドネシアは加盟を一時停止）。これに合わせて，ロシアなどのOPEC非加盟国も17年前半は計55.8万バレルの減産に応じることで合意し，全体で見ると供給量全体の２％近くが削減される運びとなっている。これを受けて，国際原油市況は持ち直し傾向を強めている。

もちろん，OPECの歴史を紐解けば，生産枠を設定しても抜け駆けが頻発するなど，長続きしないとされるほか，原油価格の上昇に伴い，協調減産に参加していない国の増産が強まる可能性もある。原油需要が弱いこともあり，原油価格の先行きについて安心できる状況とは言い難いが，世界経済の下振れリスクをある程度は後退させたと評価することは可能であろう。

(2)　国際協調的な政策運営へ向けて

ラリー・サマーズ元米財務長官らが唱える「長期停滞論（secular stagnation）」が示すように，世界経済全体を「低インフレ・低成長」状態が覆っているとの悲観論が広がりつつあるなか，G7やG20などの国際会議では，それを克服するためには，金融政策，財政政策，構造政策を政策総動員することが必要であることが幾度も確認されてきた。しかし，実際の政策運営については各国の判断に委ねられたままで，国際的な政策協調の枠組みができたわけではない。安倍首相もまた，議長を務めた16年５月に開催されたG7伊勢志摩サミットで参加国の首脳らに対して国際協調的な財政出動を訴えたが，合意には至らなかった。

70年代のスタグフレーションに苦しんだ先進各国では，財政政策運営がルール化されており，景気対策には金融政策を用いるのが常識とされてきた。しかし，その金融政策は政策金利の引下げ余地が乏しく，非伝統的領域にまで踏み込んでいる。特に，なかなかデフレ的な環境から抜け出せない日本では，思考実験として取り上げられてきた「ヘリコプター・マネー政策」ですら真面目に語られ始める，といった状況となっていた。一方で，G20共同声明などには

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

「金融政策のみでは均衡ある成長につながらない」との文言が盛り込まれるなど，金融政策以外のツール，特に財政政策の有効性に脚光を浴び始めている。経済協力開発機構（OECD）もまた，現行の金融政策は金融市場にゆがみを生じさせていることに警戒を発している。そのOECDは，超低金利環境下で享受できる財政余地を用いて，人的資本やインフラ整備など質の高い投資を積極化させ，かつ構造改革を推進することで，金融政策への過度の依存を減らすべきだと提言している。

こうしたなか，16年11月中旬以降，財政政策への期待が急速に高まった。米大統領選で勝利したトランプ氏は，今後10年で１兆ドル規模のインフラ投資を行うほか，減税についても10年で６兆ドルの大規模減税を行う方針を示している。また，中国では17年秋頃の共産党大会を控えてある程度の財政出動が想定されているほか，習近平国家主席が打ち出した「一帯一路」構想の下で，アジアインフラ投資銀行（AIIB）等からの金融支援が軌道に乗り出せば，積極的なインフラ投資が展開されていく可能性もある。加えて，日本では，16年夏の参院選後には国・地方政府の歳出規模7.5兆円を含む事業規模28.1兆円にも上る「未来への投資を実現する経済対策」が策定されている。

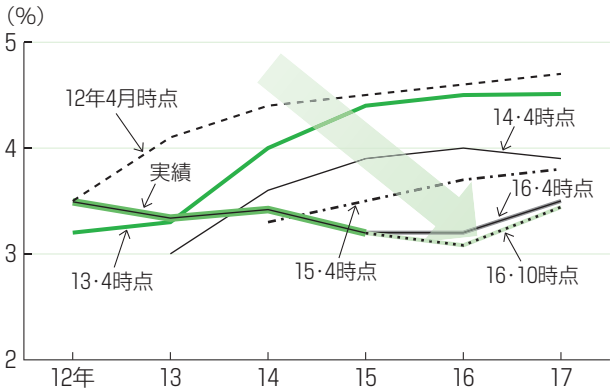
このように，米国・中国・日本という三大経済大国が一斉に財政政策を積極化することで，低調さが残る世界経済を刺激することへの期待が高まっている。

(3)　主要国経済の動向

この数年，国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しは年４回の公表のたびに下方修正を繰り返してきたが，16年後半に入り，ようやくそれが収まった（第２図）。16年10月に公表された見通しでは，世界全体の成長率を16年：3.1%，17年：3.4%と，７月時点のものから据え置いている。先進国経済は緩慢な成長が続く半面，底入れした新興・資源国経済が徐々に持ち直し，全体を牽引し始めるという内容である。

以下，米国・欧州・中国経済の見通しや注目点について簡単に見ていきたい。まず，米国経済については，ドル高・原油安などの悪影響が一巡，堅調な雇用増や賃上げ率の高まりを背景とした堅調な個人消費が牽引する形での経済成長が続いている。17年については，トランプ次期大統領の打ち出す経済政策の具体的な内容やその実現可能性に大きく依存することになるが，期待先行で盛り上がった金融市場が乱高下するリスクもないわけではない。なお，トランプ

第2図　下方修正が止まった世界経済見通し（前年比）



資料　国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」より農中総研作成

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

氏は大統領就任後，現実的な路線をとるものと見られ，これまで同様，堅調な雇用や消費者マインドを背景に個人消費が経済全体を支え続けていくだろう。また，世界経済が緩やかに持ち直していくと見られること，上下両院で多数派となった共和党もインフラ投資拡大に一定の理解を示していること等から，公共投資を呼び水にした企業設備投資の増加も見込まれる。そのため，17年は２％台前半の底堅い経済成長が予想される。一方で，トランプ氏が大統領就任後に大規模減税を断行して財政悪化懸念を高めたり，メキシコや中国など主要貿易相手との通商協定の再交渉等を強引に推し進めたりすれば，金融市場の混乱や家計・企業のマインド，さらには世界経済全体にも悪影響を及ぼしかねない。

また，欧州では失業率の低下などとともに生産活動に底堅さも見え始めている。消費者物価上昇率も原油価格の持ち直しを受けて改善傾向にあることから，欧州中央銀行（ECB）は17年３月末までの期限であった量的緩和（資産買入れ）を規模縮小（現行の月800億ユーロから４月以降は月600億ユーロへ）したうえで，12月末まで継続することとなった。なお，17年の経済成長率は１％台半ばあたりで推移することが見込まれる。一方，EU離脱に向けた本格交渉が開始されることになる英国については，ポンド下落に伴う物価上昇の高まりに加え，投資減少などによる景気悪化が重なるスタグフレーションを警戒する意見も浮上している。

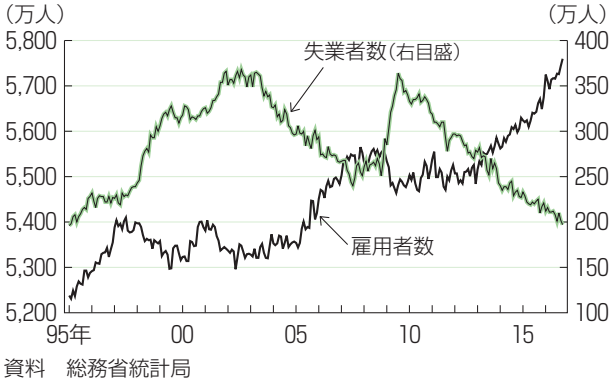
最後に構造改革を進める中国経済だが，数年にわたった減速基調がようやく止まった。構造調整を受けて民間投資が大きく減速しているが，自動車減税や公共投資の拡充，さらには住宅市場の意図せぬ過熱が成長を下支えしたと思われる。先行きは，17年秋頃には第19回中国共産党大会が控えていることから，政府は景気テコ入れのために公共投資をさらに増やすことが予想される。しかし，鉄鋼・石炭産業などでの構造調整圧力が根強いこともあり，17年の経済成長率は６％台後半にとどまるだろう。

2　国内景気の現状

(1)　引き締まりが続く労働需給

安倍首相は，アベノミクスの成果としてまず雇用環境の良好さを取り上げることが多いが，実際にリーマン・ショック後の世界大不況時に失業者は一時364万人まで膨れ上がったが，16年10月には197万人まで減少，5.5％まで上昇した失業率も3.0％へ低下するなど，22年ぶりの水準まで改善が進んでいる（第３図）。人口の少子高齢化に伴い，

第3図　改善が続く労働市場



資料　総務省統計局

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

労働供給が減少傾向にあることも大きいが，アベノミクス始動以降，雇用の増加傾向が継続しており，16年入り後は年90万人増のペースとなっている。

人口要因を考慮すれば，国内の労働需給は今後とも引き締まっていく可能性が高い。特に，団塊世代が70歳代に突入していく今後数年間は労働逼迫が一段と高まると思われる。労働力調査の詳細集計では，７～９月期は失業者数こそ206万人であるが，非労働力人口4,379万人のうち，就職希望者は372万人，そのうち適当な仕事がありそうもないと回答する者は104万人であり，一見すれば余裕はまだあるように見えるが，上述の雇用増ペースが続けば，労働参加が加速的に進まないと供給余力は着実に乏しくなる。

(2)　ややアンバランスな所得と消費

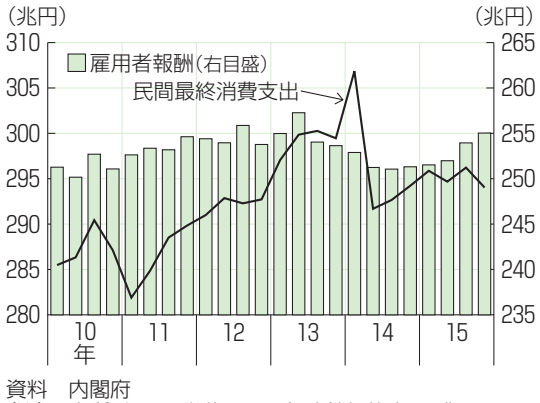
冒頭でも紹介したように，16年12月８日に公表された７～９月期のGDP第２次速報は，2008SNAへの移行などもあった関係で，大幅な遡及改訂がされた。例えば，アベノミクス始動後の平均成長率（13年１～３月期から16年７～９月期）は1.3%（旧基準では0.9%）へ，同じく民間企業設備投資の増加率は年率3.0%（旧基準では1.4%）へ，いずれも上方修正された。アベノミクスが目指す「民間投資の喚起」は十分とは言えないとはいえ，ある程度は進展したことは確かである。

一方，民間消費についても，消費税増税後の増加率（14年４～６月期から16年７～９月期）は年率0.8%（旧基準では0.3%）へ上方修正され，ほとんど進展していないとの従来の評価をやや見直す必要に迫られている。

とはいえ，同期間中の実質雇用者報酬は年率1.7%で増加，株価（東証株価指数）も１～２割の上昇となるなど，家計部門の所得環境は着実に改善している。これを考慮すると，両者の関係はアンバランスと言える（第４図）。

こうした現象の原因については，これまでもいくつか指摘されてきた。例えば，消費税増税による負担増（＝物価上昇率で２%程度）を補うほどには所得が増加しなかったことや14年度前半まで続いたエネルギー高騰や円安の物価押上げもあり，家計が一気に支出抑制的な行動をとり始めたこと，それまで実施されてきた家電エコポイント制度，エコカー購入補助金・減税制度や地デジ切替えに伴うTV買替え需要に加えて14年４月からの消費税増税によって，耐久消費財の需要先食いが大規模に発生してしまったことへの反動，さらに税・社会保障の負担増によって可処分所得が目減りした

第4図　民間消費と雇用者報酬の推移



資料　内閣府
（注）　実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示，兆円。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

ことなどが挙げられる。加えて，足元まで続いた残業時間の減少で所定外給与が目減りし，せっかくの賃上げの効果を相殺する動きも見られた。

なお，最近は乗用車販売など耐久消費財が持ち直す動きを見せているほか，残業時間の減少も止まるなど，消費を阻害してきた要因は消えつつある。

3　転換点を迎えた金融緩和策

(1)　振出しに戻った物価動向

アベノミクスが始動してから一時は前年比１％台半ばまで上昇率を高めた消費者物価（全国，生鮮食品を除く，消費税要因を除く）も，15年下期に再び下落に転じ，16年夏には同△0.5％まで下落幅が拡大した（第５図）。また，日銀が「物価の基調」として重視する全国消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く総合）も大きく鈍化している。これらの要因として，原油安や円安剥落・円高進行が挙げられることが多いが，底流には消費が低調だったことが強く影響したことは間違いない。

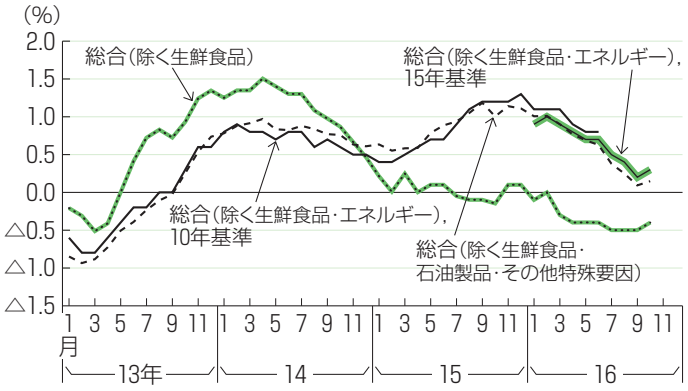
先行き，エネルギーによる物価押下げ効果が解消に向かうことから，17年入り後には物価上昇率はプラスに転じるものの，企業の賃上げ方針に鈍さが残っていることもあり，その後の上昇率の復元ペースは緩やかなままと見られる。17年度末時点でも同１％前後までしか上昇率は高まらないと見られる。

(2)　金融政策の枠組み変更

16年中，日銀は金融政策の枠組みを２度にわたって大きく変更した。まず，１月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQE＋NIR）」の導入を決定，それまで0.1％の付利をつけてきた超過準備に対して，一部に△0.1％のマイナス金利を課すことになった。さらに，９月には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE＋YCC）」の導入を決定，QQE＋NIRに対して長期金利の誘導目標（10年国債利回りでゼロ％程度）も導入するなど，操作目標を「量」から「金利」に変更した。14年11月以降，年間80兆円（13年４月から14年10月までは年間50兆円）に相当するペースで保有残高が増加するように買い入れてきた国債についても，将来的に買入れペースが鈍化する可能性が示唆された。

この一連の枠組み変更の背景には，当初２年程度で達成することを約束

第5図　全国消費者物価の推移（前年比）



資料　内閣府，総務省統計局，日本銀行
（注）　その他特殊要因…電気代，都市ガス代，米類，切り花，鶏卵，固定電話通話料，診療代，介護料，たばこ，高等学校授業料（公立・私立）

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

していた物価安定目標が見通せないこと，そして国債発行残高の３分の１超を日銀が保有するに至ったことで，国債大量買入れの持続性への懸念が強まってきたことなどがある。16年９月の金融政策決定会合では，黒田総裁の就任から約３年半にわたって行ってきた金融緩和措置に関する「総括的な検証」が行われた。そこでは，大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組合わせで，実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能になったと評価する半面，イールドカーブの過度な低下，フラット化は経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとした副作用について確認している。

なお，QQE＋YCC導入に伴い，日銀は積極的に物価上昇を引き起こそうという短期決戦を意識したものから，緩和環境を粘り強く続けることで物価上昇のモメンタムを維持することを重視する持久戦を覚悟したものへシフトしたとも捉えられている。

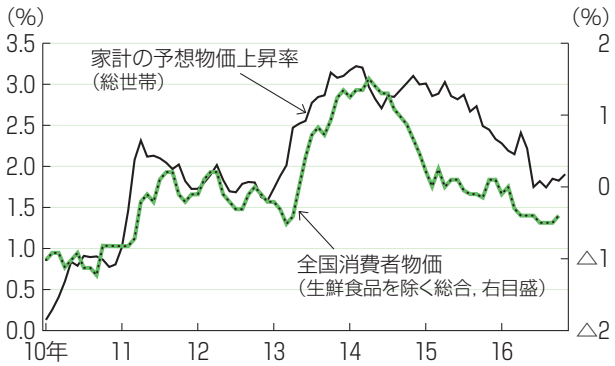
(3)　金融政策運営を巡る論点

現行の金融政策（QQE＋YCC）については，労働市場がすでに完全雇用に近い状態にあるとの認識に立てば，過度な緩和状態にあるとの批判も存在するなど，数多くの議論がある。以下ではそのうちの代表的な３点について簡単に紹介する。

まず，中央銀行は「期待」を制御することが可能か，という点である。黒田体制の当初の政策運営は，デフレ克服に向けた断固たる中央銀行の意志を示し，実際にそれを実現するために市場の想定をはるかに上回る政策を打つことで，「期待の変化」へ働きかけるというもので，いわばレジームチェンジを狙ったものと捉えられる。日本と違いデフレを回避できた欧米先進国では，中央銀行があらかじめ物価目標を提示し，それを実現していくことで，予想物価上昇率が物価目標に近い数値を維持できていると解釈されている。しかし，それは長年の経験を経てそのような状況が作り出されたということであり，２年などという短期間で「期待」を中央銀行の思いどおりに制御できるという保証はない。実際，日銀も認めるとおり，QQEを継続していたにもかかわらず，15年夏以降の予想物価上昇率が弱含んでいる（第６図）。また，「２％」に設定されている物価安定目標を巡っても妥当性を問う意見も少なくなく，引下げを提案する意見もある。

また，「マイナス金利」の効果についても議論が分かれている。「マネタリーベース拡大」の効果を疑問視していたエコノミスト

第6図　弱含む予想物価上昇率（前年比）



資料　内閣府「消費動向調査」，総務省統計局「消費者物価指数」
（注）　家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移（総世帯）」より農中総研が試算。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

でも「マイナス金利」については一定の評価を与える例は少なくない。日銀としては，自然利子率がかなり低下していることを踏まえれば，名目金利の引下げや予想物価上昇率の押上げによって実質金利を自然利子率以下に誘導することで景気刺激は可能としている。一方で，日本国内の投資・貯蓄の利子弾力性は決して大きくないため，実体経済への刺激効果は極めて限定的であり，それよりも金融仲介機能や金融機関経営への悪影響の方が深刻であるというとの意見もある。

最後に，日銀から出口政策が全く示されない，ということへの批判も少なくない。13年５月のバーナンキ・ショックに見られるように，量的緩和政策からの転換は事前の地ならしを慎重にしなければ市場に大きな動揺を与えかねないとの警戒は根強い。日銀では，現在は物価安定目標の早期達成に向けてまい進している最中であり，早い段階で出口政策に言及することはかえって市場の混乱を招く恐れがあるとしている。一方，日銀は，QQE＋YCCの導入と同時に「オーバーシュート型コミットメント」を導入，物価上昇率の実績値が安定的に物価安定目標を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続することとするなど，出口政策のタイミングを後ズレさせている。さらに，10月に長期金利の操作目標を設定したことで，物価安定目標を達成し，出口が現実味を帯びた際に，損失回避のために大量に売られると想定される国債を受動的に買い入れなければならないと思われる。出口政策は極めて困難な道のりになると思われるが，その際，現在のように厳格な財政規律が不在では，長期金利の制御は困難になると思われる。

(4)　今後の金融政策の注目点

今後の政策運営のなかで最も注目されると見られるのが，国債との関わり方（国債買入れのペース，長期金利の操作目標）であろう。QQE＋YCCでは操作目標を「量」から「金利」に戻したとはいえ，国債保有残高の年間増加ペースのめどは当面80兆円としている。まだ金利上昇圧力が高くなかった10月の段階では，この買入れペースの下，「10年ゼロ％」を割り込んで推移しており，減額の観測も強まっていた。本来，「量」と「金利」を同時に制御するのは不可能であるため，いずれ「量」へのコミットメントの重要性が薄れる可能性は高い。

一方で，長期金利の操作目標の設定については，その水準の妥当性に加え，様々な情報を織り込んでいくはずの長期金利の変動を抑え込むことは将来的なゆがみをもたらさないのか，などという懸念もある。特に，政府はほぼゼロ金利で資金調達が可能となっている半面，財政破綻リスクが金利に反映されなくなっており，これを長期間続けることで弊害が出る可能性もある。さらに，物価上昇率がある程度高まってきた場合に長期金利の操作目標などを引き上げる可能性はあるのか，それは出口政策の初動と捉えてよいのか，など様々な疑念が金融市場内で発生することもありうる。また，

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

大方の予想に反して物価上昇率の高まるペースが早い際には，それが市場の混乱を招くこともあるだろう。

4　国内経済・金融の注目点と展望

(1)　政府の経済政策運営

安倍首相は，伊勢志摩サミットの終了後，消費税増税の延期と同時に，デフレからの脱却速度を最大限まで引き上げるために「総合的かつ大胆な経済対策」を講じることを発表した。アベノミクス開始から早４年が経過したが，最大の目的である「デフレ脱却」「成長押上げ」とも中途半端な状況であったことがそれを促したと言える。夏の参院選後には，事業規模28.1兆円の「未来への投資を実現する経済対策」が策定され，秋の臨時国会では4.1 兆円の歳出追加（東日本大震災復興特会なども含めれば4.5 兆円の国費追加）を盛り込んだ第２次補正予算が可決・成立した。なお，16年度は税収が当初見積りを下振れる公算が高まっており，第３次補正予算を編成して赤字国債を追加発行する方針とされている。

また，17年度の一般会計予算は，「経済財政運営と改革の基本方針」や「経済・財政再生計画」にのっとって作業が進められており，高齢化進行に伴う社会保障関係費の自然増などは抑制する姿勢を見せる半面，「新しい日本のための優先課題推進枠」を設けるなどの独自色も出している。

以上を踏まえると，17年度にかけての財政政策は景気に対してやや刺激的と評価できる。

(2)　国内経済の展望

16年を通じ，国内経済には景況感の改善が感じられる場面は少なかったが，今後の回復に向けた素地は整いつつあると見られる。16年12月８日に公表された７～９月期のGDP第２次速報は，年次改訂・基準年改訂・2008SNAへの移行が重なったことで，大きく遡及改訂された。R&Dの資本化などによって，名目GDPの水準は足元で30兆円超のかさ上げがなされている。また，消費税増税後のGDP経路の勾配が急になっており，「なかなか持ち直しが見られない」との評価であった民間消費も，多少の持ち直しが見られるようになった。

その消費については，前述のとおり，労働需給は改善が続いており，家計所得は緩やかな増加基調をたどっている。企業活動も活性化しつつあり，これまで所得の伸び抑制に働いていた残業時間の減少にも歯止めがかかっている。また，年前半に悪化して消費性向を低下させたマインドも足元では回復している。このように，先行きの消費持ち直し傾向が強まる材料はそろいつつある。また，16年秋の臨時国会で成立した大型経済対策の効果も徐々に出てくるものと思われる。

海外経済に目を転じると，１月に発足する米トランプ政権の保護主義的な動きには警戒が必要だが，国内雇用増のためにインフラ投資や減税などが講じられると見られ，

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

世界経済全体にその波及効果が期待できる。最近の輸出は価格要因（為替レートの円安など）よりも所得要因（海外経済の改善）の方に影響を受けやすいことから，世界経済の改善傾向が強まれば，輸出の増勢が強まることが期待される。

こうした内外需の改善によって，低金利環境の定着，根強い更新需要，さらには20年の東京五輪を見据えた需要などもあり，民間企業設備投資も増加傾向を強めていくだろう。

その結果，17年度の実質成長率は前年度比1.1％と，16年度（同1.1％の見込み）とほぼ同等の成長を維持すると予想する（第１表）。ゼロ％台半ばと想定される潜在成長率を３年連続で上回ることになれば，需給改善や労働市場の引き締まりなどから，賃金・物価に対しては一定の押上げ効果が発生することが見込まれる。

第１表　2017年度日本経済見通し

	単位	15年度（実績）	16（実績見込）	17（予測）
名目GDP	%	2.8	1.0	1.4
実質GDP	%	1.3	1.1	1.1
民間需要	%	1.1	0.7	0.9
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.9
民間住宅	%	2.7	5.6	△2.4
民間企業設備	%	0.6	1.5	1.6
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	0.4	△0.2	△0.0
公的需要	%	1.2	0.8	2.3
政府最終消費支出	%	2.0	0.7	0.8
公的固定資本形成	%	△2.0	0.7	8.5
輸出	%	0.8	0.6	1.3
輸入	%	△0.2	△ 1.7	1.8
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.9	1.3
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.6	0.7
公的需要寄与度	ポイント	0.3	0.2	0.6
海外需要寄与度	ポイント	0.2	0.4	△0.1
GDPデフレーター（前年比）	%	1.4	0.0	0.3
国内企業物価　（前年比）	%	△3.3	△ 3.0	0.4
全国消費者物価（　〃　） *（消費税増税要因を除く）*	%	△0.0 *（△0.1）*	△ 0.2	0.7
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9
鉱工業生産（前年比）	%	△1.0	0.7	3.3
経常収支	兆円	17.7	19.6	21.1
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.9
為替レート	円/ドル	120.1	107.1	112.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.03	△0.05	△0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	△0.09	△0.02
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.5	50.0

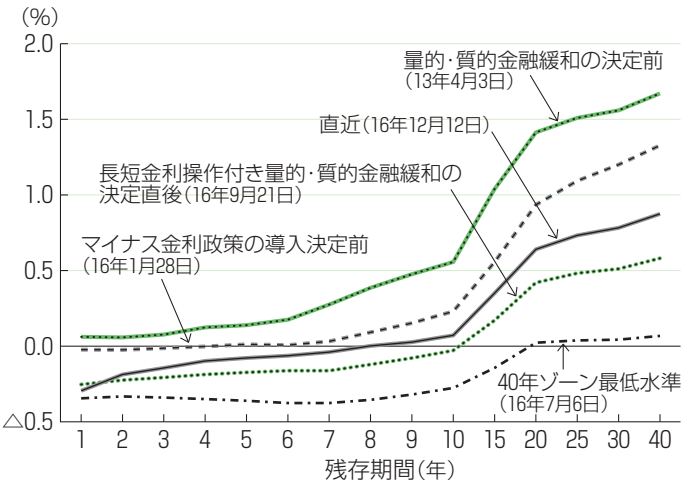
資料　実績値は内閣府「国民所得統計速報」などから作成，予測値は農中総研
（注）1　全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合，前年度比。
2　無担保コールレートは年度末の水準。
3　季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（3）　金融政策と金融市場の展望

基本的に，日銀の政策スタンスは，物価上昇に向けたモメンタムが大きく悪化しない限り，緩和政策を粘り強く続けるというものに変化したと考えられており，足元で物価弱含みが続くなかでも，追加緩和観測は盛り上がっていない。これまで述べたように経済・物価の改善が進むとの想定の下では，現状の緩和策を継続するものと思われる。なお，今後何らかのイベント発生で世界的にリスクオフが強まり，その結果として円高が急激に進行するなど，経済・物価への悪影響が懸念される場面では，追加緩和観測が高まる可能性もある。その際には「短期政策金利の引下げ」が有力な手段になると思われるが，それによって生じる可能性がある金融仲介機能や金融機関経営などへの悪影響と天秤にかけながらの判断になるだろう。

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

第7図　イールドカーブの形状



資料　財務省

こうしたなか，年前半はブル・フラット化が続いた進行した国債市場には，年末にかけては逆にベア・スティープ圧力がかかっている（第７図）。しかし，長期金利（新発10年国債利回り）は，操作目標（ゼロ％程度）のレンジ上限と想定される0.1％近くまで上昇する際には指値オペや固定金利オペなどを駆使することが予想される。その結果，長期金利は結果的にゼロ％前後での推移が続くことになるだろう。なお，金利上昇圧力が残る状況では，国債買入れの明確な減額は先送りされるだろう。

おわりに
──留意すべきトランプ政策の負の側面──

以上のように，17年の内外経済については楽観的な見通しを提示した。しかし，下振れリスクは決して少なくない。その代表は世界経済の動向である。先進国の金融市場は，トランプ次期大統領が国内雇用確保のために積極的な財政運営に転じることへの期待で「株高・ドル高・金利上昇」といった傾向が強まり，沸き立っている。しかし，「ドル高」は米製造業にとって決して望ましいことではない。トランプ政権の為替政策の行方を慎重に見極める必要がある。さらに，新興国市場では，米金利上昇による資金流出やドル高による債務膨張への懸念が強まり，通貨安や株安が進むなど，不安材料も浮上している。仮に新興国が資本流出を食い止めるために利上げを始めれば，世界景気全体に悪影響を与えかねない。

また，インフラ投資の有効性・有益性に多少は理解を示し始めたとはいえ，数年前には連邦債務上限の引上げ問題を巡って，政府機能を一時停止にまで追い込んだ共和党主流派がPAYG（pay-as-you-go）原則を放棄した財政運営に加担するのかについても疑問が残る。トランプ氏の掲げた政策が中途半端なものに終われば，期待は一気にしぼむことになるだろう。

さて，16年初に強まった世界経済の失速懸念は後退したとはいえ，17年入り後には英国のEU離脱交渉が開始するほか，移民・難民問題などでポピュリズム的な動きが盛り上がる欧州ではこれから国政選挙を迎える国も多く，その動向が世界経済の健全な発展を阻害しないか見極めていく必要もある。トランプ政権下での政策運営は現実的な路線に修正されていくと見られるが，す

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/

でに国内への生産拠点の回帰を呼び掛けるなど，保護主義色を帯びていく可能性は念頭に入れておくべきである。トランプ政策はG7，G20などで確認された政策総動員が本格化することを予感させているが，保護主義的な政策を強行することでそれを帳消しにしないことを期待したい。

（みなみ　たけし）

農林中金総合研究所
http://www.nochuri.co.jp/