

平成 29 年 8 月 24 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)

2017～2020 年度の「日本経済の見通し」(2017 年 8 月版、第 4 号)の発行について
～需給ギャップ解消はゴールではなく、物価目標達成に追加の政策が必要～

ポイント

- 2017 年 4-6 月期の名目 GDP の対前期比の伸びは年率 4.6%となり、名実逆転も解消した。
- しかし、実質消費は所得や資産効果を踏まえた理論値よりも 2 兆円も下振れ。需給ギャップ解消を受けて、緩和縮小の指摘があるが、物価目標未達の状況では時期尚早。
- 非伝統的金融政策ではイールドカーブはフラット化するものの、金融緩和に積極的であると GDP や資産価格にプラスの影響があり、物価目標の達成で企業の貯蓄超過は解消へ。
- 拡張的な財政・金融政策が求められる状況に変化はなく、財政拡大と 2019 年 10 月の消費増税の延期・凍結であれば物価目標の達成が近づこう。

1. GDP は拡張的な財政・金融政策で拡大、しかし消費の水準は依然として理論値以下

2017 年 4-6 月期の GDP(1 次速報)は、名目(季調済・前期比)で+1.1%(年率+4.6%)となり、実質 GDP の伸びを上回った。実質消費(季調済・前期比)は、+0.9%となるサプライズであったが、所得や資産効果を踏まえた理論値よりも 2 兆円ほど下振れており、消費が弱い状況に変化はない。消費増税は時期尚早であろう。

2. 需給ギャップ改善でも物価は上昇せず、企業・家計は貯蓄超過のまま

需給ギャップは改善に向かうとみられるが、物価・期待インフレともに 0.5%程度で留まっているとみられ、物価安定には程遠い。企業や家計が設備投資や消費を増やすことに慎重なままであり、むしろ財政赤字の改善ペースが速過ぎ、政府がより積極的に歳出を増やすべきことを示唆。

3. インフレ目標下での金融緩和で実体経済が改善との実証分析

非伝統的金融政策について、中央銀行が積極的なスタンスであると、実体経済や資産市場にプラスの効果があるとの研究結果がある。企業の貯蓄超過を前提に貸出が伸びにくい環境にあるが、現状の良好な経済環境が継続すれば企業は貯蓄不足となり、貸出も増加へ向かう可能性がある。欧米でも物価が上がりにくいといわれるが、必ずしも企業は大規模な貯蓄超過が継続している訳ではない。

4. 2020 年度までの見通し: 足元の経済の上方修正、物価の下方修正

当行は日本経済見通しを 2020 年度まで延長した。足元の経済・物価環境を踏まえて、経済見通しを上方修正、物価見通しを下方修正した。需給ギャップはプラス幅を拡大する見込みだが、物価目標達成のためには、増税ではなく低金利環境を活かした追加の財政金融政策の発動が必要ではないか。

以 上



2017年4-6月期 GDP を踏まえた 2020年度までの日本経済見通し

基本的な考え方と本レポートの構成 本レポートでは、当部の2017年度から2020年度までの日本経済見通しを示す。マクロ経済を見る上では総需要サイドと総供給サイドの2つがある。経済見通し作成に当たっての当部の基本的な考え方として、経済学でいう「短期的」¹⁾には需要サイドの方が変化が大きいと考えているため、需要サイドの分析を重視している。需要サイドを示す代表的な経済統計であるGDPについて、8月14日に2017年4-6月期分が公表されたため、GDPを中心として日本経済の現状分析を行う。次に総需要に大きな影響を与える金融政策と財政政策の2つのマクロ経済政策について検討した上で、日本経済の見通しを述べる。

1. 2017年4-6月期のGDP

名実逆転は再び解消 本年4-6月期のGDPは、デフレからの完全脱却、物価目標達成前に重要となる名目GDPは前期比+1.1%(年率+4.6%)となり、実質GDPの前期比+1.0%(年率+4.0%)を上回った。名目GDPが実質GDPを上回るのは、2・四半期ぶりとなる(1-3月期は前期比で名目-0.0%、実質+0.4%)。GDPデフレーターは、前の四半期(1-3月期)に-0.4%と、アベノミクス開始以降最大の落ち込みとなったが、4-6月期には+0.2%とプラスに転じた。しかし、GDPデフレータープラス幅はわずかで、雇用者報酬(前期比)は名目で+0.6%、実質で+0.7%とわずかではあるが依然として名目が実質を下回るなど、デフレターの状況は力強さを欠いている。

GDPの内訳 前期比でみた名目GDP+1.1%(実質GDP+1.0%)の内訳を寄与度でみると、外需は名目-0.2%(実質-0.3%)と下押し要因となったものの、公的需要が名目+0.3%(実質+0.3%)となりほぼ外需の落ち込みを相殺し、残る民間需要の名目+1.0%(実質+1.0%)がそのままGDPを押し上げる格好となった。以下、①公的需要、②民間需要、③外需の順で内容を確認していきたい。

図表1 2017年4-6月期GDPの結果の概要

	2017年4-6月期(1次速報)										
	名目GDP		実質GDP				デフレーター				
	前期比	寄与度	前期比	寄与度	前期比 (年率換算)	寄与度 (年率換算)	前期比	寄与度 (注)			
1 GDP	1.1	1.1	1.0	1.0	4.0	4.0	0.2	0.1		GDP	1
2 国内需要	1.4	1.4	1.3	1.3	5.2	5.1	0.1	0.1		国内需要	2
3 民間需要	1.4	1.0	1.3	1.0	5.3	3.8	0.1	0.0		民間需要	3
4 家計最終消費	0.8	0.5	0.9	0.5	3.7	2.0	-0.1	0.0		家計最終消費	4
5 住宅投資	1.5	0.0	1.5	0.0	6.0	0.2	0.1	0.0		住宅投資	5
6 民間設備投資	2.9	0.5	2.4	0.4	9.9	1.5	0.5	0.1		民間設備投資	6
7 民間在庫	***	0.1	***	0.0	***	0.2	***	0.1		民間在庫	7
8 公的需要	1.3	0.3	1.3	0.3	5.1	1.2	0.1	0.0		公的需要	8
9 政府消費	0.4	0.1	0.3	0.1	1.3	0.3	0.0	0.0		政府消費	9
10 公的資本形成	5.3	0.3	5.1	0.2	21.9	1.0	0.2	0.1		公的資本形成	10
11 公的在庫	***	0.0	***	0.0	***	0.0	***	0.0		公的在庫	11
12 海外需要	***	-0.2	***	-0.3	***	-1.1	***	0.1		海外需要	12
13 輸出	-1.1	-0.2	-0.5	-0.1	-1.9	-0.3	-0.6	-0.1		輸出	13
14 輸入	0.2	-0.0	1.4	-0.2	5.6	-0.8	-1.2	0.2		輸入	14
15 雇用者報酬		0.6		0.7				-0.1		雇用者報酬	15

(注1) GDPデフレターの寄与度は、名目GDPの寄与度-実質GDPの寄与度で計算している。

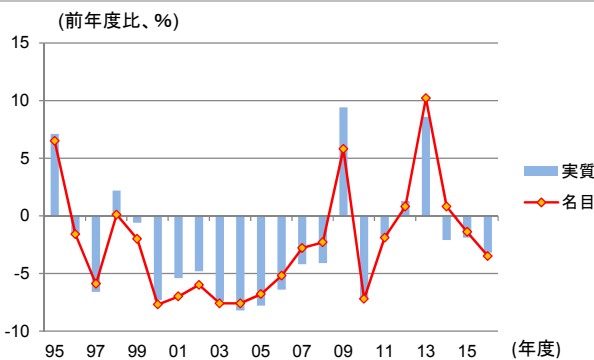
(注2) 雇用者報酬のデフレターの前期比は、名目雇用者報酬の前期比-実質雇用者報酬の前期比で計算している。

(出所)内閣府より、新生銀行 グループ金融調査部作成

¹⁾ ここでいう「短期的」とはマクロ経済が「均衡」するまでの期間である。均衡を「物価安定の達成」と捉えれば、1990年代後半から20年近く物価の安定が達成されていない日本経済は、経済学的には「短期的」な調整過程にある。

①公的需要 公的需要は、これまで遅れていた2016年度の2次補正予算の執行による押し上げ効果がようやく現れ始めている。4-6月期のいわゆる公共事業(公的固定資本形成)は、前期比で名目+5.3%、実質+5.1%となった。アベノミクス開始以降で振り返ると、Financial Times(2017a)が「アベノミクスには財政刺激策が含まれているものの、実際は2013年の短期間しか実施されていない」と指摘している様に、財政拡張の規模を公共事業の前年度比で見ると明確なプラスの伸びを示したのは、2013年度だけであった(図表2)。その後は物価目標達成前であるものの、減少を続けている(2014年度の名目ベースでは若干のプラス)。足元をみると、公共事業出来高がようやく前年比でプラスに転じ、今回のGDPでもその効果が現れたとみられる。4-6月期のGDPの結果は金融緩和と財政拡大が景気拡大に有効であることを示唆している。もっとも、先行指標である公共事業請負は既にピークアウトを始めており、2017年度を通じてGDPを押し上げるよりも、年度途中からはGDPの押し下げ要因となる公算が大きい(図表3)。

図表2 アベノミクスの第2の矢はほぼ2013年度のみだった財政拡大:公共事業(公的固定資本形成)の推移



(出所)内閣府、新生銀行 グループ金融調査部

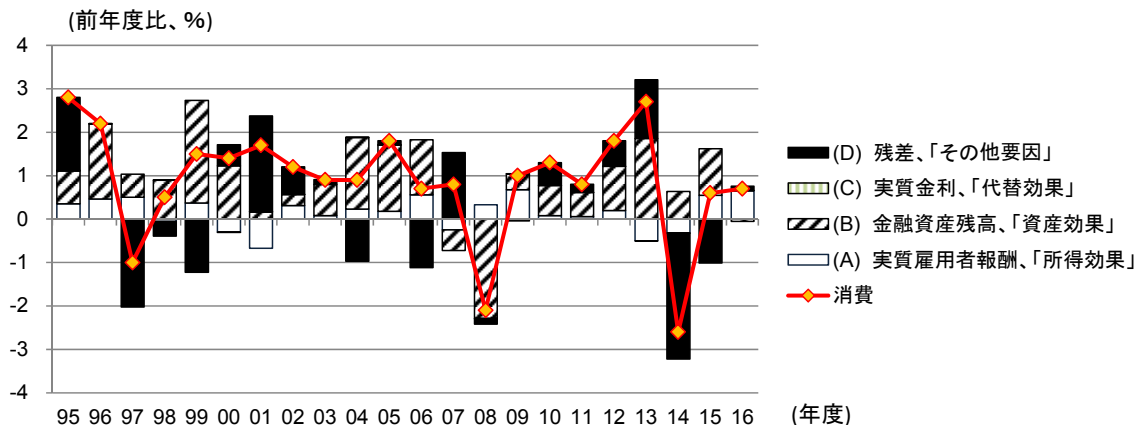
図表3 直近で公共事業の先行指標である公共工事請負は早くもプラス幅が縮小、公共投資の伸びは間もなくピークを迎える可能性



(出所)国土交通省、東日本建設業保証株式会社、新生銀行 グループ金融調査部

②民間需要 民間需要の内、今回(4-6月期)のGDPで最も驚きをもって迎えられたのが家計最終消費の前期比の伸びが名目では+0.8%、実質でも+0.9%と最近では高めの伸びとなったことであろう。詳細に入る前にこれまでの消費の動きを4つの要因で振り返っておきたい(図表4)。当部では実質消費について、(A)実質雇用者報酬:労働者の所得が増加すれば消費が増加する「所得効果」、(B)家計の実質金融資産残高:家計の保有する金融資産の価格が上昇すれば消費が増加する「資産効果」、(C)実質金利:家計の借入金利が低下すれば現在の消費を増やす「代替効果」の影響を計算し、これら3つの要因で説明される部分を「消費の理論値」、これら3つの要因で説明できない部分を(D)「その他要因」としている。まとめると、以下の通りとなる。

図表4 実質消費の伸びの要因分解(1995年度~2016年度)



(出所)内閣府、総務省、日本銀行、Bloomberg等より、新生銀行 グループ金融調査部作成

- ① 「実際の消費額」=内閣府の公表する消費の額
- ② 「消費の理論値」=(A)実質雇用者報酬+(B)金融資産残高+(C)実質金利
- ③ (D)「その他要因」=「実際の消費額」(①)−「消費の理論値」(②)

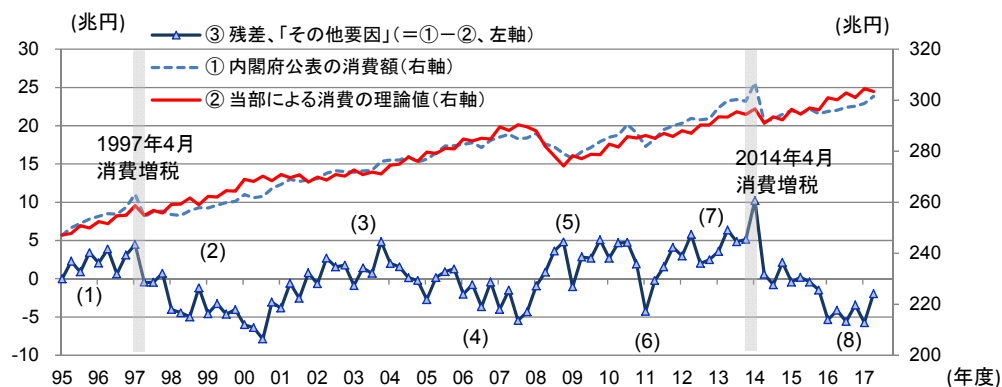
この「その他要因」には上記の3つでは説明されない将来の所得や税率の変化などの予想、消費者マインドの変化が含まれると考えられ、消費動向を検討する上で重要な要素だとみている。

所得と資産効果で概ね説明可能 まず(A)~(D)の4つの要因をみると(図表4)、1995年度から2016年度の実質消費の伸びは平均+0.9%であり、その内(B)資産効果が+0.7%、(A)所得効果が+0.2%となっており、(C)の実質金利と、(D)の「その他要因」は平均ではほぼゼロ%であった。このため、平均的な動きは資産効果と所得効果で概ね説明可能となっている。しかし、1年ごとにみていくと「その他要因」が大きな年がみられる。1997年度の消費全体では-1.0%となっているが、資産効果と所得効果の合計は+1.0%となっており、「その他要因」が-2%の押し下げとなっており、1998・1999年度も押し下げが大きくなっている。また、2014年度の消費全体は-2.6%であり、その内の資産効果は+0.6%の押し上げ要因であったものの、所得効果のマイナスに加えて「その他要因」の-2.9%が大きな押し下げ要因となった。

所得と資産効果で説明できない消費の動き より詳細に「その他要因」の動きを検討したい(図表5)。「その他要因」は、(1)1997年の消費増税前にはプラスで推移していたが、(2)97年の増税とともに消費の押し下げ幅が拡大し、2000年頃まで続いた。その後、(3)2001年以降にはやや回復を見せたが、(4)ゼロ金利解除のあった2006年頃から再び低迷した。(5)2008年頃からは再び押し上げ要因となっているが、実際の消費水準自体が大きく落ち込んでいる。このため、この時期の「その他要因」のプラスは「消費の押し上げ」というよりも、リーマンショックによる所得や資産価格の下落があったとしても、消費をある程度一定に保とうとする効果、つまりラチェット効果とみる方が妥当であろう。(6)2011年の東日本大震災による落ち込みは一時的であり、(7)その後はやや上振れていた。しかし、(8)その後は下振れする局面が多くなり昨年度(2016年度)には、実際の消費額は「消費の理論値」を5兆円ほど下回る局面が継続していた。足元では1998年度~2000年度頃の最も下押し効果の強かった時と同程度の状態にある。(2)の1997年度の消費増税後の動きを踏まえると、2014年度の消費増税が恒常所得を低下させ、それによって家計が消費を抑えている可能性が示唆される。

4-6月期の消費の評価 2017年4-6月期の実質消費をみると301.5兆円となり、前上期(2017年1-3月期)の298.8兆円からは確かにプラスとなっているが、同年4-6月期の所得効果・資産効果を踏まえた「消費の理論値」は303.4兆円であり、依然としてそれを2兆円ほど下回る水準にとどまっている。また、家計が「現在の所得の上昇」はあくまでもボーナスでの支給からイメージされるような一時的なものであり、恒常的でないとみなし、消費増に慎重である可能性がある。前回の増税前には「その他要因」がプラス5兆円程度の期間が継続する程、消費が強かったにも関わらず、その後の消費は低迷している。現状の「その他要因」の下押し幅は、2014年4月の増税前よりも大きく、この状態のままでの消費増税は景気の下押し要因となる可能性が高いであろう。

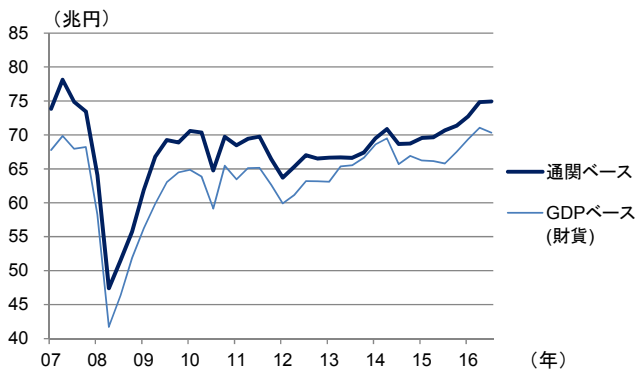
図表5 消費の実額(①)・理論値(②)・「その他要因」(③)(1995年1-3月期~2017年4-6月期)



(出所)内閣府、総務省、日本銀行、Bloomberg 等より、新生銀行 グループ金融調査部作成

③外需の動向 最後に外需については、4-6月期の輸出の額は、名目で前期比-1.1%、実質で同-0.5%となり、名目・実質ともに4・四半期ぶりのマイナスとなった。財のみを扱う通関ベースの輸出と比較するため、GDPの輸出金額の財のみを比較すると、減少したとはいえ実質の財輸出は、70兆円台を維持している(図表6)。「通関ベース」ではリーマンショック前の水準には及ばないもののほぼ同水準まで、「GDPベース」ではリーマンショック並みに回復しており、世界経済の堅調さをうかがわせる。地域別にみると(図表7)、これまでスマートフォン向け需要などで堅調であった中国を含むアジア圏向けには一服感があるものの、米国や欧州向けが堅調となっている。米国では、2017年前半の自動車販売が前年比でマイナスとなったこと、本年初に期待されていたトランプ大統領の拡張的な財政政策に目立った進展がみられないといった懸念材料があるものの、本年(2017年)4-6月期の米国のGDPも前期比年率2%台と好調になっている。欧州向けも、ヘッドラインとしてはBrexitなどの話題が懸念材料として挙げられるものの、やはり4-6月期のGDPは同2%台となっており、緩やかな改善が継続している。

図表6 4-6月期は改善が一服したものの、高水準にある輸出:財輸出の金額の推移



(注)通関ベースは当部試算による季節調整済み、実質値。
(出所)内閣府、日本銀行、財務省、新生銀行 グループ金融調査部

図表7 4-6月期は欧米向けが好調、アジア向けは失速も7月には反発:地域別・商品別の輸出

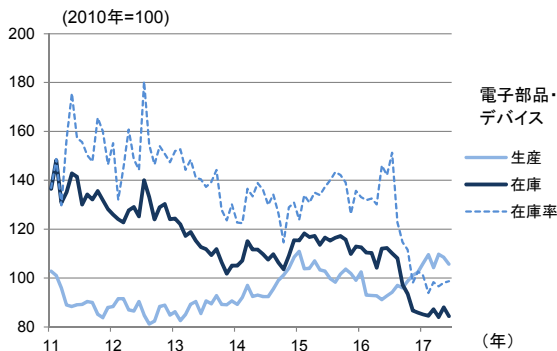
地域別輸出 (実質季節調整済み、 前期比(%))		世界全体						
		米国向け	アジア向け		EU向け	中東向け		
			中国向け	ASEAN向け				
2016年	1-3月期	0.2	▲1.6	▲1.0	▲0.4	▲2.1	▲4.9	▲11.0
	4-6月期	1.5	▲1.7	2.1	0.7	3.4	▲1.4	▲4.6
	7-9月期	1.0	▲0.7	2.2	1.4	0.4	2.0	0.3
	10-12月期	1.9	▲3.1	4.1	6.2	3.1	▲3.8	▲7.9
2017年	1-3月期	2.9	▲1.3	2.5	4.0	2.4	2.5	▲0.1
	4-6月期	0.1	2.1	▲1.0	0.6	▲1.8	5.1	▲8.6
7月		1.5	0.8	▲0.7	▲1.7	5.5	▲2.7	▲7.6

商品別輸出 (実質季節調整済み、 前期比(%))		世界全体						
		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	
2016年	1-3月期	0.2	▲2.3	1.7	1.4	▲2.7	▲1.1	▲3.4
	4-6月期	1.5	▲2.9	1.2	1.7	2.2	0.6	0.5
	7-9月期	1.0	1.5	▲0.5	2.8	2.2	0.3	1.2
	10-12月期	1.9	▲2.8	▲1.7	3.2	3.1	2.5	0.1
2017年	1-3月期	2.9	▲3.2	1.7	2.8	7.2	▲0.7	▲1.0
	4-6月期	0.1	2.7	3.6	▲2.6	0.4	2.0	1.9
7月		1.5	0.4	3.4	1.0	0.9	▲0.4	▲0.1

(出所)日本銀行、財務省より新生銀行 グループ金融調査部推計

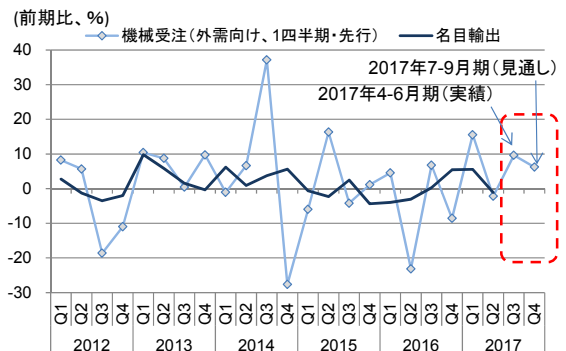
アジア向けの情報関連は懸念材料であり、変動も大きな部門であることから、現状の電子部品・デバイス部門を確認しておく(図表8)、昨年前半には在庫率が150を超える水準にまで到達し、在庫調整懸念が高まった。しかし、昨年後半以降の出荷の増加を受けて在庫は順調に掃け、足元では生産の増加が一服している。このため、在庫水準・在庫率は低水準となっている。また、輸出の先行指標とみられる機械受注の外需向けの動向をみると(図表9)、4-6月期の実績は前期比+9.6%、7-9月期の見通しも+6.2%と、1-3月期の-2.2%から復調の兆しがある。また、7月の貿易統計ではASEAN向けが+5.5%、電気機器+1.0%と反発している(図表7)。

図表8 情報関連で振れの大きい電子部品・デバイスの在庫は低水準での推移、在庫調整のリスクは小さい



(出所)経済産業省、新生銀行 グループ金融調査部

図表9 機械受注は外需の堅調さを示唆



(出所)内閣府、新生銀行 グループ金融調査部

2. マクロ経済政策の現状について

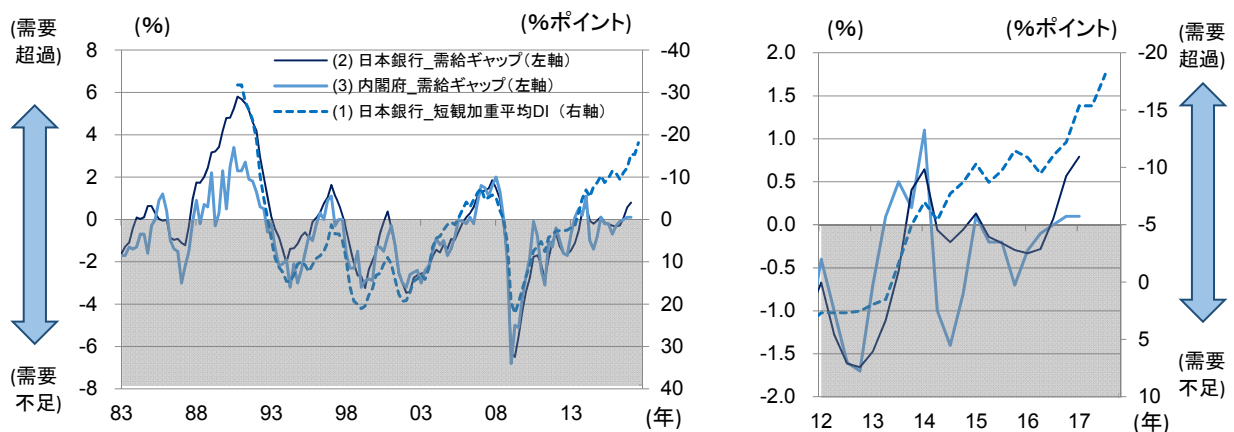
これまで2017年4-6月期のGDPを点検した。過去4年以上継続する拡張的な金融政策に、2016年度補正予算による拡張的な財政政策が加わったことで非常に堅調であったとみられる。もっとも、一般的に強かったとみられている家計消費については、依然として所得と資産効果による消費額を2兆円ほど下振れしており、2019年10月の消費増税に対する警戒感や、家計が「現在の所得の増加は一時的である」とみて消費を増やしていない可能性が示唆される。では、2020年度に向けて日本経済はどのように推移するであろうか。短期的なGDPは総需要側で決定され、「総需要を拡大できる政策は、財政政策と金融政策の2つのマクロ経済政策である」という教科書通りの展開となっており、現状のマクロ経済政策の議論を確認していきたい。

金融政策の3つの視点 金融政策について、日本銀行は従来の「経済・物価情勢」という2つを踏まえた金融政策の調整から、昨年(2016年)9月5日のきさらぎ会の講演における黒田総裁の「経済・物価・金融の状況」との発言、同年9月21日の総括的検証を経て、「経済・物価・金融情勢」を踏まえた調整を行うことに変化している。「経済・物価」を見る上では需給ギャップと物価をみる「フィリップス曲線」、「金融情勢」を見る上では「イールドカーブ・経済主体別の資金過不足」が鍵となると考えている。まずフィリップス曲線から見ていきたい。

A. フィリップス曲線の3つ構成要素 経済・物価を考える上では、「ニュー・ケインジアン型」のフィリップス曲線が標準的な考え方となっており、その理論によるとインフレ率は、①現在の需給ギャップ+②過去のインフレ率+③将来のインフレ率(予想インフレ率)の3つから決定されるとされている。

①需給ギャップの解消 本レポート冒頭の繰り返しとなるが、マクロ経済を見る上では総需要と総供給の2つがあり、最近までの日本経済では需要不足が恒常化してきた。イメージとしては、企業が生産したものが売れ残ってしまうのが需要不足である。この需要と供給の差は需給ギャップと呼ばれ、計測方法によってその規模も大きく異なるものの、3つの需給ギャップ(=需要マイナス供給でみて、プラスが需要超過)の指標で需要不足が解消しつつある(図表10)。(1)日銀の短観加重平均DIでは2013年7-9月期から需要超過に、(2)日銀の需給ギャップでは2016年7-9月期からプラス、2017年1-3月期には+0.8%、(3)(2)に比較して需要不足幅が大きかった内閣府の需給ギャップでも2017年1-3月期は+0.1%となっている。昨年後半以降の海外景気の拡大や、国内消費の回復によりいずれの指標でも需給ギャップがプラスに転じつつある。(1)短観加重平均DIでは、バブル期並みの水準まで回復しており、金融緩和が成果を挙げているといえよう。4-6月期のGDPを踏まえて、需要超過幅は更に拡大することとなる。

図表10 足元でプラス転化する需給ギャップ:3つの指標全てがプラス(需要超過)となった



(注1) 日本銀行・内閣府の需給ギャップのデータの期間は2017Q1まで、同様に短観加重平均DIは2017Q3まで。

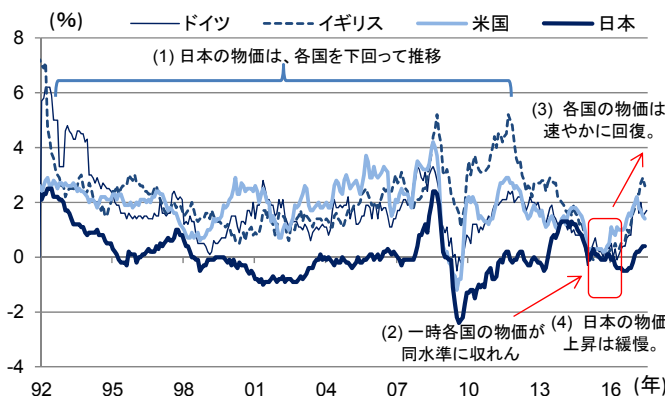
(注2) 左側のグラフと、右側のグラフでそれぞれで軸を変更しているため、左右のグラフを比較する際には留意されたい。

(出所) 内閣府、日本銀行より、新生銀行 グループ金融調査部作成

②過去のインフレ率、各国物価情勢 次に②の過去のインフレ率をみる(図表 11)。当然というべきか、図中(1)日本の物価上昇率は、他の先進国のインフレ率を大きく下回って推移した。(2)もっとも原油価格の下落が各国物価の共通の押し下げ要因となっていた 2015 年頃には各国の物価上昇率は 0%から 0.5%程度で非常に似た水準に収れんしていた。しかし、昨年からの物価の動きは日本とそれ以外の国で非常に対照的であり、(3)各国の物価上昇率が順調に回復したことに比較して、(4)日本の物価上昇ペースは残念ながら非常に緩やかなものにとどまっており、2017 年 6 月のコア CPI(生鮮食品除く総合、前年比)は+0.4%、日銀版コア(生鮮食品・エネルギーを除く総合、同)は+0.0%となっている。欧米各国でも需給ギャップの縮小の割に物価が上昇しないと言われるものの、日本の物価の弱さが顕著なものとなっている。

③2013 年以降上昇した期待インフレ率 3 つめの期待インフレ率も、需給ギャップと同様に計測が困難な指標である。過去約 30 年間の日本の期待インフレ率を推計した研究(Okimoto(2017))によると(図表 12)、日本の期待インフレ率は、金融政策のレジームと強い関係があるとされている。同研究によると、日本の期待インフレ率は、3 つの期間に分けられ、1995~2012 年の超低金利政策レジームの下(図表 12②)では、コア CPI で-0.2%、日銀版コアで-0.6%であったものが、2013 年以降のインフレ目標レジーム(同③)ではコア CPI で+0.3%、日銀版コアで+0.5%に転換していると推計している。このため、2%の物価目標の導入、量的・質的金融緩和といった金融緩和の政策によりデフレ・レジームから部分的に脱却しているものの、2%の物価目標の達成には十分ではないとしている。

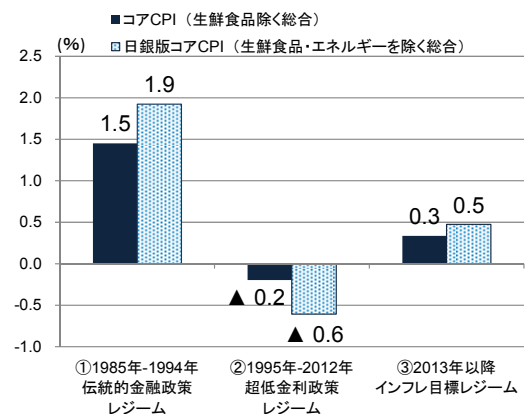
図表 11 各国の物価動向:米英独は、2%程度でアンカーされているため、2015 年頃の下落の後急回復、日本の物価は上昇が遅れている



(注) 日本はコア CPI(生鮮食品を除く総合、消費税の影響除く)、米国は PCE デフレーター、英国・ドイツは CPI。

(出所) Bloomberg、新生銀行 グループ金融調査部

図表 12 2012 年以前のデフレから部分的には脱却したものの、目標の 2%には届いていない日本の期待インフレ率



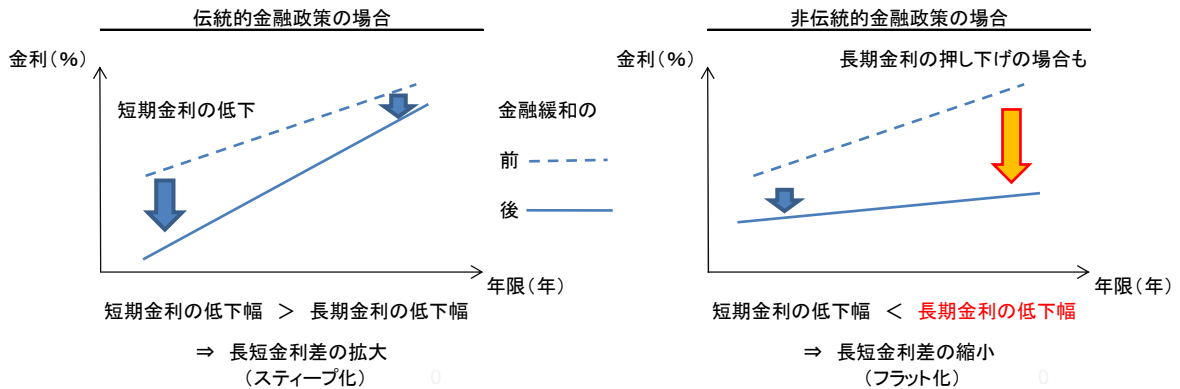
(出所) Okimoto (2017) より新生銀行 グループ金融調査部作成

B. 「金融情勢」についての検討 金融政策の3つの視点の内、経済・物価について検討を進めてきた。次に金融情勢について検討していきたい。一部には、金融緩和によって物価が上がっていないことやフィリップス曲線が水平となっていることを問題とし、結果として金融緩和の早期終了や物価目標の引き下げを求める声は多い。恐らくこの論点に最も関係しているのが、この「金融情勢」の部分であろう。具体的には、金融セクターへの収益の影響を踏まえた①イールドカーブの形状と②経済主体別の資金過不足の2つがポイントとなる。

スプレッド、貸出量、クレジット・コスト 金融セクターの資金利益は、(1)スプレッド、(2)貸出量、(3)企業の倒産などに対応するためのクレジット・コストが大きな影響を与えよう。(3)のクレジット・コストについては、足元の良好な経済環境や企業倒産の減少によりマクロでみた大きな問題とはならないとみられるため、ここでは(1)のスプレッド、なかでも長短金利差と、(2)の貸出量に注目する。(1)のスプレッドについては、長期金利と短期金利の差である長短期金利差が大きな影響を与えよう。債券の年限と金利水準を示すイールドカーブについては、伝統的金融政策と、非伝統的金融政策の一部では影響が異なっているとみている。

伝統的な金融政策では、短期の名目政策金利を低下させることで企業や家計の予想実質金利を低下させ、設備投資や住宅投資・消費を刺激する効果が期待される。この場合、長期金利もある程度は低下するであろうが、その低下幅は短期金利の低下幅よりは小さいため、長短金利差は拡大することとなる(図表 13・左)。一方、非伝統的金融政策の場合、長期国債の買入などを含むケースでは長期金利の低下幅の方が、短期金利の低下幅よりも大きくなり、イールドカーブがフラット化して長短金利差が「縮小」するケースがある(図表 13・右)。もっともこれは経済の自然利子率が低下しているために、物価の安定を達成するために必要となる金利の低下幅が大きくなっているため、「金融政策の影響でフラット化した」というよりも、「経済の安定化を取り戻すためのイールドカーブの形状がフラットなものとなった」と言えるのではないかと。

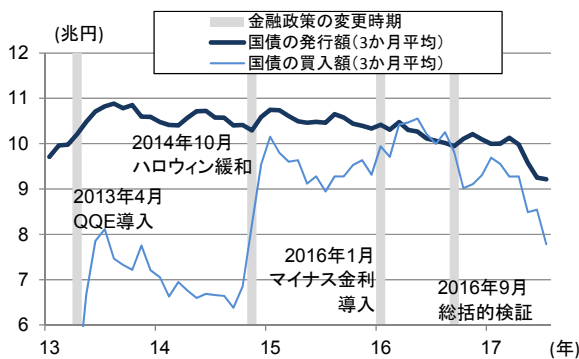
図表 13 金融政策による金融緩和時のイールドカーブ変化の違い



(出所) 新生銀行 グループ金融調査部作成

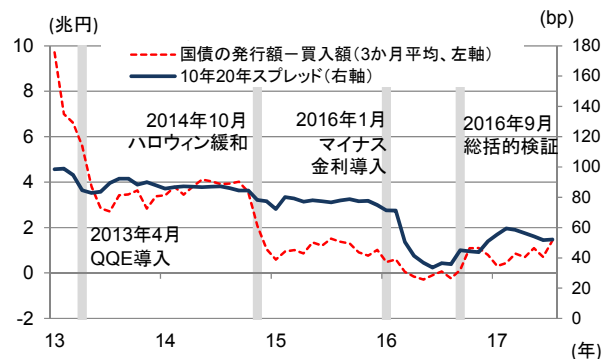
国債の発行額と買入額の推移 そこでイールドカーブに影響を与える月額の国債の買入額と発行額を比較すると(図表 14)、異次元緩和の導入直後は月 10 兆円以上の国債発行額に対して国債の買入額は月間 8 兆円以下に限られており、その後買入額は減少していた。しかし、2014 年 10 月のいわゆるハロウィン緩和によって日銀の年間の国債保有残高の増額幅が 50 兆円から 80 兆円へ増額されると、日銀の国債買入額は一挙に発行額に接近した。更に 2016 年に入ると、国債の発行額が減少してきたことを受けて、マイナス金利導入後の 2016 年には買入額が発行額を上回る場面も出てきた。その後、総括的検証以降は、国債の発行額の減少ペース以上に日銀の国債買入額が減少している。次に国債の発行額から日銀の国債買入額を除いた額、つまり市場で追加的に発行される国債の量と、イールドカーブ(ここでは JGB の 10 年金利と 20 年金利の差)を比較する(図表 15)と、2013 年の量的・質的金融緩和(QQE)の導入やハロウィン緩和ではイールドカーブは小幅なフラット化にとどまっていたものの、2016 年 1 月のマイナス金利導入後に大幅にフラット化している。

図表 14 昨年、国債の買入額が発行額をやや上回る水準まで増加、総括的検証以降は買入額が減少



(出所) 財務省、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

図表 15 イールドカーブは、マイナス金利導入以降にフラット化、総括的検証後もフラットな形状は継続

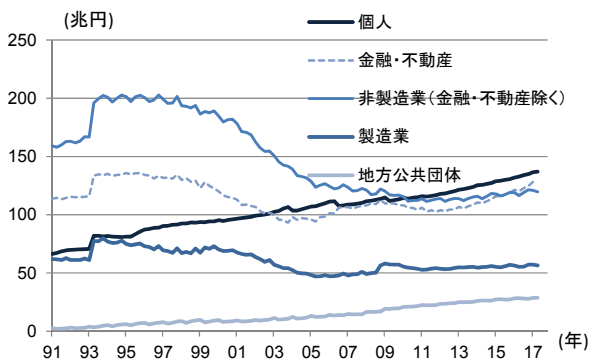


(出所) 財務省、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

具体的に、JGB10年20年のスプレッドをみるとそれまでの80bp近傍から40bpを割り込むところまでフラット化が進んだ。総括的検証の導入後はややスティーブ化したものの、50bp台での推移が継続している。

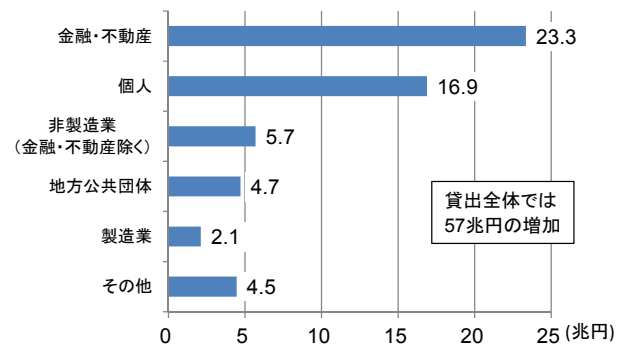
貸出残高の変化 金融セクターの資金利益に戻ると、(1)長短スプレッドはカーブのフラット化により縮小していることが確認できたが、(2)の貸出量はどうか。アベノミクス開始前から個人向けが趨勢的に増加している(図表16)。日本銀行の貸出先別貸出金でアベノミクス開始以降の貸出額の変化(2012年12月末から2017年6月末の変化幅)をみると、全体では57兆円の増加となっており、中でも金融・不動産向け(約23兆円)、個人向け(約17兆円)が拡大している(図表17)。マクロ経済全体では、(2)の貸出量も増加しており「金融緩和では貸出が増えない」というのは、このデータとは矛盾する主張である。もっとも教科書的な銀行貸出とは、事業法人を念頭に「良好な設備投資計画や技術はあるが、資金不足に陥っている企業に融資を実行して貸出額を伸ばす」というイメージがあり、その様なイメージが実現されていないという面はあるだろう。こうしたイメージが実現する余地はあるだろうか。

図表 16 貸出先別貸出の推移：個人は趨勢的に増加、足元金融・不動産が増加、非製造業が緩やかに拡大、製造業は横ばい



(出所) 日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

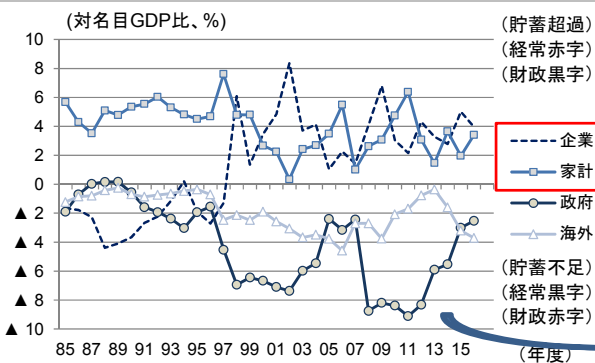
図表 17 アベノミクス開始以降の貸出増加は金融・不動産と個人が中心 (2012年12月末→2017年6月末の変化幅)



(出所) 日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

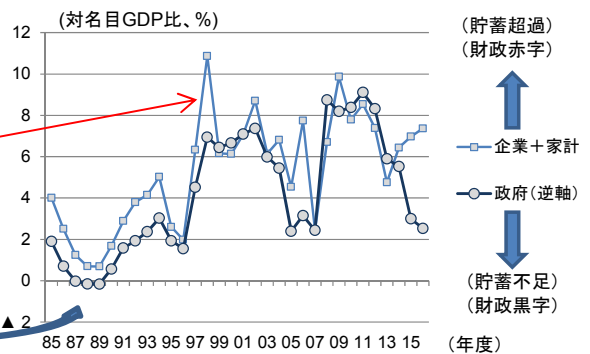
そこでマクロ経済全体の資金の流れを、経済主体別の資金過不足の額(対名目GDP比)を資金循環統計でみると(図表18)、企業の資金需給は1999年度以降、一貫してゼロのラインの上側、つまり貯蓄超過の状態が継続している。1990年度後半から2000年代初にかけては企業は過剰債務の返済を優先している、との見方もあったが、かなり以前に解消されている。99年度以降の企業の貯蓄超過、設備投資に慎重なスタンスは日本経済がデフレに陥り、モノの値段が低下し、現金を保有しているだけで収益を上げられる状態となったことが要因である可能性が高い。企業と家計は、逆方向の動き、つまり片方が貯蓄超過方向になると、もう片方が貯蓄不足方向となる傾向がある。

図表 18 部門別の資金過不足、政府の赤字縮小・海外の黒字は拡大



(出所) 内閣府、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

図表 19 企業・家計と政府は逆の動き、直近は政府の赤字縮小でも冷え切ったままの企業・家計：部門別の資金過不足



(出所) 内閣府、日本銀行、新生銀行 グループ金融調査部

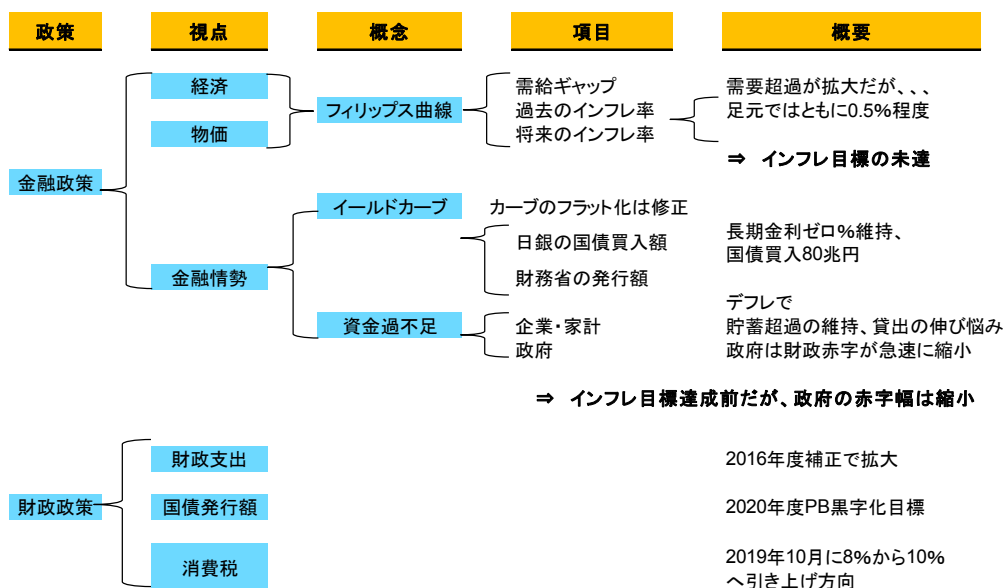
「不況で企業・家計が財布の紐を締めると、政府が赤字を拡大する」のが過去のパターン 図表 18 の内、企業と家計の合計と、政府を逆軸にとって並べると、非常に興味深いグラフとなる(図表 19)。このグラフでは政府部門は逆軸となっているため、例えば 2008 年の国際的な金融危機(いわゆるリーマン・ショック)の際には、政府部門が上向き、つまり財政赤字幅が大幅に拡大する一方で、企業と家計は貯蓄超過を増やしている。イメージとしては、不況期には「企業・家計の民間部門が、設備投資や消費といった支出の増加に慎重になって貯蓄を増やす」一方で、「政府が不況を食い止めるべく、公共事業や政府消費を増やすことで財政赤字を拡大する」という動きとなっていたとみられる。企業・家計と政府がちょうど反対の動きをして「きた」が、足元最後の 2 つの点(2015 年度・2016 年度)では政府の赤字が大幅に縮小する一方で、企業・家計の貯蓄超過が維持されたままとまっている。

政府の財政赤字改善と、企業・家計の貯蓄超過継続：増税の余波やデフレ予想を示唆か この要因については下記の 2 点が考えられる。(1)2014 年度の消費増税後に消費の落ち込みが長期化したことで、家計は次の 10%の増税に備えて消費を抑制、企業もそうした家計の動きを予想して設備投資計画等を立てるため、設備投資に慎重となった可能性がある。2013 年度にはデフレ脱却に向けたモメンタムが生じていたものの、2014 年 4 月の増税と 2015 年度の原油価格の落ち込み(図表 11 の(2)の期間)によって、デフレ脱却のモメンタムが失われ、賃金の上昇期待を押し下げてしまい、家計と企業の慎重な支出行動、貯蓄超過の維持・拡大につながった可能性が高い。

政府の財政赤字の改善ペースが「早過ぎる」可能性 (2)政府の面からみると、政府の財政赤字の改善ペースが「早過ぎる」、つまり「企業や家計は将来の成長や期待インフレ率の高まりに十分な自信が持てない内に政府が支出を絞りはじめってしまったので、企業と家計が取り残されてしまった」という可能性がある(図表 2 の公共事業の伸びを参照)。物価目標が未達の状態であるため、企業や家計が将来の経済・物価見通しについて十分に楽観的になることが出来ず、家計は「労働市場の逼迫化や雇用者報酬の拡大の割に」消費の増加を抑制し、企業は「グローバルの景気拡大や国内の生産の増加を受けた企業収益の拡大の割に」設備投資の増加を抑制している公算が大きい。この場合、経済全体のバランスをみれば、むしろ政府が必要な支出を抑制しているため、財政拡張が必要となる。

マクロ経済政策のまとめ 以上の金融政策の現状についてまとめると、「経済・物価・金融情勢」の 3 つの視点のうち、経済・物価をフィリップス曲線、金融情勢をイールドカーブ、資金過不足の状況から確認した。前者では経済全体の需給ギャップは拡大しているが、物価は過去のインフレ率、期待インフレ率こそプラスに転化はしたものの依然として +0.5%程度にとどまっている。また、後者のイールドカーブは多少形状が変化したものの、資金過不足の観点から企業が資金余剰の状態にあり、すぐに事業法人の設備投資向けの貸出が増加する環境にはなさそうである。

図表 20 金融政策の 3 つの視点と、財政政策の 3 つの視点のまとめ



(出所) 新生銀行 グループ金融調査部作成

財政政策は、2016 年度補正予算は拡大したものの、今後は 2020 年度のプライマリーバランス黒字化目標や、2019 年 10 月に予定される消費税率の引き上げにより、緊縮的となりそうである。また、そのペースが速すぎるために、企業や家計は取り残されている可能性がある。次に今後のマクロ経済政策について検討したい。

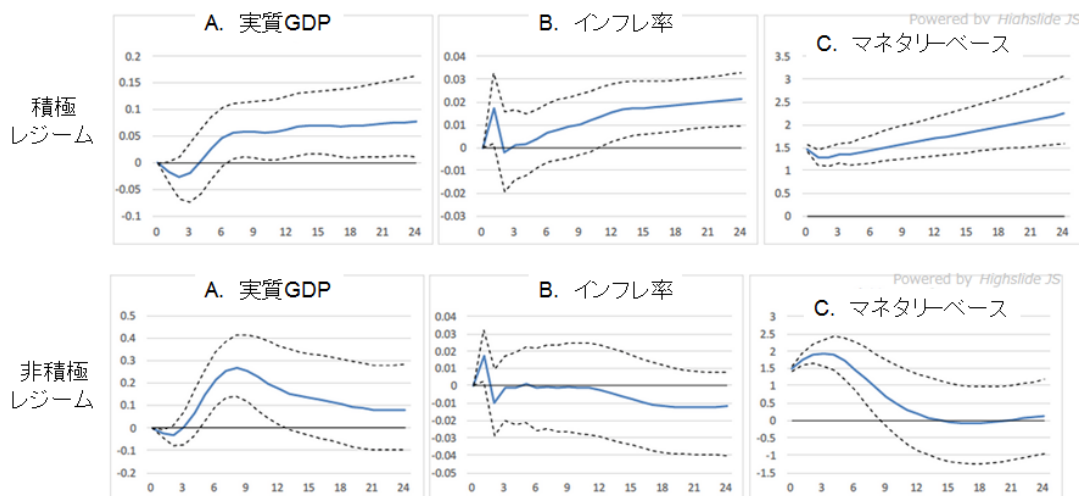
3. 今後のマクロ経済政策について

A. 非伝統的金融政策の研究 上記でみた 2017 年 4-6 月期の GDP が名目・実質ともに前期比・年率で 4%を越え、内閣府や日銀が計測している需給ギャップのプラス幅が拡大する見込みであること、イールドカーブのフラットな形状が継続していること、海外の中央銀行で物価目標 2%到達前でも出口議論が活発化していること等から、日銀も緩和を縮小すべきとの意見が聞かれる。また、当部で内外から受ける質問として最も多いのは「物価目標 2%は必要なのか」、「金融緩和がいつまで続くのか」といったものであることからそうした問題意識が示唆される。非伝統的金融政策については、日本だけでなく海外でも広く採用されているが、その実証分析は現在蓄積されている段階であろう。

レジーム 既に見た様に、過去約 30 年間の日本の期待インフレ率を推計した研究(Okimoto(2017))によると(図表 12)、日本の期待インフレ率は、金融政策のレジーム(=1 回限りの政策変更ではなく、毎回の政策変更の基礎となる政策の大きな枠組み)と強い関係があるとされている。現在のレジームとは、インフレ目標がこれに該当しよう。例えばインフレ目標にコミットしている場合、海外の地政学リスクの高まりによって円高・株安が進み、物価への押し下げ効果が懸念されると、市場では追加の緩和が予想され、過度の円高に歯止めがかかるといった効果が期待できる。では中央銀行がインフレ目標を持つことによってこの様に経済や金融市場に影響を与えているのであろうか。

積極レジームでは実体経済と金融市場にプラスの効果との研究結果 これを定量的にみたのが Miyao and Okimoto(2017)であり、答えは「金融緩和のレジームが積極的だと、金融緩和が実体経済や金融市場へ与えるプラスの影響がより持続的になる」としている。つまり同じ金融緩和(ここではマネタリーベースの増加)であっても、「金融緩和に積極的なレジーム(枠組み)」にある場合(図表 21・22 上段)には、実質 GDP・物価・株価といった指標にプラスの効果を持続する一方、緩和に「消極的なレジーム」にある場合(図表 21・22 下段)は、押し上げ効果があっても一時的なものにとどまりやすい、というものである。現在は、2012 年の衆議院選挙で積極的な金融緩和を掲げた安倍首相が金融緩和にコミットし、政府と日銀の間に共同声明(2013 年 1 月)も出されてインフレ目標を明示した上に、日銀が物価が 2%を「安定的に上回るまで緩和を続ける」としていることから、「積極レジーム」にある可能性が高い。このため、現在の経済の状態は金融緩和に積極的であることがプラスに作用しており、さらに直近では金融緩和に 2016 年度補正予算の効果が上乗せされた状態であるとみられる。

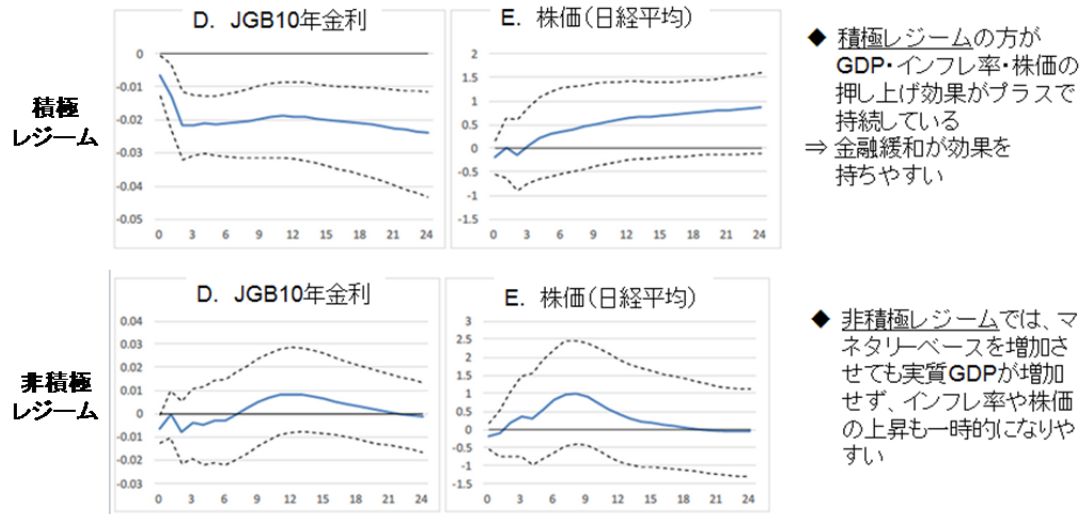
図表 21 金融緩和に積極的なレジームだと、金融緩和によるプラス効果が持続しやすい(マネタリーベースの増加が実質 GDP、インフレに与える効果) (上段:積極レジーム、下段:消極レジーム)



(注)点線は 1 標準誤差の推移を示している。横軸はショック後 0~24 カ月の各変数の推移。

(出所) Miyao Ryuzo and Okimoto Tatsuyoshi, (2017)より抜粋

図表 22 金融緩和に積極的なレジームだと、金融緩和によるプラス効果が持続しやすい(マネタリーベースの増加が JGB 金利、株価に与える効果) (上段: 積極レジーム、下段: 消極レジーム)

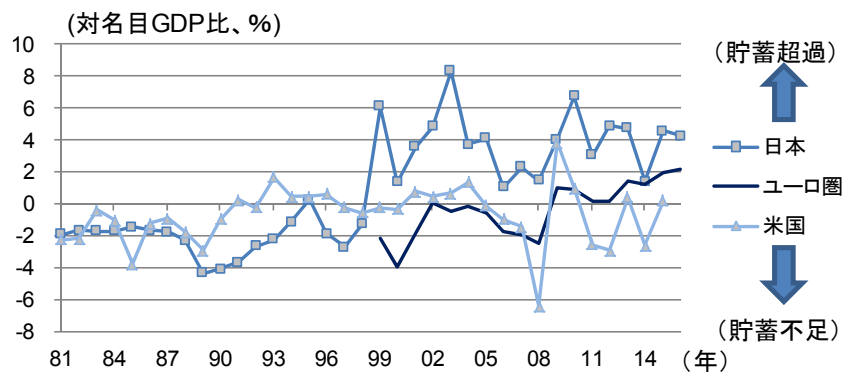


(注) 点線は 1 標準誤差の推移を示している。横軸はショック後 0~24 カ月の各変数の推移。

(出所) Miyao Ryuzo and Okimoto Tatsuyoshi, (2017)より抜粋、新生銀行 グループ金融調査部

B. 欧米では企業の貯蓄超過は定着せず それではイールドカーブや、資金過不足の状況についてはどう考えればよいであろうか。日本では企業の貯蓄超過が定着しているが、海外でも需給ギャップの縮小や失業率の低下の割に物価・賃金が上昇せず、米国での「長期停滞論」(Secular Stagnation)や「日本化」が指摘されて久しい。そこで欧米の企業の資金過不足をみると(図表 23)、確かに米国ではリーマンショック直後の 2009 年に +3.8%の貯蓄超過となり、またユーロ圏でも以前は貯蓄不足であったが、2008 年以降の平均では +0.7%と貯蓄超過に転じている。しかし、6 月のポルトガル・シントラでの年次の ECB フォーラムにおいて ECB のドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレの力に置き換わった」との発言があり、ECB は日銀よりも先に出口に向かいそうである。

図表 23 日米欧の企業部門の資金過不足、突出する日本の貯蓄超過幅と期間



(対名目 GDP比、%)	1981-1998年	1999-2016年	
		2008-16年	
日本	-2.1	3.9	3.9
ユーロ圏	-	-0.4	0.7
米国	-0.8	-0.5	-1.2

(注 1) 日本、米国は民間非金融法人企業、ユーロ圏は民間非金融法人企業および公的非金融法人企業を含む。

(注 2) 日本は 1981 暦年-2016 暦年、米国は 1981 暦年-2015 暦年、ユーロ圏は 1999 暦年-2016 暦年データを使用。

(出所) FRB、BEA、ECB、eurostat、日本銀行、内閣府、新生銀行 グループ金融調査部

日本では企業の貯蓄超過があまりに長期化しているため、「企業が貯蓄不足になることはない」という見方が、デフレ期待同様根付いてしまっているとみられる。しかし、企業が貯蓄超過となるのは必然ではなく、マクロ経済環境によるものであり、現状の積極的なマクロ経済政策が取られ続ければ、企業が支出を積極化して貯蓄不足に転じよう。

省力化投資の例 例えば「人手不足による供給制約によって、将来の成長が阻害される」との議論がある。仮にある経済への投入を労働にのみ限定するならば、そうした議論もあり得るであろう。しかし、より現実的に経済への投入を労働と資本の2つだとみなせば、資本の増加、つまり設備投資の増加によって将来の生産性を向上させることは可能であろう。現在起きつつある人手不足による省力化投資とは、まさにこの様な設備投資の先端であるとみられる。

物価目標の達成と企業の「資金不足」化 この様な設備投資や生産活動が活発化していくことで、企業が1998年以前の資金不足状態に戻れば、貸出の増加に広がりが見られるようになる。これまでの議論を踏まえると、日本経済がデフレから脱却して物価目標が達成される状態が定着すれば、企業や家計がインフレ・売上増加、賃金上昇の予想を前提として支出を増やしていこう。企業や家計が資金不足となれば、金融セクターの貸出量の増加による収益機会を更に拡大しよう。米国や欧州では、インフレ目標2%が定着しているため、この様な状態が一定程度確保されているとみられる。

4. 2020年度までの日本経済見通し

以上の検討を踏まえて、足元の経済の好調さから2017年度の実質GDPを従来の+1.8%から+2.2%へ、2018年度を同様に+1.5%から+1.7%へ引き上げた。また、足元の物価の弱さから2017年度の物価見通しを従来の+0.8%から+0.6%へ、2018年度を+1.2%から+0.9%へ引き下げた。また、2019年度には予定通りの消費増税実施を前提としているが、上記で検討した様に現状では消費増税前ほど所得の伸びや資産価格を踏まえた消費が堅調となるのは困難とみており、仮に実施されれば大きな下押し要因となるリスクが高いとみている。

図表 24 2020年度までの経済・物価見通し

	経済成長率(名目GDP, %)					
			ESPフォーキャスト(注2)		新生銀行	
			(2017年5月調査)	(2017年8月調査)	経済見通し第3号 (2017年5月)	経済見通し第4号 (2017年8月)
2017年度			1.6	1.6	1.9	2.4
2018年度			1.7	1.7	2.1	2.1
2019年度			-	-	0.6	0.8
2020年度			-	-	-	0.9

	経済成長率(実質GDP, %)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト(注2)		新生銀行	
	(2017年4月26日～ 4月27日会合)	(2017年7月19日～ 7月20日会合)	(2017年5月調査)	(2017年8月調査)	経済見通し第3号 (2017年5月)	経済見通し第4号 (2017年8月)
2017年度	1.6	1.8	1.4	1.5	1.8	2.2
2018年度	1.3	1.4	1.1	1.1	1.5	1.7
2019年度	0.7	0.7	-	0.7	0.3	0.1
2020年度	-	-	-	-	-	0.3

	物価(コアCPI, %)											
	日本銀行		ESPフォーキャスト(注2)				新生銀行					
	(2017年4月26日～ 4月27日会合)		(2017年7月19日～ 7月20日会合)		(2017年5月調査)		(2017年8月調査)		経済見通し第3号 (2017年5月)		経済見通し第4号 (2017年8月)	
		増税の影響を除く (注1)		増税の影響を除く (注1)		増税の影響を除く (注1)		増税の影響を除く (注1)		増税の影響を除く (注1)		増税の影響を除く (注1)
2017年度	1.4	-	1.1	-	0.8	0.7	-	0.8	-	0.6	-	-
2018年度	1.7	-	1.5	-	1.0	0.9	-	1.2	-	0.9	-	-
2019年度	2.4	1.9	2.3	1.8	-	1.4	1.0	0.7	0.2	1.2	0.7	0.7
2020年度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.1	0.6	0.6

(注1) 消費税率引き上げの影響除くベース

(注2) ESPフォーキャストの調査期間は、2017年5月調査が4月27日～5月8日(回答数42社)、2017年8月調査は7月25日～8月1日(回答数42社)。8月調査は、8月14日の2017年4-6月期のGDP(1次速報)公表前のもの。

(出所) 日本銀行、日本経済研究センター、新生銀行 グループ金融調査部作成

市場の見方 現在、金融市場では仮に安倍首相が退陣する事態となっても、「現行の金融政策の枠組みは大きく変更できない」との見方がある様だ。この背景には「現在の金融緩和による円安・株高の効果があるため、それを急激に変更はしない、あるいはできないであろう」との見方がある模様だ。しかし、現在の金融緩和や物価目標の継続はコンセンサスとはなっておらず、仮に物価目標の達成・定着の前に安倍首相が退陣すれば、上記の金融政策の「非積極レジーム」(図表 21、22 の各下段)に戻り、同じ金融緩和でも経済や金融市場に与える影響は持続しなくなり、「金融情勢」ではスプレッドがワイド化しようが、デフレに戻って貸出量の低迷は継続してクレジット・コストが上昇しよう。

「弾力的な財政運営」 安倍首相は、7月23日の講演で、高等教育の無償化の財源として、教育国債の発行の可能性に言及、教育への投資が人的資産を残すとして肯定的な見方を示した。また、自民党の二階幹事長が7月25日に、「10兆円程度の補正予算編成」、「当初予算の年率3~4%の拡充」と訴えた上で、消費増税が景気の低迷を招いているとの見方について「その通りだと思う」と発言したとされている。8月3日に、改造内閣(第3次安倍第3次改造内閣)が発足した。麻生財務相は、4日の閣議後記者会見において、安倍首相より「弾力的な財政運営と、中長期的な財政再建を目指す」旨の指示があったとしている(出所:ロイター通信)。この「弾力的な財政運営」を契機に、2017年度の補正予算議論が始まる可能性がある。今回のGDPでみた様に「公共事業がGDPを押し上げた」局面では必ずとっていいほど「現在の日本の財政赤字を踏まえればこれ以上の拡大が難しい」との議論が展開されるが、上記の様に現在は財政赤字の改善ペースが速すぎる可能性が高く(図表 18、19)、そのような見方は妥当でないであろう。

需給ギャップ解消はゴールではない、拡張的政策のリスクはインフレ 拡張的なマクロ経済政策が問題となるのはどのような場合であろうか。冒頭の総需要と総供給の関係に戻って考えてみたい。政府の公共事業の増加は、政府が事業を発注し、それを受注した企業が建設財や投資財などの支出を増加させるため、需要項目となる。個別の項目では「建設業の人手不足により、建設資材が高騰」との公共事業増加のデメリットが論じられることがあり、実際その業界にとっては大きな課題であるといえよう。ただし、マクロ経済全体の視点に立つと、総需要が総供給を大きく上回ってインフレになることで、初めてコストとなる。現状の様に、計測困難な需給ギャップのプラス幅が拡大したとしても、物価が上昇していない中では政府が支出の増加、総需要の増加を通じて、インフレ目標の達成に近づくこととなる。

600兆円目標の達成も視野に 政府は2020年頃に名目GDPを600兆円とする目標を掲げている。現時点での達成度はどの程度であろうか。2017年4-6月期の名目GDPは545.4兆円となり、現行統計で初めて540兆円台となった。アベノミクス開始以降に当たる2012年10-12月期以降でみると50兆円強の増加となった(2012年10-12月期は492.8兆円→545.4兆円、増加幅+52.6兆円)。2013年1-3月期以降のGDP(年率換算)の平均をみると、名目で2.3%、実質で1.5%となっている。仮に今後もこのペースが継続すれば、2020年度の名目GDPは590兆円程度となる見込み。600兆円目標に届くにはもう1年ほど必要になるものの、順調に拡大しているといえよう。しかし、増税の実施となればこの見通しも延期さざるを得なくなる。

トルーマン大統領の「マーシャルプラン」と安倍首相の「アベノミクス」 今日本に求められている政策は何であろうか。現在の日本経済の最大の問題点は、物価目標の引き下げ論などがくすぶり続け、物価目標を目指して金融緩和や財政政策に「積極的なレジーム」が維持されるかどうか不安定なことにある。1945年に米・大統領になったトルーマンは、就任当初は前任のフランクリン・D・ルーズヴェルトの積み残したニューディール政策、つまり経済政策に重点を置こうとしていた。しかし、就任後になすべきことを検討した際、当時は欧州の共産化の脅威があり、これに対応して経済よりも外交を優先させ、マーシャル・プランによって欧州諸国を支援し、外交上の大きな成果を挙げたとされる(ドラッカー(2006))。外交・憲法改正と経済を入れ替えると同じ事が安倍政権にも当てはまるかもしれない。7月13日のFinancial Times(2017b)は同様のことを論じており、安倍首相の「政治的な遺産は、20年にわたるデフレを終わらせた人物になるかどうかにかかっている」としている。マーシャル・プランは結果的には欧米の政治的な安定、その後の経済的な繁栄をもたらし、当初のトルーマン大統領の経済政策はなすべき外交をなしたことで間接的に達成されたともいえよう。日本でもアベノミクスが貫徹されて日本に物価目標、ひいてはその達成を通じた経済の安定化が達成されるかが問われている。当初の想定よりも時間を要してはいるが、それが達成され、欧米の様に物価目標2%が当然の前提となって金融緩和の「積極レジーム」(図表 21、22 の各上段)が定着して初めて、「アベノミクスが成功」と言えるのではないだろうか。現在の日本経済における財政拡張は時機を得たもので、更に消費増税の延期や凍結がセットとなればますます物価目標の達成に近づき、それは日本経済や金融セクターの持続的な成長にとっても重要なものとなる。

参考文献

Financial Times (2017a), “The quiet but substantial successes of Abenomics”, May 1, 2017

Financial Times (2017b), “Japan needs Abenomics, with or without the man”, July 13, 2017

Miyao Ryuzo and Okimoto Tatsuyoshi, (2017), “The Macroeconomic Effects of Japan’s Unconventional Monetary Policies“, RIETI Discussion Paper Series 17-E-065

Tatsuyoshi Okimoto (2017), “Expected Inflation Regimes in Japan”, Hitotsubashi Institute for Advanced Study, Hitotsubashi University

P.F.ドラッカー(2006)「経営者の条件」ダイヤモンド社

予測表

1. 年度の見通し

図表 25 日本経済見通し(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	予測		実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測		
		2016年度 (期中平均)	2017年度 (期中平均)	2018年度 (期中平均)	2019年度 (期中平均)	2020年度 (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)	2019年度 上期 (期中平均)	2019年度 下期 (期中平均)		
1 実質GDP	前年度比 (%)	1.3	2.2	1.7	0.1	0.3	前期比 (%)	0.8	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8	▲ 2.1	実質GDP	
2 内需	寄与度 (%)	0.5	2.1	1.8	0.0	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.3	1.5	0.8	1.2	0.5	1.1	▲ 2.7	内需	
3 民間	寄与度 (%)	0.6	1.7	1.7	▲ 0.1	▲ 0.3	寄与度 (%)	0.3	1.2	0.7	1.1	0.5	0.9	▲ 2.5	民間	
4 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.7	1.7	1.4	▲ 0.2	0.4	前期比 (%)	0.5	1.2	0.4	0.8	0.7	1.2	▲ 3.5	実質民間最終消費支出	
5 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	6.5	3.4	4.3	▲ 2.6	▲ 2.3	前期比 (%)	2.0	2.7	▲ 0.7	5.5	▲ 1.6	6.1	▲ 14.9	実質民間住宅投資	
6 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	2.5	4.2	2.4	1.6	▲ 0.7	前期比 (%)	2.6	2.3	1.0	1.3	1.4	0.6	0.6	実質民間企業設備投資	
7 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	寄与度 (%)	▲ 0.5	0.0	0.3	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	実質民間在庫品増加	
8 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	公需	
9 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.4	0.9	1.1	0.6	0.9	前期比 (%)	0.1	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	▲ 0.2	実質政府最終消費支出	
10 実質公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 3.2	4.5	▲ 2.0	▲ 0.3	▲ 1.8	前期比 (%)	▲ 2.6	5.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 2.0	2.4	▲ 3.1	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	▲ 0.0	寄与度 (%)	0.0	▲ 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 (%)	0.8	0.2	▲ 0.1	0.1	0.5	寄与度 (%)	0.5	▲ 0.2	0.2	▲ 0.4	0.3	▲ 0.3	0.6	外需	
13 実質財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	3.2	4.7	2.9	2.8	2.6	前期比 (%)	5.2	0.9	2.7	▲ 0.0	2.9	0.4	2.0	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 (%)	▲ 1.4	3.6	3.5	2.0	▲ 0.2	前期比 (%)	1.9	2.0	1.3	2.2	1.2	2.1	▲ 1.3	実質財貨・サービスの輸入	
15 実質GDP	前年度比 (%)	1.3	2.2	1.7	0.1	0.3	前期比 (%)	0.8	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8	▲ 2.1	実質GDP	
16 内需	寄与度 (%)	0.5	2.1	1.8	0.0	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.3	1.5	0.8	1.2	0.5	1.1	▲ 2.7	内需	
17 民間	寄与度 (%)	0.6	1.7	1.7	▲ 0.1	▲ 0.3	寄与度 (%)	0.3	1.2	0.7	1.1	0.5	0.9	▲ 2.5	民間	
18 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.4	1.0	0.8	▲ 0.1	0.2	寄与度 (%)	0.4	0.7	0.2	0.4	0.4	0.7	▲ 2.0	実質民間最終消費支出	
19 実質民間住宅投資	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.5	実質民間住宅投資	
20 実質民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.4	0.7	0.4	0.3	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	実質民間企業設備投資	
21 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	寄与度 (%)	▲ 0.5	0.0	0.3	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	実質民間在庫品増加	
22 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	公需	
23 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	実質政府最終消費支出	
24 実質公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	実質公的資本形成	
25 実質公的在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	実質公的在庫品増加	
26 外需	寄与度 (%)	0.8	0.2	▲ 0.1	0.1	0.5	寄与度 (%)	0.5	▲ 0.2	0.2	▲ 0.4	0.3	▲ 0.3	0.6	外需	
27 実質財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5	寄与度 (%)	0.8	0.1	0.5	▲ 0.0	0.5	0.1	0.3	実質財貨・サービスの輸出	
28 実質財貨・サービスの輸入	寄与度 (%)	0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0	寄与度 (%)	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.4	0.2	実質財貨・サービスの輸入	
29 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.4	2.1	0.8	0.9	前期比 (%)	0.5	1.5	1.3	1.0	0.9	1.1	▲ 1.5	名目GDP	
30 GDPデフレーター	前年度比 (%)	▲ 0.2	0.2	0.4	0.7	0.6	前期比 (%)	▲ 0.6	0.3	0.6	0.1	▲ 0.2	0.1	0.5	GDPデフレーター	
31 名目雇用者報酬	前年度比 (%)	2.0	1.5	1.9	1.9	1.0	前期比 (%)	1.7	1.6	1.5	1.8	2.0	2.1	1.7	名目雇用者報酬	
32 消費者物価(生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	▲ 0.2	0.6	0.9	1.2	1.1	前年比 (%)	▲ 0.0	0.5	0.7	0.9	0.9	0.5	1.9	消費者物価(生鮮食品除く総合)	
19 消費税率引き上げの影響を除くケース	前年比 (%)	-	-	-	0.7	0.6	前年比 (%)	-	-	-	-	-	-	0.9	消費税率引き上げの影響を除くケース	
20 完全失業率	%	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3	%	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	完全失業率	
21 鉱工業生産指数	前年比 (%)	1.1	4.7	2.2	0.8	0.4	前期比 (%)	2.8	2.5	1.5	0.4	1.9	0.4	▲ 1.0	鉱工業生産指数	
22 貿易収支(通関ベース)	兆円	4.0	3.3	0.6	▲ 0.6	0.8	兆円	1.6	1.5	1.8	0.5	0.1	▲ 0.0	▲ 0.6	貿易収支(通関ベース)	
23 経常収支	兆円	20.4	21.2	19.3	19.3	22.7	兆円	10.1	10.1	11.1	9.5	9.8	9.5	9.8	経常収支	
24 円相場(対米ドル)	円/ドル	108.37	110.28	110.00	110.00	110.00	円/ドル	111.46	110.57	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	円相場(対米ドル)	
25 日経平均株価	円	17,520	20,275	21,249	21,501	21,107	円	18,587	19,905	20,645	21,057	21,442	21,586	21,415	日経平均株価	
26 ユーロ円TBOR(3ヶ月物)	%	0.06	0.04	0.02	0.02	0.01	%	0.06	0.04	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02	ユーロ円TBOR(3ヶ月物)	
27 国債流通利回り(10年物)	%	▲ 0.05	0.03	0.07	0.09	0.06	%	0.03	0.04	0.03	0.06	0.09	0.10	0.08	国債流通利回り(10年物)	
28 マネーストック(新M2)	前年比 (%)	3.6	3.8	3.4	3.4	3.4	前年比 (%)	3.9	3.9	3.6	3.4	3.3	3.5	3.3	マネーストック(新M2)	
29 S&P500種株価指数	ポイント	2187.0	2459.0	2533.8	2588.9	2645.5	ポイント	2255.4	2430.3	2487.6	2518.4	2549.1	2576.1	2601.7	S&P500種株価指数	
30 米国債10年金利	%	1.97	2.39	2.60	2.70	2.70	%	2.28	2.33	2.45	2.55	2.65	2.70	2.70	米国債10年金利	
31 米国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	1.5	2.0	2.5	2.3	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	米国実質GDP(暦年)	
32 中国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	6.7	6.7	6.3	6.3	6.3	-	-	-	-	-	-	-	-	中国実質GDP(暦年)	
33 NY原油価格(WTI, 暦年)	ドル/バレル	47.9	50.9	55.0	62.5	70.0	-	-	-	-	-	-	-	-	NY原油価格(WTI, 暦年)	

系列名	単位	年度					単位	半期							系列名
		実績	予測	予測	予測	予測		実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
		2016年度 (期中平均)	2017年度 (期中平均)	2018年度 (期中平均)	2019年度 (期中平均)	2020年度 (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)	2019年度 上期 (期中平均)	2019年度 下期 (期中平均)	
34 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.4	2.1	0.8	0.9	前期比 (%)	0.5	1.5	1.3	1.0	0.9	1.1	▲ 1.5	名目GDP
35 内需	寄与度 (%)	0.1	2.5	2.5	0.9	0.6	寄与度 (%)	0.6	1.6	1.2	1.4	1.0	1.2	▲ 1.4	内需
36 民需	寄与度 (%)	0.2	1.9	2.2	0.6	0.3	寄与度 (%)	0.6	1.2	1.0	1.2	0.9	0.9	▲ 1.5	民需
37 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.3	2.0	2.0	0.7	1.2	前期比 (%)	0.8	1.2	0.9	1.0	1.2	1.1	▲ 1.9	名目民間最終消費支出
38 名目民間住宅投資	前年度比 (%)	6.2	5.1	5.9	▲ 0.5	▲ 0.2	前期比 (%)	3.2	3.3	0.3	6.0	▲ 0.4	6.4	▲ 12.6	名目民間住宅投資
39 名目民間企業設備投資	前年度比 (%)	1.7	4.5	2.9	2.2	▲ 0.6	前期比 (%)	2.7	2.6	0.9	1.6	1.8	1.0	0.8	名目民間企業設備投資
40 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.0	0.4	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	名目民間在庫品増加
41 公需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.6	0.3	0.4	0.3	寄与度 (%)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3	0.1	公需
42 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.1	1.3	1.9	1.5	1.5	前期比 (%)	0.5	0.6	1.0	1.0	0.8	0.7	0.8	名目政府最終消費支出
43 名目公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 3.5	6.1	▲ 0.4	2.0	0.0	前期比 (%)	▲ 1.6	6.2	0.2	0.5	▲ 1.1	3.1	▲ 1.1	名目公的資本形成
44 名目公的在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
45 外需	寄与度 (%)	1.1	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.3	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	外需
46 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲ 3.4	7.9	4.5	4.5	4.1	前期比 (%)	8.5	2.1	3.2	1.1	3.4	1.6	2.3	名目財貨・サービスの輸出
47 名目財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲ 9.5	8.7	7.6	5.5	2.3	前期比 (%)	9.0	2.9	2.5	4.1	4.1	1.9	3.0	名目財貨・サービスの輸入
48 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.4	2.1	0.8	0.9	前期比 (%)	0.5	1.5	1.3	1.0	0.9	1.1	▲ 1.5	名目GDP
49 内需	寄与度 (%)	0.1	2.5	2.5	0.9	0.6	寄与度 (%)	0.6	1.6	1.2	1.4	1.0	1.2	▲ 1.4	内需
50 民需	寄与度 (%)	0.2	1.9	2.2	0.6	0.3	寄与度 (%)	0.6	1.2	1.0	1.2	0.9	0.9	▲ 1.5	民需
51 名目民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.2	1.1	1.1	0.4	0.7	寄与度 (%)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.7	0.6	▲ 1.0	名目民間最終消費支出
52 名目民間住宅投資	寄与度 (%)	0.2	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.0	0.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.4	名目民間住宅投資
53 名目民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.3	0.7	0.4	0.3	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.4	0.4	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	名目民間企業設備投資
54 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.0	0.4	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	名目民間在庫品増加
55 公需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.6	0.3	0.4	0.3	寄与度 (%)	0.0	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3	0.1	公需
56 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.3	0.4	0.3	0.3	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	名目政府最終消費支出
57 名目公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.3	0.0	0.0	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	名目公的資本形成
58 名目公的在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
59 外需	寄与度 (%)	1.1	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.3	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	外需
60 名目財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	▲ 0.6	1.3	0.8	0.8	0.8	寄与度 (%)	1.4	0.4	0.6	0.2	0.6	0.3	0.4	名目財貨・サービスの輸出
61 名目財貨・サービスの輸入	寄与度 (%)	1.6	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.4	寄与度 (%)	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.5	名目財貨・サービスの輸入
62 GDPデフレーター	前年度比 (%)	▲ 0.2	0.2	0.4	0.7	0.6	前期比 (%)	▲ 0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.6	GDPデフレーター
63 民間最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.4	0.3	0.7	0.9	0.8	前期比 (%)	0.3	▲ 0.0	0.4	0.2	0.5	▲ 0.2	1.7	民間最終消費支出
64 民間住宅投資	前年度比 (%)	▲ 0.3	1.7	1.6	2.1	2.1	前期比 (%)	1.2	0.6	1.0	0.5	1.2	0.3	2.6	民間住宅投資
65 民間企業設備投資	前年度比 (%)	▲ 0.8	0.3	0.5	0.6	0.1	前期比 (%)	0.1	0.3	▲ 0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	民間企業設備投資
66 政府最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.4	0.4	0.7	0.9	0.6	前期比 (%)	0.4	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	1.0	政府最終消費支出
67 公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 0.3	1.5	1.7	2.3	1.8	前期比 (%)	1.0	0.7	0.6	0.9	0.9	0.7	2.1	公的資本形成
68 財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲ 6.4	3.0	1.6	1.7	1.4	前期比 (%)	3.1	1.3	0.5	1.1	0.5	1.3	0.3	財貨・サービスの輸出
69 財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲ 8.3	4.8	3.9	3.4	2.5	前期比 (%)	6.9	0.9	1.2	1.8	2.8	▲ 0.2	4.4	財貨・サービスの輸入

(注 1) 伸び率等は、新生銀行グループ金融調査部で計算しているため、公表値と一致しないことがある。

(注 2) 予測値、寄与度の計算はすべて当部による。

(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。

(注 4) 実績の数字は、2017年8月14日時点のデータによる。

(出所)各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 グループ金融調査部

2. 四半期の見通し

図表 26 日本経済見通し(総括表)

系列名	四半期												系列名	
	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測		
	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)	2019年Q2 (期中平均)	2019年Q3 (期中平均)	2019年Q4 (期中平均)	2020年Q1 (期中平均)		
1 実質GDP	1.0	0.3	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5	0.1	0.0	1.4	▲ 2.4	▲ 0.7	実質GDP	1
2 内需	1.3	0.2	0.7	0.1	1.0	0.2	0.5	▲ 0.2	0.7	0.9	▲ 2.5	▲ 1.2	内需	2
3 民需	1.0	0.1	0.6	0.0	1.0	0.2	0.5	▲ 0.1	0.5	0.9	▲ 2.3	▲ 1.2	民需	3
4 実質民間最終消費支出	0.9	0.2	0.3	0.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	1.3	▲ 4.1	▲ 0.0	実質民間最終消費支出	4
5 実質民間住宅投資	1.5	1.6	▲ 0.4	▲ 2.2	4.6	4.1	▲ 3.3	▲ 0.4	4.2	4.0	▲ 13.0	▲ 8.1	実質民間住宅投資	5
6 実質民間企業設備投資	2.4	▲ 1.0	1.8	▲ 0.7	1.6	0.1	2.3	▲ 1.6	1.6	▲ 0.2	2.0	▲ 2.5	実質民間企業設備投資	6
7 実質民間在庫品増加	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.5	実質民間在庫品増加	7
8 公需	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	公需	8
9 実質政府最終消費支出	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	▲ 0.2	0.5	0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	実質政府最終消費支出	9
10 実質公的資本形成	5.1	0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.3	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 1.0	3.5	▲ 1.1	▲ 2.2	▲ 0.9	実質公的資本形成	10
11 実質公的在庫品増加	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	▲ 0.3	0.1	0.0	0.3	▲ 0.6	0.2	▲ 0.0	0.3	▲ 0.7	0.4	0.1	0.6	外需	12
13 実質財貨・サービスの輸出	▲ 0.5	0.7	0.8	3.2	▲ 2.2	1.4	0.6	3.1	▲ 1.1	▲ 0.1	0.4	3.1	実質財貨・サービスの輸出	13
14 実質財貨・サービスの輸入	1.4	▲ 0.1	0.7	1.2	1.4	0.3	0.6	1.0	2.9	▲ 2.5	0.0	▲ 0.2	実質財貨・サービスの輸入	14
15 実質GDP	1.0	0.3	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5	0.1	0.0	1.4	▲ 2.4	▲ 0.7	実質GDP	15
16 内需	1.3	0.2	0.7	0.1	1.0	0.2	0.5	▲ 0.2	0.7	0.9	▲ 2.5	▲ 1.2	内需	16
17 民需	1.0	0.1	0.6	0.0	1.0	0.2	0.5	▲ 0.1	0.5	0.9	▲ 2.3	▲ 1.2	民需	17
18 実質民間最終消費支出	0.5	0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	▲ 2.3	▲ 0.0	実質民間最終消費支出	18
19 実質民間住宅投資	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	実質民間住宅投資	19
20 実質民間企業設備投資	0.4	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	0.4	▲ 0.3	0.3	▲ 0.0	0.3	▲ 0.4	実質民間企業設備投資	20
21 実質民間在庫品増加	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.5	実質民間在庫品増加	21
22 公需	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	公需	22
23 実質政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	実質政府最終消費支出	23
24 実質公的資本形成	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	実質公的資本形成	24
25 実質公的在庫品増加	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	25
26 外需	▲ 0.3	0.1	0.0	0.3	▲ 0.6	0.2	▲ 0.0	0.3	▲ 0.7	0.4	0.1	0.6	外需	26
27 実質財貨・サービスの輸出	▲ 0.1	0.1	0.1	0.5	▲ 0.4	0.2	0.1	0.5	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	0.5	実質財貨・サービスの輸出	27
28 実質財貨・サービスの輸入	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.5	▲ 0.0	0.0	実質財貨・サービスの輸入	28
29 名目GDP	1.1	0.7	1.2	▲ 0.3	0.7	0.9	0.7	▲ 0.5	0.4	2.0	▲ 1.8	▲ 1.4	名目GDP	29
30 GDPデフレーター	▲ 0.4	0.2	0.5	0.4	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.5	1.0	0.8	GDPデフレーター	30
31 名目雇用者報酬	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	1.8	1.5	名目雇用者報酬	31
32 消費者物価(生鮮食品除く総合)	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.3	0.7	2.0	1.9	消費者物価(生鮮食品除く総合)	32
19 消費税率引き上げの影響を除くケース	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.0	0.9	消費税率引き上げの影響を除くケース	19
20 完全失業率	2.9	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	完全失業率	20
21 鉱工業生産指数	1.9	0.9	0.6	0.9	▲ 0.5	1.1	0.9	0.9	▲ 0.7	1.3	▲ 1.2	▲ 0.9	鉱工業生産指数	21
22 貿易収支(通関ベース)	0.7	0.8	0.8	1.0	0.1	0.4	▲ 0.2	0.2	▲ 0.3	0.3	▲ 0.6	0.0	貿易収支(通関ベース)	22
23 経常収支	4.5	5.6	4.5	6.6	4.2	5.3	3.8	6.0	4.0	5.5	3.6	6.2	経常収支	23
24 円相場(対米ドル)	111.13	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	円相場(対米ドル)	24
25 日経平均株価	19,520	20,290	20,511	20,779	20,978	21,135	21,368	21,517	21,581	21,592	21,470	21,361	日経平均株価	25
26 ユーロ円TIBOR(3ヶ月物)	0.06	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.02	ユーロ円TIBOR(3ヶ月物)	26
27 国債流通利回り(10年物)	0.04	0.03	0.03	0.03	0.06	0.05	0.06	0.12	0.12	0.08	0.08	0.07	国債流通利回り(10年物)	27
28 マネーストック(新M2)	3.9	3.9	3.6	3.7	3.4	3.5	3.4	3.3	3.3	3.6	3.4	3.2	マネーストック(新M2)	28
29 S&P500種株価指数	2398.0	2462.6	2480.1	2495.2	2510.7	2526.1	2541.2	2557.0	2569.7	2582.4	2595.2	2608.1	S&P500種株価指数	29
30 米国債10年金利	2.26	2.40	2.40	2.50	2.50	2.60	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	米国債10年金利	30
31 米国実質GDP(暦年)	2.6	2.2	2.2	2.9	3.0	2.1	2.3	2.8	2.5	1.1	2.1	2.7	米国実質GDP(暦年)	31
32 中国実質GDP(暦年)	6.9	6.5	6.5	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	中国実質GDP(暦年)	32
33 NY原油価格(WTI, 暦年)	48.2	50.0	50.0	50.0	55.0	55.0	60.0	60.0	60.0	60.0	70.0	70.0	NY原油価格(WTI, 暦年)	33

系列名	四半期												系列名
	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
	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)	2019年Q2 (期中平均)	2019年Q3 (期中平均)	2019年Q4 (期中平均)	2020年Q1 (期中平均)	
34 名目GDP	1.1	0.7	1.2	▲ 0.3	0.7	0.9	0.7	▲ 0.5	0.4	2.0	▲ 1.8	▲ 1.4	名目GDP
35 内需	1.4	0.2	1.5	▲ 0.8	1.7	0.2	1.4	▲ 1.0	1.1	1.1	▲ 0.8	▲ 2.2	内需
36 民需	1.0	0.1	1.4	▲ 0.8	1.6	0.1	1.3	▲ 1.0	0.8	1.0	▲ 0.9	▲ 2.1	民需
37 名目民間最終消費支出	0.8	0.5	0.6	0.1	0.5	0.8	0.7	0.3	▲ 0.1	2.0	▲ 2.8	▲ 0.2	名目民間最終消費支出
38 名目民間住宅投資	1.5	2.1	0.1	▲ 1.8	4.5	4.8	▲ 2.7	0.0	4.0	4.6	▲ 11.0	▲ 8.0	名目民間住宅投資
39 名目民間企業設備投資	2.9	▲ 1.8	2.0	▲ 0.3	1.9	▲ 0.3	2.6	▲ 1.2	1.9	▲ 0.7	2.2	▲ 2.2	名目民間企業設備投資
40 名目民間在庫品増加	0.1	0.0	0.7	▲ 0.8	0.8	▲ 0.4	0.6	▲ 0.9	0.5	▲ 0.1	0.7	▲ 1.4	名目民間在庫品増加
41 公需	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	0.1	▲ 0.1	公需
42 名目政府最終消費支出	0.4	0.4	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	▲ 0.2	0.5	0.6	0.6	▲ 0.2	名目政府最終消費支出
43 名目公的資本形成	5.3	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 1.0	3.9	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 1.0	名目公的資本形成
44 名目公的在庫品増加	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
45 外需	▲ 0.2	0.5	▲ 0.3	0.5	▲ 1.0	0.6	▲ 0.7	0.5	▲ 0.8	0.9	▲ 0.9	0.7	外需
46 名目財貨・サービスの輸出	▲ 1.1	1.1	0.6	4.1	▲ 1.8	1.9	0.4	3.9	▲ 0.6	0.7	0.1	3.7	名目財貨・サービスの輸出
47 名目財貨・サービスの輸入	0.2	▲ 1.7	2.7	1.4	4.3	▲ 1.8	4.5	1.0	3.6	▲ 4.2	5.5	▲ 0.4	名目財貨・サービスの輸入
48 名目GDP	1.1	0.7	1.2	▲ 0.3	0.7	0.9	0.7	▲ 0.5	0.4	2.0	▲ 1.8	▲ 1.4	名目GDP
49 内需	1.4	0.2	1.5	▲ 0.8	1.7	0.2	1.4	▲ 1.0	1.1	1.1	▲ 0.8	▲ 2.2	内需
50 民需	1.0	0.1	1.4	▲ 0.8	1.6	0.1	1.3	▲ 1.0	0.8	1.0	▲ 0.9	▲ 2.1	民需
51 名目民間最終消費支出	0.5	0.3	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	▲ 0.1	1.1	▲ 1.5	▲ 0.1	名目民間最終消費支出
52 名目民間住宅投資	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	名目民間住宅投資
53 名目民間企業設備投資	0.5	▲ 0.3	0.3	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.4	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.4	名目民間企業設備投資
54 名目民間在庫品増加	0.1	0.0	0.7	▲ 0.8	0.8	▲ 0.4	0.6	▲ 0.9	0.5	▲ 0.1	0.7	▲ 1.4	名目民間在庫品増加
55 公需	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	0.1	▲ 0.1	公需
56 名目政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	名目政府最終消費支出
57 名目公的資本形成	0.3	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	名目公的資本形成
58 名目公的在庫品増加	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
59 外需	▲ 0.2	0.5	▲ 0.3	0.5	▲ 1.0	0.6	▲ 0.7	0.5	▲ 0.8	0.9	▲ 0.9	0.7	外需
60 名目財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	0.2	0.1	0.7	▲ 0.3	0.3	0.1	0.7	▲ 0.1	0.1	0.0	0.7	名目財貨・サービスの輸出
61 名目財貨・サービスの輸入	▲ 0.0	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.7	0.3	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.6	0.8	▲ 0.9	0.1	名目財貨・サービスの輸入
62 GDPデフレーター	0.2	0.3	0.5	▲ 0.7	0.3	0.5	0.2	▲ 0.6	0.3	0.6	0.7	▲ 0.8	GDPデフレーター
63 民間最終消費支出	▲ 0.1	0.3	0.3	▲ 0.0	0.0	0.4	0.3	▲ 0.0	▲ 0.5	0.7	1.4	▲ 0.1	民間最終消費支出
64 民間住宅投資	0.1	0.5	0.6	0.4	▲ 0.1	0.7	0.7	0.4	▲ 0.2	0.6	2.3	0.2	民間住宅投資
65 民間企業設備投資	0.5	▲ 0.8	0.1	0.4	0.3	▲ 0.4	0.3	0.5	0.3	▲ 0.4	0.2	0.4	民間企業設備投資
66 政府最終消費支出	0.0	0.0	0.3	0.1	0.4	0.0	0.3	0.0	0.1	0.3	0.9	▲ 0.1	政府最終消費支出
67 公的資本形成	0.2	0.5	0.4	▲ 0.1	0.5	0.8	0.5	▲ 0.0	0.4	0.6	1.8	▲ 0.1	公的資本形成
68 財貨・サービスの輸出	▲ 0.6	0.4	▲ 0.2	0.9	0.4	0.5	▲ 0.2	0.9	0.5	0.7	▲ 0.3	0.5	財貨・サービスの輸出
69 財貨・サービスの輸入	▲ 1.2	▲ 1.7	2.0	0.2	2.8	▲ 2.0	3.9	▲ 0.0	0.7	▲ 1.8	5.5	▲ 0.2	財貨・サービスの輸入

(注 1) 伸び率等は、新生銀行グループ金融調査部で計算しているため、公表値と一致しないことがある。

(注 2) 予測値、寄与度の計算はすべて当部による。

(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。

(注 4) 実績の数字は、2017年8月14日時点のデータによる。

(出所)各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 グループ金融調査部

- 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