



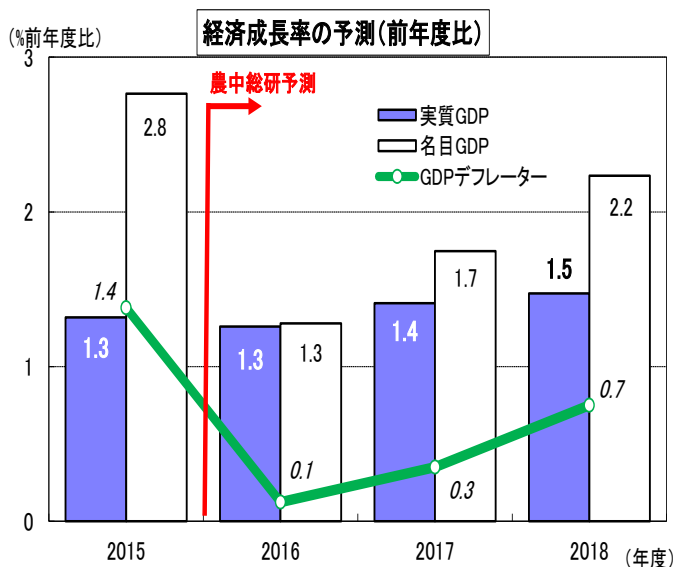
2016～18 年度改訂経済見通し

トランプ政策への期待と不安を抱えつつ、国内景気は回復継続

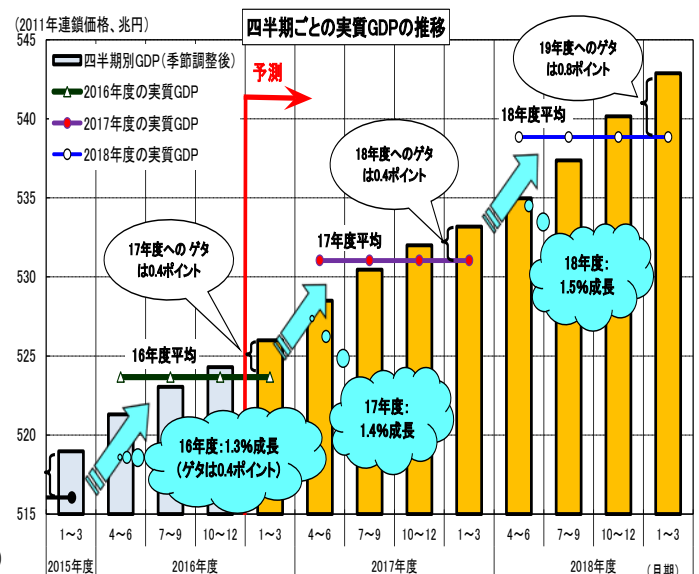
～2016 年度:1.3%、17 年度:1.4%、18 年度:1.5%～

積極的な財政政策と保護主義的な通商政策を訴える米トランプ新政権が発足し、その動向について世界は固唾をのんで見守っている。大型減税やインフラ投資は世界経済が陥った低成長・低インフレ状態からの脱却を促すとの期待は大きい。保護主義色が強まれば世界経済・貿易の収縮が発生しかねないとの懸念もある。こうした中、国内景気は輸出増に牽引される格好で持ち直し局面に入っている。足元の民間消費は再び足踏みしたが、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、いずれ持ち直しは本格化するとみられる。また、17 年入り後には経済対策の効果が出てくるため、景気回復傾向は徐々に強まるだろう。

さて、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続しているが、米国発の金利上昇が国内にも波及するなど、「0%程度」という誘導目標を設定した長期金利の操作が厳しくなる場面も散見されている。しかし、再び物価上昇率がプラスに転じるなか、現行政策を粘り強く続けることで政策効果は強まり、デフレ脱却に貢献していくものと思われる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2016年10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

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：03-6362-7758、その他(配送など)：03-6362-7757

1. 景気の現状:

(1) 米国トランプ大統領の誕生

2016 年は、英国国民投票で EU 離脱派が勝利し、米大統領選で保護主義的な主張を繰り返したドナルド・トランプ氏が勝利するなど、これまで自由貿易・開放路線を標榜・実践してきた米英両国が、「内向き」志向の政策運営へ舵を切ることを国民が選択した年となった。17 年はそれらの動向が最大の注目点の一つとなる。1 月 17 日、英メイ首相は移民受け入れの制限のほか、EU 単一市場からの脱退や EU を含めた諸外国との自由貿易協定 (FTA) 締結の推進など、いわゆる「ハード・ブレグジット」路線を表明した。首相に EU 離脱を通知する権限を与える法案の成立後、3 月中には EU に対して正式な離脱通告を行い、原則 2 年間の離脱に向けた交渉が始まる公算である。

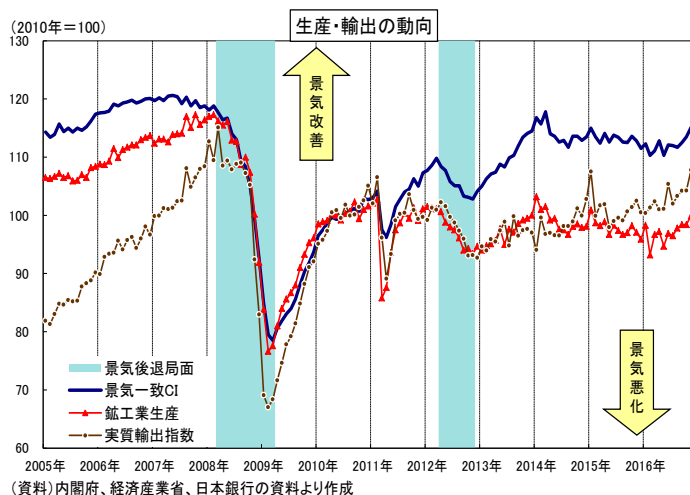
また、1 月 20 日にはトランプ氏が米大統領に就任したが、その就任演説では選挙戦を通じて主張した米国製品の購入や米国民の雇用拡大を最優先する方針を示した。しかし、そうした公約を実現する上で市場関係者が期待していた減税やインフラ投資拡大などの財政政策に対する具体的な言及はあまりなく、保護主義的な姿勢を印象づけ、懸念を生んでいる。実際、トランプ大統領は就任早々、NAFTA (北米自由貿易協定) の再交渉と TPP (環太平洋戦略的経済連携協定) からの永久離脱、さらには難民受け入れ停止とイスラム圏 7 ヶ国からの一時入国制限措置を表明、国内外を大きく揺さぶっている。さらに、日本や中国など対米貿易黒字国に対して、意図的に通貨切り下げを行って輸出増を促している疑いがあると非難している。

トランプ政権が保護主義的な通商政策を鮮明にすれば、世界貿易の収縮を引き起こすほか、米国内の消費財価格の高騰を招くなど、世界経済全体が停滞に陥るリスクがある。また、すでに完全雇用に近いとされる中、積極的な財政政策を発動すれば、金利高・ドル高を生むことも予想され、その影響が世界経済や金融市場にも影響を及ぼすことになる。今後、明らかにされるトランプ政策の内容に大きな注目が集まっている。

(2) 輸出の牽引で持ち直し始める日本経済

米国の利上げ開始、原油価格の一段安、中国経済の減速などが重なり、世界経済の失速懸念が意識された 16 年初と比べると、経済環境はだいぶ改善が見られる。トランプ旋風により、米長期金利が上昇したことに加え、米 Fed は 16 年 12 月に 2 度目の利上げを実施したものの、新興国からの資金流出や世界経済の悪化などの懸念にはつながっていないようだ。OECD の公表する景気先行指数 (CLIs) からは、当面は景気改善が継続することが示唆される。

こうした状況を受けて、国内経済は輸出主導での景気持ち直しが進行中である。10～12 月期の実質輸出指数は前期比 2.7% と 3 四半期連続の上昇で、上昇率も加速している。米国、中国、NIEs など主要輸出国経済が堅調な動きをしていたことを反映しているといえる。その影響を受けて、10～12 月期の鉱工業生産も同 2.1% と同じく 3 四半期連続の上昇で、同時に在庫調整も大きく進展した (在庫率指



数は14年4月の消費税増税直後の水準まで低下)。こうした輸出・生産の増勢の強まりを受けて、民間設備投資関連の指標も改善が見えた。関連指標とされる資本財出荷(除く輸送機械、国内向け)もまた、10～12月期分は前期比3.2%と3四半期連続の上昇となっている。

しかしながら、秋の天候不順の影響で生鮮野菜が高騰した影響で、家計所得・消費の持ち直しは再び足踏みするなど、消費持ち直しは依然順調ではない。10～12月の消費総合指数(内閣府作成)は、前期比▲0.2%と4四半期ぶりの低下、供給サイドのみの指標から作成される実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行作成)も12月分ではブレーキがかかり、10～12月期は同0.2%と減速するなど、足元の消費動向は物価上昇には弱いことが改めて意識された。

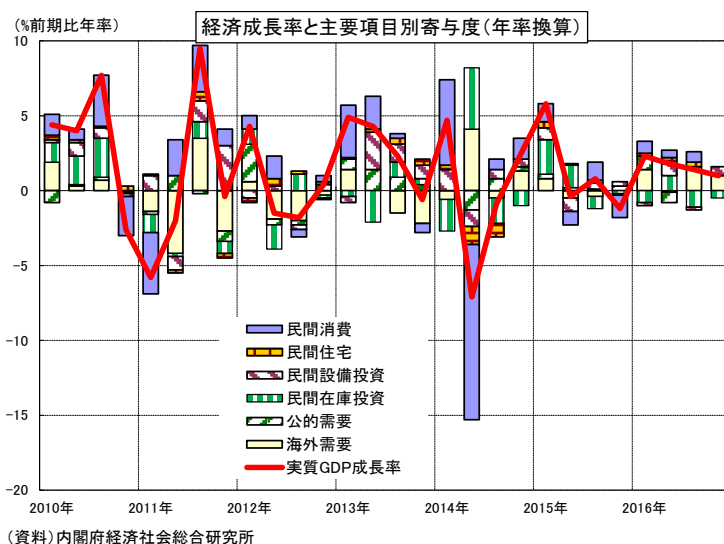
(3)減速基調ながらも16年10～12月期は4四半期連続のプラス成長

2月13日に公表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率1.0%と、4四半期連続のプラス成長であった。ただし、成長率は1～3月期(同)をピークに3四半期連続で減速した。

内容を見ると、民間消費(前期比▲0.01%)、民間在庫品増加(前期比成長率に対する寄与度:▲0.1ポイント)、公共投資(前期比▲1.8%)、輸入等(同1.3%)が成長率押し下げに寄与したが、輸出等(同2.6%)が引き続き堅調だったほか、民間企業設備投資(同0.9%)もその影響もあり、増加に転じたこと等もあり、成長率はプラスを維持したといえる。なお、交易利得や海外からの要素所得の受払を調整した国民総所得(GNI)も同0.04%と4四半期連続のプラスながらも、微増に縮まっている。

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2四半期連続のマイナスであったが、前期比は0.1%と3四半期ぶりのプラスとなった。輸入デフレーター(前期比3.3%)は上昇に転じているが、国内需要デフレーターも同0.2%とプラスに転じる等、国内部門では価格転嫁する動きが再開されている。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0.3%と5四半期連続のプラスだったが、上昇幅は縮小した。

この結果、16年としては、実質GDPが前年比1.0%、名目GDPが同1.3%と、いずれも5年連続のプラス成長となった。GDPデフレーターは同0.3%と3年連続のプラスながらも、15年(同2.0%)からは大きく鈍化した。一方、国内需要デフレーターは同▲0.5%と3年ぶりの下落となった。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍政権下で雇用環境は改善傾向が続いており、政権発足以降の、雇用者数を 292 万人増加させてきた。その結果、失業者数は 200 万人と、22 年前の水準まで低下している。女性や高齢者の労働参加もかなり高まっている。こうしたなか、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している。と同時に 17 年春季賃金交渉(春闘)においても、企業サイドに賃上げ努力を求めるなど、「官制春闘」は 4 年目となっている。

一方、14 年 4 月の消費税増税など、安倍政権はデフレ脱却・成長促進の達成前に、財政健全化に向けた動きを本格化したこともあり、いずれも中途半端な状態といえる。つまり、安倍政権が目指す「名目 3%・実質 2%の経済成長」、さらに成長の果実によって財政健全化を進めるというアベノミクスは十分成果を上げているとは言い難い。政府は 2 度にわたって次回消費税率の引上げ時期を先送りする決定を下したが、同時に財政支出を再び拡大させる方向に向かっている。16 年 8 月には事業規模 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。この「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。

さて、政府は 1 月 20 日に 17 年度一般会計予算案を国会に提出したが、歳出規模は 97 兆 4,547 億円と当初ベースでは過去最大となった。このうち、一般歳出の伸びは 16 年度当初予算から 5,305 億円増と、経済・財政再生計画の目安(3 年で 1.6 兆円増のペース)を達成している。一方、歳入については、57 兆 7,120 億円の税収を見込んでいる。また、外為特会から剰余金見込み額 2 兆 5,188 億円を一般会計に繰り入れることとしている。なお、新規国債発行は 34 兆 3,698 億円と、16 年度当初(34 兆 4,320 億円)から減額されるものの、基礎的財政収支(PB)は 10 兆 8,413 億円の赤字と、16 年度(当初見込み:10 兆 8,199 億円)からやや悪化の見込みである。

こうした中、内閣府は 1 月 25 日に開催した経済財政諮問会議に「中長期の経済財政に関する試算」を提出した。景気押上げに向けて政府が財政政策を再び積極化させたこと、足元で税収が伸び悩んだこともあり、国・地方の基礎的財政収支は、「実質 2%、名目 3%の経済成長」、「物価上昇率 2%」というアベノミクスの目標が今後達成されると想定しても、20 年度で▲8.3 兆円の赤字が残り、黒字化するのは 25 年度、という内容であった。つまり、20 年度の PB 黒字化目標は事実上不可能というものである。もちろん、この試算の前提では、社会保障費の自然増を容認するなど、歳出改革努力が織り込まれていないなど、いくつかの「余地」がある。とはいえ、財政健全化目標はいずれ抜本的な検討が迫られることになるだろう。

(2) 世界経済の見通し

自国民の雇用拡大を目指すトランプ米大統領の打ち出す具体的な政策メニューに世界中が注目している。と同時に、移民・難民の受け入れを制限し、多国間での経済連携よりも、米国の意向を通しやすい二国間での通商交渉に力点を入れ、さらには二国間での貿易収支の不均衡を批判するなど、いわゆる「保護主義」的な姿勢への警戒も高まっている。歴代政権の政策運営手法などを批判するなど、これまでの「常識」が通じない面も多く、言動や

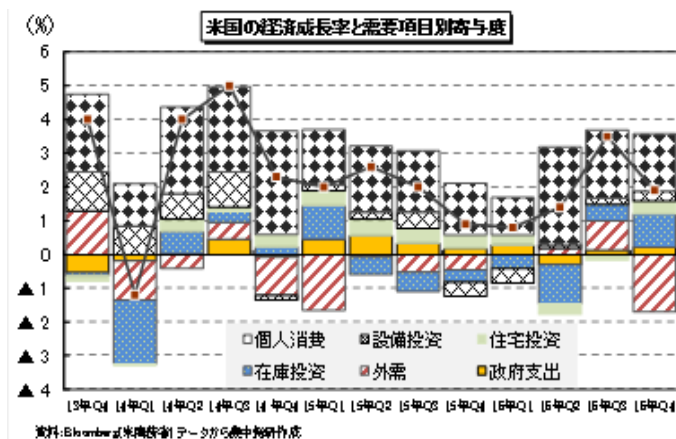
政策が読み切れないことが、一層先行きの不透明感を強めている。

こうしたトランプ政策を経済見通しにどう反映させるか、意見が分かれるところでもある。16年11月に経済見通しを公表したOECDはプラスの効果を検討する半面、17年1月に経済見通しを公表したIMFはプラス面・マイナス面が相殺するとの評価になっているようであり、エコノミストの間で相違が見られる。

① 米国経済

16年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.9%と、7～9月期(同3.3%)から減速した。しかし、内訳を見れば、それほど悪い内容ではない。輸出は3四半期ぶりの減少であったが、個人消費が引き続き経済成長を牽引したほか、投資(住宅、設備)も改善した。

非農業部門雇用者数は直近1年間では、月19.5万人のペースで増加しており、労働市場の堅調さが維持されている。また、賃金上昇の加速と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、鉱業や製造業も持ち直していきだろう。原油価格が50ドル/バレル前半の水準まで回復しており、それを背景に、これまで落ち込んでいた鉱業・掘削業の設備投資は上向き可能性が高い。ドル高は依然として製造業にとって逆風とみられるものの、足元では企業業績の改善が示されたことから、ドル高の下押し効果はそれほど顕在化していない。とはいえ、製造業では大幅な回復はまだ見込めず、足踏み状態が続くと考えられる。なお、16年半ばに頭打ち気味となった住宅市場については、最近では販売・着工ともに持ち直してきた。

2017～18年 米国経済見通し (17年2月改定)

	単位	2016年 通期 実績	2017年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	2018年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	1.6	2.1	1.7	2.6	2.8	3.2	2.3
個人消費	%	2.7	2.5	2.3	2.5	2.5	2.7	2.1
設備投資	%	▲0.4	1.6	1.2	2.6	3.9	4.5	4.0
住宅投資	%	4.9	1.7	3.1	2.4	2.5	3.0	1.7
在庫投資	寄与度	▲0.4	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	▲0.0
純輸出	寄与度	▲0.1	▲0.3	▲1.3	0.3	0.2	0.6	0.1
輸出等	%	0.4	0.5	▲0.9	▲0.3	0.6	0.7	1.1
輸入等	%	1.1	2.2	3.4	▲1.1	▲0.8	▲1.3	0.6
政府支出	%	0.9	1.0	1.0	1.7	2.6	1.7	1.6
PCEデフレーター	%	1.1	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
FPLレート誘導水準	%	0.50～0.75	1.25～1.50	0.75～1.00	1.25～1.50	1.75～2.25	1.50～1.75	1.75～2.25
10年国債利回り	%	1.8	2.8	2.4	2.8	3.0	2.8	3.0
完全失業率	%	4.9	4.5	4.6	4.4	4.3	4.3	4.3

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注)
1. 予想策定時点は2017年1月27日(16年10～12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. FPLレート誘導目標は期末値

所得増加と高水準のセンチメントを背景に、住宅投資は小幅増と予想している。

さて、先行きについて、トランプ大統領の経済政策に左右される面は強いが、その具体的な内容等は現時点ではまだ明らかになっていない。これまでのトランプ大統領の発言からは、一定規模の減税（法人税と個人所得税）、インフラ投資の拡大、規制緩和などが実施される可能性が高いと見られる。それにより、設備投資、住宅投資、在庫投資は従来のシナリオから上振れると考えている。この影響は主に17年後半から18年にかけての成長率を押し上げるだろう。こうした財政政策は実行までに時間差を伴うため即効性は期待できないが、大統領選後には消費者や中小企業経営者のセンチメントが大きく改善しており、足元の景気に対して一定のプラス効果が出るだろう。仮に、トランプ大統領の景気刺激策により、景気が過熱することになれば、米連邦準備制度（Fed）は利上げペースを加速したり、バランスシート縮小に着手する時期を繰り上げたりすることで、それを抑制できると思われる。

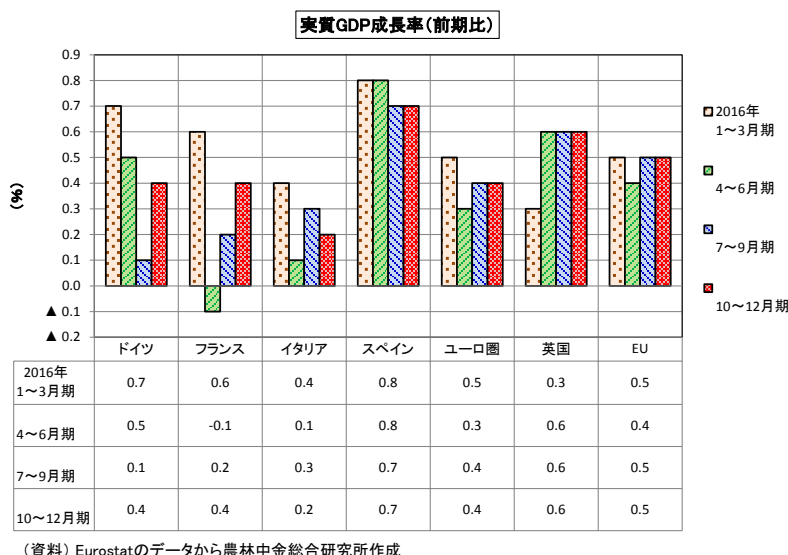
金融政策については、これまで15年12月、16年12月と2回の利上げが実施されたが、米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる想定よりかなり緩やかな利上げペースとなるなど、慎重な政策運営が行われてきた。17年内の利上げ幅については、FOMCメンバーは75bpと想定しているが、市場コンセンサスは50bpと乖離が見られる。労働市場は完全雇用に近い水準に達しており、賃金上昇も加速の兆しが窺える。また、17年半ばにかけて、原油価格が物価を押し上げる効果が強まると見られる。ドル高は輸入物価を押し下げる効果がある点は留意すべきだが、トランプ大統領の経済刺激策の影響により、物価は17年半ばから加速する可能性があるため、17年上期に25bpの利上げ、下半期に50bpの利上げ（＝25bpの利上げを2回）と、FOMCメンバーとほぼ同様のペースでの利上げを予想する。

最後に、当面の経済の下振れリスクとしては、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対して高い関税をかけたり、国境税を導入したりするなど、いわゆるトランプ・リスクが表面化することを指摘しておきたい。

② 欧州経済

ユーロ圏では、16年10～12月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比0.4%と、7～9月期から横ばいだった。経済規模の大きい4ヶ国のうち、ドイツ、フランスは成長が加速した一方で、イタリアは減速した。スペインは横ばいであった。

ユーロ圏では、全体として経済情勢の底堅さが感じられる状況にある。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は頭打ちの傾向が現れている。12月の小売売上高は前月比で0.3%の減少となり、前年同月比についても1.1%の増加にまで低下してきている。一方、12月の鉱工業生産指数は前月比で3.1%の低下となったが、ドイツにおける一時的な落ち込みが大きく影響しているものと考えられる。また、これは前年同期比では2.0%の上昇であり、昨年半ばの停滞からの回復傾向を維持していると判断できる。こうしたなか、12月の失業率は9.6%まで低下し改善傾向が続いているほか、ユーロ圏の景況感指数は製造業を中心にしっかりと動きと



なっている。

またドイツについても、12月の小売売上高は前月比で0.9%の減少、前年同月比でも1.1%の減少となり、一服感が出ているものの、全体として経済情勢には底堅さが見られている。12月の製造業受注指数は前月比で5.2%、前年同月比で8.1%の大幅上昇となり、月毎の変動はやや大きいものの、ドイツ経済の堅調さが確認された。一方、12月の鉱工業生産指数については前月比で3.1%の低下となったが、好調な受注状況からすれば一時的な落ち込みに止まるものと考えられる。また、12月の輸出額は前月比で3.3%の減少であったが、前年同月比では3.2%の増加と、16年半ばの弱い値からの回復基調が明らかである。

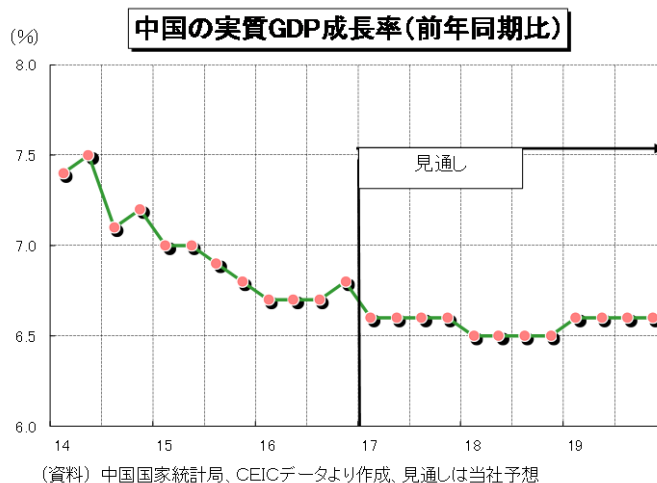
このように、ユーロ圏経済が底堅さを示すなか、1月の消費者物価上昇率(速報値)についても全項目で前年同月比1.8%の上昇と、急速な回復となっている。その主因はエネルギー価格の持ち直しであり、また各国間で格差も存在しているが、「2%を下回るがこれに近い水準」を維持するとする欧州中央銀行(ECB)の政策目標に近づきつつあることは確かである。こうしたなか、ECBは資産買入れ(QE)について、16年12月の理事会で17年3月の期限を17年12月まで延長するとともに、17年4月以降は購入額を月800億ユーロから600億ユーロに減額する決定を行った。今後は、ECBはQEの買入額の段階的縮小により異例な金融緩和の出口に向かうものと考えられ、その動向が注目されている。

一方、英国については、ポンド安に支えられ現在のところ経済情勢は堅調であるが、今後は欧州連合(EU)離脱に関する具体的な交渉が始まるとともに、不透明感の強まりによる投資の停滞、通貨ポンドのさらなる下落による輸入物価の上昇などの可能性も考えられ、注視が必要である。

③ 中国経済

16年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、7～9月期(同6.7%)から伸び率が幾分高まった。この結果、16年は6.7%成長となり、中国政府の成長目標である「6.5～7%」の範囲に収まったものの、15年(同6.9%)から小幅減速した。

16年を振り返ってみると、小型自動車購入税の半減措置を受けて自動車販売が好調であったほか、急成長したネット通販などによって支えられた個人消費が堅調に推移したものの、総資本形成に相当する固定資産投資が前年比8.1%と、99年以来の低い伸びに留まったことが成長鈍化の主因といえる。加えて輸出は減少幅が縮小したものの、低調さが続いたことも成長鈍化につながった。



1月の製造業PMI(国家统计局等)が景気判断の分岐点となる50を上回ったほか、輸出入いずれも伸びが大幅に高まったことから、足元の景気がやや上向いた状態にあると判断される。しかし、成長率をさらに押し上げる材料は見当たらず、むしろ不動産開発投資の鈍化や自動車販売の反動減が顕在化すると予想されることなどから、一時的に景気足踏みする可能性もあるだろう。さらに、地方政府や企業が抱える過剰な債務や一部の大都市でバブル気味の住宅市場を抑制するとともに、国全体の安定的成長を維持しなければならないことから、経済政策の舵取りはますます難しくなっている。政府による景気テコ入れ策を打ってくる可能性があるものの、鉄鋼および石炭のほか、板ガラス・造船・電解アルミ・セメン

トなどの産業においても過剰な生産能力の削減を推し進めると見られることなどから、17 年は小幅ながらも成長減速が続くと見込まれる。

とはいえ、17 年秋頃に開催予定の 19 回共産党大会を控えていることから、景気腰折れ回避のため、一段と拡張的財政政策が行われ、景気を下支えすることが想定される。習近平政権が示した 16～20 年の平均成長率の下限が 6.5%であることを考慮すれば、17 年を通じては 6%半ばから後半の成長率になると予測する。

目先の注目イベントは 3 月に開催予定の全人代であろう。16 年末に開催された「中央経済工作会議」では、17 年に安定成長を維持させるためには、減税や公共投資などの拡張的財政政策および「穏健中立」(やや引き締め気味とみられる)な金融政策の実施方針が既に示されている。このように金融政策より財政政策が一層重視されるとみられるなか、全人代で公表予定の 17 年の成長目標のほか、財政赤字対 GDP 比率の具体的な数値などに注目が集まっている。

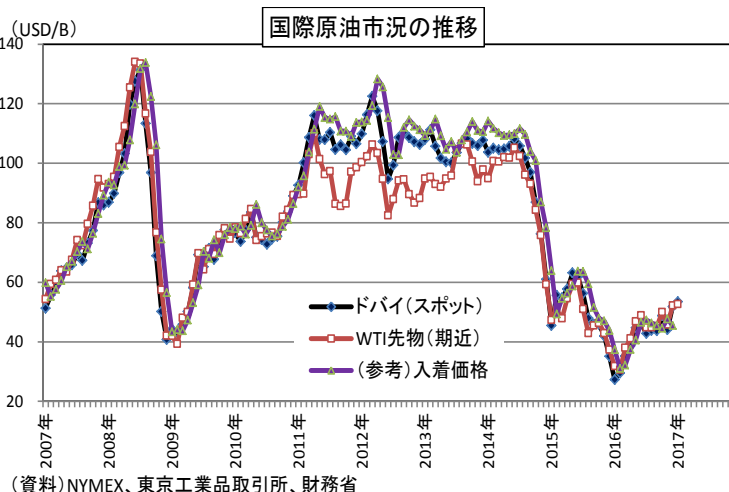
足元では、トランプ米大統領が習国家主席に書簡を送ったうえで、電話会談も行われたことを受けて、米中関係の改善への期待が高まっているが、今後、為替問題や通商問題についての交渉が本格化すれば、金融資本市場の波乱や貿易摩擦の高まりをもたらす可能性があり、その動きを注視していくことも重要であろう。

④ 輸入原油価格の見通し

原油価格は 14 年夏以降、下落が始まり、16 年初には世界経済の失速懸念が浮上させるほどの暴落となったが、その後は新興国の底堅い需要を背景に持ち直しに転じた。さらに、16 年秋には、主要産油国が生産枠調整に向けて動き始め、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)。さらに、ロシアなどの OPEC 非加盟国も同期間中、計 55.8 万バレルの減産に応じることで合意、全体で供給量全体の 2%近くが削減される運びとなった。これを受けて、国際原油市況は持ち直し傾向を強め、12 月以降は概ね 50ドル台での安定的な推移となっている。ちなみに、1 月の減産分は合意内容に達していない(加盟国が 92%、非加盟国が 50%)ようだが、非加盟国(主にロシア)が段階的に減産を強める方針であることから、OPEC では原油価格はさらに押し上げられるとみている。

もちろん、抜け駆け行為がこの先出ないとも限らないほか、減産合意に参加していない国での増産が強まることもありうる。また、米トランプ政権が推し進めようとしているエネルギー業界の規制緩和が再び供給過剰状態を生み出す可能性も否定できないなど、原油価格の先行きについてまだ安心できる状況とはいえない。実際、米国内の原油在庫水準は高まるなど、需給悪化懸念も浮上している。インド、中国などの原油需要は底堅いとみられるが、先行きの原油価格の上昇余地はそれほど大きくないと思われる。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は、17 年は 1 バレルあたり 50ドル前後、18 年は 50ドル台前半で推移と想定した。





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	%	2.8	1.3	1.7	2.2
実質GDP	%	1.3	1.3	1.4	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	1.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.8	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	▲ 3.4	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	3.2	5.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	1.2	0.4	2.0	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	0.7	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	7.2	▲ 4.0
輸出	%	0.8	2.7	4.7	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	3.4	3.8
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.7	1.3	1.8
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.6	0.8	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.3	0.2	0.6	▲ 0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.1	0.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 2.5	0.9	1.7
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	1.3
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.0	1.3	4.7	3.2
経常収支	兆円	17.7	20.2	21.6	22.3
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.9	4.0
為替レート	円/ドル	120.1	108.7	115.0	115.0
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	▲ 0.04	0.08	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.0	50.6	53.8

(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	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5	0.7	0.6	0.9
実質GDP	%	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
(年率換算)	%	2.3	1.8	1.4	1.0	1.3	1.9	1.5	1.2	0.9	1.4	1.8	2.1	2.0
民間需要	%	0.0	0.9	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.4	0.2	0.3	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
民間住宅	%	1.4	3.3	2.4	0.2	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.1	0.3	0.5	1.5	2.0	2.8
民間企業設備	%	▲ 0.3	1.3	▲ 0.3	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.9	▲ 0.7	0.0	▲ 0.0	0.7	1.3	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	1.4	▲ 1.1	0.3	0.4	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	%	▲ 1.1	1.1	▲ 0.7	▲ 1.8	3.0	6.0	2.0	▲ 1.5	▲ 3.0	▲ 1.5	▲ 0.5	0.5	0.5
輸出	%	0.9	▲ 1.2	2.1	2.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
輸入	%	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.2	1.3	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0	1.4
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	0.0	0.7	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.2	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.0	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	0.7	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.0	0.2	1.3	2.0	1.6	0.8	1.0	0.5	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	5.0	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7
名目GDP比率	%	3.7	3.5	3.7	4.0	3.8	3.9	3.9	4.0	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	109.3	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 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	▲ 0.01	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	46.0	50.0	50.0	50.0	50.0	52.5	52.5	52.5	55.0	55.0

(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:

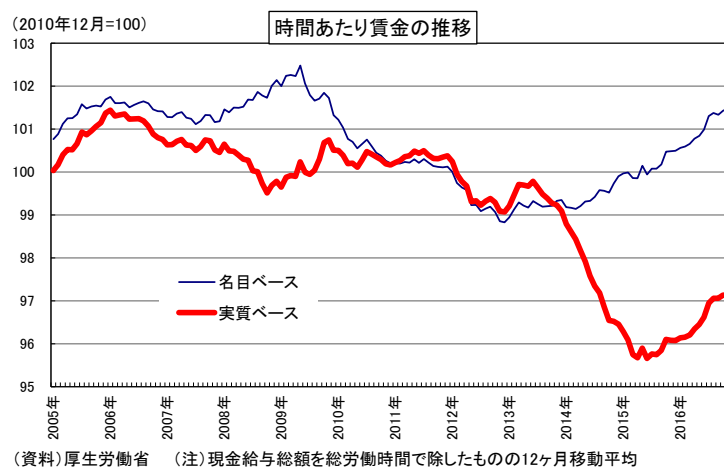
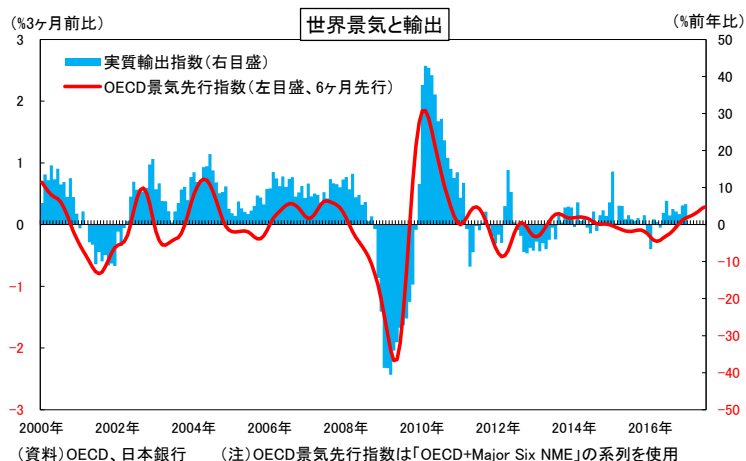
(1) 経済見通し ～ 安定的な経済成長が継続

これまで、当総研では「①世界経済は新興国の持ち直しが強まる中、回復基調をたどっており、輸出の増加傾向が継続、それが生産活動や設備投資活動にもプラスの効果を与えていく、②17年入り後には4.1兆円の歳出増を盛り込んだ第2次補正予算の効果が出現する、③賃金上昇は非常に緩やかだが増加していることに加え、消費マインドの改善によって16年半ばにかけて低下した消費性向が先行き回復するとみられる

ため、消費の持ち直しが再び始まる」ことから、当面は1%超の経済成長を続けるとの経済見通しを示してきた。今回も基本的に上記のような景気シナリオは妥当性が高いと思われる。

今後明らかにされるトランプ政策の内容・規模などに、日本のみならず、世界経済全体が影響を受けることは否定できないが、トランプ政権としても世界経済が混乱に陥れば、米国経済にも悪影響が跳ね返ってくることは十分承知しているはずであり、無謀なことはしないし、できないと考えるのが妥当である。前回予測と同様、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、通商政策は従来よりも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一定規模の減税策が実施されるなど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。

なお、国内には目立った下振れリスクが存在しているわけでもなく、むしろ追い風が吹き始めていると評価している。消費税増税後に大きく落ち込み、低調さが続いていた耐久消費財は回復の動きが始まっていることは、消費持ち直しには好材料であろう。また、労働需給が次第に引き締まりを見せるなか、賃上げが緩やかに進むものと思われる。家計の所得環境の改善が継続すれば、出遅れ感の残る民間消費の持ち直しを支えることになる期待される。



さて、失業率が3%前後まで低下するなど、米国と同様に完全雇用状態に近づきつつあ

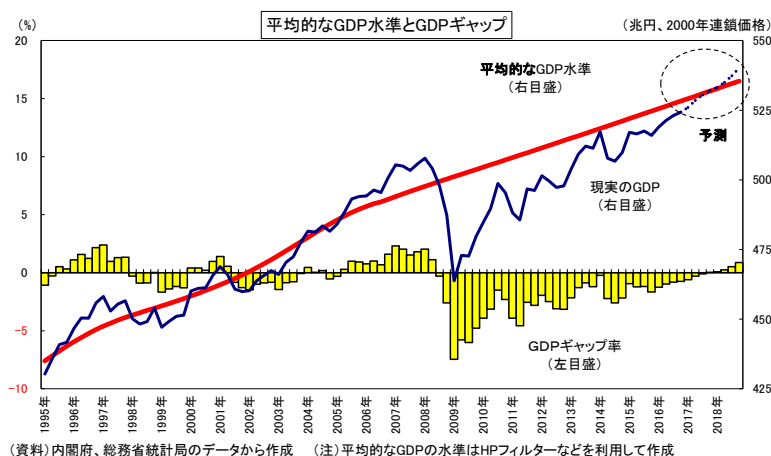
るといえるが、日本経済には成長余力はあとどれくらいあるだろうか。雇用環境は改善傾向にあるとはいえ、ミスマッチが多いことも確かである。16年7～9月期の都道府県別失業別によれば、大阪府(4.1%)、沖縄県(4.1%)、北海道(3.9%)、福岡県(3.7%)などがまだ高めである(全国:3.1%、原系列)。年齢階層別にみても、数年前と比較すれば大きく改善しているとはいえ、15～24歳(4.2%)、25～34歳(4.2%)と、依然若年層では高く、かつ男性に限ればそれぞれ4.6%、4.9%である(いずれも12月分、原系列)。労働参加率にしても、既に女性の「M字カーブ」は解消されつつあるが、25～59歳にかけて男性が90%台であるのに対して、女性はまだ70%台にとどまっている。大都市圏を中心に保育所・保育士の不足が深刻であるなど、ボトルネックが発生しているのは事実であるが、結婚・出産・育児期の女性の労働参加を妨げないような政策をさらに強化することで、労働供給を増やす努力をすることは重要である。こうした介護・福祉の分野でも、ある程度市場機能が働く仕組み(需給が逼迫している職種の積極的な賃上げ)を組み入れることも検討すべきであろう。このように、供給サイドの改革は、家計所得・消費の一段の押上げにつながるほか、息の長い経済成長を継続することでデフレ脱却にも貢献するものと思われる。

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1～3月期であるが、海外経済の回復が継続していることから、輸出は引き続き増加するだろう。さらに、第2次補正予算に盛り込まれた公的支出が顕在化、公共投資は増加に転じると思われる。天候不順による食料品高騰で悪影響を受けた民間消費については継続的に家計所得が増加しているため、持ち直しの動きが復活するもの

と思われる。また、輸出増の波及効果もあり、民間設備投資も増加が続くだろう。住宅投資には一服感が出るものの、全体としてみれば成長率は再び高まると思われる。1～3月期の成長率は、前期比0.3%、同年率1.3%と5四半期連続のプラス成長と予想する。その結果、16年度の実質成長率は1.3%、名目成長率も1.3%、GDPデフレーターは前年度比0.1%(前回12月時点の予測はそれぞれ1.1%、1.1%、同0.0%で、いずれも上方修正、その要因は足元実績値の上振れ)と予測した。

続く17年度についても、上期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ことで成長率が押し上げられるほか、その効果が弱まる下期以降についても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下期以降は始まり、日本の輸出もさらに後押しされると予想する。この結果、17年度の実質成長率は1.4%、名目成長率は1.8%、GDPデフレーターは前年度比0.3%(前回予測はそれぞれ1.4%、1.1%、同0.3%で、実質・名目成長率は上方修正、その要因は民間設備投資の更なる増加を見込んだため)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ほか、年度半ば以降はいわゆる潜在GDP(過去の趨勢的なGDP水準)を上回るだろう。

また、18年度についても、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。それが人件費の増加につながるほか、一部企業で雇用人員の確保が困難化するなどの問題も生じる可能性があるが、全般的に「家計所得増⇒消費増⇒企業業

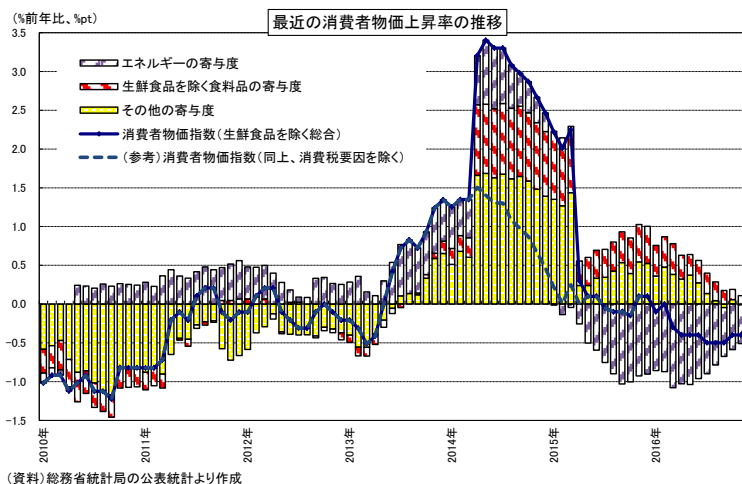


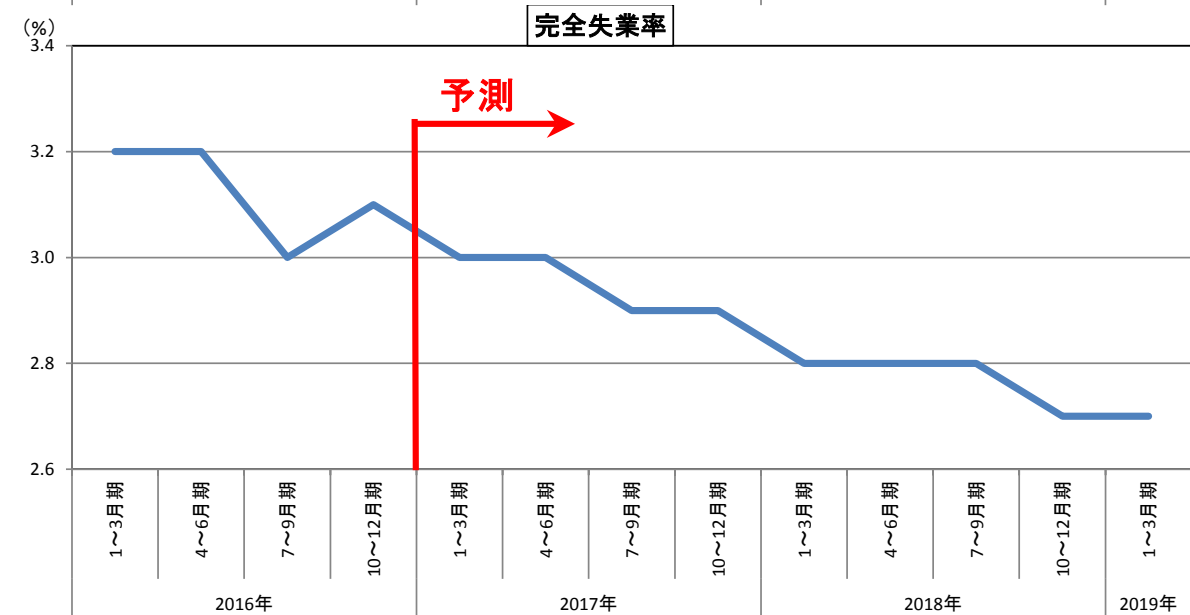
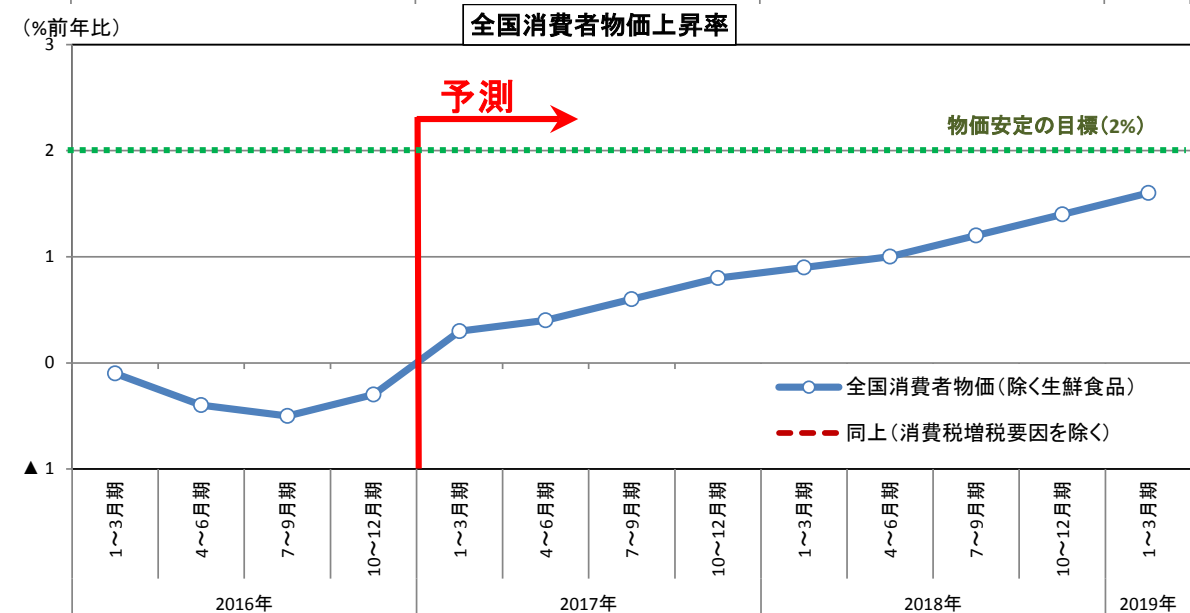
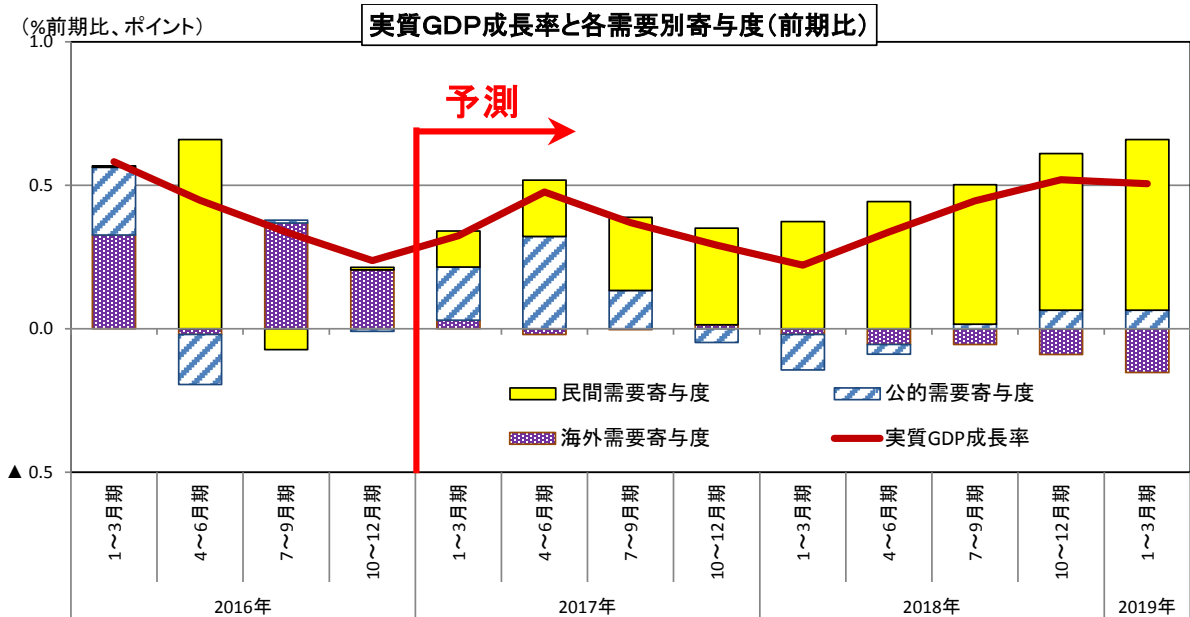
績改善⇒賃上げ⇒…」という好循環が始まることが期待される。GDP ギャップはプラス状態を強めていこう。18年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は2.2%、GDPデフレーターは前年度比0.7%(前回予測はそれぞれ1.2%、1.9%、同0.7%で、実質・名目成長率は上方修正、その要因は17年度と同様)と予測する。なお、18年度下期には19年10月に予定される消費税率10%への再引き上げを控えた駆け込み需要が始まり、成長率はやや加速が見られるだろう。

(2)物価見通し ～ 下押し圧力が解消

エネルギー安に円高圧力が加わったことで、16年を通じて物価は前年比下落状態が続いてきたが、年末にかけての原油価格の持ち直しや次期米大統領選でトランプ氏が勝利したことを受けての円安ドル高などを受けて、下押し圧力が大幅に緩和してきた。12月の全国消費者物価では、石油製品が25ヶ月ぶりに前年比プラスとなったほか、輸入物価もまた下落幅を急速に縮小させた(企業物価指数の輸入消費財については、12月分が前年比▲5.8%)。ただし、民間消費そのものの改善が足踏みしたこともあり、ベース部分の物価は依然として低調であり、日銀が重視する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は前年比0.1%へ、内閣府が試算する「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合」は同横ばいへと、ともに鈍化したこともあり、物価全体の復元力も弱さは否めない(「生鮮食品を除く総合」は同▲0.2%)。

先行きは、17年初にかけてエネルギーが物価押上げ要因に転じていくほか、円高要因による物価押下げ圧力も緩和していくと思われる、それが物価上昇率をプラスに押し上げ、かつ上昇幅を徐々に拡大させていくとみられる。しかし、企業サイドの賃上げ意欲は依然慎重なままであることから、上昇率が加速的に高まることは厳しいと思われる、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。とはいえ、労働需給は徐々に引き締まっていく可能性は高く、それにつれて賃上げ圧力も次第に高まっていくと見込まれるため、18年度以降、物価上昇率は2%に少しずつ接近する動きを続けるだろう。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年連続の下落が見込まれるが、**17年度は同0.7%、18年度は同1.3%**と、緩やかに上昇率を高めていくと予想する。しかし、18年度末でも同1.6%の上昇と予想しており、日銀が想定する「18年度頃」に物価安定目標である2%に到達するのは相変わらず厳しいと思われる。





(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

9月に日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入を決定、操作目標を「量」から「金利」へ戻したが、その後3回開催された金融政策決定会合でも現状維持の判断となった。当面は保有残高の増加ペースは年間80兆円をめどとして国債買入れを行うとされているが、当初は金利低下圧力が発生していたことから、「ゼロ%程度」とした長期金利（10年国債利回り）の操作目標を誘導する

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年末 (実績)	17年1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	437	435	拡大方針

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	142	202	282	361	368	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	11.8	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.36	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	41	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	482	
銀行券	87	90	93	98	102	99	
当座預金	47	107	178	253	330	332	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	482	

(資料)日本銀行

上で、いずれ「量」は減額されるとの見方が強かった。しかし、米大統領選後に米国の長期金利が急上昇した余波が日本国内にも及び、11月中旬以降、10年国債利回りがプラスに転じ、かつ上限と目される0.1%前後まで上昇する過程では、指値オペの実施や国債買入れ額の増額などで対応、なんとか金利上昇は抑制している。とはいえ、今後とも米国の金利上昇が続けば、日銀が「10年ゼロ%」を誘導するのは困難化するとの見方は根強い。

しかし、こうした状況は日銀の金融政策にとって追い風といえる。改めて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の経緯を考えると、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という副作用の存在を認める一方で、大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組み合わせによって、実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能であるとして、QQE+YCCが導入された。しかし、16年を通じて物価が下落してしまったこともあり、実質金利はプラス圏で推移し、かつ上昇基調をたどった。このことが、世界経済の成長テンポがなかなか高まらないことなどと合わさって、民間設備投資の本格回復を阻害した可能性は否定できない。

こうした中、エネルギー価格上昇や円高圧力の解消から物価上昇率はプラスに転じつつある。これは金融政策の効果を高めることに貢献するはずだ。日銀は名目金利を引き下げなくとも、長期金利をゼロ近辺に誘導するという現行政策を粘り強く継続していけば、再び実質金利を引き下げ、マイナス状態に戻せる可能性があるからである。これにより、民間設備投資などを刺激し始めるなど、実体経済への効果が高まることが期待される。こうした点から、日銀は現行の緩和策を辛抱強く継続すると予想する。

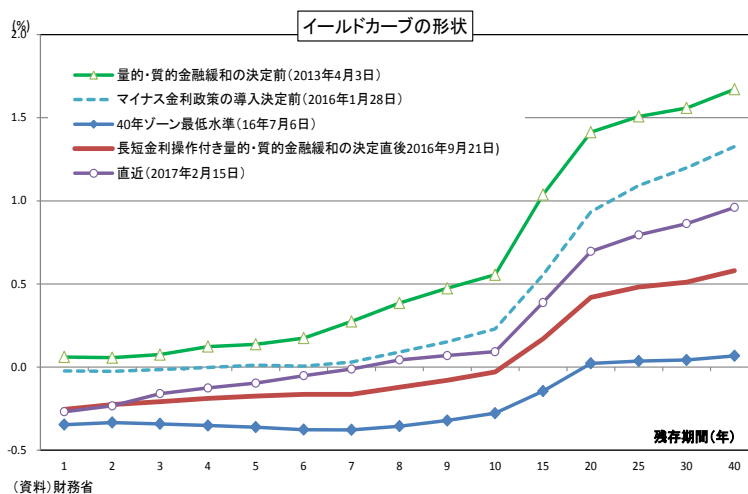
(2) 金融市場の見通し ～ 長期金利はゼロ前後で推移

11月中旬から12月中旬にかけて、先進国の金融市場はトランプ政策への期待から「ドル高・株高・金利上昇」の流れとなったが、その後は一服しており、最近の投資家はトランプ政策を見極めようという姿勢を強めている。こうした中、米トランプ大統領による金融規制の見直し指示やドル高牽制発言、早期利上げの可能性を示唆するイエレンFRB議長の議会証言などが材料視されている。

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月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、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月中旬にはマイナス圏に突入、7月上旬には一時▲0.3%まで低下し、超長期ゾーンの利回りも大幅に低下。しかし、その後「総括的な検証」の



内容を巡って、量的緩和策は持続不可能との思惑が浮上、長期金利はマイナス幅を縮小させた。9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入に際し、10年債利回りはゼロ%前後に誘導されることとなり、当初はマイナス圏で推移したが、11月中旬以上はトランプ旋風による米国長期金利の上昇につられる格好で国内の長期金利もプラス圏に浮上した。2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたことで、ひとまず金利上昇は抑制された状況にある。

先行きについては、トランプ政権が国内雇用のさらなる拡大に向けた積極的な財政運営をする可能性が高いことから、米国長期金利は上昇基調をたどる可能性があるが、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標も設定されていることから、国内金利がそれにつられて上昇する事態は想定しない。金利上昇圧力が高い場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応するだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、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」での買入れペースの動向に注目が集まるだろう。

② 株式市場

6月下旬の英国民投票の直後に日経平均株価は15,000円を割り込んだが、その後は主要各国の手厚い対応もあり、持ち直しに転じた。しかし、秋口までは世界経済の低成長・低インフレ継続が意識され、かつ円高圧力が高かったため、17,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月に入ると、原油価格が減産合意への期待で上昇し、かつ米国で追加利上げが意識されたことから為替レートが円安気味となったことなどが好感され、株価は上昇し始めた。さらに11月上旬の大統領選挙後のトランプ氏の勝利宣言以降はその政策期待から大きく上昇、年末にかけて年初来高値を更新し、19,000円台を回復する勢いとなった。ただし、12月中旬以降はトランプ相場が一服、足元では19,000円前後でもみ合う展開が続いている。

基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調であるほか、トランプ政策の全容が見えてくる中で、再び景気や企業業績への期待が強まる可能性があることから、リスクオンの流れが強まってくると予想する。

③ 外国為替市場

16年度に入り、ドル円レートはしばらく1ドル=100円台で推移したが、秋以降は米国経済の底堅さが意識され、利上げの可能性が徐々に織り込まれるにつれては円安気味に推

移し始めた。さらに、トランプ氏の米大統領選勝利後は、米国経済に対する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、円安ドル高が一気に進み、一時 120 円を窺う動きも見せた。なお、12 月中旬以降は概ね 110 円台での展開となっているが、トランプ政権からのドル高牽制発言や保護主義色への警戒もあり、2 月上旬には円高方向に振れたものの、イエレン FRB 議長の早期の利上げを示唆する発言で直近は円安方向に戻している。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かっており、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。また、トランプ政策はドル高を連想させる内容のことが多い。それゆえ、基本的には円安は定着していくと予想するが、引き続きトランプ政権からの為替レート水準を巡る発言には注意したい。

また、対ユーロレートも、トランプ旋風の中で対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12 月半ば以降は 120 円台前半で膠着状態となっている。一部でインフレ率が加速する動きも見られるが、ユーロ圏全体では目標にはまだ遠いため、資産買入れの規模は縮小するとしても、金融緩和政策そのものは当面継続されるとみられ、一方的な為替変動は想定しない。ただし、反移民・反グローバリズムなどのポピュリズムの台頭が目立つユーロ圏では先行きは国政選挙を迎える国も多いことから、政治リスクが意識されて円高に振れる場面もあるだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2017年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.026	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0560	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.090	0.00～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.100	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	114.5	108～118	110～120	110～125	110～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	121.1	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価 (円)		19,437	19,500±1,500	20,000±1,500	20,250±1,500	20,750±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2017年2月15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	%	1.3	1.3	0.9	0.7	1.4	0.8	0.8	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	0.8	▲ 0.0	1.0	0.5	1.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.6	0.4	0.8	0.4	0.7	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	5.3	1.5	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 0.8	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	1.0	1.0	3.2	1.6	2.3	5.3
公的需要	%	1.2	0.4	▲ 0.2	0.4	2.0	1.9	0.1	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	▲ 0.3	0.7	0.7	0.3	0.4	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	0.2	▲ 1.0	7.2	8.6	▲ 1.0	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 6.4	▲ 3.3	▲ 4.4	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 3.3
輸出	%	0.8	2.7	0.3	5.3	4.7	1.8	2.0	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 1.6	1.5	3.4	1.8	2.0	3.8
内需寄与度 (前期比)	%	1.1	0.7	0.6	0.1	1.3	0.9	0.6	1.8
民間需要 (")	%	0.8	0.6	0.7	0.0	0.8	0.4	0.7	1.8
公的需要 (")	%	0.3	0.2	▲ 0.1	0.1	0.6	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%	0.2	0.6	0.3	0.4	0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%	1.4	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	0.4	0.7
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.0	1.3	0.4	3.6	4.7	2.1	1.6	3.2
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	20.2	9.6	10.6	21.6	10.7	10.9	22.3
貿易収支	兆円	0.5	6.0	2.7	3.2	7.1	3.3	3.8	8.4
外国為替レート	円/円	120.1	108.7	105.3	112.2	115.0	115.0	115.0	115.0
通関輸入原油価格	円/バレル	49.4	46.0	43.9	48.0	50.6	50.0	51.3	53.8

(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	%	2.8	1.3	1.1	1.4	1.7	1.6	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.3	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	0.5	0.9	1.0	0.6	1.4	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.4	0.8	0.8	0.6	0.9	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	5.8	5.6	▲ 3.4	▲ 3.2	▲ 3.7	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	1.6	2.1	3.2	2.8	3.5	5.3
公的需要	%	1.2	0.4	0.6	0.1	2.0	2.3	1.7	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	1.3	0.3	0.7	0.9	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 2.4	▲ 0.5	7.2	7.9	6.5	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 6.4	▲ 3.3	▲ 4.4	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 3.3
輸出	%	0.8	2.7	1.0	4.5	4.7	6.1	3.4	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 1.8	▲ 0.1	3.4	3.4	3.4	3.8
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 2.5	▲ 4.1	▲ 0.7	0.9	0.6	1.1	1.7
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.7	0.5	0.8	1.3
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.0	1.3	▲ 0.6	3.9	4.7	5.7	3.7	3.2

(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。