



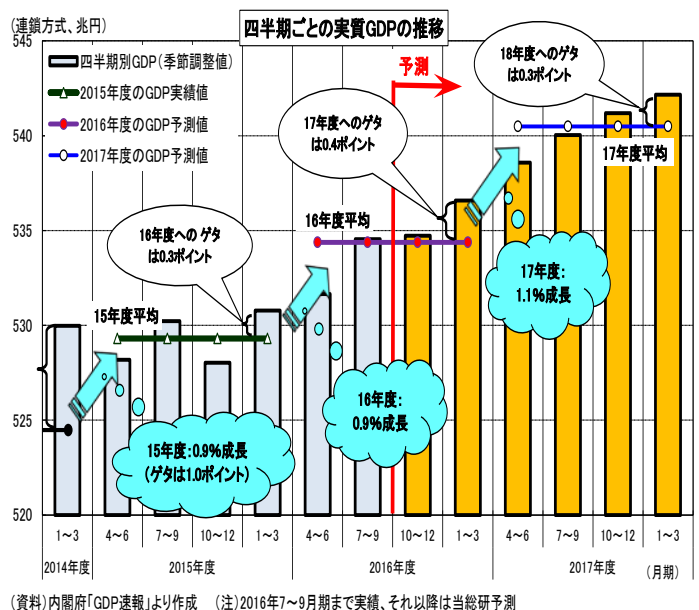
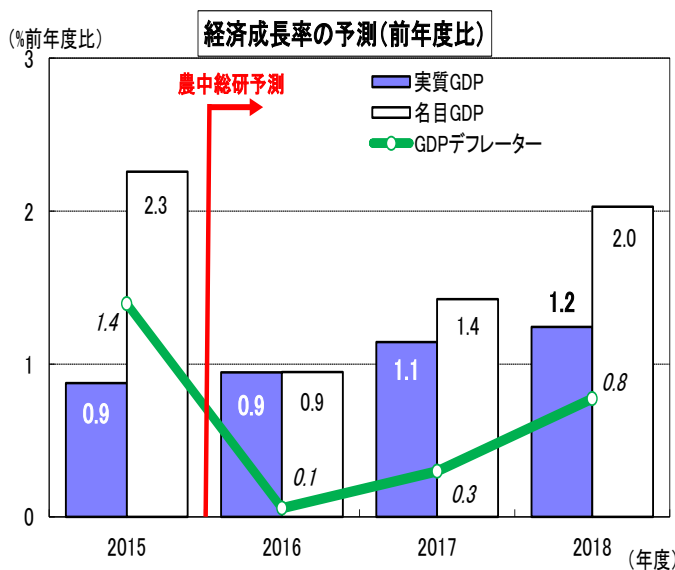
2016～18 年度 経済見通し

徐々に高まる「経済の好循環」入りへの期待

～2016 年度:0.9%、17 年度:1.1%、18 年度:1.2%～

秋口の天候不順による消費停滞などもあり、国内景気は依然として足踏み状態から抜け出せていないが、輸出の回復など、持ち直しに向けた動きも散見されている。実際、7～9 月期の経済成長率は民間最終需要が伸び悩む中、外需の牽引で高めの成長率を達成した。先行きは、米次期政権の保護主義的な動きには警戒が必要だが、一定程度の景気刺激策が講じられる可能性が高く、国内景気にもその波及効果が期待できる。また、雇用環境の良好さを背景に、家計所得の改善が継続するなど、消費持ち直しの環境が整いつつある。経済対策の効果が出てくる 17 年入り後には成長率が押し上げられ、「経済の好循環」入りが期待される。

一方、日本銀行は 9 月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、操作目標を「量」から「金利」へ変更するなど、失速しかけた予想物価上昇率を復元するために持続可能な金融緩和の枠組みに切り替えた。目下のところ、追加緩和観測は大きく後退しているが、再び円高が進行するなど物価上昇のモメンタムが弱まるような状況になれば、マイナス金利の深掘りを柱とする緩和措置を検討する可能性もあるだろう。



お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他(配送など)：03-3233-7760

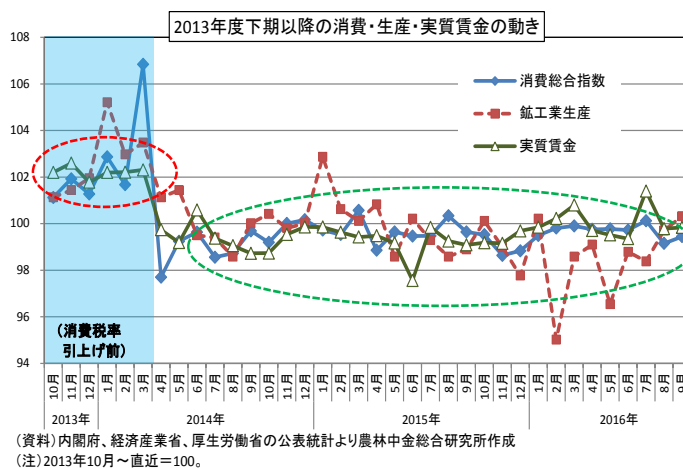
1. 景気の現状:

(1) 停滞感はまだ残るが、薄日も差し始めた日本経済

世界経済の下振れリスクは今もなお強いと思われるが、原油価格が大きく下落し、世界経済の失速懸念が高まった年初と比べれば、内外の金融資本市場は平静さを取り戻している。BREXIT(英国のEU離脱問題)についても、7～9月期の英国経済が底堅い成長を達成したことで、懸念は一旦後退した。また、米国では年内利上げ観測が根強いが、2013年5月のバーナンキ・ショックのような新興国リスクは特段意識されてはいない。

そして、11月8日には過激な言動で注目を集めてきた不動産王のドナルド・トランプ氏(共和党)が米次期大統領選で勝利したことで、新たなリスクがもう一つ加わった。大統領選で訴え続けた保護主義的な路線が強まることになれば、世界経済全体に悪影響が出かねない。そのため、もしトランプ氏が勝利したら、内外の市場は大混乱が起きるとの見方も根強かったが、蓋を開けてみると選挙後の勝利宣言で表明した米経済立て直しに向けての大型減税やインフラ整備のための財政支出拡大などが好感され、懸念された事態は未然に防がれている。もちろん、共和党主流派は従来から連邦債務拡大には否定的だったこともあり、必ずしもトランプ氏の思い通りに事が進まず、期待外れとなる可能性にも留意すべきであろう。トランプ氏は大統領選に勝利した後は安定的な政権運営を目指して現実的な路線に舵を切っているとの見方もあるが、しばらくは不透明感が高い状況が続くだろう。

国内に目を転じると、景気実勢は底ばい状態を脱し切れてはいないようだ。景気動向指数によれば、一致CIに基づく基調判断は15年5月以降「足踏み」のままである。残業時間の減少になかなか歯止めがかかっていないこともあり、依然として賃上げ圧力が乏しい上に、8～9月にかけての自然災害・天候不順の影響もあり、民間消費の回復が遅れている。ただし、世界経済の減速傾向に歯止めがかかったこともあり、輸出数量が持ち直しに転じていること、さらに米国経済に底堅さが出ていること



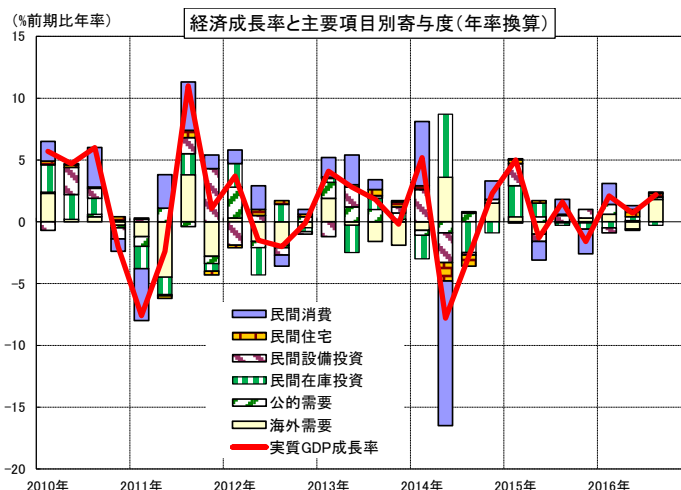
で円高圧力が緩和していることなどから、日銀短観などからは企業の景況感が回復しつつあることが見てとれる。なお、10月分の経済指標の結果次第では、景気動向指数の基調判断が「改善」に上方修正される可能性も出てきている。

(2) 外需に支えられ、16年7～9月期は3四半期連続のプラス成長

11月14日に公表された7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率2.2%と、3四半期連続のプラス成長であった。水準としても、消費税増税前の駆け込み需要が発生した14年1～3月期とほぼ並ぶなど、2年半かけてようやく落ち込んだ分を取り戻した格好である。数字の上でも閏年効果で高めの成長となった16年1～3月期(同2.1%)を上回るなど好調に見えるが、内容を詳細に見ると、海外需要の寄与度が1.8ポイント(うち、輸出は1.4ポイント、輸入は0.4ポイント)とその大部分を占めている半面、民間需要の寄与度は0.2ポイントと鈍さは否めない(以上、年率換算で表記)。

肝心の民間最終需要を見ると、金利低下や当初17年4月に予定されていた消費税増

税を控えた駆け込みの余韻が残ったことなどから住宅投資は前期比2.3%と2四半期連続の増加ながらも、4～6月期(同5.0%)からは鈍化、民間消費は同0.1%、民間企業設備投資は同0.03%と低調であり、GDP統計上では消費税増税後の落ち込んだ景気の持ち直しが進んだとは言いがたい。実際、13年下期は315兆円弱だった民間消費の水準は、足元でも308兆円にとどまっている(いずれも実質ベース、年率換算)。



また、一国のホームメイドインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表すGDPデフレーターは前年比▲0.1%と11四半期ぶりにマイナスに転じた。既に輸入デフレーターの下落につられる格好で国内需要デフレーターの下落傾向が強まっていたが、需要回復力の鈍さも手伝って、生産段階、流通段階での価格転嫁の動きが途絶えた格好である。なお、デフレ脱却の判断指標の一つとして注目されてきた単位労働コストは前年比1.1%と4四半期連続のプラスだった。

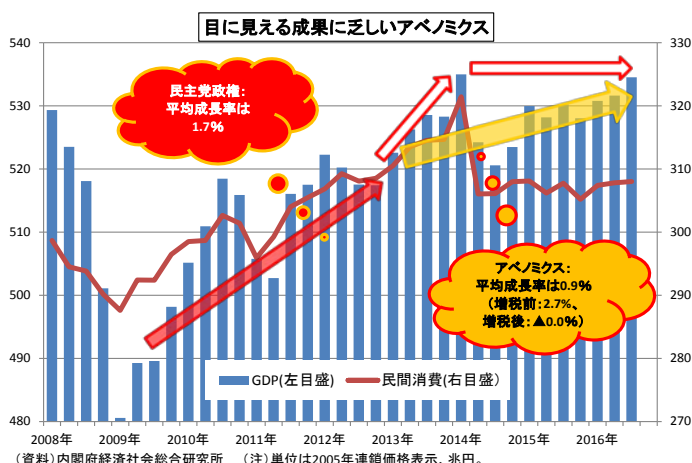
2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍首相は6月、17年4月に先送りしていた消費税率10%への引上げを、19年10月へ、さらに2年6ヶ月先送りすることを表明するとともに、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。夏の参院選後には事業規模28.1兆円にも上る「未来への投資を実現する経済対策」が閣議決定され、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、この補正予算への対応により、16年度の一般会計予算の規模は100兆円超となっている(当初予算規模は96.7兆円)。

また、現在編成中である17年度一般会計予算は、「経済財政運営と改革の基本方針2016」、「経済・財政再生計画」に則って作業が進められている。概算要求基準では、年金・医療等については0.64兆円の自然増が見込まれる中、合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は16年度並み、裁量的経費は1割削減するが、そのうちの3割は「新しい日本のための優先課題推進枠」として要望を受け付けるとしている。ちなみに、高齢化進行に伴う社会保障関係費の自然増について、政府は16年度から3年間での増加幅を1.5兆円程度に抑制する目安を設定し、高齢者医療費の負担軽減策撤廃やサラリーマンの介護保険料引き上げなどで圧縮する方針とも報じられている。

一方、「名目3%・実質2%の経済成長」を目指し、その成長の成果によって財政健全化を進めるというアベノミクスの試みは決してうまくいっているわけではない。前述の通り、実質GDPは消費税増税前の水準までようやく取り戻したが、民間消費は落ち込んだままである。当初の「3本の矢」のうち、デフレ脱却・成長促進を目指すうえで「初速」を稼ぐための金融・財政政策の効果はもはや出尽くした感が強いほか、「持続的な高成長」を実現する上で重要とされる「成長戦略」も目に見えた成果が出ていない。



こうした中、安倍政権では、1億総活躍社会に向けて、同一労働同一賃金の実現や長時間労働の是正などを目指すため「働き方改革実現会議」を設置したが、同会議で経営側に17年春季賃金交渉(春闘)での賃上げ努力を求めている。また、政府・与党の税制調査会では、女性の社会進出を後押しする観点から、配偶者控除の見直しなども含めた所得税全般にわたる幅広い検討を開始している。さらに、「未来への投資」の拡大に向けた成長戦略と構造改革の加速化について審議するために未来投資会議ならびに未来投資会議構造改革徹底推進会合を開催し、第4次産業革命・イノベーション、ローカルアベノミクスの深化などに取り組んでいる。

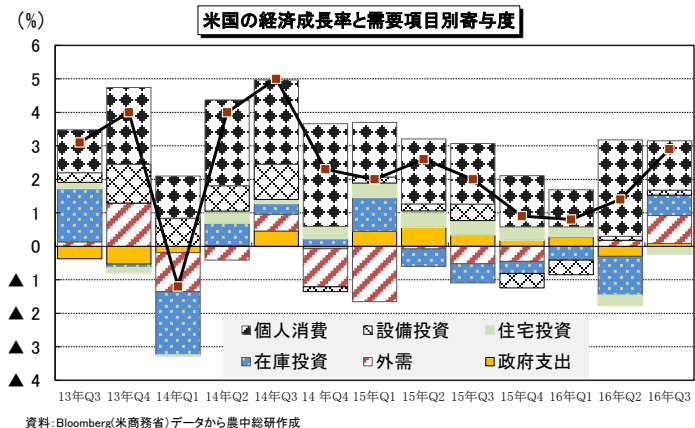
(2) 世界経済の見通し

この数年間、国際通貨基金(IMF)などの世界経済見通しが発表の度に下方修正され

るという事態が続いていたが、16 年後半になってようやくそれが収まってきた。10 月 4 日に IMF は「世界経済見通し(WEO)」を発表、世界経済全体の成長率予測を 16 年:3.1%、17 年:3.4%と、7 月の中間見直しから据え置いた。内容的には、米国を中心に先進国が下方修正(日本は上方修正)されたが、新興国の上方修正で相殺された格好となった。

① 米国経済

16 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 2.9%と、14 年 7～9 月期(同 5.0%)以来の高い伸びとなり、かつ 2 四半期連続で伸び率を高めた。内訳をみると、個人消費が経済成長を牽引したほか、在庫投資と外需による寄与度もプラスであった。一方、住宅投資は 2 四半期連続のマイナスと弱かった。総じて言えば、米国経済は潜在成長率(同 1.6%程度、CBO 試算値)を上回る成長に戻っていると評価することが可能で、低成長状態が長期化するのではとの懸念もやや和らいだ。



さて、トランプ氏の大統領選勝利によって先行きの不確実性が高まったとはいえ、直ちに悲観する必要はないと思われる。基本的には、これまで同様、内需主導での経済成長が続くと予想している。直近 1 年については、非農業部門雇用者数は毎月 20 万人増のペースであり、労働市場は堅調さが維持されている。また、家計所得の増加が継続しているなか、消費者センチメントも高水準で推移している。こうしたことから、個人消費は引き続き経済全体を支えていくと考えられる。

また、原油価格が 40～50 ドル/バレル程度まで持ち直すなか、主要新興国にも下げ止ま

2016～18 年 米国経済見通し (16 年 11 月改定)

	単位	2015年	2016年			2017年			2018年		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
		実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想
実質GDP	%	2.6	1.5	1.0	2.2	2.2	1.8	2.8	2.9	2.9	2.8
個人消費	%	3.2	2.6	2.5	2.7	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
設備投資	%	2.1	▲ 0.5	▲ 2.3	1.4	2.3	1.6	4.5	4.9	5.0	5.0
住宅投資	%	11.7	4.2	4.6	▲ 4.4	0.4	1.7	2.7	2.9	3.0	3.0
在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.4	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.7	0.8	6.8	▲ 6.0	▲ 0.8	▲ 0.3	0.6	0.2	0.5	0.3
輸出等	%	0.1	0.5	▲ 0.6	4.6	1.1	▲ 0.2	0.5	0.3	0.3	0.1
輸入等	%	4.6	0.7	▲ 0.1	1.7	0.5	0.9	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.0
政府支出	%	1.8	0.8	0.6	▲ 0.2	0.8	0.7	1.7	2.6	2.7	3.0
PCEデフレーター	%	1.2	0.7	0.9	0.5	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
FFレート誘導水準	%	0.25～0.50	0.50～0.75	0.25～0.50	0.50～0.75	1.00～1.25	0.75～1.00	1.00～1.25	1.50～2.00	1.25～1.50	1.50～2.00
10年国債利回り	%	2.1	2.4	1.5	2.4	2.8	2.4	2.8	3.2	3.0	3.2
完全失業率	%	5.3	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.8	4.6	4.7	4.6

実績値は米商務省「National Income and Product Accounts」、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は 2016 年 11 月 8 日(16 年 7～9 月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレイト誘導目標は期末値

りの兆しが見られるなど、鉱業や製造業を取り巻く環境も好転しつつある。最近公表された企業決算については、想定したほどは悪化しておらず、これまで低調だった鉱業・製造業部門は今後持ち直していく公算も高まっている。このほか、トランプ次期大統領の下でインフラ投資の拡大や規制緩和などの政策期待もあり、設備投資は増加していくと考えられる。ただし、これらが成長を押し上げるまでには時間がかかる可能性もある。

なお、最近では頭打ち気味の住宅市場については、足元の金利上昇に加え、賃金以上に住宅価格の上昇が進んでおり、かつ住宅ローンの審査基準も厳格なままであるため、住宅投資の大幅な増加は当面見込みにくい。

総じてみると、「個人消費は堅調」、「設備投資と純輸出は低調」という構図は少しずつ変化する可能性も出ており、設備投資も牽引役としての期待が高まっている。

なお、12月の利上げ実施がコンセンサスとなりつつある中、トランプ氏の大統領選勝利によって懸念されていた金融市場の混乱はこれまでのところ回避されており、むしろ直後からは株高・金利上昇傾向が強まっている。年内にトランプ・リスクが表面化しなければ、12月には利上げが実施されると見られる。また、17年中の利上げ動向も注目を集めている。労働市場は完全雇用に近いとされる水準に達しており、足元で賃金上昇率が加速する兆しも現れ始めている。また、原油価格は40～50ドル台/バレルの水準まで回復しており、それが物価を押し上げる効果が徐々に強まると見られる。このほか、トランプ次期大統領が主張するインフラ投資の拡大など積極的な財政政策が実現すれば、物価上昇率が加速する可能性もある。このため、米連邦準備制度(FRB)が想定する17年内は50bpの利上げ(=25bpの利上げを年2回)という見通しについて、実際の物価動向次第では利上げペースが速まるとの見方も一部で浮上し始めている。

最後に、当面の経済の下振れリスクとして、以下の2点を指摘しておきたい。まず、国際経済や金融市場の混乱である。例えば、イタリアの国民投票、中国経済の減速リスクなどが契機となる可能性も挙げられる。次に、トランプ・リスクが表面化することである。具体的には、中国、メキシコ、カナダなど主要貿易相手国からの輸入品に高い関税をかけたり、通商協定の再交渉を強引に推し進めたりすれば、世界経済の回復傾向に水を差し、場合によっては通貨切り下げ競争が引き起こされかねない。また、広範囲にわたる大規模な減税プランについても、将来的な財政悪化リスクを高めかねず、金利高騰につながる可能性もあるだろう。

以上を踏まえて、18年末にかけて、成長率と物価上昇率の見通しについて従来から上方修正した。一方、金融政策については緩やかな利上げペースを維持することは引き続き妥当と思われることから、17年内は25bpの利上げを2回実施との見方は据え置いた。

② 欧州経済

ユーロ圏では、16年7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比で0.3%となり、前期から横ばいとなった。経済規模の大きい4ヶ国では、これまで比較的堅調であったドイツとスペインが減速し、一方、低調であったスランスとイタリアがプラス成長を回復した。

ユーロ圏の主要な経済指標を確認すれば、まず、原油価格下落による購買力拡大効果が縮小するなか、これまで経済成長の主要な牽引役であった家計消費に頭打ちの気配が現れている。9月の小売売上高は前月比で0.2%の減少となり、前年比についても1.1%増加の水準まで鈍化してきている。これに対し、9月の失業率は10.0%であり、緩慢ではあるものの改善傾向が続いている。こうしたなか、同月の鉱工業生産指数は前月比では0.8%の低下ながら、前年比では1.2%の上昇となった。また、10月の消費者物価上昇率(速報値)は全項目で前年比0.5%の上昇となり、原油価格の底打ちを主要な背景に徐々に回復に転じてきている。また、ユーロ圏の景況感指数は小売業や金融部門では軟調であるのに対し、製造業などでは改善が明らかになっており、全体として経済情勢の底堅さが感

じられる状況にある。

ユーロ圏の主要国であるドイツについても、成長の加速感は強くはないものの、経済情勢の底堅さが見られている。主要な経済指標のなかでは、やはり9月の小売売上高について前月比で1.4%の減少、前年比でも0.4%の減少となり、一服感が強まっている。また、同月の製造業受注指数は前月比で0.6%の低下となり8月の同0.9%の上昇から反転したほか、同月の鉱工業生産指数についても前月比で1.8%の低下であり8月の同

3.0%の上昇から同様に反転した。しかしながら、月ごとの前月比の振れは大きいものの、9月の製造業受注指数は前年比では2.6%の上昇、また9月の鉱工業生産指数は同1.2%の上昇であり、相応の水準を維持している。また、9月の輸出額についても前月比で0.7%の減少であったが、前年比では0.9%の増加であり、5～7月の弱い値からの回復が現れている。

確かに、ユーロ圏では、金融・財政危機後の企業投資の回復は鈍く、労働生産性の伸び率は依然として低位にとどまっている。さらに少子高齢化も進み、潜在成長率の上昇には多くは期待できない。このため、足元の情勢には底堅さが認められるとは言え、今後の経済成長の大幅な加速は見込み難いというのが実態である。

しかしながら、14年にプラス圏に回復したユーロ圏の実質GDPの年間成長率は、その後は1%台の半ばの水準を維持している。過去の経緯を踏まえれば、これは緩慢な成長ではあるが、一般に1%程度と推定されているユーロ圏の潜在成長率を上回る水準にある。このため、原油価格の底打ちに加え、現在の経済情勢の底堅さの下で需給ギャップが徐々に縮小し、消費者物価上昇率は今後も回復傾向をたどる可能性は十分に大きいものと見ることができる。こうしたなか、欧州中央銀行(ECB)による資産買入れ(QE)の段階的な縮小を想定すべき段階に至りつつあるとみられるが、ECBは12月の理事会で17年3月を期限とするQEの期限をまず延長するとともに、その後17年内にはQE縮小のスケジュールの具体化に動く可能性が考えられる。

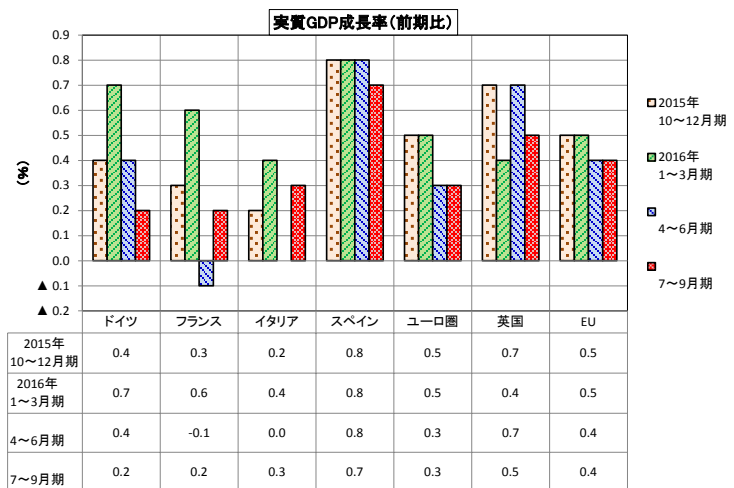
一方、英国については、欧州連合(EU)離脱に関する具体的な交渉が始まっていない現在の段階では離脱が実体経済に及ぼす負の影響は限定的であるが、通貨ポンドのさらなる下落による輸入物価の上昇や、また住宅価格の大幅な下落などを通じて家計消費を冷やすリスクも考えられ、注視が必要となっている。

③ 中国経済

16年7～9月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前年比6.7%と、政府が掲げている16年の成長目標である「6.5～7%」の範囲に収まった。11年以降、減速基調にあった中国経済はようやく底入れ感が現れつつあると見られる。

小型自動車購入税の半減措置などを受けた自動車販売の好調さに加えて、民間投資の大幅な減速をカバーするために、政府がインフラ整備や拡充を強めたほか、住宅市場の過熱状態が続いたことが成長率の下げ止まりにつながった模様である。

しかし、このように景気底入れ感が示唆される一方で、再び成長率を高めていくような材



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

料が見当たらず、当面の景気は横ばい状態が続く公算が大きい。10月には設備投資の低調さを受けて固定資産投資がやや鈍る動きとなったが、年末にかけては公共投資の予算消化もあり、伸び率をやや高めると見られる。

これに加えて、小型自動車購入税の半減措置が16年末に終了する予定だが、上海などの地域では既に電気自動車など「新エネルギー自動車」の購入を対象に補助金を出す取組みも始まるなど、自動車販売の大幅な落ち込みは回避できる見込みであり、個人消費の底堅さは続くものと見られるからである。

一方、過熱気味の住宅市場について、政府が多くの都市で頭金比率の引き上げなどの引き締め策を打ち出すとともに、建築用地を当初の予定より多めに提供するなど住宅供給の増加を目指そうとする動きもあり、住宅開発投資は固定資産投資全体の足枷になるほどの落ち込みはないと思われるが、拡大ベースは鈍化することになると予想される。

また、足元でも輸出の軟調さが続いているが、先行きも6年ぶりの人民元安によるプラス効果が見られるものの、トランプ次期大統領が中国からの輸入品に45%の輸入関税率を課すなどの発言もあり、輸出を取り巻く環境の不透明感がさらに高まり、軟調な状態が長期化する可能性も否定できない。

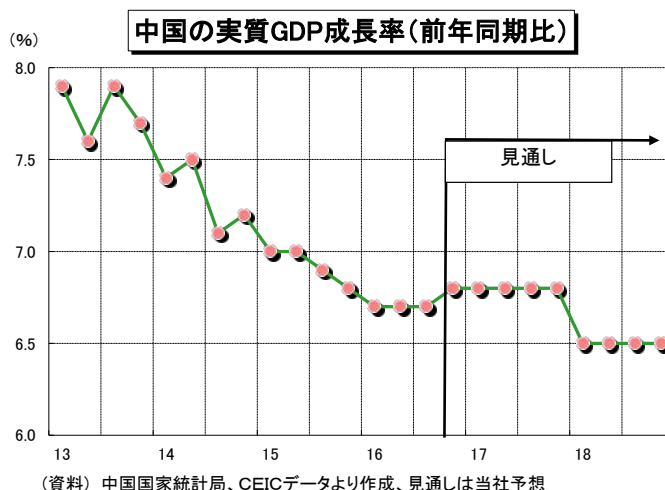
これらを踏まえると、15年10～12月期の成長率が低かったこともあり、10～12月期の成長率は6.8%とやや高まり、16年通年では6.7%の成長率を達成すると予測する。目先の注目ポイントは12月に開催予定の「中央経済工作会议」であろう。16年の経済運営の実態を総括するとともに、17年の財政・金融政策や成長目標を決める同会議で、習近平政権が15年10月に開催された「5中全会」で示した16～20年の平均成長率の下限が6.5%であることなどから、17年も積極的財政政策・中立的（穏健）な金融政策を継続し、成長率目標「6.5～7.0%」を据え置くと予想する。

なお、先行きの成長経路としては、17年は秋頃に開かれる予定の第19回共産党大会を控え、景気挺入れ策が打たれると見込まれ、経済成長率は6.8%と一旦高まると考えられる。しかし、経済構造の調整圧力が強いこともあり、18年には再び減速すると予想する。

④ 輸入原油価格の見通し

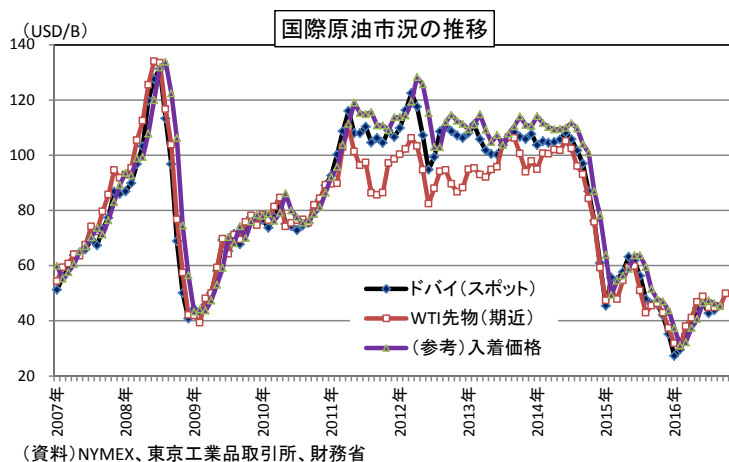
14年夏場から下落に転じた原油価格は、16年初にかけて一段と下落し、世界経済の失速懸念を高めたが、今秋には新たな展開も見られた。需給バランスが崩れた状況においても、市場シェア確保を最優先する戦略をとり続けてきたOPEC諸国であったが、長引く原油安によって経済・財政の疲弊が目立ってきた。そのため、9月にはOPEC臨時会合で8年ぶりの減産が合意されたが、今後は11月末のOPEC総会での国別の減産割り当ての行方に注目が集まる。主要産油国の足並みが揃えるまで頑なに減産を拒んできたOPECの盟主サウジアラビアの方針転換は、原油の下値不安を一定程度和らげたと評価できるだろう。

もちろん、仮にそれらが全面的な合意に至ったとしても、非OPEC産油国の増産を誘発し、過剰供給状態の解消にはつながらないとの見方も多く、原油価格が上昇傾向を強める可能性は薄い。加えて、次期米大統領となるトランプ氏は石油・天然ガス・石炭の国内生



産拡大、カナダとの原油パイプライン建設などを選挙戦で訴えてきたが、そうした政策が実現すれば供給増につながると考えられる。原油需給が早期に均衡状態を達成するのはかなり厳しいと言わざるを得ない。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は、16年度下期は1バレルあたり平均40ドル台後半、17、18年度は概ね50ドルで推移と想定した。





2016～18年度 日本経済見通し

	単位	2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
名目GDP	%	2.3	0.9	1.4	2.0
実質GDP	%	0.9	0.9	1.1	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.8	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.9	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	▲ 2.8	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	1.4	3.4
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	0.7	1.1	1.7	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	6.1	▲ 4.0
輸出	%	0.4	0.1	1.4	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	1.8	2.0
国内需要寄与度	ポイント	0.8	0.7	1.1	1.3
民間需要寄与度	ポイント	0.6	0.4	0.7	1.3
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.3	0.5	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.1	0.3	0.8
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 3.0	0.4	1.0
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	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.0	0.3	2.9	2.9
経常収支	兆円	17.7	19.6	21.1	22.3
名目GDP比率	%	3.5	3.9	4.1	4.3
為替レート	円/ドル	120.1	106.4	107.5	106.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲ 0.09	▲ 0.02	▲ 0.01
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.5	50.0	50.0

(注) 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。

無担保コールレートは年度末の水準。

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。

(四半期)

(→予測)

	単位	2016年				2017年				2018年				2019年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.8	0.1	0.2	▲ 0.2	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2	0.7	0.6	0.6	0.6
実質GDP	%	0.5	0.2	0.5	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
(年率換算)	%	2.1	0.7	2.2	0.1	1.4	1.5	1.1	0.9	0.7	1.2	1.6	1.8	2.0
民間需要	%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
民間最終消費支出	%	0.7	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 0.3	5.0	2.3	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.1	0.2	0.3	1.0	1.5	2.0
民間企業設備	%	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.5	0.6	0.5	1.0	1.0	1.1	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.8	0.1	0.3	▲ 0.0	0.7	1.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	▲ 0.3	0.4	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	2.3	▲ 0.7	▲ 0.5	3.0	5.0	1.0	▲ 1.5	▲ 3.0	▲ 2.0	0.5	0.5	0.5
輸出	%	0.1	▲ 1.5	2.0	▲ 0.3	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
輸入	%	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
国内需要寄与度	%pt	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.5	▲ 4.4	▲ 3.6	▲ 2.5	▲ 1.2	▲ 0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.0	0.2	1.1	1.0	0.5	1.0	0.4	0.3	1.2	1.0	0.4	0.3	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	4.6	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7
名目GDP比率	%	3.9	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.12	▲ 0.13	▲ 0.08	▲ 0.05	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	0.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	48.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

(注) 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、前期比。

3. 2016～18年度の日本経済・物価見通し:

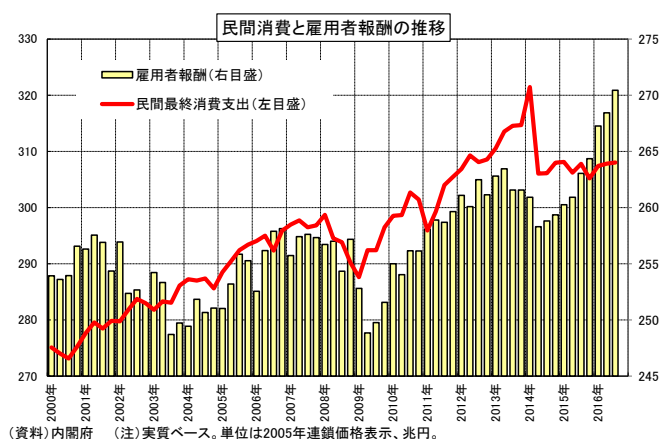
(1) 経済見通し ～ 徐々に持ち直しが始まる

前回9月(4～6月期のGDP第2次速報公表後)に示した経済見通しは、「消費税増税時期の先送りや事業総額28兆円超の経済対策が打たれることになったが、その経済対策の効果は早くとも17年入り後と想定されるほか、1人当たり賃金の上昇テンポも緩やかなままであるため、16年いっぱいには景気回復感の乏しい展開が続く。その後は財政政策の効果によって成長率は高まるとともに、労働需給が次第に引き締まりを見せるなか、家計の所得環境の改善も継続し、消費の持ち直しが徐々に本格化する」というものであった。冒頭の「景気の現状」でも示したように、このところ鈍かった輸出に回復の兆しが見られること、円高圧力が一服したことなどもあり、景気の先行き期待が高まっていることは確かであろう。今回の経済見通しの改定に当たっても、基本的にこうした見方は変更する必要はないだろう。

ただし、米国の次期トランプ政権の経済政策の方向性は、世界経済全体にとっても少なからぬ影響を与えるだけに、注意が必要だ。トランプ氏は大統領選を通じて、オバマ政権の経済政策の多くを否定する発言をしてきただけに、その動向には注目が集まっている。なお、これまでのところ、金融市場では、直前まで懸念されていた混乱は回避されており、米国最優先の立場から「ドル安」を志向、保護主義に走り、世界経済に閉塞感が漂うようなトランプ・リスクはあまり意識されておらず、むしろ減税やインフラ投資拡大などの財政出動によって、世界経済が陥っている低成長・低インフレ状態からの脱出への期待感が強い状況である。こうした「トランプ政策」は、ある種、16年入り後のG7、G20などの国際会議で確認され続けている政策総動員の必要性に通じるものがある。

現時点ではトランプ政権の経済政策の中身は未だ不透明であるが、通商政策は現行よりもやや保護主義的なものになるとしても、財政政策はインフラ投資の拡大や小幅な減税プランが実施されて景気拡張的なものとなり、また金融政策を掌る米FRBに対しては早急な利上げは求めない、といったものを想定している。こうした想定は、過度なドル高進行の阻止や世界経済の回復を支援することにもつながり、日本経済はその恩恵を一定程度享受できるだろう。

さて、足元の経済情勢、今後の動向を展望するうえで検討すべきことは、雇用環境は改善が進み、雇用者報酬も増加しているのになぜ民間消費は増えないのか、本当に今後回復が始まるのか、という点である。実際に雇用・所得関連の統計を確認すると、7～9月期の雇用者数は前年比1.5%と増加基調を維持、失業者数は204万人まで減少、失業率は3.1%と約25年ぶりの水準にまで改善している。高齢化が進行する中、労働参加率も60%台を回復しており、女性・高齢者の労働参加も多少なりとも進んでいる様子が見て取れる。また、7～9月期の実質雇用者報酬は前期比0.7%、前年比3.0%と、所得環境も改善傾向にある。なお、毎月勤労統計によれば、16年の夏季賞与(6～8月の「特別に支払われた給与」、1人当たり)は前年比2.3%と2年ぶりに増加している。



しかし、民間消費関連指標に目を向けると、こうした所得増加の影響がなかなか波及し

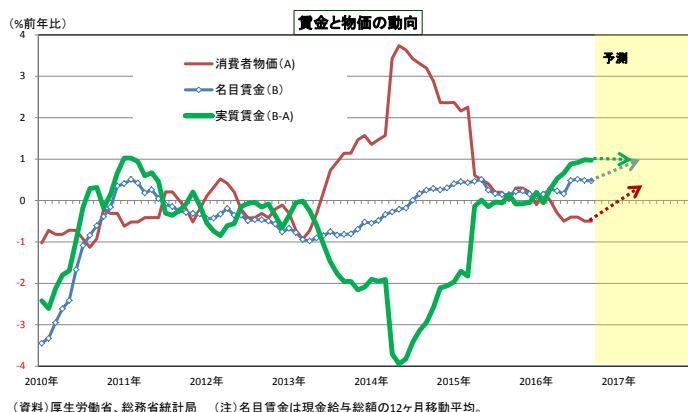
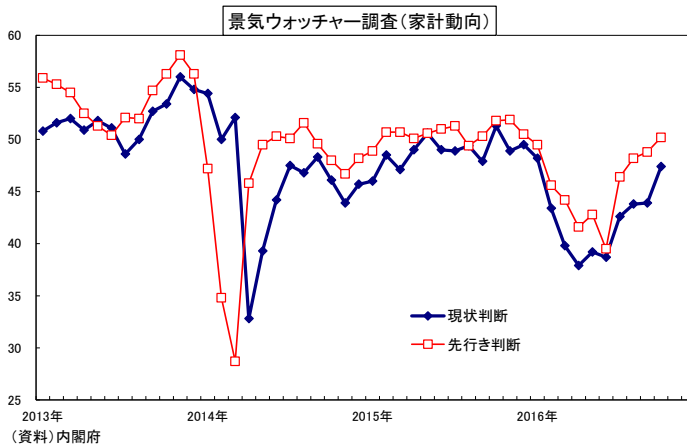
ていない様子が見てとれる。12 年 12 月にアベノミクスが本格始動してから消費税増税に至るまでの期間の民間消費は年率 3.3%で増加したが、消費税増税後の落ち込みからの持ち直しが遅れており、2 年半の間、307 兆円前後(2005 年連鎖価格表示)で停滞している。

こうした現象が発生した原因はこれまでもいくつか指摘されている。具体的には、増税による負担増(=物価上昇率で 2%程度)を補うほどの所得増がなかったことに加え、14 年度前半までのエネルギー高騰や円安の物価への波及もあり、一気に家計が支出抑制的な行動をとり始めたこと、さらに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り替えに伴う TV 買い替え需要に加えて、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反動が予想外に長引いたこと、などが挙げられている。

しかし、先行きはさほど悲観視する必要はないと考えている。まずは、消費者マインドに持ち直しの動きが見られることである。景気ウォッチャー調査によれば、家計部門の「景気の状態・先行き判断 DI」はいずれも 16 年に入り、世界経済の失速懸念が強まり、円高・株安が進む中で大きく悪化したが、足元では落ち込む前の水準まで戻している。また、これまでは 1 人当たり賃金が緩やかに上昇した分を残業時間の減少(=所定外給与の目減り)がある程度相殺してきたが、最近では残業時間の減少も止まりつつあることから、今後の労働者の受け取る賃金はこれまで以上に増加傾向が明確化するものと思われる。これが消費の持ち直しに貢献するだろう。

さらに、国内の労働市場は需給が今後とも引き締まっていく可能性が高い。労働力調査の詳細集計では、7~9 月期の非労働力人口 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 万人存在するなど、一見すれば余剰はまだあるように見えるが、前年同期と比べてそれぞれ 32 万人減、13 万人減となるなど、供給余力が乏しくなっているのは確かである。もちろん、依然として正規従業員の求人は十分ではない(パートタイム労働者の有効求人倍率が 1.7 超であるのに対し、非パートタイム労働者は 1.2 台にとどまる)こと、また労働力人口の高齢化の影響により、賃金プロフィールが右下がりになる世代(50 歳以上)の比率が拡大する傾向にある点は、割り引いて考える必要もあるだろう。

以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の 10~12 月期であるが、天候不順で悪影響を受けた民間消費については持続的に家計所得が増加しているため、持ち直しの動きがやや強まるものと思われる。また、7~9 月期の機械受注の堅調さもあり、設備投資も回復傾向となるだろう。一方で 7~9 月期は好調だった輸出についてはやや調整も予想されること、また住宅投資、公共投資には一服感が出ることもあり、全体としてみれば成長率の鈍化は否めないと思われる。10~12 月期の成長率は、前期比

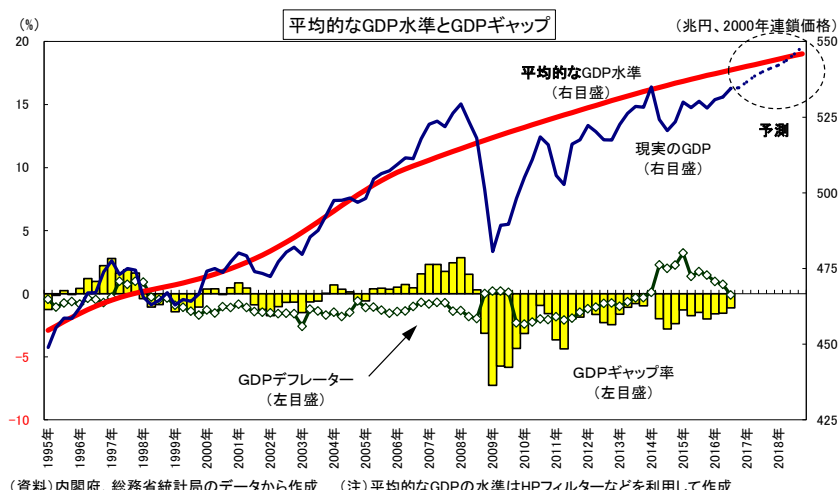


0.0%、同年率 0.1%と、ほぼゼロ成長と予想する。

また、17 年の年明け以降は、第 2 次補正予算などに盛り込まれた公共事業など公的需要が徐々に盛り上がり、成長押上げに貢献することが見込まれる。緩やかに回復し始めた世界経済の下、緩やかながらも輸出の増勢は保たれるほか、それに影響を受ける生産活動の活性化により、所得増が継続し、消費の持ち直しを下支えするだろう。また、設備投資の増加傾向も明確となり、緩やかなプラス成長を維持するだろう。

その結果、16 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 0.9%、GDP デフレーターは前年度比 0.1% (前回 9 月時点の予測はそれぞれ 0.6%、1.2%、同 0.6%で、実質成長率は実績値の堅調さから上方修正、名目成長率は足元下落に転じたデフレーターにつられて下方修正)と予測した。

続く17年度についても、前半は引き続き経済対策に盛り込まれた公共事業が本格化するほか、所得環境の改善を背景とした民間消費の回復、さらには20年の東京五輪などを控えた設備投資需要の底堅さなどにより、緩やかな経済成長を達成していくだろう。また、海外経済については、共産党大会を前にした中国政府の経済テコ入れも想定されるほか、トランプ氏が公約に掲げた国内雇用の拡大に向けての政策運営が開始され、日本の輸出にもプラスの効果が出てくると予想する。この結果、17 年度の実質成長率は 1.1%、名目成長率は 1.4%、GDP デフレーターは前年度比 0.3% (前回予測はそれぞれ 1.1%、1.7%、同 0.6%で、実質成長率は据え置き、名目成長率は概ね下方修正、この下方修正は16年度分と同様に足元の鈍いデフレーターによるもの)と予測する。なお、失業率は2%台後半まで低下するなど、労働需給は徐々に引き締まっていくだろう。



一方、今回から見通しを提示する18年度については、労働需給の逼迫が次第に進み、賃上げ圧力が一段と強まるものと思われる。一部の企業はそれに耐えられない可能性も否定はできないが、「家計所得増⇒消費増⇒企業業績改善⇒賃上げ⇒…」という好循環が始まることが期待される。年度半ばには、いわゆる潜在 GDP (過去の趨勢的な GDP 水準) を上回るだろう。18 年度の実質成長率は 1.2%、名目成長率は 2.0%、GDP デフレーターは前年度比 0.8%と予測する。

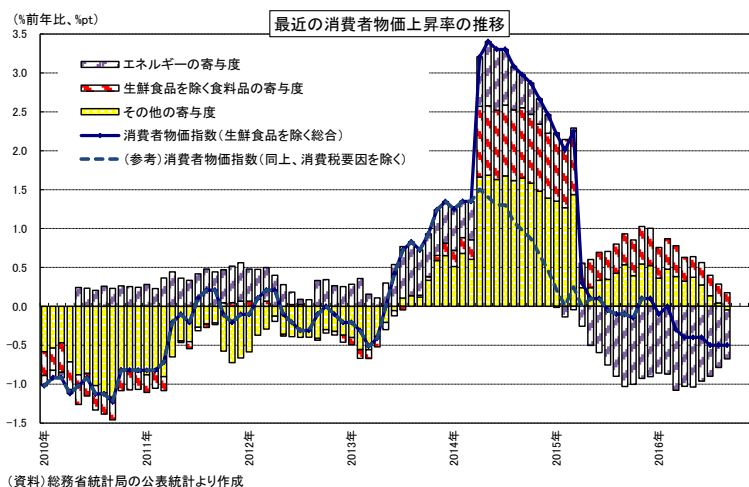
(2)物価見通し ～ 鈍い物価復元力

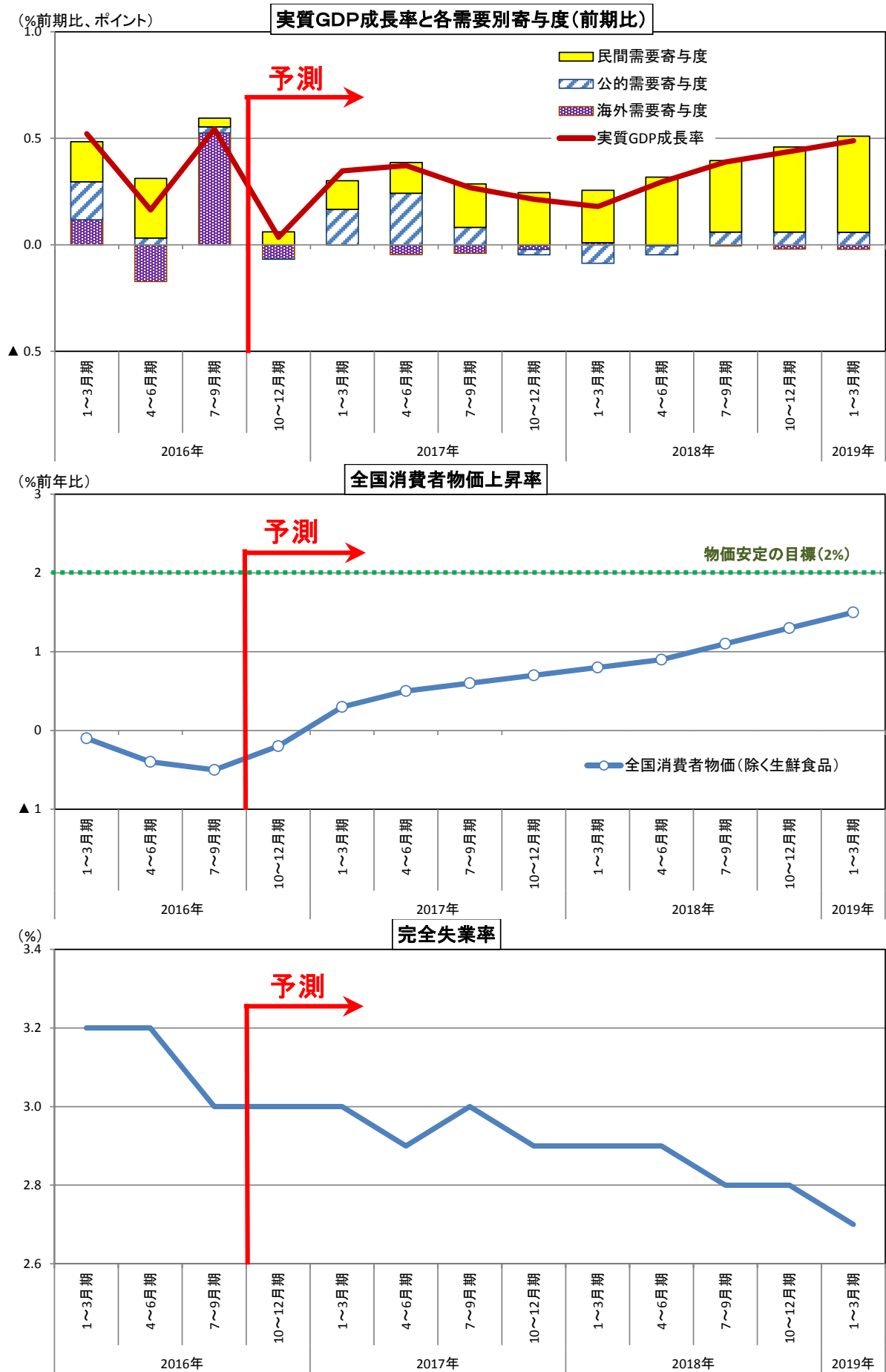
15 年夏場以降、消費者物価は前年比下落気味の推移となっており、16 年に入ってから下落幅を拡大させている。その最大の原因は原油価格下落により、エネルギー価格が大きく値下がりしたことであるが、足元ではその影響はすでに弱まっている。半面、年初来の円高進行によって、輸入品価格が下落傾向を強めてきたが、最近はその物が価上昇の抑制に働いている。9 月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合 (全国コア)」は前年比 ▲0.5%と7ヶ月連続の下落であった。また、より需給関係を示すとされる「食料 (酒類を除く) 及びエネルギーを除く総合 (全国コア)」は同 0.0%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合 (日銀コア)」は同 0.2%と、いずれも鈍化傾向を強める

など、「物価の基調」は弱い動きとなっている。

先行きは、17 年初にかけて原油安要因（物価押下げ）が剥落していく一方、円高要因（物価押下げ）はしばらく残ると思われ、それが物価上昇率の復元を阻害するとみられる。17 年入り後には全国コアは前年比プラスに転じ、その後プラス幅を緩やかに拡大させるが、当初は賃上げ率はなかなか高まらないものと思われ、17 年度末の時点でも上昇率はせいぜい 1% 弱にとどまるだろう。しかし、18 年度に入ると、労働需給は一

段と引き締まり、賃上げ圧力も高まることが見込まれるため、それが物価上昇率を 2% に向けて少しずつではあるが、押し上げていくことになるだろう。以上から、**16 年度の物価上昇率は前年度比▲0.2%**と、15 年度（同▲0.0%）に続く 2 年連続の下落となるだろう。また、**17 年度は同 0.7%、18 年度は同 1.2%**と、緩やかに上昇率を高めていくと予想するが、18 年度末時点でも前年比 1.5% 程度と、物価安定目標である 2% に向けて徐々に接近はしていくが、まだ届かないものと思われる。





(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

4. 当面の金融政策・金融市場動向:

(1) 金融政策 ～ 強力な緩和状態を長期間続ける体制を整えた日本銀行

日銀は9月の金融政策決定会合で、これまでの緩和策に関する「総括的な検証」を行い、その上で物価上昇率2%を目指すためには何が必要かという観点から、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい政策運営の枠組みを導入した。それから2ヶ月が経過したが、日銀が短期政策金利(超過準備の一部に対する付利)と10年金利の誘導目標を設定したこともあり、国債市場は官製相場の様相

を見せるなど、動意に乏しい展開が続いた。当初、中央銀行にイールドカーブ・コントロールができるのか疑問視する見方もあったが、この間イベントが少なかったこともあり、これまでのところ概ねコントロール下にあるといえる。

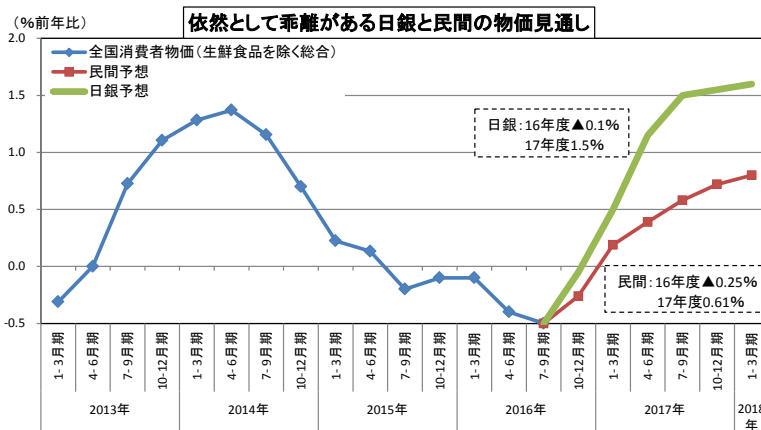
一方、新しい枠組みは「金融緩和強化のため」に導入されたはずであるが、実際には導入前と比べて緩和の度合いが幾分弱まっている。11月の国債買入れオペにおけるオフア額は、新しい枠組み導入直前と比較すると、月2,200億円の減額(内訳は、残存期間「5～10年」で▲200億円(月6回)、同「10～25年」で▲100億円(月5回)、同「25年～」で▲100億円(月5回))となっており、買入れペースは年間で2兆円ほど減額されている。操作目標を「金利」にシフトした以上、それを達成するため「量」は受動的にならざるを得ないが、黒田総裁らは「日銀保有残高の年間増加ペースは当面80兆円をめど」と繰り返し述べていることを踏まえれば、減額のペースはかなり緩やかなものになるとみられる。それゆえ、「10年0%」よりは低い金利形成となる可能性は高い。

さて、11月1日に公表された展望レポート(経済・物価情勢の展望)によれば、足元の物価下落状況や企業側の賃上げ方針が弱いままであることを鑑み、物価見通しの下方修正ならびに物価安定目標である2%の達成時期の先送りを行った。具体的には、16年度の物価見通しを前年度比▲0.1%(6月時点:0.1%)へ、17年度を同1.5%(同:1.7%)へ、18年度を同1.7%(同:1.9%)へ、それぞれ下方修正し、物価上昇率が2%に到達する時期を「17年度中」から「18年度頃」へと後ズレさせている。このように、「物価2%の早期達成」を公約している日銀が、物価見通しを全面的に下方修正したにも関わらず、特段何も行動しないのはやや不自然であるが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導を契機に、日銀の政策運営のスタンスが、積極的に物価上

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (実績)	15年末 (実績)	16年10月末 (実績)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	418	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)						
長期国債	89	142	202	282	348	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	10.2	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.34	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	36	-
その他とも資産計	158	224	300	383	463	
銀行券	87	90	93	98	97	
当座預金	47	107	178	253	316	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	463	

(資料)日本銀行



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター

(注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(11月)を使用、日銀予想は展望レポート(11月)より作成。

昇を引き起こそうというものから、金融緩和環境を粘り強く続けることを通じて物価上昇のモメンタムを維持することを重視するものにシフトしたことを印象づけた。

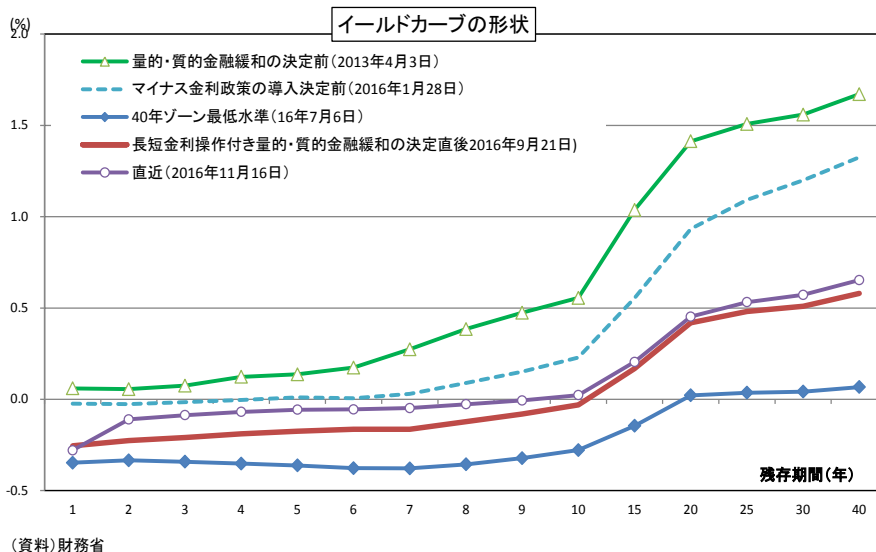
とはいえ、日銀には「物価安定目標の早期達成」というマンドレートが自他ともに課せられているのは確かである。「金融政策は物価に影響を与えることができる」のであれば、追加緩和に動いてもおかしくはない状況がしばらく続く可能性は高い。また、日銀の物価見通しは民間見通しと比べてかなり楽観的なものであり、仮に後日下方修正されることになれば、追加緩和観測を生じさせる可能性もあるだろう。また、急激に円高が進行し、経済・物価への悪影響が懸念される場合にも、追加緩和期待が高まるだろう。なお、追加緩和をする際の手段としては、短期政策金利の引き下げが柱になると思われるが、想定される金融仲介機能や金融機関経営などへの悪影響と天秤にかけながらの判断になるだろう。

(2) 金融市場の見通し ～ 長期金利はマイナス状態が長期化

米国の12月利上げが徐々に意識されるなか、11月8日投開票の米大統領選挙の結果に注目が集まった。選挙期間中、クリントン氏(民主党候補)が概ね優位だったこともあり、金融市場では同氏の勝利を前提として動いていたが、6月の英国民投票の際と同様、開票が進むとトランプ氏(共和党候補)の優勢が判明、9日の東京市場では円高・株安・金利低下が進むなど、リスクオフが鮮明となった。しかし、トランプ氏の勝利宣言の内容が国民の安心を与えたほか、米国経済復活に向けた景気刺激策が好感され、世界経済に蔓延する「低成長・低インフレ状態」からの脱却期待から、同日の欧米市場ではドル高・株高・金利上昇の動きが強まった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

13年4月に導入された「量的・質的金融緩和」以降、日銀は国債保有残高が年間80兆円(当初は50兆円)のペースで増加するように国債買入れを行ってきた。導入当初こそ、長期金利は乱高下を繰り返す展開となったが、政策浸透に向けた日銀の努力などが奏功し、13年夏以降、市場の動揺は収まり、その後は金利低下が徐々に進んだ。16年1月にはマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入し、7月上旬には一時▲0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及し、40年金利も一時0.0%台まで低下した。その後、9月の金融政策決定会合での実施が予定された「総括的な検証」を巡って、これまでの国債の大量買入れの限界論が浮上したことから、8月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させた。9月の決定会合では10年金利を0%前後に誘導する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されたが、直後に長期金利は一時0.005%とプラス圏に浮上した。しかし、その後は▲0.05%前後のもみ合いが継続した。なお、足元ではトランプ政権下で財政赤字が拡大し、かつインフレ刺激的な政策が打ち出さ



れるとの思惑から上昇した米長期金利につられて国内の長期金利も上昇気味で推移している。

先行きについては、期待先行で上昇する米長期金利は米次期政権の掲げる政策やその実現性などが明らかになる過程で、調整されるとみられるほか、金融政策の操作目標も有効であることから、しばらくは「10 年 0%」近傍での推移が予想される。なお、現状「80 兆円」ペースでの国債買入れは、平時では金利低下圧力が発生することもあり、若干マイナス気味での推移となるだろう。毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」への注目が高く、来月分のオファー額の減額ペースが緩やかであれば金利低下圧力が高まり、逆に想定以上に早ければゼロ金利に接近することになるだろう。

② 株式市場

6 月下旬の英国民投票の直後、日経平均株価は 4 ヶ月ぶりに 15,000 円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新するなど、調整色が強まったが、関係各国の手厚い対応もあり、その後は持ち直す動きとなっている。7 月の金融政策決定会合で日銀が ETF の年間買入れ額を倍増することを決定したことも株価下支えに貢献しているとみられる。しかし、内外景気が大きく好転する兆しが見えないこと、円高圧力が根強いことなどもあり、総じて上値の重い展開が続いた。しかし、10 月入り後は、原油価格がやや上昇したこと、また米国で追加利上げが検討できる程度まで経済状況が改善していること、さらにはそれによって為替レートが円安気味に推移したことなどが好感され、株価は上昇傾向となり、17,000 円台を回復した。なお、11 月には大統領選挙の結果に絡んで調整する場面もあったが、トランプ候補の勝利宣言以降は政策期待から大きく上昇、年初の水準を回復する勢いとなっている。

先行きは、しばらくは世界的なデスインフレ状態からの脱却期待など、トランプ相場が継続する可能性もあるが、トランプ次期米大統領の経済政策の全容が見えてくる中で、期待先行で進んだ円安が剥落し、株価もスピード調整を余儀なくされる場面もあるものと思われる。ただし、世界経済の下振れリスクは後退しつつあり、リスクオンの流れが盛り返していく可能性が高いだろう。年内にも想定される米利上げによって、株価はやや調整する場面もあるだろうが、年明け以降には国内でも経済対策の効果が浸み出してくることから、持ち直し基調が強まっていくと予想する。

③ 外国為替市場

世界経済の失速懸念に加え、米利上げペースが徐々に緩慢なものに修正されていったことなどもあり、16 年前半を通じて為替レートには断続的に円高圧力が加わった。6 月には BREXIT が意識される中でリスク回避的な円高が進行、それが確実なものとなった直後には 2 年 7 ヶ月ぶりに 100 円台を割り込んだ。その後は、重要指標の発表や米 FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーの発言などに影響を受けて変化する米利上げ観測に合わせ、為替レートは上下動したが、概ね 100 円台前半で推移した。今秋以降は米国経済の底堅さが意識され、米利上げの可能性が徐々に高まるにつれてドル円レートは円安気味の展開となった。また、トランプ候補の大統領選勝利後は、米景気の先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したことを受けて、円安ドル高が一段と進んでいる。

先行きについては、目下進行中の円安ドル高は永続的なものではなく、いずれ修正されるものと思われる。ただし、トランプ氏の政策運営の保護主義色が想定よりも弱ければ、ドル安方向への修正も限定的であろう。また、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国は金融政策の正常化に向けての模索が続くなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因である。それゆえ、方向性としては円安と予想するが、米利上げペースは緩やかとみられ、円安スピードも緩やかであろう。一方、世界経済の下振れリスクは払拭されたわけではなく、リスクオフが強まる場面では円高圧力が再び高まるだろう。

また、対ユーロレートでも年初来、円高が進行した。6 月には BREXIT が意識されて英ポ

ンドが急落、それにつられてユーロ安も進行し、国民投票後には一時的ながらも 110 円台を 3 年半ぶりに割った。その後は対ドルレートと同様、円安方向に一旦戻っており、110 円台前半から半ばで推移している。ただし、この 1 ヶ月間はイタリアやドイツなどでの銀行問題や BREXIT 問題を抱えるユーロ圏経済への警戒から、円安が進んだ対ドルレートとはやや異なる動きもみられる。しばらくは現状水準近辺での展開が続くだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年		2017年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.048	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0560	0.05～0.06	0.03～0.06	0.03～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.015	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10
	5年債 (%)	-0.065	-0.20～0.00	-0.25～0.00	-0.25～0.00	-0.25～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.4	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	117.2	105～125	105～125	105～125	105～125
日経平均株価 (円)		17,807	18,000±1,000	18,250±1,500	18,500±1,500	18,750±1,500

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2016年11月16日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

2016～18年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2015年度 通期	2016年度			2017年度			2018年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	0.9	0.9	0.7	0.8	1.1	0.7	0.6	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.5	0.2	0.8	0.4	0.8	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.5	0.3	0.9	0.5	0.7	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	6.1	▲ 0.5	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 0.3	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	▲ 0.5	0.5	1.4	0.6	1.4	3.4
公的需要	%	0.7	1.1	0.7	0.7	1.7	1.5	0.1	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	0.3	0.6	0.8	0.4	0.5	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	1.9	0.3	6.1	7.1	▲ 2.0	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.6	12.9	12.5	13.3	12.8	12.9	12.7	12.6
輸出	%	0.4	0.1	▲ 0.5	2.0	1.4	0.7	0.7	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 0.2	1.8	1.2	1.2	2.0
内需寄与度 (前期比)	%	0.8	0.7	0.6	0.3	1.1	0.7	0.4	1.3
民間需要 (")	%	0.6	0.4	0.4	0.1	0.7	0.3	0.5	1.3
公的需要 (")	%	0.2	0.3	0.2	0.1	0.5	0.4	▲ 0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
デフレーター (前年比)	%	1.4	0.1	0.3	▲ 0.3	0.3	0.0	0.6	0.8
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.0	0.3	0.3	1.8	2.9	1.5	1.1	2.9
住宅着工戸数 (年率換算)	万戸	92.1	96.6	99.4	93.8	91.9	91.5	92.3	97.6
経常収支	兆円	17.7	19.6	9.5	10.1	21.1	10.4	10.7	22.3
貿易収支	兆円	0.5	5.6	2.7	2.9	7.2	3.3	3.9	8.4
外国為替レート	ドル/円	120.1	106.4	105.3	107.5	107.5	107.5	107.5	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.5	43.9	49.0	50.0	50.0	50.0	50.0

(前年同期比)

	単位	2015年度 通期	2016年度			2017年度			2018年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	2.3	0.9	1.1	0.8	1.4	1.2	1.7	2.0
実質GDP	%	0.9	0.9	0.7	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.3	0.7	0.8	0.6	1.1	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.3	0.8	0.9	0.8	1.0	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	6.1	4.4	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 2.0	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	0.8	0.0	1.4	1.1	1.7	3.4
公的需要	%	0.7	1.1	0.9	1.2	1.7	2.1	1.4	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	1.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	▲ 2.1	2.6	6.1	7.8	4.4	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.6	12.9	12.5	13.3	12.8	12.9	12.7	12.6
輸出	%	0.4	0.1	▲ 0.2	0.4	1.4	1.6	1.3	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 1.1	1.8	1.4	2.2	2.0

国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 4.0	▲ 1.9	0.4	0.1	0.7	1.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.0	0.7	0.5	0.7	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.0	0.3	▲ 0.7	2.1	2.9	3.3	2.6	2.9

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。