

平成 30 年 9 月 26 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)

2018 年度～2021 年度の「日本経済の見通し」(第 12 号、  
2018 年 4-6 月期 GDP(2 次速報))の発行について

～「雇用改善の強調」が「物価目標未達での出口」を惹起する可能性～

ポイント

- 金融市場の一部では、インフレ率が 2%の物価目標に到達していなくても日銀が出口に向かうべきとの意見がある。
- 安倍首相は、9 月 14 日に物価目標の導入目的は、雇用の改善にあったとした上で、2021 年 9 月までに出口に目途をつけると発言。
- 物価上昇の鍵である賃金は、雇用者数の増加に応じて非正規雇用者では上昇しているものの、正規雇用者では伸び悩んでいる。雇用者数の増加が継続して正規雇用者の割合が高まると、賃金や物価の上昇率はパラドックス的に弱まろう。
- 2013 年以降の金融緩和によって、雇用拡大という経済厚生をの最大化にとって重要な成果がもたらされたとみている。しかし、政府・日銀がこの成果を強調しすぎると、金融市場が「物価目標達成前の金融緩和からの出口予想」を強める可能性が高い。このことが金融緩和の効果を弱める結果となろう。
- インフレ予想が低いままで次の景気後退を迎えれば、実質金利を十分に引き下げられず、日本経済は再び円高・デフレに逆戻りする公算が大きい。このため、日本経済の長期的・持続的な成長のためには、政府と日銀は現状の雇用者数の拡大に満足せず、あくまでも 2%の物価目標の達成を目指して更なる財政出動・金融緩和の強化をしていく必要があるのではないか。

以 上



## 「雇用改善の強調」が「物価目標未達での出口」を誘発するリスク

### 失業率の大幅な改善で 1. 物価目標未達でも金融政策は出口に向かうべきとの見方も賃金・物価は低迷

2013年1月に日本でインフレ目標が採用されてから5年半が経過した。この間、失業率は就業者数の増加を伴って大幅に低下し、2%半ばの水準まで到達した。過去の失業率・物価・賃金の関係をみると(図表1)、概ね失業率の低下と賃金・物価の上昇が似た動きを示してきた。しかし、デフレが長期間続いたためか、上記の失業率の改善の割には賃金・物価が上昇していない。同様の現象はリーマン・ショック後の米・英・ユーロ圏に共通しており、「消えた賃金インフレ」(Missing Wage Inflation)と呼ばれている(Iwasaki, Muto, Shintani[2018])。

### 「消えた賃金インフレ」

### 「物価目標未達で出口に向かうべき」との意見

こうした状況を踏まえて、金融市場の中では今後の金融政策の在り方について、「2%の物価目標が未達であっても、出口戦略に向かうべき」との意見が根強くある。こうした意見に沿ったものとして、下記の様な意見がある。

「2%の物価上昇率を達成する目標はあきらめる必要はないが、無理して2%にこだわる必要はない。1%の上昇率を2%に高める利益は、マイナス1%をプラスにする利益よりは小さいからだ。物価上昇率はプラス1~2%に収まっていればいい」(日本経済新聞[2018年8月14日])

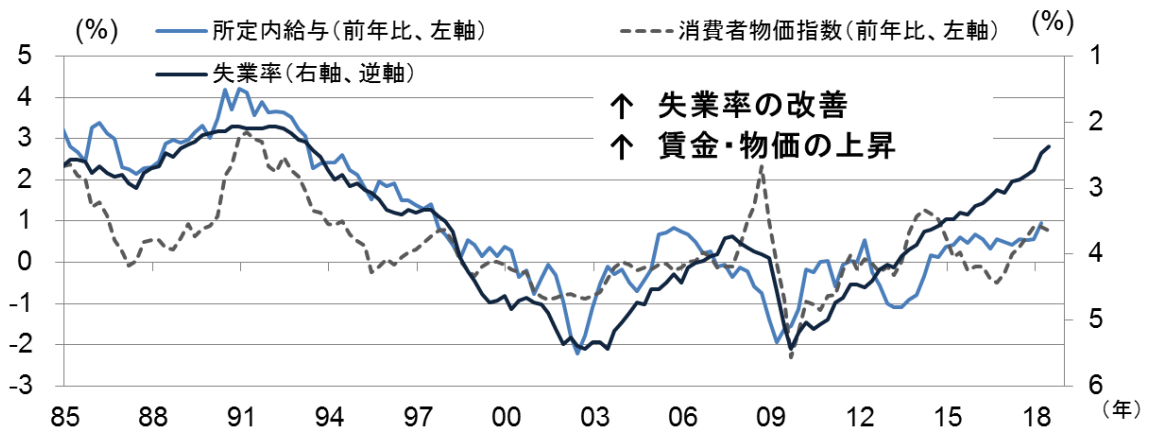
### 雇用改善のための物価目標導入

安倍首相は、9月14日の自民党の総裁選挙期間中の討論会において、物価目標導入の目的が雇用の改善にあったことを強調している。また、「アベノミクスの副作用やマイナス面の検証が必要ではないか」との質問に対して、「日本経済がデフレ、雇用・賃金の減少を克服するために2%の物価目標を掲げた」と説明。物価目標未達でも雇用状況は大幅に改善したことを強調している。

### 安倍首相「雇用は相当良くなってきた」

「2%という物価安定目標を掲げました。でもこれは物価安定目標そのもの、一つの指標として目指していきますが、目的はですね、実体経済つまり雇用を良くしていくということであって、雇用は相当良くなってきた」(NHK 自民党総裁選 討論会・第2部[2018年9月14日])。

図表1 失業率の改善が、賃金・物価の上昇に結びつかず。拡大するギャップ。



(注1) 所定内給与は日本銀行の資料を参考にQ1=3~5月、Q2=6~8月、Q3=9~11月、Q4=12~2月としている。

(注2) 消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合、消費増税の影響を除いたもの。

(出所) 総務省、厚生労働省、新生銀行 金融調査室

**2013年以降の金融緩和による雇用拡大をサポートする実証分析**

2013年以降の金融緩和政策(量的緩和政策)について、雇用の拡大に効果があったとする実証分析がある(宮本[2016])。一方、同研究では労働市場のサーチモデルを組み込んだDSGEモデル(Dynamic Stochastic General Equilibrium)の分析によって、賃金上昇が限定的であるため、労働者は賃上げよりも雇用の確保を優先しているのではないかとしている(データのサンプル期間は1994年第1四半期から2014年第4四半期)。

**実証分析のサポートもある就職の履歴効果**

また、雇用の中でも新卒採用はその後のキャリア形成や人的資本の形成にも大きな影響をもたらす。実証的にもこうした履歴効果があることを支持する研究がある(Genda, Kondo, Ohata[2010])。安倍首相は新卒採用の改善も強調している。

「就職氷河期の人たちが、いわば新卒の採用という仕組みで動いている日本社会のみなさんが、経済が厳しいときに就職のチャンスを失ったら、ずっと厳しい状況の中にとどまらなければならないという状況があります。これを傍観して良いとは思わなかった。だから異次元ではありませんが、やるべきことをやりました。」(NHK 自民党総裁選 討論会・第2部[2018年9月14日])

**異例なのは「中央銀行のバランスシート規模」ではなく、「20年続くデフレ」であろう**

また、「日銀のバランスシートがGDP並に拡大していることは正常ではないので、安倍さんの任期中に出口の道筋をつけるべきだ」との質問に対して、異例であったのはデフレが20年も続いていることを指摘した上で、現状の金融緩和策について以下のように発言した。

「でもズーっとやっていいとは私はまったく思っていませんし、いつこの緩和についてどう判断するかということは、これはまさにマクロ政策として、黒田さんが判断する。それは任せています。で、そのなかでどのようにその緩和を終えていくかということについて、いま私がどうこうということについて申しあげれば、直ちにこれは市場が反応しますから、それは黒田さんにお任せしているとしかいいようがありませんが、しかし、この期、やっと給与がやっと上がってきましたから、だんだん消費も持ち直しています。先般のGDPは3%の成長となりました。そして消費と設備投資と非常に良い形で、この経済が成長してきているなかにおいて、なんとか、いま黒瀬さんがおっしゃったことを私の任期のうちにやりとげたいと、こう考えています。」(NHK 自民党総裁選 討論会・第2部[2018年9月14日])

**緩和を継続してよいわけではなく、任期中に出口に道筋をつけたい**

**「物価目標未達でも、出口戦略へ」との市場の見方を強める可能性**

金融市場ではこの発言が「安倍首相が2021年9月までの任期中に出口に道筋」とのヘッドラインで非常に注目を集めた。安倍首相は2%の物価目標の達成自体を放棄した訳ではないが、金融市場における「物価目標未達での出口戦略実施」の見方が強まる公算が大きい。

**2. 経済学からみた議論の整理:RBCとニュー・ケインジアン**

**考え方①  
金融緩和は、生産や雇用といった実質変数を変化させないとの見方**

これまでの議論を経済学の観点から整理してみたい。Kydland and Prescott[1982]に代表される実体経済の動きを重視するリアル・ビジネス・サイクル論(Real Business Cycle:RBC)の考え方では、貨幣の中立性、つまり金融緩和を実施しても物価等の名目変数が変化するだけで、生産や雇用といった実質変数には影響を与えないとされてきた。この考え方では、「金融緩和はインフレを招くだけで実施すべきではない」ということになり、日本の金融市場参加者の間では同様の考え方に対する支持が強いようだ。

**考え方②  
賃金や物価に硬直性があり、金融緩和が生産や雇用を増加させるとの見方**

一方、名目賃金の硬直性等、市場メカニズムが柔軟かつ十分に動かない場合は、金融緩和が生産や雇用といった実質変数を押し上げる可能性があり、こうした動きを重視するのが、Smets and Wouters[2007]に代表されるニュー・ケインジアン(New Keynesian)の考え方である。アベノミクスはこの考え方に沿ったものとみられる。現在の日本経済においては、アベノミクスによって名目変数の一部である為替レートや株価だけでなく、実質変数である生産や雇用も改善しており、ニュー・ケインジアン・モデルが予想する動きと整合的である。

物価は「長期的には」  
上昇するとの見方だが、

時間が経てば日本でも  
賃金インフレが起こると  
の見方

金融緩和を実施しても、  
名目変数である物価や  
賃金に変化しないのは  
経済学では焦点となっ  
ていなかった可能性

一般労働者とパートタイ  
ム労働者に二分される  
日本の労働市場

リーマン・ショック後の  
非正規雇用の  
雇用調整

景気回復期には  
逆のことが起こり得る

所定内給与に注目する  
3つの理由

ではこの場合、物価がどうなるかという、「長期的には」上昇するという見方となっている(Gali[2015])。ニュー・ケインジアン<sup>1</sup>の重鎮であるニューヨーク大学のマーク・ガートラー教授も、日本経済について緩和を継続して海外経済の好転などの幸運を待つ戦略を推奨している(ガートラー[2017])。

リーマン・ショック後の先進各国の失業率の低下に対して、賃金の上昇が緩慢であることが指摘されている。Iwasaki, Muto, Shintani[2018]は、日・米・英およびユーロ圏の賃金版フィリップスカーブを推定し、賃金の下方硬直性の度合いと自然失業率を推定している。その結果、日本、英国、ユーロ圏では、賃金の調整コストは非常に非対称である一方、米国ではそのような傾向がみられなかったとしている。賃金インフレが発生していないのは、賃金の下方硬直性によるものだとしている。ここから、日本のインフレが起きていないのは恒久的な現象ではなく、労働市場がさらに改善すれば賃金インフレが起こりうると結論づけている。

これまでの経済学では、金融緩和は物価を上昇させるのは当然とした上で、生産や雇用などの実質変数を上昇させるかが焦点であったため、最近の日本を含む先進国の様に、失業率が低下しても物価が上昇しないという状況は議論の焦点ではなかったと思われる。このため、賃金や物価に硬直性や摩擦はあるものの、現在の緩和政策の継続で問題ないという見方である。

### 3. 雇用の違いからみる今後の日本経済の見通し

それでは、雇用の増加をもって出口に向かうことは長期的な日本経済の持続的な成長にとって望ましい政策であろうか。

上記の Iwasaki, Muto, Shintani[2018]論文では、今後の課題として労働者のタイプの違いを考慮に入れたモデルの拡張可能性を指摘している。労働者の違いの例として、フルタイム雇用とパートタイム雇用との差、現役社員と新規採用社員との差、熟練したスキルを持つ職員とそうでない職員との差が挙げられている。IMF[2017]等の研究では、こうした労働力の構成の差が最近の賃金上昇(賃金インフレ)低迷の要因である可能性を指摘している。また、Iwasaki, Muto, Shintani[2018]では、最初のフルタイム(正規)・パートタイム(非正規)の違いに関連して、最近のパートタイム雇用の増加が、日本の現金給与総額を押し下げる効果を持っているため、こうした労働力の構成比の変化がなければ、賃金インフレ率はより高かった可能性を指摘している(後述)。

こうした労働の異質性(Heterogeneity)を取り扱った研究に、リーマン・ショック時の製造業における正規雇用と非正規雇用に関するパネル分析を行った Yokoyama, Higa, Kawaguchi[2018]がある。同研究によると、日本の製造業は円高に際して非正規雇用の雇用量の調整で対応し、正規社員の雇用は比較的守られていたとしている。これはいわゆる「雇い止め」といった言葉で表現される状態が実証的に示されたものだと言えよう。

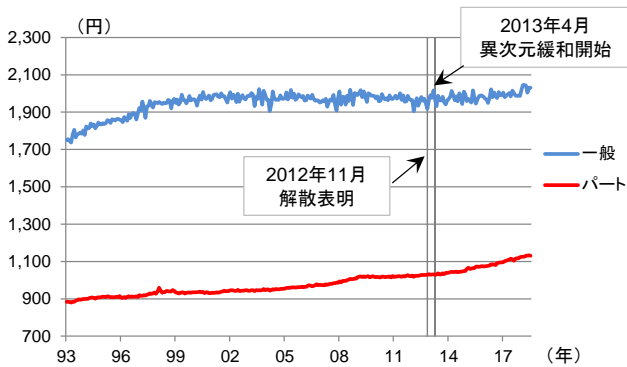
「円高時(負の需要ショック)の非正規雇用の調整と、正規雇用の維持」が図られるならば、反対に好況時(正の需要ショック)があった場合の雇用・賃金の変化が、「非正規雇用の雇用量拡大と賃金上昇」と「正規雇用の雇用維持と賃金抑制」という形で起こってもおかしくはない。

そこで現在の労働市場の状況を確認しておこう。①2014年末までのデータを分析した上記の研究(宮本[2016])によると、量的緩和は現金給与総額を増加させるものの、所定内給与への影響は統計的に確認できなかったとされている。また、②理論的には、家計は「ボーナスなどの一時的な所得増加」は恒常所得の増加と認識せず、消費を増加させない可能性があること、③金融市場では、アベノミクスによって賃金が増加していないとの批判的な見方をする際、所定内給与が増加していない点に注目することが多いため、ここでは毎月勤労統計のうち、ボーナス等一時的な給与を除いた基本給(所定内給与総額)に焦点を絞っていきたい。

一般労働者の  
時給水準はパート  
の2倍程度  
賃金の弾力性は  
3分の1程度

時間当たり基本給(時間当たりの所定内給与総額、当行季節調整済み値、以下同)は、一般労働者が2,000円程度でほぼ一定であるのに対して、パートでは順調に上昇している(図表2)。失業率が2012年末の4.3%から2018年前半に2.5%まで低下する(グラフでは上に向かう)と、パートの時間当たり基本給は2012年末の時給1,030円程度から2018年前半には1,130円程度に100円・10%程度の上昇となった(図表2、3)。この間、一般労働者の基本給は、1,970円程度から2,030円程度へと60円程度・3%程度の上昇となった。一般労働者の時給水準がパートのその2倍程度である一方、賃金の弾力性は3分の1程度となっていた。

図表2 時間当たりでみた基本給の推移



(注) 新生銀行 金融調査室による季節調整値  
(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融調査室

図表3 失業率の低下に応じて上昇するパート賃金



(注) 時間当たり基本給は、新生銀行 金融調査室による季節調整値  
(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融調査室

一般・パートともに  
賃金は上昇

パート比率の上昇  
により全体の平均  
賃金は低下

次にこうした賃金水準や賃金弾力性の違いが全体に与える影響を、2010年と2017年の所定内給与総額(月額平均)で確認しておきたい(図表4)。まず一番右の労働者全体の所定内給与(⑦列)は、2010年の24.5万円から、2017年には24.1万円へと0.4万円の減少となっている。この内訳を一般労働者とパートタイム労働者とに分けてみると、2017年の一般労働者が30.7万円(①列)であるのに対して、同年のパートタイム労働者では9.3万円(④列)となり、ほぼ3分の1弱の水準となっている。また、2010年から2017年の増加幅をみると、一般労働者、パートタイム労働者の両方でそれぞれ0.2万円ずつ増加している。それにも関わらず上記の様に全体の所定内給与(⑦列)が減少しているのは、パートタイム労働者比率(⑤列)が2010年の27.8%から2017年には30.8%へと2.9ポイント上昇しているためである。つまりそれぞれで見ると増加しているものの、給与水準で3分の1程度であるパートタイム労働者の比率が高まっているために、所定内給与全体としては低下する結果となっている。

図表4 基本給(所定内給与総額)の分解:パートタイム比率の上昇による平均賃金の低下

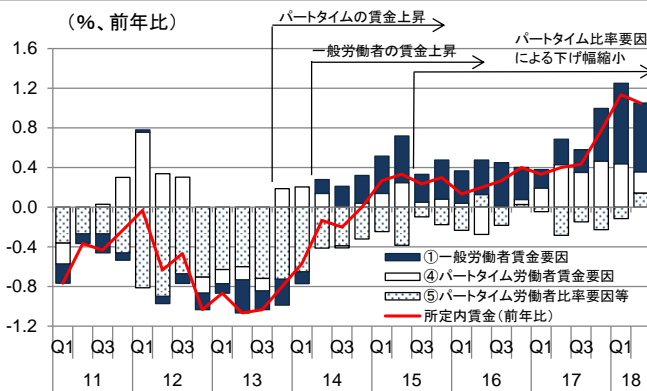
	一般労働者			パートタイム労働者			所定内給与総額 (万円) ③+⑥ =⑦
	①	②	①×② =③	④	⑤	④×⑤ =⑥	
	所定内給与総額 (万円)	労働者数全体に 占める割合 (%)	ウェイト付後 所定内給与総額 (万円)	所定内給与総額 (万円)	労働者数全体に 占める割合 (%)	ウェイト付後 所定内給与総額 (万円)	一般・パート計
2010年	30.5	72.2	22.0	9.0	27.8	2.5	24.5
2017年	30.7	69.2	21.3	9.3	30.8	2.9	24.1
差	0.2	▲ 2.9	▲ 0.7	0.2	2.9	0.3	▲ 0.4

(注) 所定内給与総額及びパート比率は1~12月までの平均  
(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融調査室

**労働市場の改善  
につれて、パート  
比率上昇による  
賃金の押し下げは  
緩和されつつある**

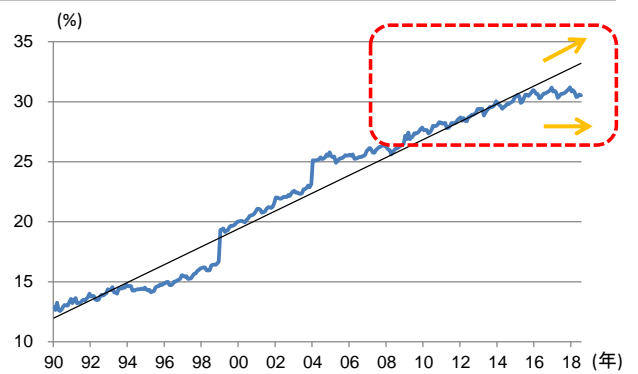
所定内給与総額は、一般労働者の所定内給与総額(①)、パートタイム労働者の所定内給与総額(④)、パートタイム労働者の労働者数全体に占める割合(⑤)の3つの要因に分解できる(図表4)。基本給(所定内給与総額)の要因分解の推移をみた図表5の丸数字は、図表4のものに対応している。アベノミクスの始まった2012年～2013年頃には⑤のパートタイム労働者比率の増加が、所定内給与全体の押し下げ要因となってきた。もともと2015年頃からは同比率上昇による賃金全体への押し下げ要因は徐々に緩和し、④のパートタイム賃金上昇や、①の一般労働者の賃金上昇が賃金全体への押し上げ要因となりつつある。パートタイム労働者の比率をみると、90年代前半には15%程度で緩やかな上昇傾向であったが、その後は90年代後半・2000年代前半の短期間での大幅な上昇を経て、近年まで増加傾向にあった。2015年頃からはようやく上昇傾向に歯止めがかかりつつある(図表6)。

**図表5 基本給(所定内給与総額)の要因分解**



(注1) 日本銀行の資料を参考に、Q1=3～5月、Q2=6～8月、Q3=9～11月、Q4=12～2月としている。  
(注2) 直近については公表済み値を元に計算している。  
(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融調査室

**図表6 パートタイム労働者比率の推移**



(出所) 厚生労働省、新生銀行 金融調査室

**最近の賃金上昇は  
インフレ予想の上昇に  
結びつかず**

もともとこうした賃金の上昇をうけても、インフレ予想はなかなか高まっていない。民間のエコノミスト調査であるESPフォーキャスト調査によると、過去1年間の2019年の消費者物価(総合から生鮮食品、消費増税の影響を除いたベース)は、1%以下で推移しており、特段上昇していない。上記の「消えた賃金インフレ」が日本だけでなく欧米各国と共通の問題であったとしても、予想インフレ率の低迷はやはり日本固有の問題である。このため、欧米各国の金融政策が出口に向かっていても、日本では緩和の強化が必要な状況は十分にあり得るであろう。

**雇用回復時の見通し  
第1段階:パートタイム  
から一般労働者への  
転換による賃金上昇**

また、上記の特徴を踏まえて、今後の労働市場や賃金・物価の動きを考えると、労働市場の逼迫化の継続により、一般労働での雇用を希望するパートタイム労働者の一部は一般労働者となっていくとみられる(もちろん、様々なライフスタイルや状況等によって一般労働よりもあえてパートタイム労働を選択する場合も十分にありうる)。第一段階として上記の賃金水準の違いを反映した賃金水準の上昇が起こるとみられ、現在この状態が起きつつあるとみている。もともとこれは1回限りの動きであり、第二段階としてはなかなか基本給が上昇しない(賃金の硬直性の高い)一般労働者が増加すると、賃金全体が増加しにくくなる可能性がある。

**第2段階:賃金が上昇  
しにくい一般労働者の  
増加により伸び悩む  
可能性**

この場合、雇用の増加あるいは一般労働者比率の増加という望ましい結果の後、賃金や物価は上昇しにくくなるというパラドックス的な状況に陥る可能性がある。経済学で想定されていないほど賃金の硬直性が高い場合、通常よりも需給ギャップをプラスに拡大することが必要となるのではないかと。

#### 4. あくまでも物価目標の達成が必要だと考える理由

**幻のデフレ脱却宣言：  
経済学に基づく見通しと  
現実の政策対応**

現在の経済学の知見をもってしても、「物価目標が達成できる時期はいつか」は回答が非常に困難であるとみられる。経済学の観点では、「長期的には」名目変数が調整されて均衡に移り、物価が上昇するという結論で問題ないであろうが、実際の政策を実施する観点では、いつまでも「いつかは物価が 2%に到達する」だけでは説明が困難になる場面が出てこよう。2018 年前半の金融市場の一部には、「9 月の自民党総裁選挙に向けて、2%の物価目標の達成前にも政府がデフレ脱却宣言をする」という見方があった。結局政府の「デフレ脱却宣言」は現在までは表明されていないが、金融市場でこのような見方が出る背景には、上記のような経済学と政策の現場の乖離があるのではないかとみている。

**なし崩し的な「金融緩和  
の柔軟化」**

当初は 2 年 2%という明確な目標で始まった今回の金融緩和も、①2016 年 9 月には国債買入減額の許容(柔軟化)、②2018 年 4 月には物価目標の達成時期に関する記述を削除、③同年 7 月には長期金利の変動幅拡大と ETF の買入減額の許容(柔軟化)となっており、経済情勢の改善もあって、金融緩和(や財政拡大)が実体経済の改善に有効ではないとみる意見の影響力が強まっているように思われる。そこで次の一手が冒頭にある「2%の物価目標達成前の出口戦略実施」や、「物価目標自体の柔軟化」となるリスクがあるとみている。

**「雇用改善の強調」が  
「物価目標未達での  
出口」を誘発するリスク**

上記の実証分析で見たように金融緩和による雇用の改善は、所得拡大を通じた消費拡大という経済厚生を最大化、労働者のキャリア形成・人的資本の形成に大きなプラスになる。しかし、上記の「なし崩し的な金融緩和の柔軟化」や金融緩和に対する根強い批判を踏まえると、雇用拡大を強調しすぎると、物価目標達成前の出口を意図していなくても、政策当局者の交代といった経済以外の要因で物価目標が未達のまま出口戦略に向かってしまう状況を惹起しかねない。

**予想インフレが低迷した  
ままではデフレに戻る  
リスクが残る**

仮にその様な状況となって景気後退期に入った場合、雇用が改善していても予想インフレ率が低迷したままであるため、実質金利が高止まりして消費や投資といった総需要の押し下げ、デフレへの逆戻りという事態に陥ることが懸念される。このため、現在の金融緩和は雇用の改善という素晴らしい成果を出しているものの、残念ながら物価目標が未達の状態では将来のデフレへの逆戻りがないとまでは言い切れないのではないかとみている。

**貨幣の中立性を重視する  
向きが多い**

上記のデフレ脱却宣言が出されていないことも、政府が「デフレへの逆戻りのリスクがある」とみていることを示唆しているように思われる。このため、現状の物価判断が、「デフレではない状況」という評価にとどまっているものとみられる。

**あくまでも物価 2%の  
達成が重要ではないか**

また、2%の物価目標を掲げた金融緩和を実施してきたからこそ、ここまでの成果が出た、あるいはこの目標を踏まえた大胆な金融緩和でもなお、日本の賃金硬直性を打ち破るには不足している可能性が高い。日本では RBC に代表されるような貨幣の中立性を重視する向きが多いことを踏まえても、今後の持続的な経済成長を遂げるためには 2%の物価目標は堅持した上で、その目標を実現する必要がある。

このため、政府と日銀は現状の雇用者数の拡大に満足せずに、あくまでも一般労働者の賃金硬直性を打ち破るまで、物価が 2%に到達するまで財政出動・金融政策の緩和を強化していく必要があるのではないかとみている。

(参考文献)

- マーク・ガートラー[2017]、「フォワード・ガイダンスの有効性の再検討: 日本からの教訓」日本銀行金融研究所、金融研究、2017年10月
- 宮本弘暁[2016]、「量的緩和政策と労働市場」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2016年2月
- Galí, Jordi [2015], "Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications" Second Edition, Princeton University Press
- Genda, Yuji Kondo, Ayako and Ohta, Souichi [2010], "Long-Term Effects of a Recession at Labor Market Entry in Japan and the United States", *The Journal Human Resources*, Winter 2010 vol. 45 no. 1 pp.157-196
- IMF [2017], "Recent wage dynamics in advanced economies: drivers and implications", *World Economic Outlook* (Chapter 2), October 2017
- Iwasaki, Yuto Muto, Ichiro and Shintani, Mototsugu [2018], "Missing Wage Inflation? Estimating the Natural Rate of Unemployment in a Nonlinear DSGE Model", IMES Discussion Paper Series 2018-E-8 July 2018
- Kydland, Finn E. and Prescott, Edward C. [1982], "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, Vol. 50, No. 6 (Nov., 1982), pp.1345-1370
- Smets, Frank and Wouters, Rafael [2007], "Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach", *American Economic Review* 97(3), pp.586-606
- Yokoyama, Izumi Higa, Kazuhito Kawaguchi, Daiji [2018], "Adjustments of regular and non-regular workers to exogenous shocks: Evidence from exchange rate fluctuation", Bank of Japan Working Paper Series, No.18-E-2, March 2018



予測表

1. 年度の見通し

図表 7 日本経済見通し

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			
		2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度		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	2021年度 上期	2021年度 下期			
1 実質GDP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	実質GDP
2 実質GDP	前年度比 (%)	1.6	1.3	0.8	0.4	1.3	前年比 (%)	0.4	0.6	0.9	1.0	▲1.2	0.5	1.1	0.5	0.5		実質GDP	
3 内需	寄与度 (%)	1.3	1.2	0.7	0.3	1.6	寄与度 (%)	0.3	0.7	0.6	1.3	▲1.7	0.6	1.2	0.7	0.6		内需	
4 民間	寄与度 (%)	1.1	1.1	0.3	▲0.1	1.2	寄与度 (%)	0.4	0.7	0.4	1.1	▲1.8	0.4	0.9	0.6	0.4		民間	
5 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.8	1.0	0.2	0.4	1.7	前年比 (%)	▲0.1	0.8	0.6	1.2	▲2.6	0.8	1.8	0.5	0.5		実質民間最終消費支出	
6 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	▲0.4	▲3.9	1.3	▲5.5	0.7	前年比 (%)	▲4.9	▲3.1	3.4	3.7	▲1.5	0.1	▲0.1	▲1.1	1.4		実質民間住宅投資	
7 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	3.1	3.8	0.8	▲1.2	0.5	前年比 (%)	1.9	2.6	0.2	1.8	▲1.7	▲0.5	0.2	▲0.0	0.8		実質民間企業設備投資	
8 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	▲0.2	0.3	0.0		実質民間在庫品増加	
9 公需	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	寄与度 (%)	▲0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.1	0.2		公需	
10 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.7	0.8	1.1	1.5	1.6	前年比 (%)	0.1	0.3	0.9	0.6	0.1	0.8	1.1	0.7	0.7		実質政府最終消費支出	
11 実質公的資本形成	前年度比 (%)	1.4	▲0.9	2.4	2.0	0.5	前年比 (%)	▲2.2	▲0.1	0.2	2.0	0.5	1.2	1.1	▲0.2	0.5		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	▲0.0		実質公的在庫品増加	
13 外需	寄与度 (%)	0.3	0.1	0.2	0.1	▲0.3	寄与度 (%)	0.1	▲0.2	0.3	▲0.3	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1		外需	
14 実質財貨+サービスの輸出	前年度比 (%)	6.3	3.1	3.8	1.5	1.5	前年比 (%)	3.5	▲0.2	3.2	1.4	1.6	0.3	0.8	0.8	0.5		実質財貨+サービスの輸出	
15 実質財貨+サービスの輸入	前年度比 (%)	4.1	2.6	2.8	1.0	2.9	前年比 (%)	2.6	0.7	1.3	2.9	▲1.4	1.1	1.1	1.9	0.9		実質財貨+サービスの輸入	
16 実質GDP	前年度比 (%)	1.6	1.3	0.8	0.4	1.3	前年比 (%)	0.4	0.6	0.9	1.0	▲1.2	0.5	1.1	0.5	0.5		実質GDP	
17 内需	寄与度 (%)	1.3	1.2	0.7	0.3	1.6	寄与度 (%)	0.3	0.7	0.6	1.3	▲1.7	0.6	1.2	0.7	0.6		内需	
18 民間	寄与度 (%)	1.1	1.1	0.3	▲0.1	1.2	寄与度 (%)	0.4	0.7	0.4	1.1	▲1.8	0.4	0.9	0.6	0.4		民間	
19 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.5	0.6	0.1	0.2	0.9	前年比 (%)	▲0.1	0.4	0.3	0.7	▲1.4	0.4	1.0	0.3	0.3		実質民間最終消費支出	
20 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	▲0.0	▲0.1	0.0	▲0.2	0.0	前年比 (%)	▲0.2	▲0.1	0.1	0.1	▲0.2	▲0.0	0.0	▲0.0	0.0		実質民間住宅投資	
21 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	0.5	0.6	0.1	▲0.2	0.1	前年比 (%)	0.3	0.4	0.0	0.3	▲0.3	▲0.1	0.0	▲0.0	0.1		実質民間企業設備投資	
22 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	▲0.2	0.3	0.0		実質民間在庫品増加	
23 公需	寄与度 (%)	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	寄与度 (%)	▲0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.1	0.2		公需	
24 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	前年比 (%)	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1		実質政府最終消費支出	
25 実質公的資本形成	前年度比 (%)	0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.0	前年比 (%)	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	▲0.0	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	寄与度 (%)	▲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 (%)	0.3	0.1	0.2	0.1	▲0.3	寄与度 (%)	0.1	▲0.2	0.3	▲0.3	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1		外需	
28 実質財貨+サービスの輸出	前年度比 (%)	1.0	0.5	0.7	0.3	0.3	前年比 (%)	0.6	▲0.0	0.6	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1		実質財貨+サービスの輸出	
29 実質財貨+サービスの輸入	前年度比 (%)	▲0.7	▲0.5	▲0.5	▲0.2	▲0.5	前年比 (%)	▲0.5	▲0.1	▲0.2	▲0.5	0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2		実質財貨+サービスの輸入	
30 名目GDP	前年度比 (%)	1.7	1.2	1.1	0.5	1.1	前年比 (%)	0.5	0.5	0.9	1.2	▲1.1	0.8	0.6	0.9	▲0.1		名目GDP	
31 GDPデフレーター	前年度比 (%)	0.1	▲0.1	0.3	0.1	▲0.2	前年比 (%)	0.4	▲0.3	▲0.0	0.2	0.2	0.1	▲0.7	0.0	▲0.0		GDPデフレーター	
32 名目雇用者総額	前年度比 (%)	2.3	3.0	1.4	1.3	1.4	前年比 (%)	2.4	3.5	2.6	1.1	1.7	1.4	1.2	1.1	1.6		名目雇用者総額	
33 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	0.7	0.8	1.2	1.1	0.6	前年比 (%)	0.9	0.8	0.8	0.8	1.5	1.7	0.5	0.6	0.6		消費者物価 (生鮮食品除く総合)	
34 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	-	-	0.7	0.6	-	前年比 (%)	-	-	-	-	0.5	0.7	-	-	-		消費者物価 (生鮮食品除く総合)	
35 消費者物価 (生鮮食品及びエネルギー除く)	前年比 (%)	0.2	0.5	1.0	0.9	0.5	前年比 (%)	0.4	0.4	0.6	0.6	1.3	1.5	0.4	0.5	0.5		消費者物価 (生鮮食品及びエネルギー除く)	
36 完全失業率	%	2.7	2.4	2.3	2.3	2.3	%	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3		完全失業率	
37 鉱工業生産指数	前年比 (%)	4.1	1.0	1.7	0.3	2.2	前年比 (%)	1.1	▲0.0	0.9	1.5	▲0.5	▲0.4	1.9	0.8	0.9		鉱工業生産指数	
38 貿易収支 (通関ベース)	兆円	2.4	0.9	▲0.8	▲2.3	▲5.2	兆円	0.6	0.8	0.0	▲0.2	▲0.6	▲0.5	▲1.8	▲1.9	▲3.2		貿易収支 (通関ベース)	
39 経常収支	兆円	21.8	20.1	18.5	18.6	16.8	兆円	10.2	10.7	9.4	9.4	9.1	9.9	8.7	9.1	7.7		経常収支	
40 円相場 (対米ドル)	円/ドル	110.80	109.79	110.00	110.00	110.00	円/ドル	110.57	109.59	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	20,984	23,165	22,918	22,674	22,947	円	22,277	22,733	23,597	23,281	22,554	22,497	22,852	22,498	23,397		日経平均株価	
42 ユーロ円TBOR (3ヶ月物)	%	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	%	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07		ユーロ円TBOR (3ヶ月物)	
43 国債流通利回り (10年物)	%	0.05	0.09	0.11	0.11	0.11	%	0.05	0.07	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11		国債流通利回り (10年物)	
44 マネーストック (新M2)	前年比 (%)	3.7	3.5	3.4	3.2	3.3	前年比 (%)	3.5	3.4	3.6	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3		マネーストック (新M2)	
45 S&P500株価指数	ポイント	2,550	2,733	2,821	2,912	3,007	ポイント	2,668	2,712	2,754	2,799	2,844	2,889	2,936	2,983	3,031		S&P500株価指数	
46 米国債10年金利	%	2.40	2.94	3.00	3.00	3.00	%	2.56	2.91	2.97	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00		米国債10年金利	
47 米国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.2	2.7	2.4	2.1	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		米国実質GDP (暦年)	
48 EU実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.5	2.0	1.7	1.8	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		EU実質GDP (暦年)	
49 中国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	6.9	6.7	6.4	6.3	6.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		中国実質GDP (暦年)	
50 NY原油価格 (WTI, 暦年)	ドル/バレル	50.9	67.5	71.3	75.0	75.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		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	予測		
		2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度		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	2021年度 上期	2021年度 下期		
51 名目GDP	前年度比 (%)	1.7	1.2	1.1	0.5	1.1	前期比 (%)	0.5	0.5	0.9	1.2	▲1.1	0.8	0.6	0.9	▲0.1	名目GDP	
52 内需	寄与度 (%)	1.8	1.5	1.3	0.8	1.6	寄与度 (%)	0.7	0.7	0.8	1.5	▲1.1	0.9	0.8	1.1	0.2	内需	
53 民間	寄与度 (%)	1.4	1.3	1.0	0.4	1.4	寄与度 (%)	0.7	0.6	0.6	1.2	▲1.1	0.5	1.0	0.6	0.6	民間	
54 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	1.2	1.2	0.9	1.0	1.9	前期比 (%)	0.5	0.4	1.0	1.2	▲1.5	0.9	1.8	0.7	0.5	名目民間最終消費支出	
55 名目民間住宅投資	前年度比 (%)	1.5	▲2.7	2.3	▲4.8	0.7	前期比 (%)	▲4.0	▲2.3	3.2	4.1	▲6.7	▲1.2	▲0.3	0.3	1.1	名目民間住宅投資	
56 名目民間企業設備投資	前年度比 (%)	4.0	4.7	2.1	▲2.2	1.2	前期比 (%)	2.1	3.4	0.2	2.9	▲1.3	▲0.0	0.8	▲0.2	1.8	名目民間企業設備投資	
57 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	寄与度 (%)	0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	▲0.2	0.3	▲0.0	名目民間在庫品増加	
58 公需	寄与度 (%)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	0.2	0.2	▲0.0	0.4	▲0.1	0.5	▲0.4	公需	
59 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	1.2	1.0	0.9	1.1	1.1	前期比 (%)	0.2	0.4	1.0	0.5	▲1.1	1.4	▲0.4	2.0	▲1.4	名目政府最終消費支出	
60 名目公的資本形成	前年度比 (%)	3.2	▲0.1	2.6	2.2	0.0	前期比 (%)	▲1.3	0.4	0.1	2.6	0.2	2.7	▲1.1	1.6	▲2.0	名目公的資本形成	
61 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	▲0.0	名目公的在庫品増加	
62 外需	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.5	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.2	0.0	▲0.2	0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.3	外需	
63 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	10.4	4.5	4.0	1.5	1.4	前期比 (%)	4.6	0.5	3.4	1.7	1.4	0.6	0.4	1.2	▲0.0	名目財貨・サービスの輸出	
64 名目財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	11.7	6.5	5.2	2.8	3.9	前期比 (%)	5.9	1.9	3.3	3.0	1.1	1.3	1.8	2.3	▲1.4	名目財貨・サービスの輸入	
65 名目GDP	前年度比 (%)	1.7	1.2	1.1	0.5	1.1	前期比 (%)	0.5	0.5	0.9	1.2	▲1.1	0.8	0.6	0.9	▲0.1	名目GDP	
66 内需	寄与度 (%)	1.8	1.5	1.3	0.8	1.6	寄与度 (%)	0.7	0.7	0.8	1.5	▲1.1	0.9	0.8	1.1	0.2	内需	
67 民間	寄与度 (%)	1.4	1.3	1.0	0.4	1.4	寄与度 (%)	0.7	0.6	0.6	1.2	▲1.1	0.5	1.0	0.6	0.6	民間	
68 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.7	0.6	0.5	0.6	1.0	前期比 (%)	0.3	0.2	0.6	0.7	▲0.9	0.5	1.0	0.4	0.3	名目民間最終消費支出	
69 名目民間住宅投資	前年度比 (%)	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	0.0	前期比 (%)	▲0.1	▲0.1	0.1	0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.0	0.0	0.0	名目民間住宅投資	
70 名目民間企業設備投資	前年度比 (%)	0.6	0.7	0.3	▲0.0	0.2	前期比 (%)	0.3	0.5	0.0	0.5	▲0.2	▲0.0	0.1	▲0.0	0.3	名目民間企業設備投資	
71 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	寄与度 (%)	0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	▲0.2	0.3	▲0.0	名目民間在庫品増加	
72 公需	寄与度 (%)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	0.2	0.2	▲0.0	0.4	▲0.1	0.5	▲0.4	公需	
73 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	前期比 (%)	0.1	0.1	0.2	0.1	▲0.0	0.3	▲0.1	0.4	▲0.3	名目政府最終消費支出	
74 名目公的資本形成	前年度比 (%)	0.2	▲0.0	0.1	0.1	0.0	前期比 (%)	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	名目公的資本形成	
75 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	▲0.0	名目公的在庫品増加	
76 外需	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.5	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.2	0.0	▲0.2	0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.3	外需	
77 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	1.7	0.8	0.7	0.3	0.3	前期比 (%)	0.8	0.1	0.6	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	▲0.0	名目財貨・サービスの輸出	
78 名目財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	▲1.8	▲1.1	▲0.9	▲0.5	▲0.8	前期比 (%)	▲1.0	▲0.3	▲0.6	▲0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.3	名目財貨・サービスの輸入	
79 GDPデフレーター	前年度比 (%)	0.1	▲0.1	0.3	0.1	▲0.2	前期比 (%)	0.1	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	0.3	▲0.5	0.4	▲0.6	GDPデフレーター	
80 民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.3	0.1	0.7	0.6	0.2	前期比 (%)	0.6	▲0.4	0.4	0.0	1.0	0.1	▲0.0	0.2	0.0	民間最終消費支出	
81 民間住宅投資	前年度比 (%)	1.9	1.2	1.0	0.8	0.0	前期比 (%)	1.0	0.8	▲0.2	0.4	1.3	0.3	▲0.4	0.4	▲0.3	民間住宅投資	
82 民間企業設備投資	前年度比 (%)	0.8	0.9	1.3	1.0	0.7	前期比 (%)	0.2	0.8	▲0.0	1.1	0.4	0.5	0.6	▲0.1	1.0	民間企業設備投資	
83 政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.5	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.6	前期比 (%)	0.2	0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	0.6	▲1.6	1.3	▲2.1	政府最終消費支出	
84 公的資本形成	前年度比 (%)	1.7	0.9	0.3	0.2	▲0.5	前期比 (%)	1.0	0.5	▲0.2	0.6	▲0.3	1.5	▲2.1	1.8	▲2.4	公的資本形成	
85 財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	3.8	1.3	0.2	0.0	▲0.1	前期比 (%)	1.0	0.7	0.2	0.3	▲0.2	0.3	▲0.4	0.4	▲0.6	財貨・サービスの輸出	
86 財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	7.3	3.8	2.3	1.8	1.0	前期比 (%)	3.1	1.2	2.0	0.1	2.5	0.2	0.7	0.4	0.4	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行による。

(注 3) 半期及び四半期のうち、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、2018年9月10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 8 日本経済見通し

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			
		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	2021年Q2	2021年Q3	2021年Q4	2022年Q1	
1 実質GDP	前期比、 左率 (%)	3.0	▲ 0.4	3.2	1.5	2.2	2.3	▲ 5.0	▲ 1.9	2.3	0.9	2.8	2.3	0.7	0.4	1.3	1.3	実質GDP
2 実質GDP	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	0.8	0.4	0.5	0.6	▲ 1.3	▲ 0.5	0.6	0.2	0.7	0.6	0.2	0.1	0.3	0.3	実質GDP
3 内需	寄与度 (%)	0.9	0.0	0.5	0.2	0.8	0.7	▲ 1.9	▲ 0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.3	0.2	0.4	0.2	内需
4 民間	寄与度 (%)	0.8	0.0	0.3	0.2	0.7	0.6	▲ 1.8	▲ 0.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.1	民間
5 実質民間最終消費支出	前期比 (%)	0.7	0.4	0.2	0.3	0.5	1.1	▲ 2.8	▲ 0.6	0.6	1.0	0.9	0.8	0.0	0.2	0.2	0.3	実質民間最終消費支出
6 実質民間住宅投資	前期比 (%)	▲ 2.4	1.1	2.0	1.7	2.2	1.3	▲ 5.5	▲ 6.4	1.6	0.7	▲ 0.3	0.2	▲ 0.5	0.7	0.2	1.8	実質民間住宅投資
7 実質民間企業設備投資	前期比 (%)	3.1	▲ 1.6	0.8	0.5	1.3	0.5	▲ 1.4	▲ 1.3	0.5	▲ 0.8	0.7	▲ 1.1	0.0	▲ 0.0	0.8	0.0	実質民間企業設備投資
8 実質民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	▲ 0.1	実質民間在庫品増加
9 公需	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	公需
10 実質政府最終消費支出	前期比 (%)	0.2	0.1	0.7	0.3	0.3	0.4	▲ 0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	実質政府最終消費支出
11 実質公的資本形成	前期比 (%)	0.0	0.1	0.3	▲ 0.2	1.3	1.5	▲ 0.5	0.7	0.6	0.6	0.8	▲ 0.1	▲ 0.4	0.4	0.1	0.4	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	▲ 0.0	実質公的在庫品増加
13 外需	寄与度 (%)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.6	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	外需
14 実質財貨・サービスの輸出	前期比 (%)	0.2	▲ 1.5	3.3	1.2	0.0	1.5	0.6	0.4	0.1	0.1	0.3	0.9	0.3	0.1	▲ 0.2	1.3	実質財貨・サービスの輸出
15 実質財貨・サービスの輸入	前期比 (%)	0.9	▲ 0.7	1.5	0.4	1.5	2.4	▲ 2.7	0.3	0.3	1.3	▲ 0.1	1.0	0.9	0.9	0.2	0.7	実質財貨・サービスの輸入
16 実質GDP	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	0.8	0.4	0.5	0.6	▲ 1.3	▲ 0.5	0.6	0.2	0.7	0.6	0.2	0.1	0.3	0.3	実質GDP
17 内需	寄与度 (%)	0.9	0.0	0.5	0.2	0.8	0.7	▲ 1.9	▲ 0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.3	0.2	0.4	0.2	内需
18 民間	寄与度 (%)	0.8	0.0	0.3	0.2	0.7	0.6	▲ 1.8	▲ 0.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3	0.1	民間
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.4	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	▲ 1.6	▲ 0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.0	0.1	0.1	0.2	実質民間最終消費支出
20 実質民間住宅投資	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	実質民間住宅投資
21 実質民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.5	▲ 0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	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 (%)	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	▲ 0.1	実質民間在庫品増加
23 公需	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	公需
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	実質政府最終消費支出
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	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	▲ 0.0	実質公的在庫品増加
27 外需	寄与度 (%)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.6	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	外需
28 実質財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.3	0.6	0.2	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	0.2	実質財貨・サービスの輸出
29 実質財貨・サービスの輸入	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	実質財貨・サービスの輸入
30 名目GDP	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	1.0	▲ 0.1	1.1	0.4	▲ 0.8	▲ 1.1	1.3	▲ 0.0	0.5	0.1	1.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1	名目GDP
31 GDPデフレーター	前年比 (%)	0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	GDPデフレーター
32 名目雇用者報酬	前年比 (%)	4.1	2.8	2.8	2.4	0.8	1.5	1.6	2.0	1.4	1.4	1.1	1.3	1.1	1.2	1.5	1.9	名目雇用者報酬
33 消費寄与度 (生鮮食品を除く)	前年比 (%)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	1.6	1.4	1.7	1.7	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	消費寄与度 (生鮮食品を除く)
34 消費税率引き上げの 影響を除くケース	前年比 (%)	-	-	-	-	-	-	0.6	0.4	0.7	0.7	-	-	-	-	-	-	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を除く)	前年比 (%)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	1.4	1.2	1.5	1.5	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	消費寄与度 (生鮮食品及びエネルギーを除く)
36 完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.2	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	完全失業率
37 鉱工業生産指数	前期比 (%)	1.3	▲ 1.2	1.2	0.6	0.1	2.1	▲ 0.6	▲ 1.7	▲ 0.3	1.4	1.3	▲ 0.1	0.1	1.5	0.6	▲ 1.0	鉱工業生産指数
38 貿易収支(通関ベース)	兆円	0.8	0.1	0.4	▲ 0.4	0.3	▲ 0.4	0.2	▲ 0.8	0.2	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 2.0	貿易収支(通関ベース)
39 経常収支	兆円	5.0	5.8	3.8	5.6	3.9	5.4	3.7	5.5	4.3	5.6	3.6	5.1	3.9	5.2	3.0	4.8	経常収支
40 円相場(対米ドル)	円/ドル	109.17	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	110.00	円相場(対米ドル)
41 日経平均株価	円	22,348	23,118	23,499	23,695	23,138	23,424	22,620	22,488	22,643	22,350	22,775	22,929	22,331	22,665	23,350	23,443	日経平均株価
42 ユーロ円TBOR (3ヶ月物)	%	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	ユーロ円TBOR (3ヶ月物)
43 国債実効利率 (10年物)	%	0.05	0.09	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	国債実効利率 (10年物)
44 マネーストック (新M2)	前年比 (%)	3.1	3.6	3.4	3.9	3.9	3.2	3.3	3.1	3.3	3.1	3.1	3.3	3.1	3.3	3.3	3.3	マネーストック (新M2)
45 S&P500種株価指数	ポイント	2,703	2,722	2,743	2,765	2,787	2,810	2,832	2,855	2,878	2,901	2,924	2,947	2,971	2,995	3,019	3,043	S&P500種株価指数
46 米国債10年金利	%	2.92	2.90	2.96	2.98	2.99	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	米国債10年金利
47 米国実質GDP (暦年)	前期比 左率 (%)	4.2	1.8	3.1	1.2	2.6	3.7	2.0	1.1	2.2	2.3	1.5	1.6	2.4	1.9	1.0	1.9	米国実質GDP (暦年)
48 EU実質GDP (暦年)	前期比 左率 (%)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	EU実質GDP (暦年)
49 中国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	6.7	6.6	6.6	6.6	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.0	6.0	6.0	6.0	中国実質GDP (暦年)
50 NY原油価格 (WTI, 暦年)	ドル/ バレル	67.9	69.0	70.0	70.0	70.0	70.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	NY原油価格 (WTI, 暦年)

系列名	単位	実績																系列名	
		2018年Q2	2018年Q3	2018年Q4	2019年Q1	2019年Q2	2019年Q3	2019年Q4	2020年Q1	四半期				2021年Q1	2021年Q2	2021年Q3	2021年Q4		2022年Q1
51 名目GDP	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	1.0	▲ 0.1	1.1	0.4	▲ 0.8	▲ 1.1	1.3	▲ 0.0	0.5	0.1	1.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	名目GDP
52 内需	寄与度 (%)	0.8	▲ 0.1	0.8	0.1	1.1	0.5	▲ 1.0	▲ 0.8	1.2	0.2	0.5	0.4	0.9	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.1	内需
53 民間	寄与度 (%)	0.8	▲ 0.1	0.6	0.1	1.0	0.4	▲ 1.0	▲ 0.8	0.8	0.2	0.7	0.4	0.4	▲ 0.0	0.6	0.0	▲ 0.0	民間
54 名目民間最終消費支出	前期比 (%)	0.3	0.2	0.9	0.1	0.8	0.8	▲ 1.4	▲ 1.0	1.1	0.6	1.2	0.5	0.6	▲ 0.2	0.6	▲ 0.0	▲ 0.0	名目民間最終消費支出
55 名目民間住宅投資	前期比 (%)	▲ 1.8	0.9	1.8	2.0	2.7	0.8	▲ 4.2	▲ 6.0	2.0	0.0	▲ 0.8	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	3.0	▲ 0.0	名目民間住宅投資
56 名目民間企業設備投資	前期比 (%)	3.7	▲ 1.5	0.6	0.9	2.0	0.8	▲ 1.4	▲ 0.7	0.5	▲ 0.4	0.7	1.0	▲ 0.8	0.7	1.0	1.0	▲ 0.0	名目民間企業設備投資
57 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	名目民間在庫品増加
58 公需	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.5	0.0	▲ 0.4	0.0	▲ 0.0	公需
59 名目政府最終消費支出	前期比 (%)	0.2	0.3	0.8	0.1	0.2	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	1.2	0.5	▲ 0.8	0.2	1.8	0.2	▲ 1.5	▲ 0.0	▲ 0.0	名目政府最終消費支出
60 名目的資本形成	前期比 (%)	0.6	▲ 0.6	0.4	▲ 0.1	2.3	0.5	▲ 0.5	0.8	2.5	▲ 0.3	▲ 1.0	0.1	1.8	▲ 0.5	▲ 2.1	0.8	▲ 0.0	名目的資本形成
61 名目的在庫品増加	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	▲ 0.0	▲ 0.0	名目的在庫品増加
62 外需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	外需
63 名目財貨+サービスの輸出	前期比 (%)	0.5	▲ 0.3	3.3	0.6	0.2	2.4	0.4	▲ 0.3	0.1	1.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.4	1.7	▲ 0.9	▲ 0.0	▲ 0.0	名目財貨+サービスの輸出
64 名目財貨+サービスの輸入	前期比 (%)	1.4	▲ 0.4	2.6	1.8	0.6	3.0	▲ 1.0	1.4	▲ 0.8	2.8	▲ 0.4	1.7	▲ 0.1	3.1	▲ 0.7	1.0	▲ 0.0	名目財貨+サービスの輸入
65 名目GDP	前期比 (%)	0.7	▲ 0.1	1.0	▲ 0.1	1.1	0.4	▲ 0.8	▲ 1.1	1.3	▲ 0.0	0.5	0.1	1.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	名目GDP
66 内需	寄与度 (%)	0.8	▲ 0.1	0.8	0.1	1.1	0.5	▲ 1.0	▲ 0.8	1.2	0.2	0.5	0.4	0.9	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.0	内需
67 民間	寄与度 (%)	0.8	▲ 0.1	0.6	0.1	1.0	0.4	▲ 1.0	▲ 0.8	0.8	0.2	0.7	0.4	0.4	▲ 0.0	0.6	0.0	▲ 0.0	民間
68 名目民間最終消費支出	前期比 (%)	0.2	0.1	0.5	0.1	0.4	0.4	▲ 0.8	▲ 0.6	0.6	0.4	0.7	0.3	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	名目民間最終消費支出
69 名目民間住宅投資	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	名目民間住宅投資
70 名目民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.6	▲ 0.3	0.1	0.1	0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	▲ 0.0	名目民間企業設備投資
71 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	名目民間在庫品増加
72 公需	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.5	0.0	▲ 0.4	0.0	▲ 0.0	公需
73 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	0.0	0.4	0.0	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	名目政府最終消費支出
74 名目的資本形成	寄与度 (%)	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	名目的資本形成
75 名目的在庫品増加	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	▲ 0.0	▲ 0.0	名目的在庫品増加
76 外需	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.3	0.2	▲ 0.3	0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	外需
77 名目財貨+サービスの輸出	寄与度 (%)	0.1	▲ 0.1	0.6	0.1	0.0	0.4	0.1	▲ 0.1	0.0	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	名目財貨+サービスの輸出
78 名目財貨+サービスの輸入	寄与度 (%)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	▲ 0.3	0.1	▲ 0.5	0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	名目財貨+サービスの輸入
79 GDPデフレーター	前期比 (%)	▲ 0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.1	0.5	▲ 0.6	0.8	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	0.8	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	GDPデフレーター
80 民間最終消費支出	前期比 (%)	▲ 0.4	▲ 0.1	0.6	▲ 0.2	0.3	▲ 0.3	1.4	▲ 0.4	0.5	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	0.5	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3	▲ 0.0	民間最終消費支出
81 民間住宅投資	前期比 (%)	0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	0.3	0.5	▲ 0.5	1.4	0.4	0.4	▲ 0.7	▲ 0.5	0.8	0.3	▲ 0.8	▲ 0.5	1.2	▲ 0.0	民間住宅投資
82 民間企業設備投資	前期比 (%)	0.7	0.1	▲ 0.2	0.4	0.7	0.3	▲ 0.0	0.6	▲ 0.0	0.4	0.0	0.7	▲ 0.8	0.7	0.2	1.0	▲ 0.0	民間企業設備投資
83 政府最終消費支出	前期比 (%)	▲ 0.0	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.4	0.8	▲ 0.0	▲ 1.4	▲ 0.4	1.5	▲ 0.1	▲ 1.9	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	政府最終消費支出
84 公的資本形成	前期比 (%)	0.6	▲ 0.7	0.1	0.1	1.0	▲ 1.0	0.1	0.1	1.9	▲ 0.9	▲ 1.8	0.2	2.2	▲ 0.9	▲ 2.2	0.4	▲ 0.0	公的資本形成
85 財貨+サービスの輸出	前期比 (%)	0.3	1.2	▲ 0.1	▲ 0.6	0.1	0.8	▲ 0.2	▲ 0.7	0.0	1.2	▲ 0.5	▲ 1.0	0.1	1.6	▲ 0.7	▲ 1.3	▲ 0.0	財貨+サービスの輸出
86 財貨+サービスの輸入	前期比 (%)	0.5	0.3	1.1	1.4	▲ 0.9	0.6	1.7	1.0	▲ 1.0	1.4	▲ 0.3	0.7	▲ 1.0	2.2	▲ 0.8	0.3	▲ 0.0	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行による。

(注 3) 半期及び四半期のうち、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、2018年9月10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