

Economic Indicators

発表日: 2024年2月15日(木)

2023年10-12月期GDP(1次速報値)

～内需の弱さが鮮明。1-3月期もマイナス成長の可能性～

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)

内需の弱さが景気を下押し

本日内閣府から公表された2023年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率▲0.4%(前期比▲0.1%)¹となり、事前の市場予想(前期比年率+1.0%、筆者予想:同0.0%)を大きく下回った。7-9月期の同▲3.3%に続いてのマイナス成長であり、足元で景気が足踏みとなっていることを確認させる結果と言えるだろう。

また、23年10-12月期は一時的要因により押し上げられている点にも注意が必要だ。今期のGDPを押し上げた最大の要因は輸出(前期比+2.6%)だが、これは産業財産権等使用料で大口の受け取りがあったことによるサービス輸出の急増により大きく押し上げられている面が大きい²。この一時的な押し上げがなければ10-12月期GDPのマイナス幅はさらに大きなものとなる。

また、今回も注目されるのが内需の弱さであり、事前予想下振れもこれが主因。内需は23年4-6月期(前期比年率▲2.7%)、7-9月期(同▲3.1%)、10-12月期(同▲1.0%)と3四半期連続で大きく落ち込んでおり、弱さが鮮明となっている。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である。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以前はあったが、実際には内需が弱い動きを続けており、完全に期待外れの状況となっている。コロナ禍からのリバウンドの動きが一巡するなか、物価上昇が購買力を削いでいることが影響しているものと思われる。また、個人消費や設備投資のほかにも、公共投資が前期比▲0.7%と2四半期連続の減少、住宅投資も同▲1.0%と落ち込んでいる。需要項目別にみても、内需関連はすべてマイナスで総崩れとの様相だ。

このように、①サービス輸出による一時的要因により押し上げられた面が大きいこと、②内需の弱さが目立つことを踏まえると、10-12月期のGDPは見た目以上に弱い結果であると言えるだろう。牽引役不在のなか、日本経済は停滞感の強い状況が続いていることが確認できる。

1-3月期もマイナス成長か。牽引役不在で先行きも緩やかな成長にとどまる公算大

24年1-3月期については3四半期連続のマイナス成長を予想する。10-12月期のGDPを押し上げたサービス輸出において、大口要因の剥落による減少が生じることが下押し要因となる見込みであ

¹ 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▲2.7%(改定前▲2.4%)、4-6月期が+4.6%(同+4.4%)、7-9月期が▲0.8%(同▲0.4%)、10-12月期が+1.7%(同+1.0%)、23年1-3月期が+4.4%(同+5.0%)、4-6月期が+4.0%(同+3.6%)、7-9月期が▲3.3%(同▲2.9%)などとなった。全体的に修正幅は小さく、景気認識に変更を迫るものではない。

² 詳細は「24年1-3月期もマイナス成長へ」(24年2月15日発行)をご参照ください。

る。大手自動車メーカーによる大幅減産も、関連産業を巻き込んで悪影響を与えるだろう。内需の回復が限定的なものにとどまるとみられるなか、こうした下押し要因をカバーすることは難しく、1-3月期はマイナス成長となる可能性が高いとみている。

その先も、牽引役不在のなか、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。米国景気は足元で依然好調に推移しており、先行きも大崩れは避けられるとみられるが、これまでの急激な金融引き締めの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。個人消費の好調を支えてきた超過貯蓄についても概ね費消されたとみられることも下押し材料だ。景気を牽引してきた個人消費で減速が予想されるなか、これまでのような景気の強さは見込み難い。また、欧州経済は低迷が続いていることに加え、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。

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、個人消費は足元で弱い動きとなっている。個人消費は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っているとみられる。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、実質消費を増やすためには今後貯蓄を取り崩す必要があるが、貯蓄の取り崩しが米国のように進むことは考えにくく、消費は当面低迷が続く可能性が高い。

この先、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。牽引役不在のなか、景気は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10-12月期の個人消費は前期比▲0.2%となった。23年4-6月期（同▲0.7%）、7-9月期（同▲0.3%）と落ち込んだ後にもかかわらず反発は見られず、3四半期連続の減少となった。前年比でも▲0.5%と2四半期連続のマイナスであり、はっきり弱い。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完全に裏切るものとなっている。内訳では耐久財消費は前期比+6.4%と持ち直した一方、これまで緩やかな増加を続けてきたサービス消費が前期比▲0.6%と減少に転じたことが目立つ。コロナ禍からのリバウンドが一巡してきたことが示唆される。なお、日銀は現時点で個人消費は緩やかな増加基調との見解を崩していない。日銀はGDP（特に個人消費）を軽視する傾向があるとはいえ、3四半期連続の減少ともなれば、さすがにそうも言いづらくなるだろう。

設備投資は前期比▲0.1%だった。微減とはいえ、23年4-6月期（同▲1.4%）、7-9月期（同▲0.6%）に続いて3四半期連続の減少である。前年比でも▲0.7%と2四半期連続のマイナスであり、設備投資の回復が足踏みとなっていることが確認できる。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、回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

輸出は前期比+2.6%と高い伸びとなった。ただしこれはサービス輸出の急増（前期比+11.3%）によって押し上げられたものであることに注意が必要だ。財輸出は前期比+0.2%と横ばい圏内での動きにとどまっている。サービス輸出のうち、前期比+14.1%と高い伸びになったインバウンド需要（非

居住者家計の国内での直接購入)については海外からの旅行者増を受けたもので問題ないが、直接購入を除くサービス輸出の増加については、23年10月に産業財産権等使用料で大口の受け取りが発生したことによるところが大きい。これは一時的な押し上げであるため、輸出の基調を見る上では割り引いて見る必要があるだろう。なお、1-3月期にはこの要因が剥落することでサービス輸出が減少し、輸出はマイナスとなる可能性が高い。

輸入は前期比+1.7%と増加した。サービス輸入が減少したものの、財輸入が持ち直し、輸入全体では2四半期連続のプラスとなっている。10-12月期は輸出、輸入とも増加したが、輸出の伸びの方が高いことから、外需寄与度は前期比年率+0.7%Pt(前期比寄与度:+0.2%Pt)と、成長率の押し上げ要因となった。

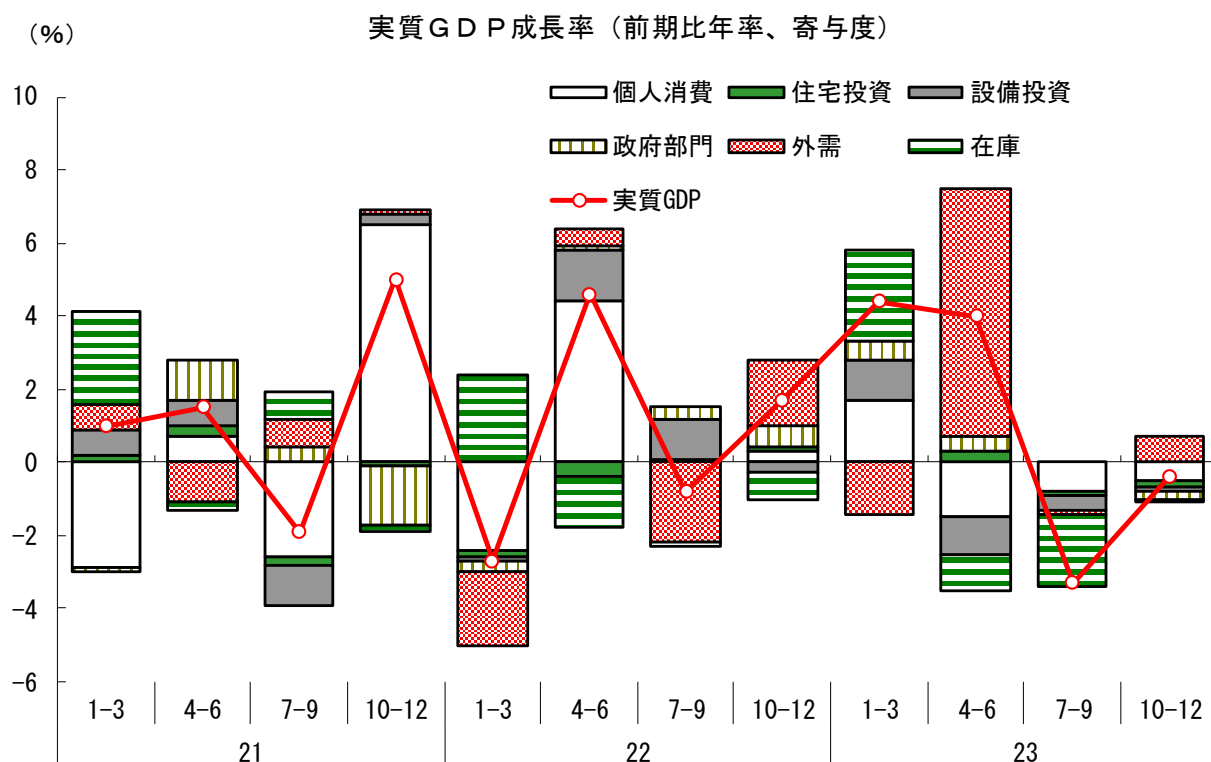
民間在庫変動は前期比寄与度0.0%Pt(前期比年率寄与度▲0.1%Pt)と成長率には概ねニュートラル。なお、1次速報では仮置きとなっている仕掛品在庫と原材料在庫については、法人企業統計の結果が反映される2次速報で修正される可能性があることに注意しておきたい。

その他の需要項目では、住宅投資が前期比▲1.0%と2四半期連続の減少となった。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▲0.7%と2四半期連続の減少である。補正予算の効果が一巡しつつあるとみられる。

図表 実質GDPの推移

| | 22年 | 23年 | | | 当社事前予想 | |
|-------------|---------|-------|-------|-------|--------|---------|
| | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | | 10-12月期 |
| 実質GDP | 0.4 | 1.1 | 1.0 | ▲ 0.8 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| (前期比年率) | 1.7 | 4.4 | 4.0 | ▲ 3.3 | ▲ 0.4 | 0.0 |
| 内需寄与度 | 0.0 | 1.5 | ▲ 0.7 | ▲ 0.8 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 |
| (うち民需) | ▲ 0.2 | 1.3 | ▲ 0.8 | ▲ 0.8 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| (うち公需) | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 |
| 外需寄与度 | 0.4 | ▲ 0.4 | 1.7 | 0.0 | 0.2 | 0.3 |
| 民間最終消費支出 | 0.2 | 0.8 | ▲ 0.7 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 |
| 民間住宅 | 0.7 | 0.3 | 1.8 | ▲ 0.6 | ▲ 1.0 | ▲ 0.9 |
| 民間企業設備 | ▲ 0.5 | 1.6 | ▲ 1.4 | ▲ 0.6 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| 民間在庫変動(寄与度) | ▲ 0.2 | 0.6 | ▲ 0.2 | ▲ 0.5 | 0.0 | ▲ 0.0 |
| 政府最終消費支出 | 0.7 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 0.1 | 0.1 |
| 公的固定資本形成 | 0.0 | 2.0 | 2.2 | ▲ 1.0 | ▲ 0.7 | ▲ 1.2 |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.4 | ▲ 3.5 | 3.8 | 0.9 | 2.6 | 2.6 |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲ 0.8 | ▲ 1.6 | ▲ 3.6 | 1.0 | 1.7 | 1.3 |
| 名目GDP | 1.9 | 2.3 | 2.5 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.4 |
| (前期比年率) | 7.6 | 9.4 | 10.4 | ▲ 0.2 | 1.2 | 1.5 |

(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。

