

2018年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点

～悲観するには早いが高まりつつある企業・家計の先行き懸念～

調査情報担当室 竹田 智哉

《要旨》

2018年1～3月期GDP速報（1次速報値）は、久し振りにマイナス成長となり、2017年度の成長率は政府経済見直しには届かなかった。

景気変調の懸念材料である生産活動や企業・家計のマインドは、まだ水準は高く悲観するには早いが高まりつつある。海外要因への警戒感も強く、シミュレーションでは米中貿易摩擦が激化し世界貿易が縮小すれば、輸出などを通じGDPは低下するという結果となった。

2018年5月16日、2018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、今回のGDP速報の内容を概観するとともに、回復の勢いに一服感が出始めている足下の景気状況について、企業・家計のマインドやその先行きへの見通しを中心に整理する。

1. 2018年1～3月期GDP速報（1次速報値）の結果

1-1. 2018年1～3月期及び2017年度のGDPの結果

2018年1～3月期のGDP成長率（1次速報値）は、実質は▲0.2%（年率▲0.6%）と9四半期振りの、名目は▲0.4%（同▲1.5%）と6四半期振りのマイナス成長となった（図表1、2）。実質の内訳を見ると、①実質賃金が伸び悩み、昨年央に回復が頭打ちとなった消費者マインドに改善の兆しが見られない（後述の2節参照）中で、民間消費（前期比▲0.0%、寄与度▲0.0%ポイント¹）の動きが弱いこと、②生産活動や企業マインド（後述の2節参照）の停滞を背景に民間設備投資（前期比▲0.1%、寄与度▲0.0%ポイント）が6四半期振りにマイナスの伸びに陥ったことなどから、内需全体の寄与度は▲0.2%ポイントと5四半期振りにマイナスとなった。輸出（前期比0.6%、寄与度0.1%ポイント）も力強さに欠け、景気のけん引役が見当たらない状況に陥った。

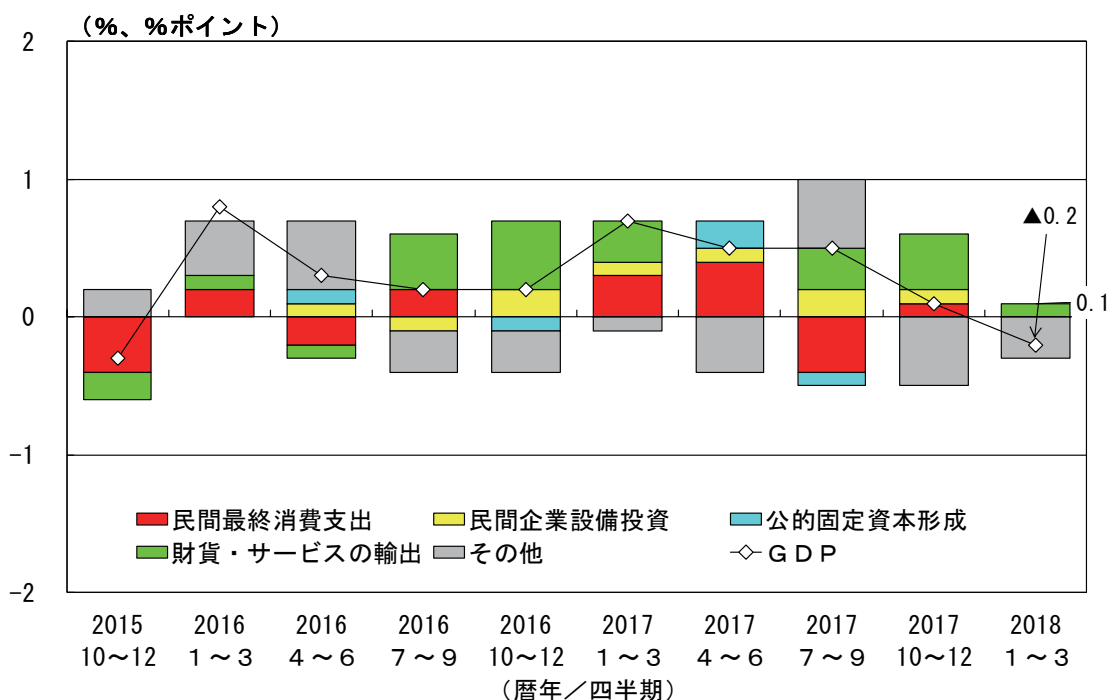
¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

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(%))

	2016 (年度)	2017 (年度)	2017 1～3	4～6	7～9	10～12	2018 1～3
実質GDP	1.2	1.5	0.7	0.5	0.5	0.1	▲0.2
内需	(0.4)	(1.1)	(0.6)	(0.8)	▲0.0	(0.2)	▲0.2
民間最終消費支出	0.3	0.8	0.5	0.7	▲0.7	0.2	▲0.0
民間住宅投資	6.2	▲0.3	1.2	0.9	▲1.6	▲2.7	▲2.1
民間企業設備投資	1.2	3.0	0.6	0.8	1.0	0.6	▲0.1
民間在庫品増加	(▲0.3)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)	(▲0.1)
政府最終消費支出	0.5	0.4	0.2	0.2	0.0	▲0.0	0.0
公的固定資本形成	0.9	1.5	▲0.0	4.7	▲2.6	▲0.4	0.0
外需	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(▲0.3)	(0.5)	(▲0.1)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	3.6	6.2	2.1	▲0.1	2.0	2.2	0.6
財貨・サービスの輸入	▲0.8	4.0	1.6	1.8	▲1.3	3.1	0.3
名目GDP	1.0	1.6	0.1	0.9	0.8	0.1	▲0.4

(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『2018年1～3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

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、公的固定資本形成、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『2018年1～3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

また、今回のGDP速報で併せて公表された2017年度のGDP成長率は、実質1.5%(3年連続のプラス成長)、名目1.6%(同6年連続)となった(図表3)。年度当初は雇用・所得環境の改善や企業収益の好調さを背景に民需が景気

をけん引したものの、民間消費が夏季の天候不順の影響から落ち込み、その後も物価上昇やそれに伴う実質賃金の伸びの頭打ち（後述の2節参照）などを背景に伸び悩んだ。年度後半は、民間設備投資や外需が失速する中で、GDP全体でも2四半期続けてほぼゼロ成長に陥った（図表1、2）。ただし、年度全体では、年度前半の好調さを受け、民間消費、民間設備投資や輸出といった景気のけん引役を期待される項目が順調な伸びとなり、成長の大宗を占めている。

2017年度のGDP実績値と2018年1月閣議決定の平成30年度政府経済見通し（平成29年度実績見込み）を対比すると、輸出こそ政府経済見通しを上回ったが、民間消費と民間設備投資は政府経済見通しに届いておらず、これがGDP成長率においても実績値が政府経済見通しを下回った主な理由となっている。政府経済見通しの公表時には年度前半のGDP速報のデータは公表されているため、当初の見込みよりも年度後半の失速が強かった可能性も考えられる。物価上昇率については、政府経済見通しと実績値はほぼ同じとなった。

1-2. 景気の基調への見方に変化はないが一時的な踊り場入りの可能性も

今回のGDP速報の結果、我が国経済は2四半期連続でほぼゼロ成長に陥り、2017年度は政府経済見通しを下回る成長となったものの、世界経済の好調さなどを背景として、我が国経済が緩やかな景気回復基調にあるという従来からの見方は、おおむね維持されている。

しかし、今回のGDP速報公表より前の段階で、各種の経済統計の結果などから景気の変調への懸念が見られ始めており、1～3月期は景気が踊り場入り

図表3 2017年度のGDP構成要素別
成長率と政府経済見通し

	実績値	政府経済見通し
実質GDP	1.5	1.9
内需	(1.1)	(1.6)
民間最終消費支出	0.8	1.2
民間住宅投資	▲ 0.3	1.1
民間企業設備投資	3.0	3.4
民間在庫品増加	(0.1)	(0.0)
政府最終消費支出	0.4	1.0
公的固定資本形成	1.5	2.6
外需	(0.4)	(0.3)
財貨・サービスの輸出	6.2	4.8
財貨・サービスの輸入	4.0	3.3
名目GDP	1.6	2.0
名目雇用者報酬	2.3	1.7
GDPデフレーター	0.1	0.2
消費者物価指数	0.7	0.7

（注1）政府経済見通しは、2017年度（実績見込み）の対前年度比増減率。

（注2）内需、外需、民間在庫品増加の数値は寄与度。（出所）内閣府『2018年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、『平成30年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、総務省『消費者物価指数 全国』（2018年3月分及び2017年度平均）。

していたという見方もある。また、先行きについても、対外情勢の変化も相まって、これまでと比べて警戒感が高まりつつある。

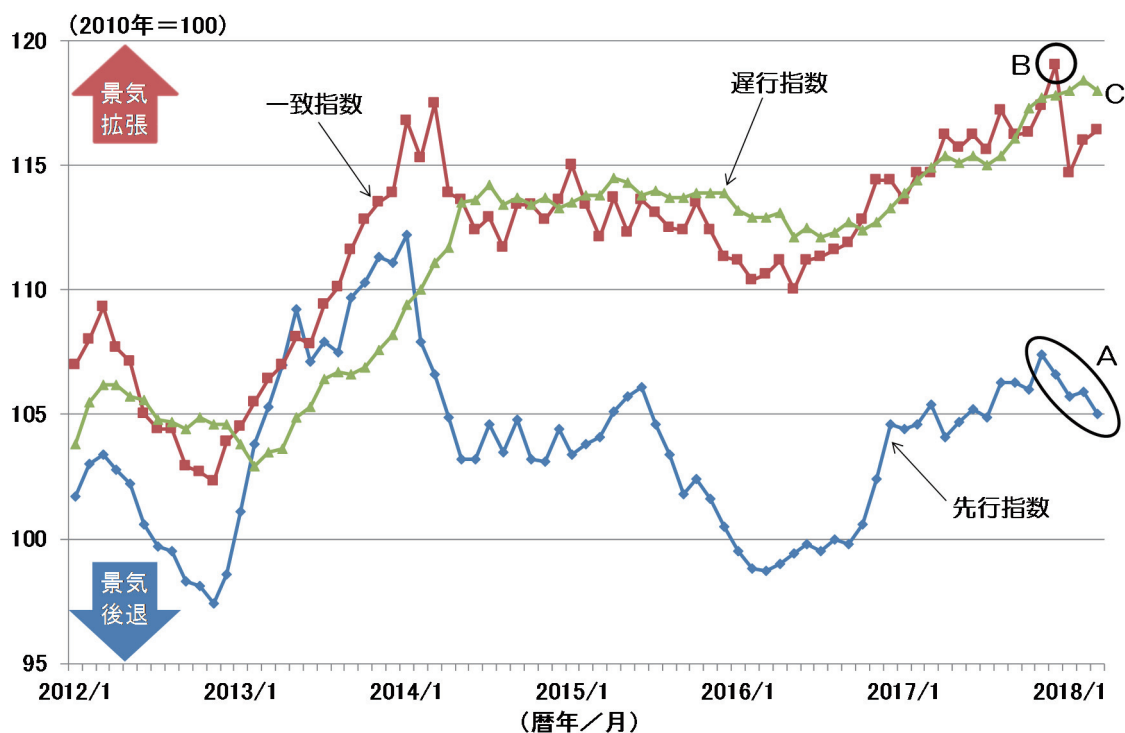
そこで、本稿では、景気変調への懸念材料であり、かつ今回のGDP速報における民需の弱さの背景にあると思われる生産活動や企業・家計のマインドの現状を整理し、その先行きを展望する。

2. 企業・家計のマインドが頭打ちとなる中での内外の先行き懸念増大

2-1. 回復が頭打ちとなったが水準はいまだ高い企業・家計のマインド

月単位で経済活動の動向を示す景気動向指数²の推移を見ると（図表4）、景気に先んじる先行指数は在庫の積み増しなどから既に2017年末から低下が始まっている（図表4、A）。実際の景気と一致して動く一致指数も、鉱工業生産

図表4 景気動向指数（C I³）の推移



（注）先行・一致・遅行指数の意味は、脚注2を参照。
（出所）内閣府『景気動向指数』（2018年3月分速報）

² 生産、雇用など様々な経済活動での重要かつ景気に敏感に反応する指標の動きを統合することによって、景気の現状把握及び将来予測に資するために作成された指標。構成する指標の動きを合成することで景気変動の大きさやテンポ（量感）を示すC Iと、構成指標のうち改善している指標の割合を算出することで景気各経済部門への波及の度合いを測定することを目的とするD Iとがある。また、C I・D Iそれぞれについて、景気に対して先行する先行指数、ほぼ一致して動く一致指数、遅れて動く遅行指数の3指数がある。（内閣府『景気動向指数』）

³ 脚注2を参照。内閣府『景気動向指数』では、一般的にC I一致指数が上昇している時は景気の拡張局面、低下している時は後退局面であるとしている。

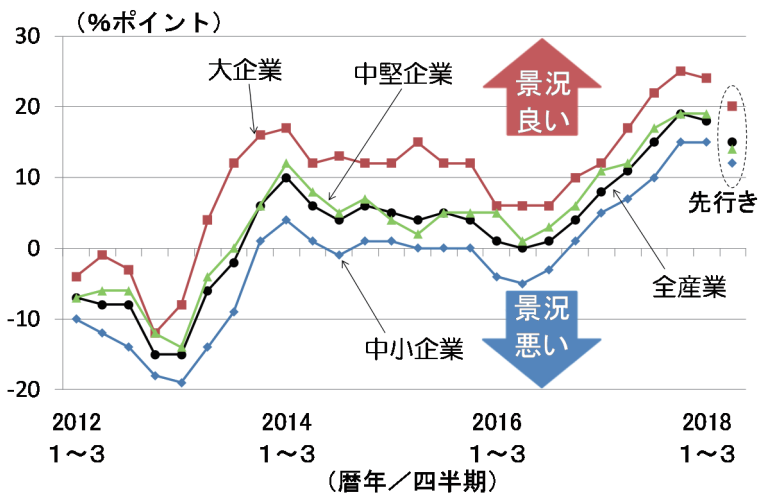
指数と出荷の大幅な落ち込みなどを理由として2018年1月に大きく低下し、足下でも2017年末の水準(図表4、B)を回復していない。ただし、鉱工業生産指数の落ち込みは、一部地域での大雪の影響とともに、中国の旧正月(春節)の時期が昨年とずれたことなどの特殊要因が指摘されており、経済活動の実態と平仄が合っているわけではないとの指摘がある⁴。景気に遅れて動く遅行指数は最新時点の2018年3月には低下したが、トレンドが変化したとは言いきれない(図表4、C)。

また、企業の量的な経済活動に加えてマインドも調査対象とする日銀「短観」の業況判断DI⁵の推移を見ると、非製造

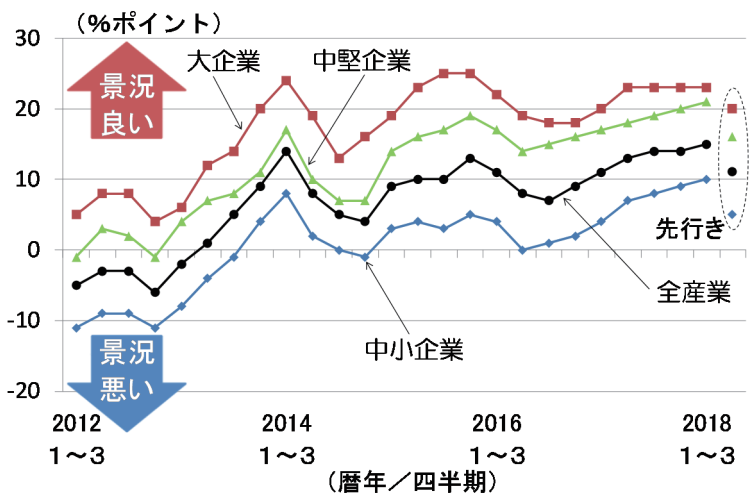
業(図表5(2))は増勢の鈍化が見られており、製造業(図表5(1))は最新時点の2018年1~3月期に大企業(赤線)が8四半期振りに悪化(=DIが低下)している。また、先行き⁶(図表5(1)及び(2)の黒点線内)は両者ともに悪化が見込まれている。特に、自動車や輸送用機械など輸出関連産業で大幅な悪

図表5 企業規模別の景況感の推移

(1) 製造業



(2) 非製造業



(注) 脚注5及び6を参照。

(出所) 日本銀行『短観(全国企業短期経済観測調査)』(2018.3)

⁴ 日本経済新聞電子版(2018.3.7)。

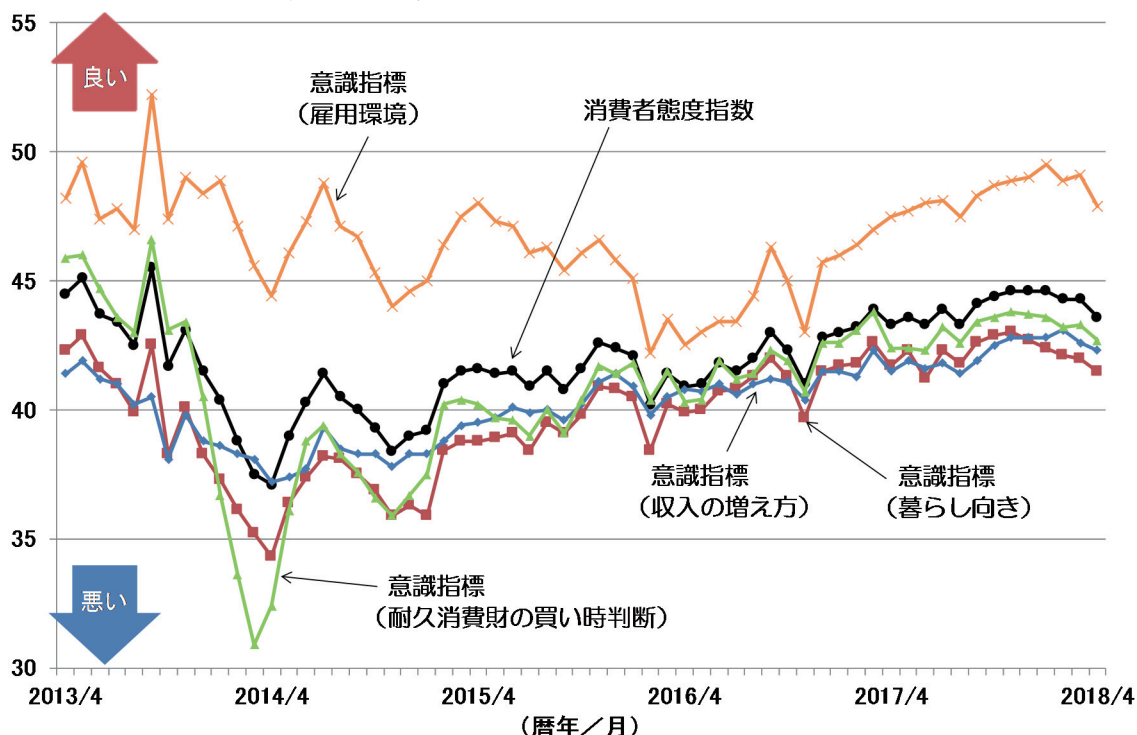
⁵ 「短観」回答企業の収益を中心とした業況についての全般的な判断を示す指標。業況について、「良い」と回答した企業の割合(%)から「悪い」と回答した企業の割合(%)を差し引いたもの(日本銀行HP)。値が大きいほど好況と感じている企業が多い、と読むことができる。

⁶ 「短観」では「先行き(3か月後)」の業況についても調査を行っている(日本銀行HP)。図表5の「先行き」は、短観の最新時点(2018.3)における「先行き」という意味である。

化が見られており、①米国の保護主義的な動きを背景に 2018 年 3 月頃まで円高傾向にあったこと、②原油価格の上昇に伴い、製造業の仕入価格判断DI⁷はある程度上昇した一方、販売価格判断DI⁸はそれ程上昇していない（＝仕入価格上昇分の販売価格への転嫁は難しい）ことなどが理由として挙げられる。

さらに、家計のマインドについて、その代理変数と捉えられる消費者態度指数⁹の推移を見ると（図表 6）、企業よりも早く 2017 年央にはマインドの改善が

図表 6 消費者態度指数及び意識指標の推移



（注）データは、二人以上の世帯が対象（季節調整値）。意識指標については、脚注 9 を参照。
（出所）内閣府「消費動向調査」（2018. 5）

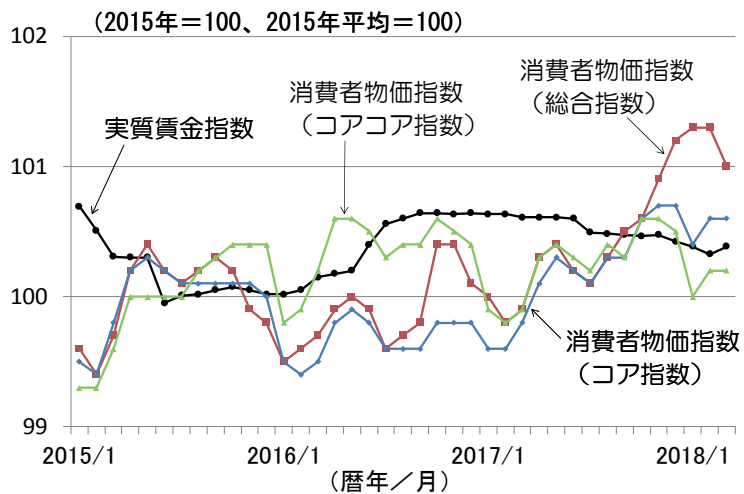
⁷ 「短観」回答企業の主要原材料購入価格（外注加工費を含む）または主要商品の仕入価格についての判断（円ベース）を示す指標。仕入価格について、3 か月前と比べて「上昇」したと回答した企業の割合（%）から「下落」したと回答した企業の割合（%）を差し引いたもの（日本銀行HP）。値が大きいほど仕入価格が上昇したと見る企業が多い、と読むことができる。

⁸ 「短観」回答企業の主要製商品の販売価格、または主要サービスの提供価格についての判断（円ベース）を示す指標。回答企業の実情に応じて、「客単価」「坪単価」「受注単価」なども考慮した回答を含む。販売価格について、3 か月前と比べて「上昇」したと回答した企業の割合（%）から「下落」したと回答した企業の割合（%）を差し引いたもの（日本銀行HP）。値が大きいほど販売価格が上昇したと見る企業が多い、と読むことができる。

⁹ 「消費者態度指数を構成する意識指標」である「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の 4 項目の単純平均で算出。各意識指標は、「良くなる・大きくなる・増える」、「やや良くなる・やや大きくなる・やや増える」、「変わらない」、「やや悪くなる・やや小さくなる・やや減る」、「悪くなる・小さくなる・減る」の 5 区分にそれぞれ 1、0.75、0.5、0.25、0 の点を与え、各区分の構成比（%）を乗じて合算（内閣府「消費動向調査」）。値が大きいほど各指数が良くなる・大きくなる・増えると見込む人が多い、と読むことができる。

頭打ちとなっており、足下では全ての意識指標とともに緩やかに減速している。この背景には、物価上昇に伴う実質賃金の伸びの頭打ちがあると見られており(図表7)、特に昨年夏季の天候不順の影響を受けて野菜など食料品価格が昨年末頃から高騰していることや、原油価格の上昇に伴うエネルギー価格の押上げの影響から¹⁰、全体的な物価の伸びは加速しており、名目賃金の伸びを相殺することで家計の購買力の押下げ要因となるだけでなく、マインドにも悪影響を及ぼしたとみられている。

図表7 足下の実質賃金と物価の推移



- (注1) 実質賃金指数は現金給与総額(事業所規模5人以上)。同指数のデータのみ後方12か月移動平均を取った。
 (注2) 消費者物価指数のコア指数は「生鮮食品を除く総合指数」、コアコア指数は「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数」。
 (出所) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』、総務省『消費者物価指数』より作成

2-2. 先行きへの警戒感が高まりつつある企業・家計のマインド

こうして生産活動や企業・家計のマインドの推移(図表4~6)を見てきたが、いずれも変調の兆しは見られるものの、総じて見ればまだ増勢が頭打ちになった程度であり、減少傾向に転じた指標についても減少幅も小さく水準はいまだ高いため、この点だけをもって景気回復基調が反転したとは言えない。

しかし、このような状況の下で、企業・家計の先行きへの警戒感が高まりつつあることは、懸念すべき点と考えられる。まず企業については、日銀「短観」における売上・収益計画を見ると(図表8)、2017年度に比べて2018年度は大幅な減速が見込まれている。この結果については、2017年度の好調さの反動という点も大きいと思われるが、企業は景気回復が少なくともこれまでのペースで継続するとは考えていない、と見ていることの現れと言えよう。また、家計

¹⁰ 図表7における赤線(消費者物価指数(総合))と青線(生鮮食品を除く総合指数)のかい離は、近似的に生鮮食品価格の上昇が加速したことによる押上げ分と見ることができる。また、青線と緑線(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数)のかい離は、近似的にエネルギー価格の上昇が加速したことによる押上げ分と見ることができる。

図表 8 企業の売上・収益計画

(1) 売上高

	製造業		非製造業	
	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度
全規模合計	4.2	1.5	3.1	0.8
大企業	4.7	1.4	4.7	0.7
中堅企業	3.9	2.2	2.2	2.1
中小企業	2.6	1.1	1.5	0.0

(2) 経常利益

	製造業		非製造業	
	2017年度	2018年度	2017年度	2018年度
全規模合計	15.4	▲ 2.6	1.4	▲ 0.7
大企業	19.7	▲ 3.2	5.3	▲ 1.2
中堅企業	0.8	▲ 1.9	0.5	0.5
中小企業	4.9	0.5	▲ 7.8	▲ 0.1

(出所) 日本銀行『短観 (全国企業短期経済観測調査)』(2018. 3)

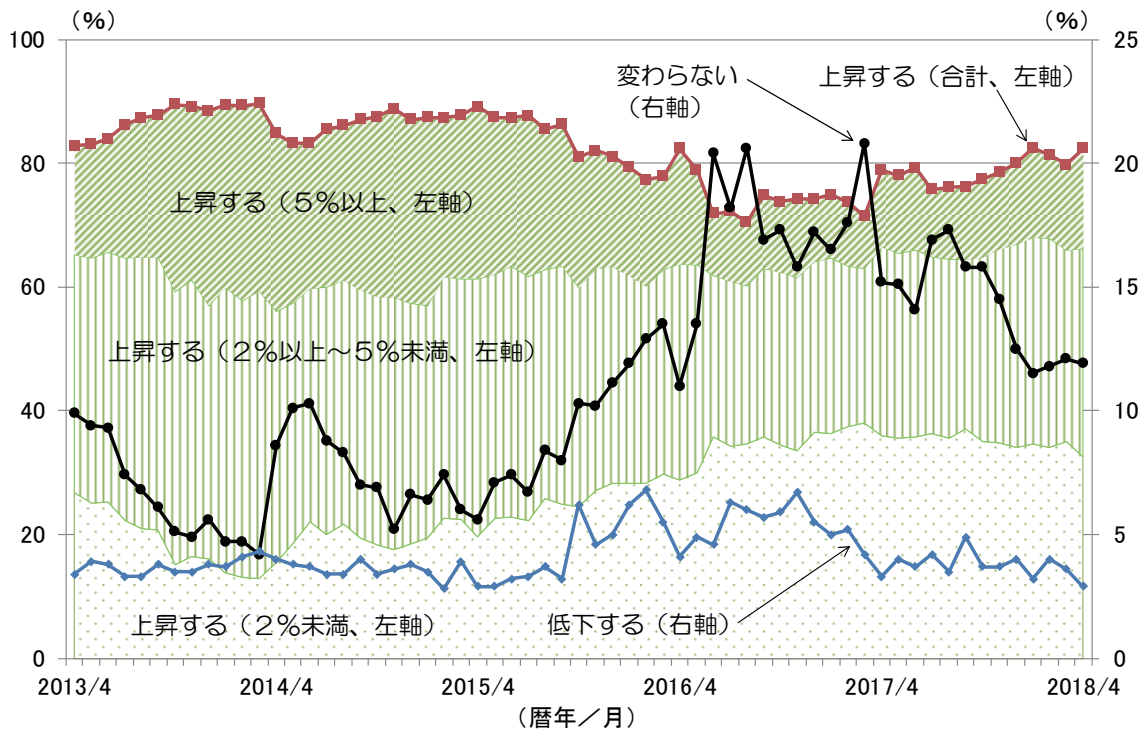
については、内閣府「消費動向調査」における1年後の物価の見通し¹¹を見ると(図表9)、2017年末頃から方向性として物価上昇を見込む割合が高まっている。加えて、物価上昇幅については、回答のうち「2%未満」とする割合が減少し、「2%以上～5%未満」及び「5%以上」とする割合が増加する傾向が見られており、家計の物価上昇への警戒感の高まりを見せている。

2-1節でみた通り、企業・家計のマインドは現状では悲観するには早く、世界経済の好調さや雇用・所得環境の改善を背景に景気回復基調は続くと思われるが、本節の結果からは企業・家計が先行きについて楽観的な見方をしていないことが分かる。「先行きを含めて判断すれば、景気は「踊り場」に入った」¹²という指摘もあり、景気の一時的な減速を示唆する指摘は少なくない。

¹¹ 日ごろよく購入する品物の価格(消費税などの諸税を含めたもの)について、来年の今頃、今と比較してどれ位上がるか(下がるか)について、回答区分ごとの回答割合を示したもの(内閣府「消費動向指数」)。回答区分は、低下する(▲5%以上)、同(▲5%未満～▲2%以上)、同(▲2%未満)、変わらない(0%程度)、上昇する(2%未満)、同(2%以上～5%未満)、同(5%以上)、分からないの8区分で、図表9では「低下する」の3区分を合計し、「分からない」は割愛した。

¹² 朝日新聞(2018. 4. 3)。

図表9 家計の先行き物価見通しの推移



(注1) 家計の1年後の物価に関する見通しを示す。詳細は脚注11を参照。
 (注2) データは、二人以上の世帯が対象。
 (出所) 内閣府「消費動向調査」(2018.5)

2-3. 米中の貿易摩擦が激化した場合の経済への影響試算

先行きへの懸念については、2-2節で述べた国内要因だけではなく、米国が保護主義的な動きを背景とした米中間の貿易摩擦の激化やそれに伴う円高など海外要因への警戒感も高まっている¹³。一部で踊り場入りの懸念がささやかれる中でも我が国経済が回復基調を保つと見られている背景には、世界経済の好調さが維持されるという前提があった。しかし、例えば米中間の貿易摩擦に歯止めがかからないようならば、世界経済の下押し圧力となるとともに、関税率の引上げなどによる競争力の低下も相まって、我が国の輸出が大きな打撃を受けると考えられる。この場合、足下で見られる景気減速が「一時的」なものにはとどまらない可能性もある。

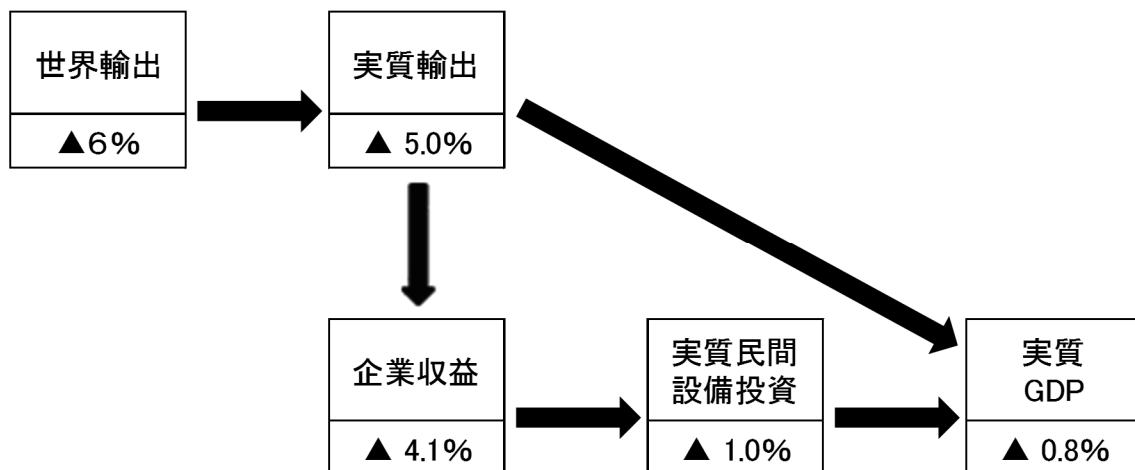
米中の貿易摩擦に歯止めがかからず、欧州を含めて世界経済へ悪影響が及ん

¹³ OECDは、EUも関税引上げに踏み切り、米中欧の貿易コストが10%高まった場合、世界の貿易量は6%、世界のGDPは1.4%押し下げられると試算している(産経新聞(2018.4.5))。ただし、この試算における想定は、今後の米中の貿易摩擦が全面的な貿易戦争に至るような場合であり、足下では発生確率は低いという見方もある(三野博且、永田尋嗣「マーケット・フォーカス 株式：米国、日本 対中追加関税検討も、業績評価は株価に織り込み済み？」みずほ証券(2018.4))。

だ場合、我が国経済にはどの程度の影響が及ぶのだろうか。マクロモデルで試算してみると、OECDの試算（脚注13参照）が示唆するように世界の貿易量が6%減少した場合¹⁴、実質輸出が5%程度落ち込み、企業収益の減少（▲4.1%）を受けて実質民間設備投資も押し下げられる（▲1.0%）。こうした押し下げ圧力は輸入の減少により若干は相殺されるものの、最終的に実質GDPは0.8%ポイント程度低下するという結果となった（図表10）¹⁵。

ただし、米中の貿易摩擦が悪化する場合には、我が国輸出先の需要減や競争力の低下にとどまらず、国際金融市場に動揺が生まれ、世界同時株安や円高などが引き起こされる可能性もある。こうした効果を加味したならば、経済の落ち込みはより拡大することが想定される。

図表10 米中の貿易摩擦激化により世界に悪影響が及んだ場合の影響（試算）



（注）数字は、2018年度に世界の貿易量（詳細は脚注14を参照）がOECDの試算（脚注13を参照）の通り6%低下した場合の以降の試算結果(B)と、貿易量低下が起こらなかった場合(A)とのかい離率（ $= (B - A) / A * 100$ ）。

（出所）筆者試算による

（内線 75035）

¹⁴ 試算に用いたマクロ計量モデルの構造上、実質世界輸出額を世界の貿易量の代理変数とした。

¹⁵ 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。