

2019年3月19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「日本経済見通し」(第16号、
2018年10～12月期GDP(2次速報))の発行について**

～ デフレ警戒の欧米、デフレを忘れた日本：増税凍結・国債増発が必要 ～

ポイント

- 年初以降、欧米の金融政策が相次いで緩和的なスタンスとなった。
- この背景には、(1)デフレ時の経済全体の損失が大きく、(2)中立金利の低下によって米国でも今後10年でデフレに陥るリスクが2～5割あるとみられており、(3)利上げを急がないという考え方があるとみられる。
- 海外中銀が2%でアンカーされている予想インフレ率の維持に腐心する中、日本経済は予想インフレ率の引き上げという難問に直面している。
- 二度の消費増税延期と金融緩和の継続にも関わらず、未だに日本のインフレ率が低いままに留まっており、日本が今後デフレに陥るリスクは米国よりも大きいであろう。
- 現状のイールドカーブ・コントロールを維持したまま、消費増税を凍結して不足する税収分を国債増発で代替すれば、低金利下で物価目標達成、社会厚生を最大化を達成するきっかけとなるのではないか。

以上

デフレ警戒の欧米、デフレを忘れた日本:増税凍結・国債増発が必要

今回の日本経済見通しでは、第I部を金融政策特集として米欧の金融政策の議論を踏まえて、日本へのインプリケーションを考え、第II部で日本経済見通しについて考えていきたい。

第I部:米欧の金融政策ハト派化の日本へのインプリケーション

全米経済学会以降、米欧がハト派化

昨年終盤以降の経済・金融市場の下振れリスクに対して、1月初めの米・アトランタでの全米経済学会でのパウエルFRB(連邦準備制度理事会)議長の発言以降、欧米の中央銀行が相次いでハト派化している。その一方で、よりインフレ率の低い日本で消費増税が予定され、物価目標の柔軟化の主張がみられ、引き締め的な政策が志向されているようにみられる。これは欧米の中央銀行の方が、(1)デフレ時の経済全体の損失が大きく、(2)中立金利の低下によって今後デフレに陥るリスクを重視・警戒しており、(3)利上げを急がないという考え方がありとみられる。一方、日本の方が長きに亘ってデフレの弊害である高い失業率や賃金の低迷に悩まされていたにも関わらず、早くもその弊害の認識が大きく薄れて引き締め的な政策が強まっており、デフレに戻るリスクが高まっているとみている。

欧州は成長見通しを大幅下方修正

昨年10月から年末にかけて株式市場は大幅に下落し、年初にFRBが昨年12月のFOMCで示した2019年2回利上げ見通しから、ハト派的姿勢に転換した。また、3月のECB(欧州中央銀行)の理事会では2019年の経済成長率見通しが+1.7%から+1.1%へと0.6%ポイントもの大幅下方修正の上、長期の貸出支援制度も同時に公表するなど、事前の市場予想を上回るほどの緩和スタンスを示し、市場のサプライズであったようだ。

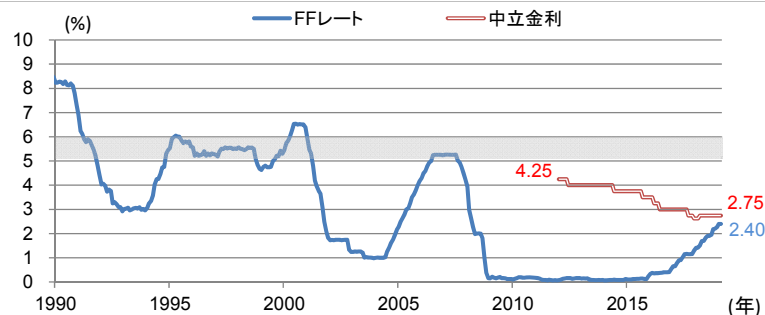
かつての米・利上げは5%台、現状は3%まで至らずか

米国の政策金利は、90年代以降の利上げ局面では5%台に到達していた(図表1)。しかし、昨年12月の2.25~2.50%への利上げを受けて、世界の金融市場は大幅に不安定化した。その後、FRBのハト派化で市場が安定化したことを踏まえると、米国金利はどうやら以前の5%よりもかなり低い、3%の金利水準ですら景気引き締め的な水準になってしまうほど、中立金利が低下している可能性があるようだ。実際、FOMCで示されている長期の金利を中立金利とみると、2012年頃の4.25%から直近では2.75%まで低下してきている(図表1)。

アトランタ・全米経済学会での議論

筆者はパウエル議長の発言があった1月の全米経済学会に傍聴という形で参加する機会を得た。来年前半に結果が示されるFRBの金融政策の枠組みの見直し(Clarida[2019])と合わせて議論を確認し、日本へのインプリケーションを考えていきたい。

図表1 米国の政策金利と中立金利の推移 [名目ベース]



(注)「中立金利」は、FOMCでの経済物価見通しにおけるLonger Runの政策金利の数字。

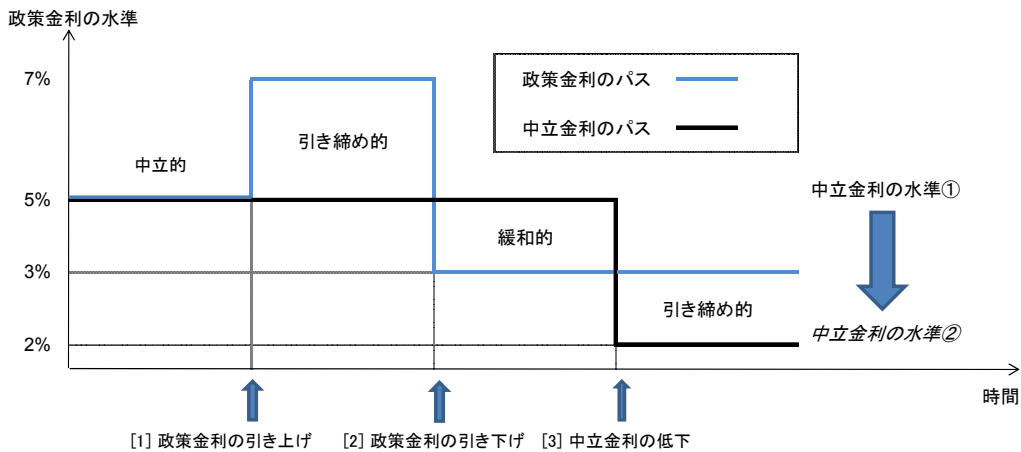
(出所)Fred、FRB、新生銀行 金融調査室

中立金利と政策金利

動きにくい中立金利
が低下した場合

経済学では、金融政策が、経済・物価に与える影響を中立金利と政策金利との差で考える(図表 2)。今、中立金利が二重線で示されている水準①(5%)にあるとしよう。この時、政策金利が5%であれば、中立金利と政策金利が一致しており、経済・物価に対して影響を与えない中立的な水準であると考えられる。[1]ここで政策金利が引き上げられて、政策金利が7%であれば、中立金利よりも政策金利が高いので経済・物価の過熱を抑える方向に働くと思える。[2]次に、政策金利を3%に引き下げた場合、中立金利よりも政策金利が低いので経済・物価を上向かせる方向に働くと思える。経済学では通常、中立金利は政策等では容易に変化しないとみなされている。[3]仮に政策金利が3%のまま、当初5%だった中立金利(二重線)が、2%にまで低下するとどうであろうか。7%はもちろん、中立金利が5%であったときには緩和的であった3%の政策金利の水準すら「引き締めの」となり、経済成長率は鈍化し、物価は低迷しやすくなる。このように中立金利と政策金利の関係によって、金融政策が経済に対して、緩和的ならインフレ方向・緊縮的ならデフレ方向となる。

図表 2 中立金利が低下すれば、同じ政策金利でも緩和→引き締めとなる場合がある: 中立金利・政策金利と金融緩和・引き締めのイメージ図



(出所) 新生銀行 金融調査室

(1) デフレ時の経済全体の損失は大きい

インフレのデメリットとは?

では、経済学ではインフレとデフレをどのように考えているであろうか。日本では4月から一部の食品の値上げが報道されており、10月からは現時点では消費税率が10%へ引き上げられる予定である。物価が上昇するというと、家計を圧迫する(=実質所得が低下する)ので好ましくないとの見方がある。あまりに高すぎるインフレの場合、ハイパーインフレの国(最近ではベネズエラが数百万パーセントのインフレに到達しているといわれる)では、企業や家計が設備投資や消費をしようとした場合に見通しが立てにくくなる、というデメリットもある。

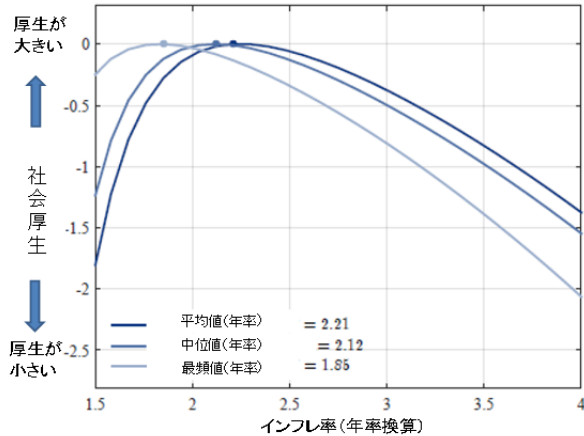
デフレのデメリットとは?

一方、日本では物価が低下するデフレは家計にとって望ましいとの見方があるようだ。しかし、この議論の前提は現在働いている人々であれば現在の就業が継続するか、もっと収入の良い仕事に転職できる場合であり、また既に引退して年金で生活している人々にとっては、年金の受給額が一定である場合であろう。しかし、デフレになった場合は、企業は売上げを増やそうとして商品やサービスの値段を引き下げようとするであろう。また、それだけで十分な利益が上がりなければ、人件費を削減するために給与や年金の削減、さらに進めば雇用自体を減らすかもしれない。それでも十分な収益が上がらない企業は倒産してしまうであろう。このようにデフレの場合のデメリットは、家計の収入や雇用減少、企業の売上・利益の減少、倒産の増加という形で現れる。では、これを社会全体でみるとどうなるであろうか。

社会的にみた最適な
インフレ率とは？

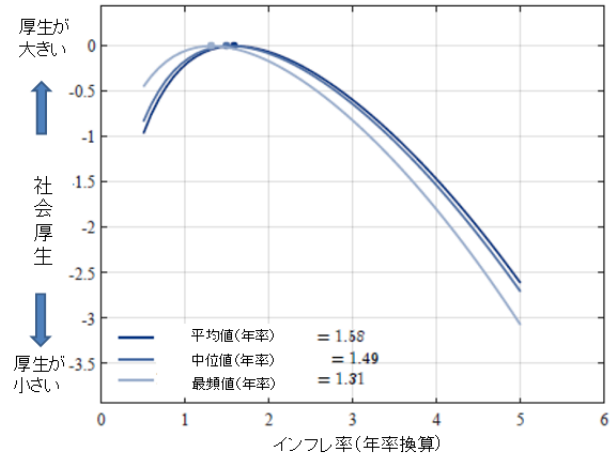
スペインのマクロ経済学者であるジョルディ・ガリ教授と、フランス中央銀行のエコノミストらによる欧米経済についての研究(Andrade, Gali et al [2018])が、インフレ率に応じた「社会厚生」を推計している。「社会厚生」は、「経済成長率が潜在成長率から離れれば離れるほど、景気過熱や景気後退を招くので望ましくなく、インフレ率がインフレ目標から離れるほど望ましくないと定義されており、インフレ率に応じた「社会の損失」の推定を行っている(図表 3、4)。

図表 3 インフレ率と社会厚生：米国のケース
2%程度が最適



(出所) Andrade, Gali et al [2018]、新生銀行 金融調査室

図表 4 インフレ率と社会厚生：ユーロ圏のケース
1.5%程度が最適



(出所) Andrade, Gali et al [2018]、新生銀行 金融調査室

社会厚生を最大化する
インフレ率は
米国 2%程度、ユーロ
圏 1.5%程度

グラフでは、上にいくほど厚生が大きく望ましい状態にあり、下に行くほど厚生が小さくなるので、望ましくない状態になっている。この研究によると、もっとも「社会の損失」が少なくなる最適なインフレ率は、米国で 2%程度、欧州で 1.5%程度であることが示されている。これは現在のインフレ目標と整合的である。つまり、欧米では物価目標になるように経済政策を運営すれば、同時に社会厚生が最大化されやすいことを示している。

インフレ率の低下時の
方が社会損失が大き
い

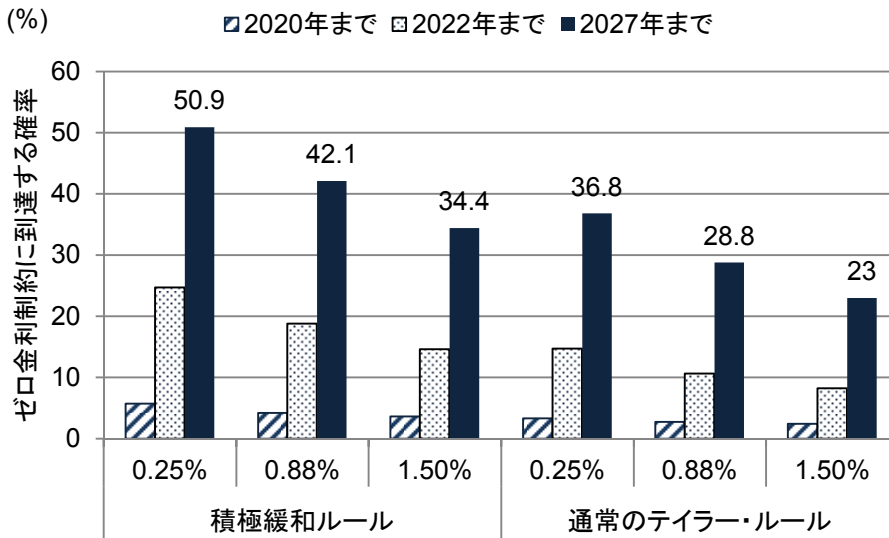
次にインフレ率が最適な点から変化した場合には、非対称な動きとなっている。インフレ率が 3～4%程度まで上昇した場合(最適な点から右に向かった場合)の社会的なコスト(グラフの落ち込み)はそれほど大きくない。その一方、インフレ率が低下した場合(最適な点から左に向かった場合)は、グラフが急激に落ち込んでいる。この研究によれば、最適なインフレ率から社会的な損失が大きくなる(社会的な厚生が小さくなる)リスクが大きいのは、インフレ率が低下した時であるとされている。

(2) 中立金利の低下によって今後デフレに陥るリスクが増大している

今後 10 年で米国がゼロ金利制約に陥る確率は 2~5 割

本年の欧米のハト派化の背景には、中長期的にみて今後の景気後退期において、経済がゼロ金利制約に陥ってしまい、政策金利をほぼゼロにしてもインフレ目標を達成できないという懸念があるとみられ、実証的にこうした確率が推計されている。今年 2 月に出された FRB のエコノミスト 9 名による論文(Chung et al [2019])では、FRB の経済モデル(FRB/US)を用いて、2018 年 6 月時点の FOMC メンバーの実質中立金利見通しの水準を仮定して、2020 年 10-12 月期、2022 年 10-12 月期、2027 年 10-12 月期までの期間に、実効金利下限制約(Effective Lower Bound:ELB、以下ではわかりやすく「ゼロ金利制約」とする)に到達する確率を計算している。それによると、今後 10 年間でそのリスクは前提に応じて、約 20~50%の確率とされている(図表 5)。

図表 5 2018 年半ばから予測期間までに米国がゼロ金利制約にかかってしまう確率



(注) 0.25%、0.88%、1.50%は、2018 年 6 月時点の長期的な政策金利に基づく実質中立金利。

(出所) Chung et al [2019] Table 1、新生銀行 金融調査室

リーマンショック時は通常のテーラー・ルールよりも積極的な緩和で対応

これは FRB の経済モデルを用いて、確率的に将来の景気変動を予測し、その時に金融政策のルールごとにどのような金利水準になるかを推計している。ゼロ金利制約にかかったとする政策金利は、リーマンショック時の最も低い水準である 0.125%とされている(Chung et al [2019] p.6)。実質中立金利の水準は、FOMC での経済見通し(Summary of Economic Projection:SEP)での「長期的な金利」の下限 0.25%、平均 0.88%、最大 1.50%に基づいている。

金融政策のルールとして、図表 5・右側の伝統的な需給ギャップとインフレ目標とのかい離に基づくテイラー・ルール(以下では通常のテイラー・ルールと呼ぶ)、図表 5・左側の経済の悪化時にはより積極的な金融緩和を実施する非対称となるルール(以下では積極緩和ルールと呼ぶ)が設定されている。なお、リーマンショック時の金融政策対応に近いのは積極緩和ルールだとされている。例えば、もっとも長い 2027 年までにゼロ金利制約に服する確率を積極緩和ルールでみると、実質中立金利が高い場合で 34.4%、平均でも 42.1%、低い場合では 50.9%に到達する。実質中立金利の水準が低いほど、ゼロ金利制約にかかってしまう可能性が高くなることが実証的に示されている。

中立金利の低下で、ゼロ金利制約のリスクは高まる

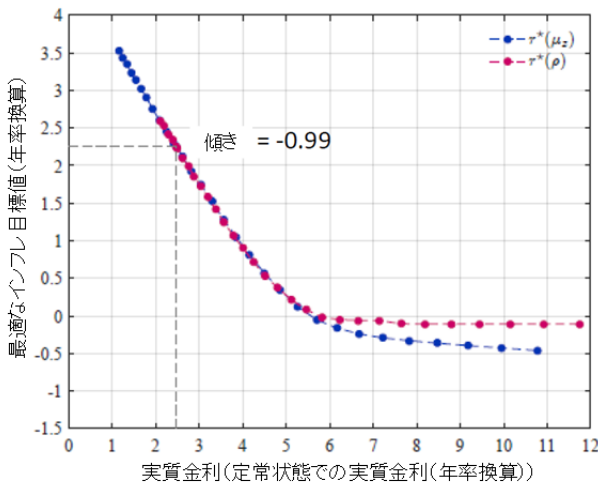
なお、通常のテイラー・ルールよりも積極緩和ルールの方がゼロ金利制約にかかってしまう確率が高くなっているが、これは政策金利の引き下げがより速いペースで実施されるためであり、経済状態自体が悪くなる訳ではないとしている。

1%の実質金利低下で
何%インフレ目標を
上げれば良いか

インフレ目標の引き上げ

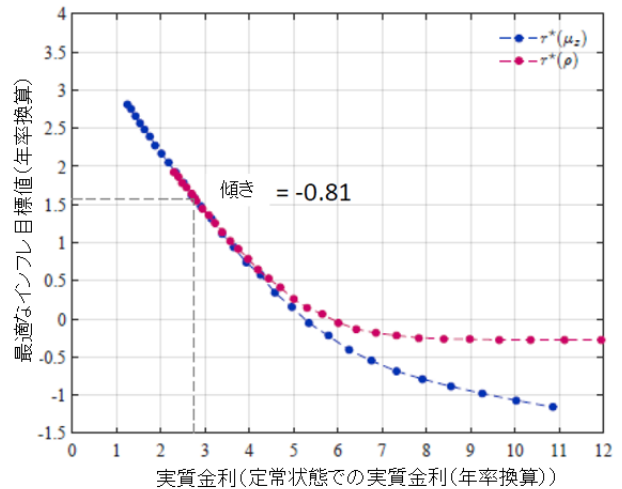
では、この様に中立金利が低下し、デフレに陥るリスクが高まった場合に、どのような政策対応が可能であろうか。これは現在 FRB で議論されている政策の枠組み変更の論点でもある。まず、理論的に考えられているのは現在 2%のインフレ目標自体を「引き上げ」て、平常時の予想インフレ率を高めておくことである。先のガリ教授らの論文(図表 6、7)では、1%の実質金利の低下に対して、何%インフレ目標を引き上げたら良いかが具体的に計算されており、米国では 0.99%、ユーロ圏では 0.81%とされている。いずれにしても、議論の意識の方向性としては中立金利の低下を受けたインフレ目標の引き上げである。日本の様に、物価目標が高すぎるので、物価目標を引き下げれば良いという方向性とはなっていないことに留意したい。

図表 6 実質金利と最適なインフレ目標：米国のケース



(出所) Andrade, Galí et al [2018]、新生銀行 金融調査室

図表 7 実質金利と最適なインフレ目標：ユーロ圏のケース



(出所) Andrade, Galí et al [2018]、新生銀行 金融調査室

一方で、これまで低失業が継続すれば、インフレ率が上昇するというフィリップス曲線の関係が重視されてきたが、足元では低失業にも関わらず、各国の物価は低迷している。このため、中央銀行(・政府)がインフレ目標を引き上げたとしても、家計や企業がそれが実現すると信じるかどうかには大きな不確実性がある。

2%の物価目標を維持
した上での方策

こうした状況もあり、来年前半に結果が公表される FRB の枠組み変更でも雇用の最大化と物価の安定のデュアル・マナデートと共に、2%の物価目標自体は検討の対象外であるようだ。また、全米経済学会での議論では、バーナンキ元 FRB 議長、ウィリアムズ NY 連銀総裁、(金融政策の研究で知られる)コロンビア大学のウッドフォード教授が議論していたが、(A)マイナス金利、(B)量的緩和(バランスシート政策)、(C)財政政策は議論の対象からは外れているようであった。かつてバーナンキ元議長は、日本に財政政策の活用を促したことがあるため、その点の質問が出ていたが、財政政策の活用は例外的であり、現在の米国ではまずは議論しないというトーンであった。また、次の景気後退に備えて今議論することが重要、と強調されていた点も印象的であった。

全米経済学会での
議論の対象

(3) 2%の物価目標を維持したまま利上げを急がない戦略

それではインフレ目標を2%のままとした場合、どのような政策手段が議論されているのであろうか。ウィリアムズ NY 連銀総裁らの論文(Mertens and Willams [2019])では、①ハト派政策(Dovish Policy)、②物価水準目標、③アベレージ・インフレーション・ターゲットの3つを議論している。

ウィリアムズ NY 連銀
総裁らの3つの方策

① ハト派政策
(Dovish Policy)

①のハト派政策は、景気が良くなるようなショックがあった場合(例えば消費ブームなど)であっても、金利の上限を設定して、一般的なテラー・ルールで想定される政策金利よりも金利を低く抑える方法である。ある意味、これを長期金利(10年金利)で実施しているのが、日銀のイールドカーブ・コントロールであるといえよう。

現在のインフレ目標の問題点:過去の目標未達は不問に付す

②、③の方法は図表8の物価水準をみながら議論していきたい。まず縦軸に物価の水準を取り、横軸に時間を取り、不幸にしてスタート時点から現時点までの物価上昇率がゼロ%で、物価水準としてはフラットであったと仮定する。この時に、現在のインフレ目標の枠組みでは、現在からゴールまでの期間に求められるインフレ率はあくまでも「現時点」から起算して2%ずつ上昇していけばよいので、点線の様なパスを描くことになる。もし、スタートから現在まで2%の物価上昇が続いていれば、網掛けの部分の高さの分だけ物価水準が高かったはずであるが、従来のインフレ目標の枠組みではこの網掛け部分は「なかったもの(Bygone)」として、無視されてしまう。しかし、実際の家計や企業は、スタートから現在までのゼロ%の期間を実際に経験しているため、インフレ予想がゼロ%に近付いてしまってもおかしくない。これが現状のインフレ目標の問題点として強く意識され、現在アンカーされているインフレ予想をどう維持させるかが焦点の様だ。

目標の未達分が、インフレ予想を押し下げるリスク

それでは現在からゴール時点に向けて、この網掛け部分を穴埋め(Makeup)しようとする、どうすれば良いであろうか。その場合、実線の様な経路(A⇒B)をたどれば、穴埋めが完了する。これは過去の物価上昇率に拘らず、とにかく物価水準にコミットするという意味で②「物価水準目標」と呼ばれる。しかし、物価水準を目指す初期のインフレ率となる実線Aの傾きが、点線の傾きである2%よりも、急激に大きくなる必要があるため、またも家計や企業がそれを信じるかという信頼性の問題に直面する。また、企業や家計は物価の上昇率や、食料品がいくらといった個別の価格は認識していても、財・サービスをすべて平均した物価「水準」がどこにあるかは意識しておらず、それにコミットするといっても理解が得られにくい面がある。

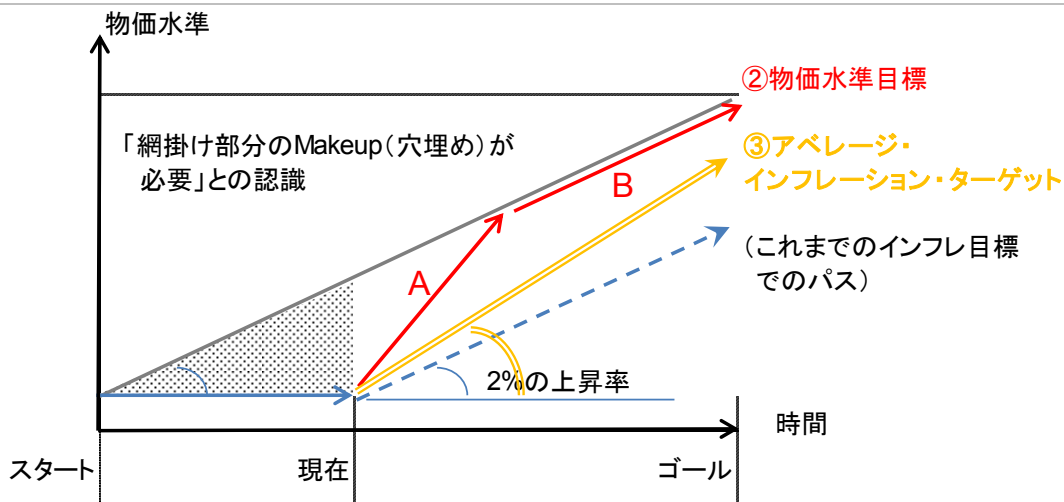
過去の未達分をどう考慮するか

これらを踏まえて、第3の方法として、物価水準程ではないものの、スタートから現在までの様に2%のインフレ目標を下回った期間がある場合、その後のインフレ率が一時的に2%を上回ることを許容し、一定期間の平均で2%のインフレ率実現を目指す③のアベレージ・インフレーション・ターゲットという手段が有力視されている模様である。また、このアベレージ・インフレーション・ターゲットは、現在の日銀の政策としては、オーバーシュートメント型のコミットメントに該当すると言えよう。

② 物価水準目標

③ アベレージ・インフレーション・ターゲット

図表8 これまでなかったこと(Bygone)とされてきた網掛け部分を穴埋め(Makeup)するための政策手段



(出所) Mertens and Williams [2019]より、新生銀行 金融調査室作成

デフレを懸念してハト派化する欧米

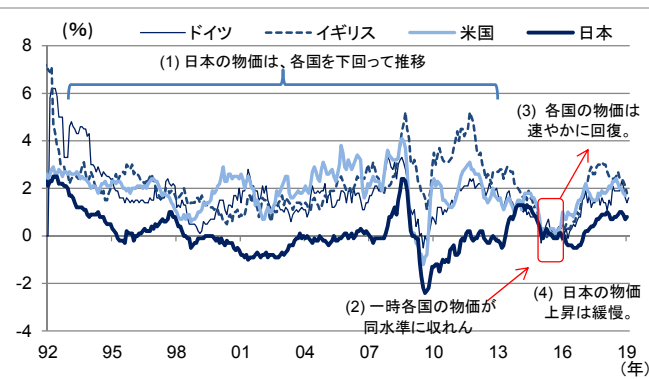
以上でみてきた様に、欧米では、デフレ時の経済全体の損失が大きく、今後デフレとなって流動性の罠に陥るリスクが意識されている。その中で、どのように金融政策によってゼロ金利制約を受けないように予想インフレ率を維持するかに腐心している。これが欧米の中央銀行がハト派化した主因であろう。2%の物価目標の引き上げが難しい場合、FRB の政策オプションとしては、①日銀のイールドカーブ・コントロールの様な金利の上限を設けるハト派政策 (Dovish Policy)、②物価の上昇率ではなく水準にコミットする物価水準目標、③日銀のオーバーシュートメント型コミットに近いアベレージ・インフレーション・ターゲット等が議論されている。

物価は日本の方が低迷しているが、

対照的な日本での議論

一方、日本経済はどうであろうか。2012 年以來の大規模な金融緩和、二度の消費税延期によってなお、物価上昇の兆しがまったく見えてきていない(図表 9、10)。イールドカーブ・コントロールの下で量的な拡大ペースは大幅に鈍化している。米英欧と日本の状況を比較すると、日本の方が予想インフレ率も実際のインフレ率も低迷しており、2%の物価目標からのかい離幅も大きいとみられる。

図表 9 各国の物価の推移



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

図表 10 各国の予想インフレ率の推移



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

日本にとって2%の物価目標が高すぎるとの主張

図表 3・4 では最適なインフレ率について、米国が 2.0%程度、ユーロ圏が 1.5%程度である点を確認した。よく欧米にとっては最適でも、過去のインフレ実績の低い日本では 2%のインフレ目標は高すぎるので、目標の水準を引き下げるべき、柔軟化すべきという議論がみられる(2019年3月4日、Financial Times 報道)。

物価目標の柔軟化は不況を前提とした議論

日本の最適なインフレ率については実証分析が必要となるが、1 点だけ指摘しておきたい。日本では過去需給ギャップがマイナスであった期間が長かったため、その結果インフレ率の実績は社会厚生を最大化する最適なインフレ率よりも低かった可能性が高い。上記の議論に基づけば、需給ギャップがマイナス(不況)だった時のインフレ率が実現するように金融政策を運営すれば、やはり不況が実現してしまうこととなる。このため、物価目標を柔軟化すべき、という主張はかつてのデフレの弊害(低成長、雇用の悪化、倒産の増加)を忘れて、不況を良しとする議論に近く適切ではないのではないかと。

雇用改善なくして長期政権が実現したか

また、一部で「市場参加者の多くが金融緩和に反対しており、国民全体もそうであろう」、という主張もみられる。現在の金融緩和による雇用改善等の効果が国民に受け入れられていなければ、金融緩和を軸とした政権はより早く交代していたのではないかと。市場参加者の意見を取り入れることは重要であるが、他方で市場参加者の意見が経済全体のためのマクロ経済政策を歪めることはあってはならないであろう。

**日本のデフレ逆戻りの
確率は米国以上か**

図表 5 では、今後 10 年間で米国経済がゼロ金利制約に戻る確率が、20～50%であることをみた。実証分析が必要となるが、おそらくインフレ率の水準が低い日本では、残念ながらデフレに逆戻りするリスクは米国よりも相応に高いであろう。それであれば日本こそデフレに戻る確率を議論し、その回避を探らなければならないのではないであろうか。

**3 つのうち 2 つは実施
済み**

図表 8 等でみたウィリアムズ総裁らの議論する 3 つの方法の内、日本は 2 つは既に実施済みであると言える。それでもインフレ率がなかなか上昇してこないのが今の日本経済の現状であり、米国で議論されている予想インフレ率の維持策では、日本の予想インフレ率の引き上げには不十分かもしれない。そこで改めて米国での議論の前提条件を考えると、FRB の議論の対象となっていない(A)マイナス金利、(B)バランスシート政策は日本でも実施済みである。ということは、残るのは (C)財政政策の活用(財政拡大)となるのではないか。こうした中での増税はデフレに逆戻りするリスクが大きいであろう。経済安定化のカギである予想インフレ率が高い欧米ですら、将来のデフレリスクを懸念して慎重・緩和的な金融政策を実施する中、予想インフレ率が低いままの日本が低金利で、財政リスクが小さいとみられる中で増税に向かうべきなのであろうか。現状のイーールドカーブ・コントロールを維持したまま、消費増税を凍結してその税収不足分を国債増発で代替すれば、低金利下で物価目標達成、その後の社会厚生を最大化を達成するきっかけとなるのではないか。予算成立後、できるだけ早い政策転換が期待される。

**米国の議論の前提を
見直せば、財政政策
が浮上**

**増税よりも必要な財政
拡張**

(伊藤篤)

参考文献

- Andrade, Philippe, Jordi Galí, Hervé Le Bihan and Julien Mathéron [2018] “The Optimal Inflation Target and the Natural Rate of Interest,” Presented at American Economic Association’s 2019 Annual Meeting
- Chung, Hess, Etienne Gagnon, Taisuke Nakata, Matthias Paustian, Bernd Schlusche, James Trevino, Diego Vilán, and Wei Zheng [2019] “Monetary Policy Options at the Effective Lower Bound: Assessing the Federal Reserve’s Current Policy Toolkit,” Finance and Economics Discussion Series 2019-003. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2019.003>.
- Clarida, Richard H. [2019] “The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices,” Board of Governors of the Federal Reserve System at the 2019 U.S. Monetary Policy Forum
- Mertens, Thomas and John C. Williams [2019] “Monetary Policy Frameworks and the Effective Lower Bound on Interest Rates,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 877, January 2019, revised January 2019

第 II 部: 2019 年度の日本経済見通し

2018 年 10-12 月期 GDP(2 次速報)は上方修正も内容は悪化

3 月 8 日に 2018 年 10-12 月期の GDP(2 次速報)が公表され、見た目の数字上は 1 次速報の前期比+0.3%(同年率+1.4%)から同+0.5%(同年率+1.9%)へと上方修正された。しかし内容は良くなく、消費が下方修正される中で在庫が増加しており、売れ残り分が GDP を押し上げた格好となっている。寄与度で見ると、在庫の積み上がり等により内需が+0.8 ポイントとなった一方で、外需は海外経済の減速等から-0.3 ポイントとなった。

2019 年 1-3 月期はマイナス成長に陥る可能性も

足元、米中の通商協議進展への期待が高まっている一方で、欧米では世界経済の先行き不透明感等から、各中央銀行は政策スタンスをハト派姿勢へと転換した。外部環境は悪化しつつあり、実際に日本の外需や生産に関する一部の指標は大幅に悪化している。そのため、2019 年 1-3 月期はマイナス成長に陥る可能性が高まっているとみており、景気の先行きを楽観視することは出来ない状況にあると考えている。

先行きは、消費増税の影響により、大幅に鈍化する見通し

今回、この 10-12 月期 GDP(2 次速報)の結果や足元の経済指標等を踏まえて、当行では新たに日本経済見通しを改訂した。当行では、緩やかに海外経済が減速する中、内需の堅調さのみを捉えて消費増税を予定通り実施した場合には、経済成長率は潜在成長率よりも大幅に鈍化する公算が大きいと考えている。そのため、実質 GDP は 2018 年度が前年度比+0.5%、2019 年度が同+0.1%、2020 年度が同+0.6%と見込んでいる(図表 11)。

このように経済成長率が鈍化するとみているため、需給ギャップの縮小が進まず、2019 年度の消費者物価指数(消費増税等の影響除くベース、図表 11-注 1 参照)は前年度比で+0.5%程度の上昇率にとどまり、日本銀行の見通し程には上昇しないとみている。そのため当行では現在の緩和的な政策を、財政と金融の連携を含めてより一層強化する必要があると考えている。

図表 11 2018~2021 年度の経済・物価見通し

	経済成長率(名目GDP、%)					
	日本銀行		ESPフォーキャスト(注2)		新生銀行	
	(2019年1月22日~1月23日会合)		(2019年2月調査)		経済見通し(第16号) 2018年10-12月期(2次速報時点)	
2018年度	-	-	0.6	-	0.4	-
2019年度	-	-	1.6	-	0.8	-
2020年度	-	-	1.2	-	0.4	-
2021年度	-	-	-	-	0.9	-

	経済成長率(実質GDP、%)					
2018年度	0.9	-	0.6	-	0.5	-
2019年度	0.9	-	0.7	-	0.1	-
2020年度	1.0	-	0.5	-	0.6	-
2021年度	-	-	-	-	1.2	-

	物価(コアCPI、%)					
		増税及び教育無償化の影響除く(注1)		増税及び教育無償化の影響除く(注1)		増税及び教育無償化の影響除く(注1)
2018年度	0.8	-	0.8	-	0.8	-
2019年度	1.1	0.9	1.0	0.6	0.7	0.5
2020年度	1.5	1.4	1.0	0.7	0.6	0.5
2021年度	-	-	-	-	0.4	-

(注 1) 2019 年 10 月の消費税率 10%への引き上げ(軽減税率を勘案)及び、2019 年 10 月の幼児教育無償化・2020 年 4 月の高等教育無償化の影響を除くベース(ESP フォーキャストは、予測者によってこれらの効果をどのように予測に反映しているか異なる可能性がある)。

(注 2) 2019 年 2 月調査の調査期間は 2019 年 1 月 28 日~2 月 4 日(回答数 39 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

米国・欧州・中国は
ハト派スタンスに転換

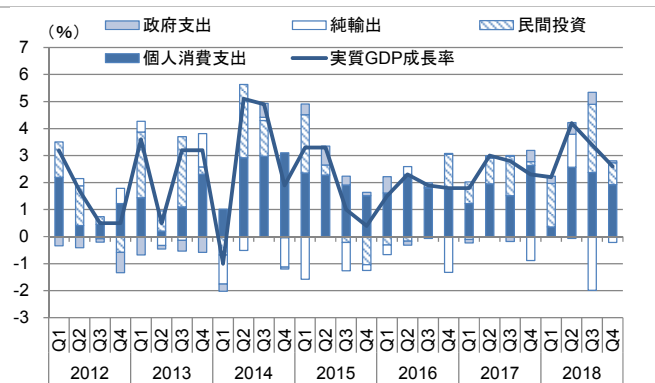
米国の 10-12 月期実
質 GDP は前期比年率
+2.6%、堅調さを保つ

海外経済

足元、日本を除く主要国は揃って景気後退リスクの高まりに早期に対応、ハト派姿勢を強めている。

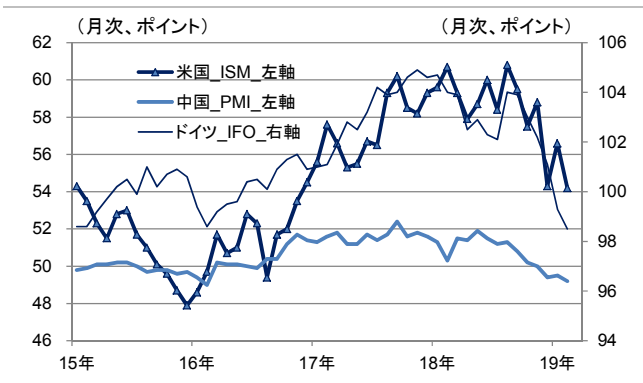
政府閉鎖の影響により公表が遅れていた米国の 10-12 月期 GDP が公表された。米中の貿易・経済摩擦問題や国内の政治問題に揺れてはいるものの、経済自体への影響は限定的となっており、成長率は前期比年率換算で+2.6%と、前期(同+3.4%)からは伸び率が鈍化したものの堅調な伸びとなった(図表 12)。消費の伸びは鈍化したのが、設備投資の伸びが高まり、内需の底堅さが確認された。しかし、2 月の ISM 製造業指数は 54.2 と、2016 年 11 月以来の低水準となり(図表 13)、2 月の雇用統計は政府閉鎖の影響が出ているとみられ判断が難しいが、非農業部門雇用者数は前月比で 2 万人の増加と、1 年 5 か月ぶりの小幅な伸びにとどまった。一方で、失業率は 3.8%と約 50 年ぶりの低水準に接近、平均時給も前年同月比で+3.4%となっている。金融政策においては、パウエル FRB 議長が 2 月 27 日の半年に一度の議会証言において、年初から示してきたハト派スタンスに加え、バランスシートの縮小を年内に終了すると述べた。従来、市場参加者等が想定したよりも早期のバランスシート縮小の終了となることから、より多くの資金が市場に供給されたままとなり、緩やかな環境が継続される見通しとなった。そのため、このような緩やかな環境が、今後も米国経済を下支えすることが期待される。ただし、今後、減税効果の剥落等の影響が出てくるとみられることから、米国経済の成長は緩やかに減速するとみている。

図表 12 米国実質 GDP の推移(前期比年率換算)



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

図表 13 各国景況感の推移



(出所) ISM、IFO、中国国家統計局、中国物流購買連合会、Bloomberg、新生銀行 金融調査室

軟調な欧州経済、ECB
は予想を上回るハト派
スタンスへ転換

ユーロ圏の 10-12 月期 GDP は前期比年率換算で+1.0%と緩やかな伸びとなっており、ドイツ経済の減速等が懸念されている。2 月のドイツの IFO 企業景況感指数も 98.5 と低下し、3 年ぶりの弱さとなっている(図表 13)。こうした状況下、3 月 7 日に ECB は 2019 年の GDP 成長率見通しを昨年 12 月会合の+1.7%から+1.1%へ、0.6%ポイントと大幅に下方修正した。また、政策金利の先行きを示すフォワードガイダンスによる「利上げなしの期間」を、従来の 2019 年夏までから 2019 年末まで延長した。市場ではある程度はハト派的となることが予想されていたものの、それ以上のハト派スタンスであると受け止められたとみられる。英国の EU 離脱問題は、英・EU 双方が合意に向けた進展を目指す兆候が表れるも未だ結論が出ていない。メイ首相は合意なき離脱を回避するための動きをみせており、離脱延期の可能性が高まってきている。しかし離脱延期となったとしても、問題が先送りされたに過ぎず、先行き不透明感が経済を下押しし続けることとなる。

全人代において経済支援策が示されるも、楽観視は禁物

中国の10-12月期GDPは前年比で+6.4%と、世界金融危機直後の2009年以降で最も低い伸び率となり、2018暦年の成長率も+6.6%と、28年ぶりの低水準となっている。中国国家統計局と中国物流購買連合会公表の2月の製造業PMIも49.2と、好不況の目安となる50を3か月連続で下回っている(図表13)。一方で、これまで中国经济にとって重しとなってきた米国との通商協議は進展が見られている。また、全国人民代表大会(全人代)では2兆元規模の企業負担軽減策、またインフラ建設のための債券発行枠拡大などが打ち出され、経済対策により大幅な失速を回避する姿勢が示された。しかし、同時に公表された2019年の経済成長率目標は「6~6.5%」と2018年度の「6.5%前後」から2年ぶりに引き下げられており、緩やかな減速が続くこととなる。

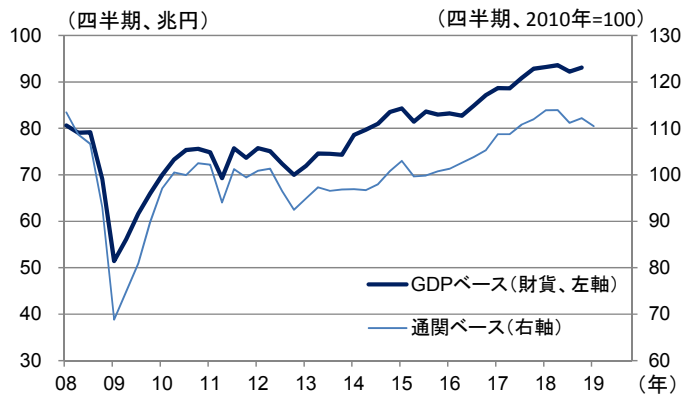
外需

1-3月期の輸出はマイナスとなる可能性も

10-12月期(2次速報)の輸出は前期比+1.0%と、1次速報(同+0.9%)から若干の上方修正となった。輸入は同+2.7%となり、こちらは1次速報から変更はない。2月中旬までの通関ベースの値を基に足元の動きをみてみると、当行で独自に試算をした実質輸出では、1-2月は10-12月期対比で-1.5%となった(図表14)。中国の春節の関係で、単月の1月、2月の動向を正確に捕捉することは難しいが、1-2月でならしてみるとその影響の多くは取り除くことができると考えられる。その前提に立つと今回の結果は悪く、世界経済の減速等の影響が出てきているものと考えられる。

米中の通商協議が進展をみせたことは今後の輸出を下支えする可能性もあるが、数字として表れるまでには一定の時間がかかるとみられる。これらの結果等を踏まえ2019年度の輸出は前年度比で-0.4%程度となるとみている。一方で輸入は、2019年10月の消費増税に向けた駆け込み需要、反動減の動き等から2019年度は前年度比で+0.3%程度となるとみており、純輸出の寄与度は-0.1ポイント程度になると見込んでいる。

図表14 実質輸出の推移



(注)通関ベースの実質化、季節調整は当行によるもの。
(出所)内閣府、日本銀行、財務省、新生銀行 金融調査室

金融市場

株式市場は米中通商協
議の行方やFRB・ECB
のスタンスの転換により
上下

10月以降の株式市場は、10月初めの日経平均が24,000円程度、ダウが27,000ドル近辺の高値にあった。その後、世界経済の減速懸念、米中の貿易・経済摩擦問題の影響拡大懸念や12月のFOMC後のパウエルFRB議長の会見がタカ派的であったこと等から下落を続け、日経平均とダウは共に、一時5,000ポイントほど下落した(図表15)。

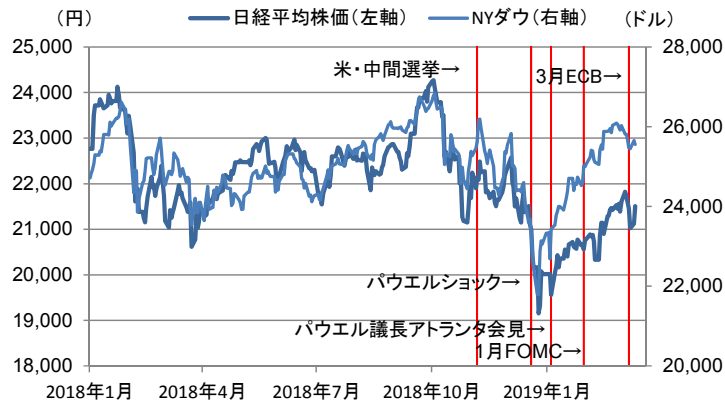
2019年初にパウエルFRB議長が海外経済の減速や金融市場の不安定な動きに対応して、利上げの一旦休止およびバランスシート縮小についても緩和的な方針を打ち出し、ハト派スタンスへ転換したことで金融市場は落ち着きを取り戻した。また、これまでリスク要因として市場の重しとなってきた米中の通商協議が進展したこと等も、株式市場の上昇に寄与した。ただし3月に入り、FRBに続きECBがハト派スタンスへと転換すると、市場の意識は世界経済の減速懸念へと向かい、株式市場はやや下落した。足元、ダウは一時の下げから4,000ドル程戻し、25,500ドル程度となっている。一方で日経平均の戻り幅は2,500円程とやや鈍く、執筆時点では21,500円程度となっている。

ドル円は111円近辺で
の推移、日本の10年
債利回りはマイナス圏
に沈む

為替市場の米ドル円は、株式市場と同様に10月に114円台を付けたが、金融市場の不安定化等を受け、一時108円割れまで円高・米ドル安となった。その後は市場の安定化、米中通商協議の進展などを受けて112円近辺まで上昇した後、111円近辺での推移となっている。

日本の10年国債利回りは、7月の日銀による金利変動幅拡大を受けて10月には一時+0.15%程度まで上昇していたものの、海外経済の減速懸念等を受けて2月にはマイナス圏に沈み、足元-0.03%程度となっている。

図表15 日経平均株価とNYダウの推移



(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査室

1月の消費は指標によりまちまちな状況、消費者マインドは悪化

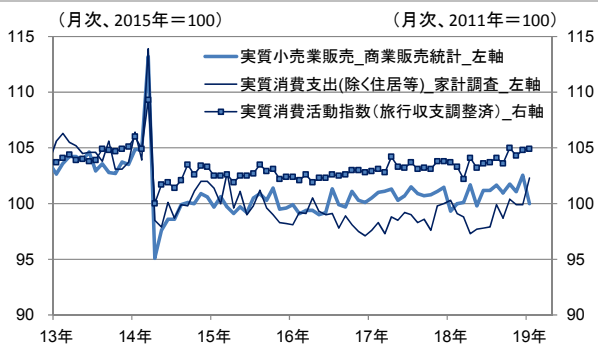
消費

10-12月期(2次速報)の消費は前期比で+0.4%となり、1次速報(同+0.6%)から下方修正された。自然災害等の影響によりマイナスとなった7-9月期の同-0.2%からは反発したが、力強さには欠ける結果となった。1月の消費は、家計調査の実質消費支出(二人以上の世帯)が前月比+0.7%、商業販売の実質小売業販売額(当行にて実質化を実施)が同-2.5%、実質消費活動指数(旅行収支調整済)が同+0.1%とまちまちな結果となっている(図表16)。2月の消費者態度指数は5か月連続で前月を下回っている。消費者マインドが弱含んでいる可能性があり、先行きが懸念される(図表17)。

政府の基調判断に変更はなく、消費増税実施が消費を下押しへ

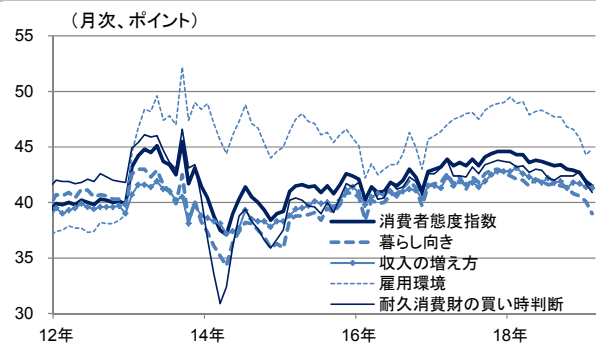
2019年10月には消費増税の実施が控えている。足元では海外経済の減速や一部指標の弱さがみられるが、政府は「基調判断に変更がない」との考えを示しており、消費増税は予定通り実施される見込みである。政府は消費増税による家計への影響を緩和するべく万全を期すとして対策を準備している。しかし当行は、日本において消費増税が実施されることが分かっているにもかかわらず事前に消費を抑制し、将来の消費を平準化することができない「流動性制約下にある家計」が増加しているとみている¹。そのため、消費増税による実質所得減少の影響が大きく出ると考えており、2019年度の消費は前年度比で+0.2%程度にとどまるとみている。

図表16 消費関連指標の推移



(注)小売業販売の実質化は、当行によるもの。
(出所)経済産業省、日本銀行、総務省、新生銀行 金融調査室

図表17 消費動向調査の推移



(出所)内閣府、新生銀行 金融調査室

設備投資

10-12月期(2次速報)の設備投資は、事前に公表された法人企業統計の結果を受け、前期比で+2.7%と、1次速報の同+2.4%から上方修正、7-9月期のマイナス(同-2.6%)を取り戻した。法人企業統計のソフトウェアを除く設備投資(金融業・保険業を除く全産業、季調済み、前期比)も+3.3%と、自然災害等の影響がみられた前期(同-4.4%)から反発し、2・四半期ぶりにプラスとなった。経常利益は全産業で同-5.1%となり、前期の同-14.5%からはマイナス幅を縮小したが、2・四半期連続での減少となった。一方で、1月の鉱工業指数の結果を踏まえると、1-3月期の生産・投資活動の行方がやや懸念される。

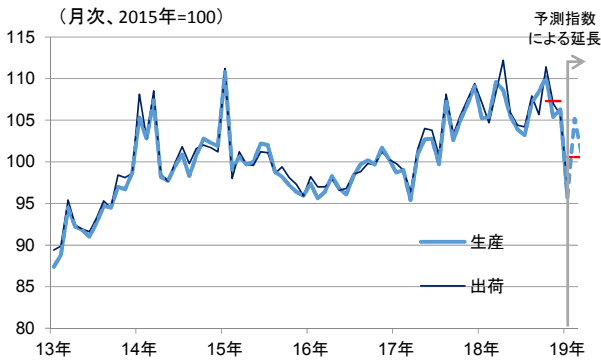
足元、堅調な設備投資だが、1-3月期は注意が必要

鉱工業生産は1月が前月比-3.7%と大きく減少し、3か月連続での減少となっている。同時に公表された製造工業生産予測指数を基に先行きの動きをみると、1-3月期は前期比でマイナスとなる可能性が示唆され、生産活動の弱さが垣間見れる。また同様に、資本財生産の先行きを製造工業生産予測指数を基にみても、こちらもマイナスとなる可能性を示している(図表18)。資本財の生産と出荷はこれまで、似た動きをすることが多くなっている。そのため、設備投資の先行指標とされる資本財出荷の1-3月期も、マイナスの伸びにとどまる可能性がある。

¹ 消費増税の日本経済に与える影響については、新生銀行 伊藤篤「経済対策実施でも残る消費の下振れリスク」新生銀行 日本経済見通し(第14号、2018年12月27日)を参照。

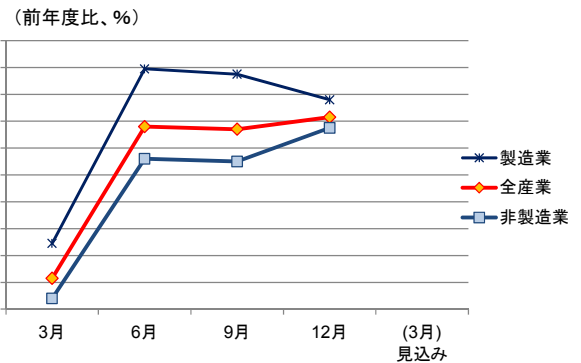
12月の日銀短観の設備投資計画(前年度比)では、海外の影響を受けづらいとみられる非製造業が9月調査よりも伸び率を高めている(図表19)。国内では人手不足感が強いとみられ、企業の合理化・省力化投資等は今後も一定程度出てくるものとみている。しかし、海外経済の減速等の影響が広がる場合には、企業が投資活動等を更に抑制させる可能性も出てこよう。2019年度の設備投資は前年度比で+1.1%程度を見込んでいます。

図表 18 資本財生産・出荷の推移(除く、輸送機械)



(注) 予測指数による延長は、当行によるもの。
(出所) 経済産業省、新生銀行 金融調査室

図表 19 短観設備投資計画(大企業、2018年度)の推移



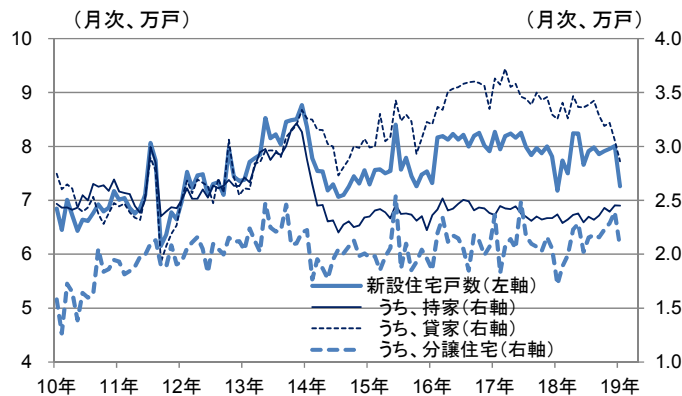
(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査室

住宅の駆け込み需要
はやや慎重な見方

住宅投資

10-12月期(2次速報)の住宅投資は前期比+1.1%となり、2・四半期連続でのプラスとなった。1月の新設住宅着工戸数(季調済・年率換算)は前月比で-9.3%と大きく減少した。持家は横ばいとなったものの、貸家・分譲住宅がマイナスとなった(図表20)。今後は、改善基調にある雇用・所得環境や消費増税前の購入需要が、住宅投資を下支えする可能性がある。しかし、2014年の増税から5年程度の期間しか経過していないことから、自宅用住宅等の駆け込み需要についてはやや慎重にみており、2019年度の住宅投資は前年度比で+0.6%程度を見込んでいます。

図表 20 住宅着工戸数(季調済・年率換算)の推移



(出所) 国土交通省、新生銀行 金融調査室

防災・減災、国土強靱
化対策の実施

公需

10-12月期(2次速報)の公的資本形成は前期比-1.7%となり、1次速報から下方修正され、6・四半期連続でのマイナスとなった。ただし、政府は「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」に基づき、2020年度までの3年間で集中的に対策を実施することとし、2018年度の第2次補正予算に加え、2019年度も1.35兆円の予算を計上した。

今後の上振れ・下振れ要因

**円高時には
財政政策の方が有効で
はないか**

金融市場では今後円高が進行した場合の日銀の追加緩和の可能性が議論されているが、そもそも円高の対策が日銀だけに期待されるのはやや奇異に感じている。日銀の国債買入規模は、イールドカーブ・コントロールの下でかつての 80 兆円から半分を大きく下回る 30 兆円以下となっており、政府側の財政支出も十分に景気対策として機能する可能性が高い。

**米欧中の緩和政策の
各国経済への効果**

今後の景気の上振れ要因としては、米欧中がそろってハト派スタンスに転換したことで、各国経済やその他の国が、早期に加速・持ち直しをみせることが考えられる。また、実効性が求められる米中の通商問題だが、協議の内容が実際に目に見える形で実施されてくこととなればより一層の先行き不透明感の解消につながり、景気の上振れリスクが意識されよう。

**米中の覇権争いは今後
もリスク要因**

景気の下振れ要因としては、各国のハト派スタンスの転換にも拘らず中国や欧州経済が減速し続けること、またそれを受けた世界経済の減速が挙げられよう。需要の減少による輸出・生産の減少に加えて、リスク資産の調整となればリスクオフの円高等を通じて、日本の下押し要因として拡大しよう。また、一時的に米中間の摩擦は緩和されるとみられるが、二国間の覇権争いは続くものと見られ、今後も世界経済の下振れリスクとなる可能性があり注意が必要となろう。

**参議院選挙後に国民負
担増の議論が高まるリ
スク**

国内でも、参議院選挙後には安倍首相の後の政権の枠組みが意識され、特に 10%超の消費増税を含む社会保障改革、家計の社会保障負担増などが議論されれば、消費の下押し要因となる公算が大きいであろう。

(伊藤篤・宮地舟人)

予測表

1. 年度の見通し

図表 21 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		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 (%)	1.9	0.5	0.1	0.6	1.2	前期比 (%)	0.1	0.0	0.5	▲0.8	0.8	0.3	0.6	0.9	実質GDP		
3 内需	寄与度 (%)	1.5	0.8	0.2	0.3	1.2	寄与度 (%)	0.3	0.6	0.6	▲1.3	0.7	0.5	0.4	1.0	内需		
4 民間	寄与度 (%)	1.4	0.8	0.0	0.2	0.7	寄与度 (%)	0.4	0.4	0.5	▲1.3	0.7	0.3	0.2	0.7	民間		
5 実質民間最終消費支出	前年度比 (%)	1.1	0.6	0.2	▲0.2	0.6	前期比 (%)	0.4	0.3	0.9	▲1.7	0.5	0.4	0.2	0.4	実質民間最終消費支出		
6 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	▲0.7	▲4.4	0.6	▲1.0	2.0	前期比 (%)	▲2.7	1.7	1.2	▲2.9	0.2	0.6	0.8	1.8	実質民間住宅投資		
7 実質民間企業設備投資	前年度比 (%)	4.6	3.3	1.1	0.7	1.6	前期比 (%)	1.7	0.8	0.9	▲0.1	0.6	0.2	0.7	1.4	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	0.1	▲0.3	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.1	0.1	▲0.2	▲0.2	0.3	0.1	▲0.1	0.2	実質民間在庫品増加		
9 公需	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.2	0.2	0.5	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	0.2	▲0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	公需		
10 実質政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.4	1.0	0.8	0.7	1.8	前期比 (%)	0.4	1.0	0.2	0.2	0.3	0.6	1.0	1.0	実質政府最終消費支出		
11 実質公的資本形成	前年度比 (%)	0.5	▲3.8	1.1	0.3	3.2	前期比 (%)	▲2.2	▲1.7	2.6	▲1.3	0.6	0.6	1.3	2.7	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 (%)	0.4	▲0.3	▲0.1	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.5	▲0.1	0.5	0.1	▲0.2	0.1	▲0.1	外需		
14 実質財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	6.4	1.2	▲0.4	2.3	2.1	前期比 (%)	▲0.1	▲0.8	▲0.7	1.3	1.5	0.4	1.6	0.7	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 (%)	4.0	3.1	0.3	1.0	2.0	前期比 (%)	1.0	2.3	▲0.1	▲1.4	1.1	1.2	0.7	1.3	実質財貨・サービスの輸入		
16 実質GDP	前年度比 (%)	1.9	0.5	0.1	0.6	1.2	前期比 (%)	0.1	0.0	0.5	▲0.8	0.8	0.3	0.6	0.9	実質GDP		
17 内需	寄与度 (%)	1.5	0.8	0.2	0.3	1.2	寄与度 (%)	0.3	0.6	0.6	▲1.3	0.7	0.5	0.4	1.0	内需		
18 民間	寄与度 (%)	1.4	0.8	0.0	0.2	0.7	寄与度 (%)	0.4	0.4	0.5	▲1.3	0.7	0.3	0.2	0.7	民間		
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.6	0.3	0.1	▲0.1	0.3	寄与度 (%)	0.2	0.2	0.5	▲1.0	0.3	0.2	0.1	0.2	実質民間最終消費支出		
20 実質民間住宅投資	前年度比 (%)	▲0.7	▲4.4	0.0	▲0.0	0.1	寄与度 (%)	▲0.1	0.0	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.0	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	0.5	0.2	0.1	0.3	寄与度 (%)	0.3	0.1	0.2	▲0.0	0.1	0.0	0.1	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 (%)	0.1	0.1	▲0.3	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.1	0.1	▲0.2	▲0.2	0.3	0.1	▲0.1	0.2	実質民間在庫品増加		
23 公需	寄与度 (%)	0.1	0.0	0.2	0.2	0.5	寄与度 (%)	▲0.0	0.1	0.2	▲0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	公需		
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	実質政府最終消費支出		
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	0.0	▲0.2	0.1	0.0	0.2	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	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 (%)	0.4	▲0.3	▲0.1	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.5	▲0.1	0.5	0.1	▲0.2	0.1	▲0.1	外需		
28 実質財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	1.1	0.2	▲0.1	0.4	0.4	寄与度 (%)	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	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	寄与度 (%)	▲0.7	▲0.5	▲0.1	▲0.2	▲0.4	寄与度 (%)	▲0.2	▲0.4	0.0	0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.2	実質財貨・サービスの輸入		
30 名目GDP	前年度比 (%)	2.0	0.4	0.8	0.4	0.9	前期比 (%)	▲0.0	0.3	1.1	▲0.8	0.9	▲0.2	0.8	0.3	名目GDP		
31 GDPデフレーター	前年度比 (%)	0.1	▲0.0	0.7	▲0.2	▲0.3	前期比 (%)	▲0.5	0.4	0.7	▲0.3	▲0.5	▲0.5	0.1	▲0.0	GDPデフレーター		
32 名目雇用者報酬	前年度比 (%)	1.9	3.0	0.5	1.4	1.1	前期比 (%)	3.2	2.7	0.5	0.5	1.3	1.4	1.0	1.2	名目雇用者報酬		
33 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前年比 (%)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4	前年比 (%)	0.8	0.8	0.6	1.3	1.5	0.5	0.4	0.4	消費者物価 (生鮮食品除く総合)		
34 消費税率引き上げ(軽減税率を勘案)・教育無償化の影響を除くケース	前年比 (%)	-	-	0.5	0.5	-	前年比 (%)	-	-	-	0.9	1.2	0.6	-	-	消費税率引き上げ(軽減税率を勘案)・教育無償化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 (%)	0.2	0.5	1.0	0.8	0.3	前年比 (%)	0.3	0.6	0.8	1.2	1.2	0.4	0.3	0.4	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	2.4	2.3	2.4	%	2.4	2.5	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	完全失業率		
37 鉱工業生産指数	前年比 (%)	3.0	0.4	▲0.9	2.3	2.1	前期比 (%)	▲0.0	▲0.1	▲1.6	1.1	1.2	1.1	0.9	1.3	鉱工業生産指数		
38 貿易収支(通関ベース)	兆円	2.4	▲1.3	0.2	▲1.6	▲3.1	兆円	0.2	▲1.5	0.4	▲0.2	▲0.1	▲1.5	▲0.8	▲2.3	貿易収支(通関ベース)		
39 経常収支	兆円	21.8	18.7	19.2	19.1	19.0	兆円	10.7	8.0	10.0	9.2	10.6	8.5	10.5	8.5	経常収支		
40 円相場(対米ドル)	円/ドル	110.80	110.86	110.00	110.00	110.00	円/ドル	110.33	111.38	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	21,955	20,176	20,324	20,537	円	22,486	21,424	21,032	19,320	20,100	20,548	20,182	20,891	日経平均株価		
42 ユーロ円TBOR (3ヶ月物)	%	0.06	0.07	0.10	0.09	0.09	%	0.07	0.07	0.10	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	ユーロ円TBOR (3ヶ月物)		
43 国債流通利回り (10年物)	%	0.05	0.06	0.02	0.09	0.16	%	0.07	0.05	0.01	0.04	0.07	0.10	0.14	0.18	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	3.0	3.6	3.1	3.1	前年比 (%)	3.0	3.1	3.7	3.5	3.2	3.1	3.0	3.1	マネーストック (新M2)		
45 S&P500株価指数	ポイント	2,550	2,736	2,721	2,837	3,007	ポイント	2,776	2,696	2,699	2,744	2,789	2,886	2,983	3,031	S&P500株価指数		
46 米国債10年金利	%	2.40	2.89	2.77	2.80	2.85	%	2.92	2.86	2.76	2.78	2.79	2.82	2.84	2.87	米国債10年金利		
47 米国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.2	2.9	1.7	1.4	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	米国実質GDP (暦年)		
48 EU実質GDP (暦年)	前年比 (%)	2.7	2.0	1.4	1.7	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	EU実質GDP (暦年)		
49 中国実質GDP (暦年)	前年比 (%)	6.9	6.6	6.3	6.2	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	64.9	50.9	55.0	55.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	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		
		2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度		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 (%)	2.0	0.4	0.8	0.4	0.9	前期比 (%)	▲0.0	0.3	1.1	▲0.8	0.9	▲0.2	0.8	0.3	名目GDP
52 内需	寄与度 (%)	2.1	1.2	0.5	0.7	1.1	寄与度 (%)	0.5	0.6	0.7	▲0.8	1.0	0.2	0.7	0.7	内需
53 民間	寄与度 (%)	1.7	1.1	0.4	0.6	0.8	寄与度 (%)	0.5	0.5	0.6	▲0.7	0.8	0.4	0.2	0.9	民間
54 名目民間最終消費支出	前年度比 (%)	1.4	0.9	0.6	0.4	0.7	前期比 (%)	0.4	0.5	0.8	▲0.8	0.5	0.5	0.1	0.6	名目民間最終消費支出
55 名目民間住宅投資	前年度比 (%)	1.1	▲3.1	1.0	▲0.1	2.0	前期比 (%)	▲2.0	2.0	0.6	▲1.2	0.0	0.8	0.5	2.1	名目民間住宅投資
56 名目民間企業設備投資	前年度比 (%)	5.4	4.2	1.8	1.4	2.1	前期比 (%)	2.5	1.0	1.3	0.1	0.9	0.8	0.4	2.5	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	0.1	▲0.2	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.3	0.3	▲0.1	0.0	0.0	名目民間在庫品増加
58 公需	寄与度 (%)	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	寄与度 (%)	0.0	0.1	0.1	▲0.1	0.2	▲0.2	0.5	▲0.2	公需
59 名目政府最終消費支出	前年度比 (%)	1.1	1.1	0.3	0.3	1.0	前期比 (%)	0.4	1.0	▲0.2	▲0.0	0.7	▲0.7	1.9	▲1.0	名目政府最終消費支出
60 名目的資本形成	前年度比 (%)	2.3	▲2.6	0.5	0.4	2.6	前期比 (%)	▲1.3	▲1.7	2.2	▲1.6	1.8	▲1.2	2.9	0.4	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	寄与度 (%)	▲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 (%)	▲0.1	▲0.7	0.3	▲0.3	▲0.2	寄与度 (%)	▲0.6	▲0.3	0.4	▲0.0	▲0.1	▲0.4	0.1	▲0.4	外需
63 名目財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	10.5	2.4	▲0.8	2.1	2.1	前期比 (%)	0.7	▲1.0	▲0.2	▲0.2	2.6	▲0.7	2.8	▲0.7	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	6.9	▲2.3	3.8	3.4	前期比 (%)	4.0	0.5	▲2.6	0.0	3.1	1.4	2.0	1.3	名目財貨・サービスの輸入
65 名目GDP	前年度比 (%)	2.0	0.4	0.8	0.4	0.9	前期比 (%)	▲0.0	0.3	1.1	▲0.8	0.9	▲0.2	0.8	0.3	名目GDP
66 内需	寄与度 (%)	2.1	1.2	0.5	0.7	1.1	寄与度 (%)	0.5	0.6	0.7	▲0.8	1.0	0.2	0.7	0.7	内需
67 民間	寄与度 (%)	1.7	1.1	0.4	0.6	0.8	寄与度 (%)	0.5	0.5	0.6	▲0.7	0.8	0.4	0.2	0.9	民間
68 名目民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.8	0.5	0.3	0.2	0.4	寄与度 (%)	0.2	0.3	0.5	▲0.4	0.3	0.3	0.1	0.3	名目民間最終消費支出
69 名目民間住宅投資	寄与度 (%)	0.0	▲0.1	0.0	▲0.0	0.1	寄与度 (%)	▲0.1	0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	名目民間住宅投資
70 名目民間企業設備投資	寄与度 (%)	0.8	0.7	0.3	0.2	0.3	寄与度 (%)	0.4	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.4	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	0.1	▲0.2	0.2	0.0	寄与度 (%)	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.3	0.3	▲0.1	0.0	0.0	名目民間在庫品増加
72 公需	寄与度 (%)	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	寄与度 (%)	0.0	0.1	0.1	▲0.1	0.2	▲0.2	0.5	▲0.2	公需
73 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	寄与度 (%)	0.1	0.2	▲0.0	▲0.0	0.1	▲0.1	0.4	▲0.2	名目政府最終消費支出
74 名目的資本形成	寄与度 (%)	0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.1	寄与度 (%)	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	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	寄与度 (%)	▲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 (%)	▲0.1	▲0.7	0.3	▲0.3	▲0.2	寄与度 (%)	▲0.6	▲0.3	0.4	▲0.0	▲0.1	▲0.4	0.1	▲0.4	外需
77 名目財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	1.7	0.4	▲0.1	0.4	0.4	寄与度 (%)	0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.0	0.5	▲0.1	0.5	▲0.1	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 (%)	▲1.8	▲1.2	0.4	▲0.7	▲0.6	寄与度 (%)	▲0.7	▲0.1	0.5	▲0.0	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲0.2	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	▲0.0	0.7	▲0.2	▲0.3	前期比 (%)	▲0.2	0.3	0.5	▲0.0	0.1	▲0.5	0.2	▲0.5	GDPデフレーター
80 民間最終消費支出	前年度比 (%)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.1	前期比 (%)	▲0.0	0.1	▲0.1	1.0	▲0.0	0.2	▲0.1	0.2	民間最終消費支出
81 民間住宅投資	前年度比 (%)	1.8	1.3	0.4	0.8	▲0.1	前期比 (%)	0.8	0.2	▲0.6	1.8	▲0.2	0.3	▲0.4	0.4	民間住宅投資
82 民間企業設備投資	前年度比 (%)	0.8	0.9	0.7	0.7	0.5	前期比 (%)	0.8	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5	▲0.3	1.1	民間企業設備投資
83 政府最終消費支出	前年度比 (%)	0.6	0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.7	前期比 (%)	0.0	0.0	▲0.4	▲0.2	0.4	▲1.3	0.9	▲1.9	政府最終消費支出
84 公的資本形成	前年度比 (%)	1.8	1.3	▲0.6	0.1	▲0.6	前期比 (%)	0.9	▲1.1	▲0.4	▲0.3	1.2	▲1.8	1.5	▲2.2	公的資本形成
85 財貨・サービスの輸出	前年度比 (%)	3.8	1.2	▲0.3	▲0.1	▲0.0	前期比 (%)	0.8	▲0.2	0.5	▲1.4	1.1	▲1.1	1.2	▲1.3	財貨・サービスの輸出
86 財貨・サービスの輸入	前年度比 (%)	7.4	3.7	▲2.6	2.8	1.3	前期比 (%)	3.0	▲1.8	▲2.5	1.5	2.0	0.2	1.3	▲0.1	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、2019年3月8日時点のデータによる。

(注5) Q1=1-3月期、Q2=4-6月期、Q3=7-9月期、Q4=10-12月期

(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 22 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		
		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、年率 (%)	1.9	▲ 1.3	2.0	1.8	▲ 4.1	0.1	2.5	1.4	0.1	0.9	1.4	1.0	2.4	1.2	実質GDP
2 実質GDP	前期比 (%)	0.5	▲ 0.3	0.5	0.4	▲ 1.0	0.0	0.6	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	0.3	実質GDP
3 内需	寄与度 (%)	0.8	0.0	0.4	0.4	▲ 1.4	▲ 0.1	0.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.4	内需
4 民間	寄与度 (%)	0.7	▲ 0.2	0.4	0.4	▲ 1.4	▲ 0.1	0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.5	0.4	民間
5 実質民間最終消費支出	前期比 (%)	0.4	0.1	0.2	1.3	▲ 2.6	0.5	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3	0.2	実質民間最終消費支出
6 実質民間住宅投資	前期比 (%)	1.1	0.6	0.5	0.8	▲ 2.6	▲ 1.3	0.8	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6	1.0	0.8	実質民間住宅投資
7 実質民間企業設備投資	前期比 (%)	2.7	▲ 1.1	1.2	0.6	▲ 0.6	0.3	0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.8	0.9	0.2	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	▲ 0.1	0.1	▲ 0.4	0.2	▲ 0.4	0.3	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.2	実質民間在庫品増加
9 公需	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	公需
10 実質政府最終消費支出	前期比 (%)	0.7	0.3	0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.3	0.7	0.1	実質政府最終消費支出
11 実質公的資本形成	前期比 (%)	▲ 1.7	2.5	1.3	▲ 0.0	▲ 1.5	0.3	0.2	0.4	0.4	0.1	0.6	1.4	1.7	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	実質公的在庫品増加
13 外需	寄与度 (%)	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 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 (%)	1.0	▲ 2.0	0.2	0.3	0.5	1.2	0.8	0.0	0.0	0.7	0.9	0.5	0.2	0.4	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 (%)	2.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 1.9	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.4	0.0	0.8	1.1	実質財貨・サービスの輸入
16 実質GDP	前期比 (%)	0.5	▲ 0.3	0.5	0.4	▲ 1.0	0.0	0.6	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	0.3	実質GDP
17 内需	寄与度 (%)	0.8	0.0	0.4	0.4	▲ 1.4	▲ 0.1	0.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.4	内需
18 民間	寄与度 (%)	0.7	▲ 0.2	0.4	0.4	▲ 1.4	▲ 0.1	0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	0.5	0.4	民間
19 実質民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.2	0.0	0.1	0.7	▲ 1.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	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	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	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 (%)	0.4	▲ 0.2	0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	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	▲ 0.1	0.1	▲ 0.4	0.2	▲ 0.4	0.3	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.2	実質民間在庫品増加
23 公需	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	公需
24 実質政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	実質政府最終消費支出
25 実質公的資本形成	寄与度 (%)	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	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	実質公的在庫品増加
27 外需	寄与度 (%)	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 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 (%)	0.2	▲ 0.4	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	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	寄与度 (%)	▲ 0.5	0.0	0.0	▲ 0.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	実質財貨・サービスの輸入
30 名目GDP	前期比 (%)	0.4	0.3	0.8	0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	1.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	1.0	▲ 0.2	0.4	0.0	名目GDP
31 GDPデフレーター	前期比 (%)	▲ 0.3	0.6	0.9	0.8	1.2	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	GDPデフレーター
32 名目雇用者報酬	前期比 (%)	3.1	2.3	0.3	0.7	▲ 0.2	1.4	1.1	1.4	1.4	1.5	1.1	1.0	1.0	1.4	名目雇用者報酬
33 消費者物価 (生鮮食品除く総合)	前期比 (%)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	消費者物価 (生鮮食品除く総合)
34 消費税率引き上げ (軽減税率を勘案)・教育無償化の影響を除くケース	前期比 (%)	-	-	-	-	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-	-	-	-	消費税率引き上げ (軽減税率を勘案)・教育無償化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)	前期比 (%)	0.3	1.0	0.8	0.8	1.4	1.1	1.2	1.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	消費者物価 (生鮮食品及びエネルギー除く)
36 完全失業率	%	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	完全失業率
37 鉱工業生産指数	前期比 (%)	2.0	▲ 2.9	▲ 0.3	0.4	0.5	0.9	0.6	0.1	0.7	0.7	0.0	1.0	1.0	▲ 0.3	鉱工業生産指数
38 貿易収支 (通関ベース)	兆円	▲ 1.2	▲ 0.2	0.6	▲ 0.2	0.4	▲ 0.6	0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.1	0.1	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 1.5	貿易収支 (通関ベース)
39 経常収支	兆円	2.5	5.5	4.3	5.7	3.7	5.5	4.8	5.8	3.3	5.2	4.6	5.9	3.4	5.2	経常収支
40 円相場 (対米ドル)	円/ドル	112.79	109.97	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	21,938	20,911	21,015	21,048	19,273	19,367	20,013	20,187	20,584	20,512	20,149	20,216	20,824	20,958	日経平均株価
42 ユーロ円TBOR (3ヶ月物)	%	0.07	0.07	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	ユーロ円TBOR (3ヶ月物)
43 国債流通利回り (10年物)	%	0.10	▲ 0.01	0.00	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08	0.10	0.11	0.13	0.15	0.17	0.19	国債流通利回り (10年物)
44 マネーストック (新M2)	前期比 (%)	2.5	3.7	3.6	3.7	4.0	3.0	3.3	3.1	3.0	3.2	3.0	3.1	3.1	3.2	マネーストック (新M2)
45 S&P500種株価指数	ポイント	2,699	2,692	2,687	2,710	2,732	2,755	2,778	2,801	2,824	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	%	3.04	2.69	2.75	2.76	2.77	2.78	2.78	2.79	2.81	2.82	2.83	2.84	2.86	2.88	米国債10年金利
47 米国実質GDP (暦年)	前期比、年率 (%)	2.6	0.5	1.8	2.0	0.3	2.2	2.4	0.6	0.2	3.6	1.5	0.7	1.2	4.5	米国実質GDP (暦年)
48 EU実質GDP (暦年)	前期比、年率 (%)	1.0	1.2	1.0	2.3	2.3	1.2	1.4	1.7	2.0	1.0	1.4	1.8	2.1	0.9	EU実質GDP (暦年)
49 中国実質GDP (暦年)	前期比 (%)	6.4	6.2	6.3	6.4	6.4	6.2	6.2	6.2	6.2	6.0	6.0	6.0	6.0	5.7	中国実質GDP (暦年)
50 NY原油価格 (WTI、暦年)	ドル/バレル	59.3	53.7	50.0	50.0	50.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	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	
		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	
51 名目GDP	前期比 (%)	0.4	0.3	0.8	0.2	▲0.6	▲0.6	1.2	0.0	▲0.1	▲0.1	1.0	▲0.2	0.4	0.0	名目GDP
52 内需	寄与度 (%)	0.9	▲0.4	0.7	0.4	▲0.8	▲0.3	0.9	0.4	0.0	▲0.1	0.7	0.1	0.5	0.2	内需
53 民間	寄与度 (%)	0.8	▲0.6	0.7	0.5	▲0.8	▲0.4	0.8	0.4	0.3	▲0.2	0.2	0.1	0.8	0.1	民間
54 名目民間最終消費支出	前期比 (%)	0.4	▲0.2	0.3	1.2	▲1.4	0.1	0.4	0.1	0.6	▲0.1	0.2	▲0.1	0.8	▲0.2	名目民間最終消費支出
55 名目民間住宅投資	前期比 (%)	1.7	▲0.3	0.5	0.5	▲0.5	▲1.8	1.0	▲0.1	0.8	0.2	0.3	0.1	1.5	1.1	名目民間住宅投資
56 名目民間企業設備投資	前期比 (%)	3.0	▲1.6	1.6	1.0	▲0.7	0.6	0.3	0.6	0.2	0.6	▲0.8	1.7	1.2	0.9	名目民間企業設備投資
57 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	▲0.2	0.2	▲0.4	0.2	▲0.4	0.4	0.2	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.2	0.1	0.0	名目民間在庫品増加
58 公需	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.0	▲0.3	0.1	0.4	0.1	▲0.2	0.1	公需
59 名目政府最終消費支出	前期比 (%)	0.5	0.7	▲0.4	▲0.4	▲0.1	0.5	0.4	▲0.1	▲1.1	0.8	1.6	▲0.1	▲1.2	0.5	名目政府最終消費支出
60 名目公的資本形成	前期比 (%)	▲1.2	0.8	1.7	0.1	▲1.2	▲0.9	2.0	0.6	▲1.0	▲1.0	2.5	1.7	▲0.1	▲0.5	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	▲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 (%)	▲0.5	0.8	0.1	▲0.2	0.2	▲0.3	0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.3	▲0.3	▲0.1	▲0.2	外需
63 名目財貨・サービスの輸出	前期比 (%)	2.3	▲2.4	0.6	0.9	▲1.5	1.8	0.9	1.5	▲1.9	0.8	1.0	2.7	▲2.0	▲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 (%)	0.8	▲6.5	▲0.2	2.1	▲2.9	3.8	▲0.7	3.7	▲1.0	1.2	▲0.8	4.4	▲1.3	0.8	名目財貨・サービスの輸入
65 名目GDP	前期比 (%)	0.4	0.3	0.8	0.2	▲0.6	▲0.6	1.2	0.0	▲0.1	▲0.1	1.0	▲0.2	0.4	0.0	名目GDP
66 内需	寄与度 (%)	0.9	▲0.4	0.7	0.4	▲0.8	▲0.3	0.9	0.4	0.0	▲0.1	0.7	0.1	0.5	0.2	内需
67 民間	寄与度 (%)	0.8	▲0.6	0.7	0.5	▲0.8	▲0.4	0.8	0.4	0.3	▲0.2	0.2	0.1	0.8	0.1	民間
68 名目民間最終消費支出	寄与度 (%)	0.2	▲0.1	0.2	0.7	▲0.8	0.0	0.2	0.0	0.3	▲0.1	0.1	▲0.1	0.4	▲0.1	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	0.0	0.0	▲0.0	▲0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.0	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	寄与度 (%)	0.5	▲0.3	0.3	0.2	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	▲0.1	0.3	0.2	0.2	名目民間企業設備投資
71 名目民間在庫品増加	寄与度 (%)	0.0	▲0.2	0.2	▲0.4	0.2	▲0.4	0.4	0.2	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.2	0.1	0.0	名目民間在庫品増加
72 公需	寄与度 (%)	0.1	0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.0	▲0.3	0.1	0.4	0.1	▲0.2	0.1	公需
73 名目政府最終消費支出	寄与度 (%)	0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.1	0.1	▲0.0	▲0.2	0.1	0.3	▲0.0	▲0.2	0.1	名目政府最終消費支出
74 名目公的資本形成	寄与度 (%)	▲1.1	0.0	0.1	0.0	▲0.1	▲0.0	0.1	0.0	▲0.0	▲0.1	0.1	0.1	▲0.0	▲0.0	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	▲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 (%)	▲0.5	0.8	0.1	▲0.2	0.2	▲0.3	0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.3	▲0.3	▲0.1	▲0.2	外需
77 名目財貨・サービスの輸出	寄与度 (%)	0.1	▲0.4	0.1	0.2	▲0.3	0.3	0.2	0.3	▲0.3	0.2	0.2	0.5	▲0.4	▲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 (%)	▲0.5	1.2	0.0	▲0.4	0.5	▲0.7	0.1	▲0.7	0.2	▲0.2	0.1	▲0.8	0.2	▲0.2	名目財貨・サービスの輸入
79 GDPデフレーター	前期比 (%)	▲0.1	0.7	0.3	▲0.3	0.4	▲0.7	0.6	▲0.3	▲0.2	▲0.4	0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.3	GDPデフレーター
80 民間最終消費支出	前期比 (%)	0.0	▲0.3	0.1	▲0.1	1.2	▲0.4	0.2	▲0.1	0.4	▲0.4	0.2	▲0.1	0.5	▲0.4	民間最終消費支出
81 民間住宅投資	前期比 (%)	0.6	▲0.9	0.0	▲0.3	2.2	▲0.4	0.2	▲0.4	0.5	▲0.1	▲0.1	▲0.6	0.5	0.3	民間住宅投資
82 民間企業設備投資	前期比 (%)	0.3	▲0.6	0.4	0.4	▲0.1	0.3	▲0.1	0.6	0.0	0.4	▲0.9	0.9	0.3	0.7	民間企業設備投資
83 政府最終消費支出	前期比 (%)	▲0.2	0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.2	0.4	0.4	▲0.3	▲1.3	0.3	1.0	▲0.4	▲1.9	0.4	政府最終消費支出
84 公的資本形成	前期比 (%)	0.6	▲1.7	0.4	0.1	0.3	▲1.2	1.7	0.2	▲1.3	▲1.2	2.0	0.3	▲1.8	▲1.1	公的資本形成
85 財貨・サービスの輸出	前期比 (%)	▲0.7	▲0.4	0.4	0.6	▲2.0	0.6	0.0	1.5	▲1.9	0.1	0.0	2.1	▲2.1	▲0.4	財貨・サービスの輸出
86 財貨・サービスの輸入	前期比 (%)	0.1	▲6.4	▲0.1	1.9	▲1.0	3.1	▲1.1	3.2	▲1.6	0.5	▲1.1	4.3	▲2.0	▲0.2	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、2019年3月8日時点のデータによる。

(注5) Q1=1-3月期、Q2=4-6月期、Q3=7-9月期、Q4=10-12月期

(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