

Economic Indicators

発表日: 2023年8月15日(火)

2023年4-6月期 GDP(1次速報値)

～前期比年率+6.0%の超高成長だが輸入減の影響大。内需の弱さが懸念材料～

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)

外需寄与度が大きく上振れる一方、個人消費が悪化

本日内閣府から公表された2023年4-6月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+6.0%(前期比+1.5%)¹と、事前の市場予想(前期比年率+3.1%、筆者予想:同+3.5%)を大きく上回った。23年1-3月期の前期比年率+3.7%から一段と加速し、極めて高い成長率が実現している。後述のとおり名目成長率が前期比年率+12.0%と二桁成長を示したことも好材料であり、日本経済が回復基調にあることを示す結果となっている。

もっとも、内容を精査すると懸念材料もあり、手放しでは喜べないことに注意が必要だ。今回の高成長をもたらしたのはもっぱら外需であり、外需寄与度だけで前期比年率+7.2%Ptも成長率を押し上げている。そのうち輸入減少による押し上げ分が前期比年率+4.4%Ptを占めている。一方、内需の柱である個人消費は前期比▲0.5%と減少に転じ、設備投資も前期比横ばいにとどまったことで、内需寄与度は前期比年率▲1.2%Ptとマイナスとなっている。在庫による押し下げ分(前期比年率▲0.7%Pt)を除いても前期比年率▲0.5%Ptであり、内需は全般的に弱い。

特に個人消費については、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などもあり、サービス消費を中心に回復が加速することが期待されていただけに、今回の減少にはかなりの失望感がある。内訳では、サービス消費が期待に反して前期比+0.3%の小幅な伸びにとどまり、22年10-12月期の同+1.3%、23年1-3月期の同+0.8%からはっきり鈍化したことに加え、食料品等の非耐久財が前期比▲1.9%と落ち込んだことが響いた。物価高騰の持続が消費意欲を削いで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つある可能性があるだろう。

また、今回の高成長を牽引した外需についても、輸入の大幅減少により押し上げられた面が大きいことに注意が必要だ。輸入は前期比▲4.3%と大幅に落ち込み、これによりGDP成長率は前期比年率+4.4%Ptも押し上げられている。輸入の減少は内需の弱さを反映したものと解釈も可能で、前向きな評価はできない。また、輸出については供給制約の緩和に伴う自動車輸出の持ち直しにより増加したが、自動車以外の財については引き続き冴えない。4-6月期の財輸出は前期比+3.3%と伸びた

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▲2.1%(改定前▲2.7%)、4-6月期が+5.1%(同+5.6%)、7-9月期が▲1.2%(同▲1.5%)、10-12月期が+0.2%(同+0.4%)、23年1-3月期が+3.7%(同+2.7%)などとなった。23年1-3月期は元々高成長が示されていたが、一段と上振れる形に変わっている。基礎統計の反映により原系列で0.1%Pt上方修正されたことに加え、季節調整のかけなおしで上振れたとみられる。

が、1-3月期の大幅な落ち込み（前期比▲6.1%）からの反動の域を出ていない。先行き、海外経済の減速が見込まれることもあり、輸出増加の持続性には疑問符が付くところだ。

このように、2四半期連続で極めて高い成長となったものの、個人消費を中心として内需が予想外に悪化していることや、輸入減により押し上げられた面も大きいなど内容は今一つで、ある程度割り引いて考える必要があるだろう。実態としては、景気の緩やかな回復傾向が続いているといった評価が妥当と思われる。

なお、今回の4-6月期GDPが市場予想を大幅に上回った主因は外需。外需寄与度は前期比+1.8%Ptと、市場予想の同+0.9%Ptを大幅に上振れた。筆者は前期比+1.3%Ptとコンセンサス対比大きな押し上げを見込んでいたが、それすらも大きく上回っている。この外需上振れをもたらしたのは輸入の大幅減少。輸入は前期比▲4.3%と急減したが、コンセンサスでは前期比▲0.9%（筆者予想：▲3.3%）と小幅減が見込まれていたため、輸入減による押し上げ度合い（前期比年率寄与度：+4.4%Pt）がコンセンサスよりも大きく上振れた形である。また、民間在庫変動のマイナス寄与が想定より小さかったことも、成長率上振れに繋がった。一方、個人消費については微増（前期比+0.1%）を見込んでいたコンセンサスに反して前期比▲0.5%と下振れたほか、増加（コンセンサス：前期比+0.4%）が見込まれていた設備投資も前期比横ばいにとどまるなど、内需はむしろ事前予想を下振れている。このように、輸入減と在庫による上振れの一方、消費等の内需は想定以下といった内容であり、表面上の超高成長と事前予想大幅上振れの割に高評価がし難いという、なんとも説明が難しい結果である。

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

23年前半については予想を上回る高成長となったが、こうした伸びは続かない。年後半については、好材料と悪材料が入り混じるなか、低成長にとどまると予想している。輸入の反動増の出方次第ではマイナス成長も十分考えられる。

好材料として挙げられるのはインバウンド需要のさらなる拡大だ。昨年秋以降、インバウンド需要は急増しているが、コロナ前の水準にはまだ戻っておらず、23年4-6月期の非居住者家計の国内での直接購入（インバウンド需要に相当）は前期比+8.1%と、これまでに比べて増加ペースが鈍化している。コロナ前には訪日外国人数の3割程度を占めていた中国人観光客の戻りが極めて鈍いことが背景にある。もっとも、中国は8月10日に、日本への団体旅行の解禁を行っており、今後は中国人観光客が大幅に増加する可能性が高まっている。23年7-9月期以降は再びインバウンド需要が加速し、景気の下支え要因になる可能性が高い。

個人消費については緩やかな増加を見込む。経済活動正常化の流れは変わっておらず、出遅れていたサービス消費を中心に回復を続ける可能性が高いだろう。もっとも、4-6月期の足踏みに象徴されるように、これまで均してみれば回復が続いていた個人消費の増勢に陰りが見える点は懸念されるところだ。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。

一方、外需は低調な推移が予想され、今後の成長率を抑制する要因となる可能性が高い。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。景気の先行き懸念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おり、先行きもリセッションに陥る可能性は低いとみているが、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、景気が減速することは避けられないだろう。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も高い。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。

大きな流れとしては、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。先行きの景気回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

GDPデフレーターが加速、名目GDPは二桁の伸びに

4-6月期のGDP統計では、GDPデフレーターが加速したことも注目される²。GDPデフレーターは23年1-3月期に前年比+2.0%に伸びを高めていたが、4-6月期は一段と加速し、前年比で+3.4%に達した。①過去の輸入物価上昇分の価格転嫁が進み、民間消費デフレーターを中心とした国内需要デフレーターが高い伸びになっていること、②足元における輸入物価の落ち着きから輸入デフレーターが下落に転じていること、が背景にある。この結果、名目GDP成長率は実質GDP以上に伸びが高まっており、前期比年率+12.0%と二桁の伸びとなっている。

GDPデフレーターは、個人消費デフレーターなどからなる国内需要デフレーターに、輸出価格、輸入価格の変動も加味したものである。つまり、GDPデフレーターは、日ごろ我々が目にする物価に、交易条件の動向も反映したものとなっている。したがって、足元のGDPデフレーターの上昇、ひいては名目GDPの加速は、資源価格の落ち着きにより輸入価格が低下し、諸外国との交易条件が昨年と比較して改善していることを反映している面もある。

海外への所得流出が落ち着いていることは企業収益にとって大きな後押しになる。今回の4-6月期GDPでは内需が予想外に悪化するなど、一部で弱さもみられたが、交易条件の改善に伴うこうしたGDPデフレーターの加速については、明確な好材料と言って良いだろう。

需要項目別の動向

23年4-6月期の個人消費は前期比▲0.5%と減少に転じた。新型コロナウイルスの感染症法上の分類が、それまでの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が、そうした期待に反しての足踏みとなっている。内訳では、食料品などの非耐久財消費が前期比▲1.9%と落ち込むなど、財消費が全般的に弱い。また、サービス消費は前期比+0.3%と増加したものの、22年10-12月期(同+1.3%)や23年1-3月期(同+0.8%)の高い伸びからはっきり減速し、小幅な伸びにとどまっている。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

² 詳しくは「加速するGDPデフレーター～4-6月期のGDPデフレーターは前年比+4%程度に急加速か。上振れる名目GDP～」をご参照ください。<https://www.dlri.co.jp/report/macro/265856.html>

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。

設備投資は前期比横ばいとどまった。もっとも、1-3月期が前期比+1.8%という高い伸びからの反動の面が強いとみられ、均してみれば設備投資は緩やかな増加傾向と判断して良いだろう。日銀短観の設備投資計画でも確認できるとおり企業の投資意欲は引き続き強い。昨年度からの繰り越し分が残存しているほか、デジタル・省力化投資、研究開発投資や脱炭素関連投資などによる押し上げもあることから、今後も設備投資は上向きで推移する可能性が高い。ただし、輸出の伸び悩みから製造業の設備投資に抑制圧力がかかっていることには注意が必要だ。今後も海外経済減速の影響で輸出が低調に推移する可能性が高いことから、製造業では投資の手控えが進む可能性がある。設備投資の増加ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

輸出は前期比+3.2%と増加した。供給制約の緩和から自動車輸出が大幅に増加したことが牽引役となっており、地域別では、自動車輸出のウェイトが大きい米国向け、欧州向けが大きく伸びた。もっとも、自動車以外の財輸出が停滞している状況は変わっておらず、もっぱら自動車に支えられた形での増加である。なお、4-6月期の財輸出は前期比+3.3%だが、1-3月期の前期比▲6.1%の大幅減少からの反動の域を出ておらず、輸出が増加基調に転じたとみることはできない。この先、インバウンド需要の拡大が押し上げ要因になる一方で、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輸出は今後も伸び悩み可能性が高いだろう。

こうした輸出による押し上げの一方、輸入は4-6月期も前期比▲4.3%と大幅な減少が続いた。輸出増、輸入減がともに押し上げ要因になることで、外需寄与度は前期比年率で+1.8%Pt（前期比寄与度：+7.2%Pt）と、成長率を大きく押し上げており、今期の高成長のほとんどがこれで説明可能である。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.2%Pt（前期比年率寄与度▲0.7%Pt）と成長率の下押し要因になった。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よる下押しが効いた形である。なお、在庫投資については、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。

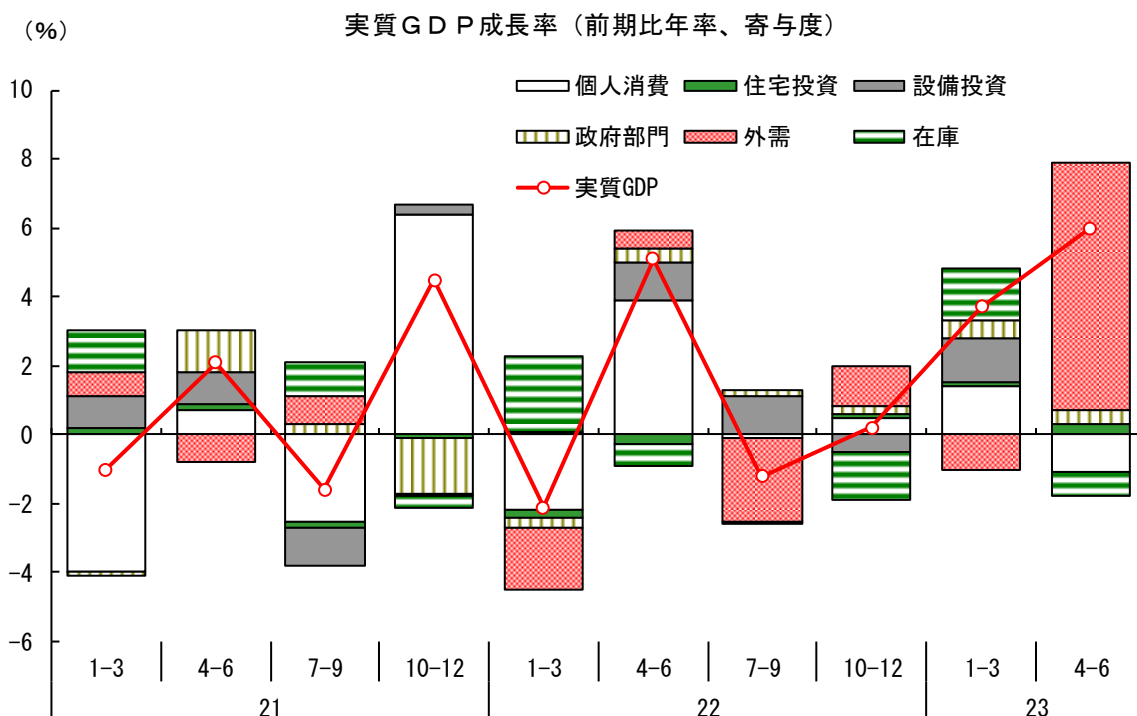
その他の需要項目では、住宅投資が前期比+1.9%と増加した。住宅投資は低迷が続いていたが、ようやく下げ止まりが見えてきた。また、公共投資も前期比+1.2%と5四半期連続で増加している。補正予算の効果が発現していることで、公共投資は緩やかな増加傾向にある。

図表 実質GDPの推移

	22年			23年		当社事前予想
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	1.3	▲ 0.3	0.0	0.9	1.5	0.9
(前期比年率)	5.1	▲ 1.2	0.2	3.7	6.0	3.5
内需寄与度	1.1	0.3	▲ 0.3	1.2	▲ 0.3	▲ 0.4
(うち民需)	1.0	0.3	▲ 0.4	1.1	▲ 0.4	▲ 0.5
(うち公需)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
外需寄与度	0.1	▲ 0.6	0.3	▲ 0.3	1.8	1.3
民間最終消費支出	1.8	0.0	0.2	0.6	▲ 0.5	▲ 0.3
民間住宅	▲ 1.8	▲ 0.1	0.9	0.7	1.9	2.3
民間企業設備	1.7	1.7	▲ 0.7	1.8	0.0	▲ 0.4
民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3
政府最終消費支出	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	0.1	1.1	0.3	1.7	1.2	0.9
財貨・サービスの輸出	1.9	2.4	1.5	▲ 3.8	3.2	3.2
財貨・サービスの輸入	1.1	5.5	▲ 0.1	▲ 2.3	▲ 4.3	▲ 3.3
名目GDP	1.0	▲ 0.8	1.2	2.3	2.9	2.7
(前期比年率)	4.1	▲ 3.3	4.9	9.5	12.0	11.4

(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。

