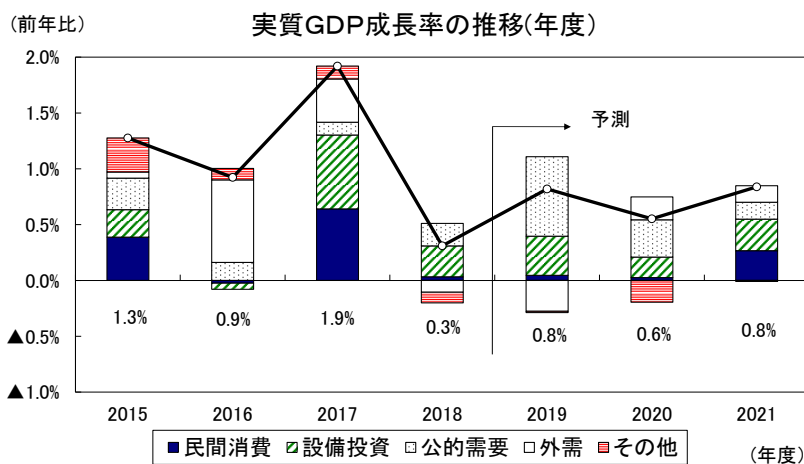


Weekly  
エコノミスト・  
レター2019～2021 年度経済見通し  
—19年7-9月期GDP2次速報後改定

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

＜実質成長率：2019年度0.8%、2020年度0.6%、2021年度0.8%を予想＞

- 2019年7-9月期の実質GDP（2次速報）は、設備投資の上方修正などから、1次速報の前期比0.1%（年率0.2%）から前期比0.4%（年率1.8%）へと上方修正された。
- 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2019年度が0.8%、2020年度が0.6%、2021年度が0.8%と予想する。2019年7-9月期の上方修正を受けて、2019年度の見通しを0.2%上方修正したが、消費増税後の2019年10-12月期の見通しを下方修正し、2019年度から2020年度への発射台が下がったことを反映し、2020年度の見通しを▲0.1%下方修正した。
- 事業規模26.0兆円、財政支出13.2兆円の大型経済対策が閣議決定されたが、2019年度補正予算の規模自体は2018年度補正予算とそれほど変わらない。景気の押し上げ効果は限定的だろう。2020年度は東京オリンピック開催に伴う需要の拡大から前半は高めの成長となるが、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。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2019年度が0.5%、2020年度が0.4%、2021年度が0.5%と予想する。予測期間を通して1%割れの低空飛行が続くだろう。



# 1. 2019年7-9月期は前期比年率1.8%へ上方修正

12/9に内閣府が公表した2019年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は前期比0.4%（年率1.8%）となり、1次速報の前期比0.1%（年率0.2%）から大幅に上方修正された。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0.9%から同1.8%へ、民間在庫変動が前期比・寄与度▲0.3%から同▲0.2%へと上方修正されたことが成長率の上振れにつながった。その他の需要項目では、民間消費（前期比0.4%→同0.5%）、住宅投資（前期比1.4%→同1.6%）、政府消費（前期比0.5%→同0.7%）、公的固定資本形成（前期比0.8%→同0.9%）がいずれも小幅ながら上方修正された。

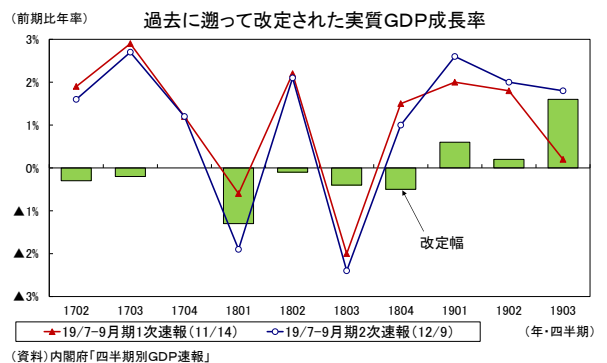
2019年7-9月期の2次速報と同時に2018年度の第一次年次推計値が公表され、実質GDP成長率は速報値の0.7%から0.3%へと下方修正された。公的固定資本形成が前年比▲4.0%から同0.6%へと大幅に上方修正されたが、民間消費（前年比0.4%→同0.1%）、設備投資（前年比3.5%→同1.7%）を中心に民間需要が速報値の前年比1.1%から同0.2%へと下方修正された。公的需要の上方修正（寄与度：▲0.0%→0.2%）を民間需要の下方修正（寄与度：0.8%→0.2%）が大きく上回った。

四半期毎の成長率も過去に遡って改定され、2018年は4四半期全てが下方修正される一方、2019年入り後の3四半期は全て上方修正された。

2018年度GDP年次推計の結果

|             | 2017年度  |         |        | 2018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       | 1.9     | 1.9     | 0.0    | 0.7    | 0.3     | ▲0.4   |
| 内需          | 1.5     | 1.5     | 0.0    | 0.8    | 0.4     | ▲0.4   |
| 民間需要        | (1.5)   | (1.5)   | (0.0)  | (0.8)  | (0.4)   | (▲0.4) |
| 民間最終消費支出    | 1.8     | 1.8     | 0.0    | 1.1    | 0.2     | ▲0.9   |
| 民間住宅        | (1.3)   | (1.4)   | (-0.1) | (0.8)  | (0.2)   | (▲0.6) |
| 民間企業設備      | 0.7     | 1.4     | ▲0.7   | 4.3    | 4.9     | ▲0.6   |
| 民間在庫変動      | 4.6     | 4.3     | ▲0.3   | 3.5    | 1.7     | ▲1.8   |
| 公的需要        | (0.1)   | (0.2)   | (0.1)  | (0.1)  | (0.0)   | (▲0.1) |
| 政府最終消費支出    | 0.6     | 0.5     | ▲0.1   | ▲0.1   | 0.8     | 0.9    |
| 公的固定資本形成    | (0.1)   | (0.1)   | (0.0)  | (▲0.0) | (0.2)   | (-0.2) |
| 財貨・サービスの総輸出 | 0.4     | 0.3     | ▲0.1   | 0.9    | 0.9     | 0.0    |
| 財貨・サービスの輸出  | 0.5     | 0.5     | 0.0    | 4.0    | 0.6     | 4.6    |
| 財貨・サービスの輸入  | (0.4)   | (0.4)   | (0.0)  | (▲0.1) | (▲0.1)  | (0.0)  |
| 名目GDP       | 6.5     | 6.5     | 0.0    | 1.6    | 1.6     | 0.0    |
| GDPデフレーター   | 4.0     | 3.9     | ▲0.1   | 2.2    | 2.2     | 0.0    |
|             | 2.0     | 2.0     | 0.0    | 0.5    | 0.1     | ▲0.4   |
|             | 0.1     | 0.1     | 0.0    | ▲0.2   | ▲0.2    | 0.0    |

(資料)内閣府「国民経済計算(GDP統計)」



## (経済対策の効果をどうみるか)

政府は、12/5に事業規模26.0兆円、財政支出13.2兆円の「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を閣議決定した。財政支出の内訳は、①災害からの復旧・復興と安全・安心の確保に5.8兆円、②経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援に3.1兆円、③未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上に4.3兆円となっている。

政府は今回の経済対策による実質GDPの押し上げ効果を1.4%程度と試算しているが、この試算はやや過大と考えられる。政府の試算は経済対策とそれに伴う補正予算がなかった場合をベースとしているが、実際には毎年のように経済対策を目的とした補正予算が編成されているため、実質的な上乗せ幅は見かけほど大きくない。たとえば、2018年度には経済対策は実施されなかったものの、国土強靱化を目的とした公共事業関係費の大幅な積み増しが行われるなど補正予算で3.6兆円

の支出が追加（予算補正追加額が 4.9 兆円、予算補正修正減少額が 1.3 兆円）された。今回の経済対策に盛り込まれた一般会計の 2019 年度の補正予算は 4.3 兆円で前年度とあまり変わらない。

安心と成長の未来を拓く総合経済対策 —取り組む施策—

|      |   | 事業規模 | 財政支出 (兆円) |       |
|------|---|------|-----------|-------|
|      |   |      | 国・地方の歳出   | 財政投融資 |
| I.   | 災害からの復旧・復興と安全・安心の確保                     | 7.0  | 5.8       | 0.3   |
| II.  | 経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援              | 7.3  | 3.1       | 1.1   |
| III. | 未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上 | 11.7 | 4.3       | 2.4   |
| 合計   |   | 26.0 | 13.2      | 3.8   |

(資料)内閣府

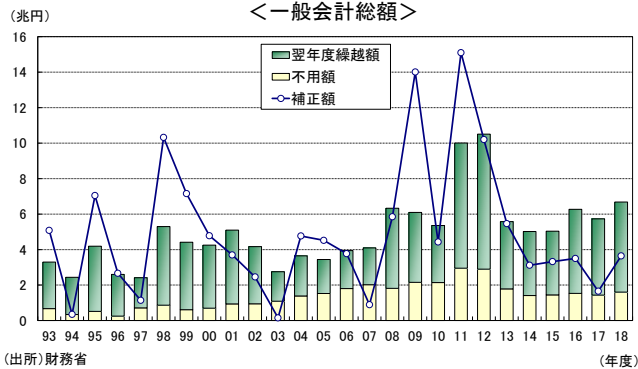
財政支出の内訳

|          |  | 兆円   |
|----------|--|------|
| 国・地方の歳出  |  | 9.4  |
| 国費       |  | 7.6  |
| 一般会計     |  | 6.2  |
| 2019年度   |  | 4.4  |
| 補正予算     |  | 4.3  |
| 予備費      |  | 0.1  |
| 2020年度   |  | 1.8  |
| 臨時・特別の措置 |  | 1.8  |
| 特別会計     |  | 1.5  |
| 2019年度   |  | 0.7  |
| 2020年度以降 |  | 0.8  |
| 地方費      |  | 1.8  |
| 財政投融資    |  | 3.8  |
| 令和元年度    |  | 1.4  |
| 令和2年度以降  |  | 2.4  |
| 財政支出     |  | 13.2 |

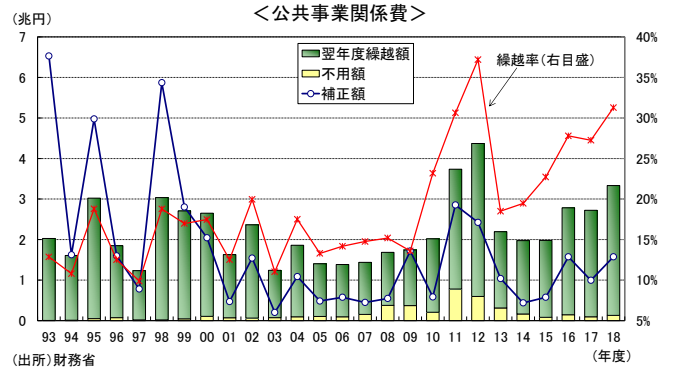
また、補正予算の成立は年度末近くになることが多いため、予算が消化しきれないという問題もある。日本の予算は単年度主義となっており、予算によって認められた国費の歳出期限が及ぶのは原則として当年度限りで、年度内に使用し終わらない金額は国庫に返納することになっている。一定の条件を満たせば翌年度に繰り越すことができるが、東日本大震災からの復興、大型景気対策のために補正予算の規模が大きく膨らんだ 2011、2012 年度は 10 兆円以上が使いきれずに、そのうち約 3 兆円が不用額となり結局執行されずに終わった。

2013 年度以降は補正予算の規模縮小に伴い未使用額（翌年度繰越額＋不用額）も小さくなったが、それでも補正額を上回る未使用額が毎年発生している。特に、公共事業関係費については人手不足の影響もあって予算の繰越率（翌年度繰越額／歳出予算現額）がこのところ大きく上昇しており、2018 年度は 31.3%となった。2019 年度補正予算は規模が大きいことに加え、成立が年度末近くになることが見込まれるため、予算の使い残しが膨らむ可能性がある。経済対策による景気の押し上げ効果は見かけほど大きくならないだろう。

補正予算と未使用額(翌年度繰越額+不用額) <一般会計総額>



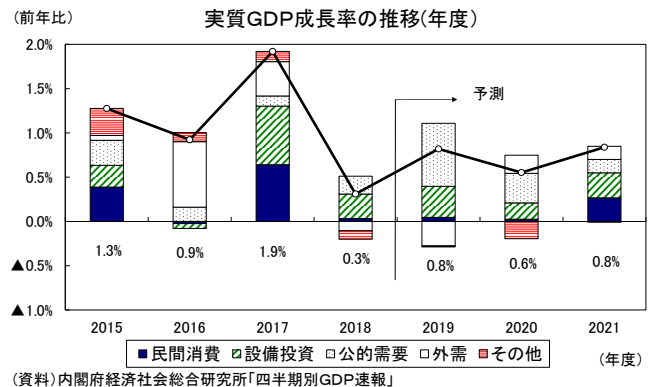
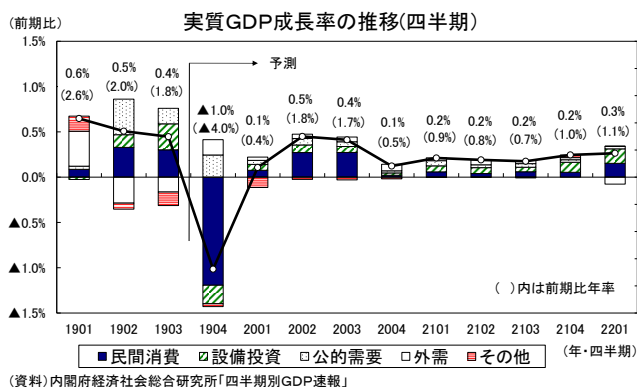
補正予算と未使用額(翌年度繰越額+不用額) <公共事業関係費>



## 2. 実質成長率は2019年度0.8%、2020年度0.6%、2021年度0.8%

(2019年10-12月期は大幅マイナス成長の見込み)

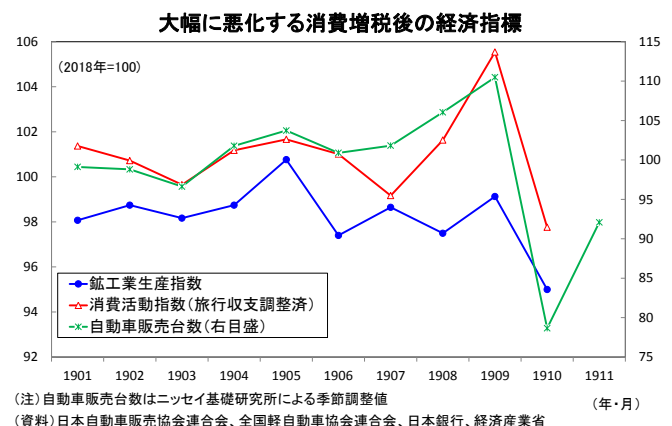
2019年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/15に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2019年度が0.8%、2020年度が0.6%、2021年度が0.8%と予想する。2019年7-9月期の実績値が大幅上方修正となったことを受けて、2019年度の成長率見通しを0.2%上方修正した。一方、消費税率引き上げ後の2019年10-12月期の成長率を大幅に下方修正したことにより、2019年度から2020年度への発射台(ゲタ)が1次速報時点の▲0.2%から▲0.3%に下がったため、2020年度の成長率見通しを▲0.1%下方修正した。



2019年7-9月期のGDP1次速報後に公表された経済指標を確認すると、10月の景気関連指標は消費増税前の駆け込み需要の反動に台風19号などの自然災害の影響が加わったことから、大幅に落ち込んだ。

日本銀行作成の実質消費活動指数(旅行収支調整済)は2019年9月に前月比3.8%の高い伸びとなった後、10月には同▲7.4%と急速に落ち込んだ。特に、消費増税前の駆け込み需要が大きかった耐久財は9月に前月比17.5%の大幅増加となった後、10月には同▲35.2%の大幅減少となった。すでに11月分まで公表されている自動車販売台数は2019年10月に前月比▲28.8%の大幅減少となった後、自然災害の影響がなくなった11月には同17.1%の増加(いずれもニッセイ基礎研究所による季節調整値)となったが、10月の大幅な落ち込みの後としては戻りが弱い。

また、景気循環との連動性が高い鉱工業生産指数は、消費増税前の駆け込み需要が一定程度発生したにもかかわらず2019年7-9月期は前期比▲0.5%となっていたが、10月には台風19号によって一部の工場が操業停止を余儀なくされたこともあり、前月比▲4.2%の減産となった。生産計画を表す予測指数も11月が前月比▲1.5%、12月が同1.1%と弱く、10-12月期が2四半期連続の減産となることはほぼ確実で、減産幅は7-9月期から



拡大する公算が大きい。

消費増税後は、税率引き上げに伴う実質購買力の低下、駆け込み需要の反動、台風19号などの自然災害、ポイント還元制度等の消費増税対策の影響等が混在しているため、景気の基調が見極めにくくなっているが、もともと弱かった景気の基調が消費増税後に一段と弱くなっている可能性がある。

2019年7-9月期のGDP1次速報時点では2019年10-12月期の実質GDPは前期比年率▲2.6%と予想していたが、その後公表された経済指標が想定よりも下振れしていることを反映し、同▲4.0%へと下方修正した。

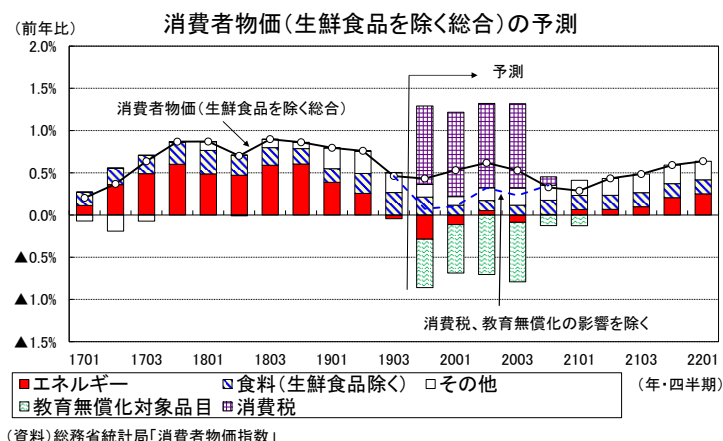
実質GDPは、反動減や自然災害の影響が和らぐ2020年1-3月期に前期比年率0.4%と小幅なプラスに転じた後、東京オリンピック・パラリンピックが開催される7-9月期にかけて伸びを高めるが、オリンピック終了後の2020年度後半から2021年度前半にかけては、押し上げ効果の剥落から景気の停滞色が強まることは避けられない。ポイント還元制度などの消費増税対策の効果一巡がオリンピック終了と重なることで、景気の落ち込みを増幅するリスクがある。実質GDPが潜在成長率とされる1%を上回る伸びとなるのは2021年度後半になるだろう。

(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、2019年4月の前年比0.9%をピークに鈍化傾向が続き、9月には同0.3%となった。2017年2月から2年以上にわたって上昇を続けてきたエネルギー価格が原油価格下落の影響で2019年8月に下落に転じたことがその主因である。外食、食料品を中心に原材料費、物流費、人件費などのコスト増を価格転嫁する動きは継続しており、物価の基調が弱まっているわけではないが、エネルギー価格下落の影響を打ち消すほどの強さはない。

2019年10月には消費税率が引き上げられたが、それと同時に幼児教育無償化が実施されたため、コアCPI上昇率は0.4%と前月から0.1ポイントの拡大にとどまった。先行きについては、消費税率引き上げによる影響は前回増税時に比べれば小さいものの、個人消費が一定程度減少し、需給面からの物価上昇圧力が弱まることは避けられない。また、サービス価格との連動性が高い賃金は伸び悩みが続いているが、2020年の賃上げ率は2年連続で前年を下回る可能性が高いため、賃金面からの物価上昇圧力も高まらないだろう。

コアCPI上昇率は2019年度が前年比0.5%、2020年度が同0.4%、2021年度が同0.5%、消費税率引き上げ・教育無償化の影響を除くベースでは2019年度が前年比0.3%、2020年度が同0.3%、2021年度が同0.5%と予想する。





# 日本経済の見通し (2019年7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2019.11)

|          | 2018年度<br>実績 | 2019年度<br>予測 | 2020年度<br>予測 | 2021年度<br>予測 | 19/4-6<br>実績 | 19/7-9<br>実績 | 19/10-12<br>予測 | 20/1-3<br>予測 | 20/4-6<br>予測 | 20/7-9<br>予測 | 20/10-12<br>予測 | 21/1-3<br>予測 | 21/4-6<br>予測 | 21/7-9<br>予測 | 21/10-12<br>予測 | 22/1-3<br>予測 | 2019年度<br>予測 | 2020年度<br>予測 | 2021年度<br>予測 |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP    | 0.3          | 0.8          | 0.6          | 0.8          | 0.5          | 0.4          | ▲1.0           | 0.1          | 0.5          | 0.4          | 0.1            | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2            | 0.3          | 0.6          | 0.7          | 0.8          |
| 内需寄与度    | (0.4)        | (1.1)        | (0.3)        | (0.7)        | (0.8)        | (0.6)        | (▲1.2)         | (0.1)        | (0.4)        | (0.4)        | (0.1)          | (0.2)        | (0.1)        | (0.1)        | (0.2)          | (0.3)        | (0.9)        | (0.5)        | (0.7)        |
| 内、民需     | (0.2)        | (0.4)        | (0.0)        | (0.5)        | (0.4)        | (0.4)        | (▲1.4)         | (0.0)        | (0.3)        | (0.3)        | (0.0)          | (0.1)        | (0.1)        | (0.1)        | (0.2)          | (0.3)        | (0.2)        | (0.2)        | (0.6)        |
| 内、公需     | (0.2)        | (0.7)        | (0.3)        | (0.2)        | (0.4)        | (0.2)        | (0.2)          | (0.0)        | (0.1)        | (0.1)        | (0.0)          | (0.1)        | (0.0)        | (0.0)        | (0.0)          | (0.0)        | (0.7)        | (0.3)        | (0.1)        |
| 外需寄与度    | (▲0.1)       | (▲0.3)       | (0.2)        | (0.1)        | (▲0.3)       | (▲0.2)       | (0.2)          | (0.0)        | (0.0)        | (0.1)        | (0.1)          | (0.0)        | (0.1)        | (0.0)        | (0.0)          | (▲0.1)       | (▲0.3)       | (0.2)        | (0.1)        |
| 民間最終消費支出 | 0.1          | 0.1          | 0.0          | 0.5          | 0.6          | 0.5          | ▲2.1           | 0.1          | 0.5          | 0.5          | 0.0            | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 0.1            | 0.3          | 0.1          | 0.1          | 0.5          |
| 民間住宅     | ▲4.9         | 1.5          | ▲2.7         | 0.2          | 0.5          | 1.6          | ▲2.5           | ▲1.6         | ▲0.4         | 0.0          | ▲0.9           | 0.5          | 0.2          | ▲0.2         | 0.6            | ▲0.1         | 1.4          | ▲2.4         | 0.0          |
| 民間企業設備   | 1.7          | 2.2          | 1.1          | 1.7          | 0.9          | 1.8          | ▲1.2           | 0.4          | 0.5          | 0.4          | 0.2            | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.7            | 1.0          | 1.8          | 1.8          | 1.9          |
| 政府最終消費支出 | 0.9          | 2.7          | 1.2          | 0.5          | 1.6          | 0.7          | 1.0            | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 0.1            | 0.2          | 0.1          | 0.1          | 0.2            | 0.1          | 2.5          | 1.2          | 0.5          |
| 公的固定資本形成 | 0.6          | 3.5          | 1.8          | 0.8          | 1.6          | 0.9          | 0.6            | 0.6          | 0.5          | 0.3          | 0.1            | 0.4          | 0.3          | 0.2          | ▲0.1           | 0.0          | 3.8          | 1.9          | 0.8          |
| 輸出       | 1.6          | ▲1.4         | 1.7          | 2.7          | 0.5          | ▲0.6         | ▲0.1           | 0.3          | 0.6          | 0.8          | 0.7            | 0.6          | 0.7          | 0.5          | 0.9            | 0.5          | ▲1.4         | 1.8          | 2.7          |
| 輸入       | 2.2          | 0.2          | 0.5          | 1.8          | 2.1          | 0.3          | ▲1.1           | 0.1          | 0.3          | 0.5          | 0.3            | 0.4          | 0.4          | 0.3          | 0.8            | 0.9          | 0.1          | 0.6          | 2.0          |
| 名目GDP    | 0.1          | 1.5          | 0.9          | 1.1          | 0.6          | 0.6          | ▲0.8           | 0.5          | 0.8          | ▲0.2         | 0.2            | 0.5          | 0.5          | ▲0.2         | 0.4            | 0.6          | 1.3          | 1.0          | 1.1          |

(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>

(単位、%)

|                         | 2018年度 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 19/4-6 | 19/7-9 | 19/10-12 | 20/1-3 | 20/4-6 | 20/7-9 | 20/10-12 | 21/1-3 | 21/4-6 | 21/7-9 | 21/10-12 | 22/1-3 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 鉱工業生産 (前期比)             | 0.3    | ▲2.5   | 0.1    | 0.9    | 0.6    | ▲0.5   | ▲3.0     | 0.4    | 1.1    | 0.6    | ▲0.2     | 0.1    | 0.2    | 0.3    | 0.5      | 0.5    | ▲1.5   | 0.8    | 1.0    |
| 国内企業物価 (前年比)            | 2.2    | 0.3    | 0.6    | 0.3    | 0.6    | ▲0.9   | 0.3      | 1.3    | 0.9    | 1.3    | 0.2      | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.3      | 0.5    | 0.4    | 0.6    | 0.3    |
| 消費者物価 (前年比)             | 0.7    | 0.6    | 0.4    | 0.5    | 0.8    | 0.3    | 0.5      | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.3      | 0.3    | 0.4    | 0.5    | 0.6      | 0.6    | 0.6    | 0.4    | 0.5    |
| 消費者物価 (生鮮食品除き)          | 0.8    | 0.5    | 0.4    | 0.5    | 0.8    | 0.5    | 0.4      | 0.5    | 0.6    | 0.5    | 0.3      | 0.3    | 0.4    | 0.5    | 0.6      | 0.6    | 0.5    | 0.4    | 0.5    |
| (消費税除き)                 | (0.8)  | (0.0)  | (▲0.1) | (0.5)  | (0.8)  | (0.5)  | (▲0.5)   | (▲0.5) | (▲0.4) | (▲0.5) | (0.2)    | (0.3)  | (0.4)  | (0.5)  | (0.6)    | (0.6)  | (0.1)  | (▲0.1) | (0.5)  |
| 経常収支 (兆円)               | 19.2   | 19.8   | 19.9   | 20.4   | 19.7   | 19.4   | 21.4     | 18.9   | 21.0   | 18.6   | 20.9     | 19.1   | 21.0   | 19.8   | 21.8     | 19.1   | 19.9   | 19.6   | 19.9   |
| (名目GDP比)                | (3.5)  | (3.6)  | (3.5)  | (3.6)  | (3.5)  | (3.5)  | (3.9)    | (3.4)  | (3.7)  | (3.3)  | (3.7)    | (3.4)  | (3.7)  | (3.5)  | (3.8)    | (3.3)  | (3.6)  | (3.5)  | (3.5)  |
| 失業率 (%)                 | 2.4    | 2.4    | 2.5    | 2.5    | 2.4    | 2.3    | 2.4      | 2.6    | 2.5    | 2.4    | 2.5      | 2.6    | 2.6    | 2.5    | 2.4      | 2.3    | 2.4    | 2.5    | 2.5    |
| 住宅着工戸数 (万戸)             | 95.3   | 88.8   | 86.1   | 87.2   | 91.8   | 89.9   | 87.5     | 86.1   | 86.0   | 86.3   | 85.8     | 86.5   | 86.8   | 86.8   | 87.5     | 87.6   | 88.8   | 86.4   | 87.2   |
| 10年国債利回り (店頭基準配)        | 0.0    | ▲0.1   | ▲0.1   | 0.1    | ▲0.1   | ▲0.2   | ▲0.1     | ▲0.1   | ▲0.1   | ▲0.1   | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.1    | 0.1      | 0.1    | ▲0.2   | ▲0.1   | 0.1    |
| 為替 (円/US\$)             | 111    | 109    | 108    | 111    | 110    | 107    | 109      | 109    | 108    | 108    | 108      | 109    | 110    | 111    | 112      | 112    | 109    | 108    | 111    |
| 原油価格 (CIF, 1' 5/8"/バレル) | 72     | 67     | 66     | 68     | 72     | 66     | 65       | 66     | 66     | 66     | 66       | 66     | 67     | 67     | 68       | 68     | 67     | 67     | 69     |
| 経常利益 (前年比)              | 6.2    | ▲7.4   | 3.0    | 3.2    | ▲12.0  | ▲5.3   | ▲6.2     | ▲4.7   | 3.8    | 6.0    | 1.5      | 1.1    | 1.0    | 3.5    | 3.6      | 5.1    | ▲4.1   | 2.7    | 3.6    |

(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はありません。