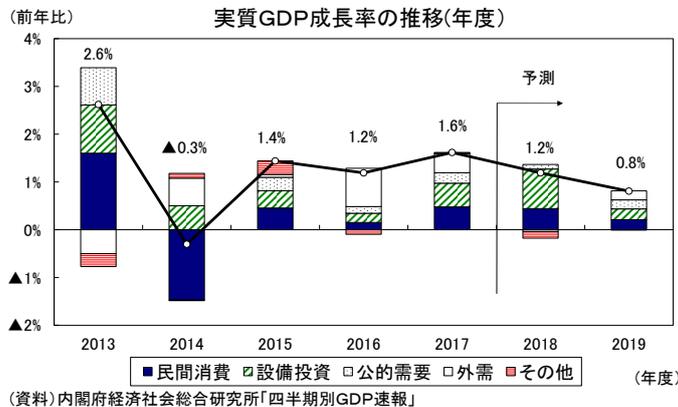


Weekly  
エコノミスト・  
レター2018・2019 年度経済見通し  
—18年4-6月期GDP2次速報後改定

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:2018年度1.2%、2019年度0.8%を予想>

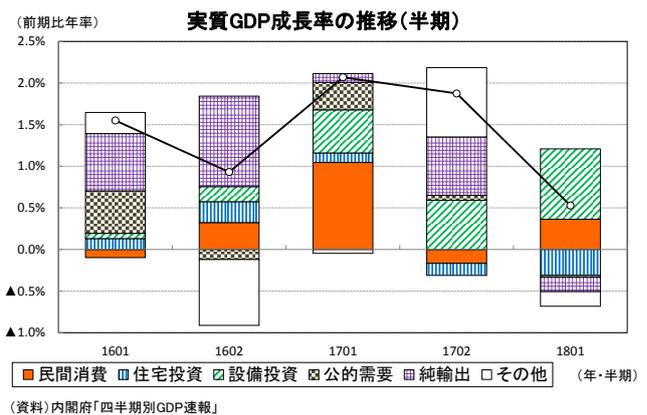
- 2018年4-6月期の実質GDP（2次速報）は、設備投資の上方修正を主因として1次速報の前期比0.5%（年率1.9%）から前期比0.7%（年率3.0%）へ上方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8月に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2018年度が1.2%、2019年度が0.8%と予想する。2018年4-6月期の実績値の上方修正を受けて2018年度の見通しを0.1%上方修正した。
- 2018年7-9月期は、豪雨、相次ぐ台風上陸、北海道地震の影響から生産、輸出が減少し、前期比年率0.3%の低成長となるが、10-12月期は自然災害による供給制約が緩和される中、挽回生産、復興需要による押し上げから同1.9%と再び潜在成長率を上回る成長となることが予想される。
- 日本経済は、自然災害による振れを伴いながら、基調としては企業部門（輸出+設備投資）主導の成長が続く可能性が高い。ただし、企業収益の伸び率が鈍化することに伴い設備投資が減速することなどから、成長率は徐々に低下するだろう。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2018年末までに1%に達するが、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%には届かない。年度ベースの上昇率は2018年度が0.9%、2019年度が1.0%（消費税の影響を除く）と予想する。



# 1. 2018年4-6月期は前期比年率3.0%へ上方修正

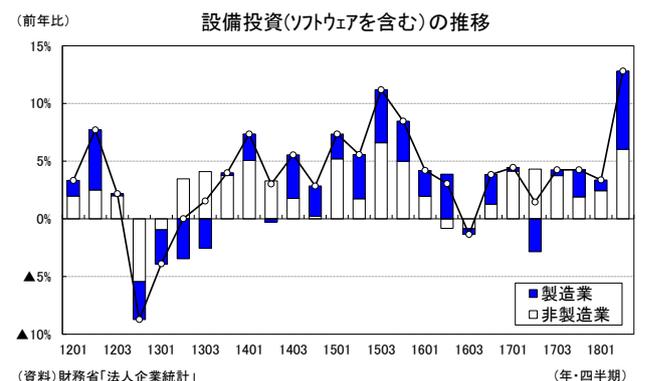
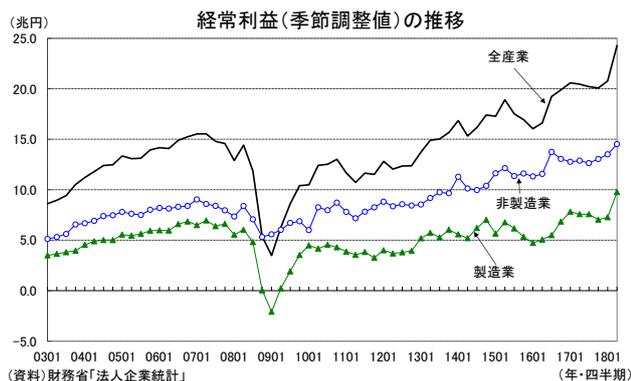
9/10に内閣府が公表した2018年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比0.7%（年率3.0%）となり、1次速報の前期比0.5%（年率1.9%）から上方修正された。4-6月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が前期比1.3%から同3.1%へと大幅に上方修正されたことがその主因である。設備投資の上方修正だけで4-6月期の成長率は年率1.2%上振れた。それ以外の需要項目では、住宅投資（前期比▲2.7%→同▲2.4%）、公的固定資本形成（前期比▲0.1%→同0.0%）が若干上方修正された。

4-6月期は1次速報時点で1%程度とされる潜在成長率を明確に上回る成長となっていたが、2次速報でさらに上方修正され、2016年1-3月期（前期比年率3.4%）以来の3%成長となった。ただし、高成長の一因は1-3月期がマイナス成長だったことであり、半期ベースでみると、2018年上期は前期比年率0.5%にとどまり、年率2%程度の高成長が続いた2017年中から大きく減速したことは1次速報時点と変わらない。



（企業収益、設備投資ともに高い伸び）

9/3に財務省から公表された法人企業統計では、2018年4-6月期の経常利益（金融業、保険業を除く全産業）が前年比17.9%と8四半期連続の増加となり、2018年1-3月期の前年比0.2%から伸びを大きく高めた。経常利益は2017年1-3月期の前年比26.6%をピークに伸び率の鈍化傾向が続いていたが、2018年4-6月期は急加速し、季節調整値の経常利益は過去最高水準を大きく更新した。



2018年4-6月期の設備投資（ソフトウェアを含む）は前年比12.8%（1-3月期：同3.4%）と7四半期連続で増加し、前期から伸びが大きく加速した。製造業（1-3月期：前年比2.8%→4-6月期：同19.8%）、非製造業（1-3月期：前年比3.6%→4-6月期：同9.2%）ともに前期から伸びを大きく高めた。

好調が続く企業収益に対して設備投資の伸びは緩やかにとどまってきたが、2018年4-6月期は今回の景気回復局面（2013年1-3月期～）で最も高い伸びとなった。設備投資の回復がようやく本

格化してきたとみることができるだろう。

ただし、設備投資の回復はあくまでも企業収益の大幅な増加に伴う潤沢なキャッシュフローを背景としたもので、キャッシュフローに対する設備投資の比率は引き続き低水準にとどまっている。企業の投資スタンスが積極化し、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。

## 2. 実質成長率は 2018 年度 1.2%、2019 年度 0.8%

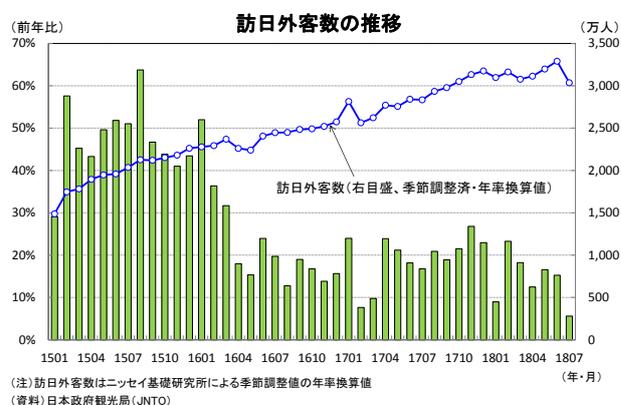
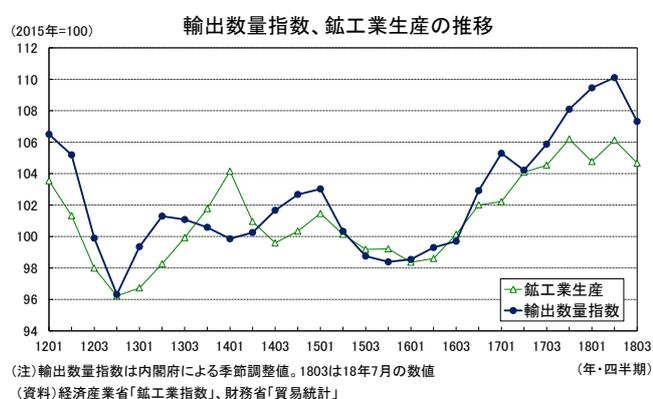
(2018 年 7-9 月期は自然災害の影響で低成長へ)

2018 年 4-6 月期の GDP2 次速報を受けて、8/13 に発表した経済見通しを改定した。実質 GDP 成長率は 2018 年度が 1.2%、2019 年度が 0.8% と予想する。2018 年 4-6 月期の実績値の上方修正を反映し、2018 年度の成長率見通しを 0.1% 上方修正した。

2018 年度の見通しは上方修正したが、豪雨、相次ぐ台風上陸、大地震といった自然災害による悪影響を考慮し、7-9 月期の成長率見通しは 1 次速報時点の前期比年率 1.7% から同 0.3% へと大幅に下方修正した。

1 次速報後に公表された 7 月の経済指標を確認すると、日本銀行作成の実質消費活動指数（旅行収支調整済）が前月比 0.5% となるなど、消費関連指標は比較的堅調だったが、西日本豪雨による工場の稼働停止の影響から鉱工業生産が前月比▲0.1% と 3 ヶ月連続のマイナスとなったほか、輸出数量指数（内閣府による季節調整値）は前月比▲1.5% の低下となった。また、前年比で二桁の高い伸びを続けてきた訪日外客数は 7 月には前年比 5.6%（6 月：同 15.3%）と伸びが大きく鈍化し、当研究所による季節調整値では前月比▲7.7% と急速に落ち込んだ。

8 月、9 月も相次ぐ台風上陸、北海道胆振東部地震によって経済活動は大きく下押しされる公算が大きい。特に、自然災害による工場の操業停止、空港閉鎖を受けて、製造業の生産活動、インバウンド需要を含めた輸出にその影響が色濃く現れることになろう。現時点では 7-9 月期の鉱工業生産は前期比▲0.3%、GDP 統計の財貨・サービスの輸出は前期比▲0.2% といずれもマイナスに転じると予想している。



自然災害によって景気回復が途切れる可能性は低いだろう。10-12 月期は供給制約が緩和される中、復興需要による押し上げも見込まれるため、前期比年率 1.9% と再び潜在成長率を上回る成長

に復帰すると予想する。

日本経済は、自然災害による振れを伴いながら、基調としては先行きも企業部門（輸出+設備投資）主導の成長が続くことが予想される。ただし、消費の低迷が続く中、原材料費、人件費上昇によるコスト増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などから、経済成長率は徐々に低下するだろう。

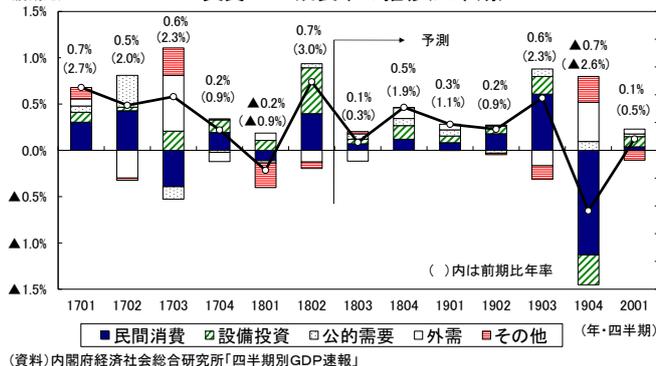
設備投資の好調を受けて設備投資の名目 GDP 比は大幅に上昇しており、2018年4-6月期には16.5%と現行のGDP統計（簡易遡及を除く）で遡ることができる1994年以降のピークを更新した。設備投資の循環的な調整圧力は高まりつつあると考えられる。

設備投資は2017年度の前年比3.1%から2018年度は同5.2%へと伸びを大きく高めるが、企業収益の伸び率低下を受けて2019年度は同1.4%へ減速すると予想する。

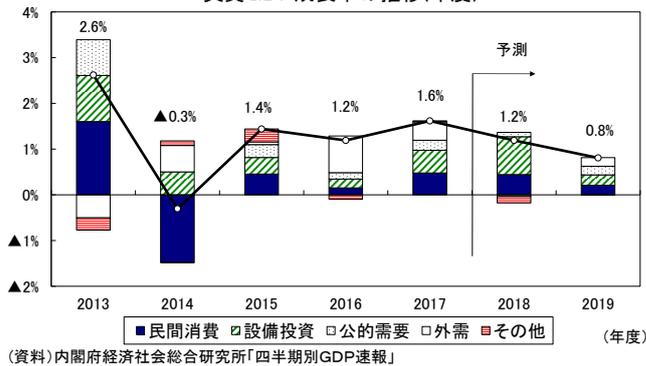
設備投資・GDP比率



実質GDP成長率の推移(四半期)



実質GDP成長率の推移(年度)



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いこと、飲食料品（酒類と外食を除く）及び新聞に対する軽減税率、教育無償化、年金生活者支援給付金などが予定されていることから、景気への悪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。

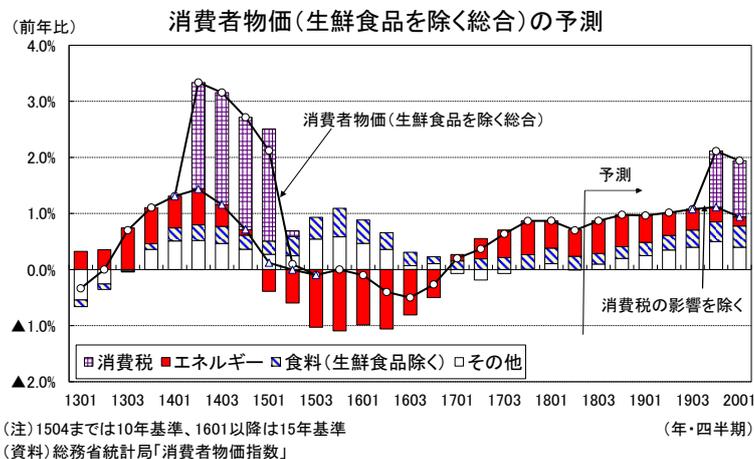
(物価の見通し)

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は、2018年2月に前年比1.0%と3年6か月ぶりに1%（消費税の影響を除くベース）に達したが、エネルギー価格の上昇率鈍化などからその後はゼロ%台後半の推移が続いている。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）は2018年3月の前年比0.5%をピークに7月には同0.3%まで上昇率が低下している。

先行きについては、景気回復に伴う需給バランスの改善が続く中、原油価格上昇の影響が遅れて反映される電気代、ガス代を中心にエネルギー価格の上昇率が高まること、外食や運送料など人手不足に起因したサービス価格の値上げが進むことなどから、コア CPI 上昇率は2018年末までに1%に達することが予想される。

ただし、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り、経済成長率を下回る状態が続くこと、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、上昇率はその後頭打ちとなり、1%程度の推移が続くことが見込まれる。2019年度中に日本銀行が物価安定の目標としている2%に達することは難しいだろう。

コア CPI 上昇率は2018年度が前年比0.9%、2019年度が同1.5%（1.0%）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 (2018年4-6月期2次QE(9/10発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2018.8)

	2016年度 実績	2017年度 実績	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 実績	18/4-6 実績	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	2018年度	2019年度
実質GDP	1.2	1.6	1.2	0.8	0.5	0.6	0.2	▲0.2	0.7	0.1	0.5	0.3	0.2	0.6	▲0.7	0.1	1.1	0.8
内需寄与度	(0.4)	(1.2)	(1.2)	(0.6)	(0.8)	(0.0)	(0.4)	(▲0.3)	(0.9)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(▲1.1)	(0.1)	(0.9)	(0.6)
内、民需	(0.3)	(1.0)	(1.1)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.4)	(▲0.3)	(0.8)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(▲1.2)	(0.0)	(0.9)	(0.4)
内、公需	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
外需寄与度	(0.8)	(0.4)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
民間最終消費支出	0.3	0.8	0.8	0.4	0.8	▲0.7	0.3	▲0.2	0.7	0.1	0.2	0.1	0.3	1.1	▲2.0	0.1	0.8	0.4
民間住宅	6.2	▲0.4	▲4.2	1.3	1.3	▲1.4	▲3.0	▲2.5	▲2.4	1.5	0.9	1.3	1.9	0.2	▲4.6	▲0.5	▲4.3	1.1
民間企業設備	1.2	3.1	5.2	1.4	0.2	1.3	0.9	0.7	3.1	0.3	0.9	0.4	0.5	1.1	▲1.9	0.7	3.6	1.5
政府最終消費支出	0.5	0.7	0.5	0.6	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6
公的固定資本形成	0.9	1.4	0.2	1.3	5.3	▲2.8	▲0.6	▲0.4	0.0	0.4	1.3	0.8	▲1.0	0.7	0.8	▲0.0	▲0.4	1.1
輸出	3.6	6.3	3.1	3.4	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	▲0.2	1.4	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7	3.7	3.3
輸入	▲0.8	4.1	3.2	2.3	1.9	▲1.5	3.3	0.2	0.9	0.5	0.7	0.6	0.8	1.6	▲1.5	0.4	3.0	2.0
名目GDP	1.0	1.7	1.2	1.8	0.8	0.8	0.3	▲0.4	0.7	0.0	0.6	0.3	0.6	0.8	0.0	0.2	1.1	1.8

(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。その他の需要項目はすべて前期比。

## <主要経済指標>

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	17/4-6	17/7-9	17/10-12	18/1-3	18/4-6	18/7-9	18/10-12	19/1-3	19/4-6	19/7-9	19/10-12	20/1-3	2018年度	2019年度
鉱工業生産 (前期比)	1.0	4.1	1.6	0.7	1.8	0.5	1.6	▲1.3	1.3	▲0.3	1.3	0.3	0.2	1.0	▲2.2	0.4	1.7	0.7
国内企業物価 (前年比)	▲2.4	2.7	2.4	2.4	2.1	2.8	3.3	2.5	2.6	2.9	2.1	1.8	1.7	1.3	3.4	3.3	2.4	2.4
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.7	0.8	1.5	0.4	0.6	0.6	1.3	0.7	1.0	1.0	0.7	1.0	1.1	2.1	1.9	0.8	1.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.2	0.7	0.9	1.5	0.4	0.6	0.9	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	2.1	1.9	0.9	1.5
(消費税除き)	(▲0.2)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
経常収支 (兆円)	21.0	21.8	19.0	18.3	20.0	23.2	23.6	18.7	22.0	17.4	19.6	17.1	18.8	15.8	20.0	18.4	20.1	19.8
(名目GDP比)	(3.9)	(4.0)	(3.4)	(3.2)	(3.7)	(4.2)	(4.3)	(3.4)	(4.0)	(3.1)	(3.5)	(3.1)	(3.3)	(2.8)	(3.5)	(3.2)	(3.6)	(3.5)
失業率 (%)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3
住宅着工戸数(万戸)	97	95	96	95	99	95	95	89	97	96	96	98	99	98	92	90	96	95
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	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
為替 (円/ドル)	108	111	111	114	111	111	113	108	109	111	112	113	113	114	114	114	111	114
原油価格 (CIF, D&A/バレル)	47	57	75	79	53	50	59	67	70	76	77	77	78	78	79	79	74	77
経常利益 (前年比)	10.0	6.9	9.0	2.3	22.6	5.5	0.9	0.2	17.9	7.0	6.2	3.9	1.0	11.8	▲1.7	▲0.6	3.3	2.0

(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」、経産省「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証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。