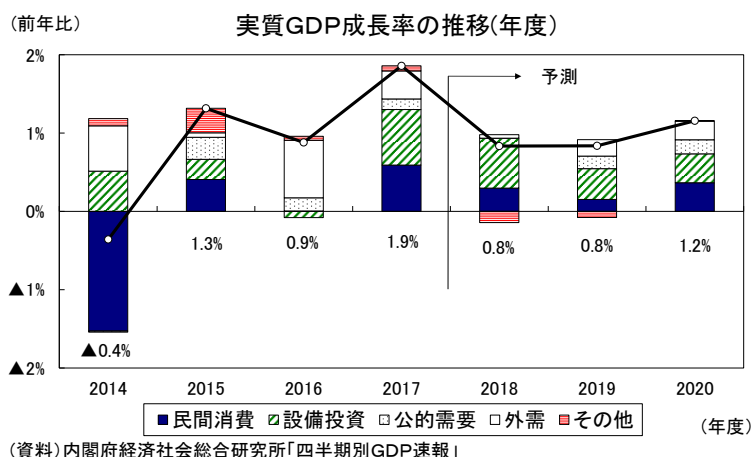


Weekly
エコノミスト・
レター2018～2020 年度経済見通し
—18年7-9月期GDP2次速報後改定

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0.8%、2019年度0.8%、2020年度1.2%を予想＞

1. 2018年7-9月期の実質GDP（2次速報）は、設備投資の下方修正を主因として1次速報の前期比▲0.3%（年率▲1.2%）から前期比▲0.6%（年率▲2.5%）へ下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、11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0.8%、2019年度が0.8%、2020年度が1.2%と予想する。2018年7-9月期の実績値の下方修正を受けて2018年度の見通しを▲0.2%下方修正した。
3. 2019年度から2020年度にかけての日本経済は、消費税率引き上げ、東京オリンピック・パラリンピック開催によって景気の振幅が大きくなることを見込まれる。
4. 消費税率が引き上げられる2019年10-12月期のマイナス成長は避けられないが、軽減税率の導入、各種の負担軽減・需要喚起策から2019年度下期の景気の落ち込みは限定的にとどまるだろう。2020年度前半は東京オリンピック開催に向けた需要の拡大から高めの成長となるが、2020年度後半はその反動から景気の停滞色が強まる可能性が高い。
5. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2018年度が0.8%、2019年度が0.7%、2020年度が1.0%（消費税の影響を除く）と予想する。賃金上昇率が低水準にとどまりサービス価格の上昇率が高まらない中では、物価目標の2%が達成されることはないだろう。



1. 2018年7-9月期は前期比年率▲2.5%へ大幅下方修正

12/10に内閣府が公表した2018年7-9月期の実質GDP(2次速報値)は前期比▲0.6%(年率▲2.5%)となり、1次速報の前期比▲0.3%(年率▲1.2%)から下方修正された。7-9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▲0.2%から同▲2.8%へと大幅に下方修正されたことがその主因である。設備投資の下方修正だけで7-9月期の成長率は年率▲1.7%下振れた。それ以外の需要項目では、民間在庫変動(前期比・寄与度▲0.1%→同0.0%)、住宅投資(前期比0.6%→同0.7%)は上方修正されたが、民間消費(前期比▲0.1%→同▲0.2%)、公的固定資本形成(前期比▲1.9%→同▲2.0%)が下方修正された。

2018年7-9月期の2次速報と同時に2017年度の第一年年次推計値が公表され、実質GDP成長率は速報値の1.6%から1.9%へと上方修正された。公的需要(政府消費、公的固定資本形成)は下方修正されたが、民間消費(前年比0.8%→同1.0%)、設備投資(前年比3.1%→同4.6%)を中心に民間需要が速報値の前年比1.3%から同1.8%へと上方修正された。

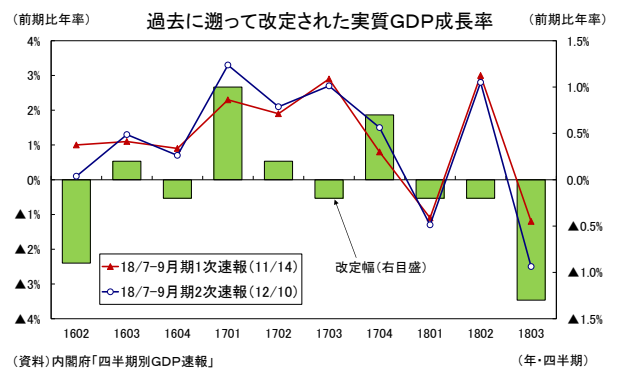
また、2016年度は第一年年次推計値から第二年年次推計値への改定が行われ、実質GDP成長率は1.2%から0.9%へ下方修正された。2017年度とは逆に、民間消費(前年比0.3%→同0.0%)、設備投資(前年比1.2%→同▲0.5%)が下方修正されている。従来に比べて2016年度の減速、2017年度の加速がより明確となった。

四半期毎の成長率も過去に遡って改定され、2017年は4四半期のうち3四半期が上方修正され、特に2017年1-3月期は前期比年率2.3%から同3.3%へと1.0%の大幅上方修正となった。一方、2018年は3四半期ともに下方修正された。

2017年度 GDP 年次推計の結果

	2016年度			2017年度		
	第一次年次推計	第二次年次推計	差	速報	第一次年次推計	差
実質GDP	1.2	0.9	▲0.3	1.6	1.9	0.3
内 需	0.4	0.1	▲0.3	1.2	1.5	0.3
(寄与度)	(0.4)	(0.1)	(▲0.3)	(1.2)	(1.4)	(0.2)
民間需要	0.4	▲0.1	▲0.5	1.3	1.8	0.5
(寄与度)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.4)	(1.0)	(1.3)	(0.3)
民間最終消費支出	0.3	0.0	▲0.3	0.8	1.0	0.2
民間住宅	6.2	6.3	0.1	▲0.3	▲0.7	▲0.4
民間企業設備	1.2	▲0.5	▲1.7	3.1	4.6	1.5
民間在庫変動(寄与度)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
公的需要	0.6	0.7	0.1	0.9	0.5	▲0.4
(寄与度)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)
政府最終消費支出	0.5	0.7	0.2	0.7	0.4	▲0.3
公的固定資本形成	0.9	0.6	▲0.3	1.5	0.5	▲1.0
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.8)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.0)
財貨・サービスの輸出	3.6	3.6	0.0	6.3	6.4	0.1
財貨・サービスの輸入	▲0.8	▲0.9	▲0.1	4.1	4.1	0.0
名目GDP	1.0	0.7	▲0.3	1.7	2.0	0.3
GDPデフレーター	▲0.2	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.0

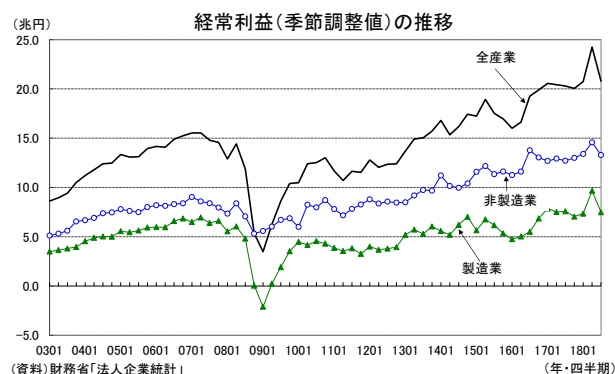
(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算」



(自然災害の影響で、企業収益の改善が一服)

12/3に財務省から公表された法人企業統計では、2018年7-9月期の全産業(金融業、保険業を除く、以下同じ)の経常利益は前年比2.2%と9四半期連続で増加したが、4-6月期の前年比17.9%から伸びが大きく低下した。季節調整済の経常利益は前期比▲14.3%(4-6月期:同16.9%)と3四半期ぶりに減少した。前期比で二桁の大幅減少だが、前期の高い伸びの反動による部分も大きく、2018年4-6月期に次ぐ過去2番目の高水準を維持している。

2018年7-9月期の経常利益の悪化は、豪雨、台風、地震など相次ぐ自然災害による供給制約と既往の原油高によるところが大きい。両者はいずれも10-12月期には剥落しているため、企業収益は再び改善に向かうことが見込まれる。ただし、2017年中に収益を大きく押し上げた輸出は、海外経済の回復ペース鈍化に伴い基調として減速しているとみられるため、先行きの増益ペースは緩やかとなることが予想される。



2. 実質成長率は2018年度0.8%、2019年度0.8%、2020年度1.2%

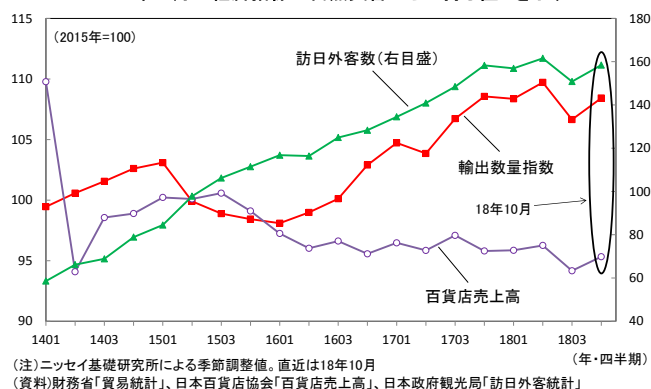
(2018年10-12月期は自然災害の影響剥落で高成長も、景気は減速)

2018年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/15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0.8%、2019年度が0.8%、2020年度が1.2%と予想する。2018年7-9月期の実績値の下方修正を反映し、2018年度の成長率見通しを▲0.2%下方修正した。

GDP1次速報後に公表された10月の経済指標を確認すると、自然災害の影響で7-9月期に大きく落ち込んだ輸出、生産、訪日外客数などはいずれも高めの伸びとなり、景気の持ち直しを示すものとなっている。2018年10-12月期の実質GDPは7-9月期の大幅な落ち込みの反動もあり、前期比年率3.5%と潜在成長率を明確に上回る高成長となるだろう。

ただし、2017年中は高い伸びを続けてきた輸出は、海外経済の回復ペース鈍化を背景に2018年入り後は基調として減速しており、景気の牽引役となってきた設備投資も企業収益の伸び率鈍化に伴い、先行きは減速に向かう可能性が高い。

2018年10月の経済指標は自然災害からの持ち直しを示す



(膨張する消費増税対策)

政府は、2019年10月に予定されている消費税率の引き上げが経済に影響を及ぼさないよう政策を総動員する方針としており、11/26に開催された経済財政諮問会議などの合同会議では、消費税率引き上げに向けての対応策が示された。

具体的には、①幼児教育無償化、年金生活者支援給付金の支給等、②軽減税率制度の実施、③低所得者・子育て世帯向けプレミアム商品券、④自動車・住宅の購入者に対する税制・予算措置、⑤消費税率の引き上げに伴う柔軟な価格設定(ガイドライン)、⑥中小小売業に関する消費者へのポイント還元支援、⑦マイナンバーカードを活用したプレミアムポイント、⑧商店街活性化、⑨防災・減災、国土強靱化対策、の9項目となっている。

対策の規模、期限などの詳細は年末までに決定されるが、これらの対策によって消費税率引き上げによる経済への影響は前回（2014年4月）に比べるとかなり小さくなることは確実だ。

消費税率引き上げ前後の駆け込み需要とその反動も前回増税時を下回るだろう。もともと、前回よりも税率の引き上げ幅が小さいこと（3%→2%）、住宅、自動車など買い替えサイクルの長い高額品については前回の引き上げ時に前倒しで購入した世帯が多いことから、駆け込み需要の規模はそれほど大きくならないことが想定されていたが、増税対策の拡充によってその可能性はより高くなった。キャッシュレス決済時のポイント還元（5%）や自動車減税などは増税前の買い控えをもたらす恐れすらある。

当研究所では、消費増税前の駆け込み需要の規模は、1997年4月が3.5兆円（個人消費1.7兆円、住宅投資1.8兆円）、2014年4月が4.0兆円（個人消費3.0兆円、住宅投資1.0兆円）と試算しているが、今回の増税前の駆け込み需要は1.9兆円（個人消費1.5兆円、住宅投資0.4兆円）と前回の半分程度になると想定している。

なお、今回の消費税率引き上げは年度途中からとなるため、駆け込み需要とその反動減は2019年度内ではほぼ相殺されることが想定される。

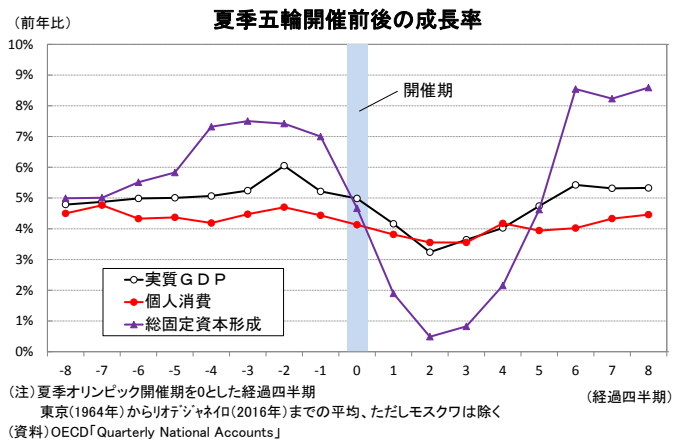
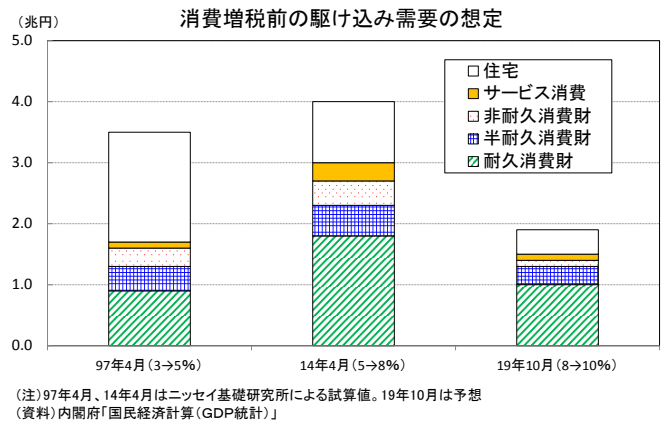
今回の消費増税対策は、対象の線引きの難しさ（軽減税率）、システム改修の遅れ（軽減税率、ポイント還元）など実務上の問題が少なくないことに加え、期限付きのものが含まれていることにも注意が必要だ。最近の日本経済は設備投資やインバウンド需要を中心に東京オリンピック関連需要で押し上げられているが、その効果はいずれなくなる。

東京オリンピック・パラリンピックは2020年の7月から9月にかけて開催される（オリンピック：7/24～8/9、パラリンピック：8/25～9/6）。過去の夏季オリンピック開催国において、開催前後の四半期毎の実質GDP成長率（1964年の東京（日本）から2016年のリオデジャネイロ（ブ

消費税率引き上げに伴う対応-9項目-

①	幼児教育無償化 年金生活者支援給付金の支給 介護保険料の負担軽減	3～5歳までの全児童、住民税非課税世帯の0～2歳を対象 低年金の高齢者に対し、最大年6万円を恒久的に給付 低所得者高齢者の介護保険料を最大で基準額の30%まで引き下げ
②	軽減税率制度	対象品目は飲食物品（酒類及び外食を除く）と新聞
③	プレミアム商品券	住民税非課税世帯や子育て世帯を対象
④	住宅購入支援 自動車購入支援	住宅ローン減税の延長、すまい給付金の拡充、住宅エコポイントの導入を検討 自動車取得税を廃止して創設する燃料課税（環境性能割）の一時的な減税、自動車税の引き下げを検討
⑤	柔軟な価格設定のためのガイドライン整備	増税前後に柔軟な価格設定が行えるようガイドラインを整備
⑥	中小小売業の消費者へのポイント還元支援	中小小売店でのキャッシュレス決済時に5%のポイント還元
⑦	マイナンバーカードへのプレミアムポイント	マイナンバーカードに「自治体ポイント」を加算
⑧	商店街活性化	インバウンド需要などの取り込みや集客力向上に向けた取り組みを支援
⑨	防災・減災、国土強靱化対策	2018年度からの3年間で集中的に公共投資を実施

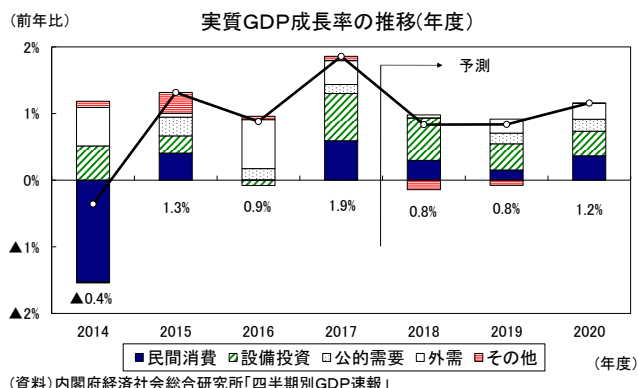
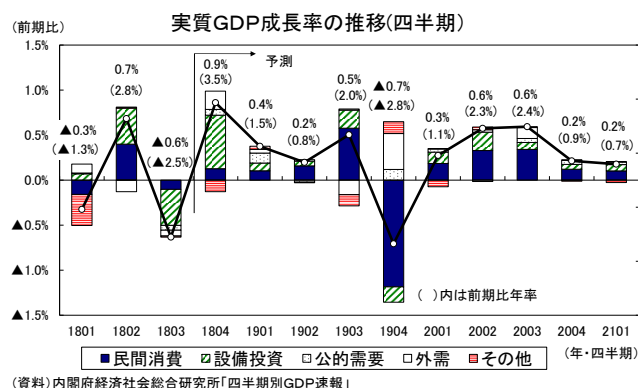
（資料）経済財政諮問会議・未来投資会議・まち・ひと・しごと創生会議・規制改革推進会議 合同会議「経済政策の方向性に関する中間整理（2018年11月26日）」、各種報道等を基に作成



ラジル) までの平均。ただしデータ上の制約から 1980 年のモスクワ (ソ連) を除く) をみると、成長率のピークは開催 2 四半期前で、その後 1 年間は伸び率が低下していることが確認できる。需要項目別には、総固定資本形成は開催 3 四半期前がピークで、開催 2 四半期後まで伸び率が急低下しており、個人消費は開催 2 四半期前をピークに、開催 3 四半期後まで伸び率が緩やかに鈍化している。

これを機械的に 2020 年の東京オリンピック・パラリンピックに当てはめると、成長率のピークは 2020 年 1-3 月期となる。もちろん、実際の経済はオリンピック以外の要因に左右されるが、現在、計画されている消費増税に向けての各種施策は期限付きのものも多く、対策の効果一巡がオリンピック終了と重なることで、景気の落ち込みを増幅するリスクがある。

今回の予測では、オリンピック関連需要の一巡によるマイナスの影響を、消費増税後の反動減の緩和による押し上げが打ち消すことにより、2020 年度前半まで景気は好調を維持するとした。しかし、オリンピック終了後の 2020 年度下期には押し上げ要因がなくなるため、景気の停滞色が強まることは避けられないだろう。

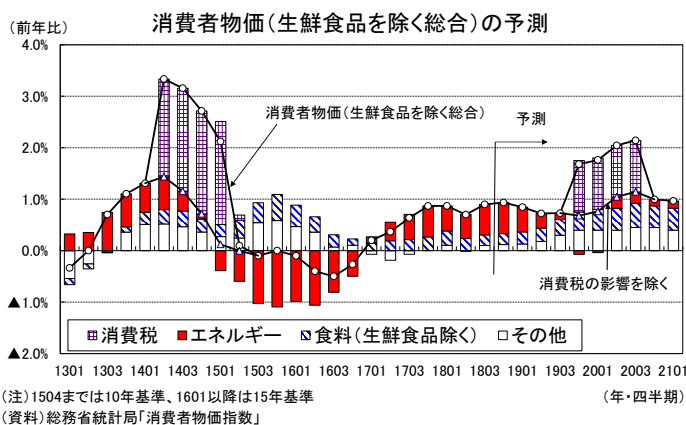


(物価の見通し)

消費者物価 (生鮮食品を除く総合、以下コア CPI) は、2018 年 9 月に前年比 1.0%と 7 ヶ月ぶりに 1%に達した後、10 月も同水準を維持したが、その主因は既往の原油高に伴うエネルギー価格の上昇幅拡大である。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) の上昇率はゼロ%台前半にとどまっている。

先行きについては、足もとの原油価格急落に伴うエネルギー価格の上昇幅縮小を主因として 2018 年末までに 1%を割り込む可能性が高く、2019 年度中はゼロ%台後半の推移が続くことが予想される。コア CPI 上昇率が 1%に達するのはオリンピック開催に向けて需要の拡大が見込まれる 2020 年度入り後となる。

消費者物価は先行きも為替、原油価格な



どの外生的な要因によって左右されやすい状況が続くが、賃上げ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が限られることから、2020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0.8%、2019年度が同0.7%（1.2%）、2020年度が同1.0%（1.5%）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7-9月期2次QE(12/10発表)反映後）

(単位、%) 前回予測(2018.11)

	2017年度実績	2018年度予測	2019年度予測	2020年度予測	18/4-6実績	18/7-9実績	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	20/4-6予測	20/7-9予測	20/10-12予測	21/1-3予測	2018年度予測	2019年度予測	2020年度予測
実質GDP	1.9	0.8	0.8	1.2	0.7	▲0.6	0.9	0.4	0.2	0.5	▲0.7	0.3	0.6	0.6	0.2	0.2	1.0	0.8	1.2
内需寄与度	(1.4)	(0.8)	(0.6)	(0.9)	(0.8)	(▲0.5)	(0.7)	(0.3)	(0.2)	(0.7)	(▲1.1)	(0.3)	(0.6)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.9)	(0.7)	(0.9)
内、民需	(1.3)	(0.8)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(▲0.5)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(▲1.2)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.9)	(0.5)	(0.7)
内、公需	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.2)	(0.2)
外需寄与度	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(▲0.2)	(0.4)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.2)
民間最終消費支出	1.0	0.5	0.3	0.7	0.7	▲0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	▲2.1	0.3	0.6	0.6	0.2	0.2	0.5	0.3	0.6
民間住宅	▲0.7	▲4.3	1.0	▲2.4	▲1.9	0.7	0.7	1.5	1.9	0.3	▲5.0	▲0.5	0.4	0.6	▲0.6	▲0.1	▲4.4	1.0	▲2.5
民間企業設備	4.6	4.0	2.4	2.2	2.8	▲2.8	3.7	0.5	0.3	1.2	▲1.0	0.8	1.2	0.5	0.3	0.4	5.1	2.2	2.2
政府最終消費支出	0.4	0.6	0.7	0.7	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.5	0.6	0.8
公的固定資本形成	0.5	▲2.0	0.7	0.7	▲0.5	▲2.0	1.1	2.0	▲1.1	▲0.4	0.7	0.6	▲0.3	0.2	0.3	▲0.0	▲1.9	0.5	0.8
輸出	6.4	2.4	3.3	3.3	0.3	▲1.8	2.4	0.7	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6	1.6	0.6	0.6	2.5	3.3	3.3
輸入	4.1	2.2	2.1	1.9	1.0	▲1.4	1.2	0.4	0.9	1.7	▲1.6	0.7	0.7	0.9	0.5	0.6	2.3	2.2	2.1
名目GDP	2.0	0.7	1.8	2.1	0.5	▲0.7	0.8	1.0	0.5	0.3	0.1	0.6	0.9	0.3	0.6	0.4	0.8	1.8	2.2

(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、%)

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	18/4-6実績	18/7-9実績	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	20/4-6予測	20/7-9予測	20/10-12予測	21/1-3予測	2018年度	2019年度	2020年度
鉱工業生産(前期比)	2.9	1.0	0.8	1.2	1.2	▲1.3	2.0	0.3	0.2	1.0	▲2.3	0.5	0.9	1.2	▲0.2	0.4	0.8	1.2	1.3
国内企業物価(前年比)	2.7	2.5	2.3	2.0	2.4	3.0	2.7	2.0	2.0	1.2	2.8	3.2	3.2	3.2	1.0	0.6	2.5	2.5	1.9
消費者物価(前年比)	0.7	0.8	1.2	1.5	0.7	1.1	0.9	2.0	0.9	0.7	1.7	1.7	2.0	2.1	1.0	1.0	0.9	1.4	1.6
消費者物価(生鮮食品除き)	0.7	0.8	1.2	1.5	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	1.7	1.8	2.0	2.1	1.0	1.0	0.9	1.3	1.6
(消費税除き)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(1.1)
経常収支(兆円)	21.8	18.9	19.4	20.0	22.1	17.0	17.4	19.1	21.2	17.1	20.0	19.5	21.5	18.5	20.6	19.4	18.2	18.0	18.6
(名目GDP比)	(4.0)	(3.4)	(3.5)	(3.5)	(4.0)	(3.1)	(3.2)	(3.4)	(3.8)	(3.0)	(3.6)	(3.4)	(3.8)	(3.2)	(3.6)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.2)
失業率(%)	2.7	2.4	2.3	2.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2
住宅着工戸数(万戸)	94.6	96.6	94.7	92.7	96.8	95.3	96.8	97.7	99.7	95.8	92.3	91.1	91.9	92.8	92.8	93.1	96.5	94.6	92.5
10年国債利回り(右端年率)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3
為替(円/ドル)	111	112	115	115	109	111	113	113	115	116	115	115	115	115	115	115	112	116	115
原油価格(CIF,ドル/バレル)	57	71	68	71	70	76	76	63	67	68	69	69	70	70	71	71	74	75	77
経常利益(前年比)	6.9	6.8	1.6	3.7	17.9	2.2	3.4	2.2	1.3	10.7	▲3.1	▲1.0	2.8	7.5	3.3	1.5	8.1	1.5	4.1

(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。