

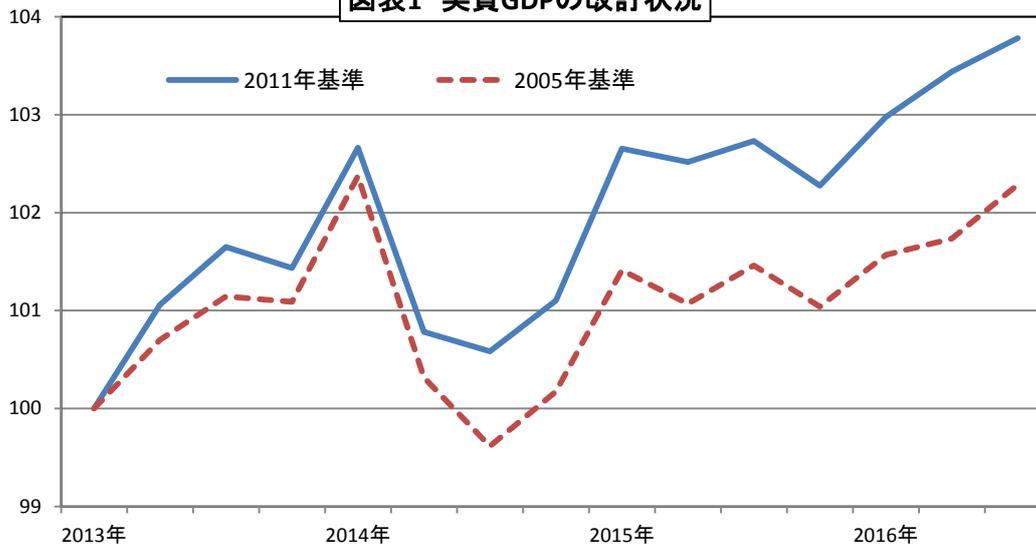
## 2016～18 年度改訂経済見通し(2次 QE 公表後の改訂)

～16 年度:1.1%、17 年度:1.1%、18 年度:1.2%～

南 武志

2016 年 7～9 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) の公表などを受けて、当総研は 11 月 17 日に公表した「2016～18 年度経済見通し」の見直しを行った。なお、今回は 2 次 QE に合わせて、毎年未恒例の年次改定のほか、基準年改定 (2005 年基準から 11 年基準へ)、1993SNA から 2008SNA への移行も同時に実施されており、GDP 統計の計数が遡及改定されている。具体的には、15 年度の名目 GDP は 532 兆円 (旧基準では 501 兆円) へ、足元 7～9 月期は 537 兆円 (同 506 兆円) へ、いずれも 31 兆円程度嵩上げされた格好となった。

図表1 実質GDPの改訂状況



(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)2013年1～3月期=100

**7～9 月期は下方修正だが、遡及改定で全体が嵩上げ**

1 次 QE では、7～9 月期の経済成長率は前期比年率 2.2%と、ほぼ外需 (寄与度 (年率換算) は 1.8 ポイント) に牽引されたとはいえ、3 四半期連続かつ高い伸びを達成した。一方で、民間需要の寄与度 (同) は 0.2 ポイントと鈍い状態であった。加えて、国内での価格転嫁状況を示す GDP デフレーターは前年比▲0.1%と 11 四半期ぶりの下落に転じた。

一方、今回発表された 2 次 QE は、民間消費が上方修正された

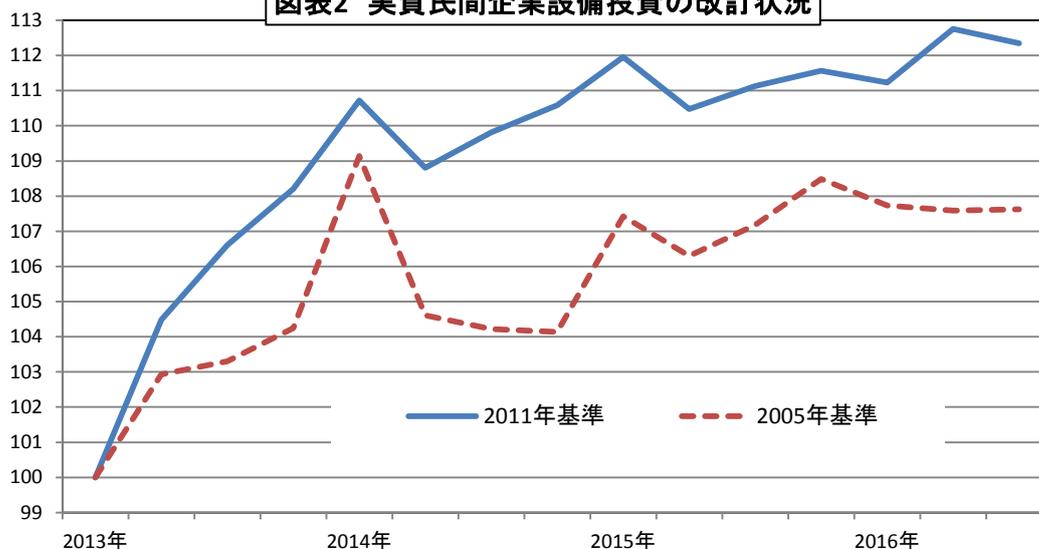
## 民間設備投資の活性化

ものの、民間設備投資、民間在庫投資、外需などが下方修正された結果、経済成長率は同 1.3% へ下方修正された。また、GDP デフレーターも前年比▲0.2% へ下方修正された。

ただし、冒頭で紹介した GDP の遡及改訂によって、①14 年 4 月の消費税増税後の落ち込みが小さくなり、かつ立ち直りも早まったこと、②最近の GDP 経路の勾配がやや大きくなっていること、などが見て取れる。

それゆえ、今回の改訂によって、従来の認識を多少修正しなくてはならない面もあるのは否めない。例えば、既に賞味期限切れと評されていたアベノミクスについては、始動後の平均成長率は 1.3%（従来は 0.9%）へ、かつこの間の民間企業設備投資の年率増加率は 3.0%（従来は 1.4%）へ、ともに引き上げられた。「民間投資を喚起する成長戦略」は十分とは言えないが、進展は見られると言えなくもない。

図表2 実質民間企業設備投資の改訂状況



(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)2013年1~3月期=100

## 消費税増税の悪影響もやや軽減

また、消費税増税の影響についての認識も修正する必要があるだろう。8兆円規模の増税措置は、デフレ脱却に向けて邁進していた日本経済に冷や水を浴びせて御破算にしてしまった事実は変わらないが、持ち直しがなかなか進まないと言われていた民間消費も、過去9四半期の年率成長率は 0.8%（従来は 0.3%）へ上方修正されており、ある程度は持ち直している様子も見取れるようになった。

**景気見通し：徐々に回復傾向が強まる**

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。11月に公表した「2016～18年度経済見通し」では、「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」との景気シナリオを提示した。その後も金融市場ではトランプ相場が継続しており、為替レートは見通し公表時から5円程度円安が進み、長期金利は小幅プラスが定着、日経平均株価は800円近く上昇しているが、実際に政権運営が始まればある程度の調整がされる可能性もある。ドル高（円安）には輸出企業の業績を膨らませる効果もある半面、米国経済、さらには新興国経済にはマイナスの側面もあり、手放しで歓迎もできない。それゆえ、現時点で11月に公表した見通しを修正する必要はあまりないと考えている。

基本的に、家計所得やマインドの改善を受けて、民間消費の持ち直し基調は次第に強まる可能性が高いだろう。また、失業者が約22年ぶりに200万人を割るなど、労働需給は徐々に引き締まっているが、その傾向はしばらく続くだろう。こうした動きはいずれ賃上げに波及するものと期待され、それが所得環境の改善を後押しするだろう。

また、輸出もトランプ政権下で米国経済の景気拡大が継続すること、構造調整に直面する中国経済も秋頃の共産党大会を控えて景気刺激策を打ち出す可能性が高いことなどから、今後とも緩やかな増勢を維持するものと思われる。

こうした内外需の改善もあり、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たどるだろう。

以上から、16年度の経済成長率は1.1%（前回11月（0.9%）から上方修正）、17年度は1.1%（変更なし）、18年度は1.2%（同）とした。

**物価見通し：17年は緩やかに上昇率を高める**

また、足元では前年比下落状態となっている消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）であるが、17年初頭にはエネルギーの押下げ効果が弱まることから物価上昇率はプラスに転じ、その後は緩やかに上昇率を高めていくだろう。

図表3 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	1.0	1.4	1.9
実質GDP	%	1.3	1.1	1.1	1.2
民間需要	%	1.1	0.7	0.9	1.8
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.9	1.3
民間住宅	%	2.7	5.6	▲ 2.4	2.4
民間企業設備	%	0.6	1.5	1.6	3.8
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	1.2	0.8	2.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	2.0	0.7	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	0.7	8.5	▲ 3.8
輸出	%	0.8	0.6	1.3	1.5
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.7	1.8	2.0
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.9	1.3	1.4
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.6	0.7	1.4
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	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.0	0.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 3.0	0.4	1.6
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	0.7	3.3	2.9
経常収支	兆円	17.7	19.6	21.1	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	107.1	112.5	110.0
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	▲ 0.09	▲ 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。

### 今後の金融政策 運営：しばらくは 静観を継続か

こうした中、日本銀行の政策運営については「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入に伴い、物価上昇のモメンタムに悪影響を及ぼすような事態がない限り、粘り強く現状程度の金融緩和を継続するスタンスに変更したものと捉えられており、世界的にリスクオフが強まり、過度に円高が進むなどの事態でもない限り、静観姿勢を続けるものと思われる。

こうした中、足元では上昇圧力がかかっている長期金利（新発10年国債利回り）も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して、操作目標（ゼロ%）程度での推移が続くだろう。なお、国債買入れ（現状は保有残高の年間増加額80兆円ペースをめぐり）については、金利上昇圧力が残るなかでは減額は先送りされる可能性が高いだろう。