

# 2017年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点

## ～環境は整うも本格回復は容易ではない民間設備投資～

調査情報担当室 竹田 智哉

2017年5月18日、2017年1～3月期のGDP速報（1次速報値）が内閣府より公表された。本稿では、1節で今回のGDP速報から足下の景気状況を整理するとともに、2節で先行き経済を占うポイントの1つである設備投資に関して概観する。

### 1. 2017年1～3月期GDP速報（1次速報値）の結果

2017年1～3月期のGDP成長率（1次速報値）は、実質は0.5%（年率2.2%）と5四半期連続のプラス成長、名目は▲0.0%（同▲0.1%）と5四半期振りのマイナス成長となった（図表1、2）。この結果、2016年度の実質経済成長率は、暦年に続き4四半期全てがプラス成長となっている。実質の内訳を見ると、内需については、寄与度が3四半期振りにプラスとなったものの、雇用・所得環境や企業収益の好調さが見られている中で、民間消費（前期比0.4%、寄与度<sup>1</sup>0.2%ポイント）や民間設備投資（前期比0.2%、寄与度0.0%ポイント）は

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移(季節調整値、前期比(%))

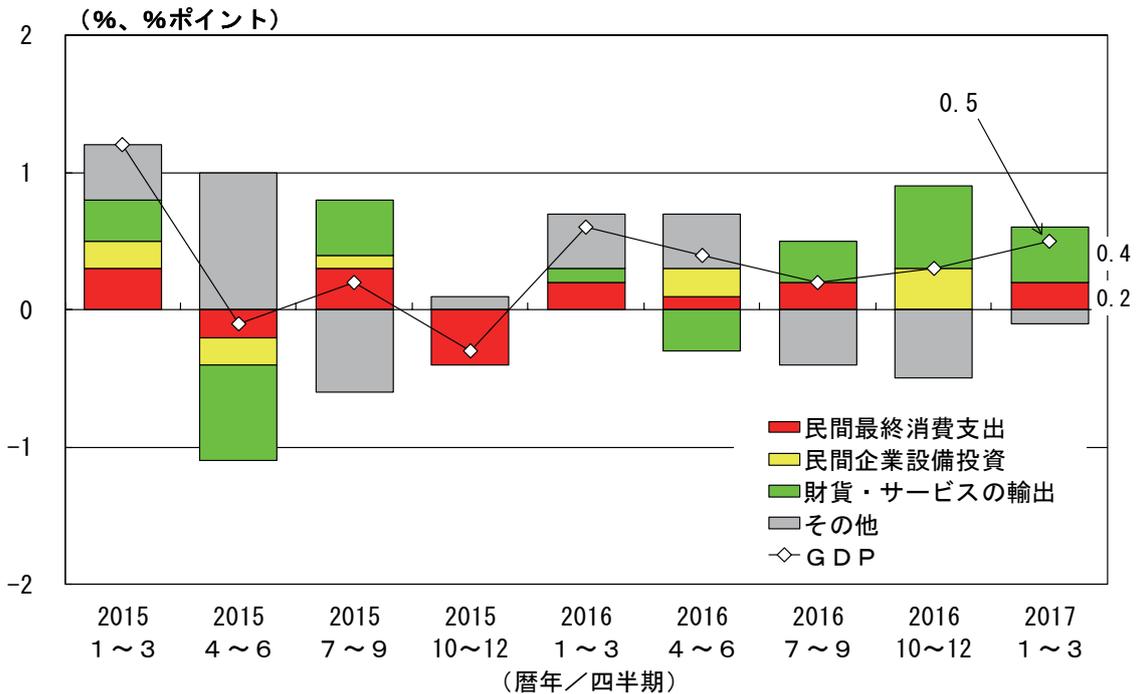
|            | 2015<br>(年度) | 2016<br>(年度) | 2016<br>1～3 | 4～6    | 7～9    | 10～12  | 2017<br>1～3 |
|------------|--------------|--------------|-------------|--------|--------|--------|-------------|
| 実質GDP      | 1.2          | 1.3          | 0.6         | 0.4    | 0.2    | 0.3    | 0.5         |
| 内需         | (1.2)        | (0.5)        | (0.2)       | (0.5)  | (▲0.1) | (▲0.0) | (0.4)       |
| 民間最終消費支出   | 0.5          | 0.6          | 0.3         | 0.2    | 0.4    | 0.0    | 0.4         |
| 民間住宅投資     | 2.8          | 6.5          | 1.1         | 3.1    | 2.7    | 0.4    | 0.7         |
| 民間企業設備投資   | 0.6          | 2.3          | 0.1         | 1.3    | ▲0.2   | 1.9    | 0.2         |
| 民間在庫品増加    | (0.4)        | (▲0.3)       | (▲0.3)      | (0.3)  | (▲0.4) | (▲0.2) | (0.1)       |
| 政府最終消費支出   | 2.1          | 0.6          | 1.4         | ▲1.1   | 0.2    | 0.1    | 0.1         |
| 公的固定資本形成   | ▲1.9         | ▲3.2         | ▲0.3        | 0.7    | ▲1.3   | ▲3.0   | ▲0.1        |
| 外需         | (0.1)        | (0.8)        | (0.4)       | (▲0.1) | (0.4)  | (0.4)  | (0.1)       |
| 財貨・サービスの輸出 | 0.7          | 3.1          | 0.5         | ▲1.4   | 1.9    | 3.4    | 2.1         |
| 財貨・サービスの輸入 | 0.2          | ▲1.4         | ▲2.0        | ▲1.1   | ▲0.2   | 1.3    | 1.4         |
| 名目GDP      | 2.7          | 1.2          | 0.9         | 0.2    | 0.1    | 0.4    | ▲0.0        |

(注) 内需、外需、民間在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2017年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

<sup>1</sup> 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注1) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(注2) その他は民間最終消費支出、民間企業設備投資、財貨・サービスの輸出を除く各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2017年1~3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

ともに弱い伸びにとどまっている。一方、外需については、米国を中心とした世界経済の回復などを背景に、輸出（前期比2.1%、寄与度0.4%ポイント）が堅調な伸びを示しており、対照的な結果となった。

なお、今回のGDP速報を受けて、2016年度の速報値も公表され、実質は1.3%と2年度連続、名目は1.2%と5年度連続のプラス成長となった(図表1)。実質の内訳を見ると、民間消費は2015年度と同程度の伸びにとどまる中で、民間設備投資と輸出は2015年度を上回る伸びとなった。2016年度の民間設備投資は四半期ベースでは一進一退の印象が強いが、2015年度はほとんど成長に貢献しておらず(図表2)、年度では伸び率に差が見られたと思われる。

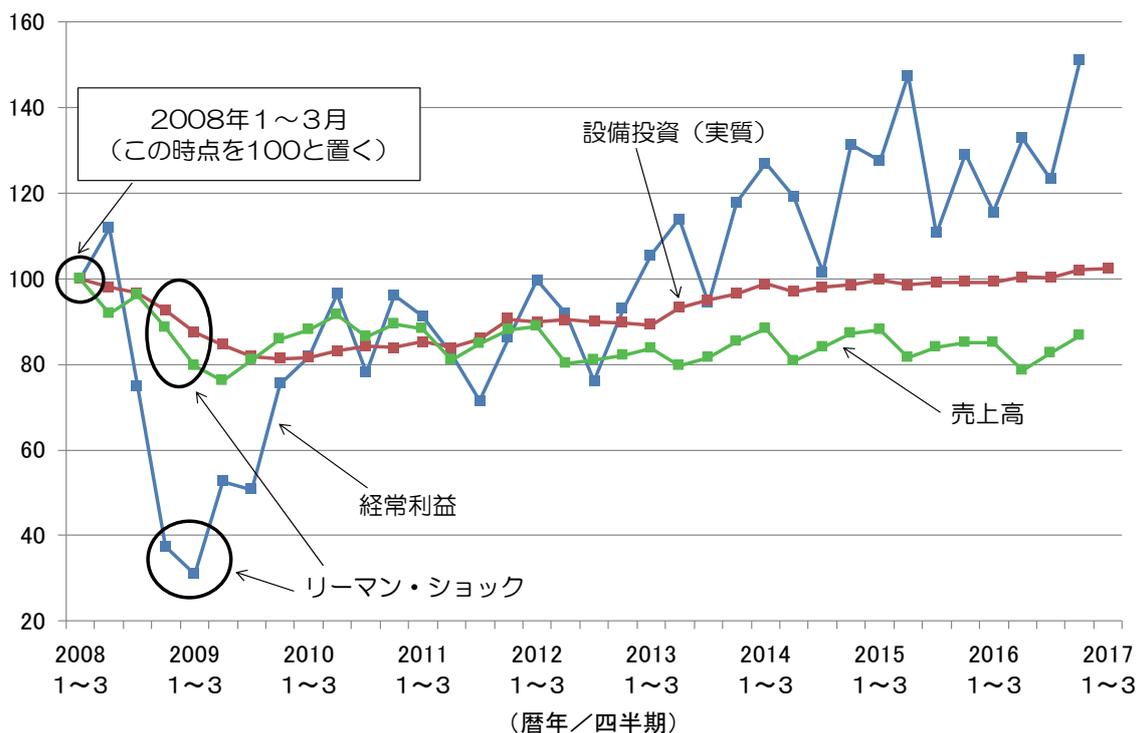
今回のGDP速報からは、四半期ベースでのプラス成長は続いているものの、我が国経済に明確なけん引役が見当たらないという構図も続いていると言えよう。今後については、世界経済が今後はある程度回復すると見られていることから、輸出が成長に貢献することが期待される一方、家計及び企業の所得環境の好転が見られている中で内需がどの程度伸びていくかが先行き景気の鍵を握ると考えられる。このような観点に基づき、本稿では民間設備投資の検証を行い、その先行きを展望する。

## 2. 足取りの重い設備投資の行方

### (1) 環境は整っていると見られるが足取りが弱い設備投資

設備投資は、2016年12月に行われたGDPの算出方法の変更等に伴う過去データの改定により<sup>2</sup>、水準が大幅に上方修正された。この結果、設備投資は、改定前のデータでは売上高を若干上回る程度の水準で推移していたが、改定後のデータでは2013年以降は伸び悩む売上高と比べ緩やかながら伸びており、2016年度に入りリーマン・ショック前の水準（2008年1～3月期）に復していたことが明らかになった。しかし、特に2013年以降の経常利益の大幅な伸びと比べると設備投資の動きに物足りなさが見られる、という点に変化は見られていない（図表3）。政府経済見通しでは、企業収益の改善等により設備投資が緩やかに増加するシナリオを描いているが、図表3を見ると、これまでは収益の改善度合いが強くなっても設備投資への波及は限定的であり、高収益の継続により今後設備投資が力強く伸びるかどうかは不透明な状況と言えよう。

図表3 リーマン・ショック以降の設備投資と経常利益の推移

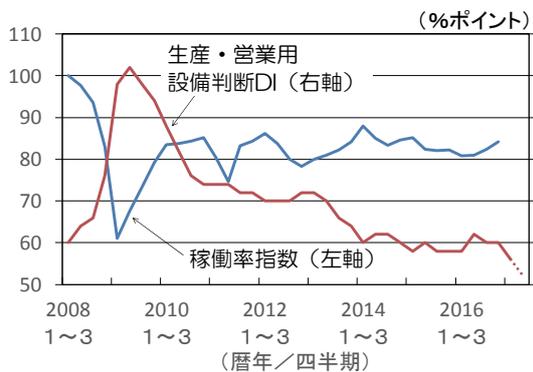


(注) データは、いずれも2008年1～3月期を100として計算した。ある時期の設備投資が100を下回るならば、2008年1～3月期の水準より低いことになる。  
 (出所) 内閣府『2017年1～3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』、財務省『法人企業統計調査』より作成

<sup>2</sup> 詳細は、本誌157号の拙稿「2016年10～12月期GDP速報と先行き経済への視点」を参照されたい。

企業が設備投資を行う必要性についてどう考えているのかを見ると(図表4)、製造工業の設備の稼働状況を示す稼働率指数は、リーマン・ショック前の水準(2008年1~3月期)には復していないものの2010年以降は堅調に推移しており、こうした中で企業の設備不足感は年々強まっている(=生産・営業用設備判断DIが低下<sup>3</sup>)。また、企業が設備投資を行う環境について見ると(図表5)、2010年以降、企業は業況及び資金繰り環境のいずれについても良い状況と判断している(=業況判断DI及び資金繰り判断DIが上昇<sup>4</sup>)と思われる。

図表4 稼働率・設備判断DIの推移



図表5 業況判断・資金繰りDIの推移



- (注1) 稼働率指数は、2008年1~3月期を100として再計算した。ある時期の稼働率指数が100を下回るならば、2008年1~3月期の水準より低いことになる。
- (注2) 生産・営業用設備判断DI、業況判断DIと資金繰りDIは、各四半期に1回公表されるため、便宜的に当該四半期の値とした。各DIの意味については、脚注3及び4を参照。
- (注3) 生産・営業用設備判断DIと業況判断DIは、2017年1~3月期までは実績値(回答時点の状況)を、2017年4~6月期は予測(1~3月期から見た3か月後の状況)の数値を示している。
- (出所) 経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「短観(全国企業短期経済観測調査)」より作成

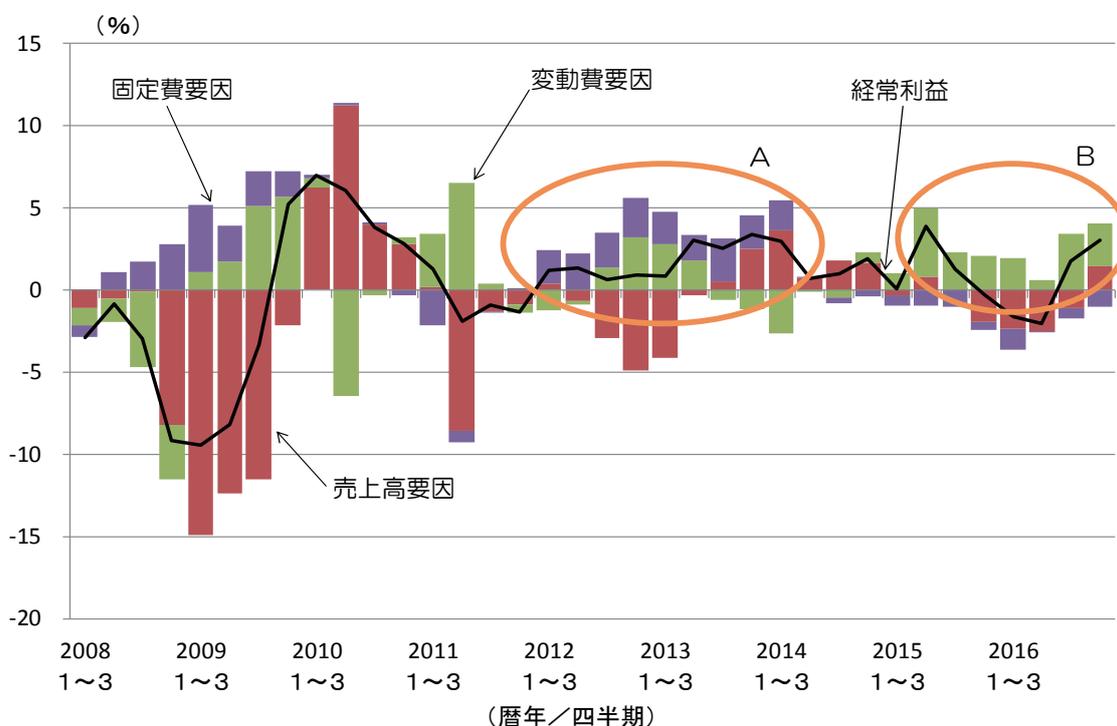
このように、企業が設備投資を行う環境は整っていると見られるものの、図表3で見たように、改定後のデータにおいても近年の設備投資は経常利益よりは売上高に近い動きにとどまっている。この理由を考えるために、リーマン・ショック後の期間において経常利益を要因分解し、その増加に寄与した要因を

<sup>3</sup> 生産・営業用設備判断DIは、生産設備・営業用設備について、「過剰」と回答した企業の割合(%)から「不足」と回答した企業の割合(%)を差し引いたもので、値が大きいほど設備過剰感を、小さいほど設備不足感を有している企業が多いと読むことができる。

<sup>4</sup> 業況判断DIは、収益を中心とした業況について、「良い」と回答した企業の割合(%)から「悪い」と回答した企業の割合(%)を差し引いたもので、値が大きいほど好況と、小さいほど不況と感じている企業が多いと読むことができる。資金繰りDIは、手元流動性水準・金融機関の貸出態度・資金の回収及び支払条件などを総合した資金繰りについて、「楽である」と回答した企業の割合(%)から「苦しい」と回答した企業の割合(%)を差し引いたもので、値が大きいほど資金繰りが楽と、小さいほど苦しいと感じている企業が多いと読むことができる。

見ると（図表6）、リーマン・ショックの反動が見られた2010年には売上増が利益増に大きく貢献していたが、その後は2013年頃まで（図表6“A”）は人件費の圧縮などの固定費の減少、2015年以降（図表6“B”）は原油安などを背景とした変動費の減少というように、費用減が利益増の主たる要因となっている。前者についてはその削減には限界があること、後者については国際商品市況など先行きを見通すことが難しい要因に左右されることから、継続的な利益の実現要因となるかは不透明である。そのため、こういった要因により利益が得られたとしても、企業は業績が改善したとは実感しづらいと考えられる。

図表6 リーマン・ショック以降の経常利益の要因分解



(注1) 固定費＝人件費＋支払利息等＋減価償却費。変動費は「経常利益＝売上高－固定費－変動費」式より逆算。固定費・変動費の増加は経常利益を押し下げるため、棒グラフはマイナス方向に図示される。

(注2) 経常利益の前年同期差を、内閣府『平成24年度年次経済財政報告』付注1-3の手法で3要因に分解した。

(出所) 財務省『法人企業統計調査』より作成

また、企業が設備投資を行うかどうか判断する際には、現時点での利益よりも設備投資により今後得られる収益（期待収益）の大きさにより判断すると考えられることから<sup>5</sup>、企業の先行き景気への見通しについて見ると（図表7）、

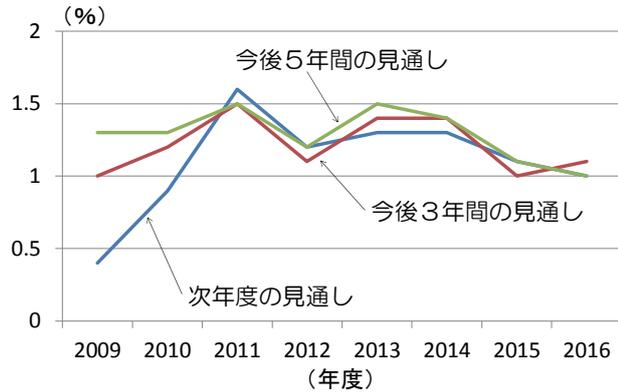
<sup>5</sup> 2003～2014年度の企業レベルのデータを用いた推計によると、経常利益が1%上昇する場合には設備投資が0.3%程度伸びるのに対し、業界成長予想が1%上昇する場合には設備投資が0.6～0.7%伸びるという結果となっている（内閣府「平成28年度年次経済財政報告」）。

2013年度以降においては、短期的な見通し（「次年度の見通し」）だけではなく、中期的な見通し（「今後3年間の見通し」、「今後5年間の見通し」）においても、経済成長率が1%台前半の伸びで推移するという判断を変えていない。つまり、企業は先行きの需要すなわち売上がそれ程伸びるとは見えていないことから、現在設備投資を行ったとしてもそれ程収益が得られないと予想しているため、足下での経常利益の大幅増と対照的な設備投資への慎重さへつながっているのではないかと考えられる。

なお、設備投資の足取りの弱さを考える際には、企業が固定的な設備投資ではなく研究開発投資や海外への設備投資を積極化している点が指摘されてきた。まず、研究開発投資について見ると（図表8）、リーマン・ショックの頃に一時減少したが、2013年頃からは再び伸びている。2016年12月に行われたGDPの算出方法の変更等に伴う過去データの改定（脚注2参照）により研究開発投資は設備投資に含まれることになったが、総固定資本形成に占める研究開発投資の割合も上昇しているため、その分、企業の固定的な設備投資が抑えられている可能性もある。ただし、研究開発投資は中長期的な競争力確保のために必要な投資と見られ、足下で固定的な設備投資を行うことで期待される収益の多寡だけではなく、中長期的な経営戦略の下で決められるものと考えられ、単純に固定的な設備投資の阻害要因と見るべきでないと思われる。

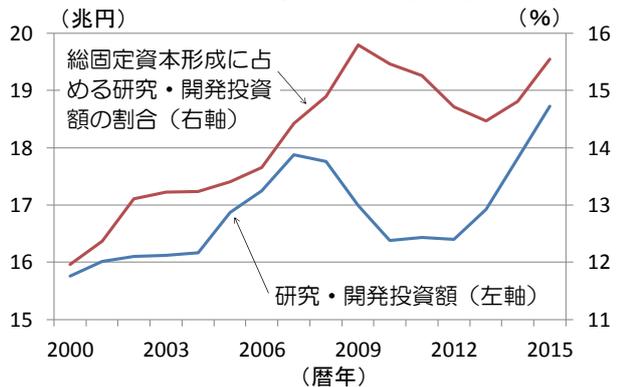
次に、海外への設備投資について見ると（図表9）、円建てで見た海外への設備投資額は、2010年以降は増勢にあったが、2015年をピークに足下では若干低下している。このような動きからは、2013年度以降の円安局面の中で、国内回

図表7 企業の実質経済成長率見通し



(注) 数値は前年度比(%)。「今後3年間」及び「今後5年間」の見通しは、それぞれの年度の経済成長率見通しを単純平均したもの。  
(出所) 内閣府『平成28年度企業行動に関するアンケート調査結果』

図表8 研究開発投資額(実質)の推移



(注) 研究・開発投資額は、総固定資本形成(=民間・公的企業の設備投資+民間・公的企業の住宅投資+一般政府固定資本形成)の内数。  
(出所) 内閣府『国民経済計算年報』

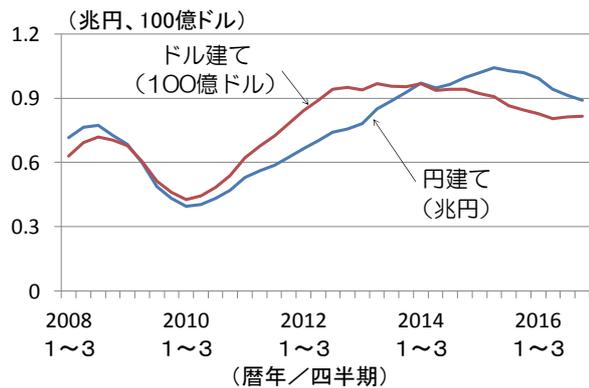
帰への動きが一部で進んだ可能性もうかがえるが、従来から我が国企業の海外進出は、進出先における安価な労働力ではなく、進出先やその近隣国における製品需要を主たる目的としている<sup>6</sup>。この点を踏まえると、円安により価格競争力がある程度戻ったとしても、それにより海外への設備投資を即座に国内へ回すとは考えにくいと思われる。

## (2) 今後の設備投資の行方

ここまで足取りの弱い設備投資の背景にある要因について点検してきたが、設備投資が緩やかながら伸びていることは確かであり、足下でも企業はある程度の設備投資を計画している<sup>7</sup>。ただし、その内容は(図表10)、長期間の設備投資の抑制による設備の老朽化傾向<sup>8</sup>を背景とした既存設備の維持・更新や、人手不足が続く中での省力化・合理化といったものが多く、積極的な生産量の拡大を目指した投資というよりは、現在の生産量における生産性の向上を意図した投資という性格が強いと思われる。

以上の点からは、売上増を伴わない高収益は継続性が不透明であり、先行きの期待収益にも多くを期待できない状況下では、設備投資について企業が従来の抑制的な姿勢から転換することは容易ではないと考えられる。そのような中で、近年、大企業が借入れを増やしているが、その用途は海外M&Aや省力化

図表 9 海外現地法人設備投資額の推移



(注) データは後方4期移動平均を取っている。  
(出所) 経済産業省『海外現地法人四半期調査』

図表 10 企業が予定する設備投資の内容

|                |       |
|----------------|-------|
| 設備の代替          | 44.7% |
| 既存設備の維持・補修     | 36.0% |
| 増産・販売力増強(国内向け) | 27.9% |
| 省力化・合理化        | 24.7% |
| 情報化(IT化)関連     | 19.5% |
| :              | :     |
| 研究開発(R&D)      | 8.4%  |

(注) データは、出所資料において、2017年度に設備投資の予定(計画)があると回答した企業に対し、設備投資の内容について尋ねた調査による(複数回答)。本図表は、回答のうち一部を抜粋した。

(出所) 帝国データバンク『特別企画：2017年度の設備投資に関する企業の意識調査』

<sup>6</sup> 経済産業省『海外事業活動基本調査』

<sup>7</sup> 図表10の出所資料によると、調査対象の半数程度の企業が設備投資の実行を計画している。

<sup>8</sup> 小西(2016)の試算によると、我が国企業の設備年齢(ヴィンテージ)は1990年代後半から増加傾向にあり、大企業についてはその後の上昇ペースは緩やかで足下では落ち着いていると見られる一方、中小企業については上昇ペースに歯止めがかかっていない状況にある。

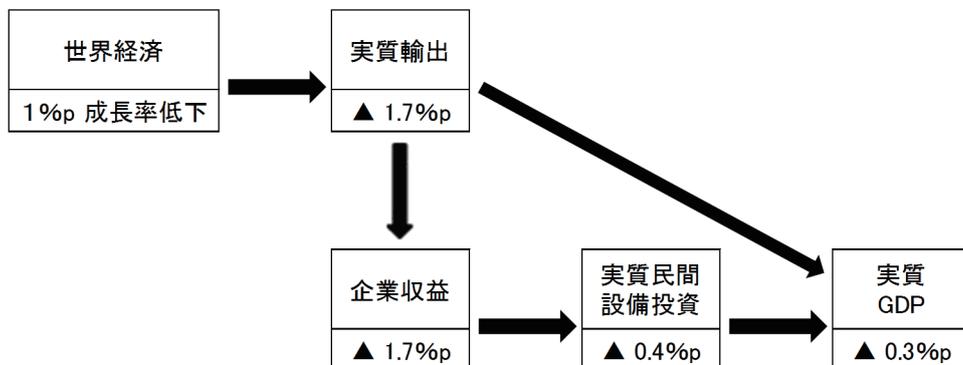
投資などで見られている<sup>9</sup>。今後、東京五輪を控え、インフラ投資や都心の再開の進行が期待されているが、そうした投資を契機として、先行きの成長力の確保のためにも積極的な設備投資が進むことが期待される。

### (3) 世界経済回復力の落ち込みによる企業収益・設備投資への影響試算

近年の企業収益と設備投資のかい離は収益が増えても売上が増えていないことが一因と見られるが(図表6)、世界経済が回復し売上が増えて収益も伸びるならば、設備投資に好影響が及ぶことが期待される。ただし、回復が期待外れならば、売上減により収益減となり、設備投資が押し下げられる懸念もある。

そこで、世界経済の回復力が想定を下回る<sup>10</sup>ことによる企業収益や設備投資への影響をマクロモデルで試算すると(図表11)、2017年以降、世界経済の成長率が1%ポイント低下すると、2018年度には輸出の減少により企業収益は1.7%ポイント程度悪化し、実質設備投資は0.4%ポイント程度減少することが分かった。なお、実質GDPは、輸出と設備投資の減少を受け、0.3%ポイント程度低下するという結果になった<sup>11</sup>。

図表11 世界経済の成長率低下による影響(2018年度、試算)



(注) “p”はポイント。数字は、2017年以降、世界経済の成長率(脚注10参照)が1%ポイント低下した場合の2018年度の伸び率の落ち込み幅を示す。  
(出所) 筆者試算による

#### 【参考文献】

小西祐輔「企業の設備投資抑制の要因は何か」『みずほインサイト 日本経済』、みずほ総合研究所、2016年6月

内閣府『平成28年度年次経済財政報告』、2016年8月

(内線 75043)

<sup>9</sup> 日本経済新聞(2017.4.29)。

<sup>10</sup> 試算に用いたマクロ計量モデルの構造上、欧米とアジアはそれぞれの成長率を、その他の地域は実質世界輸出額を成長率の代理変数とし、ともに1%ポイント成長率が落ちると仮定した。

<sup>11</sup> 試算はマクロモデルによるものであり、結果は幅を持って見る必要がある。