

平成 29 年 11 月 21 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 11 月版、第 5 号)の発行について**  
～現状の景気回復は「デフレ均衡」脱却には力不足、物価目標の達成に追加の政策が必要～

**ポイント**

- 2017 年 7-9 月期の GDP(1 次速報・前期比年率)は、名目で+2.5%、実質で+1.4%。実質は 7・四半期連続のプラス成長となった。しかし、内容は外需主導、物価予想は高まらず内需は弱いままであった。
- 景気は依然として家計・企業が物価見通しに慎重な「デフレ均衡」近くの景気循環にとどまっており、現行の金融緩和の継続・2019 年 10 月の消費増税実施では、経済・物価の下振れリスクが高い。
- 株価の上昇等の改善で「デフレ脱却宣言」への期待がみられるが、時期尚早。
- 拡張的な財政・金融政策によって、物価安定、持続的な経済成長に結びつけられる余地があろう。

**1. 2017 年 7-9 月期 GDP: 公共事業は早くも息切れ、消費は反動減以上の悪化の可能性**

7-9 月期の実質 GDP は、外需主導で内需は脆弱な内容だった。公共事業が早くも息切れし、4-6 月期の反動減と指摘される消費も所得・資産効果対比では反動減以上の落ち込みとみられる。1%弱とされる潜在成長率は上回ったものの、2%の物価目標に近づくほどの強さではなかった。

**2. 現状の政策継続では、2019 年 10 月の消費増税後に経済・物価が低迷する見通し**

現在の金融緩和の枠組みが継続し、2019 年 10 月の消費増税の実施を前提として、実質 GDP を 2017 年度+1.9%、2018 年度+1.5%、2019 年度に+0.2%、2020 年度+0.3%、コア CPI(消費増税の影響を除く)は、2017 年度+0.6%、2018 年度+0.9%、2019 年度+0.7%、2020 年度+0.2%となることを見込んでいる。増税後は再び物価上昇幅が低下するリスクが高い。

**3. 日本経済は大幅に改善しているものの、デフレ脱却宣言には時期尚早**

アベノミクスによる大幅な株高や雇用の改善にも関わらず、市場の中では比較的強気な当室の経済成長見通しであっても、2019 年度の物価見通しは日銀の目標である 2%には届かないとみている。つまり現在の日本経済は、「デフレ均衡」の近傍にとどまっているとみられる。この場合、海外経済の減速や財政政策の引き締めなどの負のショックがあった場合、容易にデフレに戻りやすい状態だとみられる。「デフレ脱却宣言」は時期尚早であろう。

**4. 日銀執行部人事や、PB 黒字化目標延期が、物価目標達成の試金石**

日本経済が持続的に安定的な成長を遂げるためには、物価目標を達成する必要があると考えられる。アベノミクスでは何度か経済・物価に対するブレーキが踏まれてきた。(1)2014 年 4 月の消費増税による消費へのブレーキ、(2)2015 年夏の黒田総裁の事実上の円安けん制発言による為替へのブレーキ、(3)2016 年 9 月の総括的検証による名目金利低下へのブレーキである。来年春の日銀執行部人事や、夏の PB 黒字化目標の延期幅の設定のタイミングをとらえて、拡張的な財政・金融政策への展望が開ければ、物価 2%の達成が近づくと考えられる。

以 上



## 外需主導で薄氷のプラス成長継続、「インフレ均衡」に向けた片岡委員提案の意義

### 1. 2017年7-9月期 GDP: 公共事業は早くも息切れ、消費は反動減以上の悪化の可能性

**外需が牽引** 2017年7-9月期のGDPが公表され、名目GDP(季節調整済)は前期比年率で+2.5%(前期比+0.6%)、実質GDP(同)は同+1.4%(同+0.3%)となった。GDPデフレーターは前期比+0.3%、前年比では+0.1%となった。前年比では、5・四半期ぶりにゼロでないプラスに転じた。

実質GDPは、2016年1-3月期以降、7・四半期連続でプラス成長となり、報道等ではこの点が強調されているが、実体は「外需主導の薄氷の上のプラス成長」であったとみている。前期比年率+1.4%の実質GDPの寄与度の内訳をみると、外需が+2.0ポイントとなり、内需が-0.6ポイントと押し下げ要因となった(以下、寄与度をポイントで示す)。外需は、輸出の増加とGDPの控除項目である輸入の減少によってそれぞれ+1ポイントの押し上げとなった。輸出の増加はプラス材料だが、輸入の減少は国内消費の弱さを示す内容。内需の内訳(同寄与度)は、公的資本形成の減少(-0.5ポイント)の影響が大きく、公需が-0.6ポイントで、民需は変化なし(0.0ポイント)となった。民需は、在庫による押し上げが+1.0ポイントと大きく、民間最終消費が-1.0ポイントの大幅減となって相殺する格好となった。

**4-6月期の振り返り** 4-6月期の実質GDPは前期比年率+2.6%で、寄与度で見ると2016年度補正予算の効果が出た公的資本形成が+1.1ポイント、耐久財の買い替え需要に支えられた民間最終消費が+1.6ポイントと伸びて国内需要が+3.6ポイントとなり、外需の弱さ(-1.0ポイント)を打ち消してGDPを押し上げていた。

**2・四半期ぶりにプラスに転じた輸出** 7-9月期の実質GDPを需要項目別に見ていくと、好調な海外経済に牽引されて、輸出は前期比年率で+6.0%(4-6月期同-0.8%)、GDPへの寄与度は+1.0ポイント(同-0.1ポイント)となった。貿易統計で地域別にみると、ハリケーンや利上げがありつつも好調であった米国向けはもちろん、共産党大会を控えた中国、ユーロ高に関わらず高い成長となった欧州向けも堅調であった。一般機械や電気機械で、スマートフォン向けやIoT関連の需要をうまく取り込んでいたと見られる。輸出の増加が、海外向けの増産、収益の改善に寄与しつつある。

図表1 2017年7-9月期 GDP 結果の概要

		2017年7-9月期(1次速報)								GDP
		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	0.6	0.6	0.3	0.3	1.4	1.4	0.3	0.3	1
2	国内需要	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.6	-0.6	0.2	0.2	国内需要
3	民間需要	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	民間需要
4	民間最終消費	-0.4	-0.3	-0.5	-0.3	-1.8	-1.0	0.0	0.0	家計最終消費
5	住宅投資	-0.2	-0.0	-0.9	-0.0	-3.5	-0.1	0.8	0.0	住宅投資
6	民間設備投資	0.6	0.1	0.2	0.0	1.0	0.2	0.3	0.1	民間設備投資
7	民間在庫	***	0.3	***	0.2	***	1.0	***	0.1	民間在庫
8	公的需要	-0.2	-0.1	-0.6	-0.2	-2.4	-0.6	0.4	0.1	公的需要
9	政府消費	0.2	0.0	-0.1	-0.0	-0.5	-0.1	0.3	0.0	政府消費
10	公的資本形成	-1.8	-0.1	-2.5	-0.1	-9.7	-0.5	0.7	0.0	公的資本形成
11	公的在庫	***	-0.0	***	-0.0	***	-0.0	***	0.0	公的在庫
12	海外需要	***	0.6	***	0.5	***	2.0	***	0.1	海外需要
13	輸出	3.0	0.5	1.5	0.2	6.0	1.0	1.5	0.3	輸出
14	輸入	-0.4	0.1	-1.6	0.2	-6.2	1.0	1.2	-0.1	輸入
15	雇用者報酬	0.6	-	0.5	-	-	-	0.1	-	雇用者報酬

(注1) GDPデフレーターの寄与度は、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ーターの前期比は、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 金融調査室作成

**「在庫積み増し局面」で在庫増** 7-9月期の在庫(寄与度)は、+1.0ポイントとなった。国内の在庫循環を見ると、「在庫積み増し局面」にあり、出荷や在庫率の状況も良好ではあるが、今後の需要動向によるため、注目していきたい。振れの大きい電子部品・デバイスでは、在庫・在庫率がやや上昇しているものの、10月のアジア企業や工作機械受注の動向からは、良好な環境であることが示唆されている。

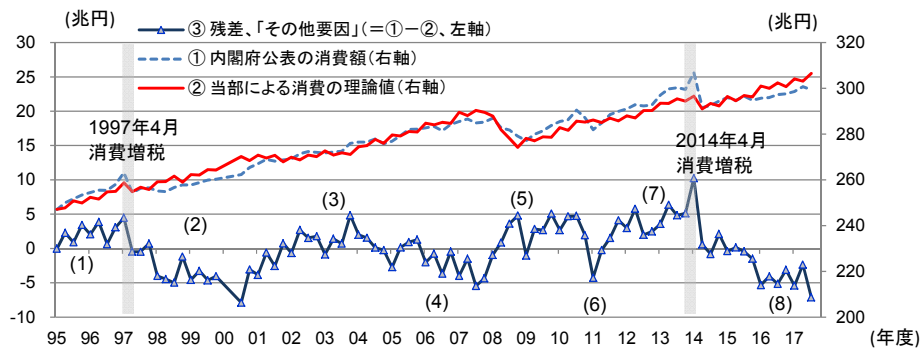
7-9月期の実質設備投資は、企業収益の改善や国内の労働市場の逼迫を受けた省力化投資などを受けて前期比年率で+1.0%と4・四半期連続の増加となった。GDPへの寄与度は+0.2ポイントにとどまった。

**前期にようやく出てきた公共投資の効果が早くもマイナスに転換** 政府部門では、7-9月期の公共事業は前期比年率で-9.7%(4-6月期は+25.3%)、GDPに対する寄与度は-0.5ポイント(同+1.1ポイント)となり、4-6月期にようやくプラスの効果が出てきた2016年度補正予算の効果が早くも息切れしてしまった格好だ。また、通常は安定した伸びを示す政府消費(寄与度)も7-9月期に-0.1ポイントとGDPの押し下げ要因となった。

**消費の減少は反動減にとどまるか** こうした輸出や設備投資の改善を受けて、雇用者報酬は名目(前期比)+0.6%、実質で同+0.5%、前年比では名目+2.1%、実質+1.6%となった。雇用者報酬の伸びは底堅いものの、民間最終消費は、前期比年率で-1.8%、GDPへの寄与度は-1.0ポイントとなった。財別に見ると、耐久財が前期比年率で-4.8%(4-6月期は同+7.2%)、サービスが-2.9%(+2.5%)と前の期の反動減が大きく出た格好。最近の消費の回復を牽引していた耐久財の伸びが8月以降の天候不順の影響もあって増加ペースが鈍化した。また、家計が安心して支出を増やせる状況であれば、天候の影響があっても一部の財・サービス向けの消費を減らしても、それ以外の消費を増加させることが予想される。しかし、7-9月期の結果はその様な状況にはなく、耐久財消費の伸びも買い替え需要が中心で、現在や将来の所得の増加を踏まえた前向きな消費増加(所得効果)ではない可能性が示唆される。

**消費の弱さは、反動減以上の可能性** 本年7-9期の民間最終消費額と、過去の所得や株価(資産効果)に基づいた同消費額の理論値を比較すると(図表2)、7-9月期には下振れ幅が大きくなっている。上述の通り、本年4-6月期の反動という面もあるが、所得と資産価格を踏まえると、それ以上の落ち込みであったことが示唆される。

**図表2 消費の実額(①)・理論値(②)・「その他要因」(③)(1995年1-3月期~2017年7-9月期)**



(出所)内閣府、総務省、日本銀行、Bloomberg等より、新生銀行 金融調査室作成

## 2. 現状の政策継続では、2019年10月の消費増税後に経済・物価が低迷する見通し

**国内経済** 国内では今後のマクロ経済政策を巡って、大きく二つの考え方がありとみられる。一つは、現在の雇用・実体経済の改善を重視して、現状のイールドカーブ・コントロールと、2019年10月の消費増税という規定路線のままで進むというものである。2つ目は、あくまでも2%の物価目標の達成を重視して、追加の財政・金融政策を実施する、というものである。

**2020年度までの見通し** 当室では、一つ目の考え方(現在の金融緩和の枠組みが継続し、2019年10月の消費増税の実施)を前提として、実質GDPを2017年度+1.9%、2018年度+1.5%、消費増税の実施される2019年度に+0.2%、2020年度+0.3%、コアCPI(消費増税の影響を除く)は、2017年度+0.6%、2018年度+0.9%、2019年度+0.7%、2020年度+0.2%となることを見込んでいる(図表3)。これが最も可能性の高いと考えているシナリオである。

一方、日本経済が持続的な成長を遂げるためには、上記の2番目の考え方に基づいて政策を実施した方が望ましいと考えており、以下でその点を議論したい。

**図表3 2017～2020年度の経済物価見通し：消費動向から当面の景気は強気、「デフレ均衡」からの脱却には不十分で、2019年度以降は再び低成長・デスインフレに**

	経済成長率(名目GDP、%)					
			ESPフォーキャスト(注2)		新生銀行	
			(2017年8月調査)	(2017年11月調査)	経済見通し第4号 (2017年8月)	経済見通し第5号 (2017年11月)
2017年度			1.6	1.8	2.4	2.1
2018年度			1.7	1.8	2.1	1.9
2019年度			—	—	0.8	1.0
2020年度			—	—	0.9	0.8

	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7月19日～ 7月20日会合)	(2017年10月30日～ 10月31日会合)	(2017年8月調査)	(2017年11月調査)	経済見通し第4号 (2017年8月)	経済見通し第5号 (2017年11月)
2017年度	1.8	1.9	1.5	1.6	2.2	1.9
2018年度	1.4	1.4	1.1	1.2	1.7	1.5
2019年度	0.7	0.7	0.7	0.7	0.1	0.2
2020年度	—	—	—	—	0.3	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7月19日～ 7月20日会合)		(2017年10月30日～ 10月31日会合)		(2017年8月調査)		(2017年11月調査)		経済見通し第4号 (2017年8月)		経済見通し第5号 (2017年11月)	
	増税除く (注1)		増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	増税除く (注1)	
2017年度	1.1	—	0.8	—	0.7	—	0.6	—	0.6	—	0.6	—
2018年度	1.5	—	1.4	—	0.9	—	0.8	—	0.9	—	0.9	—
2019年度	2.3	1.8	2.3	1.8	1.4	1.0	1.3	0.9	1.2	0.7	1.2	0.7
2020年度	—	—	—	—	—	—	—	—	1.1	0.6	0.7	0.2

(注1) 2019年10月に予定されている「8%から10%への消費税率の引き上げ」の影響を除くベース。

(注2) 2017年8月調査の調査期間は7月25日～8月1日(回答数42社)、2017年11月調査の調査期間は10月26日～11月1日(回答数41社)。

(出所) 日本銀行、日本経済研究センター、新生銀行 金融調査室

### 3. 日本経済は大幅に改善しているものの、デフレ脱却宣言には時期尚早

**2017年度の実質経済成長の見通し+1.9%と、内需の見通し** 今回の GDP 公表後の日本経済新聞(2017年11月16日)に、当室の2017年度の実質経済成長の見通し+1.9%と、内需の見通しとして「賃金・企業収益の割に伸びない状況が継続」との見方を引用して頂いた。2017年度の成長見通しは、同記事で取り上げられた中では最も高い数字であったにも関わらず、内需見通しは2019年度までを見込んだ弱気であった。「2017年度、2018年度に市場の中では相対的に高い経済成長率を見込んだとしても、2019年度までの物価目標の達成は困難であり、その結果2019年10月の消費税増税によって再びデフレ・低成長・内需の低迷に直面するリスクが高い」とみているためである。

**「潜在成長率」以上、「デフレ脱却」未満の見通し** GDPの成長率に対する評価としては、現在1%弱とみられる潜在成長率を上回ったかどうかメルクマールとされることが多い。仮に、マクロ経済が安定化しやすい2%程度の予想インフレが定着しているのであれば、このようなメルクマールは妥当であろう。期待インフレ率が2%前後で安定している「インフレ均衡」周りでは、企業や家計が消費や設備投資、賃金や所得の設定を行うことになる。家計は、現状よりは高いとみられる賃金上昇が継続すると予想し、それに応じて消費を増やすであろうし、企業も、現在の様に価格の引き上げ行動が一部に限られる状況と異なり、より強気の価格設定をするようになるであろう。これが「インフレ均衡」の状態であり、物価が2%に安定している中で、景気の変動が生じることになる。

現在の日本経済の改善では、残念ながらそこまでには至っておらず、企業や家計の行動は恐らく+0.5%程度のインフレ率に見合ったものとどまっているとみられる。このような「デフレ均衡」周りであっても景気循環は生じるため、2017年度はその「デフレ均衡」周りでの高成長ではあるものの、長期的に「インフレ均衡」に至るほどの高成長ではないとみられる。これが上記の弱気な内需の内容である。

2017年度の+1.9%は潜在成長率以上ではあろうし、「デフレ均衡」周りの一時的な成長率としては高いとの評価も可能であろうが、ポール・クルーグマン教授の言う「デフレから脱却するために必要なスピード」(2016年3月22日、国際金融経済分析会合)には到達していないのではないかと。

**デフレ脱却宣言を巡る議論** 11月16日の経済財政諮問会議の内閣府資料では、物価状況について従来の「デフレではない状況」から、「デフレ脱却に向けた局面変化」との文言が登場した。かつての物価目標採用前に示されたデフレ脱却の4条件(①消費者物価、②需給ギャップ、③GDPデフレーター、④単位労働コスト(ユニット・レーバークスト))が、揃ってプラスになったことが材料視されている模様だ。2013年1月の物価目標の採用前であれば、デフレ脱却4条件の議論は意味があったものの、現状では物価目標で上書きされているのではないかと。金融市場ではかつて月例経済報告においてデフレの文言が無くなかったことが景気のプラス材料として取られたため、「デフレ脱却宣言」が出されることに一定の期待があることは理解できるものの、あくまで物価目標2%の達成が重要であり、「デフレ脱却宣言」は時期尚早であろう。

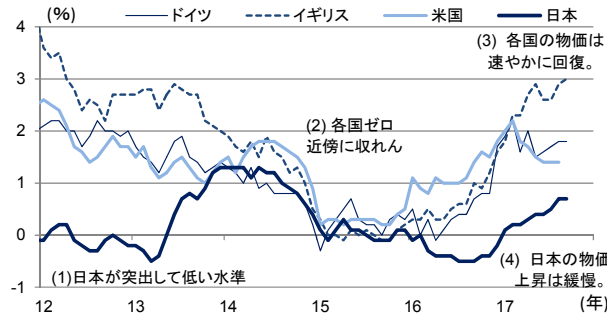
**実質金利2%のクッション** 現在各国を取り巻く低金利・低インフレの経済環境では、期待インフレ率が2%、ゼロから大きく離れて安定していることは非常に大きな意味を持つ。2%の期待インフレ率があるということは、仮に名目でみた政策金利がゼロになった場合でも、期待インフレ率が2%であれば実質金利はマイナス2%となる。これが物価目標の達成が必要な大きな理由の一つであると考えられる。

現在の日本の様に期待インフレ率が+0.5%程度にとどまっている経済では、仮に株価や雇用の水準が改善した場合でも、ひとたび海外経済の悪化などの負のショックが発生した場合に、政策対応余地が限られてしまうためだ。

**名目と実質の混乱がみられる「糊代論」** 政策対応余地としては、「将来の景気悪化・その際の利下げ余地を確保するために、今名目の政策金利を引き上げをしておかなければならない」との「糊代論」という議論がある。確かに将来の景気悪化に対する備えがあった方が望ましいであろうが、このときに下げるべきは実質金利である。デフレ下では名目金利をゼロ近傍にまで下げても実質金利はプラスのままとなってしまう。このため、現在の日本経済における「糊代」の確保は、物価目標の達成による方が望ましいのではないかと。

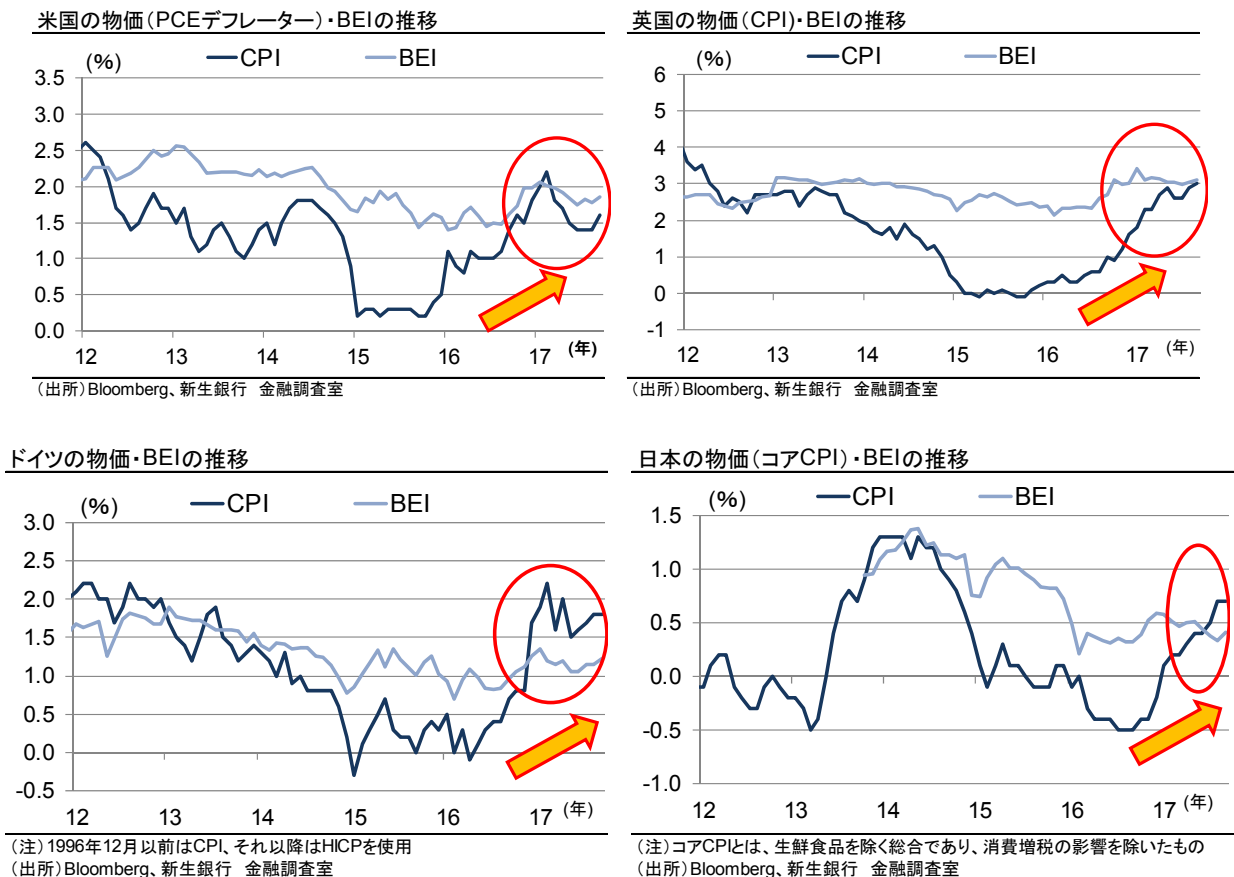
**予想インフレ率にアンカーされた物価** 最近の各国の物価の推移をみると(図表4)、(1)2012～2013年頃では日本の物価上昇率が突出して低かった。(2)原油価格下落後の2014年頃には日本を含めた各国の物価がゼロ%程度で収められた。(3)原油価格の下落の影響が剥落した2016年以降の動きは大きく異なり、日本以外の各国では順調に回復したものの、(4)の日本の物価上昇ペースは非常に緩慢であり、2014～2015年にみられた各国共通の動きからかい離した。また、各国の物価とBEIで測った期待インフレ率をみると(図表5)、日本を含めた各国の物価は期待インフレ率に吸い寄せられる様に収れん・回復している。日本以外の各国のBEIは2015年頃に低下しているが、その低下幅はインフレ率の低下幅よりは小さくなっており、安定的である。期待インフレ率が各国のアンカーになっており、日本以外の各国は「インフレ均衡」、日本経済は「デフレ均衡」周りで推移していることを示唆している。

**図表4 各国の物価の推移：一時各国で同程度の水準に収れんも、2016年以降の回復力に大きな差**



(注) 日本はコアCPI(生鮮食品を除く総合、消費増税の影響除く)、英国はCPI、米国はPCEデフレーター、ドイツは1996年12月までCPI、それ以降はHICP。  
(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

**図表5 2016年以降は期待インフレ率に吸い寄せられるように物価が上昇**



#### 4. 日銀執行部人事や、PB黒字化目標延期が、物価目標達成の試金石

**物価目標未達でも追加の政策は見込まない市場** 市場では、2%の物価目標には当面到達しない、との見方がコンセンサスとなっている一方、追加の金融緩和や拡張財政も予想されていない。現状の政策が継続するとの見方が強まっている。2012年11月から市場に織り込まれ始めた金融緩和により、雇用・実体経済は大幅に改善している。しかし、物価目標達成前に、いくつか引き締めの政策、あるいはそうとれる内容が3つあった。

**アベノミクスの3つのブレーキ** 1つ目は、2014年4月に消費税率が5%から8%に引き上げられ、それ以降所得・資産効果対比での消費が下振れ、消費の低迷が長期化している(図表2)。

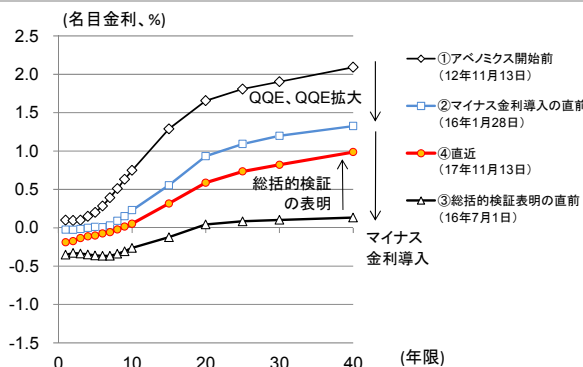
2つ目は、金融政策のスタンスで、当初は「2%の物価目標のためには何でもやる」といったものであったが、2015年夏にドル円が125円に近付くと、輸入価格の上昇が生活費を圧迫するとの懸念に答えてか、黒田総裁の事実上の円安けん制発言がなされ、市場では「それ以上の円安はない」との期待が形成されるようになったとみられる。

**「リバーサル・レートと均衡イールドカーブ」** 3つ目に、マイナス金利導入後のイールドカーブのフラットニングを受けた総括的な検証の実施に加え、最近のスイスでの講演において、黒田総裁が「それ以上金利が低下すると、金融機関への影響が懸念される」との「リバーサル・レート」の概念に言及した(『「量的・質的金融緩和」と経済理論』、2017年11月13日)。これを受けて、市場は「フラットニング方向での金融緩和の可能性は低い」との予想が形成されているとみている。

**総括的検証後のイールドカーブ: 名目では上昇、実質では低下** 2016年7月の総括的検証の表明前までは名目のイールドカーブの水準が低下し、総括的検証後には金利水準が上昇している(図表6)。しかし、上記の通り、実体経済に影響を与えるのは実質金利であり、実際、日銀がイールドカーブ・コントロールのベースにしている「均衡イールドカーブ」の概念も実質ベースとなっている。均衡イールドカーブを、実質金利(のカーブ)が下回った分が金融緩和分とされるが、その緩和度合いを示すとされる日銀の短観DIをみると一貫して改善を続けている(図表8)。このため、実質金利ベースのイールドカーブ(図表7)は、総括的検証以降も低下している<sup>1</sup>。

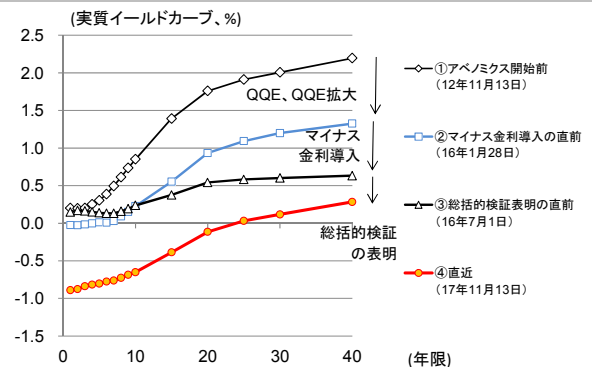
**実質金利の低下余地** こうした緩和的な環境にも関わらず、物価上昇の動きが鈍いことは深刻である。市場では、「リバーサル・レート」を名目(図表6)でとらえて、「これ以上の金利低下がない」とみている可能性がある。しかし、現状の金融緩和では市場で「物価目標達成」が予想されておらず、名目のイールドカーブを総括的検証直前(図表6・③)ほどではないにせよ、現在の水準(図表6・④)から低下させて、実質イールドカーブをさらに低下させる余地はあるのではないか。仮に金利低下でリバーサル・レートに到達して尚、物価目標の到達が困難であるならば、株や不動産などのリスク性資産の買入増額や、財政政策の拡大など追加の対策を検討すべきであろう。

図表6 名目イールドカーブ: 2016年7月の総括的検証の表明以降、金利水準が上昇



(出所) 財務省、新生銀行 金融調査室

図表7 実質イールドカーブ: 総括的検証以降も金利水準は低下(実質=名目マイナスコアCPI)

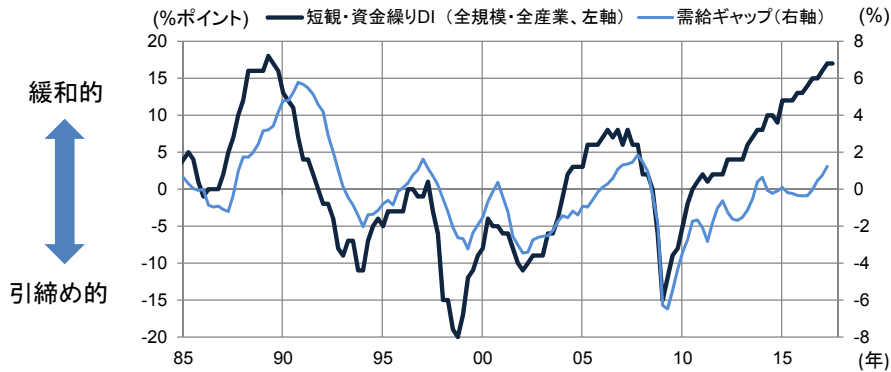


(注) 2017年11月のコアCPI上昇率は、同年9月分を使用している。

(出所) 財務省、総務省、新生銀行 金融調査室

<sup>1</sup> もっとも、ここでは名目金利から単純にインフレ率の実績値を除いており、残存期間の異なる金利に対してどのような期待インフレ率を採用すべきかはより慎重に検討されるべきであろう。

図表 8 日銀の金融緩和度合いの尺度を示す短観資金繰りDIは、過去最大とほぼ同水準に到達



(参考) 今久保圭・小島治樹・中島上智「均衡イールドカーブの概念と計測」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.15-J-4(2015年6月)

(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査室

**片岡委員の提案の再考** 日銀の片岡審議委員は、10月31日の日銀金融政策会合において、現状の金融緩和策の維持に2つの反対票を投じた。その中で反対理由が示されており、具体的な議案の提案はなくとも、事実上の提案であったとみられる。そこで改めて反対理由を確認しておく、

- A 「日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり決定した」に(注1)とあり、「オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要として反対」している。
- B 「長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)」に(注2)とあり、「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当であるとして反対」している。

**二つの事実上の提案をセットで考える** 市場では、15年物の国債金利を引き下げる提案に焦点が当たっていたようだが、上記の「物価目標が未達でも追加の政策対応が予想されていない現状」や、実質金利カーブの議論を踏まえると、2つの提案をセットでみる方が妥当であろう。現状では物価目標の後ずれがあっても政策対応がないのが常態化してしまっており、物価目標達成へのスタンスが揺らいでいるように思える。上記A・Bをセットで考えると、今後残念ながら日銀が物価見通しを引き下げる際には、15年まで長期金利を操作する年限を延長し、その後も未達であれば更に20年、30年と年限を伸ばせる様にした仕組みではないか。これは図表6の名目のイールドカーブで、③の総括的検証以降、上昇している名目金利を引き下げることで、図表7の実質のイールドカーブを引き下げて、金融緩和度合いをさらに強め(図表8)、物価目標の達成にコミットする意図があるのではないかと考えられる。今後、このような追加の金融緩和や、別途財政の拡大、消費増税の慎重な判断によって、現状の雇用や物価目標の達成に向けたスピードを確保する方向に政策が変化し、「インフレ均衡」を達成することが日本経済にとっては望ましいであろう。



予測表

1. 年度の見通し

図表 9 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	予測	予測		
		2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度		2017年度 上期	2017年度 下期	2018年度 上期	2018年度 下期	2019年度 上期	2019年度 下期	2020年度 上期	2020年度 下期			
1 実質GDP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	実質GDP		
2 実質GDP	前年度比 (%)	1.3	1.9	1.5	0.2	0.3	前期比 (%)	0.9	1.3	0.6	0.7	0.4	▲ 1.1	0.1	1.5	実質GDP		
3 内需	寄与度 (%)	0.5	1.4	1.6	0.1	0.4	寄与度 (%)	0.9	0.8	1.1	0.2	1.2	▲ 2.3	1.2	0.7	内需		
4 民間	寄与度 (%)	0.6	1.2	1.4	▲ 0.2	0.2	寄与度 (%)	0.6	0.9	0.8	0.4	0.7	▲ 2.1	0.9	0.7	民間		
5 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.7	1.1	1.4	0.3	0.6	前期比 (%)	0.6	0.4	0.7	0.8	1.2	▲ 2.6	1.3	1.3	実質民間最終消費支出		
6 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	6.6	2.2	1.5	▲ 1.9	1.8	前期比 (%)	1.1	▲ 0.1	0.5	2.1	4.3	▲ 13.8	8.4	2.6	実質民間住宅投資		
7 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	2.5	3.5	3.4	▲ 0.3	0.2	前期比 (%)	0.8	3.1	1.9	0.0	0.7	▲ 1.8	1.7	▲ 1.1	実質民間企業設備投資		
8 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.1	実質民間在庫品増加		
9 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	寄与度 (%)	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	0.5	▲ 0.2	0.3	▲ 0.0	公需		
10 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.4	0.9	1.0	1.0	1.2	前期比 (%)	0.5	0.7	0.3	0.8	0.3	0.6	0.2	1.4	実質政府最終消費支出		
11 実質公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 3.2	0.2	▲ 0.9	2.7	▲ 1.7	前期比 (%)	4.5	▲ 5.4	5.3	▲ 6.4	10.5	▲ 7.6	5.4	▲ 5.9	実質公的資本形成		
12 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	0.0	実質公的在庫品増加		
13 外需	寄与度 (%)	0.8	0.5	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.0	0.4	▲ 0.5	0.5	▲ 0.8	1.2	▲ 1.1	0.9	外需		
14 実質財貨「+/-」の輸出	前年度比 (%)	3.2	6.1	3.3	3.2	0.7	前期比 (%)	1.5	4.1	▲ 0.9	4.4	▲ 1.0	4.1	▲ 3.3	4.1	実質財貨「+/-」の輸出		
15 実質財貨「+/-」の輸入	前年度比 (%)	▲ 1.3	3.0	3.5	2.7	1.2	前期比 (%)	1.3	1.5	1.9	1.7	3.3	▲ 2.7	2.9	▲ 0.7	実質財貨「+/-」の輸入		
16 実質GDP	前年度比 (%)	1.3	1.9	1.5	0.2	0.3	前期比 (%)	0.9	1.3	0.6	0.7	0.4	▲ 1.1	0.1	1.5	実質GDP		
17 内需	寄与度 (%)	0.5	1.4	1.6	0.1	0.4	寄与度 (%)	0.9	0.8	1.1	0.2	1.2	▲ 2.3	1.2	0.7	内需		
18 民間	寄与度 (%)	0.6	1.2	1.4	▲ 0.2	0.2	寄与度 (%)	0.6	0.9	0.8	0.4	0.7	▲ 2.1	0.9	0.7	民間		
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.4	0.6	0.8	0.1	0.3	寄与度 (%)	0.4	0.2	0.4	0.5	0.7	▲ 1.5	0.7	0.7	実質民間最終消費支出		
20 実質民間住宅投資	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.4	0.2	0.1	実質民間住宅投資		
21 実質民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.4	0.5	0.5	▲ 0.0	0.0	寄与度 (%)	0.1	0.5	0.3	0.0	0.1	▲ 0.3	0.3	▲ 0.2	実質民間企業設備投資		
22 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.1	実質民間在庫品増加		
23 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	寄与度 (%)	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	0.5	▲ 0.2	0.3	▲ 0.0	公需		
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.3	実質政府最終消費支出		
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.2	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.5	▲ 0.4	0.2	▲ 0.3	実質公的資本形成		
26 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	0.0	実質公的在庫品増加		
27 外需	寄与度 (%)	0.8	0.5	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	0.0	0.4	▲ 0.5	0.5	▲ 0.8	1.2	▲ 1.1	0.9	外需		
28 実質財貨「+/-」の輸出	寄与度 (%)	0.5	1.0	0.6	0.6	0.1	寄与度 (%)	0.3	0.7	▲ 0.2	0.8	▲ 0.2	0.7	▲ 0.6	0.7	実質財貨「+/-」の輸出		
29 実質財貨「+/-」の輸入	寄与度 (%)	0.2	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.2	寄与度 (%)	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6	0.5	▲ 0.5	0.1	実質財貨「+/-」の輸入		
30 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.1	1.9	1.0	0.8	前期比 (%)	0.9	1.8	0.6	0.9	0.9	▲ 0.7	0.3	1.6	名目GDP		
31 GDPデフレーター	前年度比 (%)	▲ 0.2	0.2	0.4	0.8	0.5	前年比 (%)	0.2	0.8	▲ 0.0	▲ 0.3	0.4	0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	GDPデフレーター		
32 名目雇用者報酬	前年度比 (%)	2.0	2.0	1.3	1.5	0.6	前年比 (%)	2.1	1.9	1.2	1.4	1.6	1.3	0.8	0.4	名目雇用者報酬		
33 消費者物価(生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	▲ 0.2	0.6	0.9	1.2	0.7	前年比 (%)	0.5	0.6	0.8	1.0	0.9	1.5	1.2	0.1	消費者物価(生鮮食品除く総合)		
34 消費税率引き上げの影響を除くケース	前年比 (%)	-	-	-	0.7	0.2	前年比 (%)	-	-	-	-	-	0.5	0.2	▲ 0.9	消費税率引き上げの影響を除くケース		
35 消費者物価(生鮮食品及びエネルギー除く)	前年比 (%)	0.3	0.3	0.7	1.0	0.6	前年比 (%)	0.1	0.5	0.7	0.7	0.8	1.2	1.0	0.1	消費者物価(生鮮食品及びエネルギー除く)		
36 完全失業率	%	3.0	2.8	2.6	2.5	2.4	%	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	完全失業率		
37 鉱工業生産指数	前年比 (%)	1.1	4.8	2.4	1.0	▲ 0.3	前期比 (%)	2.4	2.2	▲ 0.0	2.4	▲ 0.1	▲ 2.5	▲ 1.9	3.3	鉱工業生産指数		
38 貿易収支(通関ベース)	兆円	4.0	5.0	3.7	3.0	2.4	兆円	1.9	3.1	1.8	1.9	0.8	2.2	0.2	2.2	貿易収支(通関ベース)		
39 経常収支	兆円	20.4	24.2	22.9	23.4	24.5	兆円	11.5	12.7	11.0	11.9	10.6	12.8	10.8	13.7	経常収支		
40 円相場(対米ドル)	円/ドル	108.37	110.52	110.00	110.00	110.00	円/ドル	111.04	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	円相場(対米ドル)		
41 日経平均株価	円	17,520	20,472	21,955	22,457	21,957	円	19,691	21,253	21,676	22,235	22,565	22,349	21,947	21,967	日経平均株価		
42 ユーロ円TBOR(3ヶ月物)	%	0.06	0.06	0.08	0.07	0.06	%	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	0.07	0.06	0.06	ユーロ円TBOR(3ヶ月物)		
43 国債流通利回り(10年物)	%	▲ 0.05	0.03	0.09	0.10	0.08	%	0.04	0.02	0.07	0.11	0.12	0.09	0.09	0.08	国債流通利回り(10年物)		
44 マネーストック(新M2)	前年比 (%)	3.6	4.0	3.8	3.5	1.2	前年比 (%)	4.0	4.0	3.9	3.7	3.5	3.4	1.2	1.2	マネーストック(新M2)		
45 S&P500種株価指数	ポイント	2,187	2,479	2,610	2,667	2,720	ポイント	2,433	2,525	2,594	2,626	2,653	2,680	2,706	2,733	S&P500種株価指数		
46 米国債10年金利	%	1.97	2.35	2.60	2.70	2.70	%	2.25	2.45	2.55	2.65	2.70	2.70	2.70	2.70	米国債10年金利		
47 米国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	1.5	2.2	2.4	2.2	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	米国実質GDP(暦年)		
48 中国実質GDP(暦年)	前年比 (%)	6.7	6.8	6.2	6.3	6.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	中国実質GDP(暦年)		
49 NY原油価格(WTI, 暦年)	ドル/バレル	43.5	49.5	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	予測	
		2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度		2017年度 上期	2017年度 下期	2018年度 上期	2018年度 下期	2019年度 上期	2019年度 下期	2020年度 上期	2020年度 下期	
50 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.1	1.9	1.0	0.8	前期比 (%)	0.9	1.8	0.6	0.9	0.9	▲ 0.7	0.3	1.6	名目GDP
51 内需	寄与度 (%)	0.0	1.8	2.1	1.1	0.9	寄与度 (%)	1.0	1.2	1.2	0.7	1.4	▲ 1.4	1.2	0.7	内需
52 民間	寄与度 (%)	0.2	1.4	1.8	0.5	0.6	寄与度 (%)	0.6	1.2	0.8	0.7	0.8	▲ 1.4	0.9	0.7	民間
53 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.3	1.3	1.9	1.1	1.0	前期比 (%)	0.4	0.9	0.7	1.5	1.1	▲ 1.4	0.9	1.5	名目民間最終消費支出
54 名目民間住宅投資	前年度比 (%)	6.2	4.0	2.4	▲ 0.2	3.2	前期比 (%)	2.2	0.3	0.8	2.8	4.7	▲ 11.9	8.5	3.0	名目民間住宅投資
55 名目民間企業設備投資	前年度比 (%)	1.7	4.2	3.9	0.6	0.9	前期比 (%)	1.6	3.0	2.4	0.2	1.3	▲ 1.6	2.2	▲ 1.1	名目民間企業設備投資
56 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	名目民間在庫品増加
57 公需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	寄与度 (%)	0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.0	0.6	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	公需
58 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.1	1.4	1.6	1.8	1.5	前期比 (%)	0.6	0.9	0.5	1.2	0.5	1.3	0.2	1.3	名目政府最終消費支出
59 名目公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 3.5	1.9	0.3	5.0	0.0	前期比 (%)	5.3	▲ 4.8	5.6	▲ 5.3	10.9	▲ 5.3	5.6	▲ 5.3	名目公的資本形成
60 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	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
61 外需	寄与度 (%)	1.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.7	▲ 0.6	0.2	▲ 0.5	0.7	▲ 0.9	0.9	外需
62 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲ 3.4	10.2	4.4	4.2	1.1	前期比 (%)	3.3	4.8	▲ 0.1	4.4	0.0	4.0	▲ 2.7	3.8	名目財貨・サービスの輸出
63 名目財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲ 9.5	8.8	6.0	5.0	1.6	前期比 (%)	3.8	1.0	3.6	3.4	3.1	0.3	1.9	▲ 1.0	名目財貨・サービスの輸入
64 名目GDP	前年度比 (%)	1.1	2.1	1.9	1.0	0.8	前期比 (%)	0.9	1.8	0.6	0.9	0.9	▲ 0.7	0.3	1.6	名目GDP
65 内需	寄与度 (%)	0.0	1.8	2.1	1.1	0.9	寄与度 (%)	1.0	1.2	1.2	0.7	1.4	▲ 1.4	1.2	0.7	内需
66 民間	寄与度 (%)	0.2	1.4	1.8	0.5	0.6	寄与度 (%)	0.6	1.2	0.8	0.7	0.8	▲ 1.4	0.9	0.7	民間
67 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.2	0.8	1.0	0.6	0.5	寄与度 (%)	0.3	0.5	0.4	0.8	0.6	▲ 0.8	0.5	0.8	名目民間最終消費支出
68 名目民間住宅投資	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	▲ 0.4	0.3	0.1	名目民間住宅投資
69 名目民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.3	0.6	0.6	0.1	0.1	寄与度 (%)	0.2	0.5	0.4	0.0	0.2	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2	名目民間企業設備投資
70 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	寄与度 (%)	0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	名目民間在庫品増加
71 公需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	寄与度 (%)	0.4	▲ 0.1	0.4	▲ 0.0	0.6	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	公需
72 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	0.3	名目政府最終消費支出
73 名目公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.1	0.0	0.2	▲ 0.0	寄与度 (%)	0.3	▲ 0.2	0.3	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	名目公的資本形成
74 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	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
75 外需	寄与度 (%)	1.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	寄与度 (%)	▲ 0.0	0.7	▲ 0.6	0.2	▲ 0.5	0.7	▲ 0.9	0.9	外需
76 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲ 0.6	1.7	0.8	0.8	0.2	寄与度 (%)	0.6	0.8	▲ 0.0	0.8	0.0	0.7	▲ 0.5	0.7	名目財貨・サービスの輸出
77 名目財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	1.6	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.3	寄与度 (%)	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	名目財貨・サービスの輸入
78 GDPデフレーター	前年度比 (%)	▲ 0.2	0.2	0.4	0.8	0.5	前期比 (%)	▲ 0.0	0.5	▲ 0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	GDPデフレーター
79 民間最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.3	0.2	0.5	0.8	0.4	前期比 (%)	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	0.6	▲ 0.1	1.2	▲ 0.3	0.2	民間最終消費支出
80 民間住宅投資	前年度比 (%)	▲ 0.4	1.7	0.9	1.8	1.4	前期比 (%)	1.0	0.4	0.3	0.7	0.3	2.3	0.1	0.4	民間住宅投資
81 民間企業設備投資	前年度比 (%)	▲ 0.7	0.7	0.5	0.8	0.7	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	0.4	0.2	0.6	0.3	0.5	▲ 0.0	民間企業設備投資
82 政府最終消費支出	前年度比 (%)	▲ 0.4	0.4	0.5	0.8	0.3	前期比 (%)	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	0.7	0.0	▲ 0.0	政府最終消費支出
83 公的資本形成	前年度比 (%)	▲ 0.3	1.6	1.2	2.2	1.7	前期比 (%)	0.8	0.7	0.2	1.2	0.3	2.5	0.2	0.7	公的資本形成
84 財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	▲ 6.4	3.9	1.0	1.0	0.3	前期比 (%)	1.8	0.7	0.8	▲ 0.0	1.1	▲ 0.2	0.6	▲ 0.3	財貨・サービスの輸出
85 財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲ 8.3	5.6	2.3	2.2	0.4	前期比 (%)	2.5	▲ 0.4	1.7	1.7	▲ 0.2	3.1	▲ 1.0	▲ 0.3	財貨・サービスの輸入

(注1) 伸び率等は、新生銀行 金融調査室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室による。

(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11月15日時点のデータによる。

(出所)各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 金融調査室

2. 四半期の見通し

図表 10 日本経済見通し(総括表)

系列名	単位	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	予測	予測		
		2017年Q3	2017年Q4	2018年Q1	2018年Q2	2018年Q3	2018年Q4	2019年Q1	2019年Q2	2019年Q3	2019年Q4	2020年Q1	2020年Q2	2020年Q3	2020年Q4	2021年Q1	
1 実質GDP	前年比、 年率 (%)	1.4	2.7	3.3	0.3	0.8	1.5	1.9	▲0.9	3.4	▲6.2	0.4	▲1.2	2.6	2.8	4.3	実質GDP
2 実質GDP	前年比 (%)	0.3	0.7	0.8	0.1	0.2	0.4	0.5	▲0.2	0.8	▲1.6	0.1	▲0.3	0.7	0.7	1.0	実質GDP
3 内需	寄与度 (%)	▲0.2	0.6	0.6	0.8	▲0.1	0.2	0.3	0.7	0.7	▲2.4	▲0.5	1.2	0.5	▲0.0	0.8	内需
4 民間	寄与度 (%)	0.0	0.7	0.5	0.5	0.0	0.3	0.2	0.2	0.8	▲2.3	▲0.4	0.8	0.7	▲0.1	0.9	民間
5 実質民間最終消費支出	前年比 (%)	▲0.5	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5	0.1	1.6	▲3.1	▲0.4	1.1	0.8	0.6	0.5	実質民間最終消費支出
6 実質民間住宅投資	前年比 (%)	▲0.9	▲0.6	2.0	0.3	▲1.5	2.2	1.3	3.3	0.7	▲11.5	▲6.0	8.7	5.7	1.1	▲2.5	実質民間住宅投資
7 実質民間企業設備投資	前年比 (%)	0.2	2.7	0.5	1.6	0.2	▲0.1	▲0.1	0.6	0.2	▲2.2	0.4	1.4	0.2	▲1.2	▲0.1	実質民間企業設備投資
8 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.0	▲0.3	0.7	実質民間在庫品増加
9 公需	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.1	0.1	0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.4	▲0.1	0.1	▲0.1	公需
10 実質政府最終消費支出	前年比 (%)	▲0.1	0.6	0.3	0.4	▲0.6	0.9	0.3	0.4	▲0.6	1.1	▲0.4	0.7	▲0.6	1.9	▲0.5	実質政府最終消費支出
11 実質公的資本形成	前年比 (%)	▲2.5	▲4.4	0.5	5.3	▲0.4	▲6.4	0.4	10.5	▲0.4	▲7.6	0.4	5.3	▲0.3	▲6.1	0.6	実質公的資本形成
12 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	0.0	実質公的在庫品増加
13 外需	寄与度 (%)	0.5	0.1	0.2	▲0.8	0.3	0.2	0.2	▲1.0	0.2	0.8	0.6	▲1.5	0.1	0.7	0.2	外需
14 実質対外貿易の輸出	前年比 (%)	1.5	1.8	3.1	▲3.4	2.0	2.0	2.7	▲3.4	2.1	1.8	2.5	▲5.3	1.7	2.1	2.3	実質対外貿易の輸出
15 実質対外貿易の輸入	前年比 (%)	▲1.6	1.5	1.6	1.0	0.1	0.9	1.4	2.0	1.1	▲2.9	▲0.7	2.9	0.9	▲1.7	1.2	実質対外貿易の輸入
16 実質GDP	前年比 (%)	0.3	0.7	0.8	0.1	0.2	0.4	0.5	▲0.2	0.8	▲1.6	0.1	▲0.3	0.7	0.7	1.0	実質GDP
17 内需	寄与度 (%)	▲0.2	0.6	0.6	0.8	▲0.1	0.2	0.3	0.7	0.7	▲2.4	▲0.5	1.2	0.5	▲0.0	0.8	内需
18 民間	寄与度 (%)	0.0	0.7	0.5	0.5	0.0	0.3	0.2	0.2	0.8	▲2.3	▲0.4	0.8	0.7	▲0.1	0.9	民間
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	▲0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.9	▲1.8	▲0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	実質民間最終消費支出
20 実質民間住宅投資	寄与度 (%)	▲0.0	▲0.0	0.1	0.0	▲0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	▲0.4	▲0.2	0.2	0.2	▲0.1	▲0.1	実質民間住宅投資
21 実質民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.0	0.4	0.1	0.2	0.0	▲0.0	▲0.0	0.1	0.0	▲0.3	0.1	0.2	0.0	▲0.2	▲0.0	実質民間企業設備投資
22 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.0	▲0.3	0.7	実質民間在庫品増加
23 公需	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.1	0.1	0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.4	▲0.1	0.1	▲0.1	公需
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.1	0.2	0.1	0.1	▲0.1	0.2	▲0.1	0.1	▲0.1	0.4	▲0.1	実質政府最終消費支出
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.2	0.0	0.2	▲0.0	▲0.3	0.0	0.5	▲0.0	▲0.4	0.0	0.2	▲0.0	▲0.3	0.0	実質公的資本形成
26 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	0.0	実質公的在庫品増加
27 外需	寄与度 (%)	0.5	0.1	0.2	▲0.8	0.3	0.2	0.2	▲1.0	0.2	0.8	0.6	▲1.5	0.1	0.7	0.2	外需
28 実質対外貿易の輸出	寄与度 (%)	0.2	0.3	0.5	▲0.6	0.3	0.3	0.5	▲0.6	0.4	0.3	0.5	▲1.0	0.3	0.4	0.4	実質対外貿易の輸出
29 実質対外貿易の輸入	寄与度 (%)	0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.2	0.5	0.1	▲0.5	▲0.2	0.3	▲0.2	実質対外貿易の輸入
30 名目GDP	前年比 (%)	0.6	1.0	1.0	▲0.0	0.2	0.4	0.8	0.1	0.9	▲1.3	0.2	▲0.1	0.7	0.7	1.1	名目GDP
31 GDPデフレーター	前年比 (%)	0.1	0.3	0.9	0.6	0.5	0.2	0.3	0.7	0.7	1.0	0.8	0.6	0.7	0.4	0.3	GDPデフレーター
32 名目雇用者報酬	前年比 (%)	2.1	1.8	1.9	1.6	0.8	1.4	1.4	1.6	1.6	1.4	1.3	1.0	0.7	0.4	0.4	名目雇用者報酬
33 消費寄与度 (生鮮食品除く割合)	前年比 (%)	0.6	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	1.6	1.3	1.2	1.2	0.0	0.1	消費寄与度 (生鮮食品除く割合)
34 消費税率引き上げの影響を除くケース	前年比 (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.3	0.2	0.2	-	-	消費税率引き上げの影響を除くケース
35 消費寄与度 (生鮮食品及びエネルギー除く)	前年比 (%)	0.1	0.4	0.6	0.6	0.8	0.6	0.7	0.8	0.7	1.3	1.1	1.0	1.0	0.0	0.1	消費寄与度 (生鮮食品及びエネルギー除く)
36 完全失業率	%	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	完全失業率
37 鉱工業生産指数	前年比 (%)	0.4	1.1	1.7	▲0.8	▲0.1	1.5	1.7	▲1.3	0.7	▲0.4	▲0.4	▲2.2	1.0	2.3	1.0	鉱工業生産指数
38 貿易収支(通関ベース)	兆円	1.2	1.4	1.7	1.1	0.8	0.8	1.1	0.7	0.1	0.7	1.5	0.4	▲0.2	0.9	1.2	貿易収支(通関ベース)
39 経常収支	兆円	7.0	5.3	7.4	5.3	5.8	4.8	7.1	5.2	5.4	4.9	7.8	5.3	5.5	5.7	8.0	経常収支
40 円相場(対米ドル)	円/ドル	111.01	110.00	110.00	110.00	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)
41 日経平均株価	円	19,880	21,125	21,381	21,564	21,788	22,149	22,320	22,505	22,624	22,465	22,233	22,097	21,796	21,816	22,118	日経平均株価
42 ユーロ円TIBOR (3ヶ月物)	%	0.06	0.06	0.05	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	ユーロ円TIBOR (3ヶ月物)
43 国債流通利回り (10年物)	%	0.05	0.03	0.02	0.07	0.07	0.08	0.14	0.14	0.10	0.09	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	国債流通利回り (10年物)
44 マネーストック (新M2)	前年比 (%)	4.0	3.9	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	1.3	1.1	1.2	1.3	マネーストック (新M2)
45 S&P500株価指数	ポイント	2,467	2,480	2,570	2,586	2,602	2,617	2,634	2,647	2,660	2,673	2,686	2,700	2,713	2,726	2,740	S&P500株価指数
46 米国債10年金利	%	2.24	2.40	2.50	2.50	2.60	2.60	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	米国債10年金利
47 米国実質GDP (暦年)	前年比、 年率 (%)	3.0	1.7	2.5	2.3	3.0	1.6	2.4	2.1	2.8	1.2	2.2	1.2	2.7	1.1	2.1	米国実質GDP (暦年)
48 中国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	6.8	6.5	6.3	6.3	6.0	6.3	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)
49 NY原油価格 (WTI、暦年)	ドル / バレル	48.2	50.0	50.0	55.0	55.0	60.0	60.0	60.0	60.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	NY原油価格 (WTI、暦年)

系列名	単位	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	予測	予測		
		2017年Q3	2017年Q4	2018年Q1	2018年Q2	2018年Q3	2018年Q4	2019年Q1	2019年Q2	2019年Q3	2019年Q4	2020年Q1	2020年Q2	2020年Q3	2020年Q4	2021年Q1	
50 名目GDP	前期比 (%)	0.6	1.0	1.0	▲ 0.0	0.2	0.4	0.8	0.1	0.9	▲ 1.3	0.2	▲ 0.1	0.7	0.7	1.1	名目GDP
51 内需	寄与度 (%)	0.0	1.0	0.4	1.0	0.1	0.6	0.1	0.9	0.9	▲ 1.4	▲ 0.8	1.2	0.8	0.1	0.5	内需
52 民間	寄与度 (%)	0.1	1.0	0.2	0.7	0.1	0.7	▲ 0.0	0.4	0.9	▲ 1.5	▲ 0.8	0.9	0.8	0.1	0.5	民間
53 名目民間最終消費支出	前期比 (%)	▲ 0.4	0.9	0.4	0.2	0.5	1.0	0.4	▲ 0.0	1.8	▲ 1.9	▲ 0.7	0.7	1.2	0.8	0.3	名目民間最終消費支出
54 名目民間住宅投資	前期比 (%)	▲ 0.2	▲ 0.6	2.0	0.1	▲ 0.6	2.4	1.4	3.1	1.7	▲ 9.9	▲ 6.1	8.4	6.6	1.1	▲ 2.5	名目民間住宅投資
55 名目民間企業設備投資	前期比 (%)	0.6	2.4	0.6	1.8	0.6	▲ 0.2	0.2	0.9	0.7	▲ 2.2	0.6	1.6	0.6	▲ 1.4	0.0	名目民間企業設備投資
56 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.3	0.2	▲ 0.2	0.3	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	名目民間在庫品増加
57 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.5	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	公需
58 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.2	0.6	0.5	0.4	▲ 0.2	1.1	0.5	0.4	▲ 0.2	1.7	▲ 0.4	0.5	▲ 0.2	1.7	▲ 0.4	名目政府最終消費支出
59 名目公的資本形成	前期比 (%)	▲ 1.8	▲ 4.2	0.8	4.8	0.7	▲ 6.0	0.8	10.1	0.7	▲ 6.0	0.8	4.8	0.7	▲ 6.0	0.8	名目公的資本形成
60 名目公的在庫品増加	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	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
61 外需	寄与度 (%)	0.6	0.1	0.6	▲ 1.0	0.2	▲ 0.2	0.7	▲ 0.9	0.0	0.2	1.0	▲ 1.4	▲ 0.0	0.6	0.6	外需
62 名目財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	3.0	1.1	4.3	▲ 3.7	3.0	0.9	3.9	▲ 3.4	3.3	0.5	3.7	▲ 5.8	2.8	0.7	3.3	名目財貨・サービスの輸出
63 名目財貨・サービスの輸入	前期比 (%)	▲ 0.4	0.9	0.7	2.2	2.1	2.1	0.4	1.2	3.4	▲ 0.4	▲ 1.8	1.3	3.1	▲ 2.5	0.1	名目財貨・サービスの輸入
64 名目GDP	前期比 (%)	0.6	1.0	1.0	▲ 0.0	0.2	0.4	0.8	0.1	0.9	▲ 1.3	0.2	▲ 0.1	0.7	0.7	1.1	名目GDP
65 内需	寄与度 (%)	0.0	1.0	0.4	1.0	0.1	0.6	0.1	0.9	0.9	▲ 1.4	▲ 0.8	1.2	0.8	0.1	0.5	内需
66 民間	寄与度 (%)	0.1	1.0	0.2	0.7	0.1	0.7	▲ 0.0	0.4	0.9	▲ 1.5	▲ 0.8	0.9	0.8	0.1	0.5	民間
67 名目民間最終消費支出	寄与度 (%)	▲ 0.3	0.5	0.2	0.1	0.3	0.6	0.2	▲ 0.0	1.0	▲ 1.1	▲ 0.4	0.4	0.7	0.4	0.2	名目民間最終消費支出
68 名目民間住宅投資	寄与度 (%)	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	0.2	0.0	▲ 0.1	名目民間住宅投資
69 名目民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.4	0.1	0.3	0.1	▲ 0.2	0.0	名目民間企業設備投資
70 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.3	0.2	▲ 0.2	0.3	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	名目民間在庫品増加
71 公需	寄与度 (%)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.5	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	公需
72 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	名目政府最終消費支出
73 名目公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.2	0.0	▲ 0.3	0.0	0.5	0.0	▲ 0.3	0.0	0.2	0.0	▲ 0.3	0.0	名目公的資本形成
74 名目公的在庫品増加	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	▲ 0.0	名目公的在庫品増加
75 外需	寄与度 (%)	0.6	0.1	0.6	▲ 1.0	0.2	▲ 0.2	0.7	▲ 0.9	0.0	0.2	1.0	▲ 1.4	▲ 0.0	0.6	0.6	外需
76 名目財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	0.5	0.2	0.8	▲ 0.7	0.5	0.2	0.7	▲ 0.6	0.6	0.1	0.7	▲ 1.1	0.5	0.1	0.6	名目財貨・サービスの輸出
77 名目財貨・サービスの輸入	寄与度 (%)	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.6	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.6	0.5	▲ 0.0	名目財貨・サービスの輸入
78 GDPデフレーター	前期比 (%)	0.3	0.3	0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	GDPデフレーター
79 民間最終消費支出	前期比 (%)	0.0	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	1.2	▲ 0.3	▲ 0.4	0.4	0.1	▲ 0.2	民間最終消費支出
80 民間住宅投資	前期比 (%)	0.8	0.1	0.0	▲ 0.2	1.0	0.2	0.1	▲ 0.2	0.9	1.8	▲ 0.1	▲ 0.3	0.8	▲ 0.0	▲ 0.0	民間住宅投資
81 民間企業設備投資	前期比 (%)	0.3	▲ 0.3	0.1	0.2	0.3	▲ 0.1	0.2	0.3	0.4	▲ 0.0	0.2	0.2	0.4	▲ 0.2	0.1	民間企業設備投資
82 政府最終消費支出	前期比 (%)	0.3	0.0	0.1	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	▲ 0.0	0.4	0.5	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4	▲ 0.3	0.1	政府最終消費支出
83 公的資本形成	前期比 (%)	0.7	0.2	0.3	▲ 0.5	1.1	0.4	0.4	▲ 0.4	1.1	1.8	0.4	▲ 0.5	1.0	0.1	0.2	公的資本形成
84 財貨・サービスの輸出	前期比 (%)	1.5	▲ 0.7	1.2	▲ 0.3	1.0	▲ 1.1	1.2	▲ 1.1	1.1	▲ 1.3	1.1	▲ 0.5	1.1	▲ 1.3	1.0	財貨・サービスの輸出
85 財貨・サービスの輸入	前期比 (%)	1.2	▲ 0.6	▲ 0.9	1.1	2.0	1.2	▲ 1.0	▲ 0.8	2.2	2.6	▲ 1.1	▲ 1.5	2.2	▲ 0.8	▲ 1.1	財貨・サービスの輸入

(注1) 伸び率等は、新生銀行 金融調査室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室による。

(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11月15日時点のデータによる。

(出所)各省庁、日経 NEEDS、新生銀行 金融調査室

- 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