

平成 29 年 3 月 9 日

各 位

会社名 株式会社新生銀行
代表者名 代表取締役社長 工藤 英之
(コード番号 : 8303 東証第一部)

2016～2018 年度の「経済の見通し」(2017 年 3 月版、第 2 号)の発行について
市場より低い「完全雇用時の失業率」を見込み高成長・低インフレ予想、「シムズ理論」による財政拡大の可能性

ポイント

- 今般、最近の輸出・生産の好調さと GDP の基準改定を踏まえて、当行の 2016～2018 年度の経済・物価見通しを上方修正した。市場予想や日本銀行の見通し対比で成長に強気、物価に慎重な見方。
- 高成長・低インフレの根拠は、物価上昇を始める「完全雇用時の失業率」が市場見込みよりも低いと推計しているため。
- 今後、政府は「物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of Price Level, FTPL)」に基づいた拡張的な財政政策をとる可能性があろう。

1. 経済・物価見通しの引き上げ

経済の基本的な見方は前回と変わっておらず、「日本経済は 2018 年度にかけて 1%超の成長を遂げるものの、物価は 1%程度に留まる」というものである。実質 GDP の見通しを 2016 年度 1.0%増→1.3%増(+0.3ppt)、2017 年度 1.7%増→1.8%増(+0.1ppt)、2018 年度 1.4%増→1.5%増(+0.1ppt)と小幅な上方修正をした。物価については、この成長率見通しの上方修正による需給ギャップの縮小を踏まえて若干の上方修正を行った。2017 年度の物価は 0.8%増→0.9%増(+0.1ppt)、2018 年度は 0.9%増→1.1%増(+0.2ppt)と見込んだ。

2. 「完全雇用時の失業率」は 2%台後半の見込み

労働市場が完全雇用となって物価が上昇を始める失業率の水準は、「完全雇用時の失業率」と呼ばれる。市場ではその水準が 3.5%程度とみられているが、当部の推計では「2%台後半程度」とそれよりも低いとみている。このため、当行の強い経済見通し・失業率の低下があっても、物価見通しはそれほど高くなっていない。

3. 生産と輸出の現状

- (1) 生産と在庫の状況を見ると、2016 年は一貫して在庫の減少方向への動きを伴って生産が増加方向へ推移し、2017 年は在庫と生産がともに増加していくことが見込まれる。
- (2) 生産や輸出の好調さの背景にあるのが、米国向けの自動車やアジア、特に中国のスマートフォン需要に対応した電子部品やスマートフォンを製造するための機械等の輸出がある。2016 年 Q4 の国別の出荷シェアだと既に中国企業が 35%と 1 位になっている。

4. 今後の見通し

市場の一部では「今後、海外金利が上昇すれば、すぐにも日銀がゼロ%の長期金利目標を引き上げる」との見方があるとみられる。当部では、上記の通り労働市場が完全雇用に到達して物価が本格的に上昇を始めるのは 2018 年度半ば以降とみており、それまではゼロ%の長期金利目標は変更されないとみている。

5. 「シムズ理論」による財政拡大の可能性

2016 年度第 3 次補正予算の効果により、2017 年度の公的資本形成が GDP を押し上げ、その後、2018 年度は減少に転じよう。米プリンストン大学のクリストファー・シムズ教授などの唱える物価水準の財政理論 (FTPL) の議論を踏まえると、今後さらなる財政政策の活用余地があろう。

以 上

市場より低い「完全雇用時の失業率」を見込み高成長・低インフレ予想、「シムズ理論」による財政拡大の可能性

2018年度まで1%を上回る成長が継続、物価は1%程度まで上昇の見込み

高成長・低インフレの鍵は構造失業率(完全雇用時の失業率)の低下

完全雇用に到達すると物価は上昇へ

構造失業率の到達は2018年度半ば以降の見込み

1. 経済・物価見通しの引き上げ 今般、当部は最近の経済・金融情勢を踏まえて、昨年12月7日に公表した経済見通し(予測期間:2016~2018年度)の改訂を行った(図表1)。経済の基本的な見方は前回と変わっておらず、「日本経済は2018年度にかけて1%超の成長を遂げるものの、物価は1%程度に留まる」というものである。数字については、GDPの基準改定や最近の外需・生産動向の改善を踏まえて、若干の上方修正をした。市場や日本銀行の見通しとの関係では「景気に対して強気、物価に対しては慎重」な位置づけとなった(図表1)。GDPについては、市場予想よりも強含むことを見込んでおり1月に示された日銀の展望レポートと同程度である一方、物価に対しては慎重な見方をしている。以下では、この背景となっている構造失業率について基本的な見方を確認した後、生産と輸出を中心に現状を振り返る。需要項目別の見通しを述べ、いわゆる「シムズ理論」からみた展望にふれて、議論をまとめた。

2. 「完全雇用時の失業率」は2%台後半の見込み 高成長・低インフレの見通しの背景は、「労働市場が完全雇用に到達して、物価が上昇し始める失業率の水準(構造失業率)が3.5%程度」との一般的な見方に対して、当部は「同水準を2%台後半程度と市場よりもより低めと推計しており、高成長でもインフレが上昇しにくい」とみているため(図表2)。足元の有効求人倍率が1.4倍を超えてバブル期並みの高水準となり、完全失業率も2015年3月以降は少なくとも2017年1月まで上記の3.5%を下回り続けており、インフレ圧力が出てきてもおかしくない状況にある。しかし、物価の上昇幅が小さいということは、日本の労働市場にはいまだにスラックが残されており、インフレなく失業率が低下する余地がありうること、そこまで到達してから物価が上昇を始める可能性があるともみている。

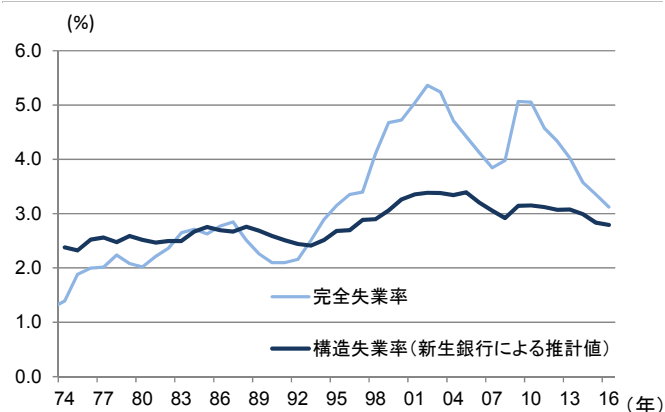
図表1 経済・物価見通しを上方修正：日銀対比で目立つ物価の
かい離 (2016年度~2018年度)

	経済成長率(実質GDP, %)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト		新生銀行	
	(2016年10月31日~11月1日会合)	(2017年1月30日~1月31日会合)	(2016年11月調査、調査期間:10月26日~11月2日) 42社	(2017年2月調査、調査期間:1月26日~2月2日) 回答数41社	経済見通し第1号 (2016年12月)	経済見通し第2号 (2017年3月)
2016年度	1.0	1.4	0.8	1.3	1.0	1.3
2017年度	1.3	1.5	1.0	1.2	1.7	1.8
2018年度	0.9	1.1	0.9	1.1	1.4	1.5

	物価(コアCPI, %)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト		新生銀行	
	(2016年10月31日~11月1日会合)	(2017年1月30日~1月31日会合)	(2016年11月調査、調査期間:10月26日~11月2日) 42社	(2017年2月調査、調査期間:1月26日~2月2日) 回答数41社	経済見通し第1号 (2016年12月)	経済見通し第2号 (2017年3月)
2016年度	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.2
2017年度	1.5	1.5	0.6	0.8	0.8	0.9
2018年度	1.7	1.7	0.9	1.0	0.9	1.1

(注) 予測は日本銀行、ESPフォーキャスト調査、新生銀行 金融調査部による
(出所) 日本銀行、ESPフォーキャスト調査、新生銀行 金融調査部

図表2 完全雇用時の失業率(構造失業率)は2%台
後半と見込む (1974年~2016年)



(出所) 内閣府資料を参考に、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「職業安定業務統計」より新生銀行 金融調査部作成

在庫循環図の動き

3. 生産と輸出の現状

(1)生産動向 景気サイクル:意図せざる在庫減少局面へ 生産と在庫の動きをみると、2016年は非常に好調であった。横軸に生産の増減、縦軸に在庫の増減をとった在庫循環図は、通常反時計回りに進むとされている(図表3)。横軸の生産の伸びと、縦軸の在庫の伸びとが一致する45度線(斜めの線)で区切った上で、景気が好調な中で①企業が生産を増加して在庫を積み増す「在庫積み増し」局面の後、②徐々に出荷・販売ペースを上回る生産がなされて、在庫が積み上がっていくと、③企業は在庫を掃かせるために生産を徐々に減少させていく。そのうちに④景気が回復する(販売・出荷が好調となる)と、企業の予想以上に在庫が減少していく「意図せざる在庫減少」の局面に到達する。

2016年は順調に在庫調整が進展、2017年は在庫積み増し局面へ

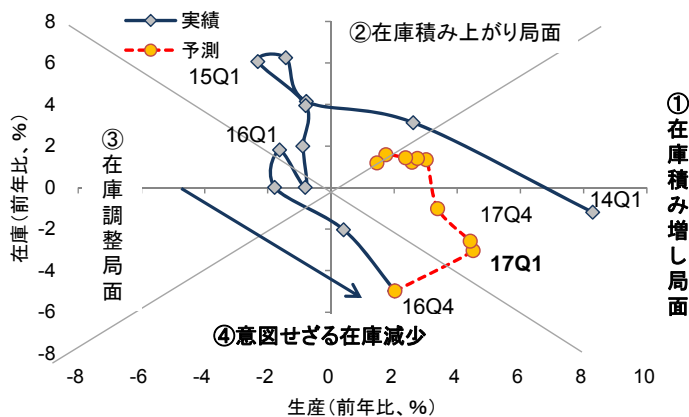
在庫循環図で昨年の動きをみると、2015年Q3からQ4にかけて在庫調整局面に入った後、2016年は一貫して在庫の減少方向への動きを伴って生産が増加方向へ推移した(グラフ上で左上の「16Q1」から右下の「16Q4」への動き)。昨年(2016年)後半は「意図せざる在庫減少」の局面に入っていたとみられる。2016年Q4の在庫(季調済み・前期比)は3.1%減となり、3・四半期連続でのマイナスとなった(Q2:1.3%減、Q3:2.6%減)。一方、生産の方も3・四半期連続のプラスとなり、Q2:0.2%増、Q3:1.3%増、Q4:2.0%増と加速していった。

2016年Q4の生産と在庫の中身をみると、電子部品・デバイスの生産が前期比8.0%増、在庫が同13.7%減、輸送機械工業の生産が3.7%増、在庫が14.1%減と非常に良好な動きとなった。

輸出の堅調さが生産をサポート

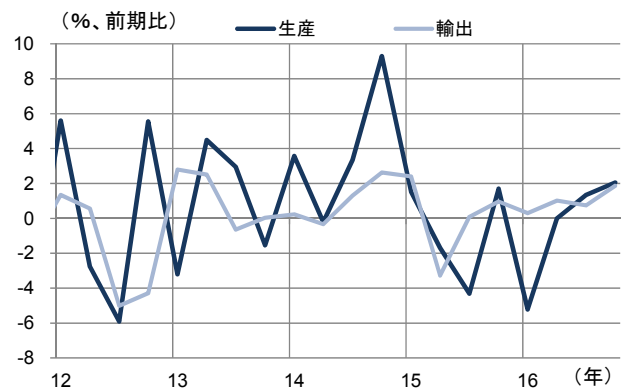
2015年来好調な輸出が生産も引き上げた格好 生産と輸出の推移をみると(図表4)、生産は2015年以降減少する場面が目立っていた。2015年後半以降堅調であった輸出(実質・季節調整済み)の伸びに支えられて、徐々に生産もマイナス幅を縮小して、2016年後半には高い伸びとなっていた。2017年1月の鉱工業生産では、生産と在庫にやや一服感がみられるものの、全体としては良好な状態は持続するとみている。生産・在庫サイクルが進めば、2017年は在庫積み増し局面に入っていくとみられる(図表3)。

図表3 2016年に在庫調整が急激に進展、先行きは在庫積み増し局面へ:在庫循環図(2014年Q1~2016年Q4)



(注) 予測は新生銀行 金融調査部による。
(出所) 経済産業省、新生銀行 金融調査部

図表4 2016年は回復基調だった生産・輸出(2012年Q1~2016年Q4)



(注) 輸出は、新生銀行 金融調査部による季節調整済み値
(出所) 財務省、経済産業省、日本銀行、新生銀行 金融調査部

1年半に亘る輸出増加 - 2015年夏の125円からは円高で推移も輸出は増加

中国全体では世界シェアが3分の1に到達: 携帯電話出荷数

(2)輸出動向: 米国向け自動車・アジア向けスマートフォン関連が牽引 こうした生産や輸出の好調さの背景にあるのが、米国向けの自動車やアジア、特に中国のスマートフォン需要に対応した電子部品やスマートフォンを製造するための機械等の輸出である。

輸出(実質・季節調整済み)は、2015年Q3(7-9月期)以降、6・四半期連続のプラスとなった(図表5)。2015年夏場以降、ドル円レートは趨勢的には円高で推移している。金融市場では、「同年8月に名目のドル円レートが125円に到達した際の黒田総裁の発言」を、事実上の円安けん制発言と捉えて、市場では125円以上の円安がないとの見方が広がった。このことを踏まえると上記の輸出の伸びは、意外感のある数字ではないだろうか。

地域別にみると(図表5)、最近では、Q4は米国向けに加えて、Q2・Q3と好調であったNIEs向け(Q2:3.1%増、Q3:3.8%増、Q4:4.6%増)、特に中国向け(Q4:6.1%増)の伸びが大きくなっている。商品別にみると(図表6)、電気機器、いわゆる一般機械(汎用・生産用・業務用機器)、自動車を含む輸送用機器の伸びが大きくなっている。

中国の世界シェアは3分の1に到達 2017年2月28日付の日本経済新聞では、「中国の携帯電話メーカーが、世界シェアで2位を伺う勢い」との報道があった。国別でみると(図表7)、2016年の中国企業の出荷台数は16.3%と世界全体の伸び(3.4%増)を大きく上回り、2016年Q4の国別の出荷シェアで見ると既に中国企業が35%と1位になっている(上記の報道は国別ではなく、企業ごとのシェア)。日本の輸出・生産はこうした需要を取り込みつつある。

図表5 6・四半期に亘り、プラス成長が続く輸出、2016年Q4は米・中・アジア向けが好調

実質季節調整済み、前期比(%)

地域別輸出		世界全体						EU向け	中東向け
		米国向け	アジア向け			中国向け	NIEs向け	ASEAN向け	
2015年	1-3月期	2.1	3.8	1.3	▲2.3	1.1	5.5	3.5	▲2.2
	4-6月期	▲3.2	▲1.0	▲3.5	▲0.9	▲2.9	▲8.9	▲3.0	▲1.3
	7-9月期	0.1	0.0	0.6	▲0.3	0.5	1.5	2.8	▲0.1
	10-12月期	1.0	1.6	0.1	▲1.5	▲1.5	0.4	6.0	7.7
2016年	1-3月期	0.5	1.0	▲0.8	▲0.2	▲1.0	▲1.6	6.1	▲9.9
	4-6月期	1.2	▲1.4	1.7	0.9	3.1	3.1	▲0.9	▲4.0
	7-9月期	1.0	▲0.1	2.8	1.4	3.8	1.1	1.7	▲0.7
	10-12月期	1.7	2.9	4.3	6.1	4.6	3.0	▲4.8	▲7.5

(注)季節調整は新生銀行 金融調査部による、(出所)財務省、日本銀行、新生銀行 金融調査部

図表6 自動車、電気機器、一般機械(汎用・生産用・業務用機器)が好調 スマートフォンやAI需要を取り込みか

実質季節調整済み、前期比(%)

商品別輸出		世界全体									
		食料品	織物製品	金属及び同製品	化学製品	電気機器	汎用・生産用・業務用機器	輸送用機器	うち自動車	その他	
2015年	1-3月期	2.1	13.5	3.3	1.3	5.5	0.3	0.6	▲0.6	3.2	4.8
	4-6月期	▲3.2	▲0.7	▲3.2	▲4.6	▲4.7	▲3.1	▲5.7	▲2.0	▲3.1	1.4
	7-9月期	0.1	3.3	1.6	1.8	▲0.8	▲0.2	▲2.5	4.3	2.3	1.2
	10-12月期	1.0	0.1	4.3	▲1.2	5.6	▲0.7	▲1.1	3.0	5.8	1.6
2016年	1-3月期	0.5	▲3.6	2.1	▲3.2	0.8	1.2	▲1.9	▲2.2	▲4.7	3.4
	4-6月期	1.2	5.3	1.2	▲2.1	1.9	1.4	2.1	1.6	1.0	2.2
	7-9月期	1.0	▲2.4	1.3	1.3	0.1	3.2	1.7	0.4	1.7	2.2
	10-12月期	1.7	3.0	▲0.7	▲2.4	▲2.0	3.4	2.6	2.5	0.8	2.3

(注)季節調整は新生銀行 金融調査部による、(出所)財務省、日本銀行、新生銀行 金融調査部

図表7 中国企業の伸びが著しい世界でみた携帯電話の出荷数(地域別)

	2015年	2016年	伸び率	2016年Q4	シェア
	(100万台)	(100万台)		(100万台)	
世界	1,462	1,512	3.4	440	100
中国	439	511	16.3	155	35
韓国	383	365	-4.6	93	21
米国	232	215	-7.0	78	18
その他地域	409	421	3.0	114	26

(出所)カウンターポイント社、新生銀行 金融調査部

経済・物価見通しの
上方修正

ドル円は110円で横置き、米国経済は加速、中国は減速

2016年度は輸出と基準改定による上方修正

2017年度は設備投資と在庫による上方修正

4. 今後の見通し 海外需要の強さと最近の生産動向の状況、昨年12月のGDPの基準改定を踏まえて、日本経済の成長見通しを引き上げた(図表1・8)。実質GDPの見通しを2016年度1.0%増→1.3%増(+0.3ppt)、2017年度1.7%増→1.8%増(+0.1ppt)、2018年度1.4%増→1.5%増(+0.1ppt)とした。物価については、この成長率見通しの上方修正による需給ギャップの縮小を踏まえて若干の上方修正を行った。2017年度の物価は0.8%増→0.9%増(+0.1ppt)、2018年度は0.9%増→1.1%増(+0.2ppt)と見込んだ。

(1) 予測の前提 まず予測の前提としては、重要なドル円は前回の経済見通しから変化なく、2017・2018年度は現状程度の110円で横置きとした(図表8・項目23)、米国経済はトランプ大統領の財政政策による成長率の加速を見込んで2017暦年2.3%増、2018暦年2.7%増との想定をおいた(同30)。原油価格は米国経済の回復により2019年Q1に向けて60ドル程度に上昇していくことを見込んだ(同33)。一方、中国経済は6.7%から6%前半に緩やかに減速していく見通し(同32)。

(2) 2016年度の見通し 2016年度の実質GDPは、輸出の上振れ分、GDPの基準改定による上方修正分を踏まえて予測値を引き上げた。

(3) 2017年度の見通し 2017年度の上方修正の主因は設備投資と在庫投資である。2016年Q4の法人企業統計では設備投資(ソフトウェアを除くベース、季調済み、前期比)は3.5%増、全産業の経常利益は20.8兆円と過去最高益となった。先行きも先行指標である機械受注(除く船舶・電力)の1-3月期の見通しが3.3%増となった。設備投資は、2016年度2.5%増の後、2017年度は2.9%増、2018年度3.7%増に加速していくと見込んだ(同6)。在庫(同7)は上記3.(1)で見た様に、2016年度は順調に在庫調整が進んでいくとの見方から、0.3%減(寄与度)を見込んだ。GDPは押し下げるものの内容としては良好なものとなっている。

図表8 経済・物価・関連項目の見通し(2016年度～2018年度)

系列名	単位	年度			
		実績	予測	予測	予測
		2015年度 (期中平均)	2016年度 (期中平均)	2017年度 (期中平均)	2018年度 (期中平均)
1 実質GDP	前年度比(%)	1.3	1.3	1.8	1.5
2 内需	寄与度(%)	1.1	0.8	1.9	1.6
3 民需	寄与度(%)	0.8	0.7	1.5	1.5
4 実質民間最終消費支出	前年度比(%)	0.5	0.7	1.6	1.3
5 実質民間住宅投資	前年度比(%)	2.7	6.0	0.0	2.5
6 実質民間企業設備投資	前年度比(%)	0.6	2.5	2.9	3.7
7 実質民間在庫品増加	寄与度(%)	0.3	▲0.3	0.1	0.1
8 公需	寄与度(%)	0.3	0.1	0.5	0.2
9 実質政府最終消費支出	前年度比(%)	2.0	0.8	1.5	1.1
10 実質公的資本形成	前年度比(%)	▲2.0	▲2.4	3.5	▲0.9
11 実質公的在庫品増加	寄与度(%)	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.0
12 外需	寄与度(%)	0.2	0.6	▲0.1	▲0.2
13 実質財貨・サービスの輸出	前年度比(%)	0.8	2.4	2.8	3.2
14 実質財貨・サービスの輸入	前年度比(%)	▲0.2	▲1.2	3.3	3.9
15 名目GDP	前年度比(%)	2.8	1.2	2.2	2.0
16 GDPデフレーター	前年度比(%)	1.4	▲0.1	0.3	0.5
17 名目雇用者報酬	前年度比(%)	1.5	2.0	1.3	1.7

系列名	単位	年度			
		実績	予測	予測	予測
		2015年度 (期中平均)	2016年度 (期中平均)	2017年度 (期中平均)	2018年度 (期中平均)
18 消費者物価(生鮮食品除く総合)	前年比(%)	0.0	▲0.2	0.9	1.1
19 完全失業率	%	3.3	3.1	2.8	2.6
20 鉱工業生産指数	前年比(%)	▲1.0	1.3	3.3	2.1
21 貿易収支(通関ベース)	兆円	▲1.1	3.0	0.9	▲2.1
22 経常収支	兆円	18.0	21.2	19.0	16.8
23 円相場(対米ドル)	円/ドル	120.13	108.62	110.00	110.00
24 日経平均株価	円	18,841	17,621	19,899	20,750
25 ユーロ円TBOR(3ヶ月物)	%	0.16	0.06	0.05	0.04
26 国債流通利回り(10年物)	%	0.29	▲0.18	0.05	0.09
27 マネーストック(新M2)	前年比(%)	3.6	3.6	3.6	3.2
28 S&P500種株価指数	ポイント	2033.1	2175.7	2337.9	2424.9
29 米国債10年金利	%	2.11	1.96	2.40	2.60
30 米国実質GDP(暦年)	前年比(%)	2.6	1.6	2.3	2.7
31 EU実質GDP(暦年)	前年比(%)	2.1	1.8	1.8	1.8
32 中国実質GDP(暦年)	前年比(%)	6.9	6.7	6.5	6.2
33 NY原油価格(WTI、暦年)	ドル/バレル	55.0	42.7	52.0	58.8

(注) 予測は新生銀行 金融調査部による。四半期の見通し等の詳細は、図表11・12を参照。

(出所) 各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 金融調査部

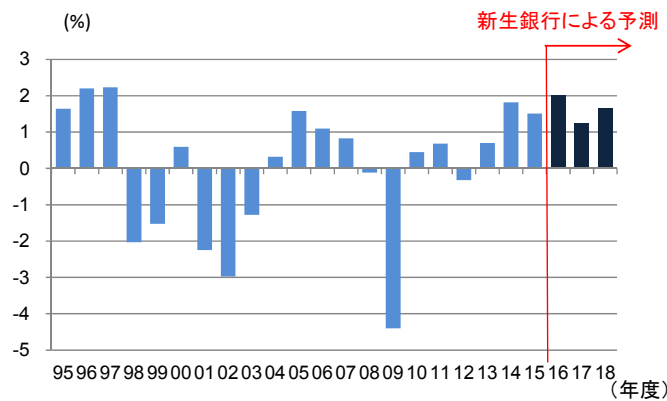
所得増・株高により消費は強含み

消費増による輸入増加が GDP を押し下げ

公共事業の伸びはプラスへ

2017 年度以降は消費の伸びが 1%半ば程度に上昇すると見込んでいる。雇用者報酬の伸び(図表 8・項目 17、図表 9)に加えて 2018 年度に 2 万 1,000 円弱までの上昇を見込む株高(図表 8・項目 24)が背景。2014 年度の消費増税による消費の下押しは大きかったものの、耐久財でようやく回復の兆しがみえつつある(図表 10)。もともと、消費が増加する分、輸入も増加する傾向があるため、輸入の増加(図表 8・項目 14)が GDP の押し下げ要因となろう。輸出は足元の状況と海外経済の持ち直しを受けて上昇するものの、輸入と併せた外需全体では GDP を押し下げる見込み。また、2017 年 1 月 31 日に成立した 2016 年度補正予算が、今後執行されていくことにより 2017 年度にかけて公共事業(公的資本形成)が景気を押し上げると見込まれる(同 10)。以上を踏まえて、2017 年度の実質 GDP1.8%の内訳は、内需が 1.9%(うち民需 1.5%、公需 0.5%※)、外需が 0.1%減となる見込みである(※四捨五入の関係で、内訳の合計値が全体に一致していない)。この結果、コア CPI は 2016 年度の 0.2%減から 2017 年度は 0.9%増へと加速していく見込みである。

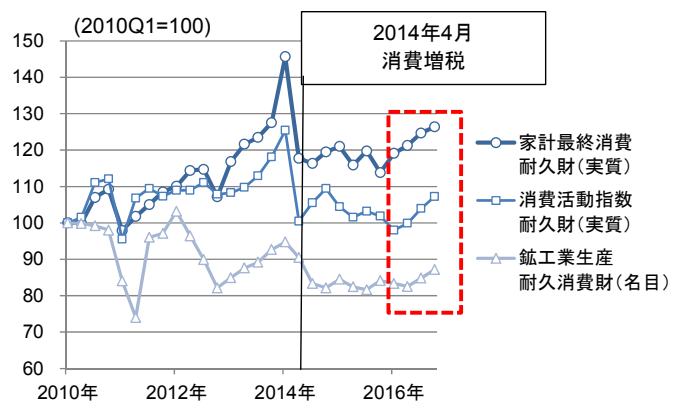
図表 9 名目雇用者報酬の伸びは堅調な見込み (1995 年度～2018 年度)



(注) 予測は新生銀行 金融調査部による。

(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部

図表 10 耐久財でようやく回復の兆し: 耐久財消費の動き (2010 年 Q1～2016 年 Q4)



(出所) 財務省、経済産業省、日本銀行、新生銀行 金融調査部

2018 年度も経済の好調さは持続へ 公的需要のプラス幅は縮小

物価上昇でもゼロ%目標は当面維持へ

公共事業の伸びは 2018 年度マイナスの見込みだが、

(4)2018 年度の見通し 2018 年度に向けては、米国での財政政策の効果などの高まりにより米国と、アジア経済(中国を除く)が安定し、国内での生産も増加をたどるとみている。一方、現時点では公的資本形成(いわゆる公共事業、図表 8・項目 10)が 2018 年度の景気の押し下げ要因となるとみている。また、2018 年度には完全失業率が 2%台後半に接近し、2018 年度後半のコア CPI は 1.2%(図表 11・項目 18)まで上昇すると見込んでいる。

(5)金融市場・金融政策の見通し 予測期間(2016～2018 年度)を通じた株価と金利の見通しは、日経平均は経済成長につれて 2 万 1,000 円程度まで緩やかに上昇し、10 年金利は 0%前後で推移するとみている。市場の一部では円安が進展して海外金利が上昇すれば、すぐにもゼロ%の長期金利目標が引き上げられるとの予想や懸念がある。しかし、当部では物価が 1%を越えて本格的に上昇を始めるのは失業率が 2%台後半に近づく 2018 年度半ば以降とみており、それまではゼロ%の長期金利目標は変更されないとみている。

5. リスク要因: 所謂「シムズ理論」による今後の財政拡大の可能性 公共事業(公的資本形成)の先行きは、2017 年度は 3.5%増の後、その反動減から 2018 年度は 0.9%減となることを見込んでいる。市場コンセンサス(2017 年 2 月の ESP フォーキャスト調査)でも、2016 年度 0.1%減、2017 年度 3.3%増の後、2018 年度は 0.5%減と減少に転じることが見込まれている。

物価水準の財政理論

もともと、年初から議論されている物価水準の財政理論 (FTPL、Fiscal Theory of Price Level) の観点から、公共事業の減少が見込まれる 2017 年度後半以降に補正予算が編成され、2018 年度の公共事業や政府最終消費が上乘せとなる可能性があらう。むしろ、2013 年 1 月の政府と日銀の政策協定に基づけば、2%の物価目標の到達まで財政は拡張的に運営するべきとの見方もできよう。

「統合政府」でみたマクロ経済政策

いわゆる FTPL の議論を日本経済の状況にあてはめると、米・プリンストン大学のクリストファー・シムズ教授は「物価上昇率が 2%になるまで、消費税の引き上げを延期することや 2020 年度のプライマリーバランスの黒字化目標を延期し、政府支出の拡大を継続する」ことを提唱している。また、FTPL では政府と中央銀行を別々にみるのではなく、一つの経済主体、「統合政府」としてみる。一般的に「財政政策」は、政府が実施する「歳出の増減や税率の変更などの財政政策」(「狭義の」財政政策)とされる。しかし、「統合政府」では、中央銀行の行う国債の買入れや、現在米国で今後の課題として議論されている償還された債券の再投資なども(「広義の」)財政政策に含まれる。ただ、ここでいう狭義の財政政策、広義の財政政策とは一般的な呼び方ではないため、別の言い方をすると「FTPL における政策とは政府・日銀が行うマクロ経済政策全体」を指すと考えた方が解りやすいかもしれない。

将来の緊縮財政予想は支出にマイナス

財政赤字の拡大を将来の増税や歳出削減でファイナンスしようとし、かつ家計や企業が将来のそうした緊縮財政を予想して支出を拡大させない場合、景気やインフレ率に対してマイナスの影響を与えよう。2014 年 4 月の消費増税後の消費の落ち込みが長期化したことからそのことは明らかであろう(図表 10)。消費は、増税から 3 年が経過しようとする今となってようやく回復の兆しが見えてきた程度である。緊縮財政はデフレ的に作用するから、少なくともインフレ目標の達成までは緊縮財政スタンスを緩和するのは合理性があるとみられる。

インフレ目標自体が問題なのか

また、FTPL については一部で「インフレによって債務を帳消しにしようとしている」との批判があるが、シムズ教授はインフレ目標 2%達成までのインフレに言及しているだけであり、仮にそれすらも問題であるならば、インフレ目標 2%の設定自体を問題にすべきであろう。前年の物価上昇率がベースアップの議論の際に重要視されていることに鑑み、仮に 2%の物価目標がなければ賃上げはさらに小幅なものに留まっていたとみている。仮に 2%の物価目標を引き下げる方向で議論するのであれば、どのようにして賃金が上がることになるのかを議論する必要がある。

ベースアップに必要な物価上昇

カレンダー型と経済指標型のコミットメント

現在、FRB の 3 月利上げ説が急浮上している。リーマンショック後の米国の金融緩和の時期に FRB が、「特定の時点まで緩和を継続する」というカレンダーに連動したコミットメントをしていた期間があった。しかし、コミットした時点までは景気が悪いとの予想を形成することになったこと等から、「失業率が特定の値になるまでは緩和を継続する」という経済指標に連動したコミットメントに変更された。この議論を踏まえると、機動性の高い金融政策と、そうではない財政政策という違いはあるものの、2020 年度のプライマリーバランス目標はカレンダー型のコミットメントであり、それを経済指標型(2%の物価目標到達まで財政政策を緩和的にすること)に変更することには合理性があらう。財政政策と金融政策が一体的に運営されて日本経済が持続的な成長を遂げることを期待したい。

財政金融政策の活用はマクロ経済の安定化に寄与

まとめ 今回の経済見通しの改訂では、生産や外需の動向に注目して GDP の予想を引き上げ、それに応じて物価見通しも引き上げた。実質 GDP でみた経済見通しは 2017 年度 1.8%、2018 年度 1.5%であり、これは市場や日銀よりも強気な見方である。しかし、物価が上昇を始める「完全雇用時の失業率」(構造失業率)は一般的な 3.5%よりも低い 2%台後半まで低下しているとみているため、物価上昇に対しては日銀よりも慎重な見方をしている。

2016 年度補正予算の効果により、2017 年度の公的資本形成が GDP を押し上げ、2018 年度には押し下げ要因として働くともみているが、FTPL の議論や物価安定目標の達成を踏まえるとさらなる財政政策の活用余地があろう。それは現在課題である賃金の上昇や持続的な成長のためにも望ましいものであるとみている。

(伊藤篤・宮地舟人・本間光子)

(参考文献) 労働政策研究・研修機構、「ユースフル労働統計 2016」

レポートに対する照会先:

新生銀行 金融調査部 伊藤 篤

03-6880-8128

(注)本文中、四半期の表示は特段の注記がない限り以下に準じる。

Q1=1-3 月期、Q2=4-6 月期、Q3=7-9 月期、Q4=10-12 月期

予測表

1. 年度の見通し

図表 11 2016~2018 年度の経済見通し(総括表)

系列名	単位	年度				単位	半期						系列名
		実績	予測	予測	予測		実績	予測	予測	予測	予測	予測	
		2015年度 (期中平均)	2016年度 (期中平均)	2017年度 (期中平均)	2018年度 (期中平均)		2016年度 上期 (期中平均)	2016年度 下期 (期中平均)	2017年度 上期 (期中平均)	2017年度 下期 (期中平均)	2018年度 上期 (期中平均)	2018年度 下期 (期中平均)	
1 実質GDP	前年度比 (%)	1.3	1.3	1.8	1.5	前期比 (%)	0.9	0.7	0.8	1.2	0.5	0.9	実質GDP
2 内需	寄与度 (%)	1.1	0.8	1.9	1.6	寄与度 (%)	0.6	0.4	1.1	1.1	0.6	1.0	内需
3 民需	寄与度 (%)	0.8	0.7	1.5	1.5	寄与度 (%)	0.7	0.3	0.8	0.9	0.6	0.8	民需
4 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.5	0.7	1.6	1.3	前期比 (%)	0.6	0.4	0.9	0.9	0.5	0.7	実質民間最終消費支出
5 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	2.7	6.0	0.0	2.5	前期比 (%)	5.3	0.5	0.3	▲ 1.0	2.4	1.2	実質民間住宅投資
6 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	0.6	2.5	2.9	3.7	前期比 (%)	1.2	2.1	0.6	2.4	1.0	2.8	実質民間企業設備投資
7 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.3	▲ 0.3	0.1	0.1	寄与度 (%)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	実質民間在庫品増加
8 公需	寄与度 (%)	0.3	0.1	0.5	0.2	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.0	0.4	0.2	0.0	0.2	公需
9 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	2.0	0.8	1.5	1.1	前期比 (%)	▲ 0.3	0.6	0.8	0.9	0.3	0.7	実質政府最終消費支出
10 実質公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 2.0	▲ 2.4	3.5	▲ 0.9	前期比 (%)	▲ 0.1	▲ 2.6	4.8	▲ 0.3	▲ 1.0	0.4	実質公的資本形成
11 実質公的在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	実質公的在庫品増加
12 外需	寄与度 (%)	0.2	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.3	0.4	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	外需
13 実質財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	0.8	2.4	2.8	3.2	前期比 (%)	0.3	3.6	▲ 0.3	2.9	0.9	1.7	実質財貨・サービスの輸出
14 実質財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲ 0.2	▲ 1.2	3.3	3.9	前期比 (%)	▲ 1.6	1.1	1.5	2.5	1.6	2.0	実質財貨・サービスの輸入
15 名目GDP	前年度比 (%)	2.8	1.2	2.2	2.0	前期比 (%)	0.8	0.5	1.2	1.3	0.6	1.3	名目GDP
16 GDPデフレーター	前年度比 (%)	1.4	▲ 0.1	0.3	0.5	前期比 (%)	▲ 0.2	▲ 0.2	0.4	0.1	0.2	0.4	GDPデフレーター
17 名目雇用者報酬	前年度比 (%)	1.5	2.0	1.3	1.7	前期比 (%)	2.2	1.8	1.3	1.2	1.6	1.7	名目雇用者報酬
18 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	0.0	▲ 0.2	0.9	1.1	前年比 (%)	▲ 0.4	0.1	0.9	1.0	1.1	1.2	消費者物価 (生鮮食品除く総合)
19 完全失業率	%	3.3	3.1	2.8	2.6	%	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	完全失業率
20 鉱工業生産指数	前年比 (%)	▲ 1.0	1.3	3.3	2.1	前期比 (%)	0.4	3.2	0.7	1.9	0.7	1.0	鉱工業生産指数
21 貿易収支(通関ベース)	兆円	▲ 1.1	3.0	0.9	▲ 2.1	兆円	2.4	0.6	1.6	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 2.1	貿易収支(通関ベース)
22 経常収支	兆円	18.0	21.2	19.0	16.8	兆円	10.4	10.7	10.2	8.8	8.8	7.9	経常収支
23 円相場(対米ドル)	円/ドル	120.13	108.62	110.00	110.00	円/ドル	105.29	111.96	110.00	110.00	110.00	110.00	円相場(対米ドル)
24 日経平均株価	円	18,841	17,621	19,899	20,750	円	16,453	18,788	19,699	20,098	20,582	20,917	日経平均株価
25 ユーロ円TIBOR (3ヶ月物)	%	0.16	0.06	0.05	0.04	%	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	ユーロ円TIBOR (3ヶ月物)
26 国債流通利回り (10年物)	%	0.29	▲ 0.18	0.05	0.09	%	▲ 0.12	▲ 0.23	0.05	0.05	0.07	0.10	国債流通利回り (10年物)
27 マネーストック (新M2)	前年比 (%)	3.6	3.6	3.6	3.2	前年比 (%)	3.4	3.8	3.8	3.4	3.2	3.2	マネーストック (新M2)
28 S&P500種株価指数	ポイント	2033.1	2175.7	2337.9	2424.9	ポイント	2118.6	2232.9	2315.2	2360.5	2403.2	2446.7	S&P500種株価指数
29 米国債10年金利	%	2.11	1.96	2.40	2.60	%	1.65	2.28	2.35	2.45	2.55	2.65	米国債10年金利
30 米国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.6	1.6	2.3	2.7	-	-	-	-	-	-	-	米国実質GDP (暦年)
31 EU実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.1	1.8	1.8	1.8	-	-	-	-	-	-	-	EU実質GDP (暦年)
32 中国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	6.9	6.7	6.5	6.2	-	-	-	-	-	-	-	中国実質GDP (暦年)
33 NY原油価格 (WTI, 暦年)	ドル/バレル	55.0	42.7	52.0	58.8	-	-	-	-	-	-	-	NY原油価格 (WTI, 暦年)

(注 1) 四捨五入の関係上などにより、各項目の寄与度の合計は必ずしも実質 GDP の増加率には一致しない。

(注 2) 予測値、寄与度の計算はすべて新生銀行 金融調査部による。

(注 3) 半期のうち、失業率は季節調整済み値、前年比のものは季節調整前の値、前期比・寄与度は季節調整済み値。

(出所)各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 金融調査部

2. 四半期の見通し

図表 12 2016～2018 年度の経済見通し(総括表)

系列名	単位	四半期														系列名	
		実績	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測			
		2015年Q4 (期中平均)	2016年Q1 (期中平均)	2016年Q2 (期中平均)	2016年Q3 (期中平均)	2016年Q4 (期中平均)	2017年Q1 (期中平均)	2017年Q2 (期中平均)	2017年Q3 (期中平均)	2017年Q4 (期中平均)	2018年Q1 (期中平均)	2018年Q2 (期中平均)	2018年Q3 (期中平均)	2018年Q4 (期中平均)	2019年Q1 (期中平均)		
1 実質GDP	前期比 (%)	▲ 0.2	0.5	0.5	0.3	0.3	0.6	0.2	0.7	0.6	0.5	0.1	0.3	0.5	0.5	実質GDP	1
2 内需	寄与度 (%)	▲ 0.3	0.1	0.6	▲ 0.1	0.1	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	内需	2
3 民間	寄与度 (%)	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.4	0.5	民間	3
4 実質民間最終消費支出	前期比 (%)	▲ 0.6	0.4	0.2	0.3	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3	実質民間最終消費支出	4
5 実質民間住宅投資	前期比 (%)	▲ 1.0	1.5	3.3	2.4	0.1	▲ 1.6	1.4	▲ 0.6	▲ 0.9	0.5	2.1	▲ 0.1	0.4	1.6	実質民間住宅投資	5
6 実質民間企業設備投資	前期比 (%)	0.1	▲ 0.2	1.4	▲ 0.1	2.0	0.3	0.3	0.4	1.2	2.0	▲ 0.3	0.6	1.4	2.2	実質民間企業設備投資	6
7 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	実質民間在庫品増加	7
8 公需	寄与度 (%)	0.1	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	公需	8
9 実質政府最終消費支出	前期比 (%)	0.7	1.3	▲ 1.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.8	▲ 0.1	0.3	0.3	0.7	▲ 0.3	実質政府最終消費支出	9
10 実質公的資本形成	前期比 (%)	▲ 1.3	▲ 1.2	1.0	▲ 0.9	▲ 2.5	0.6	2.4	4.2	▲ 2.3	▲ 0.2	▲ 1.5	1.4	▲ 0.1	▲ 0.3	実質公的資本形成	10
11 実質公的在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	実質公的在庫品増加	11
12 外需	寄与度 (%)	0.0	0.3	▲ 0.0	0.4	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	外需	12
13 実質財貨・サービスの輸出	前期比 (%)	▲ 0.8	0.9	▲ 1.2	2.1	2.6	▲ 0.2	▲ 0.7	1.0	2.1	0.5	0.3	0.5	1.2	0.6	実質財貨・サービスの輸出	13
14 実質財貨・サービスの輸入	前期比 (%)	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.3	1.3	▲ 0.2	1.3	0.7	1.8	0.6	1.0	0.6	1.5	0.5	実質財貨・サービスの輸入	14
15 名目GDP	前期比 (%)	▲ 0.2	0.7	0.4	0.1	0.4	0.1	0.9	0.6	0.9	0.2	0.4	0.4	1.0	0.2	名目GDP	15
16 GDPデフレーター	前期比 (%)	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	0.6	▲ 0.0	0.3	▲ 0.3	0.3	0.1	0.5	▲ 0.3	GDPデフレーター	16
17 名目雇用者報酬	前年比 (%)	1.7	2.6	2.2	2.3	2.2	1.2	1.3	1.3	1.0	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8	名目雇用者報酬	17
18 消費者物価(生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	消費者物価(生鮮食品除く総合)	18
19 完全失業率	%	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	完全失業率	19
20 鉱工業生産指数	前期比 (%)	0.1	▲ 1.0	0.2	1.3	2.0	0.9	0.0	0.4	1.1	1.2	0.2	▲ 0.1	0.5	1.1	鉱工業生産指数	20
21 貿易収支(通関ベース)	兆円	▲ 0.1	0.3	1.5	1.0	1.3	▲ 0.7	1.2	0.5	0.3	▲ 1.1	0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 1.8	貿易収支(通関ベース)	21
22 経常収支	兆円	3.4	6.0	4.6	5.8	4.2	4.9	5.1	5.0	4.3	4.5	4.4	4.4	3.8	4.1	経常収支	22
23 円相場(対米ドル)	円/ドル	121.48	115.45	108.17	102.40	109.62	114.30	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	円相場(対米ドル)	23
24 日経平均株価	円	19,053	16,849	16,408	16,497	17,952	19,625	19,603	19,795	19,992	20,205	20,487	20,677	20,849	20,985	日経平均株価	24
25 ユーロ円TIBOR(3ヶ月物)	%	0.17	0.13	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.03	0.04	ユーロ円TIBOR(3ヶ月物)	25
26 国債流通利回り(10年物)	%	0.31	0.06	▲ 0.12	▲ 0.13	▲ 0.00	▲ 0.46	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10	国債流通利回り(10年物)	26
27 マネーストック(新M2)	前年比 (%)	3.4	3.2	3.4	3.4	3.9	3.7	3.8	3.8	3.5	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	マネーストック(新M2)	27
28 S&P500種株価指数	ポイント	2052.3	1951.2	2075.1	2162.1	2184.9	2280.8	2303.7	2326.7	2350.0	2371.1	2392.4	2414.0	2435.7	2457.6	S&P500種株価指数	28
29 米国債10年金利	%	2.18	1.91	1.74	1.55	2.14	2.42	2.30	2.40	2.40	2.50	2.50	2.60	2.60	2.70	米国債10年金利	29
30 米国実質GDP(暦年)	前期比 (%)	0.2	0.2	0.4	0.9	0.5	0.6	0.5	0.8	0.6	1.0	0.5	0.5	0.1	0.9	米国実質GDP(暦年)	30
31 EU実質GDP(暦年)	前期比 (%)	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.8	0.2	0.4	0.5	0.8	0.3	EU実質GDP(暦年)	31
32 中国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8	6.5	6.5	6.5	6.5	6.2	6.2	6.2	6.2	6.3	中国実質GDP(暦年)	32
33 NY原油価格(WTI, 暦年)	ドル/バレル	46.2	33.5	41.5	46.4	49.3	52.8	50.0	50.0	55.0	55.0	60.0	60.0	60.0	60.0	NY原油価格(WTI, 暦年)	33

(注1) 四捨五入の関係上などにより、各項目の寄与度の合計は必ずしも実質 GDP の増加率には一致しない。

(注2) 予測値、寄与度の計算はすべて新生銀行 金融調査部による。

(注3) 半期のうち、失業率は季節調整済み値、前年比のものは季節調整前の値、前期比・寄与度は季節調整済み値。

(出所) 各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 金融調査部

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会