

2019年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点

～貿易戦争を受け減速した景気と設備投資の先行き懸念～

調査情報担当室 竹田 智哉

《要旨》

2019年1～3月期（1次速報値）は輸入の大幅減という計算上の理由でプラス成長となったが、内需や輸出は弱い。景気は2019年に入ってから減速が見られており、企業利益も減少に転じている。今後も利益の減少が見込まれており、設備投資計画も減額されている。

この背景としては、昨年来の米中の貿易戦争による中国経済の減速が挙げられている。足下では貿易戦争が再燃していることから、先行きへの不透明感が増幅し景気へ大幅な下押し圧力がかかることで、今後の景気回復や設備投資への大きなブレーキとなることが懸念される。シミュレーションでも、貿易戦争の再燃は、輸出や設備投資を通じて我が国経済への下押し圧力となるという結果となった。

2019年5月20日、2019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、2019年に入ってから減速が見られる景気状況について整理し、景気減速の影響を受け停滞が懸念される民間設備投資の先行きについて展望する。

1. 2019年1～3月期GDP速報（1次速報値）

1-1. 2019年1～3月期及び2018年度のGDP

2019年1～3月期のGDP成長率（1次速報値）は、実質は0.5%（年率2.1%）、名目は0.8%（同3.3%）となり、ともに2四半期連続のプラス成長となった（図表1、2）。ただし、実質の内訳を見ると、①2019年に入り消費者マインドの悪化度合いが強まる中で民間消費（前期比▲0.1%、寄与度▲0.0%ポイント¹）の足取りは弱く、②世界経済の減速などを背景として民間設備投資（前期比▲0.3%、寄与度▲0.0%ポイント）が伸び悩み、輸出（前期比▲2.4%、寄与

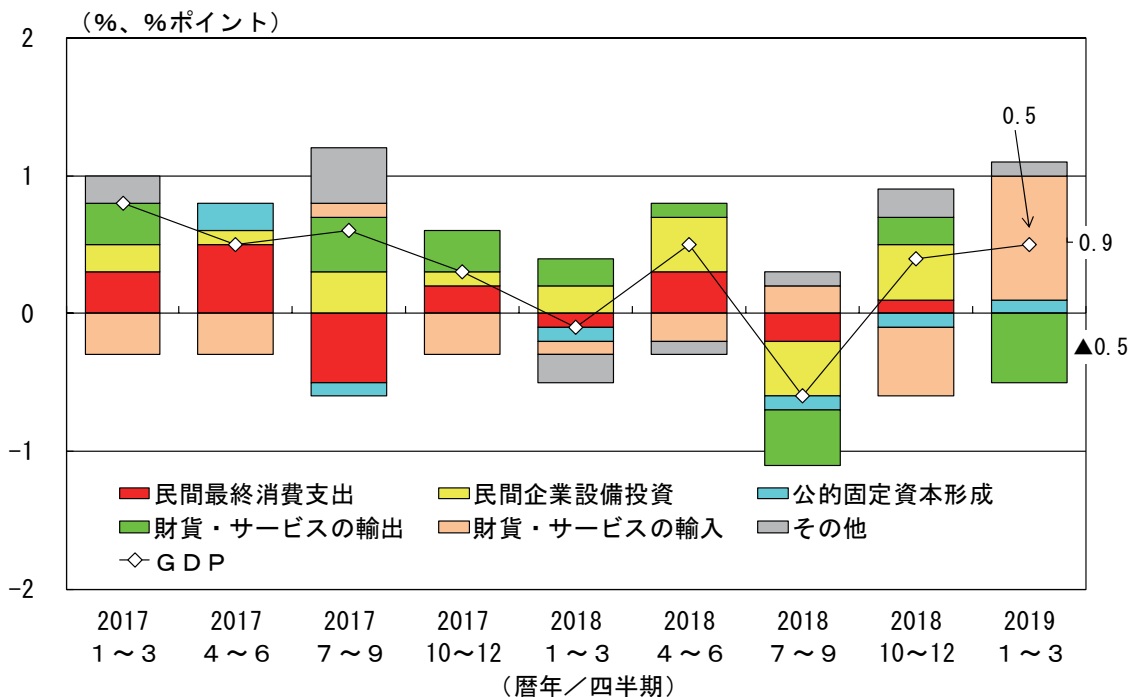
¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

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(%))

	2017 (年度)	2018 (年度)	2018 1~3	4~6	7~9	10~12	2019 1~3
実質GDP	1.9	0.6	▲0.1	0.5	▲0.6	0.4	0.5
内需	(1.5)	(0.7)	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.4)	(0.7)	(0.1)
民間最終消費支出	1.1	0.4	▲0.1	0.6	▲0.3	0.2	▲0.1
民間住宅投資	▲0.7	▲4.2	▲2.4	▲2.1	0.8	1.4	1.1
民間企業設備投資	4.5	3.2	1.2	2.4	▲2.5	2.5	▲0.3
民間在庫品増加	(0.1)	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府最終消費支出	0.4	0.8	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.2
公的固定資本形成	0.5	▲3.8	▲1.3	▲0.7	▲1.9	▲1.4	1.5
外需	(0.4)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.4)
財貨・サービスの輸出	6.4	1.3	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4
財貨・サービスの輸入	4.1	2.0	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6
名目GDP	2.0	0.5	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8

(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『2019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、財貨・サービスの輸入を除く各項目の寄与度の和として計算した。
 (出所) 内閣府『2019年1~3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

度▲0.5%ポイント)が減少するなど成長のエンジンとなるべき項目が軒並み落ち込む結果となった。そのような中で、③内需の冷え込みなどから輸入(前期比▲4.6%、寄与度0.9%ポイント)が大幅に減少したため、(輸入(GDP

の控除項目)の減少=GDPの増加であるため)計算上プラス成長にはなったものの、内需の弱さを懸念する声が上がっている。

また、今回のGDP速報で公表された2018年度のGDP成長率は、実質0.6%、名目0.5%となり、実質は4年連続の、名目は7年連続のプラス成長となった(図表3)。ただし、米中の貿易戦争を背景に輸出は年度を通じて勢いが弱く(図表1)、夏季には自然災害が断続的に発生するなど景気への下押し要因が目立った一年間であったと言えよう。そうした影響を背景に、年度後半には景況感が悪化に転じ(2-1参照)、賃金も2019年に入って3か月連続で減少している²。

2018年度のGDP実績値と2019年1月閣議決定の平成31年度政府経済見通し(平成30年度実績見込み)を対比すると、両者はおおむね近い結果になっているが、主に民間消費が政府経済見通しよりも伸びが弱かったことを理由として、GDP成長率も政府経済見通しに届いていない。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、政府経済見通しが想定するよりも年度後半の民間消費が弱かった可能性が考えられる。

1-2. 貿易戦争再燃による停滞感を背景に懸念される設備投資への影響

我が国経済は、米中の貿易戦争を背景とした輸出や生産の落ち込みを通じて2018年央には回復が頭打ちとなり、その後は減速に転じている(2-1参照)。政府の講じる対策の効果もあり、2019年10月に予定されている消費税率引上

図表3 2018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	0.6	0.9
内需	(0.7)	(0.9)
民間最終消費支出	0.4	0.7
民間住宅投資	▲4.2	▲4.2
民間企業設備投資	3.2	3.6
民間在庫品増加	(0.2)	(0.0)
政府最終消費支出	0.8	0.7
公的固定資本形成	▲3.8	▲1.4
外需	(▲0.1)	(0.0)
財貨・サービスの輸出	1.3	2.7
財貨・サービスの輸入	2.0	2.8
名目GDP	0.5	0.9
名目雇用者報酬	2.7	2.9
GDPデフレーター	▲0.2	0.0
消費者物価指数	0.7	1.0

(注1) 政府経済見通しは、2018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『2019年1～3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』、『平成31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』(2019年3月分及び2018年度平均)。

² 厚生労働省『毎月勤労統計調査』(平成31年3月分結果速報)。

げによる景気失速までは見込まれていないが、貿易戦争が再燃（2-2参照）する中で減速の長期化も想定される。このような場合、近年では民間消費とともに内需の両輪となっていた設備投資にも悪影響が及ぶことが懸念される。

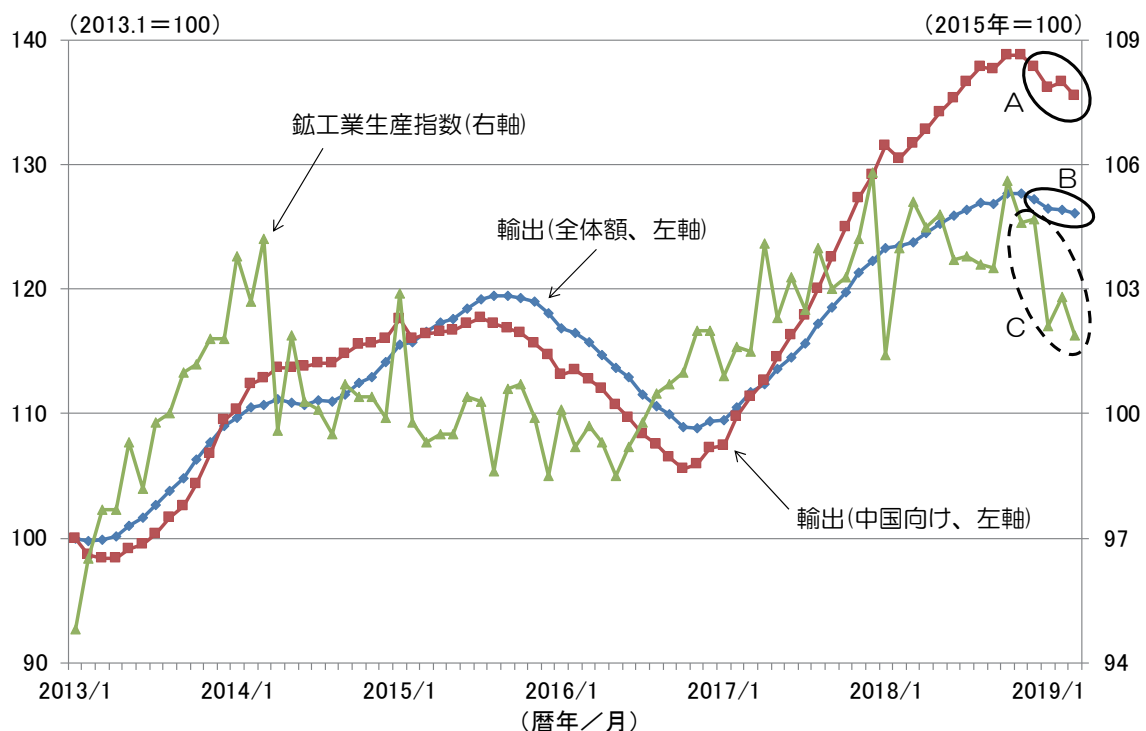
以上の点を踏まえ、本稿では、足下の景況感について概観し、その上で民間設備投資の先行きを展望する。

2. 米中貿易戦争による設備投資・我が国経済への影響は

2-1. 貿易戦争による影響の顕在化～輸出・生産の落ち込み、景況感の悪化

まず、昨年来の米中の貿易戦争による輸出や生産への影響を見ると（図表4）、中国経済の減速を受けて中国向け輸出は2018年下半年には頭打ちとなり、同年末からは一般機械を中心に減少している（図表4、A）。その結果、我が国の輸出全体額も緩やかな減少傾向に転じ（図表4、B）、生産も年頭に大きく落ち込んでいる（図表4、C）。

図表4 輸出と生産の推移



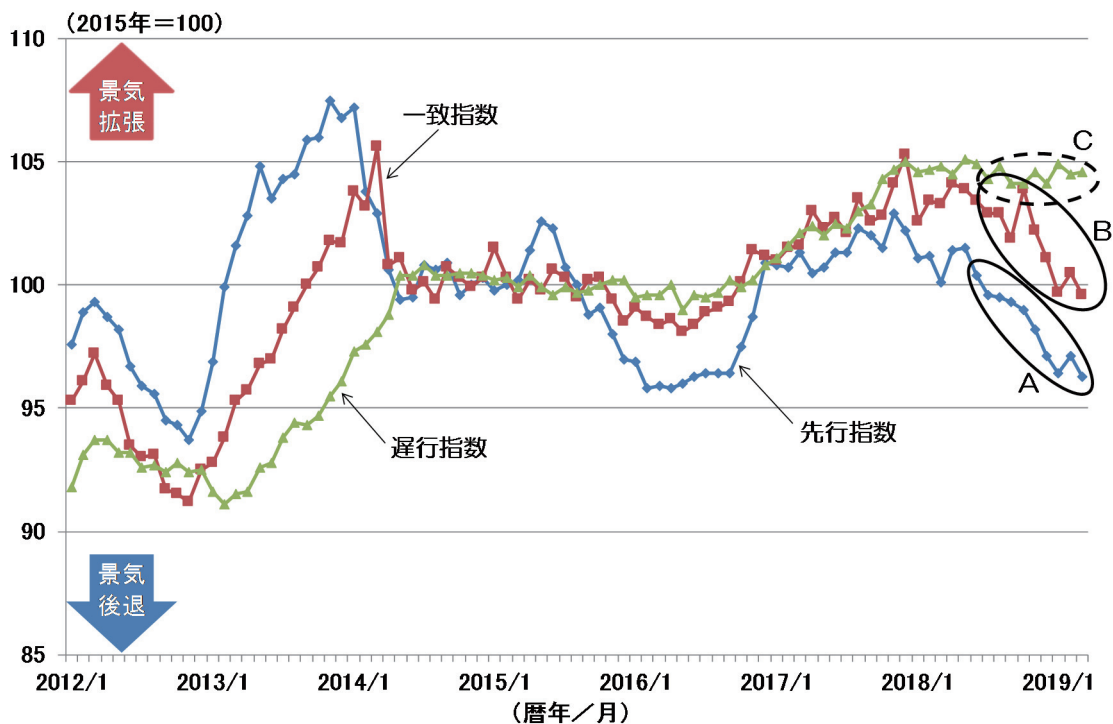
（注1）輸出（全体額）及び輸出（中国向け）のデータは、後方12か月移動平均を取った上で2013年1月を100として計算した。

（注2）鉱工業生産指数は、季節調整値。

（出所）財務省『貿易統計』（2019年3月分（輸出確報；輸入速報））、経済産業省『鉱工業指数』（2019年3月速報）より作成

次に、経済活動の水準を月次で見ることができる景気動向指数（C I）³の推移を確認すると（図表5）、①遅行指数（図表5、C）こそ頭打ちにとどまっているが、②先行指数（図表5、A）や一致指数（図表5、B）は2018年下半期からは低下傾向に転じており、経済活動の落ち込みが見て取れる。このような状況の下で、5月13日に公表された内閣府『景気動向指数』3月分速報において、一致指数（C I）による景気の基調判断⁴は6年2か月振り⁵に「悪化」となった。

図表5 景気動向指数（C I）の推移



（注）先行・一致・遅行指数の意味は、脚注3を参照。
（出所）内閣府『景気動向指数』（2019年3月分速報）

³ 景気の現状把握及び将来予測に資するため、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し作成された指標。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、景気に対して先行して動く先行指数、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。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（内閣府『景気動向指数』）。

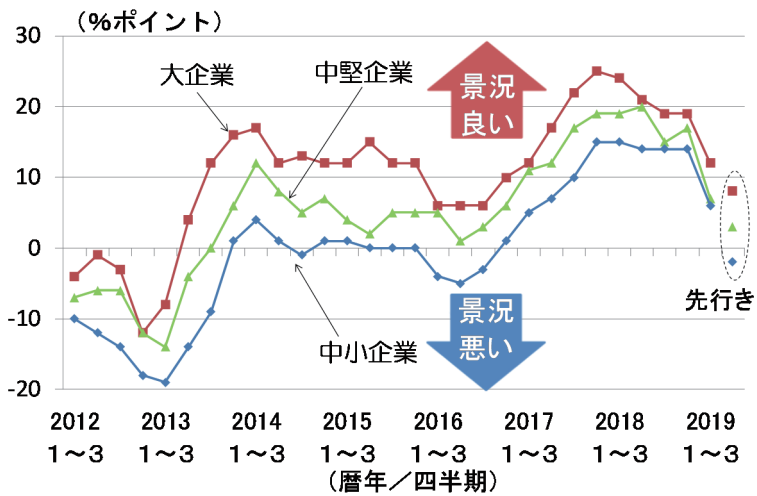
⁴ 「改善」、「足踏み」、「（上方または下方への）局面変化」、「悪化」、「下げ止まり」の5種類の定義があり、一致指数（C I）の特定の平均値や、その前月差等の変化方向・符号などに対して所定の基準を用いて機械的に判断されることから、この判断が政府の判断と同一である保証はない。実際、5月24日に公表された『月例経済報告』（内閣府）においては、景気全体への基調判断こそ下方修正されたものの、「緩やかに回復している」という判断は維持されている。

⁵ 日本経済新聞(2019.5.14)。

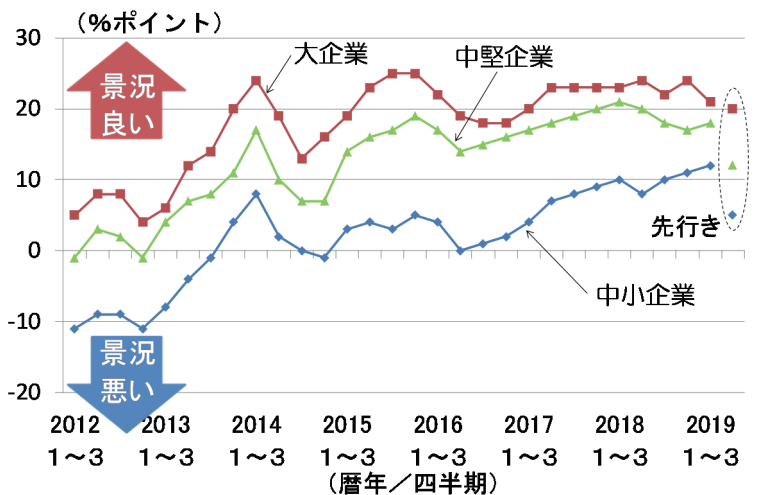
こうした経済活動の変調を踏まえ、企業の景況感を測る指標である日本銀行「短観」の業況判断DI⁶の推移を見ると、2018年以降、非製造業(図表6(2))は増勢の頭打ちが見られ、製造業(図表6(1))は悪化に転じている⁷。特に、足下の2019年1～3月期は大きく落ち込んでいるが、業種別に見るとはん用機械、生産用機械・電気機械などの悪化が目立っており、輸出との関連性が見て取れる。また、足下だけではなく、製造業・非製造業ともに、先行き⁸(図表6(1)及び(2)の黒点線内)も相当程度の悪化が見込まれており、企業マインドは冷え込み始めていると言えよう。

図表6 企業規模別の景況感の推移

(1) 製造業



(2) 非製造業



(注) 脚注6及び8を参照。
(出所) 日本銀行『短観(全国企業短期経済観測調査)』(2019.3)

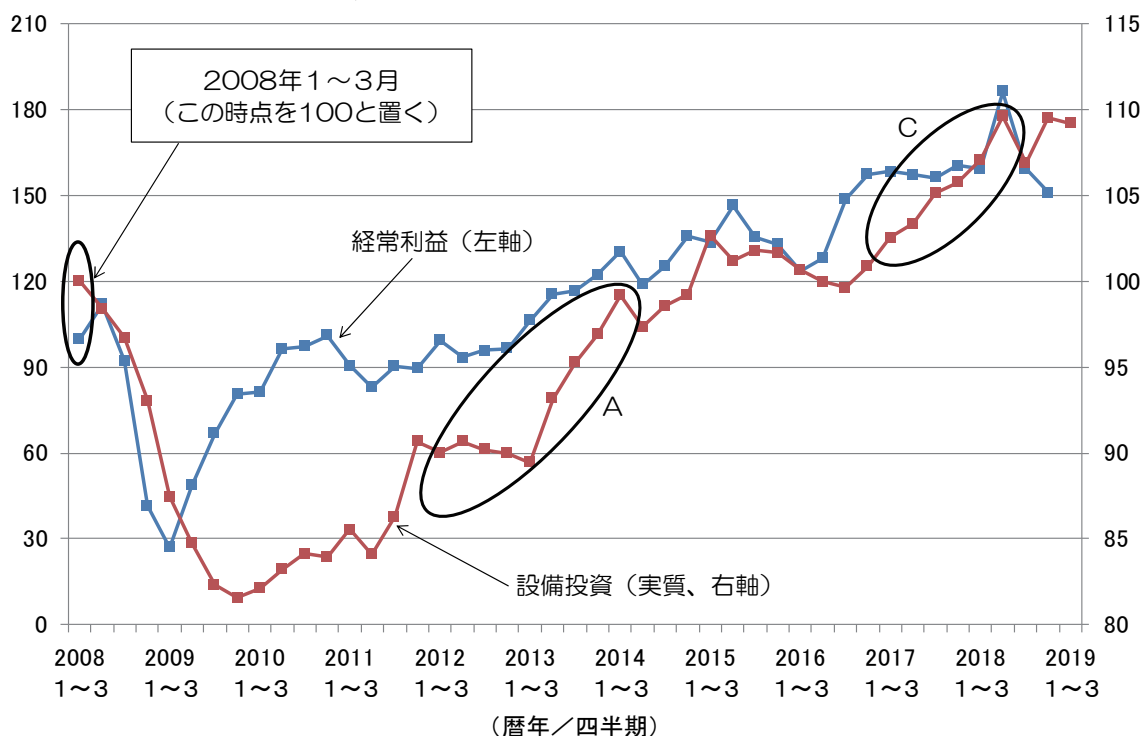
2-2. 貿易戦争の再燃を受けて懸念される設備投資や我が国経済への影響

2-1節で見たように、既に輸出・生産を含めた経済活動の落ち込みや景況

⁶ 「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。
⁷ 2019年3月の大企業製造業の業況判断DIは直近のピーク(2017年12月)より13ポイント低下しているが、少なくとも1980年からのデータではDIが直近のピークより13ポイント以上低下すると、実際に景気後退につながっているとの指摘もある(日本経済新聞(2019.4.2))。
⁸ 「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6の「先行き」は、短観の最新時点(2019.3)における「先行き」という意味である。

感の悪化が見られており、企業利益も 2018 年下半期には大きく減少へ転じている⁹ (図表 7)。ただし、過去においても短期的な利益の押下げが即座に設備投資の減少につながるような関係性は見られておらず、足下で利益が大幅に減少しても設備投資は増勢が頭打ちとなる程度にとどまっている。

図表 7 設備投資と経常利益の推移



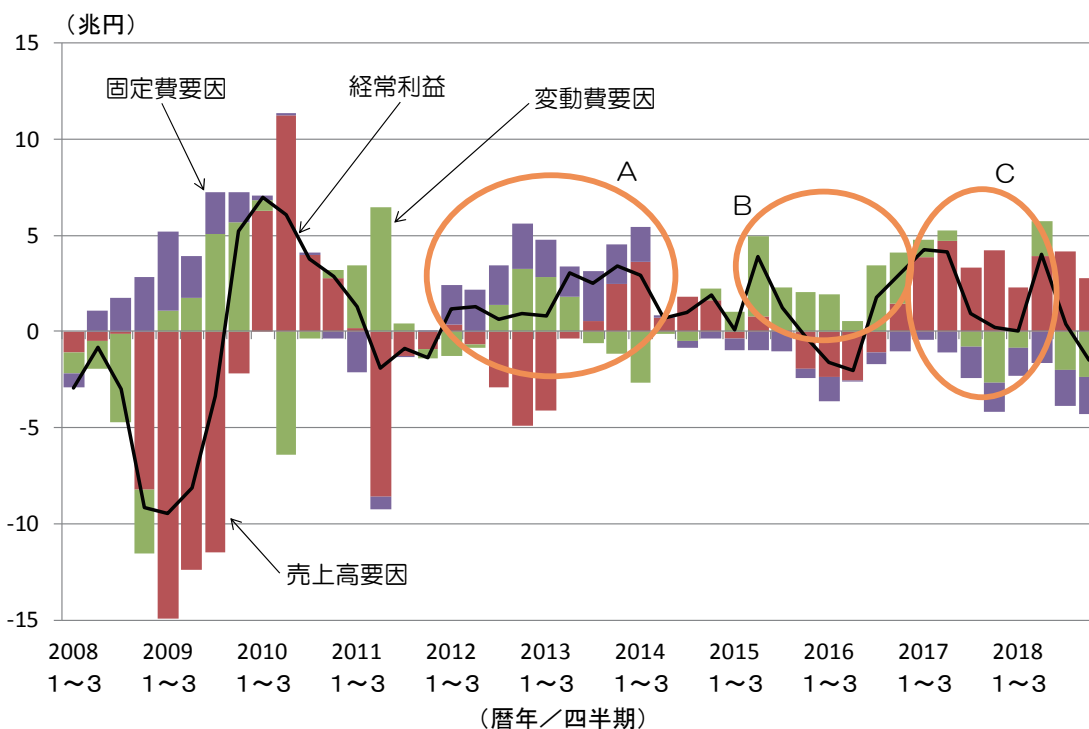
(注) データはいずれも季節調整値で、2008 年 1~3 月期を 100 として計算した。
 (出所) 内閣府『2019 年 1~3 月期四半期別 GDP 速報 (1 次速報値)』、財務省『法人企業統計調査』より作成

設備投資と利益の関係性をより詳しく見るため、経常利益の前年差を要因分解し、時期毎にその増加度合いと増加に寄与した要因を見ると (図表 8)、① 2010 年にはリーマン・ショックの反動を受けた売上増が利益の増加に貢献していたが、②2013 年頃まで (図表 8、A) は人件費の圧縮などの固定費の減少などにより、2010 年のピークには及ばないものの、ある程度の利益の増勢が続いていた。③2015 年以降 (図表 8、B) は原油安などを背景とした変動費の減少が利益へのプラス要因となったが、連続して利益が減少した時期も見られ、総じて利益の増額幅は A 期を下回っていたが、④2017 年以降 (図表 8、C) は、

⁹ 本稿執筆時点では図表 7 の経常利益のデータは 2018 年 10~12 月期のデータしか公表されていないが、日本経済新聞社による 2019 年 5 月 17 日までに決算を発表した上場企業 1,564 社の集計によると、2019 年 3 月期は減益に転じたと報じられている (日本経済新聞 (2019. 5. 18))。

売上増を受けて、足下まではA期と遜色ない水準での利益の増加が続いていた。このような経緯を踏まえ、図表7を見返すと、少なくとも図表の期間において利益が増加した理由による設備投資への影響は明確に見いだすことはできないものの、A期とC期（図表7、8で共通）のように他の時期と比べて相当程度の利益の増額が続いた時期には設備投資の増勢が見られていたことが分かる。

図表8 リーマン・ショック以降の経常利益（前年同期差）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（前期差）に分解した。
 (出所) 財務省『法人企業統計調査』より作成

では、先行きの設備投資を占うために、企業の収益計画を見ると（図表9(1)）、企業は2019年度も2018年度に引き続いて利益の減少を見込んでいる。このため、企業の設備投資計画を見ると（図表9(2)）、2019年度の設備投資を大幅に抑制ないし減額するという結果になっている。利益の減少という点だけではなく、米中の貿易戦争などを中心とした需要の減少や先行き不透明感の高まりが影を落としていると考えられる。

ただし、しばらくの間「休戦状態」が続いていた米中の貿易戦争において、米国が①2018年9月に関税率を10%引き上げた対中輸入品（いわゆる「第3

弾」、対象額 2,000 億ドル) の関税率を、2019 年 5 月 10 日には更に 25%へ引き上げる(中国は 6 月 1 日に報復関税開始予定)、②追加的な対中輸入品(いわゆる「第 4 弾」、対象額 3,000 億ドル)に最大 25%の関税を賦課すること(発動は 6 月末以降の見込み)という追加措置及び計画を相次いで打ち出してきた¹⁰という点は気がかりである。ここまで本節で見てきたデータは、図表 7 の設備投資を除くと公表時点が 2019 年 4 月であり、こうした貿易戦争の再燃による影響はまだ経済データには現れておらず、どの程度のものになるかはまだ分からない状況にある¹¹。我が国と米国との間の T A G (物品貿易協定) の交渉も始まったばかりであり、こうした対外環境の急変による不透明感の増幅を起点として景気へ大幅な下押し圧力がかかり、設備投資のみならず我が国経済の回復への大きなブレーキとなることが懸念される。

なお、貿易戦争の再燃による影響を見るために、マクロモデルでの試算を行った。具体的には、米国(▲0.6%ポイント)と中国(▲1.2%ポイント)の G D

図表 9 企業の収益計画・設備投資計画

(1) 経常利益

	製造業		非製造業	
	2018年度	2019年度	2018年度	2019年度
全規模合計	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 1.5	▲ 0.7
大企業	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 1.3
中堅企業	2.9	2.1	▲ 0.1	▲ 1.5
中小企業	▲ 2.8	0.3	▲ 4.4	1.6

(2) 設備投資

	製造業		非製造業	
	2018年度	2019年度	2018年度	2019年度
全規模合計	11.1	2.0	10.0	▲ 5.6
大企業	11.0	6.2	15.7	▲ 1.6
中堅企業	9.9	▲ 5.1	8.8	▲ 7.5
中小企業	12.7	▲ 6.1	▲ 7.1	▲ 20.1

(注) 数字はいずれも計画(前年度比(%))。

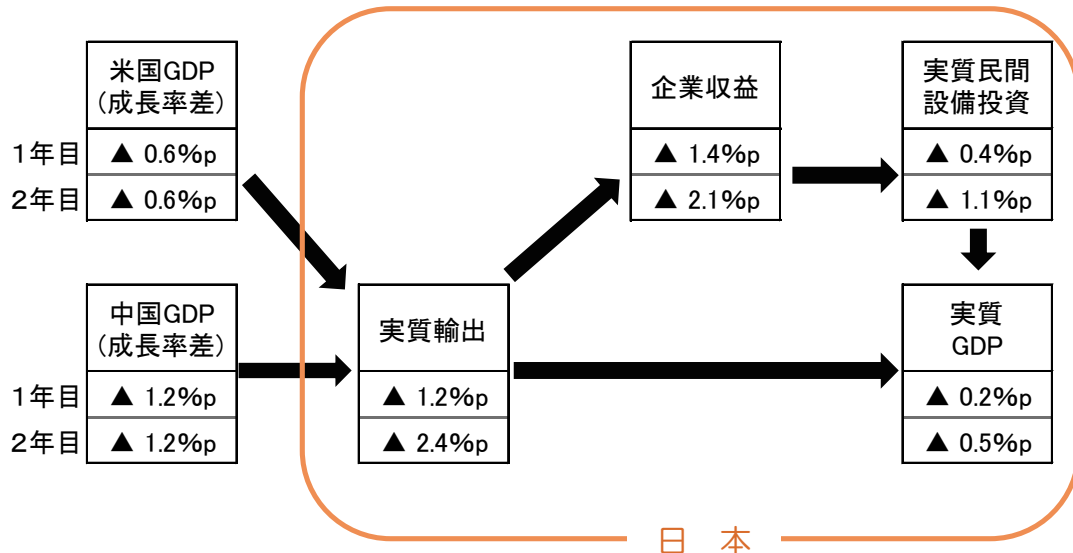
(出所) 日本銀行『短観(全国企業短期経済観測調査)』(2019.3)

¹⁰ 日本経済新聞(2019.5.10)、日本経済新聞(2019.5.12)、日本経済新聞(2019.5.14)。

¹¹ スイス金融大手の U B S は、「第 4 弾」まで含めた米国の対中関税の影響により、中国の経済成長率は 1.6~2.0%ポイント押し下げられるとしている(日本経済新聞(2019.5.15))。

Pが向こう2年間低下し続けた場合¹²、我が国では輸出の大幅な減少が見られ、企業収益が悪化し民間設備投資が2年目には1.1%ポイント押し下げられ、2年目の実質GDPは0.5%ポイント低下するという結果となった(図表10)¹³。

図表10 貿易戦争の再燃による影響(試算)



(注1) "p"はポイントの略。

(注2) 米国GDPと中国GDPとの数字は、米国と中国のGDP成長率が減少した場合と減少しない場合の伸び率の差。他の数字は、1・2年目ともに、米国と中国のGDPがそれぞれ0.6%ポイント、1.2%ポイント低下した場合(B)と、そうでない場合(A)との乖離率(=(B-A)/A*100)。

(出所) 筆者試算による

なお、貿易戦争が長期化する場合、特に中国においては、①生産拠点の海外移転を受けて設備・労働といった生産要素が過剰化し、ストック調整圧力により更なる景気悪化へつながること、②①により世界的な同時株安が発生し、中国の債務問題なども相まって金融危機が引き起こされることなどが懸念される。マクロモデルの性格上、そのような効果を織り込むことは難しいが、こうした効果を加味したならば、経済の落ち込みは拡大することが想定される。

(内線 75035)

¹² 三菱総合研究所「2019、2020年度の内外景気見通し」(2019.5.21)でのGTA Pモデルを用いた米中の関税引き上げの試算のうち、「従前シナリオ」(「第3弾」(関税率10%引き上げ))と「リスクシナリオ」(米国は「第3弾」及び「第4弾」(同25%引き上げ)、中国は「第3弾」(同100%引き上げ))のそれぞれにおける米中のGDP変化率の押し下げ幅を用い、両者の差を貿易戦争の再燃による影響と想定した。GDP変化率の押し下げ幅は、「従前シナリオ」では米国▲0.2%、中国▲0.7%であり、「リスクシナリオ」では米国▲0.8%、中国▲1.9%であるため、図表10の試算においては、米国のGDPを0.6%ポイント、中国のGDPを1.2%ポイント押し下げた。

¹³ 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。