

# Economic Indicators

発表日: 2023年11月15日(水)

## 2023年7-9月期 GDP(1次速報値)

～前期に続いて内需が弱い。牽引役不在で先行きも景気回復ペースは緩やかなもの～

第一生命経済研究所

シニアエグゼクティブエコノミスト 新家 義貴

(Tel: 050-5474-7490)

### 内需が落ち込み、マイナス成長に転じる

本日内閣府から公表された2023年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率▲2.1%(前期比▲0.5%)<sup>1</sup>と大幅マイナス成長なり、事前の市場予想(前期比年率▲0.5%、筆者予想:同▲0.5%)を大きく下回った。前期からの反動増が見込まれていた個人消費が予想に反して微減となったことと、在庫投資のマイナス寄与が想定対比大きかったことが下振れの主因である。需要項目別にも、内需関連でプラスとなったのは政府消費のみであり、他は軒並みマイナス。後述のとおり内需の弱さが目立つ結果となっている。輸出が伸び悩むなか、内需が冴えない動きとなっており、景気が牽引役不在の状況にあることが示されている。

7-9月期は大幅マイナス成長となったものの、4-6月期に前期比年率+4.5%の高成長となった後であることを考えると、景気が失速しているとまで言うのは行き過ぎだ。均してみれば景気は引き続き回復傾向にあるとみて構わない。ただし、その回復ペースはあくまで緩やかなものにとどまっておらず、足取りは鈍い。米国景気が予想以上に好調に推移し、輸出が落ち込みを回避していることはプラスと言えるが、内需の弱さが気がかりだ。内需は4-6月期に前期比年率▲2.7%と落ち込んだ後にもかかわらず、7-9月期も同▲1.6%と2四半期連続で減少している。在庫要因により押し下げられている面もあるとはいえ、在庫を除いてもマイナスであり、弱さは否めない。特に目立つのが、個人消費と設備投資という内需の二本柱がこのところ冴えない点。コロナ禍からの経済活動正常化の動きが加速することから内需主導の景気回復が実現するとの期待があっただけに、足元における内需のもたつきは懸念されるどころだ。

7-9月期の個人消費は前期比▲0.0%となった。4-6月期の同▲0.9%の落ち込みからの反動増が予想されていたが、小幅とはいえ2四半期連続の減少となっている。5月に新型コロナウイルスの感染症法上の分類が5類に引き下げられたことなどをきっかけに消費者の慎重姿勢が和らぎ、個人消費は伸びが加速することが期待されていたものの、4-6月期には前期比▲0.9%とむしろ大幅に減少、5類移行後初の夏休みとしてレジャー消費の拡大が期待されていた7-9月期も微減となるなど、完全に期待外れの結果となっている。物価高による悪影響が消費の頭を押さえている可能性が示唆される。個人消費はこれまで、コロナ禍で水準を大きく落としていたところからの正常化の力が働いていたことで回復してきたが、消費水準がある程度戻ってきたことで、こうした押し上げ効果が弱まりつ

<sup>1</sup> GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。2022年1-3月期が前期比年率▲2.6%(改定前▲2.3%)、4-6月期が+4.7%(同+5.3%)、7-9月期が▲0.4%(同▲1.2%)、10-12月期が▲0.2%(同+0.2%)、23年1-3月期が+3.7%(同+3.2%)、4-6月期が+4.5%(同+4.8%)などとなった。22年後半が小幅ではあるものの2四半期連続のマイナス成長という姿に変わったことが目につく。

つある面もあるだろう。

設備投資も冴えない。7-9月期は前期比▲0.6%と2四半期連続の減少となった。4-6月期に同▲1.0%と減少し、7-9月期は反動増が期待されていただけに失望感がある。研究開発投資や脱炭素関連投資、デジタル・省力化投資などによる押し上げもあり、企業の設備投資意欲は強いとみられるが、機械受注の足踏みにみられるとおり、製造業を中心として足元では機械投資に弱さが出ていることが下押し要因になっている。設備投資は先行き増加傾向で推移すると予想しているが、回復ペースは当面緩やかなものにとどまる可能性が高い。そのほか、公共投資が前期比▲0.5%と6四半期ぶりの減少、住宅投資が同▲0.1%と小幅ながら5四半期ぶりの減少に転じるなど、内需が全般的に弱い点が今回のGDPの特徴である。

もう一つ注目されるのが、インバウンド需要に相当する「非居住者家計の国内での直接購入」が前期比▲5.0%と、23年4-6月期以来のマイナスに転じている点。昨年秋に水際対策が大幅緩和された後、インバウンド需要は急激に持ち直してきたが、7-9月期は回復が一服する形となっている。中国以外の地域からの観光客は既に急増しており、コロナ前水準を上回る地域もある。こうした地域では、さすがにこれまでのような回復は続かず、今後の持ち直しペースは鈍化するだろう。中国人観光客については先行き回復が見込めるが、処理水問題の影響が読めず、回復ペースには不透明感がある。7-9月期の減少は一時的で、インバウンド需要については先行きも増加を続け、国内景気の下支え要因になると予想しているが、日本側の供給能力の問題もあり、これまでのような急激な回復は難しい。インバウンド需要が景気の牽引役になるとまではいかないだろう。

## 牽引役不在で先行きも緩やかな成長にとどまる公算大

先行きについても、牽引役不在のなか、景気のリセッションに陥る可能性は低いが、過去の利上げの累積的な悪影響がタイムラグをもって顕在化することを考えると、方向としては減速とみるのが妥当だろう。学生ローンの返済再開やクレジットカード金利の上昇、過剰貯蓄の減少といった下押し要因もあり、先行きについてはこれまでのような景気の強さは見込み難い。また、欧州経済は失速気味、中国経済も足元でようやく下げ止まった程度であり、先行き多くは望めない。輸出が景気の牽引役となることは期待薄だろう。

内需についても、回復ペースは限定的なものにとどまる可能性が高い。今回のGDPでも示されたとおり、個人消費の増勢には足元で陰りが見える。個人消費はこれまで、コロナ禍で水準を大きく落としていたところからの正常化の力が働いていたことで回復してきたが、消費水準がある程度戻ってきたことで、こうした押し上げ効果が弱まりつつある可能性があるだろう。個人消費の水準は、実質でもコロナ前に近付き、名目でははっきり上回っている。物価上昇が続くなか、今後は貯蓄を取り崩す段階に入ってくるが、貯蓄の取り崩しが米国のように進むことは考えにくく、この先は消費の伸びがペースダウンする可能性が高いとみている。

この先、景気を大きく押し下げるほどの材料はなく、景気が失速に至る可能性は低い一方で、景気を強く押し上げる要因もない。今後も景気は回復基調で推移するとみられるが、牽引役不在のなか、力強さに欠ける展開が続くことが予想される。

## 需要項目別の動向

23年7-9月期の個人消費は前期比▲0.0%となった。4-6月期に同▲0.9%と大きく落ち込んだ後

にもかかわらず反発は見られず、弱い結果である。コロナ禍からの正常化に伴って消費者の慎重姿勢が和らぎ、消費が活性化することが期待されていたが、足元の動きはそうした期待を裏切るものとなっている。内訳では、耐久財が前期比▲3.3%（4-6月期：▲2.7%）、食料品などの非耐久財消費が前期比▲0.1%（4-6月期：▲2.3%）とそれぞれ2四半期連続で減少。半耐久財も前期比▲0.5%（4-6月期：+2.3%）と減少に転じるなど、財消費が全般的に弱い。名目賃金は上昇しているものの、物価がそれ以上に上昇していることが下押しになっているものとみられる。また、サービス消費は前期比+0.2%と増加したものの、4-6月期の同+0.1%に続いて低い伸びにとどまった。22年10-12月期（同+1.3%）や23年1-3月期（同+0.7%）の高い伸びからははっきり減速している。元々の期待が大きかっただけに、サービス消費の伸び悩みは大きな誤算だ。均してみれば経済活動正常化の流れは崩れておらず、個人消費は緩やかな増加傾向にあると判断しているが、物価高による悪影響が消費の頭を押さえている可能性が示唆される。

設備投資は前期比▲0.6%と、4-6月期の同▲1.0%に続いての減少となった。研究開発投資や脱炭素関連投資、デジタル・省力化投資などによる押し上げもあり、企業の設備投資意欲は強いとみられるが、機械受注の足踏みにみられるとおり、製造業を中心として足元では機械投資に弱さが出ていることが下押し要因になっている。今後も海外経済減速の影響で輸出が伸び悩むことから、製造業では投資の手控えが進む可能性がある。設備投資は先行き増加傾向で推移すると予想しているが、回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

輸出は前期比+0.5%と小幅増となった。地域別では、アジア向けが低調に推移する一方で、米国向けが伸びている。財別にみると、供給制約の緩和で自動車輸出が引き続き持ち直したことが押し上げ要因になっている。また、落ち込みが続いていたIT関連財に下げ止まりの兆しが窺える点は好材料。一方、前述のとおりインバウンド需要が7-9月期は足踏みとなっており、サービス輸出は前期比▲0.2%と微減。先行きについては、世界経済が先行き減速傾向で推移するとみられるなか、輸出は伸び悩みが予想される。輸出が景気の牽引役になることは期待薄だろう。

輸入は前期比+1.0%と、4-6月期の前期比▲3.8%の急減からやや持ち直した。財輸入はほぼ横ばいにとどまったが、サービス輸入が前期比+5.0%と大幅に増加したことが押し上げ要因となっている。7-9月期は輸出、輸入とも増加したが、輸入の伸びの方が大きかったことから、外需寄与度は前期比年率▲0.5%Pt（前期比寄与度：▲0.1%Pt）と、成長率をやや下押しした形となった。

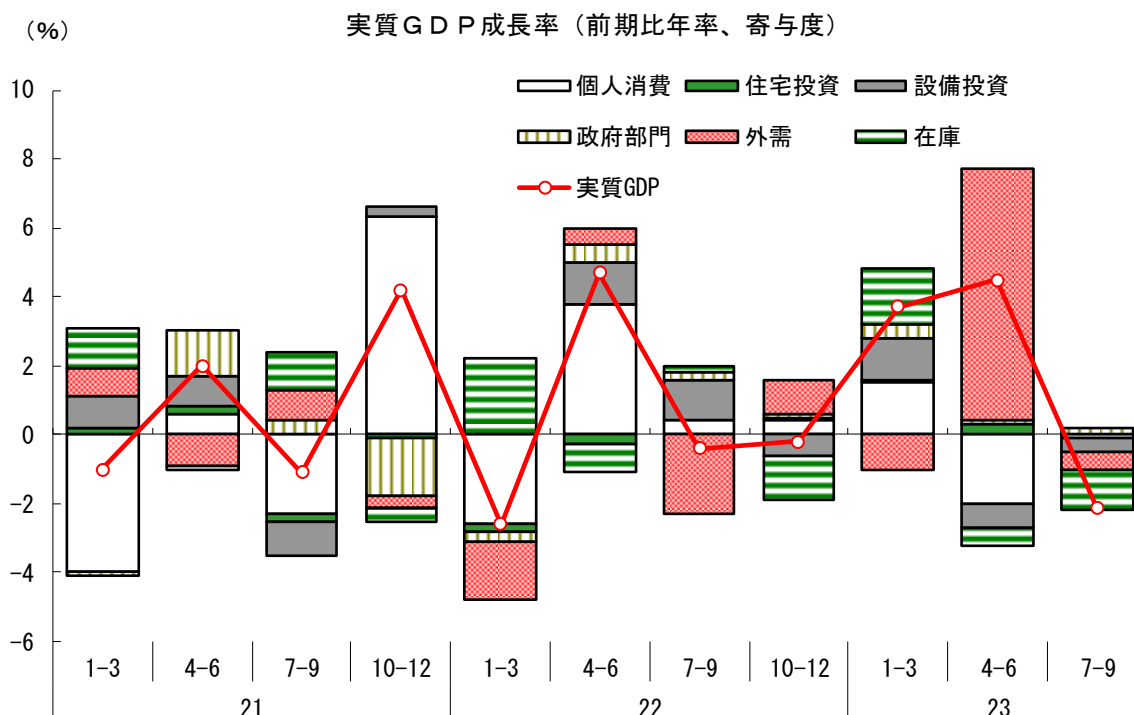
民間在庫変動は前期比寄与度▲0.3%Pt（前期比年率寄与度▲1.2%Pt）と成長率の押し下げ要因になった。製品在庫が大きく下振れたことが下押しに効いている。なお、1次速報では仮置きとなっている仕掛品在庫と原材料在庫については、法人企業統計の結果が反映される2次速報で修正される可能性があることに注意しておきたい。

その他の需要項目では、住宅投資が前期比▲0.1%と、小幅ながら5四半期ぶりの減少となった。住宅着工が低調に推移しており、住宅投資も先行き下振れ含みだろう。また、公共投資も前期比▲0.5%と6四半期ぶりの減少に転じている。補正予算の効果が一巡しつつある可能性があるだろう。

図表 実質GDPの推移

	22年		23年			当社事前予想
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.1 ▲ 0.4	▲ 0.1 ▲ 0.2	0.9 3.7	1.1 4.5	▲ 0.5 ▲ 2.1	▲ 0.1 ▲ 0.5
内需寄与度 (うち民需)	0.5 0.5	▲ 0.3 ▲ 0.4	1.1 1.1	▲ 0.7 ▲ 0.7	▲ 0.4 ▲ 0.4	0.0 0.1
(うち公需)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0
外需寄与度	▲ 0.6	0.3	▲ 0.2	1.8	▲ 0.1	▲ 0.2
民間最終消費支出	0.2	0.2	0.7	▲ 0.9	0.0	0.3
民間住宅	0.1	1.0	0.5	1.8	▲ 0.1	2.0
民間企業設備	1.9	▲ 0.9	1.7	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.1
民間在庫変動(寄与度)	0.1	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.1
公的固定資本形成	1.1	0.0	1.4	0.3	▲ 0.5	▲ 1.2
財貨・サービスの輸出	2.2	1.5	▲ 3.5	3.9	0.5	0.4
財貨・サービスの輸入	5.1	0.2	▲ 2.1	▲ 3.8	1.0	1.2
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.8 ▲ 3.1	1.3 5.4	2.3 9.4	2.5 10.5	0.0 ▲ 0.2	0.7 2.6

(出所)内閣府「国民経済計算」  
※断りの無い場合、前期比(%)



(出所)内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

