



農林中金総合研究所 2017～18年度改訂経済見通し

自律回復が始まった民間最終需要

～2017年度：1.8%（上方修正※）、18年度：1.2%（下方修正※）～

※いずれも6月時点との比較

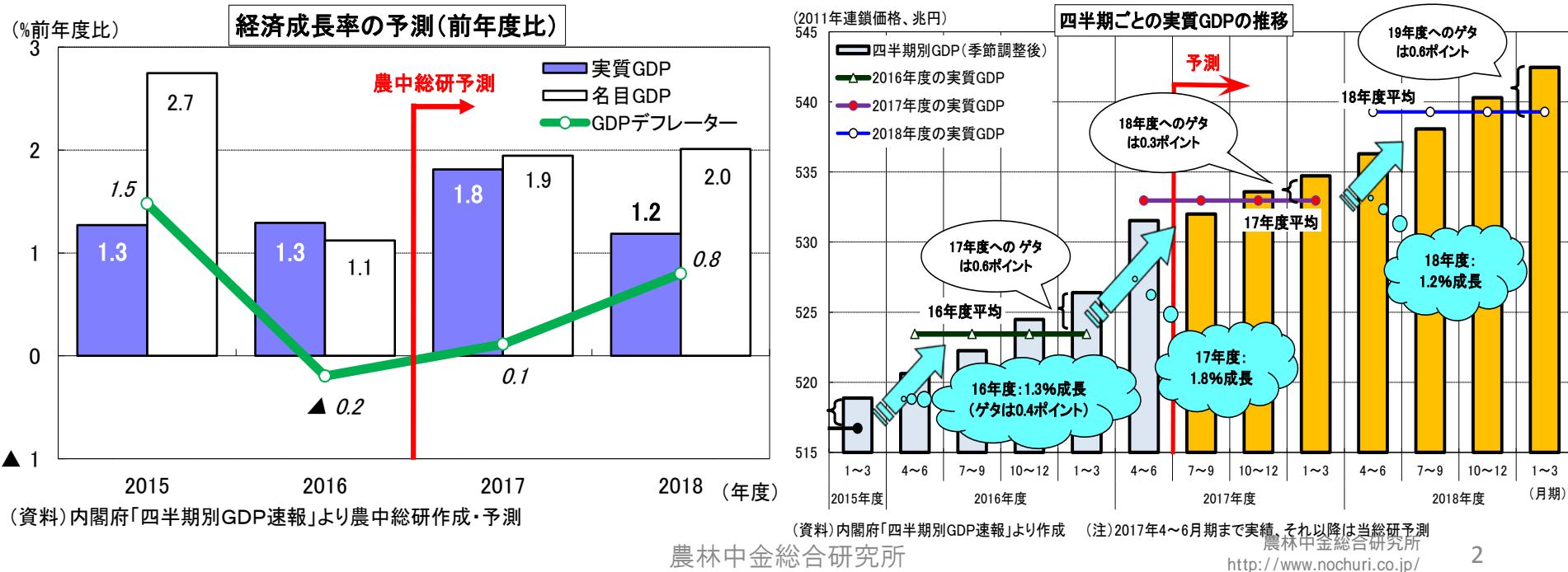
2017年8月17日

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(配達など)：03-6362-7757

農林中金総合研究所
<http://www.nochuri.co.jp/>

《 サ マ リ ー 》

- 世界経済は緩やかながらも、着実な改善基調をたどっている。先行きについては、成長率が加速する状況はないが、米国・欧州・中国とも落ち着いた成長ペースを維持するだろう。なお、欧米地域の金融政策は正常化に向けた動きが想定されるが、物価上昇圧力が鈍い中、そのペースはあくまで緩やかなものにとどまる。
- こうした状況の下、日本国内も景気改善が進んでいる。4~6月期のGDPは、これまでの牽引役だった輸出は減少したが、消費・設備投資の伸びが大きく加速し、年率4%の高成長となった。7~9月期はその反動で減速するとみるが、輸出が持ち直すほか、民間需要の自律回復の動きは継続すると思われる。なお、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。
- 欧米中央銀行が大規模な金融緩和策からの幕引きに向けて動き出す中、日本銀行は国内の物価上昇圧力が依然鈍いことから、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を当面継続すると予想する。今後とも海外発の金利上昇などが国内に波及する場面も想定されるが、指値オペや固定金利オペなどを駆使して「10年ゼロ%」という操作目標の達成に努力するものと予想される。



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 金融市场の見通し	31

見通し担当者:

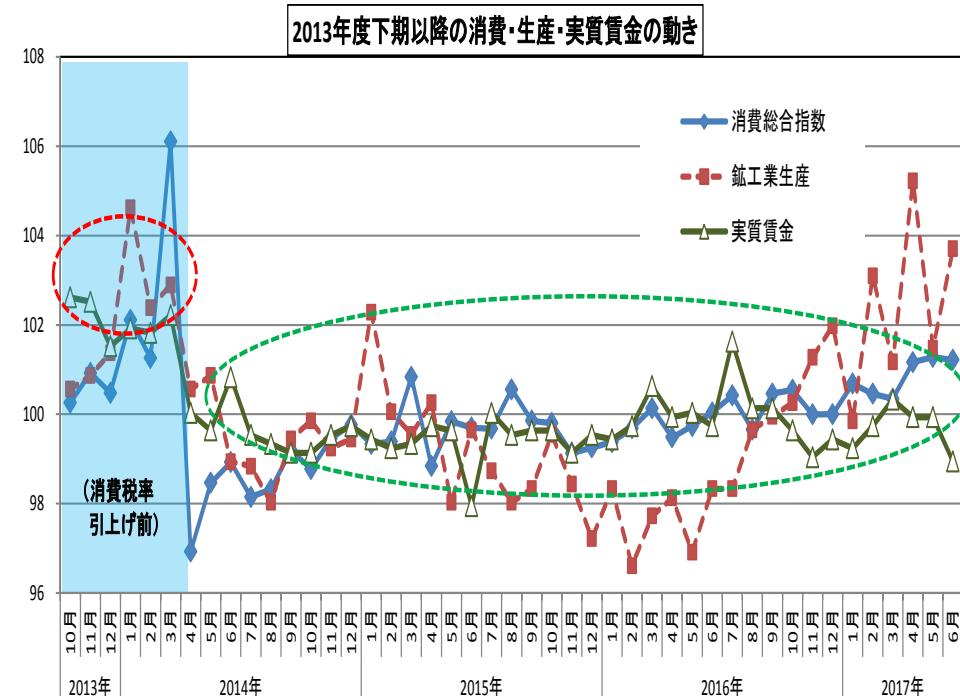
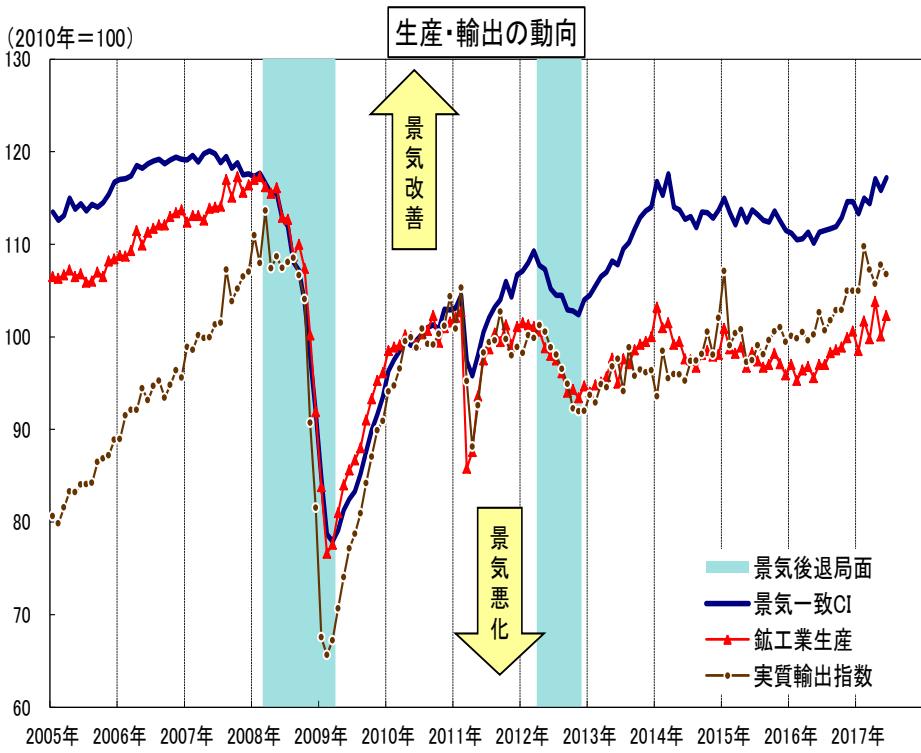
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧洲経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

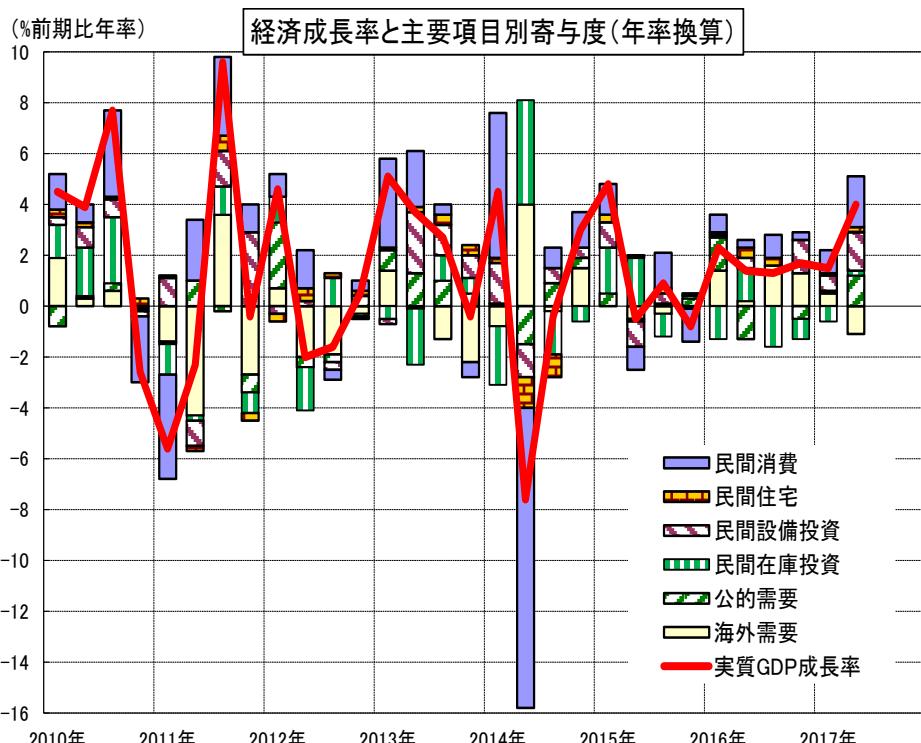
1 景気の現状

・ 国内景気は緩やかに改善

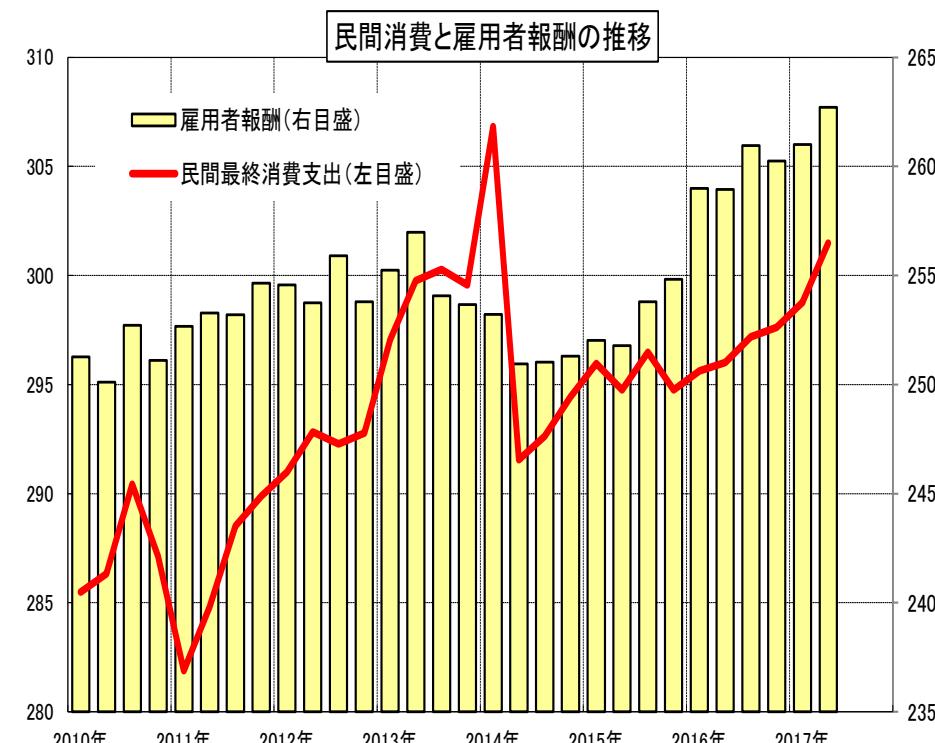
- 鉱工業生産は主に輸出の牽引により、消費税増税直前(14年1~3月期)の水準を回復
- 消費、設備投資など国内需要の改善傾向が強まりつつある
- 人手不足感は徐々に強まっているが、企業の賃上げ姿勢はまだ鈍い(17年春闘は16年を若干下回った)
- 物価上昇率は小幅プラスにとどまるなど、上昇圧力は乏しい
- 足元では輸出は伸び悩んだ



- 17年4～6月期は4.0%成長と、6四半期連続のプラス
 - 過去数四半期の成長を下支えした輸出が減少に転じた(前期比▲0.5%)が、消費・設備投資が大きく伸びた(前期比でそれぞれ0.9%、2.4%)ほか、16年度第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が顕在化した(公的需要は同1.3%の伸び)
 - 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4四半期連続の前年比マイナスで、国内部門の価格設定力はなお弱いものの、前期比は0.2%とプラスに転じた



(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。直近データは4月分を反映。

農林中金総合研究所

農林中金総合研究所
<http://www.nochuri.co.jp/>

2 世界経済の動向 ①概況

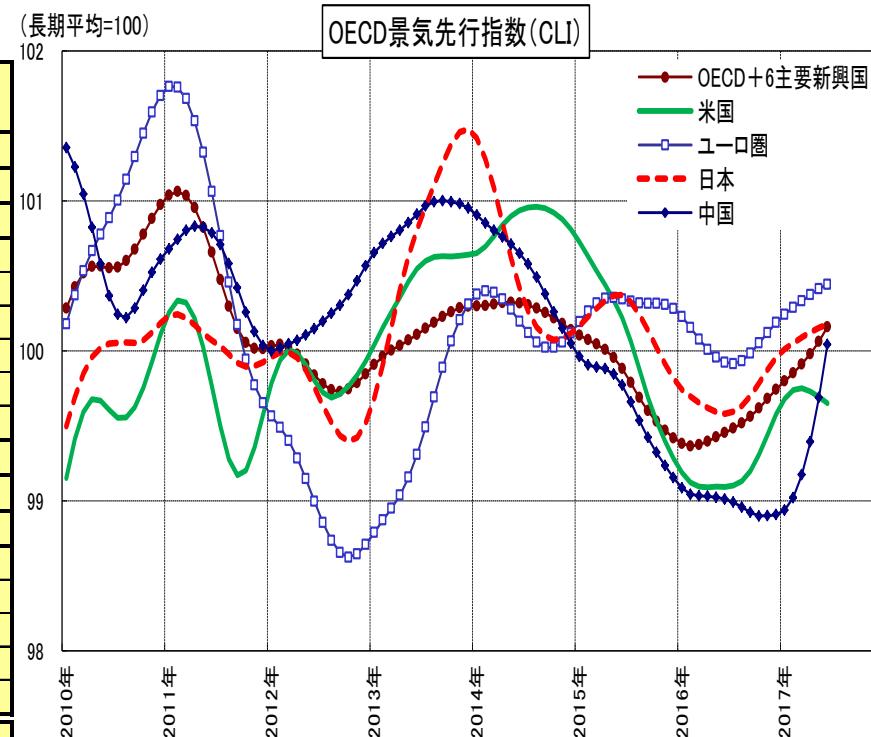
- 世界経済の回復基調は継続すると想定される

- IMFの改訂世界経済見通し(7月)によると、世界経済の見通しは、17年は3.5%成長、18年は3.6%成長と、緩やかな改善が見込まれている
 - ・副題も「A Firming Recovery(底堅さ増す回復)」と、4月時点の「Gaining Momentum?(勢いを得つつあるといえるだろうか?)」に比べて楽観的に
- 世界貿易の伸びもまた、17、18年と拡大すると予想
- OECD・景気先行指数(CLI)からも、先行きの景気改善が示唆されている

2017~18年 IMF世界経済見通し

	2015年	2016年	2017年	2018年
世界全体(実質経済成長率)	3.4	3.2	3.5	3.6
先進国	2.1	1.7	2.0	1.9
米国	2.6	1.6	2.1	2.1
ユーロ圏	2.0	1.8	1.9	1.7
ドイツ	1.5	1.8	1.8	1.6
フランス	1.1	1.2	1.5	1.7
イタリア	0.8	0.9	1.3	1.0
スペイン	3.2	3.2	3.1	2.4
英国	2.2	1.8	1.7	1.5
日本	1.1	1.0	1.3	0.6
新興国・発展途上国	4.3	4.3	4.6	4.8
中国	6.9	6.7	6.7	6.4
インド	8.0	7.1	7.2	7.7
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.3	1.3
ロシア	▲ 2.8	▲ 0.2	1.4	1.4
南アフリカ	1.3	0.3	1.0	1.2
ASEAN5	4.9	4.9	5.1	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.6	2.3	4.0	3.9

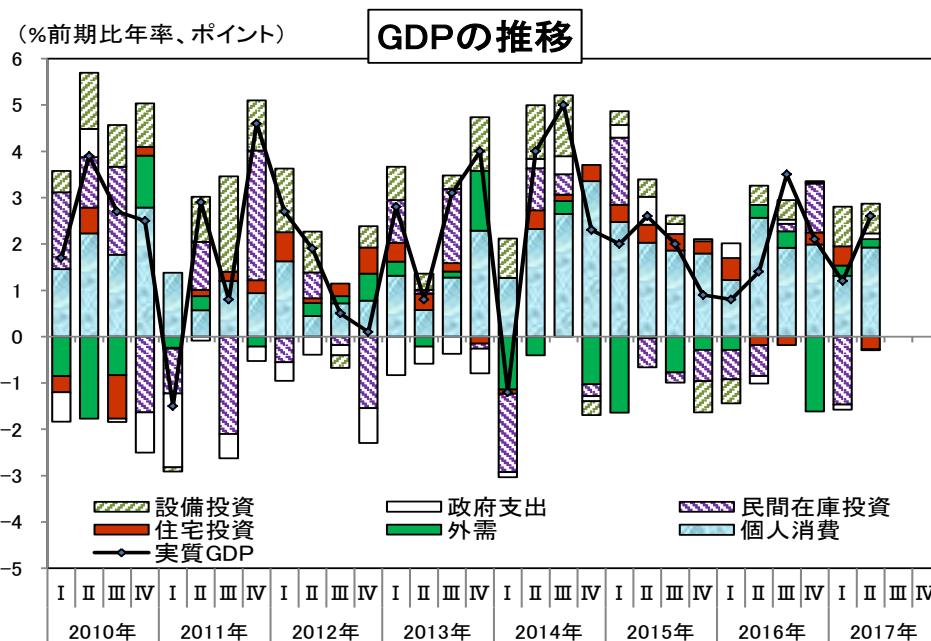
(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2017年7月)』



2 世界経済の動向 ②米国

・ 景気動向

- 17年4~6月期は前期比年率で2.6%成長(速報値)で、1~3月期(同1.2%)の減速は一時的だったことが確認
 - ・ 個人消費は強かったが、住宅投資は弱かった
- FRBが注視するPCEデフレーターは、目標とする前年比2%に届いていない
- 見通しのポイントとしては、①GDPギャップが縮小するなか、利上げやFRBのバランスシート(B/S)縮小開始を受け、経済成長率は潜在成長率(年率2%弱)へ徐々に収束していく、②労働需給の引き締まりから、賃金とインフレ率は上昇するものの、FRBの想定通り、18年内に3回の利上げ(6月時点)が可能となるほどにはインフレ率が上昇しない(18年は1回の利上げを予想)、③トランプ大統領が公約に掲げた大型減税の効果を想定していない、が挙げられる
- 成長率見通しは17年、18年ともに前年比2.0%と予測している



2017～18年 米国経済見通し

	2017年		通年 (予測)	2018年		通年 (予測)
	上半期 (実績)	下半期 (予測)		上半期 (予測)	下半期 (予測)	
実質GDP成長率 (%)、前年比)	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
PCEデフレーター (%)、前年比)	1.6	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9
失業率 (%)、平均)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
FFレート誘導水準 (%)	1.00～1.25	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.50～1.75	1.50～1.75
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。

農林中金総合研究所

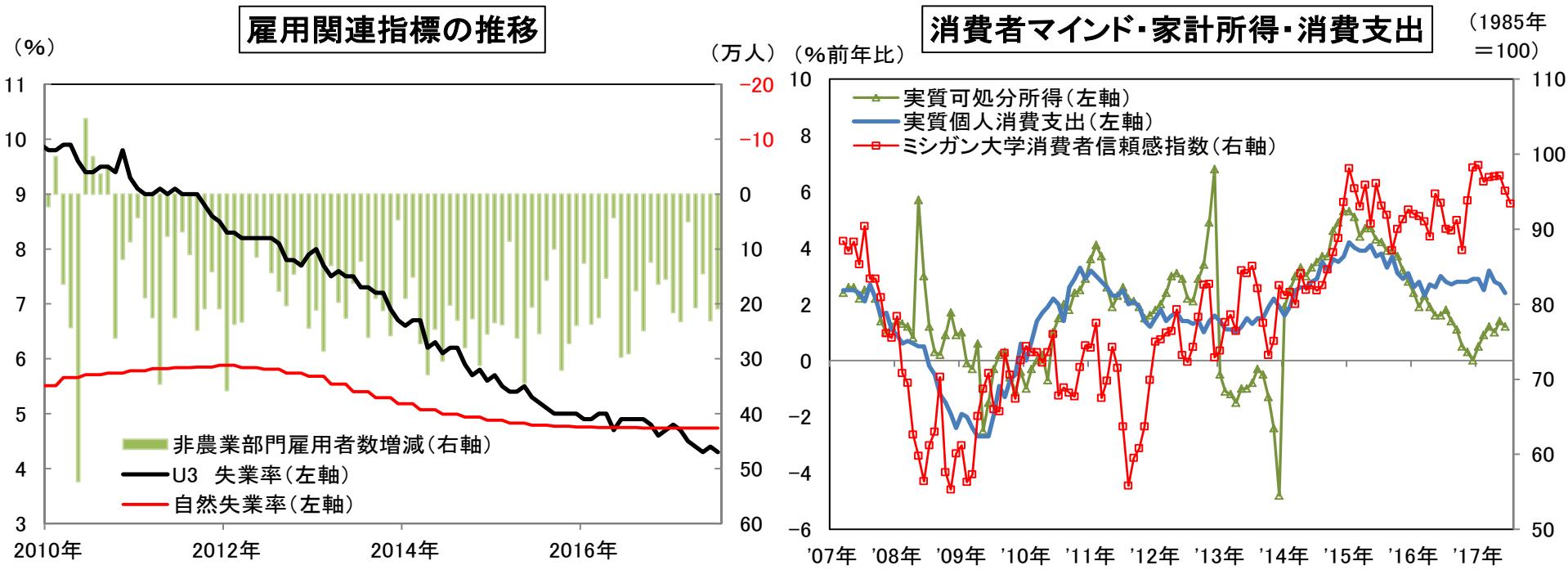
<http://www.nochuri.co.jp/>

• 雇用

- 労働市場は堅調に推移している
- 17年に入り、非農業部門雇用者数は毎月18.4万人のペースで増加している
- 失業率は4.3%まで低下しており、自然失業率を下回っている
- その割に、賃金上昇率は前年比平均2.6%と上昇率が鈍い

• 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
- 所得の伸びは鈍いものの、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、米議会予算局より農中総研作成

- **設備投資**
 - 設備投資は堅調に推移
 - 耐久財受注(非国防、除く航空機)は前年比2%台後半のペースで推移している
- **トランプ政策:オバマケア改革の頓挫から、公約に掲げた大型減税の早期実施の可能性遠のく**
 - 医療保険改革法(オバマケア)撤廃により捻出される財源を活用して、大規模な減税を目指している
 - 4月26日に税制改革案を発表
 - 法人税率を35%から15%へ引き下げる
 - 個人所得税率を最高税率を引き下げ、かつ10%・25%・35%の3段階へと簡素化する
 - オバマケアの撤廃を目指しているが、上院共和党議員の一部が反対、頓挫している
 - オバマケアを撤廃できないまま、議会は9月5日まで夏休みで休会
 - オバマケアによる保険会社への補助金を削減するかどうかが休会明けの焦点に
- **債務上限問題**
 - 米議会予算局が6月29日に公表した報告書によると、米政府は連邦債務上限を引き上げない限り、17年10月初旬から中旬頃にかけて財政資金が枯渇する可能性がある
 - ムニューシン財務長官は、無条件での債務上限の引き上げを議会に求めている
 - 一方で、均衡財政主義を標榜する共和党保守派は歳出削減との組み合わせを求めている

• 金融政策

- 金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を目指す

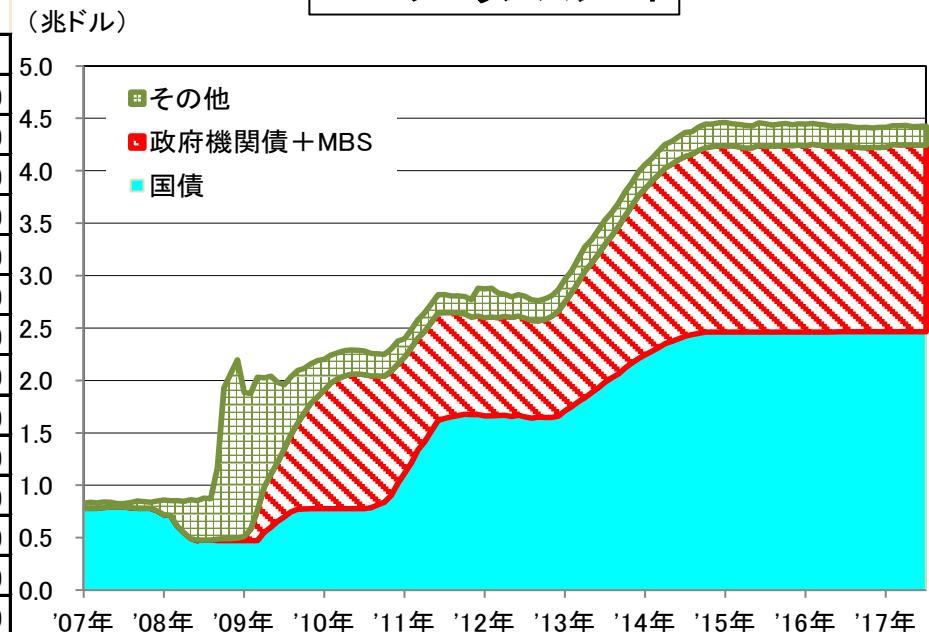
- FRBは17年に入ってから2度の利上げをするなど、市場の想定を上回る利上げペースとなっている。
- 良好的な経済指標が確認されれば、インフレ上昇率が鈍いままで、利上げを行う方針で、12月のFOMCにて、FRBの予測通り、17年としては3度目の利上げを実施する可能性がある
- 早ければ9月のFOMCにて、現在約4.5兆ドルあるB/Sの縮小開始を決定すると予想

月ごとの再投資停止額の上限

	米国債	MBS	合計
B/S縮小開始月	60	40	100
1ヶ月後	60	40	100
2ヶ月後	60	40	100
3ヶ月後	120	80	200
4ヶ月後	120	80	200
5ヶ月後	120	80	200
6ヶ月後	180	120	300
7ヶ月後	180	120	300
8ヶ月後	180	120	300
9ヶ月後	240	160	400
10ヶ月後	240	160	400
11ヶ月後	240	160	400
12ヶ月後	300	200	500
以降	300	200	500

(資料)FRBより農中総研作成

FRBのバランスシート

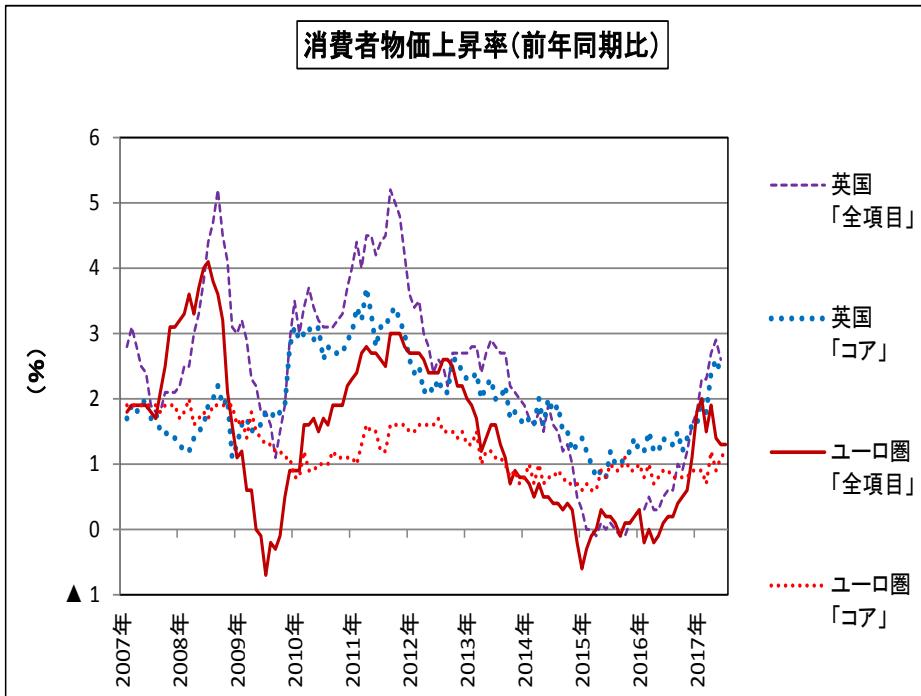
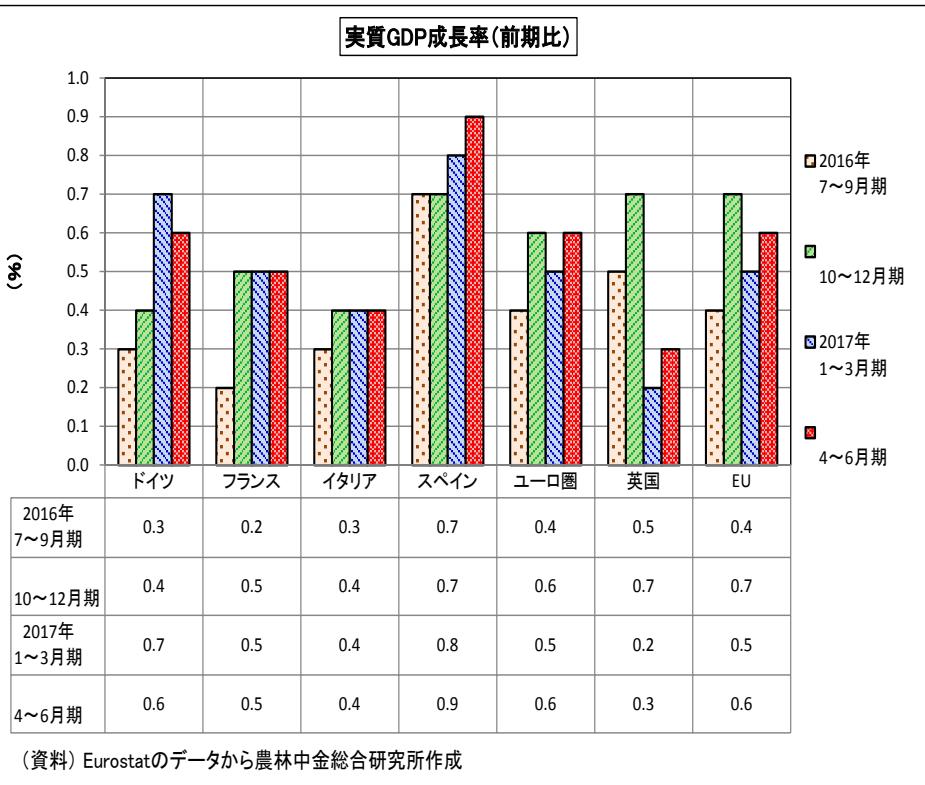


(資料)FRBより農中総研作成

2 世界経済の動向 ③欧洲

• 景気動向

- ユーロ圏の4~6月期の実質GDP成長率(改定値)は、前期比で0.6%となり前期の同0.5%から小幅加速
- 経済規模の大きい4ヶ国の中では、ドイツやスペインが引き続き他国に比べ高い成長率を維持
- また、フランスやイタリアでも安定的な成長
- 一方、英国では前期比0.3%の成長にとどまり、今年に入ってからの経済成長の減速傾向が明らか
- 欧州連合(EU)全体では、ユーロ圏と同率の前期比で0.6%の成長



- ヨーロッパ経済
 - 失業率は13年以降は緩やかながらも改善傾向にあり、6月も09年2月以来の9.1%にまで低下
 - 一時は頭打ちが見られた家計消費も堅調さを回復し、同月の小売売上高は前月比で0.5%の、また前年比では3.1%の増加となり、引き続き景気回復を主導
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.6%の低下ながら、前年同月との対比では2.6%上昇
- ドイツ経済
 - 引き続きヨーロッパ圏の経済成長の牽引役
 - 6月の失業率は、3.8%にまで低下
 - 同月の小売売上高は、前月比で1.1%の、また前年比では3.6%の増加
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.1%の低下となつたが、前年同月比では2.4%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5.1%の上昇
 - 月々の変動が大きい輸出額については、同月は前月比で2.8%の低下ながら、前年同月比では5.7%の増加
- 英国経済
 - これまでポンド安に支えられ経済情勢は概して堅調であったが、輸入物価の上昇に伴い小売売上高が減速

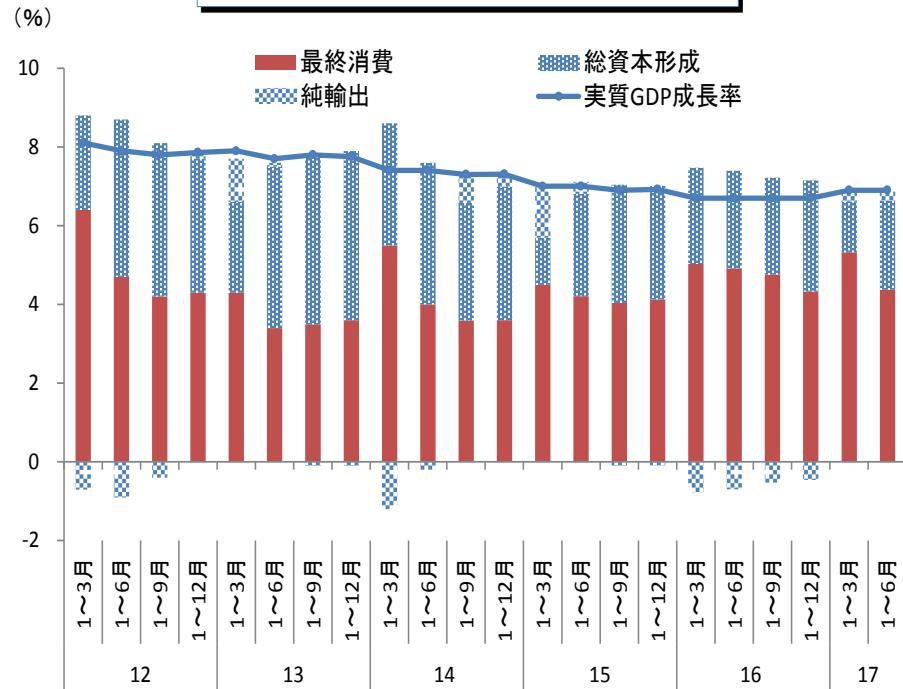
- 物価動向
 - ユーロ圏の7月の消費者物価上昇率は、全項目で前年同月比1.3%
 - ユーロ圏では、加工食品やサービスの価格を含め回復の裾野が広がりつつあり、物価上昇率は緩やかな上昇を維持することが見込まれる
 - 一方、英国では、輸入物価の上昇に伴い、7月の消費者物価上昇率は全項目で前年同月比2.6%と、2%を上回る高水準
- 金融政策
 - ユーロ圏では、ECBによる資産買入れ(QE)は16年12月の理事会で17年12月まで延長されたが、ドラギ総裁は7月20日の政策理事会後の記者会見で、金融政策の見直しについて秋に議論を行うと明言、近く金融政策の正常化に向けた動きに着手することが見込まれる
 - 一方、英国では、イングランド銀行(BOE)は物価上昇と景気減速懸念の間のジレンマで、当面は政策据え置きの見込み
- 景気見通し
 - ユーロ圏ではフランスの大統領選挙や国民議会選挙を経て、政治面での不透明感が大幅に軽減
 - ユーロ圏では、これが好影響を与え、今後も年率2%程度での緩やかな成長の継続を見込む
 - 一方、英国では、6月の前倒し総選挙での保守党の敗北でEU離脱を巡る不透明感が強まっており、今後は投資の手控えなどで経済成長は減速へ

2 世界経済の動向 ④中国

・景気動向

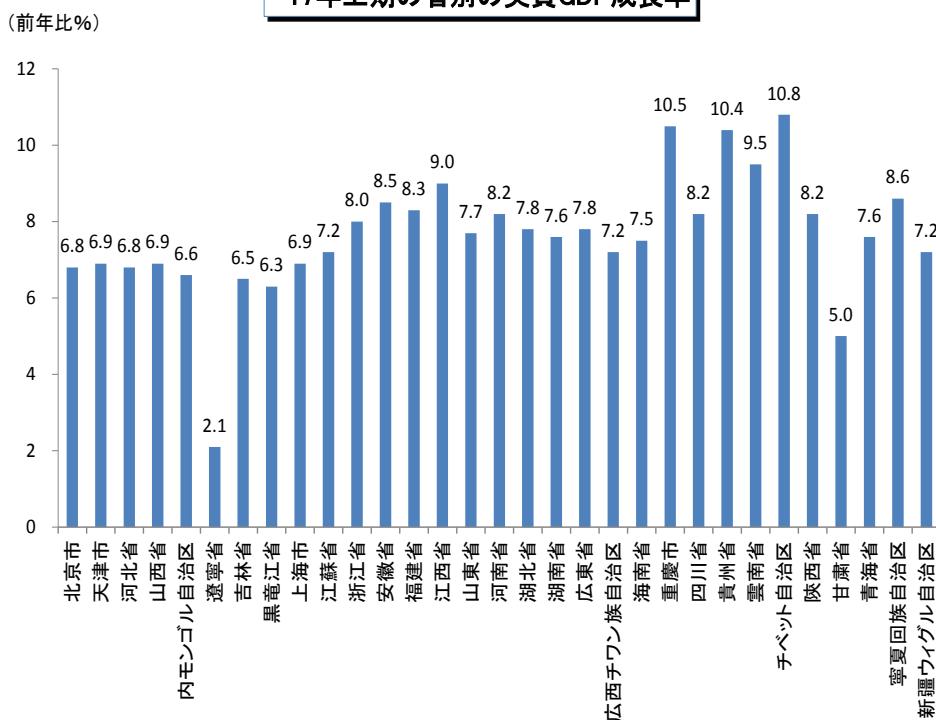
- 17年4~6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、1~3月期(同6.9%)から横ばい
- 16年後半からの成長率回復の動きは一旦止まったものの、市場予想(同6.8%)を上回り、減速を回避
- 地域別にみると、重慶市や貴州省は依然として二桁成長を続けたものの、遼寧省や甘粛省は低成長となるなど、地域間格差も見てとれる

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

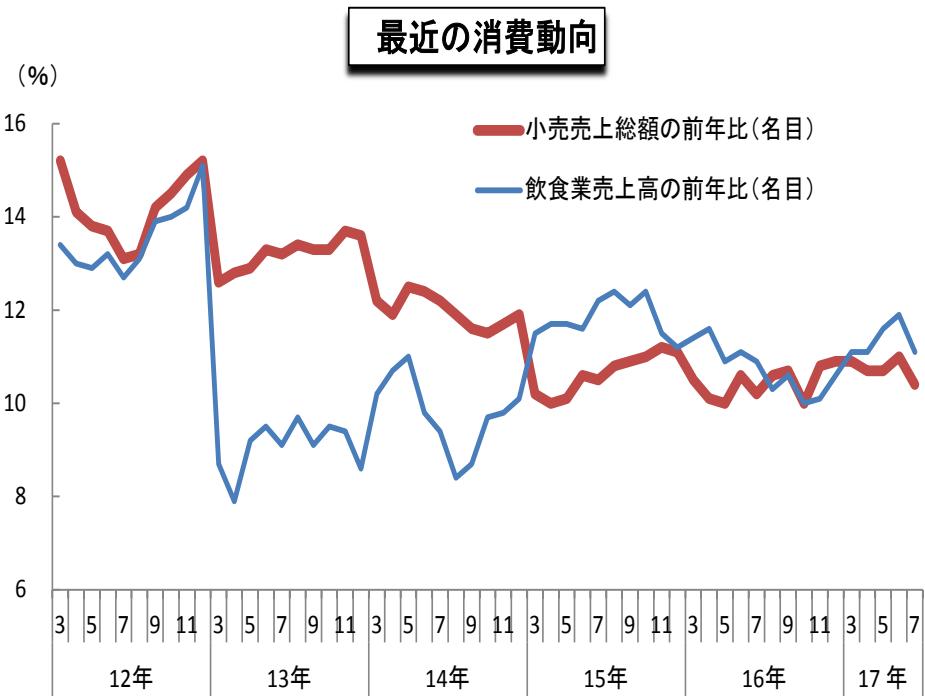
17年上期の省別の実質GDP成長率



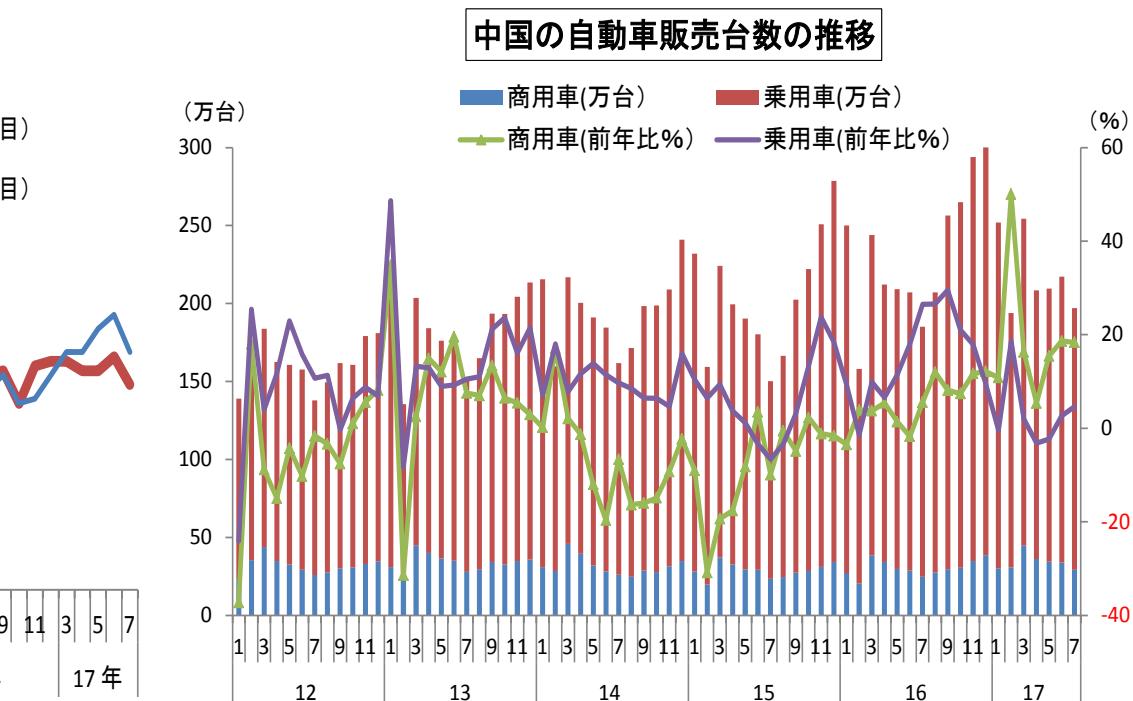
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

・個人消費

- 小売売上総額の1割程度を占める飲食業売上高が持ち直した
- 16年12月に小型自動車購入の減税措置が終了したことに伴って、駆け込み需要からの反動減で伸び率が鈍化した自動車販売台数も、足元では再び前年比プラスとなっている
- 7月の高温や洪水の影響を受けて、個人消費は一時的に弱まったが、先行きについては、堅調さを維持すると見込まれる



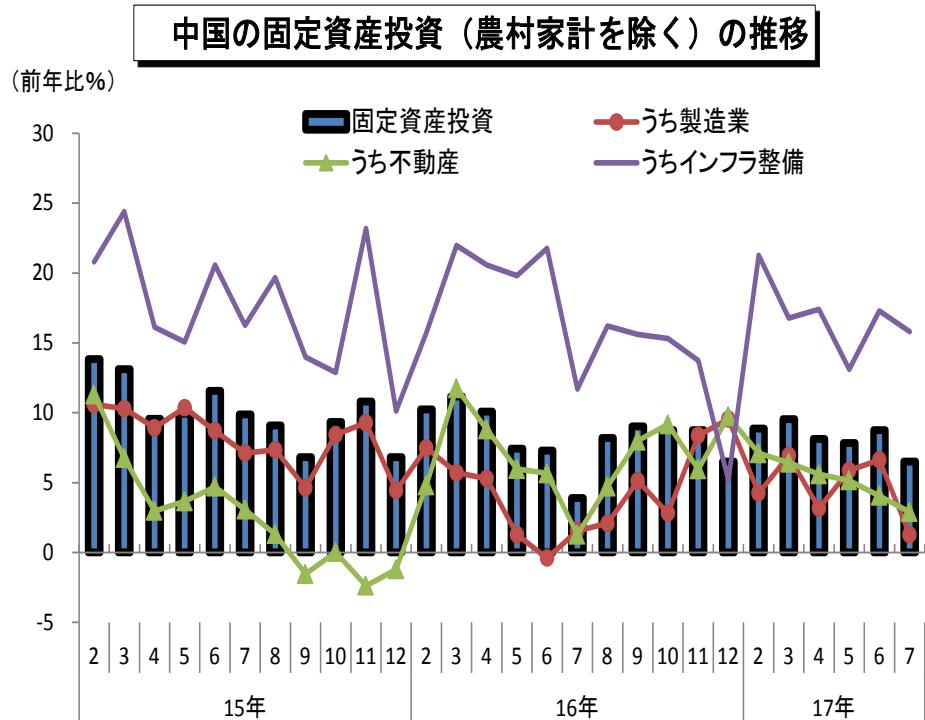
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成



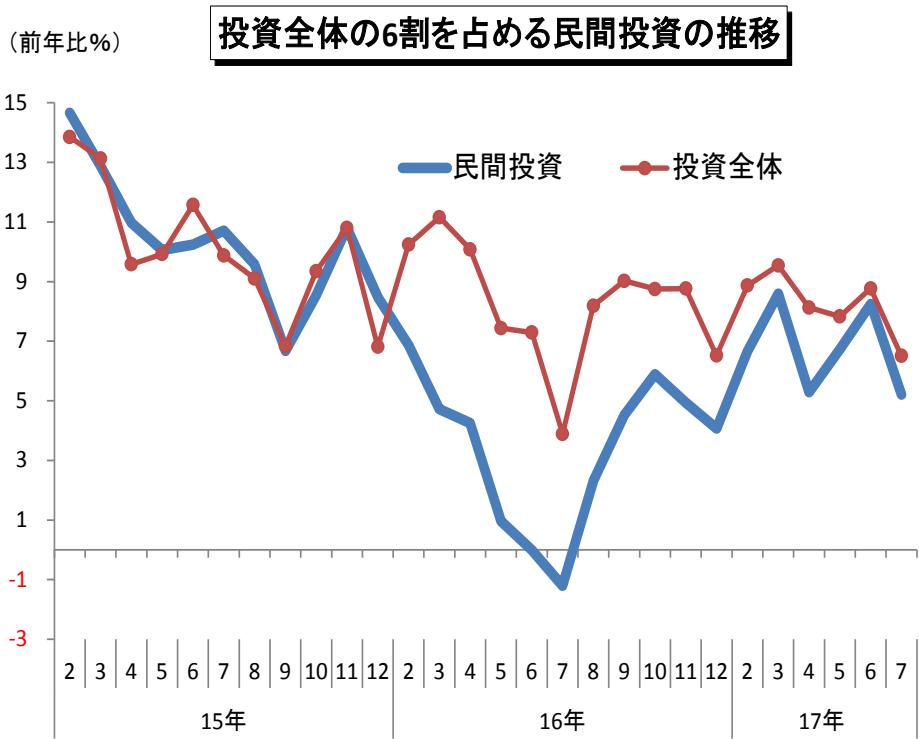
(資料) 中国汽车工业协会、CEICデータより作成

• 固定資産投資

- インフラ整備向けの投資が底堅く推移したものの、製造業・不動産向けが伸び悩んだことから、7月は前年比6.5%と、6月(同8.8%)から伸び率が鈍化
- 過剰生産能力の削減に向けて、製造業における設備投資の抑制が見られるほか、地方政府が相次いで住宅価格抑制などの政策を打ち出しており、不動産向けも鈍化傾向が続いている
- 先行きについても、民間投資の弱さが大きく改善されないと見込まれるため、弱い動きが続くと思われる



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

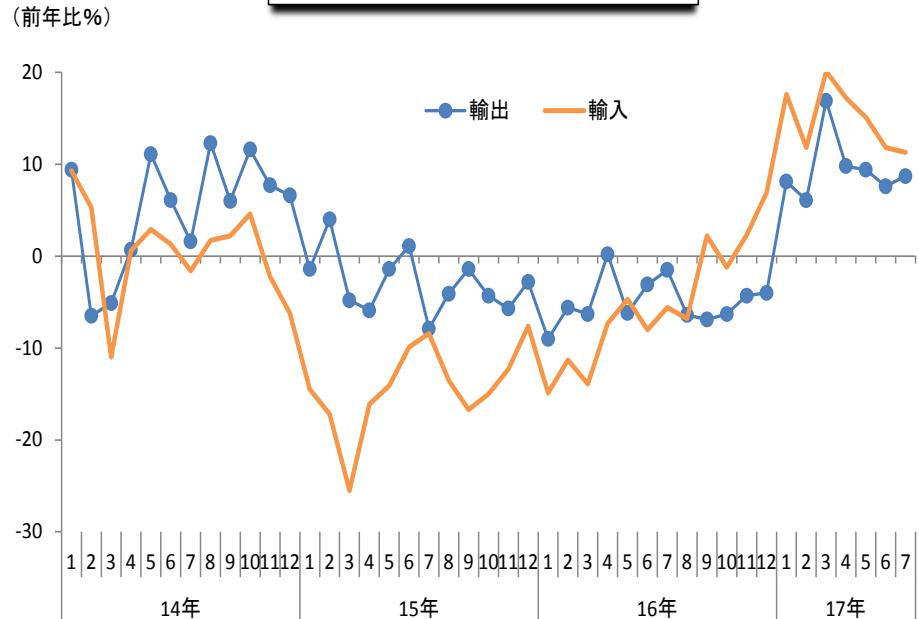


(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

農林中金総合研究所

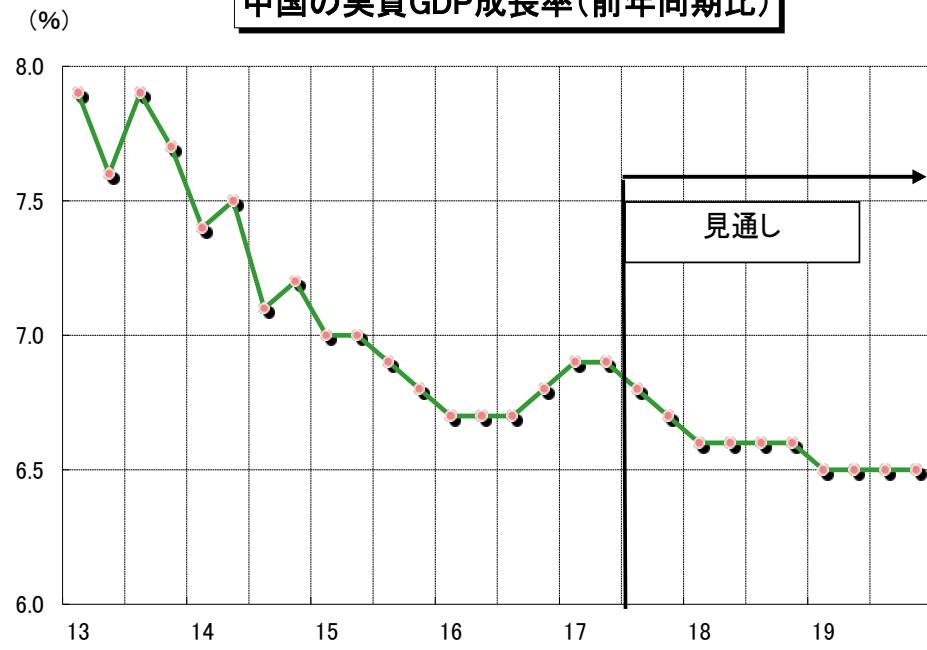
- **輸出**
 - 海外経済の持ち直し基調が強まっており、伸び率は鈍化したものの、堅調さを維持した
 - 先行きについては、米中貿易摩擦の激化が予想されるほか、人民元高も進行しているため、鈍い動きになる可能性が高い
- **成長率見通し**
 - 17年は6.8%、18年は6.6%、19年は6.5%と予測

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)

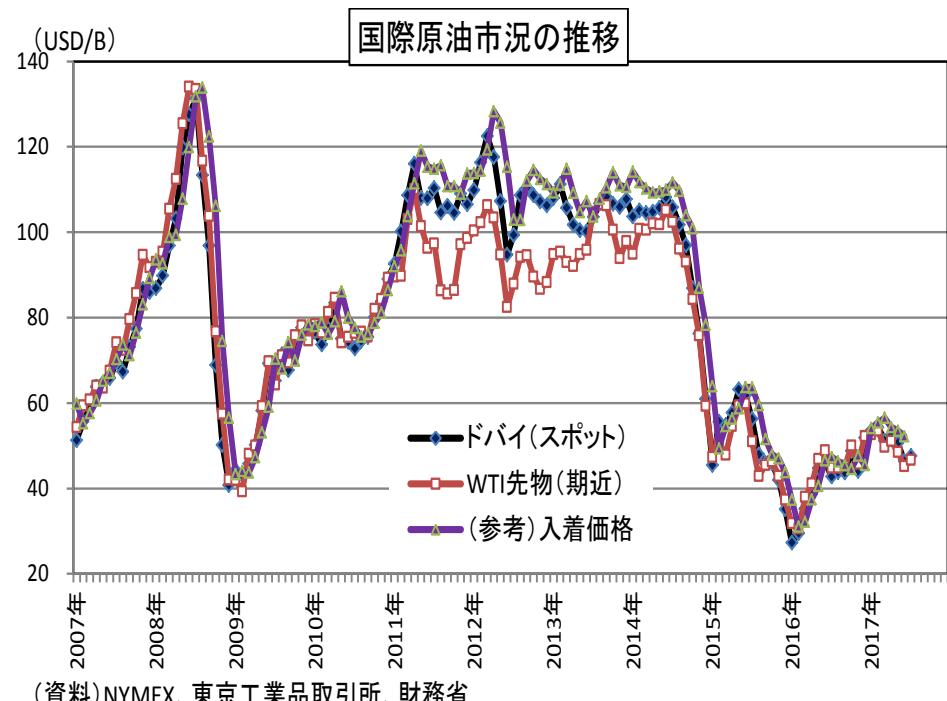
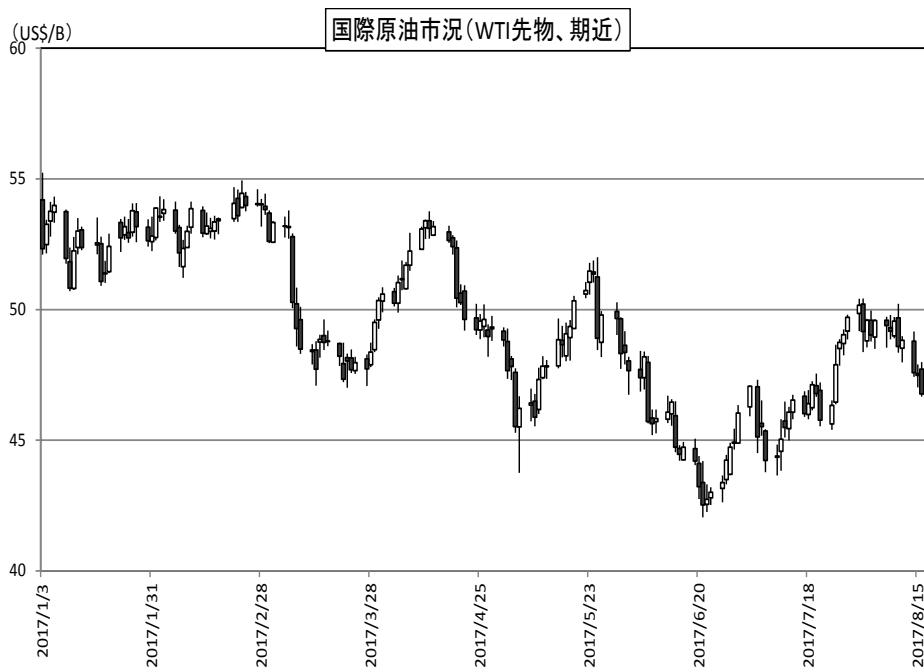


(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

農林中金総合研究所

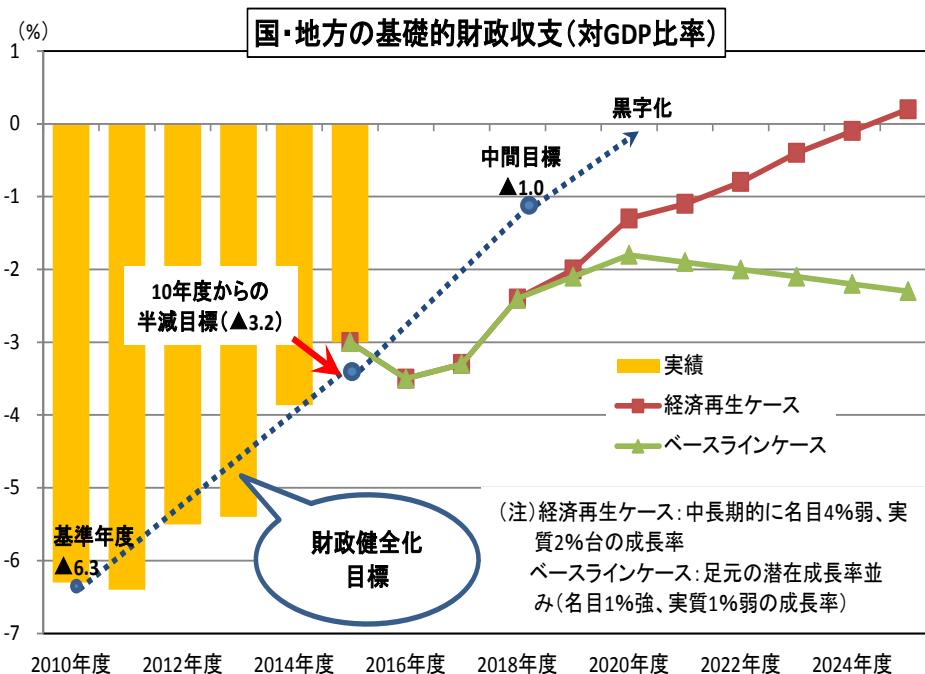
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格は現状40ドル/バレル台後半でのもみ合い
 - 5月25日のOPEC総会および非加盟11産油国との閣僚会合において、17年1~6月にかけての協調減産内容（日量180万バレル程度（世界の石油生産の約2%程度））を18年3月まで延長することを決定したが、7月のOPECの順守率は75%（非OPECは67%）へ低下するなど、需給均衡化の期待は後退
- 原油入着価格の見通し
 - IEAでは、インド・中国などの石油需要を下方修正したほか、減産合意あまり順守されないものと想定、需給均衡に向けた動きは進まないことを示唆
 - 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/バレル程度と想定



3 国内の経済政策

- 4~6ヶ月期GDPを受けて、17年度は災害復旧以外の追加財政支出は想定せず
- 「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
- 骨太方針2017では、20年度のPB黒字化目標を堅持することに加え、債務残高のGDP比率の低下も
 - PB黒字化目標はほぼ不可能である半面、教育無償化など歳出増圧力が強まってきた
- 内閣改造で支持率の挽回を図るが、状況次第ではアベノミクス路線に修正が加わる可能性も

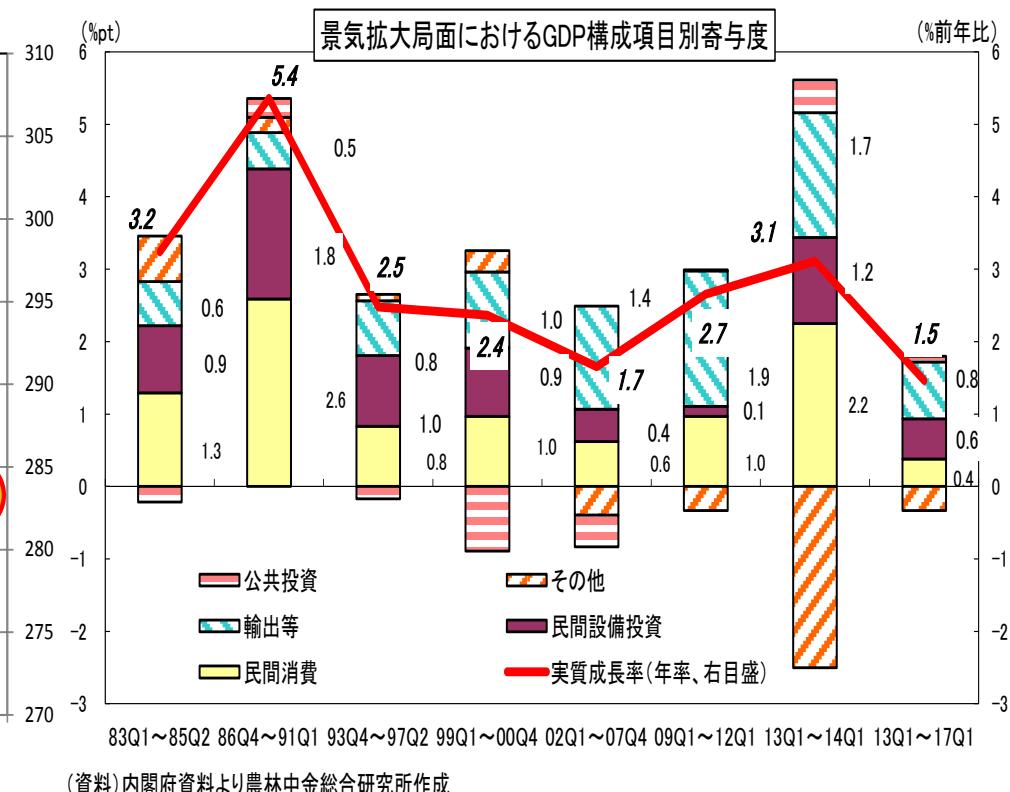
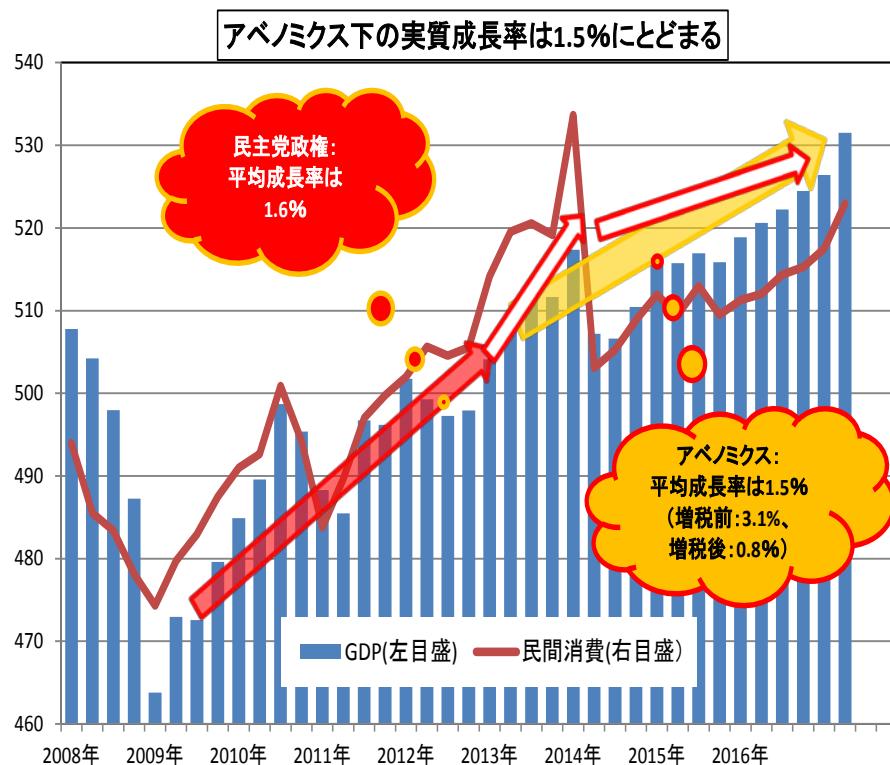


今後の内外政治日程

2017年	8月	北朝鮮先軍節(25日)
	9月	民進党代表選(1日) 北朝鮮建国記念日(9日) 臨時国会召集(月末で調整中)
10月		衆議院選補欠選挙(22日)
11月		APEC首脳会議(10~11日) トランプ米大統領来日(予定)
2018年	9月	自由民主党総裁選
	12月	衆議院議員の任期満了
	未定	天皇陛下退位、改元 (17年9月に決定予定)
2019年	7月	参議院議員選挙

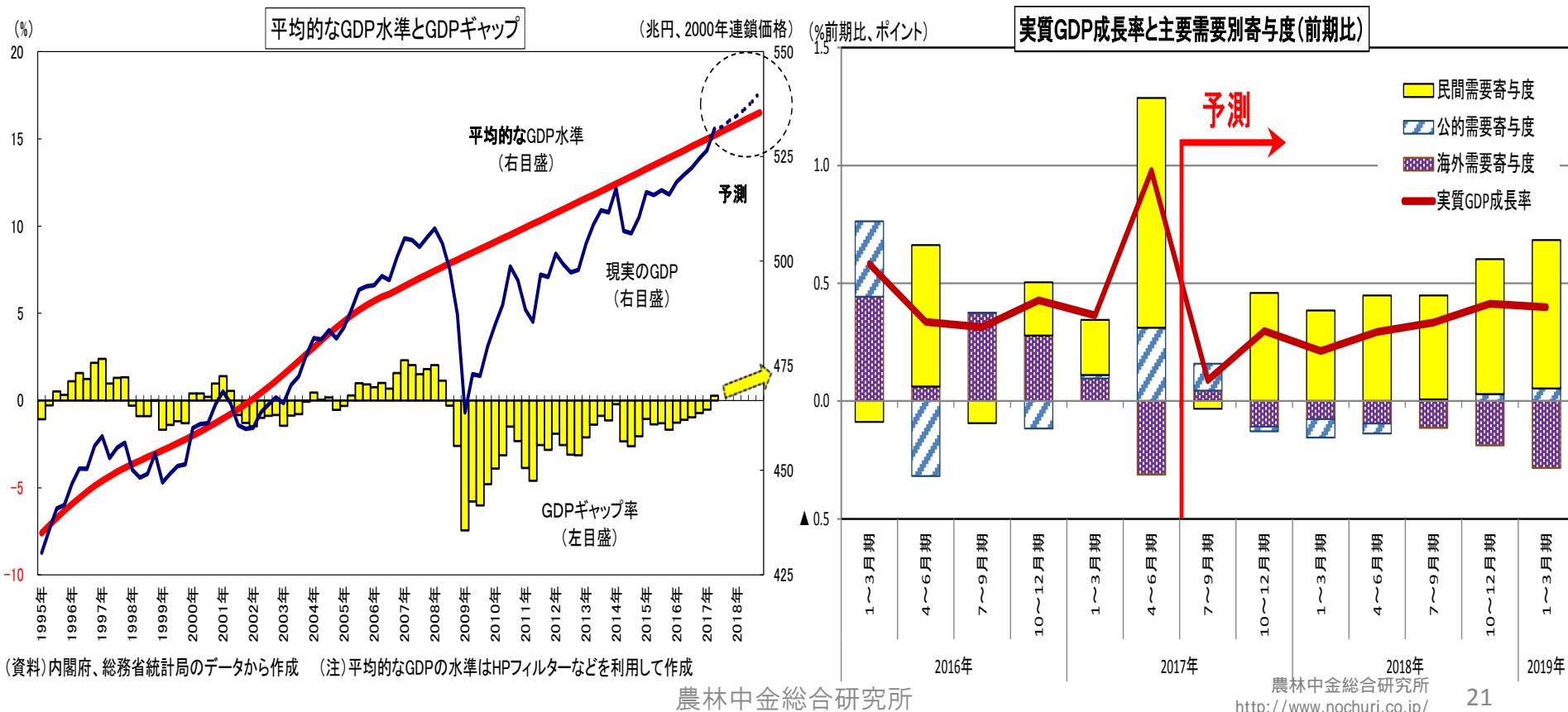
アベノミクスの評価

- アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げている
 - その実態は「円安で時間稼ぎをして、その間に成長戦略で民間最終需要の自律回復を促す」というもの
- 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)
 - これまでのところ1.5%成長にとどまるなど、民主党政権当時(1.6%成長)と大差ない
- 民間消費の水準(実質ベース)がようやく13年下期を上回るなど、持ち直しの機運が本格的に強まってきた
- 2000年代に入ってからの経済成長は「輸出頼み」の構造は定着したまま



4 日本経済・物価の見通し

- 総論 ~2017年度は1.8%成長、18年度は1.2%成長と予測~
 - 足元の17年7~9月期は前期比年率0.4%と急ブレーキがかかるが、あくまで4~6月期の高成長の反動の範囲内で、持ち直し基調は維持
 - 米国トランプ政権の通商政策の行方など、先行き不透明感は根強いが、国内景気は民間消費・民間企業設備投資といった民間最終需要が主導する形で改善基調を継続する
 - 17年度上期の景気下支えをする公共投資は下期には息切れ
 - 世界経済の回復を受けて輸出は増勢を維持する半面、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)



予測表(年度、半期)

	単位	2015年度 (実績)	2016年度 (実績)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
名目GDP	%	2.7	1.1	1.9	2.0
実質GDP	%	1.3	1.3	1.8	1.2
民間需要	%	1.2	0.8	2.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.6	0.7	1.7	1.3
民間住宅	%	2.8	6.5	3.0	0.5
民間企業設備	%	0.6	2.5	4.4	5.1
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.4	▲0.4	▲0.2	0.2
公的需要	%	1.2	▲0.3	1.4	▲0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.4	0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲1.9	▲3.2	4.8	▲3.2
輸出	%	0.7	3.2	4.7	3.8
輸入	%	0.2	▲1.4	4.9	6.3
国内需要寄与度	ポイント	1.3	0.5	2.0	1.8
民間需要寄与度	ポイント	0.9	0.6	1.6	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.3	▲0.1	0.4	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	0.9	▲0.1	▲0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	1.5	▲0.2	0.1	0.8
国内企業物価(前年比)	%	▲3.3	▲2.4	2.3	2.2
全国消費者物価(〃)	%	▲0.0	▲0.3	0.7	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲1.0	1.2	5.5	3.7
経常収支	兆円	17.7	20.2	19.4	20.4
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.5	3.6
為替レート	円/ドル	120.1	108.4	112.1	112.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲0.04	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲0.05	0.06	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	47.3	50.8	50.0

(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 通期	2017年度			2018年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.3	1.8	1.2	0.5	1.2	0.6	0.9
民間需要	%	0.8	2.0	1.4	0.8	2.3	1.1	1.7
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	1.2	0.6	1.3	0.6	1.0
民間住宅	%	6.5	3.0	2.0	▲0.1	0.5	▲1.0	3.0
民間企業設備	%	2.5	4.4	2.3	1.1	5.1	2.8	3.8
公的需要	%	▲0.3	1.4	1.5	0.2	▲0.2	▲0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲3.2	4.8	6.4	▲0.0	▲3.2	▲2.7	▲0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.0	▲3.4	▲3.0	▲3.7	▲5.8	▲4.7	▲6.8
輸出	%	3.2	4.7	1.1	2.8	3.8	2.0	2.0
輸入	%	▲1.4	4.9	2.5	3.3	6.3	3.0	4.4
内需寄与度(前期比)	%	0.5	2.0	1.5	0.6	1.8	0.9	1.2
民間需要(〃)	%	0.6	1.6	1.2	0.6	1.8	1.0	1.1
公的需要(〃)	%	▲0.1	0.4	0.4	▲0.0	0.0	▲0.1	0.1
外需寄与度(〃)	%	0.9	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.5	▲0.2	▲0.4
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.1	▲0.2	0.4	0.8	0.7	0.8
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	1.2	5.5	3.0	2.1	3.7	1.7	2.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	97.5	96.4	99.1	93.8	97.6	94.0	101.3
経常収支	兆円	20.2	19.4	9.5	9.9	20.4	10.1	10.3
貿易収支	兆円	5.7	3.3	1.5	1.8	4.3	2.1	2.2
外国為替レート	ドル/円	108.4	112.1	111.8	112.5	112.5	112.5	112.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	50.8	51.7	50.0	50.0	50.0	50.0

(前年同期比)

	単位	2016年度 通期	2017年度			2018年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.1	1.9	1.8	2.1	2.0	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.8	2.0	1.7	1.2	1.0	1.4
民間需要	%	0.8	2.0	1.8	2.3	2.3	2.0	2.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	1.7	1.7	1.3	1.2	1.4
民間住宅	%	6.5	3.0	4.1	1.8	0.5	▲1.2	2.2
民間企業設備	%	2.5	4.4	5.0	4.0	5.1	4.4	5.9
公的需要	%	▲0.3	1.4	1.1	1.5	▲0.2	▲0.3	▲0.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲3.2	4.8	3.7	5.3	▲3.2	▲3.7	▲2.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.0	▲3.4	▲3.0	▲3.7	▲5.8	▲4.7	▲6.8
輸出	%	3.2	4.7	6.4	3.3	3.8	4.1	3.5
輸入	%	▲1.4	4.9	4.5	5.4	6.3	5.8	6.7

国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.3	2.4	2.1	2.2	2.1	2.3
全国消費者物価(〃)	%	▲0.3	0.7	0.5	0.8	1.2	1.0	1.3
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.5	5.8	5.1	3.7	3.8	3.7

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当社研による。

予測表(四半期)

(→予測)

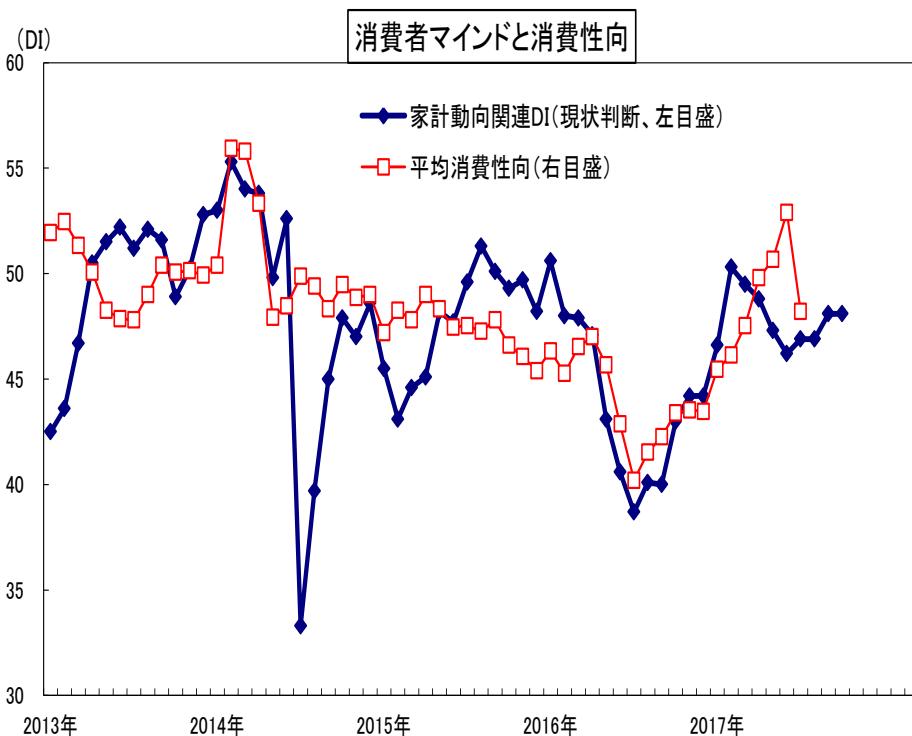
	単位	2016年				2017年				2018年				2019年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	1.0	0.0	0.1	0.5	▲0.0	1.1	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
実質GDP (年率換算)	%	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
民間需要	%	2.3	1.4	1.3	1.7	1.5	4.0	0.4	1.2	0.9	1.2	1.3	1.7	1.6
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.8	▲0.1	0.3	0.3	1.3	▲0.0	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
民間住宅	%	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
民間企業設備	%	1.0	3.2	2.8	0.3	0.9	1.5	0.3	▲0.1	▲0.5	▲0.5	▲0.5	2.0	3.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.2	0.7	0.0	2.2	0.9	2.4	▲1.0	1.5	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
▲0.3	0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.0	▲1.2	0.0	▲0.5	0.1	1.3	0.5	▲0.1	▲0.3	▲0.2	0.0	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.2	▲1.3	0.2	0.0	▲0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.2	▲0.8	▲0.8	▲2.5	0.6	5.1	2.0	▲1.0	▲2.0	▲1.5	▲0.5	0.0	0.5
輸出	%	▲0.0	▲0.9	2.1	3.1	1.9	▲0.5	1.3	0.9	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
輸入	%	▲2.0	▲1.2	▲0.2	1.4	1.3	1.4	1.0	1.5	1.5	1.5	1.4	1.8	2.2
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.3	▲0.1	0.1	0.2	1.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.1	0.2	0.2	1.0	▲0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲0.3	0.0	▲0.1	0.0	0.3	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.0	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲0.3	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.8	▲0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	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	2.8	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
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	1.1	1.2	1.4
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	1.5	0.8	1.1	0.7	0.8	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	4.7	4.8	5.0	4.9	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	3.5	3.6	3.6	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	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5
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	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10
通関輸入原油価格	㌦/バレル	41.5	46.4	46.0	55.4	53.4	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

(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)

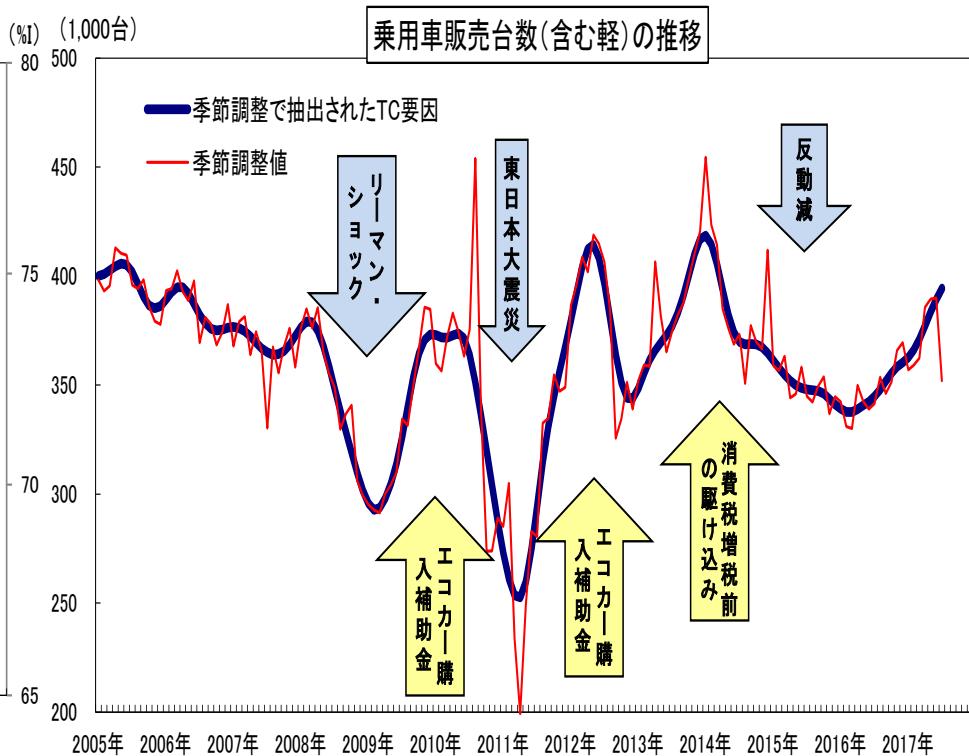
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

・ 民間消費

- 16年央にかけて悪化した消費性向が回復する過程で消費は上振れたが、既に消費性向の持ち直し過程は終了している
- 乗用車、白物家電など、耐久消費財の売れ行きも足元では一服
- 労働需給の逼迫によって賃金上昇率が徐々に高まるとみられ、先行きの消費を下支えする
- 実質民間最終消費支出は17年度：前年度比1.7%、18年度は同1.3%と予測



(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省統計局「家計調査」
(注)家計動向関連DIは3ヶ月先行、平均消費性向は3ヶ月移動平均。

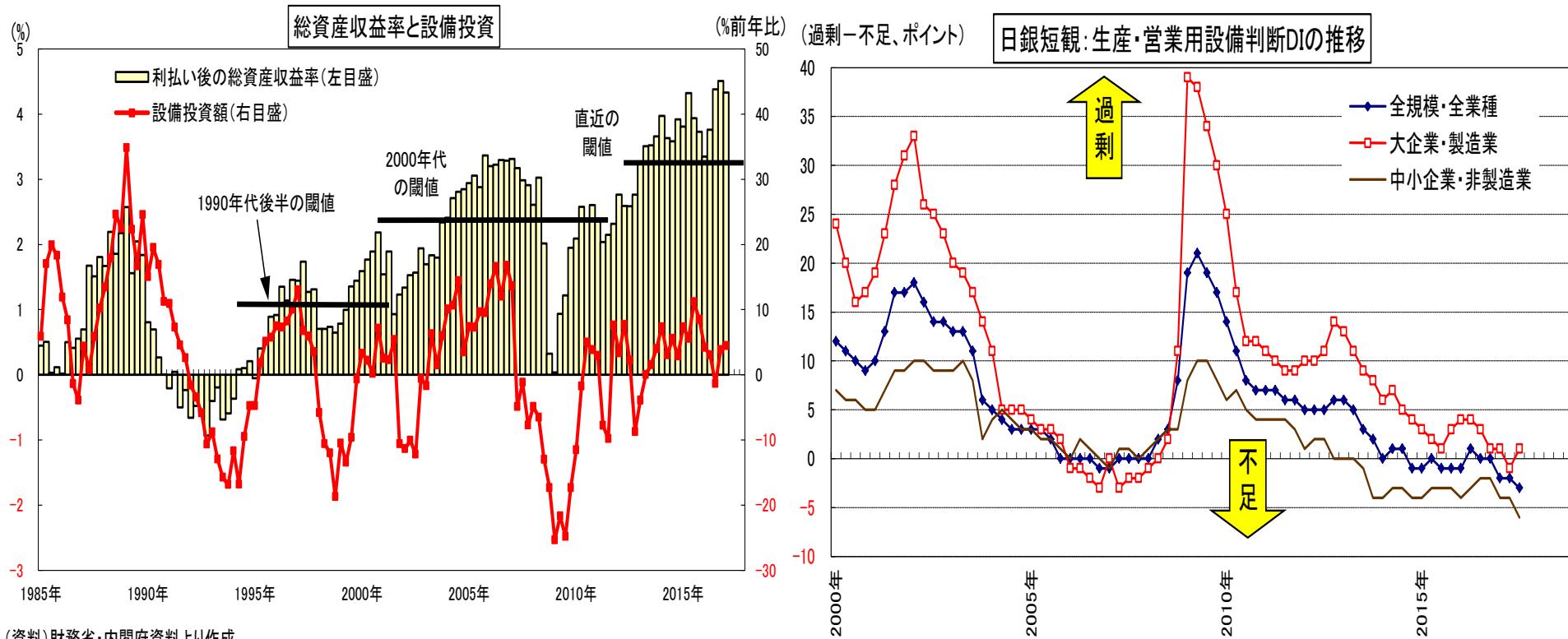


(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所
<http://www.nochuri.co.jp/>

・ 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)は十分高まっており、設備投資は出やすい状況にある
- 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、設備投資需要は堅調に推移するものと予想
- 実質民間企業設備投資は、17年度:前年度比4.4%、18年度は同5.1%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

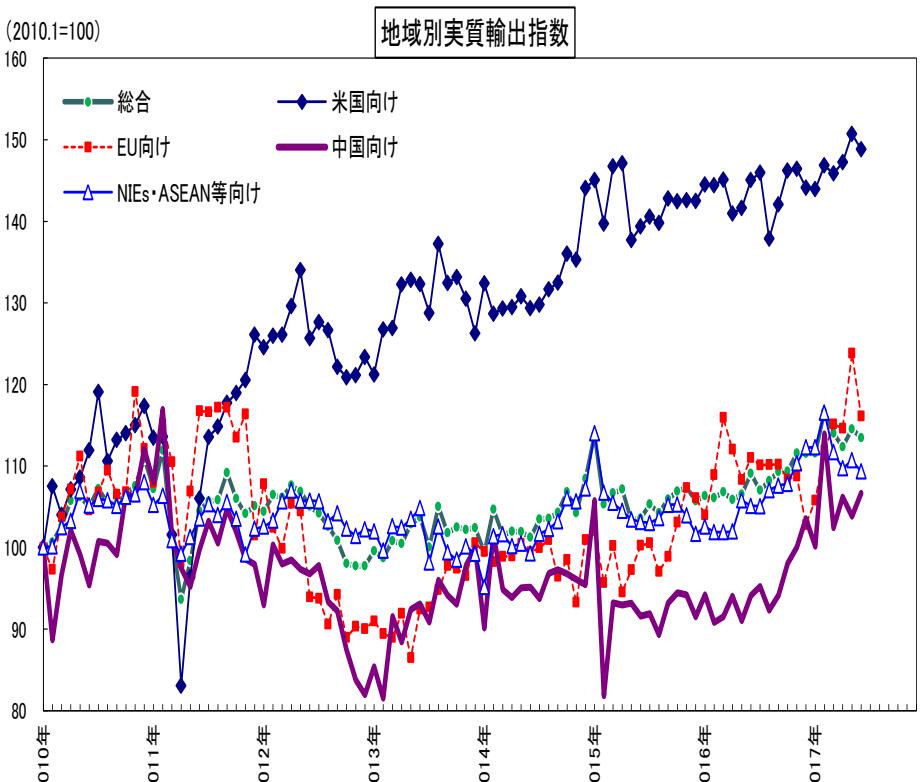
(資料)日本銀行 (注)最後の期はその直前の期における見通し

農林中金総合研究所

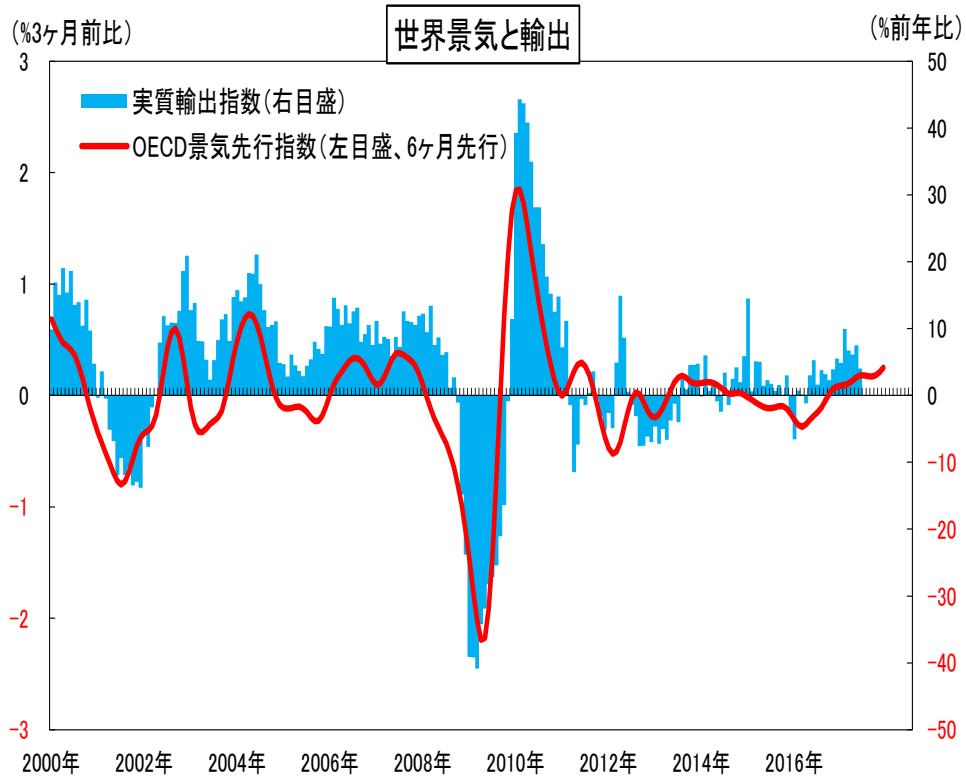
農林中金総合研究所
<http://www.nochuri.co.jp/>

• 輸出入動向

- 全般的に世界経済は加速感に乏しいものの、着実な回復基調は継続するものと想定され、輸出も緩やかな増加ペースを継続(17年度は前年度比4.7%、18年度は同3.8%)
- 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4.9%、18年度は同6.3%)
 - 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



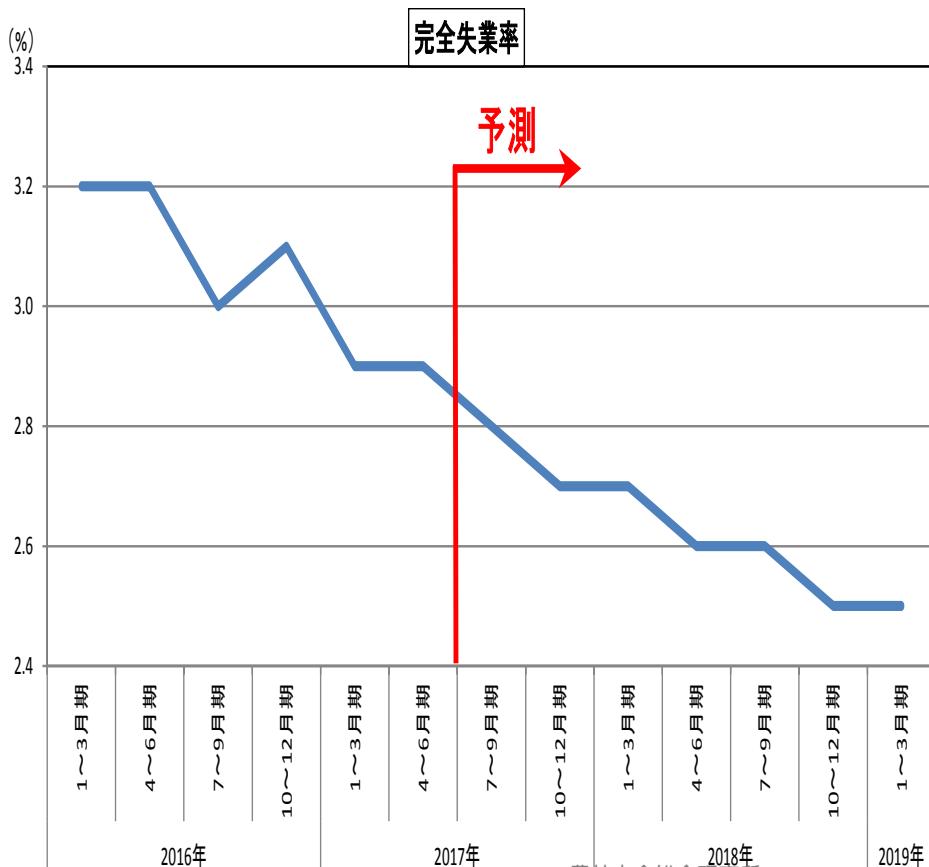
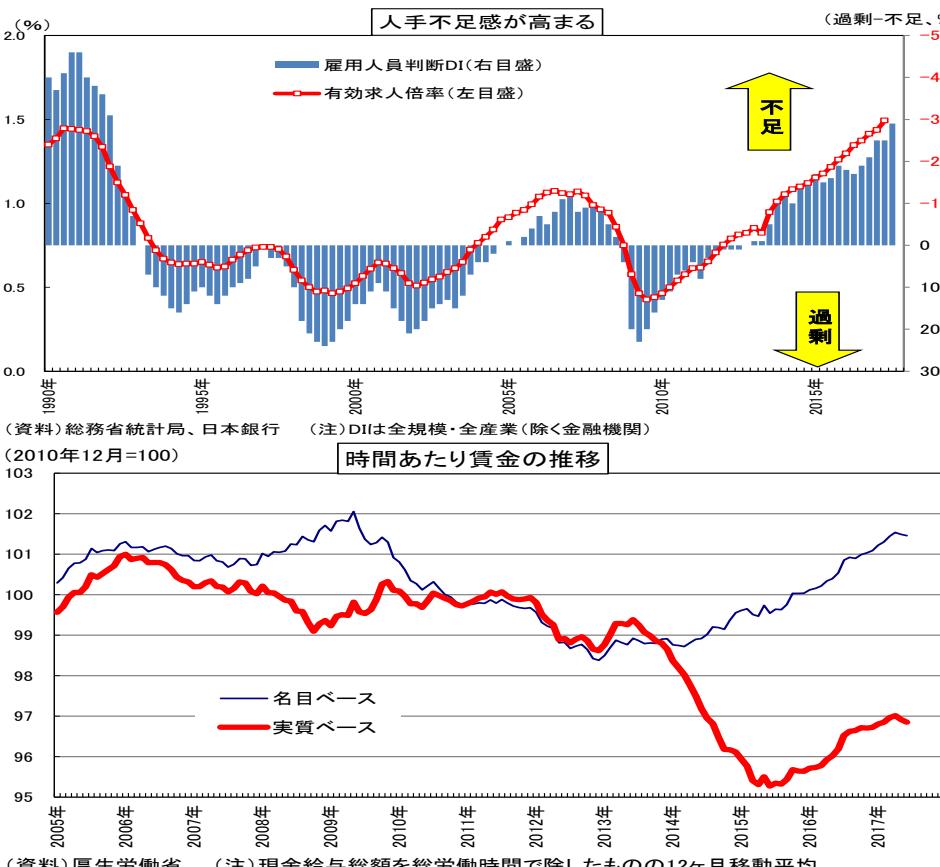
(資料)日本銀行 (注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



(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

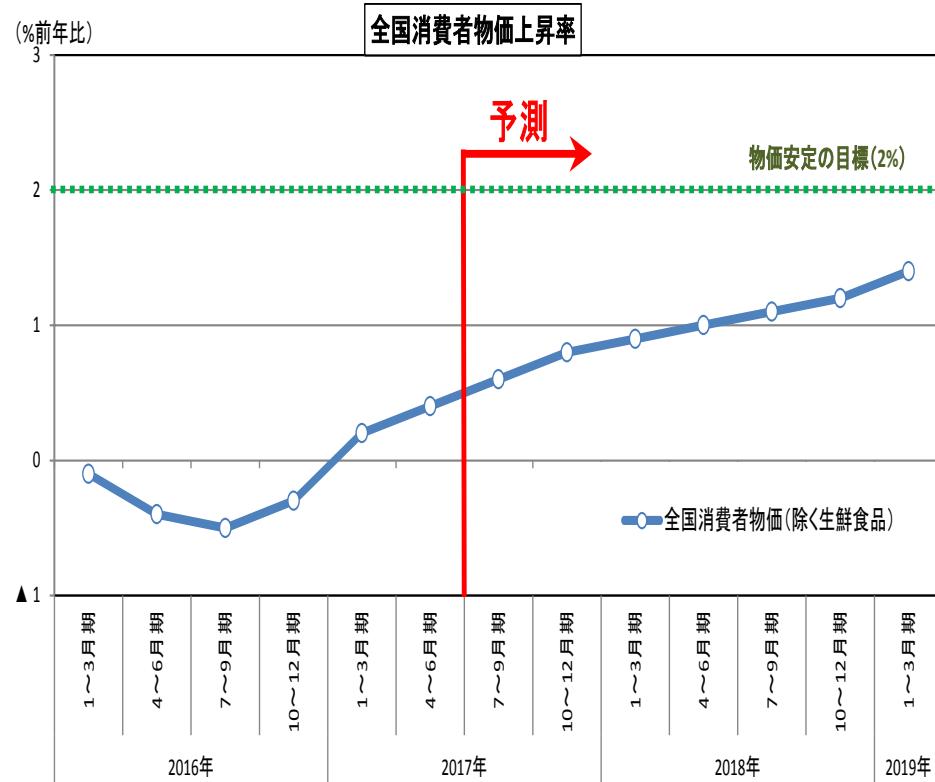
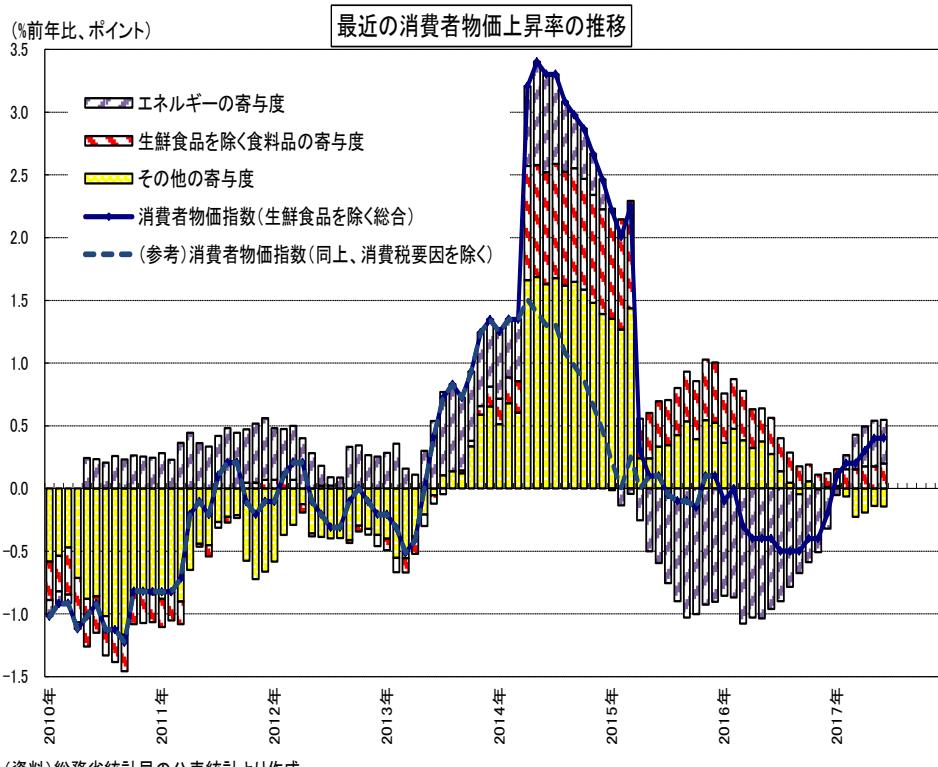
• 雇用情勢

- 企業の人手不足感は日増しに強まっている
- 労働供給の余力が徐々に乏しくなることから、今後とも労働需給は逼迫すると思われる
- 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・ポスト団塊世代の市場退出などを考慮すると、今後の賃上げ率は高まる方向に
- 失業率は、17年度は2.8%、19年度は2.6%と、低下傾向が続くと予測



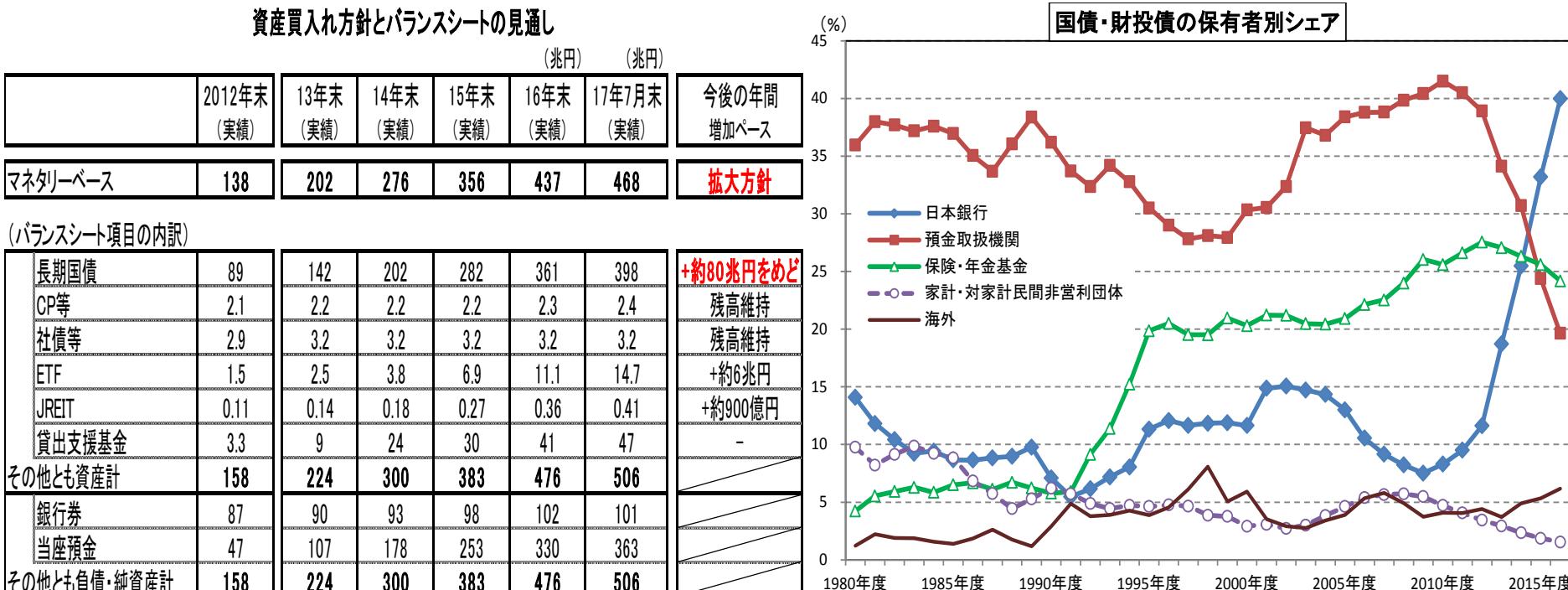
● 物価動向

- 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一巡、最近は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(7月:前年比1.5%)、先行き消費者物価に波及するとみられる
 - 労働需給の引き締まり、消費持ち直しにより、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1.2%と予測するが、日銀が目標とする前年比2%にはまだ届かず



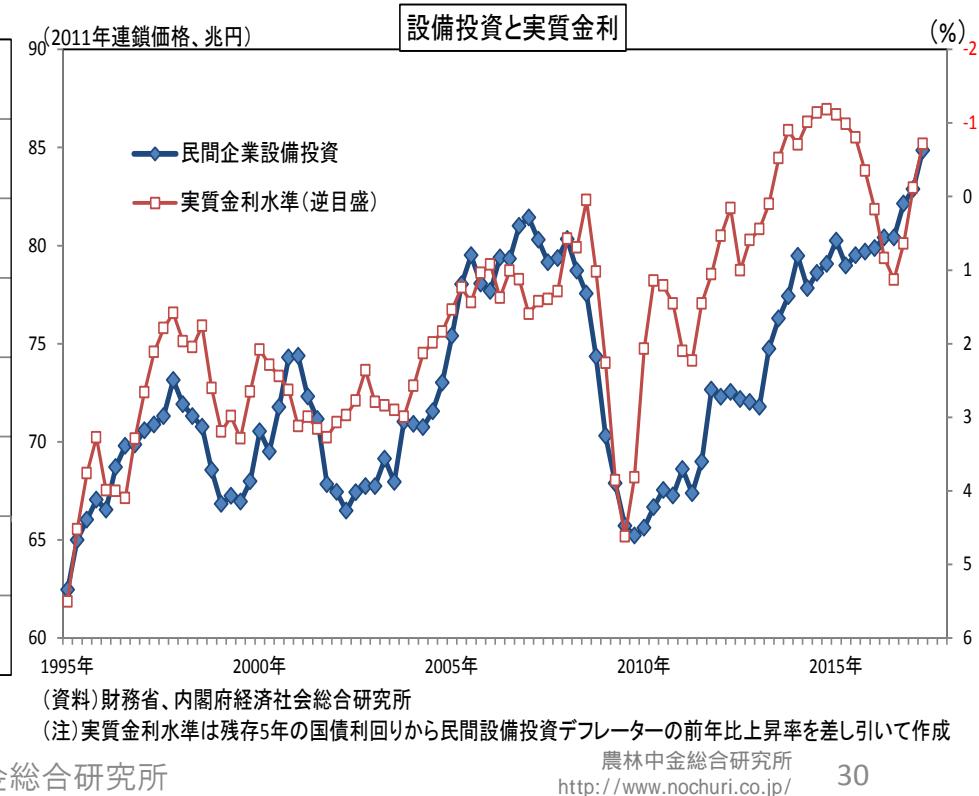
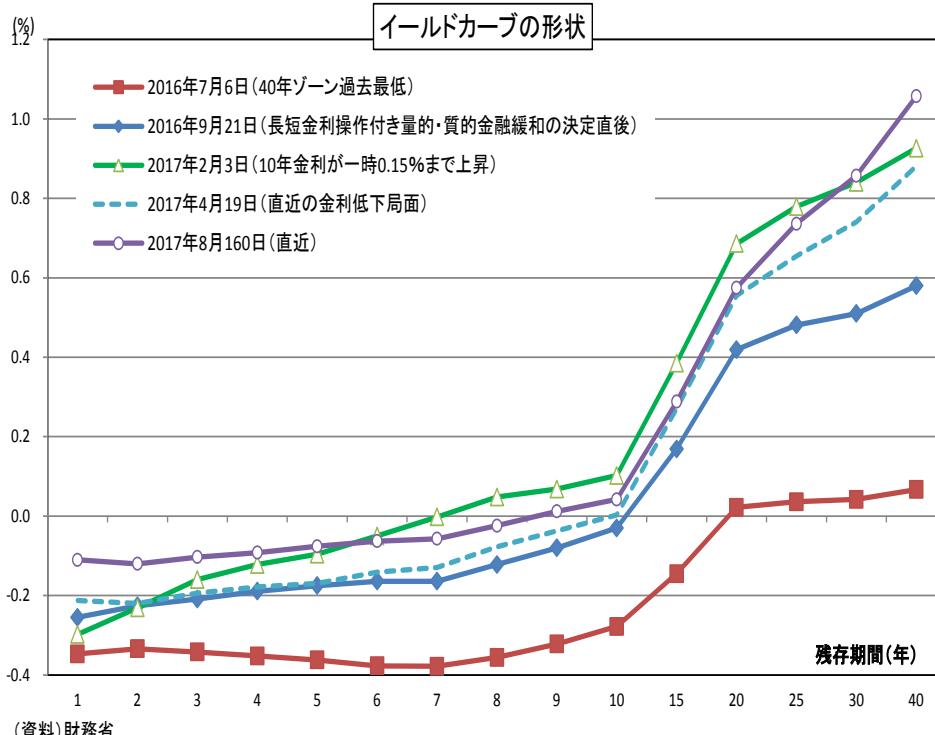
5 金融政策の見通し

- 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
 - 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、「80兆円」をめどとする保有残高の年間増加ペースへの注目が残っている
 - 金利上昇局面では、指値オペ、固定金利オペオペ、国債買入れ額増額などを駆使して対応する方針
 - 日本銀行の国債保有シェアは16年度末で4割に到達



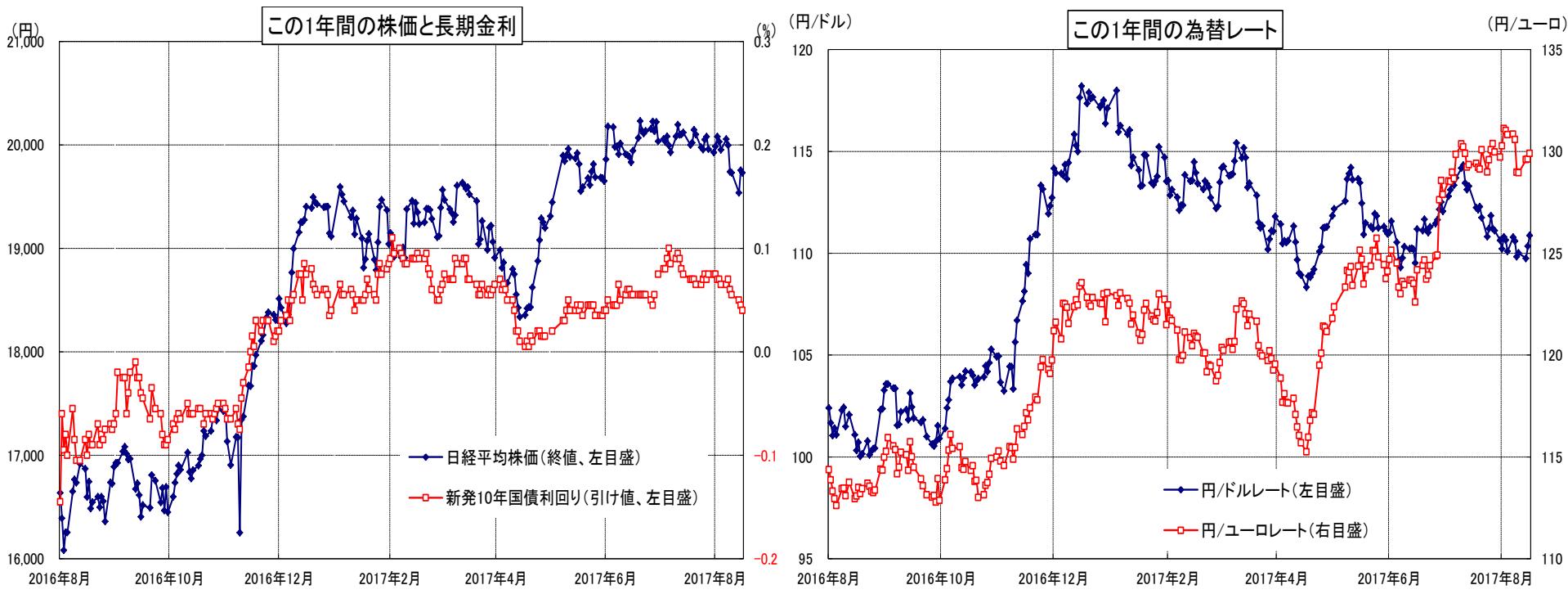
(資料)日本銀行 (注)長期国債は16年7月末から66兆円の増加

- 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誘導できているが、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が期待される
- FRBに続き、ECBも正常化に向かいつつある中、日銀の出口戦略にも関心が集まっている
 - 出口政策の過程で、日銀が債務超過に陥り、混乱が発生するとの懸念の声も
 - 短期マネー固定化のため、超過準備への付利の利率引上げが必須だが、その利払い費が保有国債からの金利収入を上回る可能性



6 金融市場の見通し

- 大型減税などのトランプ政策への期待は大きく後退したものの、米国株価は堅調に推移
- 6月下旬にかけて欧米中央銀行からのタカ派的発言によって世界的に金利が上昇し、円安（ドル高・ユーロ高）が進行したが、その後米国の利上げペースは必ずしも早くないと改めて認識され、円高方向に戻るなど、金融政策への思惑がマーケットの主要な変動要因となっている
- 一方、ECBは9月にも現行の量的緩和策の修正（テーパリング）を議論するとみられており、ユーロ高気味の推移となっている
- 直近は北朝鮮リスクへの警戒から「質への逃避」が強まり、株安・円高ドル安が強まる場面も



- **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るが、概ね「0.05~0.1%」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%)前後から外れる可能性は小さいが、超長期ゾーン中心に上昇圧力がかかる
- **株価**
 - 海外株高・好決算(好材料)と円高リスクや北朝鮮リスク(悪材料)が交錯する中、日経平均株価は2万円割れ
 - 内外経済の改善基調継続を前提に、再び堅調に推移しはじめる
- **為替レート**
 - 日銀は当面金融緩和策を継続せざるをえない一方で、FRBは政策正常化を本格化しつつあるほか、ECBも出口を模索し始めたことを考慮すると、内外金利差は拡大方向にあり、一定の円安圧力が存在する
 - ただし、北朝鮮リスクやトランプ期待の後退、米利上げペースの鈍化など、潜在的な円高要因は少なくない

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2017年			2018年	
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.047	-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	0.05~0.06	0.05~0.06	0.05~0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.040	-0.05~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15
	5年債 (%)	-0.080	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.9	105~115	105~118	105~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.9	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	19,729	20,000±1,500	20,250±1,500	20,500±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8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。