農林中金総合研究所

2017～18年度改訂経済見通し

景気後退リスクは特段見当たらず、景気改善は当面継続

～2017年度：1.6%、18年度：1.3%（ともに9月の見通しから据え置き）～

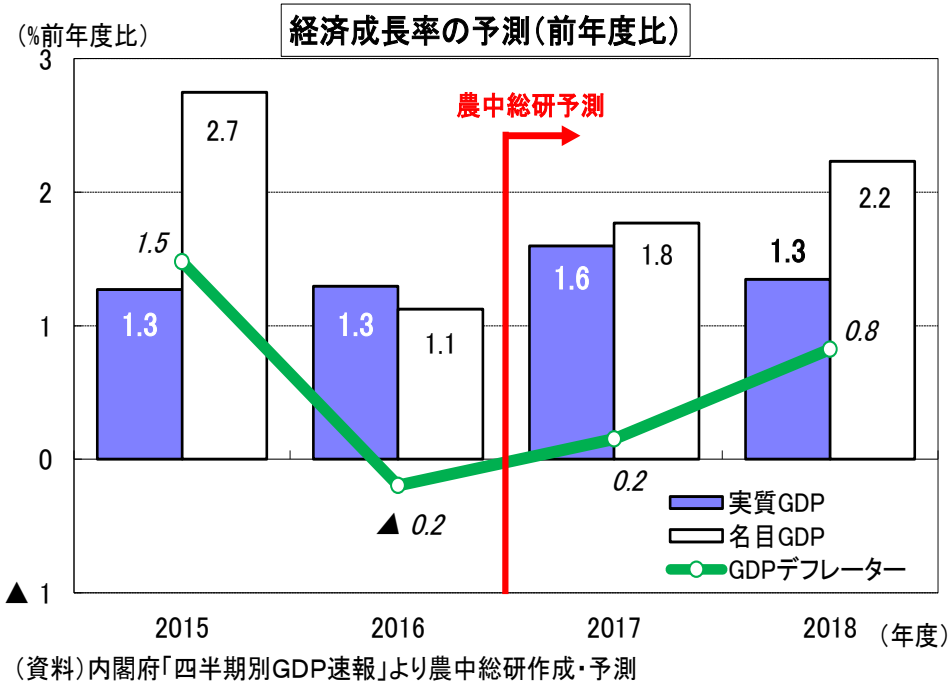
2017年11月20日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他(配送など)：03-6362-7757

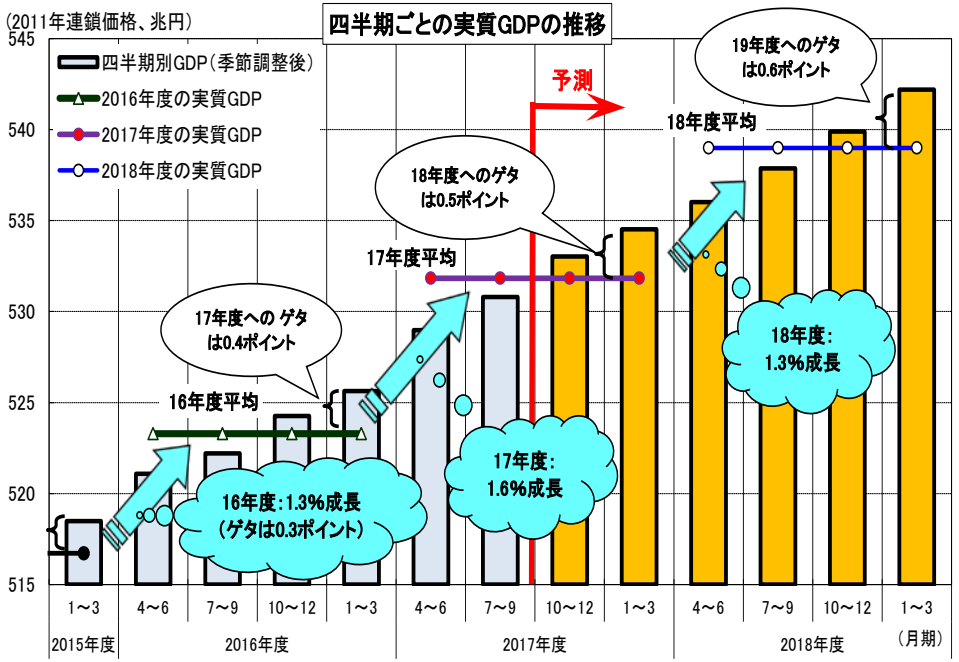
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪ サ マ リ ー ≫

- 世界経済は緩やかながらも、着実に改善している。成長率が加速する状況にはないが、米国・欧州・中国とも先行き底堅く推移するとみられ、日本の輸出には好材料といえる。なお、日本以外の先進国・地域では非伝統的な金融政策の幕引きに向けた動きが散見されるが、インフレ圧力が鈍く、政策正常化ペースは緩やかなものにとどまると思われる。
- 国内経済については、7～9月期の実質GDP成長率は年率1.4%と7四半期連続のプラス成長となるなど、表面的には良い数字だったが、民間最終需要は7四半期ぶりに減少するなど、実態はあまりよくなかった。ただし、高成長だった4～6月期からの反動の範囲内であり、国内景気の改善傾向は維持されているとみる。先行きは、輸出の増勢が続くほか、民間設備投資の自律回復の動きは継続すると思われる。また、人手不足感の高まりはいずれ賃上げを促し、「企業から家計へ」の所得還流が強まっていく、消費持ち直しを下支えすることが見込まれることから、18年度にかけて日本経済は堅調に推移すると予測する。
- 一方で、国内の物価上昇圧力が依然鈍いことから、日本銀行は現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を当面継続するだろう。長期金利は「10年ゼロ%」という操作目標の近傍での推移が予想される。



(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「四半期別GDP速報」より作成　(注)2017年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

目　次

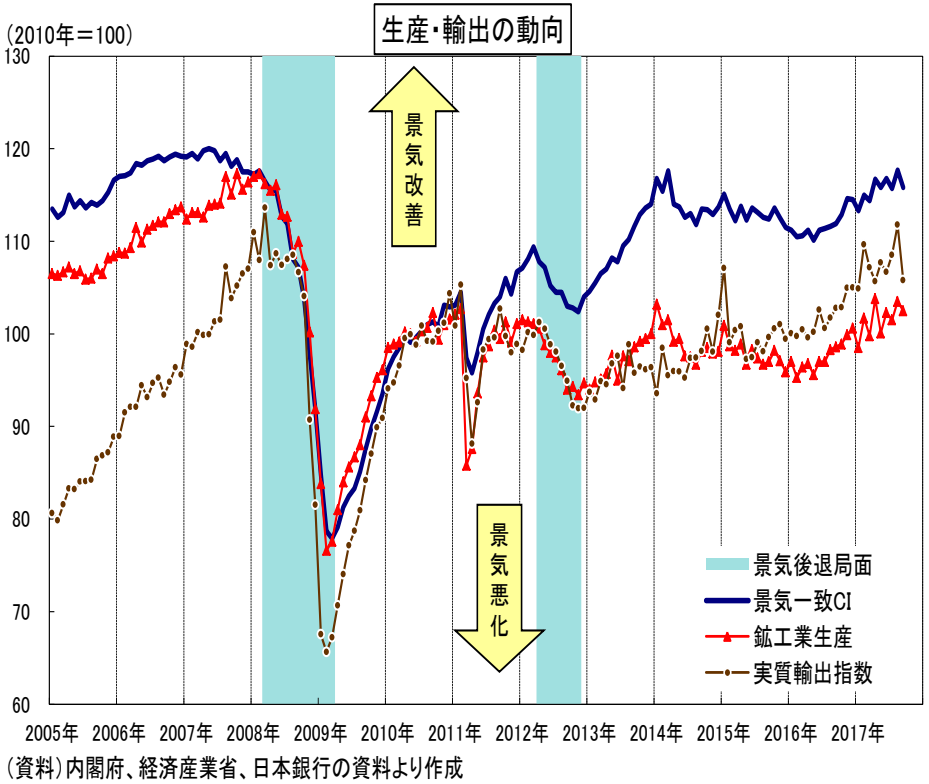
１	景気の現状	4
２	世界経済の動向	6
３	国内の経済政策	19
４	日本経済・物価の見通し	21
５	金融政策	29
６	金融市場の見通し	31

見通し担当者：

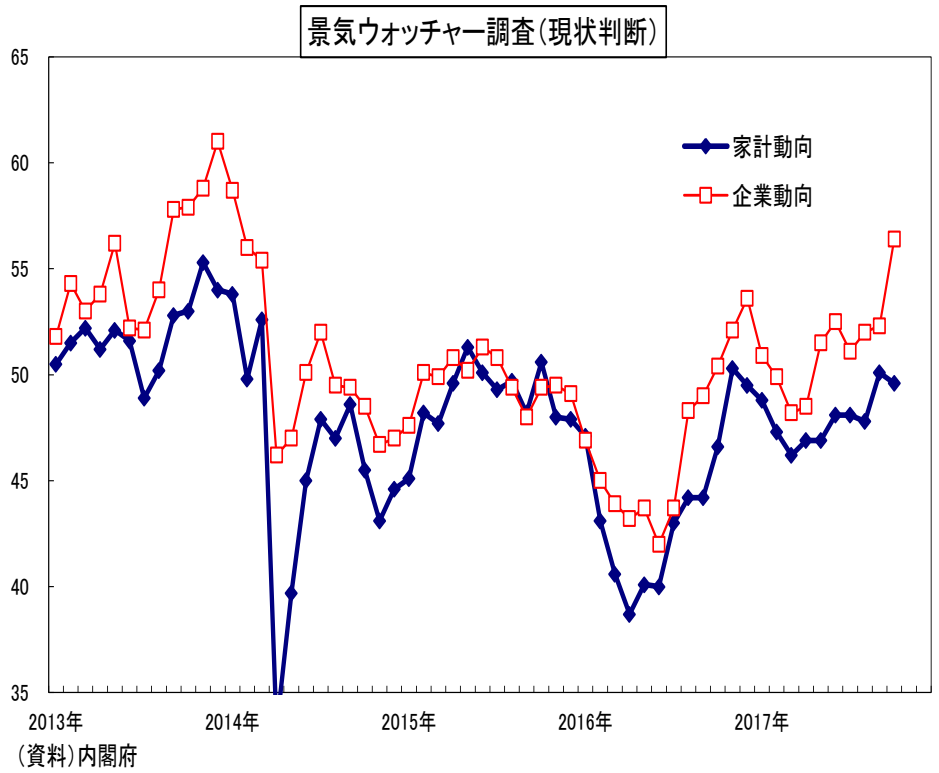
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 国内景気は緩やかな改善基調をたどっている
  - 景気動向指数（9月）のCI一致指数による基調判断は11ヶ月連続の「改善」
    - 景気拡張期間は58ヶ月となり、「いざなぎ景気（1960年代後半）」の57ヶ月を上回った
  - 企業経営者、消費者ともマインドはしっかりしている
  - 4～6月期は堅調だった消費に反動減、逆に減少した輸出は再び増加傾向へ
  - 人手不足感は着実に強まっているが、「企業から家計へ」の所得還流はまだ鈍く（夏季賞与は前年比0.4%にとどまる（厚労省調べ））
  - 物価は次第に上昇率を高めてきたが、前年比2%はまだ遠い

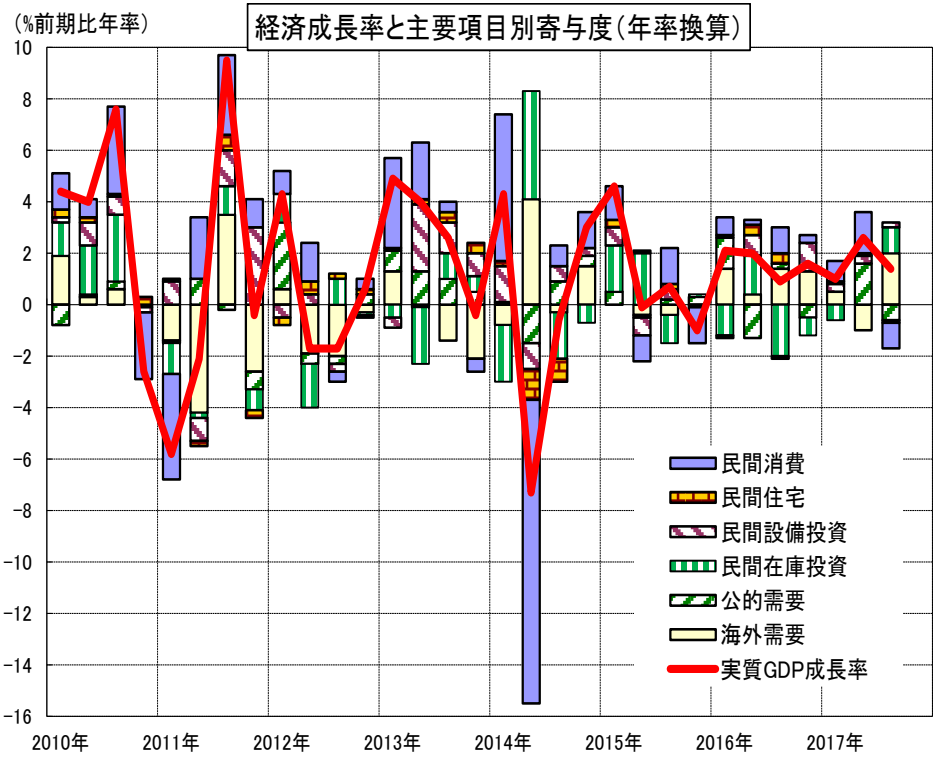


(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

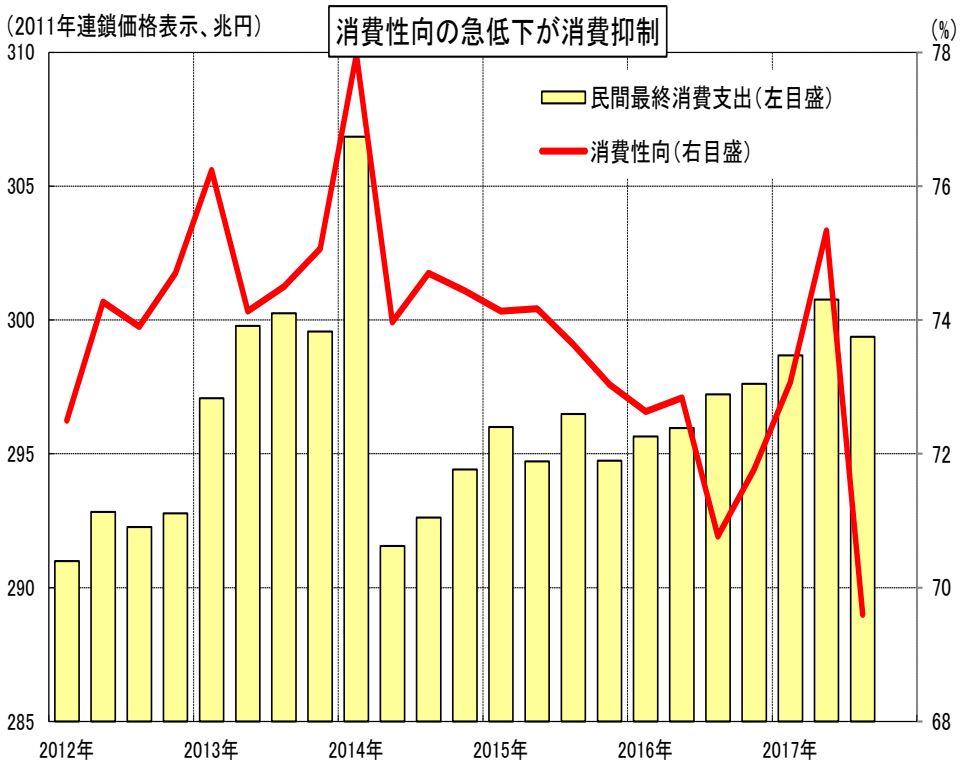


(資料)内閣府

- 17年7～9月期は16年ぶりの7四半期連続のプラス成長ながらも、年率1.4%へ鈍化
  - 4～6月期の年率2.6%成長を牽引した民間消費に反動減（前期比▲0.5%）が見られた半面、輸出は再び増加に転じた（同1.5%）
  - 民間設備投資は4四半期連続のプラスながらも鈍化（同0.2%）、公共投資も3四半期ぶりの減少（同▲2.5%）
  - 民間在庫投資は前期比成長率に対して0.3ポイントのプラス寄与
  - 実質雇用者報酬は前年比1.4%（9四半期連続のプラス）、前期比0.7%（2四半期連続のプラス）と、底堅く推移
  - GDPデフレーターは5四半期ぶりの前年比プラス、国内部門の価格設定力はまだ弱いが、輸入デフレーターの上昇分を価格転嫁する動きが強まった



（資料）内閣府経済社会総合研究所



（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）消費性向は2人以上世帯（勤労者）

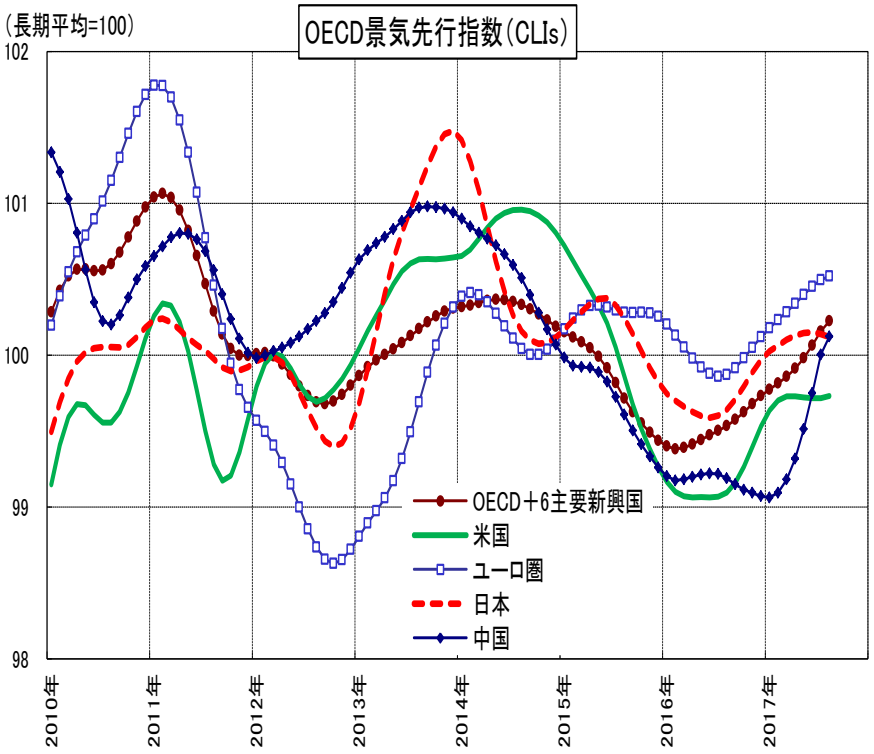
2　世界経済の動向　①概況

- 世界経済の回復基調は継続すると想定される
  - IMFの世界経済見通し（10月発表）によると、世界経済全体の成長率は、世界金融危機後の最低となった16年（3.2%）を底に、17年3.6%、18年3.7%（ともに7月時点の見通しから上方修正）と、緩やかながらも着実な改善が見込まれている
  - 世界貿易数量の伸びも同様に、拡大が見込まれている
  - OECD・景気先行指数（CLIs）はこのところ上昇傾向にあり、先行きの景気改善継続が示唆されている

2017～18年　IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年
世界全体（実質経済成長率）	**3.2**	**3.6**	**3.7**
先進国	**1.7**	**2.2**	**2.0**
米国	1.5	2.2	2.3
ユーロ圏	1.8	2.1	1.9
ドイツ	1.9	2.0	1.8
フランス	1.2	1.6	1.8
イタリア	0.9	1.5	1.1
スペイン	3.2	3.1	2.5
英国	1.8	1.7	1.5
日本	1.0	1.5	0.7
新興国・発展途上国	**4.3**	**4.6**	**4.9**
中国	6.7	6.8	6.5
インド	7.1	6.7	7.4
ブラジル	▲ 3.6	0.7	1.5
ロシア	▲ 0.2	1.8	1.6
南アフリカ	0.3	0.7	1.1
ASEAN5	4.9	5.2	5.2
世界貿易数量（財・サービス）	**2.4**	**4.2**	**4.0**

（資料）IMF『World Economic Outlook（2017年10月）』

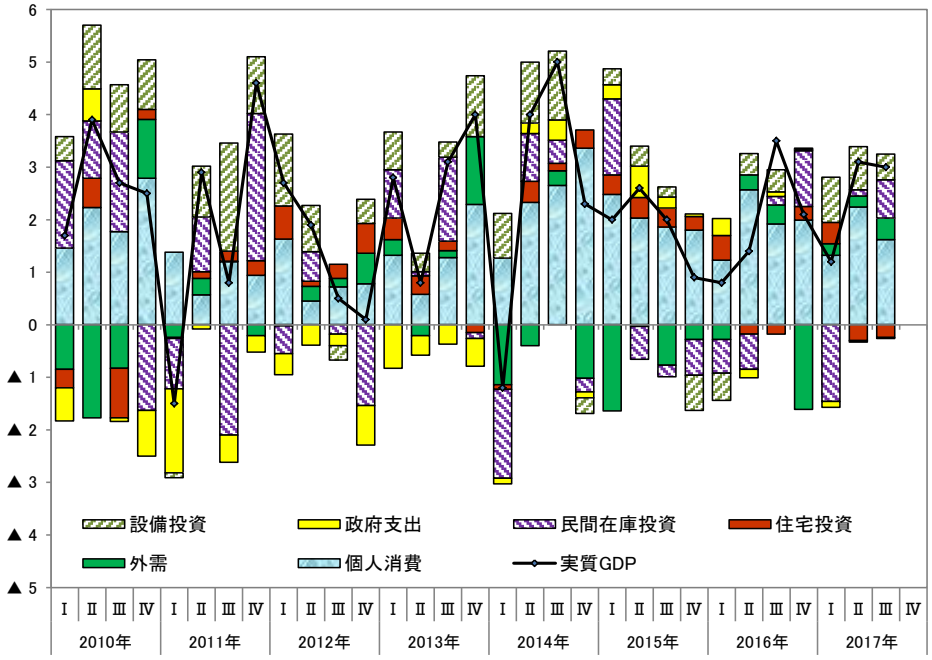


（資料）OECD　（注）6主要新興国：ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向・成長率見通し
  - 17年7～9月期は年率3.0%成長（速報値）で、4～6月期（同3.1%）に続き、高成長を維持
  - 需要項目別では個人消費が底堅かった他、在庫投資も下支えしたが、住宅投資が弱かった
  - FRBが注視するPCEデフレーターはこのところ前年比1.4%程度で推移、目標とする2%には遠い
  - 見通しのポイントとしては、①金融政策の正常化の影響を受け、GDP成長率が潜在成長率（1%台後半）へと収束していくこと、②ディスインフレ状態がFRBの想定より長期化し、FRBは利上げ見通し（17年9月時点で、18年内に3回の利上げを想定）の修正を迫られること、③大規模な減税政策の実施は遅れること、が挙げられる
  - 成長率見通しは17年は2.3%、18年は2.1%と、ともに上方修正した（前回8月時点は、ともに2.0%）

GDPの推移



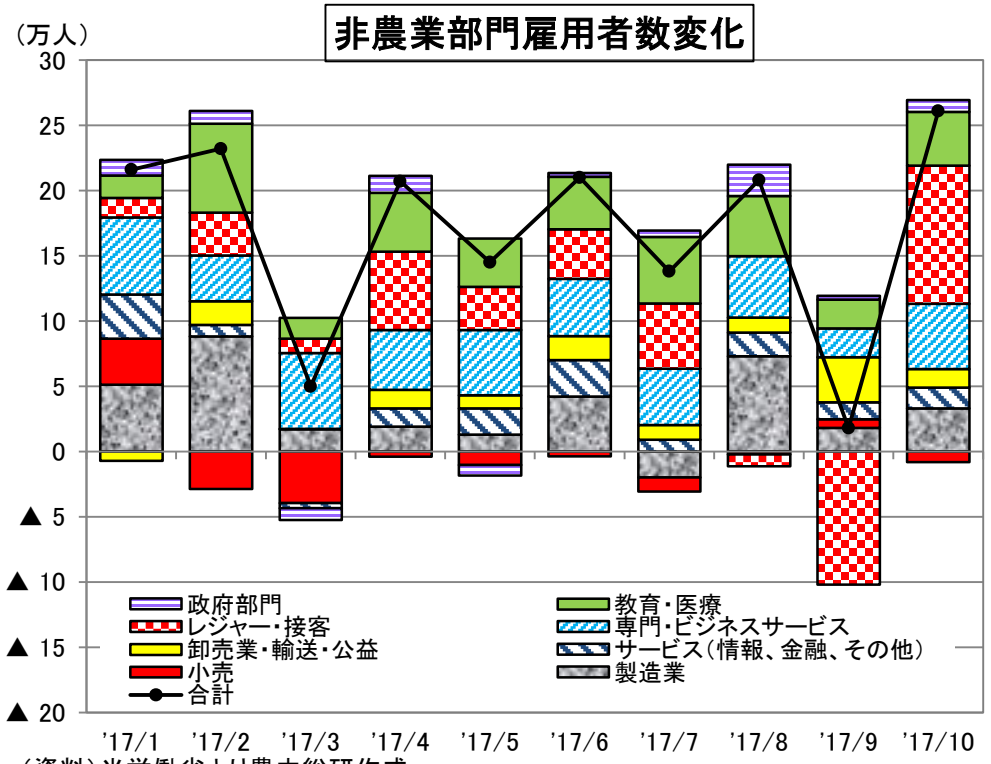
（資料）米商務省より農中総研作成
（注）各需要項目は寄与度（前期比年率換算）。

2017～18年　米国経済見通し

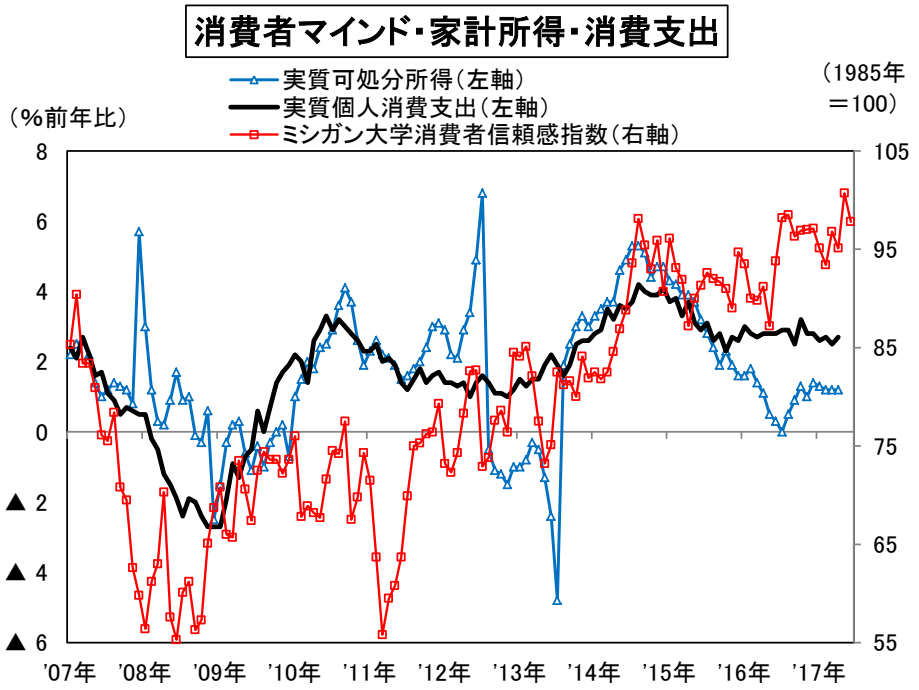
	2017年			2018年		
	上半期（実績）	下半期（予測）	通年（予測）	上半期（予測）	下半期（予測）	通年（予測）
実質GDP成長率（%、前年比）	1.9	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1
PCEデフレーター（%、前年比）	1.6	1.3	1.4	1.6	1.8	1.7
失業率（%、平均）	4.5	4.2	4.3	4.2	4.1	4.2
FFレート誘導水準（%）	1.00～1.25	1.25～1.50	1.25～1.50	1.50～1.75	1.75～2.0	1.75～2.0
10年国債利回り（%）	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6

（資料）米商務省、米労働省、FRB
（注）見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。
PCEデフレーターは食品・エネルギーを除くベース。政策金利、10年国債利回りは期末の値。

- 雇用
  - 17年に入り、非農業部門雇用者数は毎月17万人のペースで増加するなど、堅調に推移している
  - 失業率は4.1%まで低下しており、自然失業率を下回っている
  - 賃金水準の低いレジャー・接客セクターでの雇用者の増加が多いことが平均賃金の加速につながらない理由の一つ
- 個人消費
  - 17年に入り、実質個人消費支出は前年比平均2.7%で増加している
  - 実質可処分所得は同1.1%での増加に留まるものの、消費者マインドは高い水準で推移している



（資料）米労働省より農中総研作成

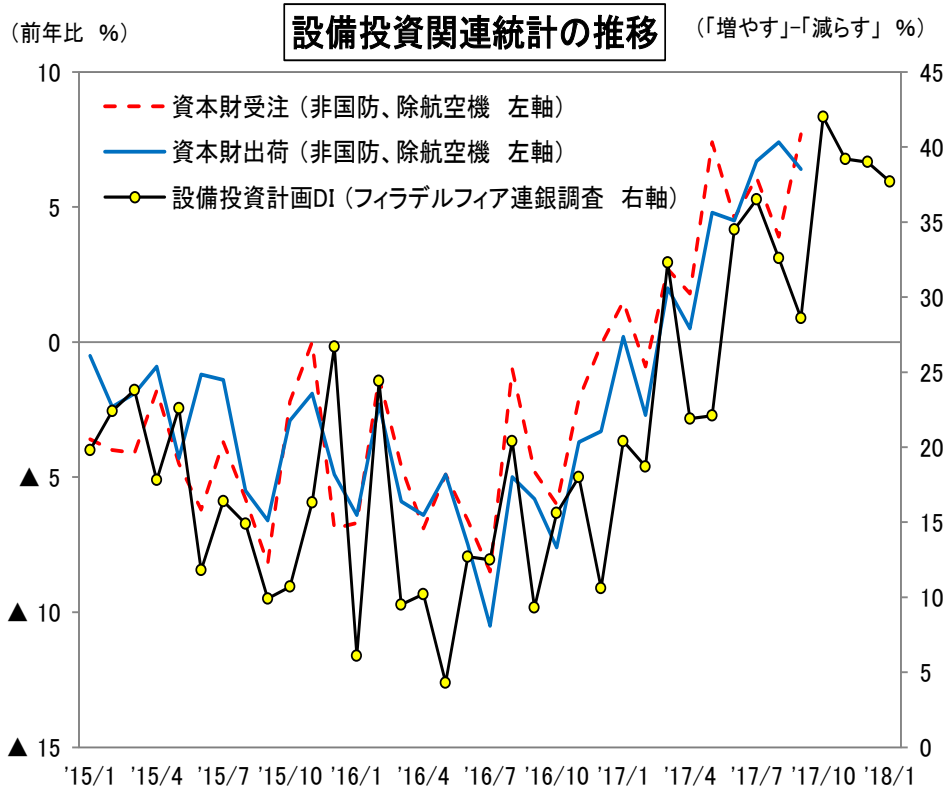


（資料）ミシガン大学調査、米商務省より農中総研作成

- 設備投資
  - 関連指標の資本財受注・出荷（非国防除く航空機）は、17年に入りそれぞれ前年比平均3.9%、3.3%と堅調に推移している
  - 関連指標であるフィラデルフィア連銀の設備投資計画DIも高い

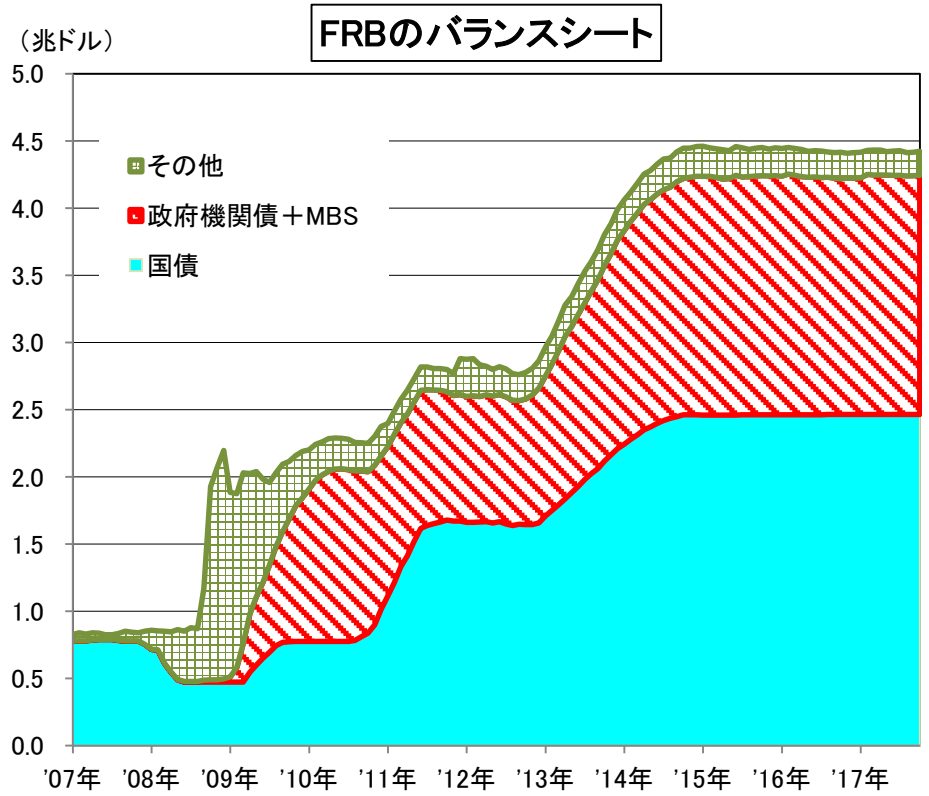
- 税制改革
  - 18年度（17年10月～18年11月）予算の大枠となる予算決議案を上下院で可決したことで、議事妨害を受けずに税制改革法案の審議が可能となった
    - 11月16日には下院で可決
  - しかし、税制改革案は所得税の上限税率や課税区分、法人税減税の実施時期などを巡り上下両院で相違点も多い
  - 上院での法案可決やその後の法案一本化は難航する見通し

- 18年度予算：民主党の攻勢で審議は難航か
  - 11月7日の州知事選（バージニア州、ニュージャージー州）での勝利を受け、民主党の攻勢が強まることが想定される
  - 12月8日に歳出水準の現状維持と連邦債務上限の一時的な凍結が期限を迎えるため、予算案審議の展開次第では政府部門の閉鎖もありうる

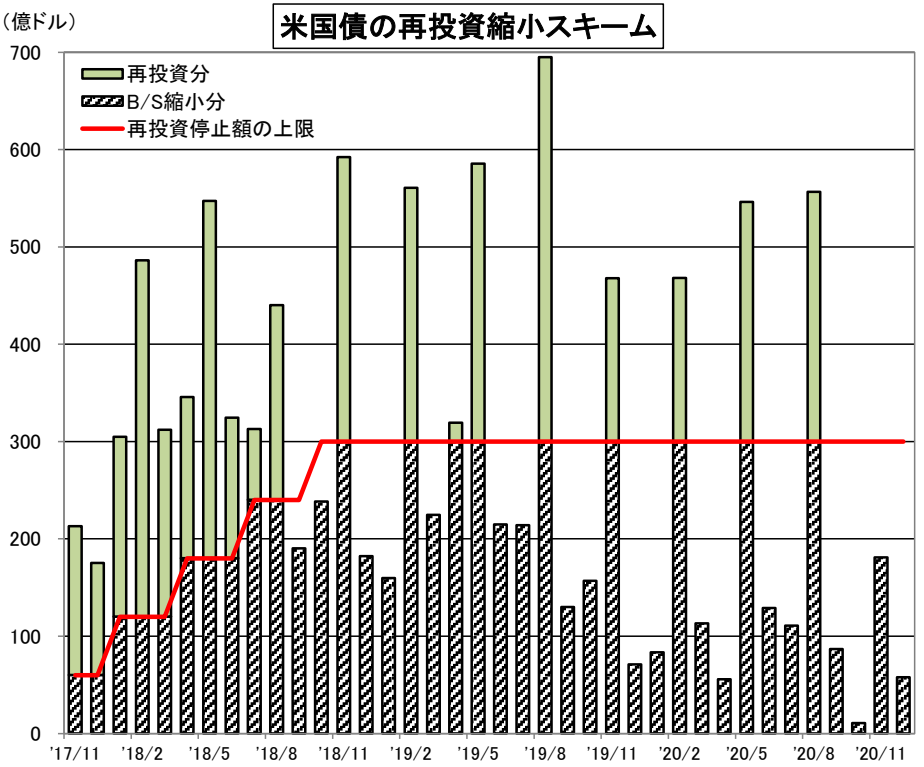


（資料）米商務省、フィラデルフィア連銀製造業景況感調査より農中総研作成
（注）設備投資計画DIは3ヶ月先行。

- 金融政策
  - 17年10月からB/S縮小を開始した
  - 毎月のB/S縮小分の上限を、米国債については 60億ドル、政府機関債とMBSについては40億ドルとし、3ケ月ごとに引き上げ、それぞれ毎月300億ドル、200億ドルまで引き上げる。
  - B/S縮小計画を見直すのは、景気状況が「著しく悪化」した場合のみ
  - 17年に入ってから2度の利上げをするなど、市場の想定を上回る利上げペースとなっている
  - 12月のFOMCにて、17年3度目の利上げを実施すると予想、18年の利上げ回数は2回と予想



（資料）FRBより農中総研作成

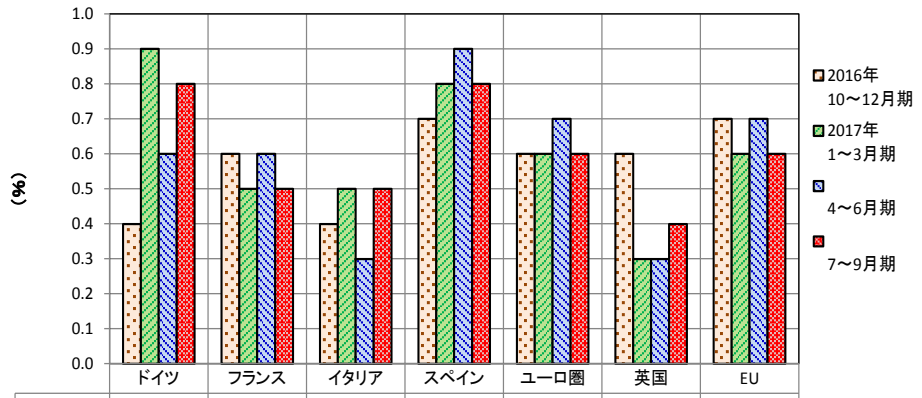


（資料）NY連銀、FRBより農中総研作成。

2　世界経済の動向　③欧州

- 景気動向
  - ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比で0.6%と、前期の同0.7%から小幅減速
  - 経済規模の大きい4ヶ国ではドイツとイタリアが成長加速、スペインも高い成長率を維持
  - 一方、英国は前期に比べ0.1ポイントの改善ながら、前期比0.4%成長にとどまる
  - 欧州連合（EU）全体では、ユーロ圏と同率の前期比0.6%の成長

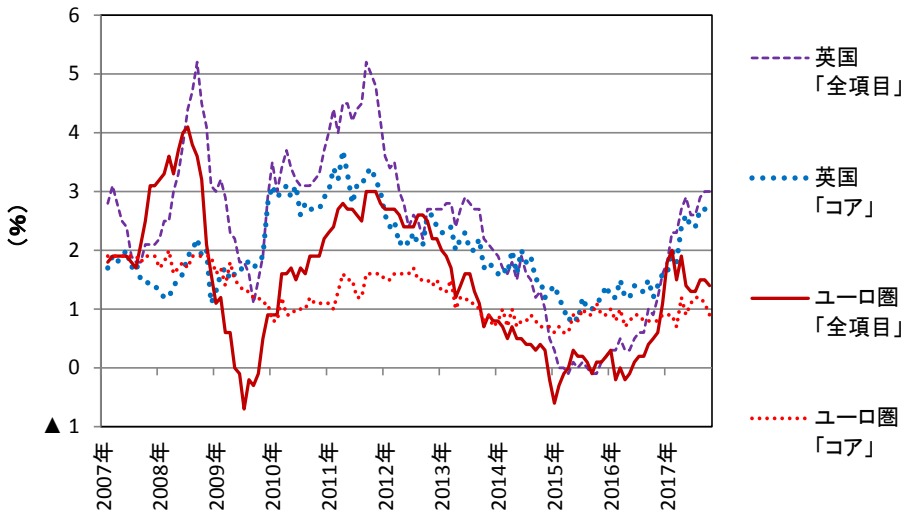
実質GDP成長率（前期比）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2016年 10～12月期	0.4	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6	0.7
2017年 1～3月期	0.9	0.5	0.5	0.8	0.6	0.3	0.6
4～6月期	0.6	0.6	0.3	0.9	0.7	0.3	0.7
7～9月期	0.8	0.5	0.5	0.8	0.6	0.4	0.6

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

消費者物価上昇率（前年同期比）



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

- ユーロ圏経済
  - 安定した成長を持続
  - 失業率は13年半ば以降は緩やかながらも改善傾向にあり、9月には09年1月以来の8.9%にまで低下
  - 雇用情勢の改善を受け9月の小売売上高は前月比で0.7%の、また前年同月比では3.7%の増加となり、引き続き成長を主導
  - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.6%の低下となったが、前年同月比では3.3%の上昇

- ドイツ経済
  - 7～9月期実質GDPの前年同期比成長率は2.8%となり、成長が加速
  - 9月の失業率は、3.6%にまで低下
  - 同月の小売売上高は前月比で0.5%の、また前年同月比では4.6%の増加
  - 同月の鉱工業生産指数は前月比で1.6%の低下となったが、前年同月比では3.6%の上昇
  - 同月の製造業受注指数は前月比で1.0%の、また前年同月比で9.5%の上昇
  - 月々の変動が大きい輸出額は同月には前月比で0.4%の低下であったが、前年同月比では7.7%の増加

- 英国経済
  - これまではポンド安に支えられ経済情勢は概して堅調
  - しかし、輸入物価の上昇に伴い個人消費が頭打ち

- 物価動向
  - ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は、前年同月比1.4%（全項目）
  - 欧州中央銀行（ECB）の政策目標である2%には依然として距離があるが、安定的な成長の下で緩やかな上昇が見込まれる
  - 一方、英国では10月の消費者物価上昇率は、前年同月比3.0%（全項目）
  - ポンドの下落に伴う輸入物価の上昇を主因に上昇し、イングランド銀行（BOE）の目標値2%を上回る水準

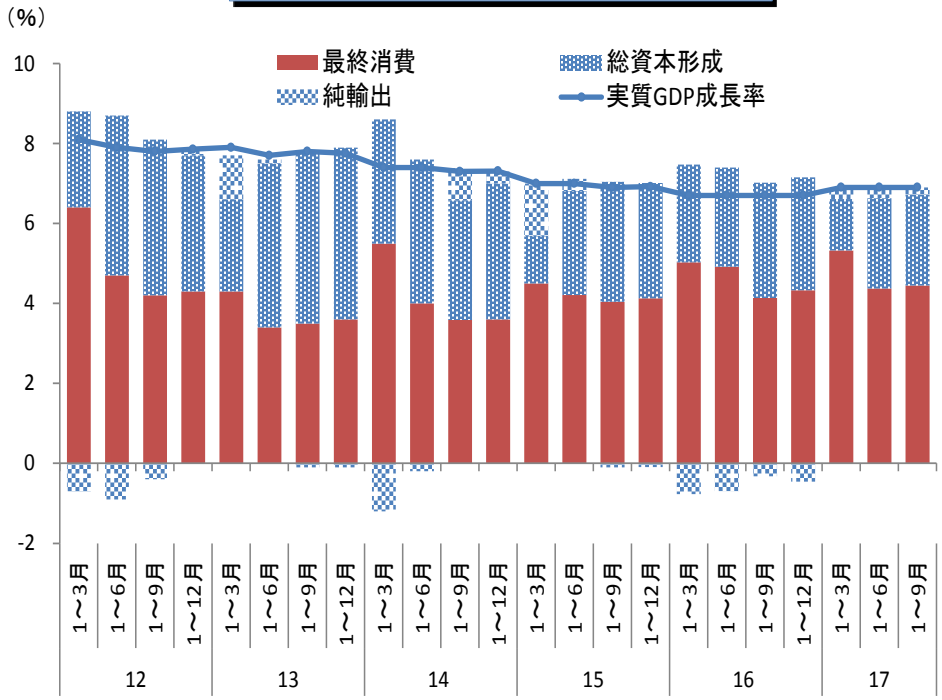
- 金融政策
  - ECBは10月の理事会で、債券買入れ（QE）の規模を18年1月から9月まで現在の月額600億ユーロから月額300億ユーロに縮小するとともに、必要な場合には再度延長することを決定
  - ドラギ総裁はこのオープンエンドでのQEの継続をテーパリングではなく単なる小規模化として位置付け、金融政策の正常化に向けた慎重姿勢を強調
  - 一方、BOEは11月の金融政策委員会で、政策金利を0.25%から0.50%に引き上げ
  - BOEは、今後約3年間について非常に緩やかな追加利上げが必要になると予想

- 景気見通し
  - ユーロ圏の経済は底堅さを増しており、今後も当面、年率2%台での緩やかな成長の継続を見込む
  - 一方、英国では、個人消費の鈍化のほか英国の欧州連合（EU）離脱交渉を巡る不透明感の強まりによる企業投資の手控えなども予想され、今後は成長減速へ

2　世界経済の動向　④中国

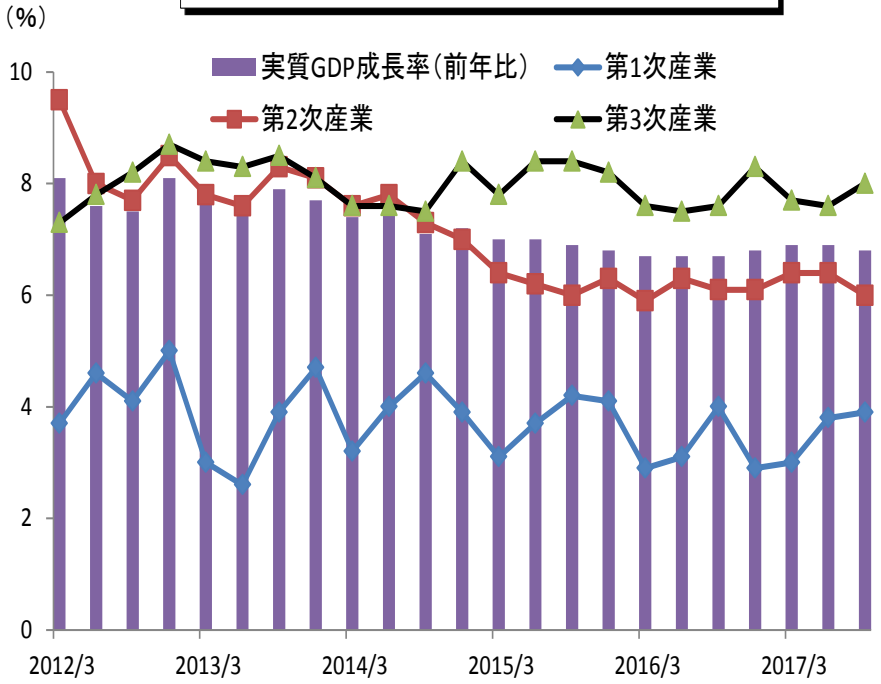
- 景気動向
  - 17年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、4～6月期（同6.9%）から小幅鈍化
  - 17年1～9月期の実質GDP成長率（6.9%）に対する最終消費の寄与度は4.45ポイントと、成長率への寄与が最も大きかった
  - GDPに占める比率が50%超に達した第3次産業の成長率は、他産業を上回り、GDP成長率を牽引している

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

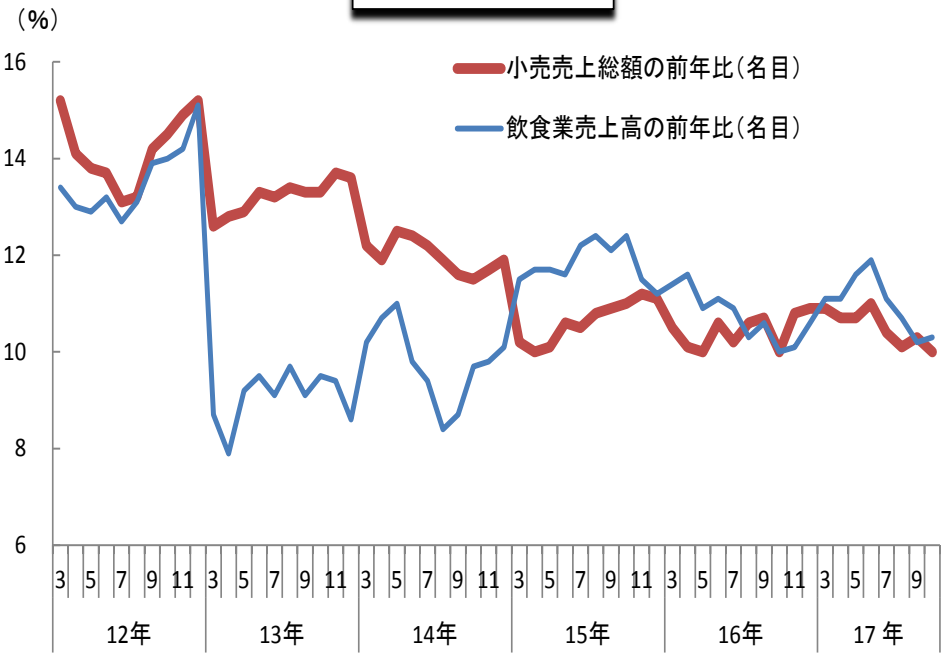
産業別の伸び率の推移（前年比、四半期）



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

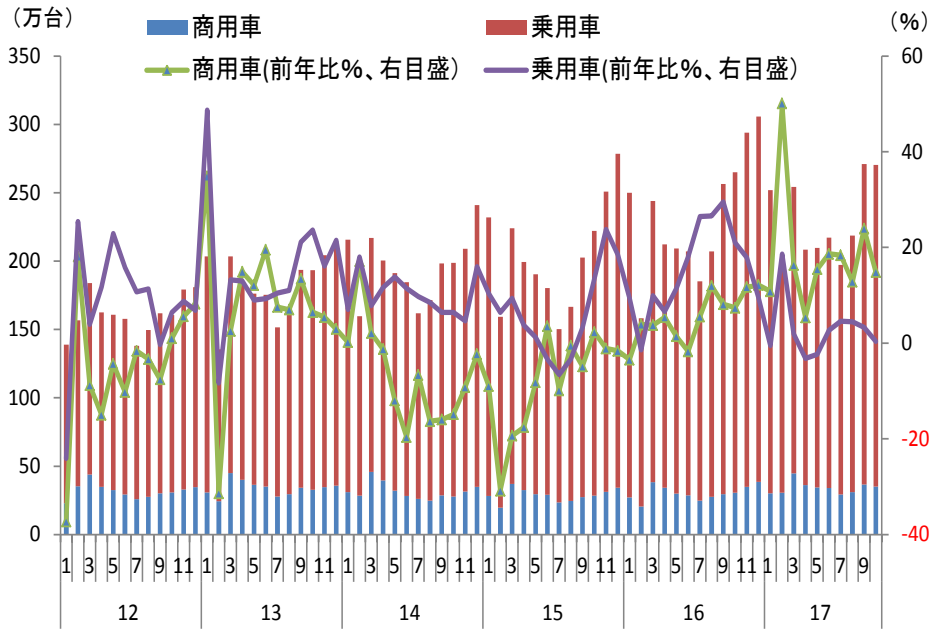
- 個人消費
  - 個人消費は堅調であったものの、このところの天候不順による影響もあり、弱含みで推移している
  - ネット通販は好調だったが、自動車販売台数は鈍化基調で推移している

最近の消費動向



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

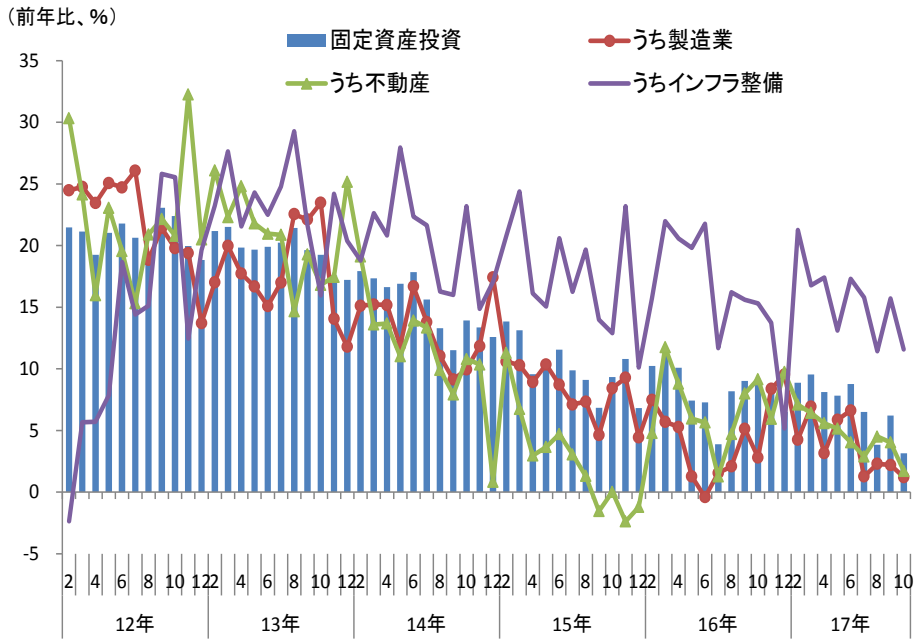
中国の自動車販売台数の推移



（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成

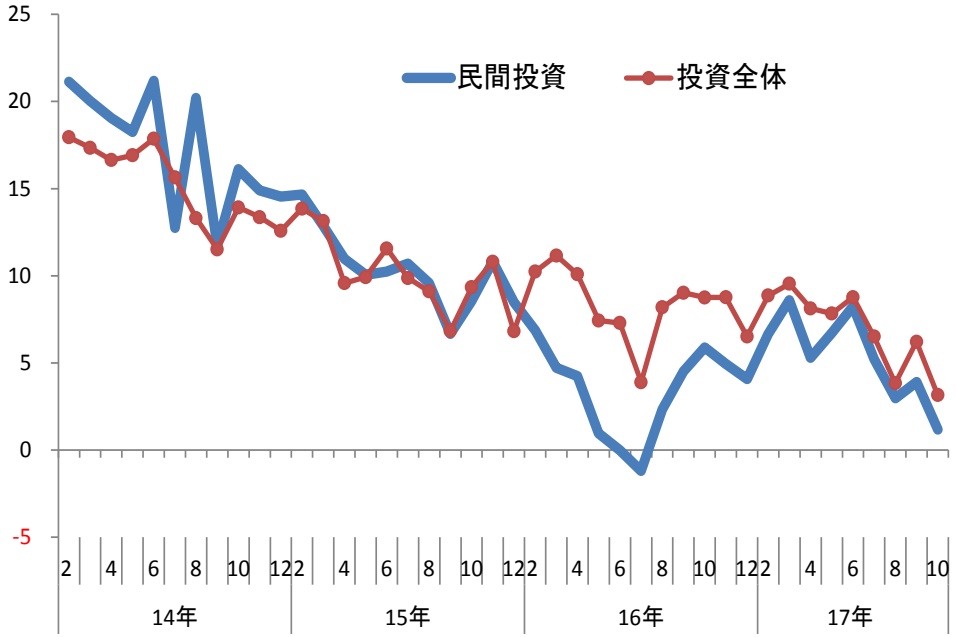
- 固定資産投資
  - 環境規制の強化や住宅価格抑制政策の実施などを受けて、固定資産投資の鈍化傾向が続いている
  - とりわけ、過剰な生産能力の削減や環境規制の強まりなどから、固定資産投資の6割を占める民間投資が大幅鈍化
  - 一方で、インフラ整備の投資は底堅く推移しており、経済成長を下支えしている

中国の固定資産投資（農村家計を除く）の伸び率



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

投資全体の6割を占める民間投資の推移

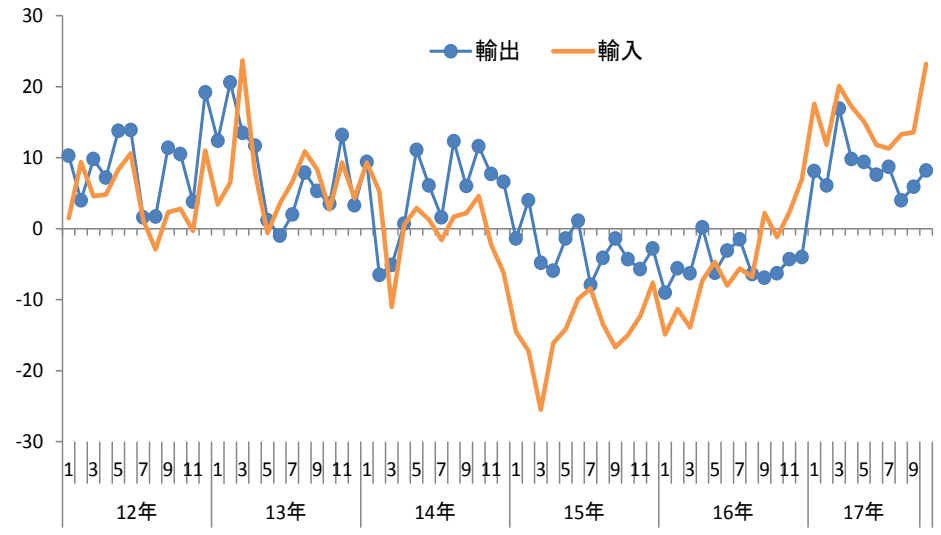


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

- 輸出
  - 世界経済の回復や人民元相場の安定などにより、輸出は再び持ち直している

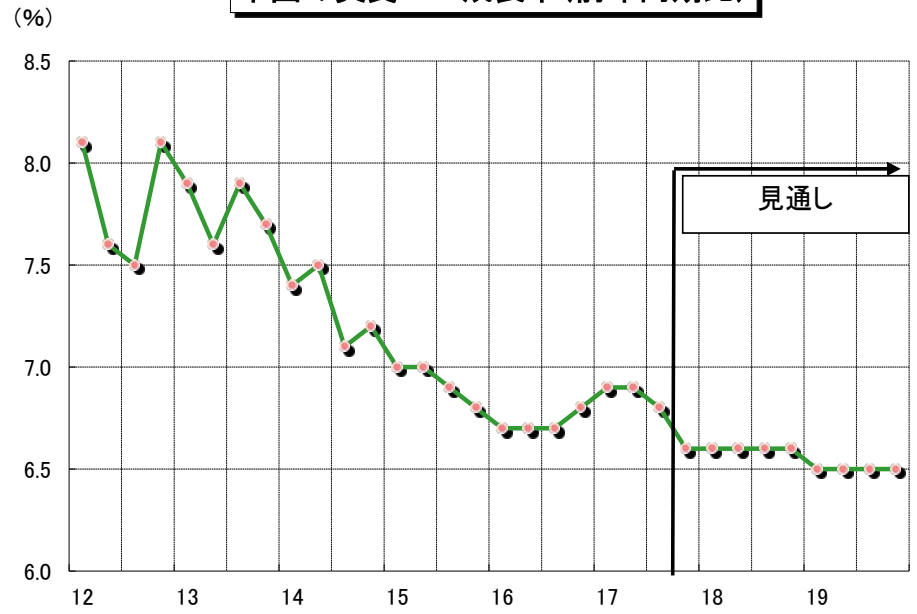
- 成長率見通し
  - 足元では、緩やかな景気減速が続いているものの、17年の中国政府の成長率目標である「6.5%前後」の達成はほぼ確実
  - 17年は6.8%、18年は6.6%と予測

中国の輸出入の動向（ドルベース）



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成

中国の実質GDP成長率（前年同期比）

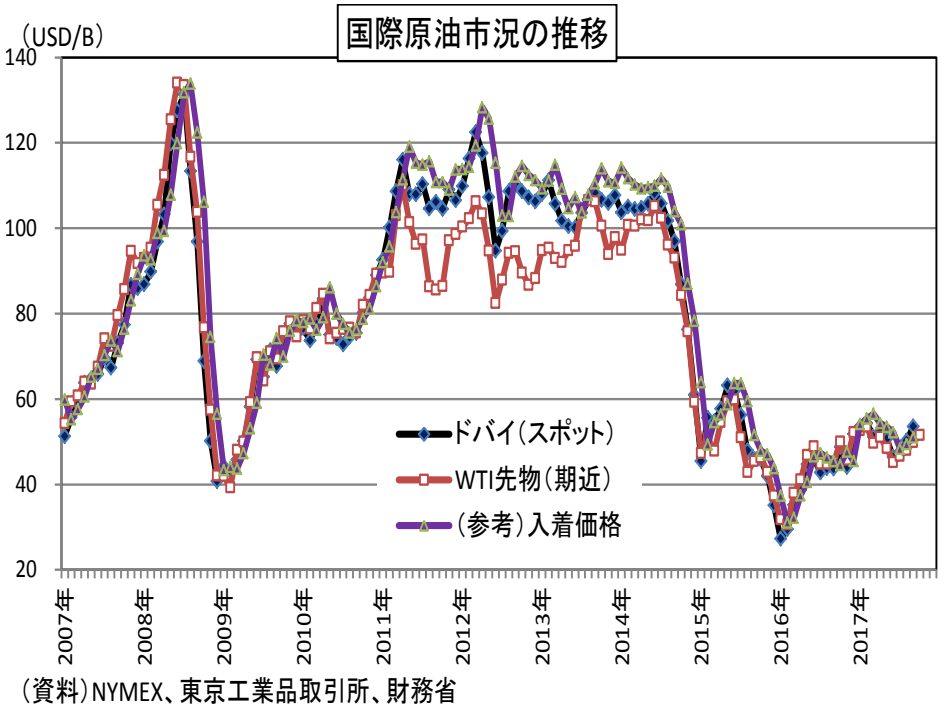


（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

2　世界経済の動向　⑤原油価格

- 原油価格は約2年半ぶりの50ドル/バレル台後半まで持ち直し
  - 17 年1月以降、OPECやロシアなどの主要産油国は合計で日量180 万バレル程度（世界の石油生産の約2%程度））の減産を実施してきたが、これにより原油の過剰在庫は大幅に削減された
  - 中東情勢が緊迫化しつつあることも原油高につながっているとみられる
  - 11月30日のOPEC総会では18年4月以降の減産継続について協議されるが、不透明感が漂う
- 原油入着価格の見通し
  - IEAは、18年の原油需要の伸びを日量130万バレルへ下方修正した一方で、米国のシェールオイル生産は増加が続くとの見通しを公表
  - 国内への入着価格は17年度下期から18年度にかけて50ドル/バレル台半ばで推移と想定

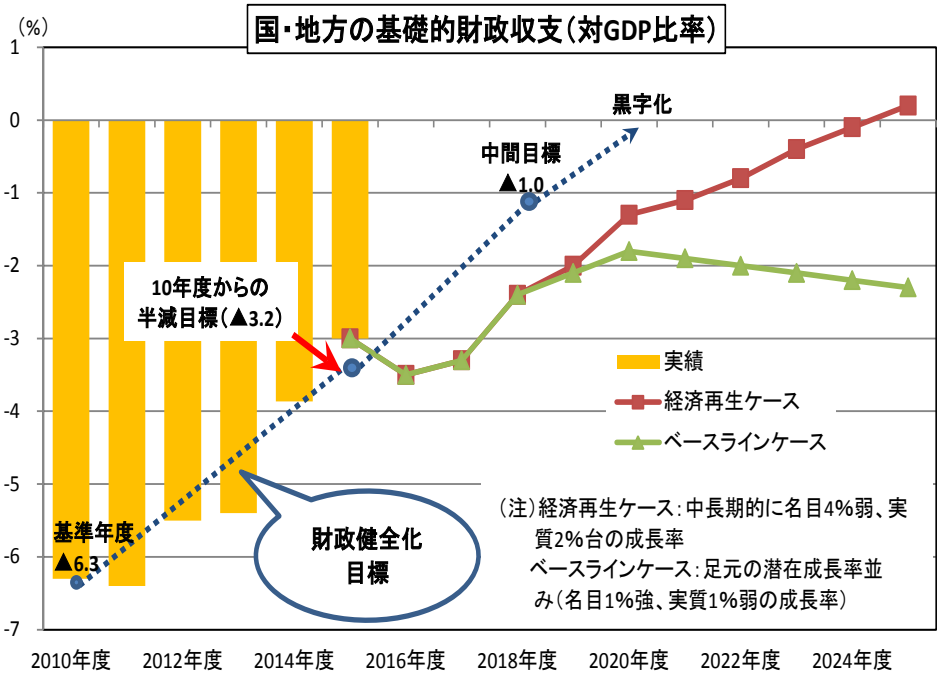
（資料）Bloombergより作成



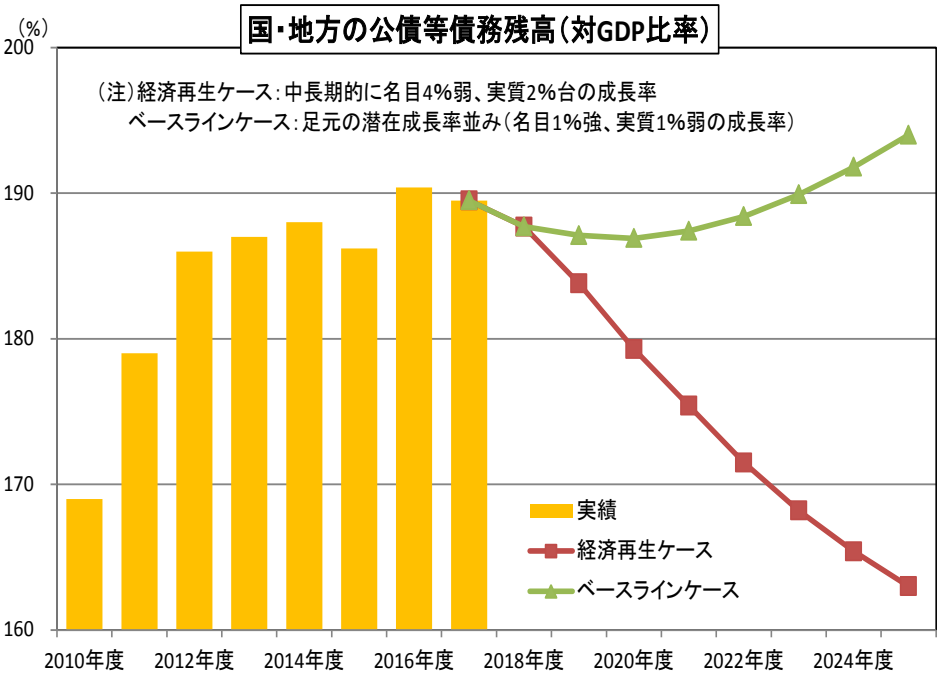
（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3　国内の経済政策

- 消費税増収分の使途変更（債務返済分の一部を幼児教育無償化へ）によって、財政健全化目標（20年度までのPB黒字化）の達成は先送りに
  - 骨太方針2017では、PB黒字化目標に加え、債務残高のGDP比の安定的な低下を目指すことも付加
- 「経済・財政一体改革」の集中改革期間の最終年となる18年度予算も「経済・財政再生計画」「改革工程表」に則って歳出改革、歳入改革を加速する方針
  - 一般歳出：3年で実質1.6兆円増（うち、社会保障関係費は同じく1.5兆円程度）のペースを維持
  - 「人づくり革命」の実現に向けた人材投資や中小企業・サービス産業の生産性向上に資する施策などに重点化
- 経済財政諮問会議の民間議員が安易な補正編成を牽制する中、安倍首相は子育て支援策前倒し、災害対策、日EU・EPAを睨んだ農林水産業強化策を想定した経済パッケージ策定を指示

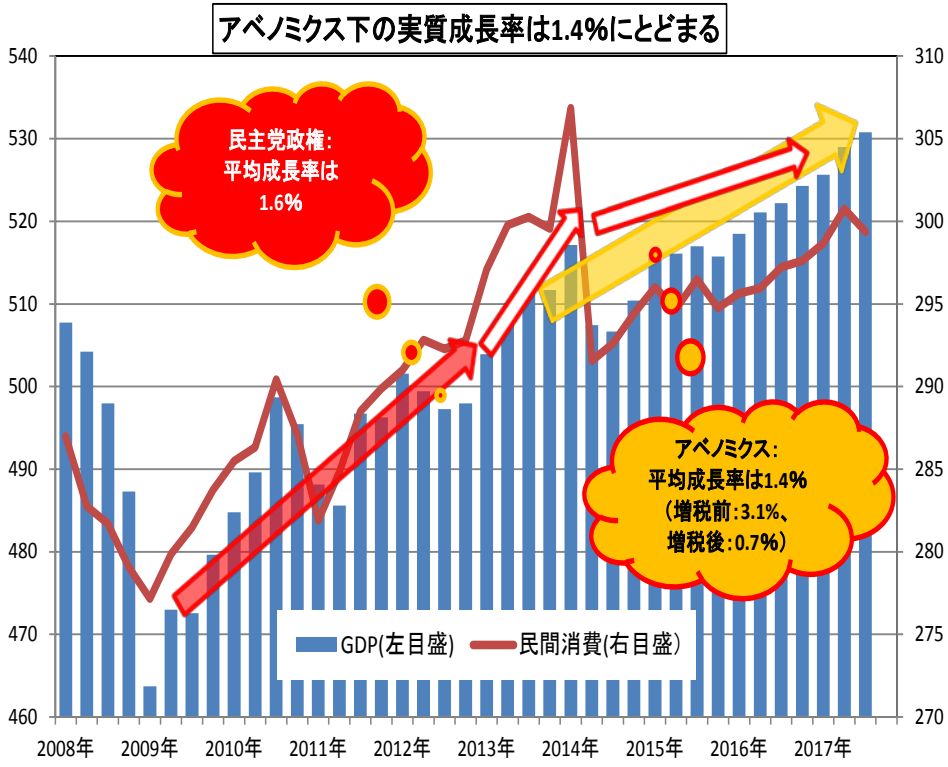


（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

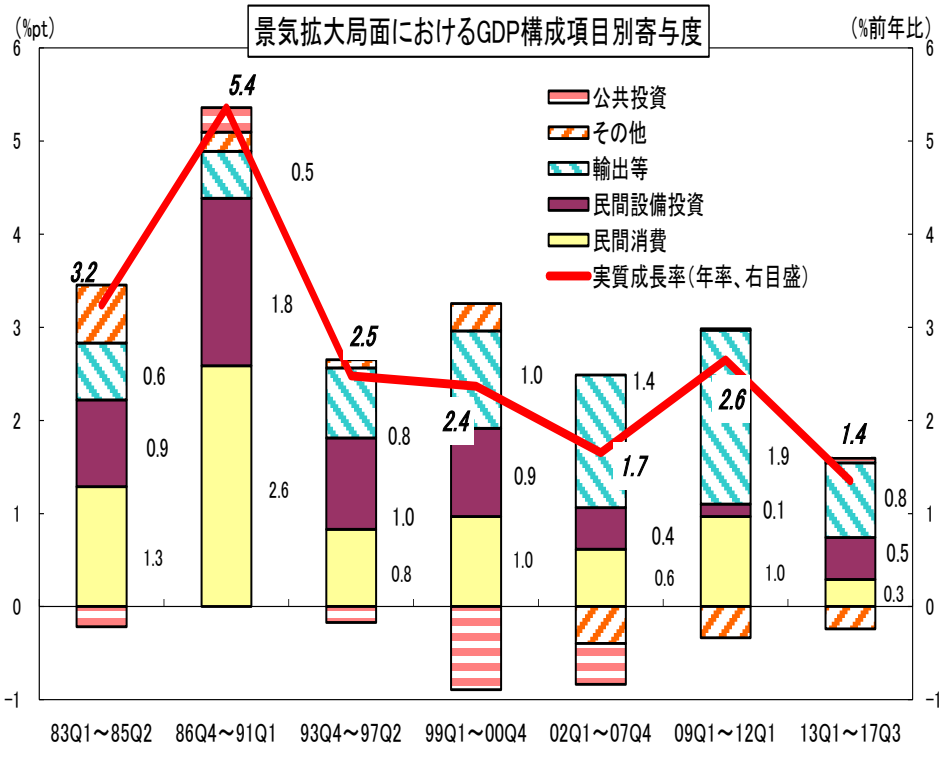


（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

- アベノミクスの評価
  - 総選挙において自民党は「生産性革命」、「人づくり革命」の2大改革を断行、「アベノミクスの加速」を公約に
  - アベノミクスは当初「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げていた
  - 消費税増税前の好調さ（年率3.1%成長）に比べて、増税後はパフォーマンスが低い（同0.8%成長）
    - 期間を通じて同1.4%成長にとどまるなど、民主党政権時（同1.6%成長）と大差ない
  - 2000年代に入ってからの経済成長は「輸出頼み」の構造が定着しているが、最近の好調な企業業績の成果をいかに家計部門に分配し、好循環につなげていけるかが焦点



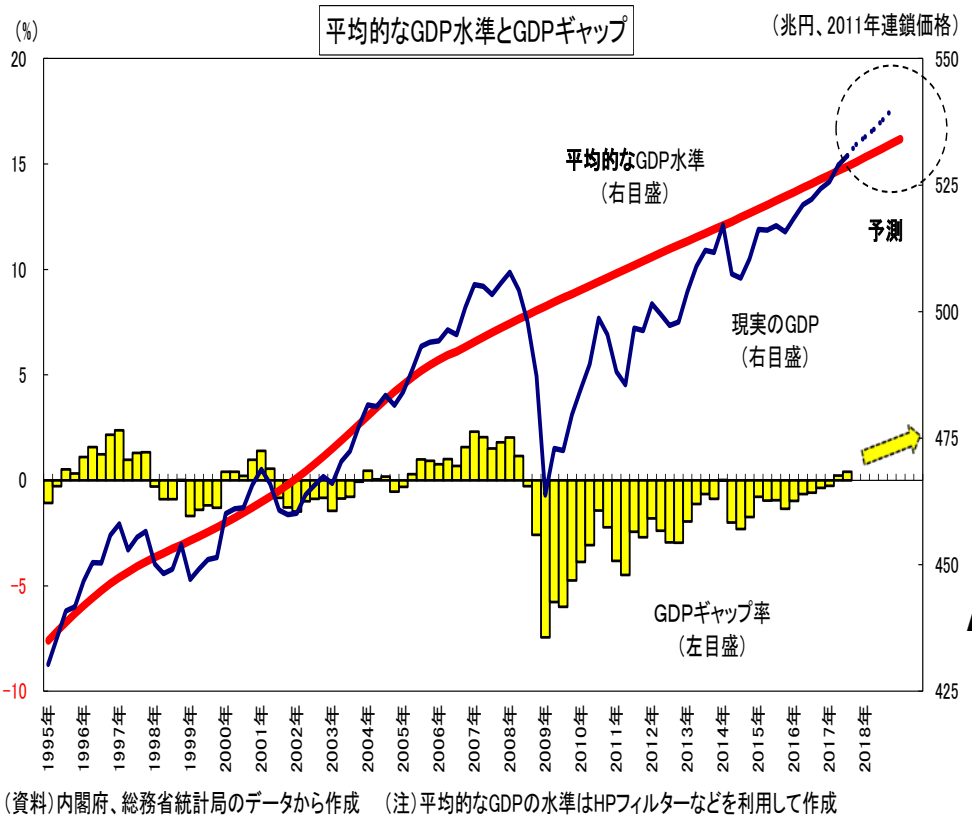
（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）単位は2011年連鎖価格表示、兆円。



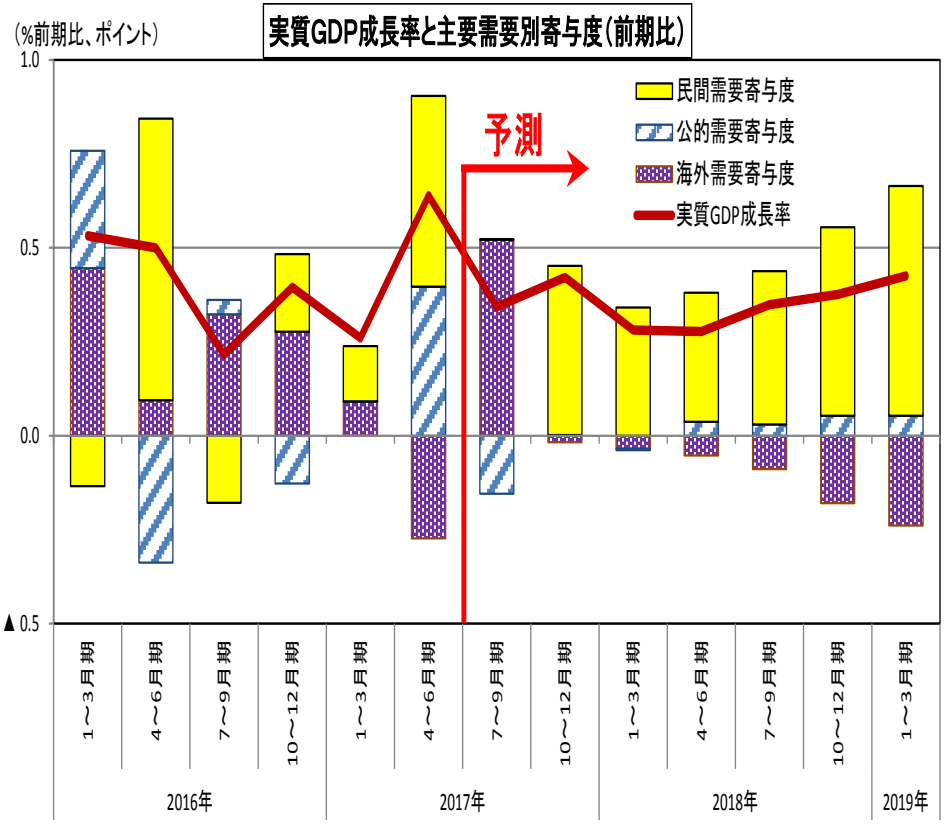
（資料）内閣府資料より農林中金総合研究所作成

4　日本経済・物価の見通し

- 総論　　～2017年度は1.6%成長、18年度は1.3%成長と予測～
  - 足元17年10～12月期は、消費の持ち直しなどから、年率1.7%成長と予想
  - 北朝鮮や中東などの地政学的リスク、米トランプ政権の政策運営など、世界経済の先行き不透明感は根強い
  - 一方、良好な投資環境の下で民間設備投資は増加傾向を続けるほか、労働需給の持続的な引き締まりが家計所得増にも貢献し、民間消費は持ち直し傾向を強めていく
  - 世界経済の回復を受けて輸出は増加傾向をたどるなか、内需回復から輸入も底堅く推移（外需寄与度は概ねマイナスで推移）



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



予測表（年度、半期）

	単位	2016年度（実績）	2017年度（予測）	2018年度（予測）
名目GDP	%	1.1	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.6	1.3
民間需要	%	0.8	1.3	2.0
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	1.3
民間住宅	%	6.6	1.6	0.9
民間企業設備	%	2.5	2.8	4.3
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1
公的需要	%	▲ 0.4	1.0	0.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	2.1	▲ 1.6
輸出	%	3.2	5.4	4.8
輸入	%	▲ 1.3	3.0	5.8
国内需要寄与度	ポイント	0.5	1.3	1.7
民間需要寄与度	ポイント	0.6	1.0	1.6
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.8	0.4	▲ 0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.2	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.7	2.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.3	0.7	1.1
完全失業率	%	3.1	2.8	2.6
鉱工業生産　（前年比）	%	1.2	5.1	4.9
経常収支	兆円	20.2	21.4	20.4
名目GDP比率	%	3.7	3.9	3.6
為替レート	円/ドル	108.4	112.3	115.0
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.05	0.05	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	52.6	55.0

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
（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。

（前期比）

	単位	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	1.6	0.9	0.9	1.3	0.6	0.9
民間需要	%	0.8	1.3	0.8	0.8	2.0	1.0	1.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	0.6	0.3	1.3	0.7	1.0
民間住宅	%	6.6	1.6	1.1	▲ 1.6	0.9	▲ 0.0	3.3
民間企業設備	%	2.5	2.8	0.8	2.2	4.3	2.0	3.1
公的需要	%	▲ 0.4	1.0	1.3	▲ 0.6	0.2	0.2	0.4
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.5	0.1	0.7	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	2.1	4.5	▲ 3.7	▲ 1.6	▲ 0.7	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.1	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 0.5	▲ 2.1	▲ 1.2	▲ 3.0
輸出	%	3.2	5.4	1.5	3.5	4.8	2.3	2.6
輸入	%	▲ 1.3	3.0	1.3	0.6	5.8	3.0	4.8
内需寄与度（前期比）	%	0.5	1.3	1.0	0.5	1.7	0.8	1.1
民間需要（　〃　）	%	0.6	1.0	0.6	0.6	1.6	0.8	1.0
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.1	0.3	0.3	▲ 0.1	0.1	0.0	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	0.4	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	0.5	0.8	0.8	0.8
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前期比）	%	1.2	5.1	2.4	2.6	4.9	2.4	2.4
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	97.5	95.1	97.9	92.3	98.0	95.0	101.0
経常収支	兆円	20.2	21.4	10.9	10.5	20.4	10.1	10.3
貿易収支	兆円	5.7	4.8	2.3	2.5	4.6	2.3	2.3
外国為替レート	ドル/円	108.4	112.3	111.0	113.5	115.0	115.0	115.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	52.6	51.5	53.8	55.0	55.0	55.0

（前年同期比）

	単位	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	%	1.1	1.8	1.4	2.2	2.2	2.2	2.2
実質GDP	%	1.3	1.6	1.6	1.7	1.3	1.3	1.4
民間需要	%	0.8	1.3	1.0	1.6	2.0	1.8	2.3
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	1.2	1.1	1.3	1.1	1.5
民間住宅	%	6.6	1.6	3.3	▲ 0.1	0.9	▲ 1.2	3.0
民間企業設備	%	2.5	2.8	2.9	2.9	4.3	4.0	4.5
公的需要	%	▲ 0.4	1.0	0.8	1.0	0.2	▲ 0.1	0.6
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	2.1	1.6	1.9	▲ 1.6	▲ 3.2	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.1	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 0.5	▲ 2.1	▲ 1.2	▲ 3.0
輸出	%	3.2	5.4	6.7	4.3	4.8	5.1	4.5
輸入	%	▲ 1.3	3.0	3.3	2.7	5.8	4.4	7.1

国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.7	2.5	2.8	2.4	2.4	2.5
全国消費者物価（　〃　）	%	▲ 0.3	0.7	0.5	0.8	1.1	1.0	1.2
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前年比）	%	1.2	5.1	5.2	5.1	4.9	5.0	4.8

（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。

予測表（四半期）

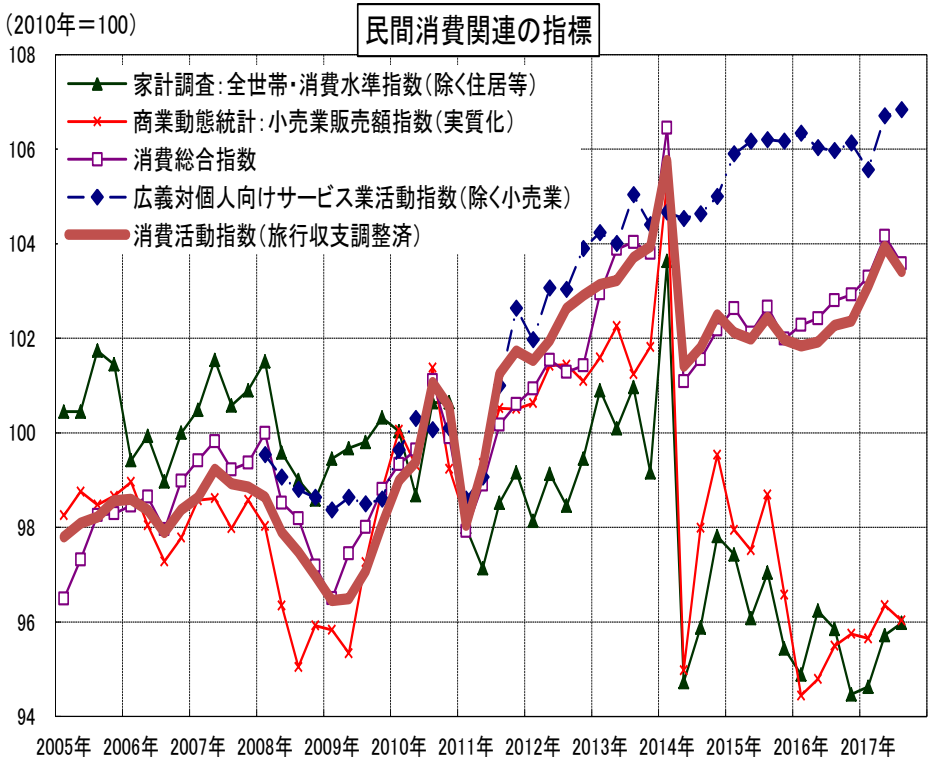
（→予測）

	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	%	1.0	0.1	0.0	0.5	▲ 0.0	0.6	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
実質GDP	%	0.5	0.5	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
（年率換算）	%	2.1	2.0	0.9	1.6	1.0	2.6	1.4	1.7	1.1	1.1	1.4	1.5	1.7
民間需要	%	▲ 0.2	1.0	▲ 0.2	0.3	0.2	0.7	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.7	▲ 0.5	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
民間住宅	%	0.9	3.2	2.9	0.3	0.9	1.1	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.5	1.5	2.5
民間企業設備	%	▲ 0.1	1.4	▲ 0.1	1.9	0.5	0.5	0.2	1.5	0.8	1.0	1.1	1.2	1.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	▲ 1.3	0.2	▲ 0.5	0.0	1.6	▲ 0.6	0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	▲ 1.4	0.3	0.0	▲ 0.0	0.6	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 2.7	0.1	5.8	▲ 2.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.5	0.5
輸出	%	▲ 0.1	▲ 0.8	2.1	3.0	1.9	▲ 0.2	1.5	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	1.2
輸入	%	▲ 2.0	▲ 1.3	0.1	1.2	1.4	1.4	▲ 1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	2.0	2.5
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.4	▲ 0.1	0.1	0.1	0.9	▲ 0.2	0.5	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	0.2	0.1	0.5	0.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.0	0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.2	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.8	▲ 0.4	0.1	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.1	2.9	3.0	2.7	2.5	2.3	2.4	2.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.3
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	0.4	2.0	0.8	1.2	1.5	1.0	1.2
経常収支（季節調整値）	兆円	5.2	4.7	4.9	5.1	5.4	4.8	6.1	5.3	5.2	5.0	5.1	5.1	5.2
名目GDP比率	%	3.9	3.5	3.6	3.8	4.0	3.5	4.5	3.9	3.8	3.6	3.7	3.6	3.7
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	109.3	113.6	111.1	111.0	113.0	114.0	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	▲ 0.04	▲ 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	0.07	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	46.0	55.4	53.4	49.6	52.5	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0

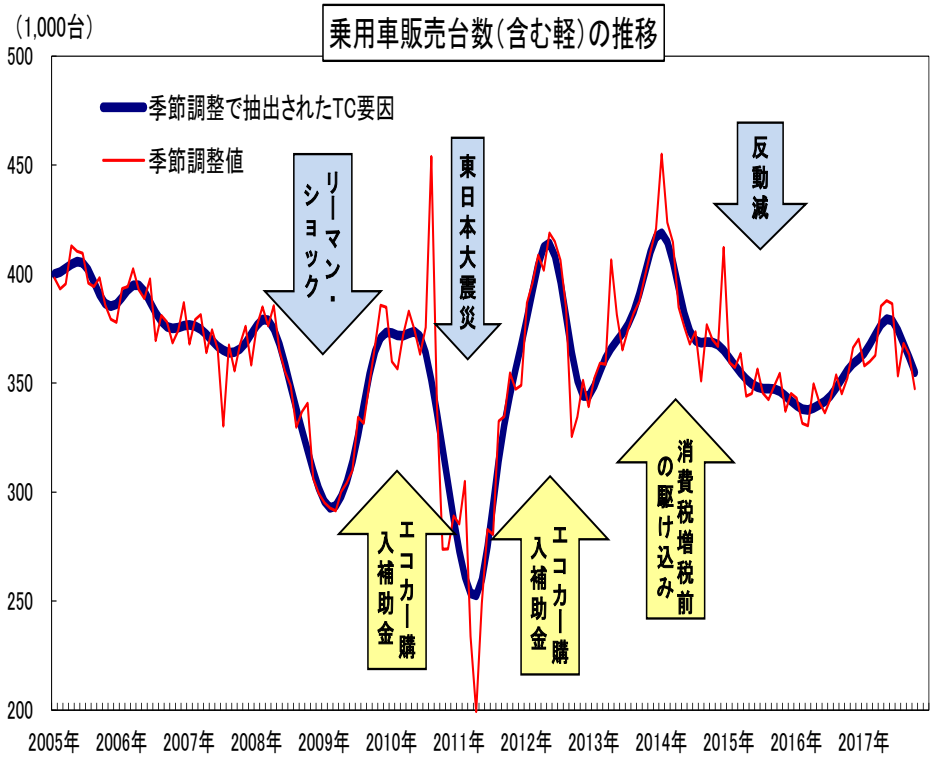
（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）

（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。

- 民間消費
  - 16年夏に低下した消費性向は、その後1年かけて落ち込む前の水準に回復、その過程で消費は上振れたが、17年夏場以降は再び消費性向が低下しており、7～9月期の消費抑制につながった
  - 17年秋以降、乗用車販売台数が減少に転じる
    - しばらくは無資格検査問題の影響が出る可能性も
  - 労働需給の逼迫によって賃金上昇率が徐々に高まり、先行きの消費を下支えするものの、政府・与党の所得税増税方針もあり、回復ペースは緩やかと予想
  - 実質民間最終消費支出は17年度：前年度比1.2%、18年度は同1.3%と予測

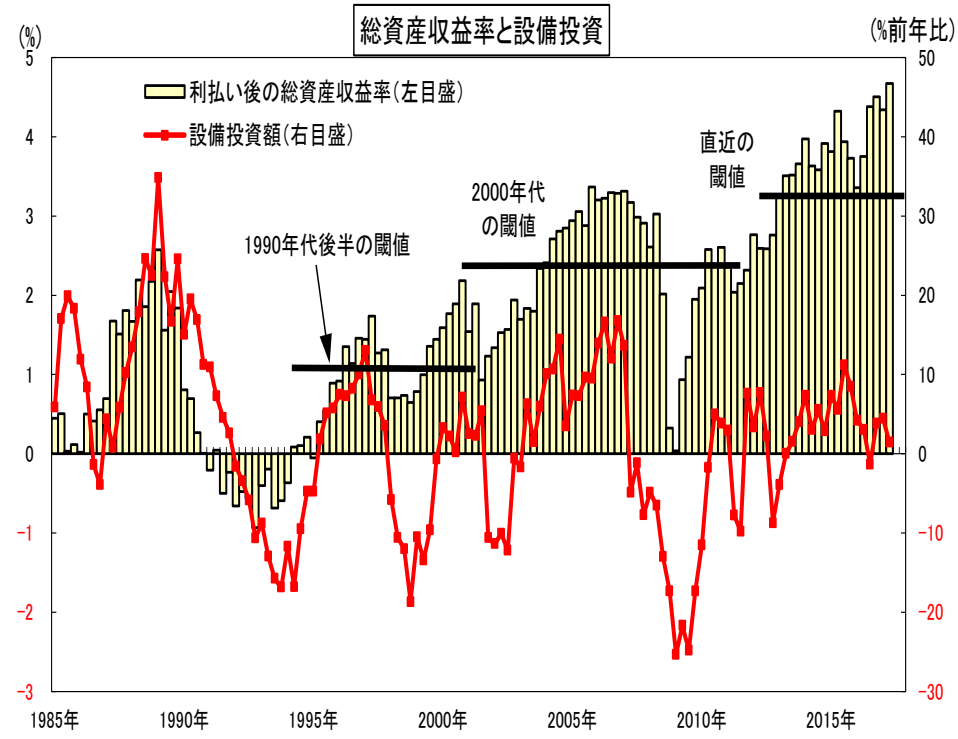


(資料)内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行の各統計より作成

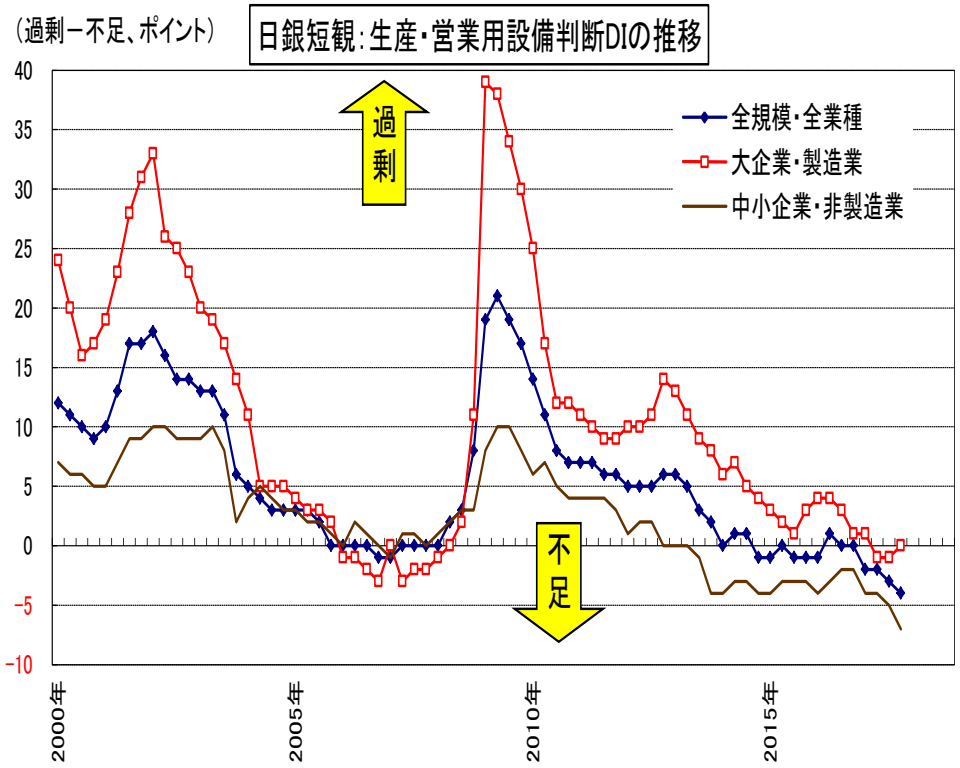


(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

- 民間設備投資
  - 非製造業（特に中小企業）を中心に設備不足感が高まっている
  - 総資産収益率（利払い後）は十分高く、かつ経営者マインドも堅調であり、設備投資環境は良好
  - 堅調な企業業績を背景に、①更新需要の積み上がり、②省力化・省人化投資ニーズの高まり、③20年の東京オリパラ向けの特需、④低金利環境による資金調達の容易さ、などにより、設備投資需要は今後とも堅調に推移すると予想
  - 実質民間企業設備投資は、17年度：前年度比2.8%、18年度は同4.3%と予測

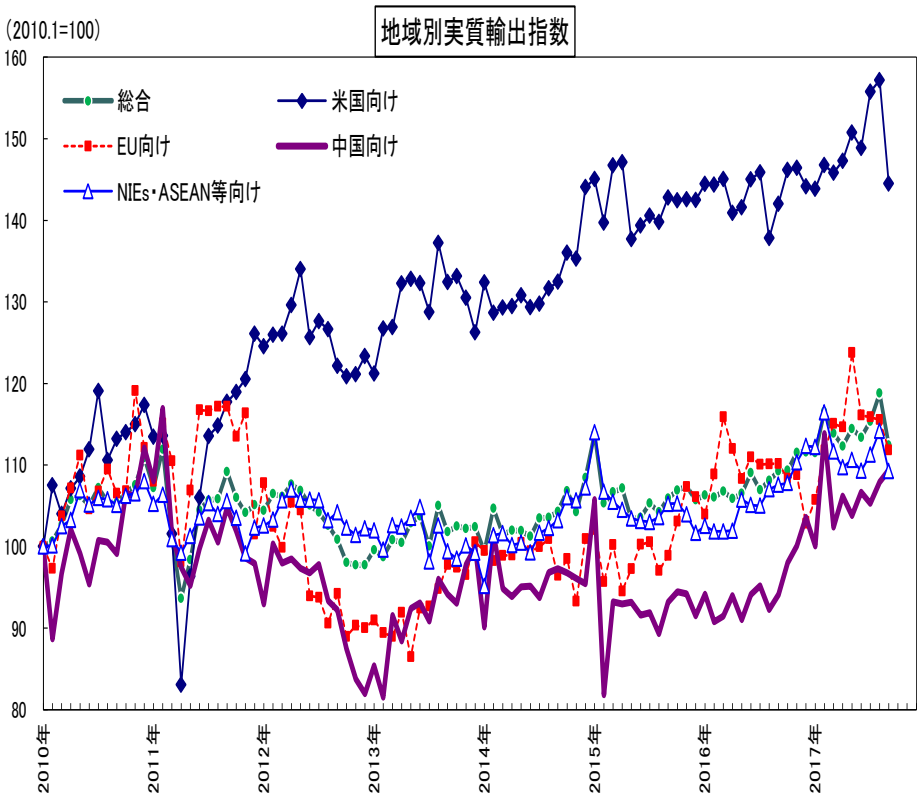


（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後の総資産収益率＝（経常利益+支払利息等）/総資産－借入金利

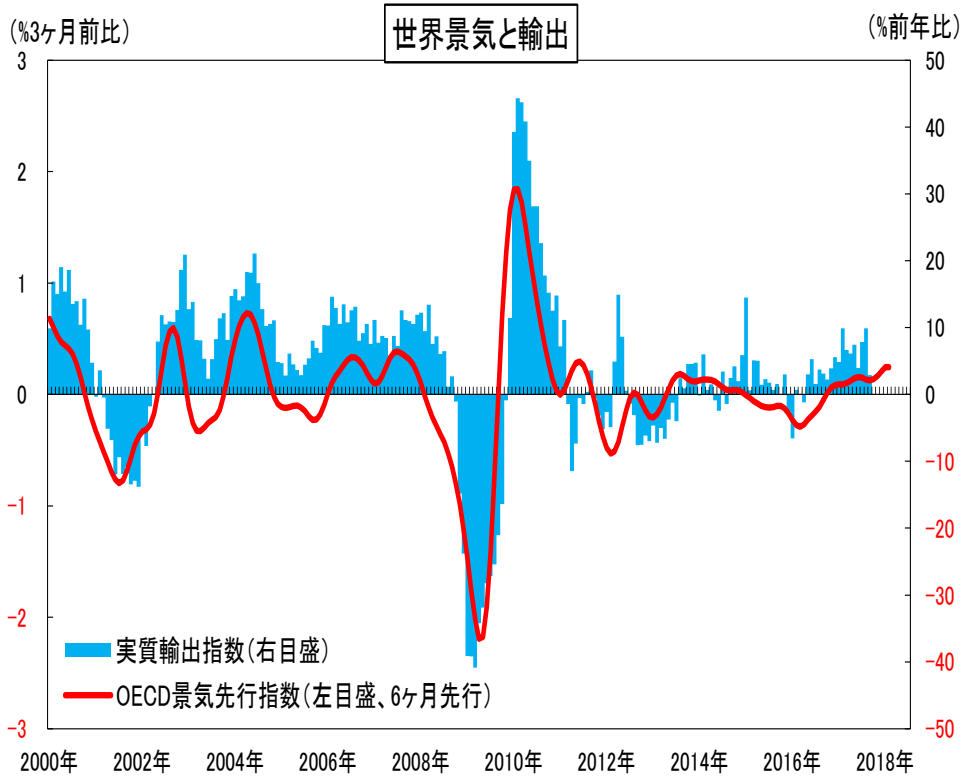


（資料）日本銀行　（注）最後の期はその直前の期における見通し

- 輸出入動向
  - 世界経済は新興国経済が主導する形で着実な回復基調をたどると予想されることから、輸出も緩やかな増加ペースを継続（17年度は前年度比5.4%、18年度は同4.8%）
  - 国内需要が堅調に推移することから、輸入も増加傾向をたどる（17年度は前年度比3.0%、18年度は同5.8%）
    - 特に、18年度下期以降は、次回の消費税増税を控えて増加ペースが徐々に強まる
  - 経常収支は緩やかに黒字幅を拡大する見込み

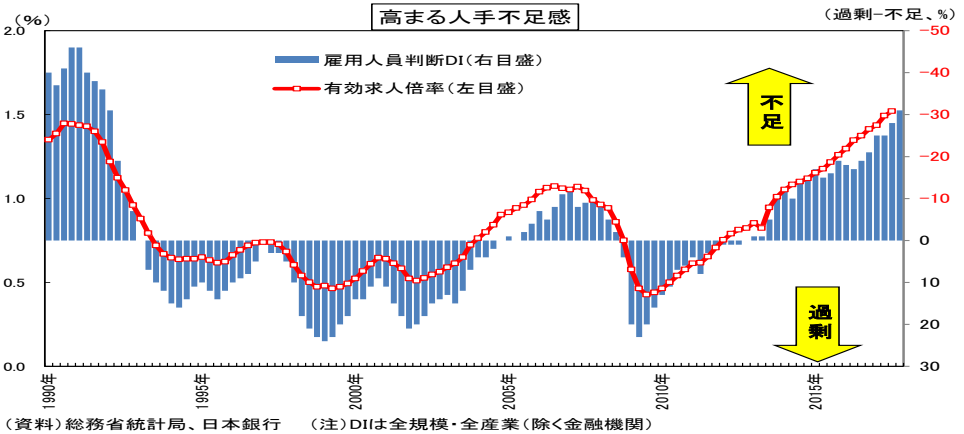


(資料)日本銀行　(注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

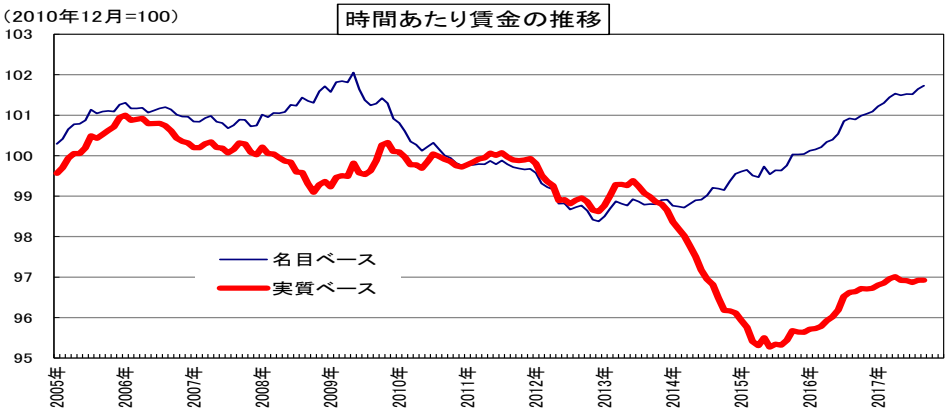


(資料)OECD、日本銀行　(注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

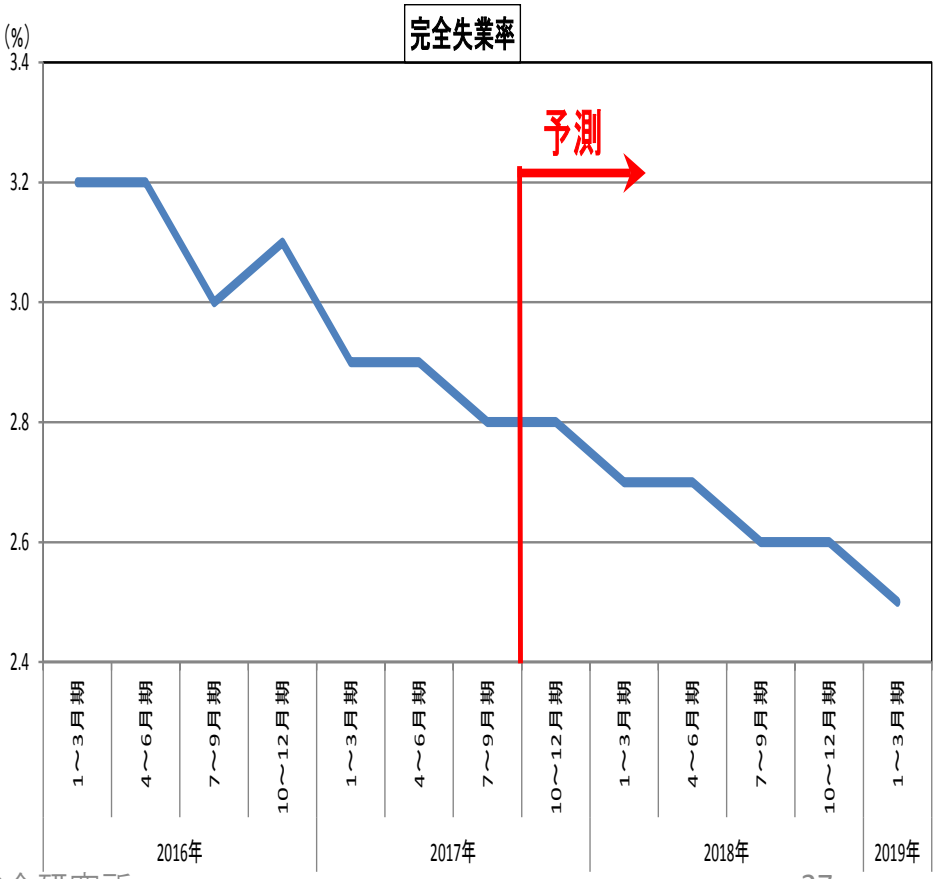
- 雇用情勢
  - 景気改善を受けて、企業の人手不足感は強まっている一方、労働供給の余力も乏しくなりつつあり、今後とも労働需給は逼迫方向に推移する
  - 加えて、賃上げ抑制要因だった「非正規化」の一服や団塊世代・ポスト団塊世代の労働市場からの退出などを考慮すると、賃上げ率は徐々に高まっていく方向
  - 失業率は、17年度は2.8%、19年度は2.6%と、緩やかな低下傾向が続くと予測



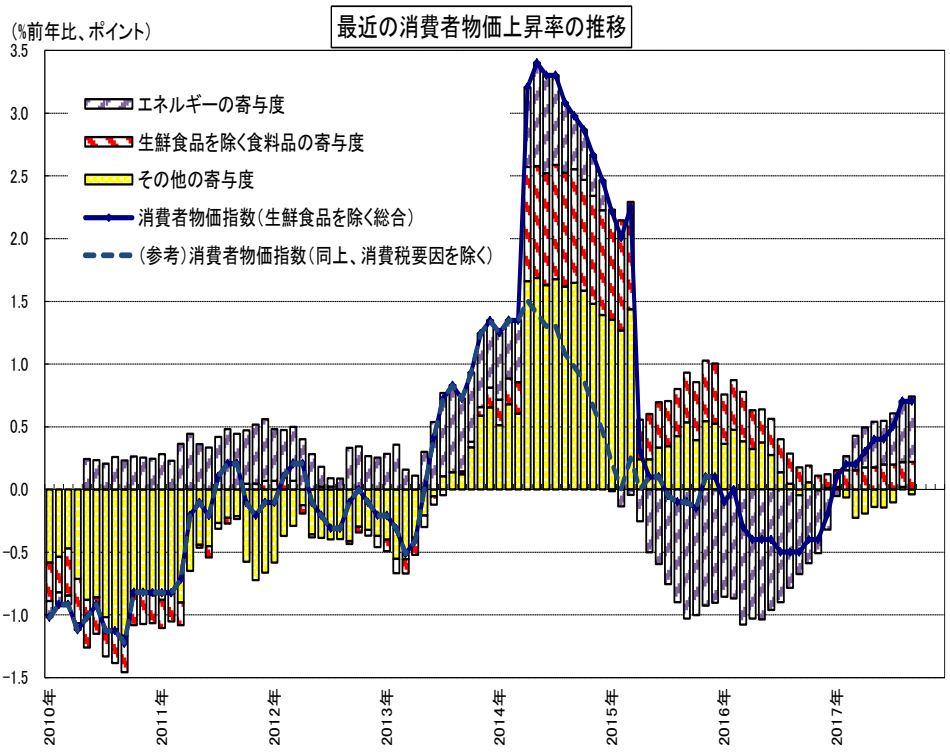
（資料）総務省統計局、日本銀行　（注）DIは全規模・全産業（除く金融機関）



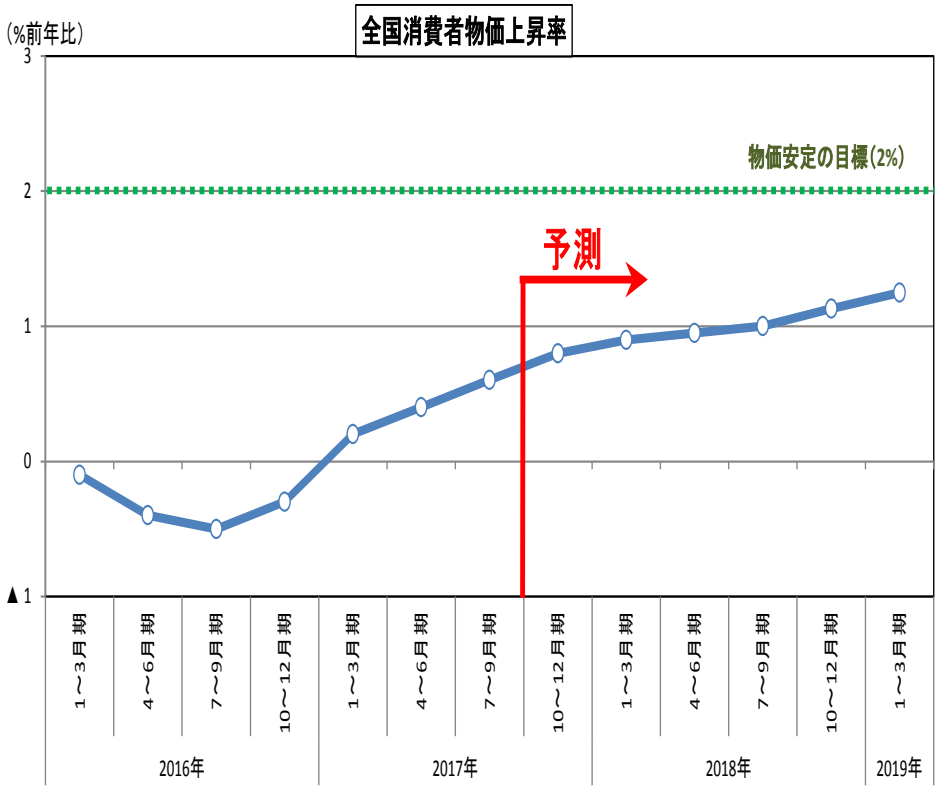
（資料）厚生労働省　（注）現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均



- 物価動向
  - 17年入り後、消費者物価は前年比プラスに転じたが、それを牽引したエネルギーの押上げ効果はすでに出尽くしているほか、携帯電話機の値下がりが物価を押し下げている
  - 一方、国内企業物価・消費財は円安効果によって上昇傾向を高めており（10月：前年比2.0%）、先行き消費者物価に波及していくとみられる
  - 労働需給の引き締まり、消費の持ち直しにより、物価上昇率は徐々に高まっていく
  - 17年の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比0.7%、18年度は同1.1%と予測、19年1～3月期には同1.3%まで上昇するが、日銀が目標とする前年比2%はまだ遠い



（資料）総務省統計局の公表統計より作成



5　金融政策の見通し

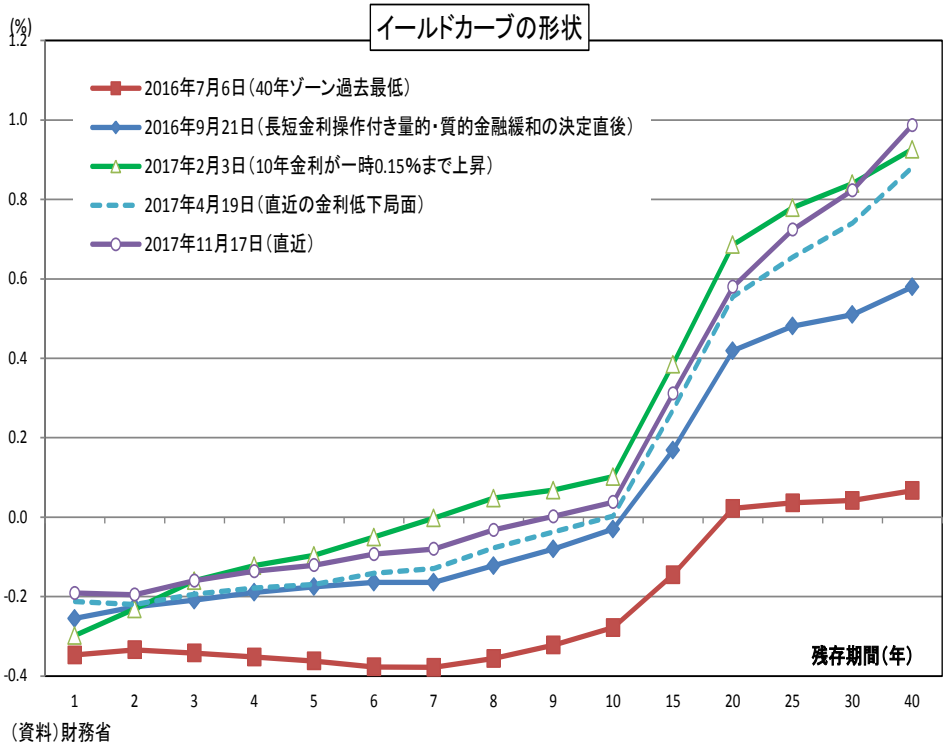
- 16年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続
  - 金融仲介機能などに配慮し、イールドカーブをある程度立たせるため、マイナスの短期政策金利と、「10年ゼロ%」の長期金利誘導目標を組み合わせる（YCC）
  - 操作目標は「量」から「金利」に変更しているが、保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っている
  - 日本銀行は、金融緩和とは「実質利子率を自然利子率以下に誘導すること」と再定義している模様
  - 金利上昇局面では、指値オペ、固定金利オペ、国債買入れ額増額などを駆使して対応
  - 日本銀行の国債保有シェアは18年度中には50%超になる可能性

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

（兆円）　（兆円）

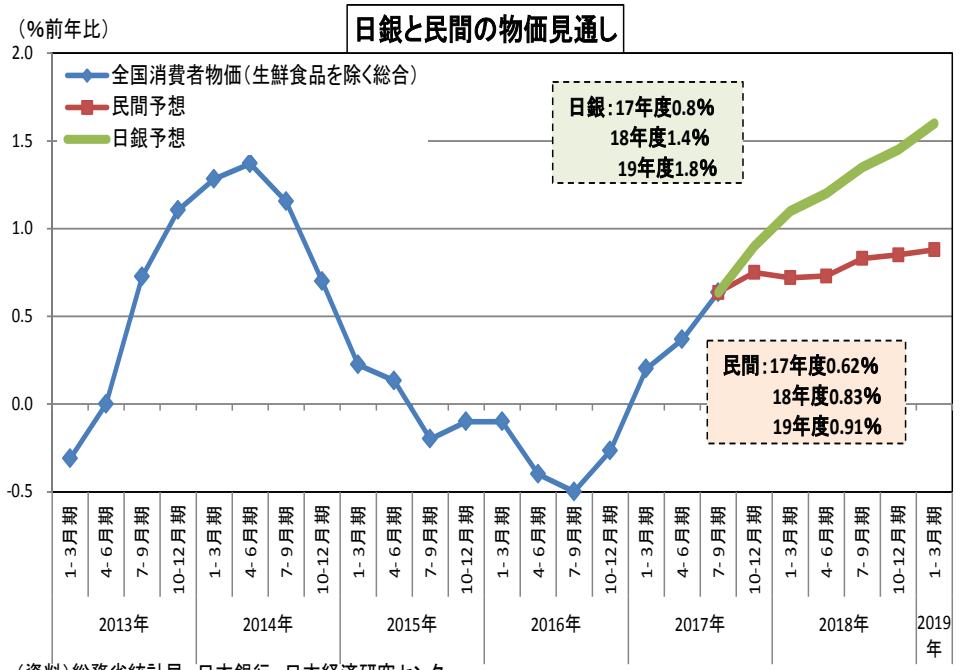
	2012年末（実績）	13年末（実績）	14年末（実績）	15年末（実績）	16年末（実績）	17年10月末（実績）	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	518	拡大方針
（バランスシート項目の内訳）							
長期国債	89	142	202	282	361	412	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	16.1	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.44	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	48	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	518	
銀行券	87	90	93	98	102	102	
当座預金	47	107	178	253	330	370	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	518	

（資料）日本銀行　（注）長期国債は16年10月末から63兆円の増加

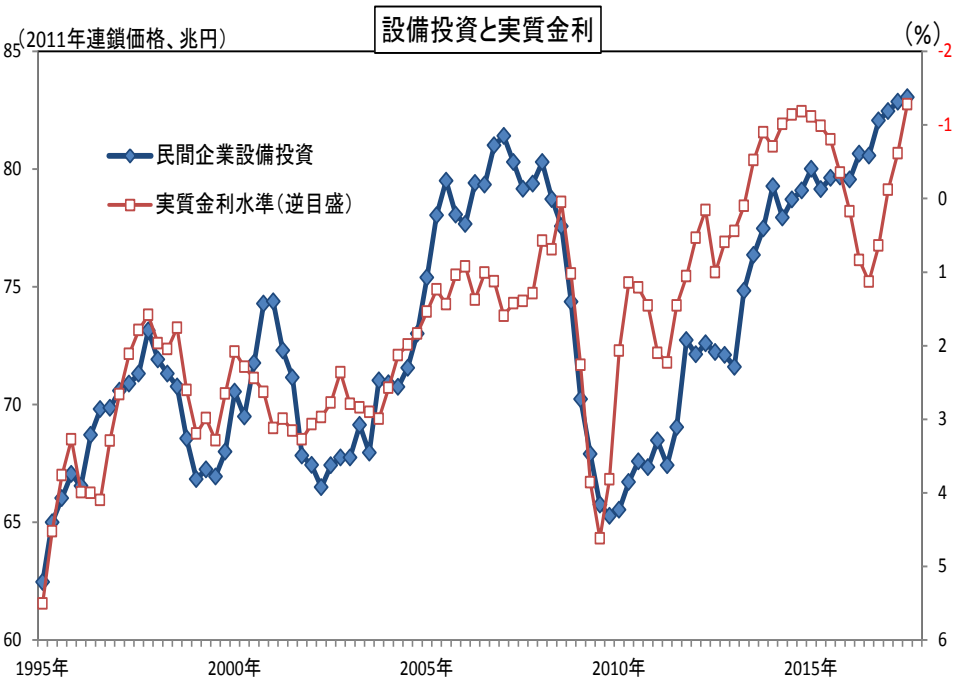


（資料）財務省

- 当面は現行政策を継続するものと予想
  - YCCにより、実質金利を再びマイナス状態に押下げることができたが、今後の物価上昇を考慮すると、さらに実質金利が低下し、経済・物価への波及効果が強まることを期待している
- 9月の金融政策決定会合以降、1人の政策委員が追加緩和の必要性を訴えているが、今後の物価動向次第では追加緩和派が増える可能性も
- 一方で、FRBの金融政策正常化、ECBの買入れ減額など、他の先進国・地域の金融政策は出口に向かいつつあるなか、日銀が大規模緩和を続けることを危惧する意見も
  - 過度の低金利状態が長期化すれば、経済・金融システムに悪影響を与えることも



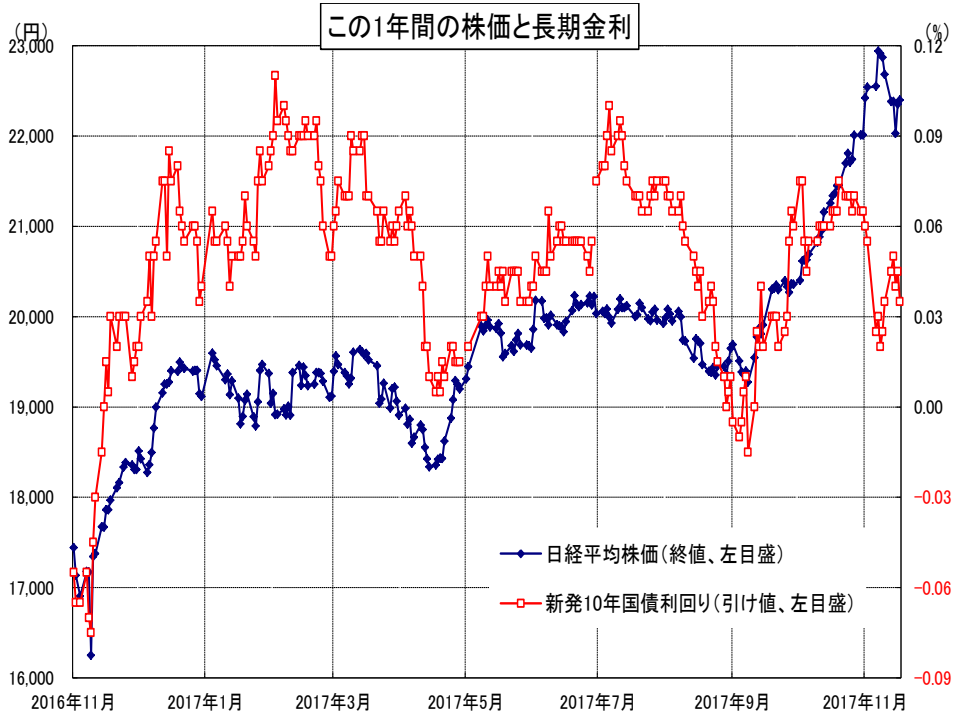
（資料）総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
（注）消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査（10月）を使用、日銀予想は展望レポート（11月）より作成。



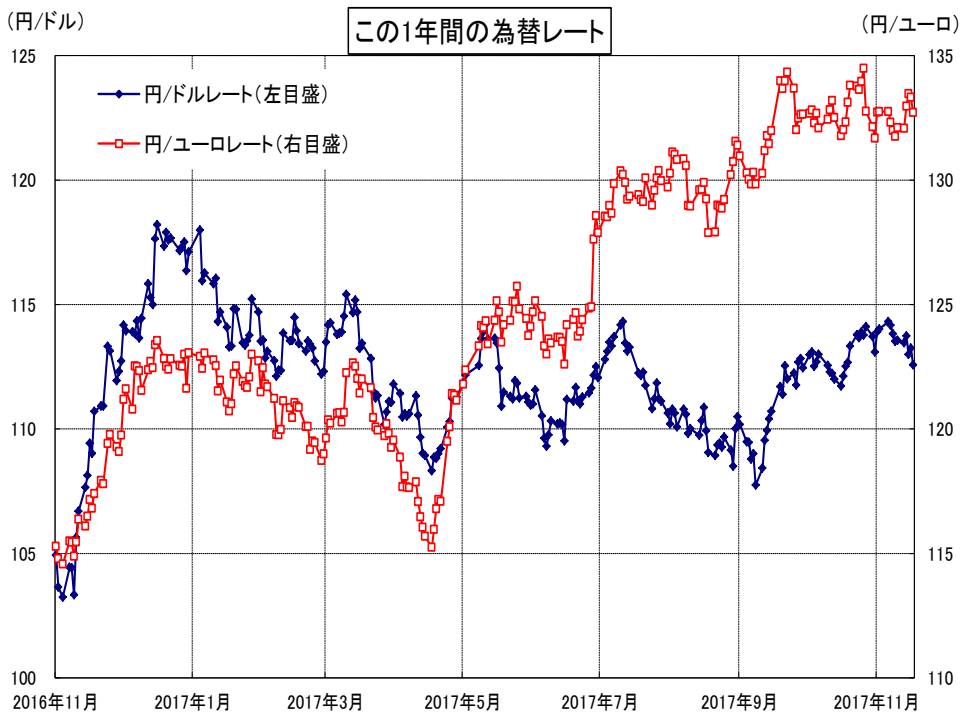
（資料）財務省、内閣府経済社会総合研究所
（注）実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

6　金融市場の見通し

- 北朝鮮情勢など地政学的リスクが残るが、内外経済の堅調さ、良好な企業決算を背景に、米国株式市場は断続的に史上最高値を更新、円安傾向との相乗効果や総選挙での与党圧勝が好感され、日経平均株価は一時23,000円台を回復、約26年ぶりの高値水準まで上昇
- 日本以外のG7中央銀行は金融緩和策からの転換を図りつつあり、その影響が注目される
  - FRB：既に4回の利上げに加え、バランスシート縮小を開始
  - ECB：18年1月から9月までの資産買入れ額を月300億ユーロに半減、終了時期はオープンエンド
  - BOE（イングランド銀行）：11月に10年ぶりの利上げを決定
  - BOC（カナダ銀行）：7月に7年ぶりの利上げ、9月に追加利上げ



（資料）Nikkei Financial Quest



（資料）Nikkei Financial Quest　（注）ともに東京市場の17時時点のレート。

- 長期金利
  - 海外からの利上げ圧力を受ける場面も想定され、概ね「0.0～0.1%」のレンジ内で推移
  - 日銀の設定した長期金利操作目標（10年ゼロ%）から大きく外れる可能性は小さいが、超長期ゾーンには継続的に上昇圧力がかかる
- 株価
  - 日経平均株価は23,000円台を回復した後、スピード調整で1,000円超の下落
  - 先行きは、内外経済の改善基調継続を前提に再び上値を追う展開に
- 為替レート
  - 日本と他の先進国・地域の金融政策の方向性に乖離しつつあるため、一定の円安圧力が発生している
  - ただし、地政学的リスクが根強いほか、トランプ米大統領による経常黒字国批判などが強まる可能性もあり、一方的な円安進行はない

金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2017年		2018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）		(%)	0.0630	0.05～0.07	0.05～0.07	0.05～0.08	0.05～0.08
国債利回り	10年債	(%)	0.035	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	-0.120	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	112.6	105～118	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ	(円/ユーロ)	132.7	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	22,396	22,500±1,500	22,750±1,500	23,000±1,500	23,250±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11月17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。