

# Economic Indicators

発表日: 2023年6月8日(木)

## 2023年1-3月期GDP(2次速報値)

～在庫による押し上げが大きく、最終需要はほぼ変化なし～

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)

### 上方修正も、在庫による押し上げが大きい

本日内閣府から公表された2023年1-3月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比年率+2.7%(前期比+0.7%)と、1次速報の前期比年率+1.6%(前期比+0.4%)から上方修正された。市場予想(前期比年率+1.9%)でも小幅上方修正は見込まれていたが、修正幅は予想対比大きなものとなった。上振れの主因は在庫。民間在庫変動の前期比年率寄与度は、1次速報の+0.4%Ptから2次速報では+1.6%Ptに大幅上方修正されており、今回の上振れのほとんどをこれで説明可能である。在庫の積み上がりによる成長率の押し上げは、翌期以降の成長率押し下げ要因になるため、この点は割り引いて考えた方がよい。実際、GDPから在庫を除いた最終需要では、1次速報では前期比年率+1.2%、2次速報では+1.1%とほとんど変わっていない。なお、最終需要の内訳では、設備投資が上方修正された一方、公共投資が下方修正、個人消費も若干下方修正となったことで相殺されている。

このように、今回の2次速報での上方修正幅は大きかったが、在庫による押し上げが大きく最終需要に大きな変化がないことを踏まえると、景気認識を1次速報段階から変える必要はないだろう。財需要の低迷による世界的な製造業部門の不振や海外経済減速の影響から財輸出が大幅に落ち込んだことが足を引っ張る一方、サービスに牽引されて個人消費が高い伸びになったことや設備投資の持ち直し、インバウンド需要が急回復したことなどが押し上げ要因となっている。全体として、外需の下押しを、サービス消費の増加やインバウンド需要の急増といったコロナ禍からの経済活動正常化の流れが上回る形となり、1-3月期の景気は持ち直しの動きとなったことが改めて確認されている。

ちなみに、今回の2次速報では季節調整のかけなおし等により過去分も修正されている。1次速報では22年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.1%と、7-9月期の▲1.0%に続いて2四半期連続のマイナス成長となり、いわゆるテクニカルリセッションとも言われる状況になっていたが、2次速報では22年10-12月期の成長率は同+0.4%とプラスに戻っており、2四半期連続のマイナス成長は回避される形になっている。

### 先行き持ち直し継続を見込むも、外需の下押しで回復ペースは緩やかなものに

先行きの景気については緩やかな持ち直しを予想している。

押し上げ要因となるのはインバウンド需要の復活とサービス消費の持ち直しである。これまで続けられていた水際対策が終了したことで訪日へのハードルは下がっており、今後は外国人観光客のさらなる増加が期待できる。足元で低水準にある中国人観光客も次第に持ち直しに向かうとみられ、今後もインバウンド需要の増加が景気の下支え要因となる。

また、5月8日より新型コロナウイルスの感染症法上の分類が、これまでの2類相当から季節性インフルエンザと同じ5類に引き下げられたことに象徴されるように、コロナ禍からの正常化の動きは強まる方向にある。濃厚接触者の外出制限が撤廃されたことや、感染時にも幅広い医療機関で受診で

きるようになったことなどは、消費者の慎重姿勢を和らげ、ウィズコロナを一層進展させることに繋がるだろう。物価高による下押しはあるものの、出遅れていたサービス消費の持ち直しが見込まれることで、個人消費は回復の動きを続けることが予想される。

一方、低調な外需が引き続き成長を抑制する要因となる。世界的な財需要の低迷は続いており、製造業部門は未だに悪化傾向にある。景気見通しの悪化に伴い発注が手控えられているほか、需要が財からサービスにシフトしていることも影響しているとみられる。グローバルな製造業の動向に影響されやすい日本からの輸出は今後も下押し圧力を受けるだろう。こうした製造業部門の悪化に加え、利上げの効果が顕在化することも今後の世界景気を下押しする。米国景気は足元で依然底堅さを保っているが、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、景気は先行き下押しされるだろう。既に銀行の融資基準が大幅に厳格化されていることを踏まえれば、今後の企業向け融資の縮小を通じて設備投資が抑制される可能性は高い。こうしたなか、日本への悪影響も避けられず、財輸出は今後も低調に推移すると予想している。また、我が国景気の牽引役として期待される設備投資についても、輸出低迷で先行き不透明感が強いなか、企業が投資を積極化させることは考えにくく、投資手控えも生じやすくなる。設備投資の伸びも緩やかなものにとどまるだろう。

サービス消費の拡大やインバウンド需要の持ち直しに代表されるコロナ禍からの経済活動正常化の動きが続くことから、今後も景気は回復基調で推移するとみられるが、外需の下押しにより成長ペースは抑制されることになる。23年後半の成長率は+1%を割り込むとみられ、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

## 需要項目別の動向

実質設備投資は前期比+1.4%と、1次速報の+0.9%から上方修正された。法人企業統計の結果が反映されたことに加え、公共投資が下方修正されたことも影響しているものとみられる。10-12月期の減少（前期比▲0.6%）からの反動の面もあるものの、均してみれば設備投資は緩やかな増加傾向にあると言ってよいだろう。

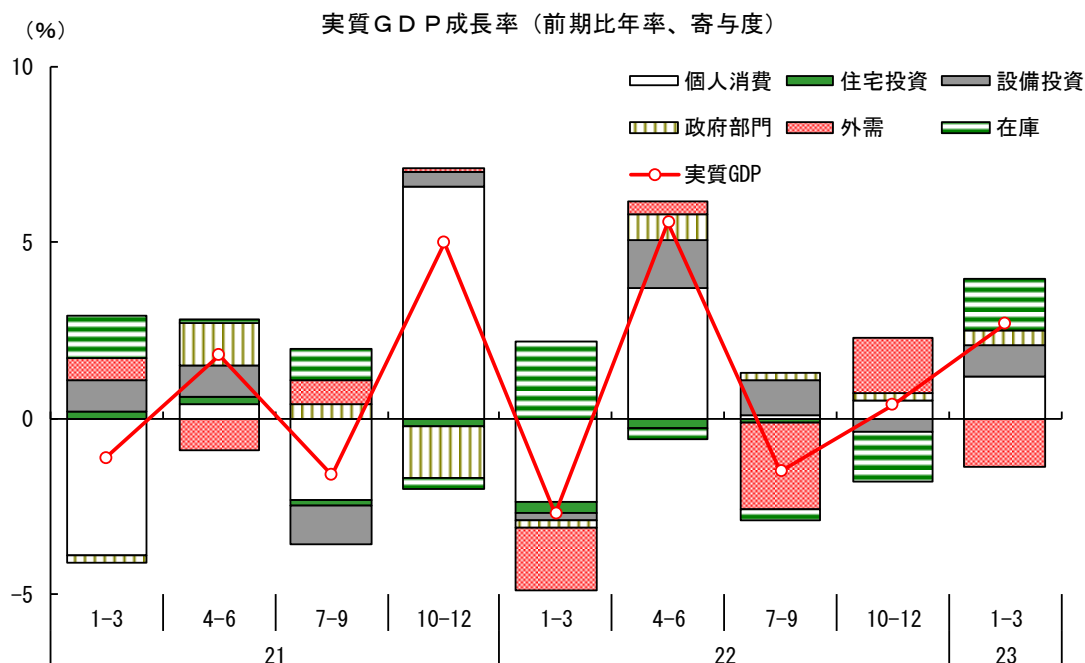
先行きについても、昨年度からの繰り越し分顕在化のほか、研究開発投資や脱炭素関連投資、デジタル・省力化投資などによる押し上げもあることから、設備投資は上向きで推移する可能性が高い。ただし、機械受注等では、足元で製造業に悪化の兆しが窺えることに注意が必要だ。この先も非製造業の設備投資は好調に推移する可能性が高い一方、海外経済減速の影響で輸出が弱含むことの影響から、製造業では投資の手控えが進む可能性が高い。設備投資の増加ペースは緩やかなものにとどまる見込みである。

民間在庫変動は前期比寄与度で+0.4%Pt（前期比年率+1.6%Pt）と、1次速報の+0.1%Pt（前期比年率寄与度+0.4%Pt）から大幅に上方修正された。1次速報で仮置きとなっていた仕掛品在庫が、法人企業統計の結果が反映されたことで大きく上振れたことが影響している。もっとも、在庫の積み上がりによる成長率の押し上げは、翌期以降の成長率にとってはマイナスであることには注意が必要である。4-6月期のGDP成長率は在庫要因により下押しされる可能性が高いだろう。

個人消費は前期比+0.5%と、1次速報（+0.6%）から小幅下方修正された。1次速報で未反映だった3月分のサービス産業動向調査や生産動態統計などの結果が反映されたことが影響したとみられる。小幅下方修正とはいえ、1-3月期の個人消費が物価高のなかでも比較的好調に推移したことは変わらない。新型コロナウイルスの感染第8波が落ち着いたことに加え、ウィズコロナが一段と進展したことで消費者の慎重姿勢が和らいだことが影響したとみられる。外出手控えが解消に向かったこと

に加え、全国旅行支援といった政策面での後押しもあり、サービス消費が高い伸びになったほか、供給制約の緩和から自動車販売が持ち直したことで耐久財消費も押し上げ要因になった。

そのほか、公共投資は1次速報で未反映だった3月分の建設総合統計の結果が反映されたことで、前期比+1.5%と、1次速報の+2.4%から下方修正されている。



図表 実質GDPの推移

	22年				23年	1次QE実績
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.7 ▲ 2.7	1.4 5.6	▲ 0.4 ▲ 1.5	0.1 0.4	<b>0.7</b> <b>2.7</b>	0.4 1.6
内需寄与度 (うち民需) (うち公需)	▲ 0.2 ▲ 0.2 ▲ 0.1	1.3 1.1 0.2	0.3 0.2 0.0	▲ 0.3 ▲ 0.4 0.1	<b>1.0</b> <b>0.9</b> <b>0.1</b>	0.7 0.6 0.1
外需寄与度	▲ 0.5	0.1	▲ 0.6	0.4	<b>▲ 0.3</b>	▲ 0.3
民間最終消費支出	▲ 1.1	1.7	0.1	0.2	<b>0.5</b>	0.6
民間住宅	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 0.5	0.1	<b>▲ 0.1</b>	0.2
民間企業設備	▲ 0.3	2.2	1.5	▲ 0.6	<b>1.4</b>	0.9
民間在庫変動(寄与度)	0.5	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	<b>0.4</b>	0.1
政府最終消費支出	0.7	0.7	0.0	0.2	<b>0.1</b>	0.0
公的固定資本形成	▲ 3.8	0.7	0.9	0.0	<b>1.5</b>	2.4
財貨・サービスの輸出	1.2	1.5	2.5	2.0	<b>▲ 4.2</b>	▲ 4.2
財貨・サービスの輸入	3.7	1.0	5.6	0.0	<b>▲ 2.3</b>	▲ 2.3
名目GDP (前期比年率)	0.1 0.6	1.2 5.1	▲ 0.9 ▲ 3.6	1.2 4.7	<b>2.0</b> <b>8.3</b>	1.7 7.1

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

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。

