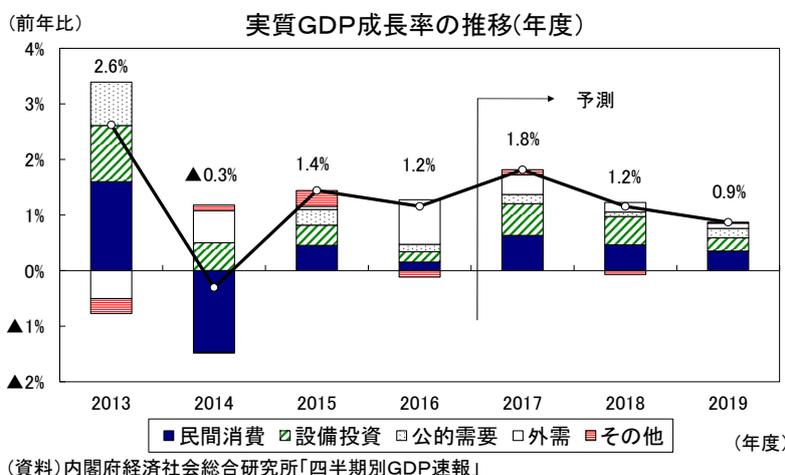


Weekly
エコノミスト・
レター2018・2019 年度経済見通し
—17年10-12月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

＜実質成長率:2017年度1.8%、2018年度1.2%、2019年度0.9%を予想＞

1. 2017年10-12月期の実質GDP（2次速報）は設備投資、民間在庫変動の上方修正から1次速報の前期比0.1%（年率0.5%）から前期比0.4%（年率1.6%）へ上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、2月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2017年度が1.8%、2018年度が1.2%、2019年度が0.9%と予想する。2017年10-12月期の実績値の上方修正を受けて、2017年度の見通しを0.1%上方修正した。
3. 海外経済の回復を背景に輸出が底堅さを維持する中、企業収益の大幅改善を受けて設備投資が増加し、日本経済は企業部門（輸出+設備投資）主導の成長を続けるだろう。
4. 一方、家計部門は厳しい状況が続く。2018年度は春闘賃上げ率が3年ぶりに前年を上回るが、物価上昇ペースの加速によりその効果は減殺される。年金給付の抑制などから家計の可処分所得の伸びが雇用者報酬を下回ることも引き続き消費を下押しするだろう。
5. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2018年後半には1%台の定着が見込まれるが、賃金上昇率が低い中ではサービス価格の上昇圧力も限られるため、2%に達することは難しい。年度ベースの上昇率は2017年度が0.7%、2018年度が1.0%、2019年度が1.1%（消費税の影響を除く）と予想する。



1. 2017年10-12月期は前期比年率1.6%へ上方修正

3/8に内閣府が公表した2017年10-12月期の実質GDP(2次速報値)は前期比0.4%(年率1.6%)となり、1次速報の前期比0.1%(年率0.5%)から上方修正された。10-12月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資(前期比0.7%→同1.0%)、民間在庫変動(前期比・寄与度▲0.1%→同0.1%)が上方修正されたことが成長率上振れの主因である。

民間在庫変動は、1次速報で内閣府の仮置き値が用いられていた原材料在庫、仕掛品在庫がいずれも大幅に上方修正された。ただし、2018年1-3月期の内閣府による仮置き値は、原材料在庫、仕掛品在庫ともに前期差マイナスで、実質GDP成長率に対する寄与度は合わせて前期比▲0.2%程度となっている。1-3月期は少なくとも1次速報では民間在庫変動が成長率の下押し要因になる公算が大きい。

2017年10-12月期の上方修正によって、日本経済は2017年を通して潜在成長率を明確に上回る成長を続けていたことが確認された。内訳をみると、10-12月期は内需寄与度が1次速報の前期比0.1%から同0.4%へと高まり(外需寄与度は前期比▲0.0%で変わらず)、内需主導の経済成長がより鮮明となったが、2017年を通してみれば、好調なのは輸出、設備投資の企業部門である。一方、10-12月期の民間消費は増加に転じたが、7-9月期と均してみれば横ばい圏の動きにとどまり、住宅投資は2四半期連続で減少した。家計部門は低調な推移が続いていると判断される。

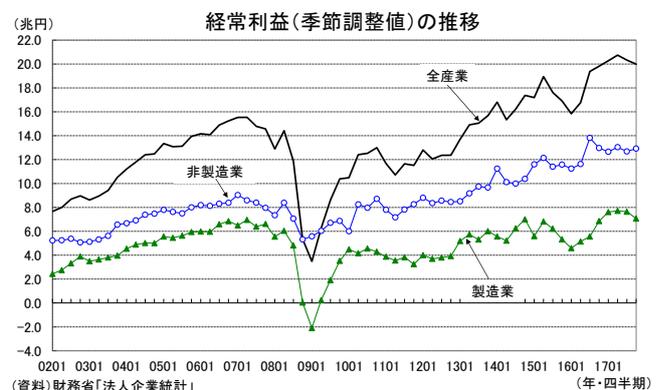
(企業収益の改善に陰り)

3/1に財務省から公表された法人企業統計では、2017年10-12月期の経常利益(金融業、保険業を除く全産業)が前年比0.9%と6四半期連続の増加となったが、7-9月期の同5.5%から伸びが鈍化した。製造業が前年比2.5%(7-9月期:同44.0%)と前期から伸びが大きく鈍化したことに加え、非製造業が前年比▲0.0%(7-9月期:同▲9.5%)と小幅ながら2四半期連続の減益となった。

また、季節調整済の経常利益は前期比▲1.7%(7-9月期:同▲2.0%)となり、過去最高水準となった2017年4-6月期から2四半期連続で水準が低下した。低下幅は小さく企業収益が引き続き高水準にあることは変わらないが、人件費や原材料費などのコストが増加しており、利益率の大幅な改善によって収益が急拡大する局面は過ぎたと考えられる。年明け以降は円高が進んでいることもあり、製造業を中心に収益環境はより厳しくなっている。

先行きについては、海外経済の回復や国内需要の持ち直しを背景に企業収益の改善基調は維持されるものの、人件費や原材料費の増加が続くことが見込まれるため、増益のペースは緩やかとなることが予想される。

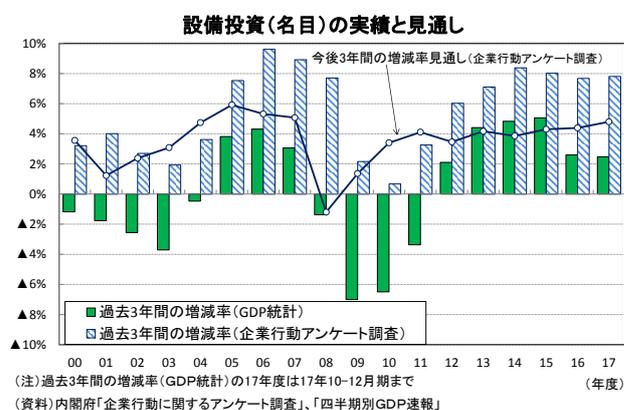
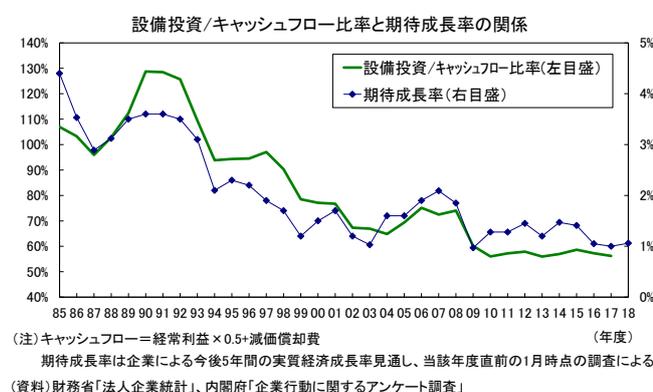
一方、設備投資(ソフトウェアを含む)は前年比4.3%と5四半期連続で増加し、7-9月期の同4.2%から伸びが若干高まった。非製造業は前年比3.0%(7-9月期:同5.9%)と伸びが鈍化した。製造業が前年比6.5%(7-9月期:同1.4%)と前期から伸びを高めた。



2017年10-12月期の設備投資は経常利益の伸びを上回ったが、引き続き前年比で一桁前半の伸びにとどまっている。2016年後半から2017年前半にかけて経常利益が二桁の伸びを続けてきたことを踏まえれば、企業の投資スタンスが積極化しているとは言えない。企業の設備投資意欲を反映する「設備投資/キャッシュフロー比率」は2010年頃から50%台の低水準での推移が続いている。

3/2に内閣府から公表された「企業行動に関するアンケート調査（2017年度）」では、今後5年間の実質経済成長率の見通し（いわゆる期待成長率）が1.1%となった。前年度の1.0%からは若干改善したものの、依然として低水準にある¹。企業の設備投資意欲が高まり、キャッシュフローに対する設備投資の水準を大きく引き上げるまでには時間がかかるだろう。

また、今後3年間の設備投資増減率の見通しは4.8%と9年連続で増加し、前年度の4.4%から伸びを高めた。ただし、調査対象が上場企業に限られていること²、海外における設備投資が含まれている可能性がある³ことなどから、実績、見通しともにGDP統計の設備投資よりも伸びが高くなる傾向があるため、この数字を額面どおり受け取ることはできないだろう。



2. 実質成長率は2017年度1.8%、2018年度1.2%、2019年度0.9%

(2017年度の成長率見通しを上方修正)

2017年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/15に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2017年度が1.8%、2018年度が1.2%、2019年度が0.9%と予想する。2017年10-12月期の実績値の上方修正を反映し、2017年度の成長率見通しを0.1%上方修正した。2018、2019年度は変更していない。

2017年10-12月期のGDP1次速報後に公表された2018年1月の経済指標は弱い結果が目立つ。失業率は前月から0.3ポイント低下の2.4%と24年9ヵ月ぶりの水準となったが、景気循環との連動性が高い鉱工業生産は前月比▲6.6%と急速に落ち込んだ。1、2月はもともと稼働日の少なさや中華圏の春節の影響から季節調整が難しく振れが大きくなる傾向がある。また、1月は大雪の影響で一部の工場が操業停止に追い込まれたことも生産の落ち込みを大きくした可能性がある。生産の

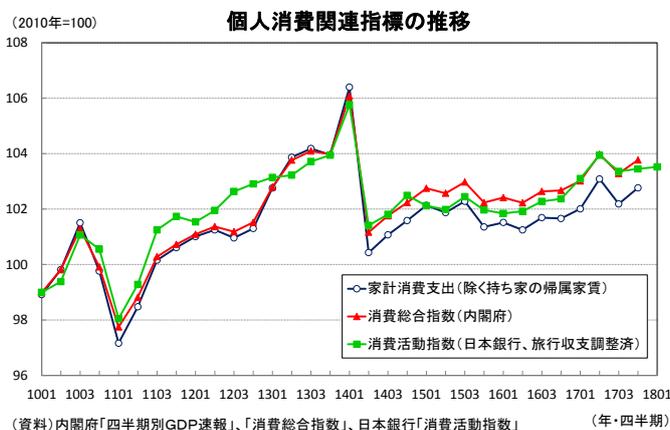
¹ 過去最低は2002、2008、2016年度の1.0%

² 中堅、中小企業も調査されているが、調査開始が2016年度のため時系列比較ができない

³ 同調査の設備投資には、国内、海外の区別がない。一方GDP統計の設備投資は国内向けのみが計上される。

基調をみるためには、1、2月を均してみる必要があるが、2月の予測指数は前月比9.0%の大幅上昇となっており、1月の結果から生産の基調が変わったと判断するのは早計だ。ただ、2018年1-3月期の鉱工業生産は前期比でマイナスとなり、2016年4-6月期から続く増産が途切れる可能性が高くなった。

家計部門は引き続き厳しい。日本銀行が販売統計を基礎統計として作成している「消費活動指数（旅行収支調整済）」は2018年1月には前月比0.4%の増加となったが、2017年12月に同▲1.0%と大きく落ち込んだ後としては戻りが弱く、1月の水準は2017年10-12月期を0.1%上回るにとどまっている。1月は大雪や生鮮野菜の価格高騰といった一時的な要因により下押しされた面はあるが、消費の基調は依然として弱い。



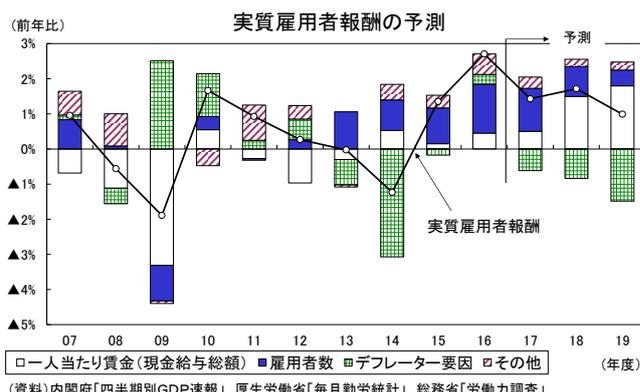
また、1月の新設住宅着工戸数は前月比▲8.6%減少の85.6万戸（季節調整済・年率換算値）と2016年1月以来、2年ぶりに90万戸を割り込む水準となった。

日本経済は着実な回復を続けてきたが、ここに来て変調の兆しがみられる。10-12月期の成長率は上方修正されたが、年明け以降の日本経済は足踏み状態となる可能性が高まっている。

（企業部門主導の成長が続くが、2018年度以降は成長率が低下）

先行きの日本経済は、海外経済の回復に伴う輸出の増加、高水準の企業収益を背景とした設備投資の回復が続くことが見込まれる一方、実質所得の低迷が続く家計部門は消費、住宅投資ともに低調に推移する公算が大きい。当面は企業部門主導の成長が続くことが予想される。

2018年度は春闘賃上げ率が3年ぶりに前年を上回ることを反映し、名目賃金の伸びは2017年度よりも高まるが、物価上昇ペースの加速によりその効果は減殺される。2018年度の雇用者報酬は名目では前年比2.6%（2017年度の見込み値は前年比2.0%）の高い伸びとなるが、実質では前年比1.7%にとどまるだろう。さらに、年金給付額の抑制などから家計の実質可処分所得はゼロ%の低い伸びとなることが予想される。このため、消費が景気の牽引役となることは引き続き期待できない。

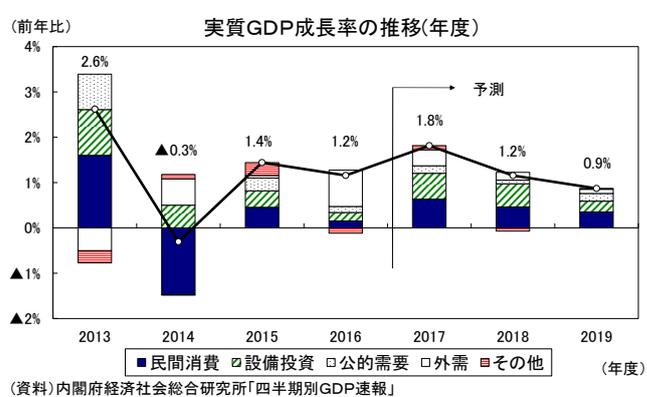
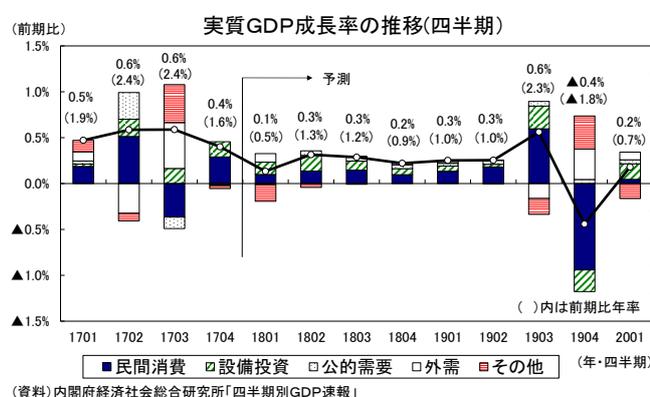


また、人件費上昇に伴うコスト増などから企業収益の伸びが鈍化することに伴い設備投資が減速すること、住宅投資、公的固定資本形成が減少に転じることから、2018年度の成長率は2017年度から低下することが予想される。

2019年度は10月に消費税率引き上げ（8%→10%）が予定されているが、前回（2014年度：5%

→8%)よりも税率の引き上げ幅が小さく、飲食料品(酒類と外食を除く)及び新聞に軽減税率の導入が予定されていることから、成長率、物価への影響は前回よりも小さくなるだろう。また、税率引き上げは2019年度下期からとなるため、年度ベースの影響は2019年度、2020年度ともに1%分(軽減税率導入を考慮すると0.75%分)となる。さらに、消費増税前後には駆け込み需要とその反動減が発生するが、年度途中での引き上げとなるため、駆け込み需要とその反動減は2019年度内でほぼ相殺されることが想定される。

2014年度の実質GDP成長率は消費税率引き上げによる悪影響を主因として▲0.3%のマイナス成長となった。2019年度は消費税率引き上げの影響が前回よりも小さいことに加え、2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催に伴う押し上げ効果も期待されることから、経済成長率が大きく落ち込むことは避けられるだろう。

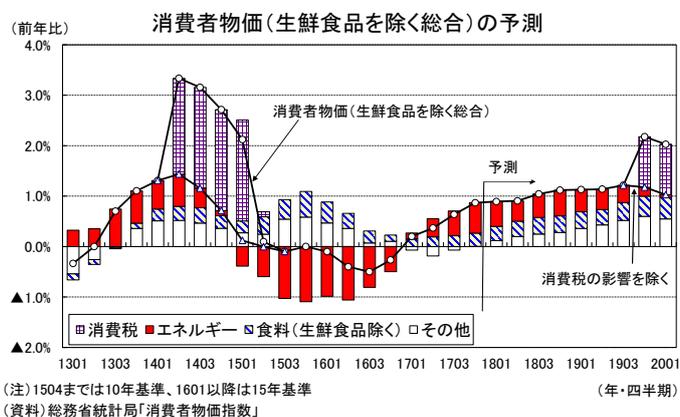


(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2017年11月から2018年1月まで3ヵ月連続で前年比0.9%となった。エネルギー価格の上昇率がやや鈍化する一方、日銀が基調的な物価変動を把握するために重視している「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」(いわゆるコアコアCPI)が2018年1月には前年比0.4%となり、基調的な物価にも改善の兆しがみられる。全国の先行指標となる東京都区部の2月中旬速報値が前年比0.9%と前月から上昇率が0.2ポイント拡大したことを踏まえれば、2月の全国コアCPI上昇率は1%に達する可能性がある。

ただし、2017年度末から2018年度初め頃にかけてエネルギー価格の上昇率鈍化が見込まれること、2月上旬以降の大幅な円高が輸入物価の下落を通じて先行きの物価下押し圧力となることから、コアCPI上昇率の1%台が定着するのは2018年後半までずれこむだろう。

景気回復持続に伴う需給バランスの改善は引き続き物価の押し上げ要因となるものの、企業の価格改定に直結する個人消費の回復が緩やかにとどまること、賃金上昇率



がベースアップでゼロ%台にとどまる中ではサービス価格の上昇圧力も限られることなどから、2%に向けて上昇ペースがさらに加速する可能性は低いだろう。

コア CPI 上昇率は 2017 年度が前年比 0.7%、2018 年度が同 1.0%、2019 年度が同 1.6% (1.1%) と予想する (括弧内は消費税率引き上げの影響を除くベース)。

日本経済の見通し (2017 年 10-12 月期 2 次 QE(3/8 発表) 反映後)

(単位: %)

前回予測 (2018. 2)

	2016年度 実績	2017年度 予測	2018年度 予測	2019年度 予測	17/4-6 実績	17/7-9 実績	17/10-12 実績	18/1-3 予測	18/4-6 予測	18/7-9 予測	18/10-12 予測	19/1-3 予測	19/4-6 予測	19/7-9 予測	19/10-12 予測	20/1-3 予測	2017年度	2018年度	2019年度
実質 GDP	1.2	1.8	1.2	0.9	0.6	0.6	0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.6	▲0.4	0.2	1.7	1.2	0.9
内需寄与度	(0.4)	(1.4)	(1.0)	(0.8)	(0.9)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	▲0.8	(0.1)	(1.3)	(1.0)	(0.8)
内、民需	(0.3)	(1.3)	(0.9)	(0.6)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	▲0.8	(0.1)	(1.2)	(0.9)	(0.6)
内、公需	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	▲0.1	▲0.0	▲0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
外需寄与度	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	▲0.3	(0.5)	▲0.0	(0.1)	▲0.0	▲0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	▲0.2	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
民間最終消費支出	0.3	1.1	0.8	0.6	0.9	▲0.6	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	1.1	▲1.7	0.1	1.1	0.8	0.6
民間住宅	6.2	▲0.3	▲1.8	1.1	0.9	▲1.7	▲2.6	▲1.9	0.3	0.9	0.4	0.9	2.1	0.3	▲3.9	▲1.4	0.1	▲1.8	1.0
民間企業設備	1.2	3.6	3.2	1.5	1.2	1.0	1.0	0.8	1.1	0.6	0.4	0.3	0.2	1.5	▲1.4	1.0	3.5	3.0	1.6
政府最終消費支出	0.5	0.4	0.6	0.6	0.2	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.4	0.6	0.6
公的固定資本形成	0.9	1.4	▲1.0	0.9	4.8	▲2.6	▲0.2	▲1.0	0.1	0.1	▲0.0	0.2	0.1	0.5	0.2	0.5	1.1	▲1.1	0.9
輸出	3.4	6.5	4.3	3.2	0.0	2.1	2.4	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8	6.4	4.4	3.3
輸入	▲1.0	4.1	3.2	2.6	1.9	▲1.2	2.9	0.1	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8	1.5	▲1.2	0.4	4.1	3.2	2.6
名目 GDP	1.0	2.0	1.4	2.0	0.9	0.7	0.3	0.5	0.1	0.2	0.4	0.8	0.3	0.5	0.5	0.8	1.8	1.4	2.0

(注) 実質 GDP の上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の重要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位: %)

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	17/4-6 実績	17/7-9 実績	17/10-12 実績	18/1-3 予測	18/4-6 予測	18/7-9 予測	18/10-12 予測	19/1-3 予測	19/4-6 予測	19/7-9 予測	19/10-12 予測	20/1-3 予測	2017年度	2018年度	2019年度
鉱工業生産 (前期比)	1.1	4.7	1.9	0.8	2.1	0.4	1.8	▲0.2	0.8	0.2	0.1	0.2	0.4	1.3	▲1.7	0.6	4.9	1.7	0.9
国内企業物価 (前年比)	▲2.3	2.7	2.0	2.3	2.1	2.9	3.4	2.3	2.2	2.2	1.8	1.6	1.6	1.3	3.2	3.1	2.7	2.0	2.3
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.7	0.9	1.6	0.4	0.6	0.6	1.3	0.9	0.9	1.1	0.8	1.1	1.2	2.2	2.0	0.7	0.9	1.6
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.2	0.7	1.0	1.6	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	2.2	2.0	0.7	1.0	1.6
(消費税除き)	▲0.2	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.0)	(0.7)	(1.0)	(1.1)
経常収支 (兆円)	20.4	21.9	20.7	20.6	19.9	22.9	23.2	21.5	20.9	19.5	21.4	20.9	20.3	17.8	21.9	22.5	21.8	20.5	20.9
(名目 GDP 比)	(3.8)	(4.0)	(3.7)	(3.6)	(3.7)	(4.2)	(4.2)	(3.9)	(3.8)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(3.7)	(3.7)
失業率 (%)	3.0	2.8	2.5	2.4	2.9	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5	2.8	2.6	2.5
住宅着工戸数 (万戸)	97	95	94	96	99	95	95	92	93	94	94	96	99	98	94	92	96	95	97
10年国債利回り (店頭基準)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
為替 (円/ドル)	108	111	112	114	111	111	113	108	109	111	113	114	114	114	114	114	111	114	116
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	47	57	66	69	53	50	59	66	64	65	67	68	68	69	69	70	57	65	68
経常利益 (前年比)	10.0	7.6	5.3	3.0	22.6	5.5	0.9	2.8	4.0	4.6	7.1	5.3	3.5	10.0	▲1.2	0.9	10.1	4.1	3.5

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。