

2023. 8. 15

【日本 GDP (2023 年 4-6 月期)】

予想外の高成長だが持続性に乏しい

～7-9 月期は反動でマイナス成長か～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+1.5% (年率換算 : +6.0%) と、事前の市場予想 (前期比+0.8%、年率換算+2.9%) を大きく上回った。
- 内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が▲0.3%ポイント、外需 (純輸出) が+1.8%ポイントで、バランスは大きく外需に偏る。内需の両輪である個人消費と設備投資は冴えない結果に。
- 輸出入の高い伸びはいずれも続かないと考えられる一方、足元では物価高が個人消費への圧迫を強めていることもあり、7-9 月期の実質 GDP 成長率はマイナスとなる可能性が高まった。物価のピークアウトが見えてくるまでは、国内景気は厳しい状況が続く可能性が高い。

1. 特殊要因で大幅プラス

4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+1.5% (年率換算 : +6.0%) と、事前の市場予想 (前期比+0.8%、年率換算+2.9%、当社予想は同+0.7%、+2.7%) を大きく上回った (図表 1、2)。水準的には、これでコロナ前かつ消費増税直前の 2019 年 7-9 月期をようやく超えたことになる。日本経済は名実ともに脱コロナを果たしたと言いたいところだが、内容的には特殊要因に助けられた部分が大きく、先行きについては決して楽観できる状況ではない。

まず、内外需別の前期比への寄与度を見ると、内需が▲0.3%ポイント、外需 (純輸出) が+1.8%ポイントとなっている。これだけの大幅プラス成長にもかかわらず、内需の寄与度はマイナスで、伸びのバランスは大きく外需に偏っている。内需の内訳を見ると、民間最終消費支出が前期比▲0.5%と大幅マイナス、民間設備投資は+0.0%とほぼ横ばいで、内需の両輪は冴えない結果である。一方で、外需の内訳を見ると、輸出は同+3.2%と高い伸び、輸入は同▲4.3%の大幅マイナスである。

(図表1) 当研究所の実質 GDP 成長率予想と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2023年4-6月期		2023年4-6月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	0.7	-	1.5	-
前期比年率	2.7	-	6.0	-
民間最終消費支出	0.2	0.1	-0.5	-0.4
民間住宅投資	-0.1	-0.0	1.9	0.1
民間設備投資	0.4	0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.0	0.0	0.1	0.0
公的固定資本形成	0.5	0.0	1.2	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.2	-	-0.2
純輸出(寄与度)	-	0.7	-	1.8
財貨・サービスの輸出	2.6	0.5	3.2	0.7
財貨・サービスの輸入	-1.1	0.2	-4.3	1.1
名目 GDP	2.6	-	2.9	-
前期比年率	10.7	-	12.0	-
GDP デフラタ(前年同期比)	3.9	-	3.4	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成

この結果、輸出のプラス寄与度は+0.7%ポイント、輸入のプラス寄与度は同+1.1%ポイントに達した。

輸出に関しては、後述するように部品不足の緩和に伴い自動車輸出が大幅に増加した影響が大きいとみられ、持続性には疑問符がつく。輸入の減少については、これが円安の影響により輸入品から国内品への代替が進んでいる様子を反映しているのであれば必ずしも悪いことではないが、内需はあくまでマイナスであり、単に内需の弱さを反映して比例的に減少したという側面の方が強いだろう。また、1-3月期は民間在庫変動の寄与度が+0.4%ポイントに達しており、その調整の一環で減少した面もあるかもしれない。輸入のプラス寄与度自体は大きいですが、それは輸入がGDPを「押し上げた」わけではない点には注意が必要である。

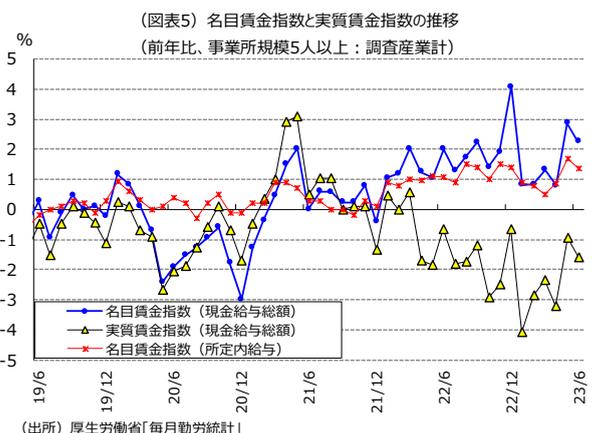
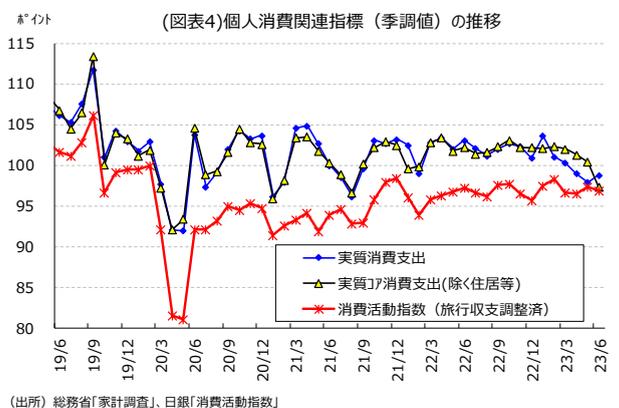
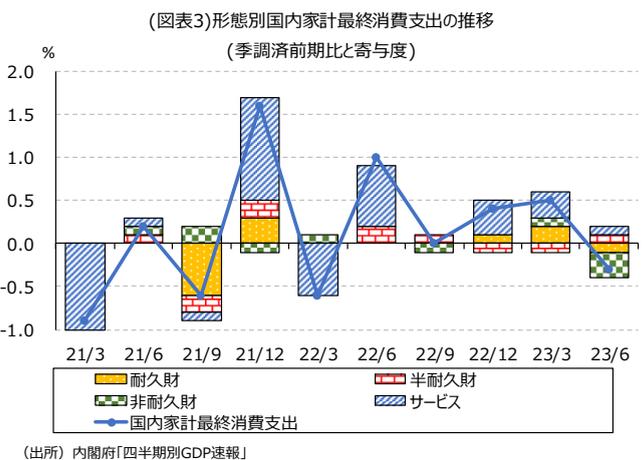
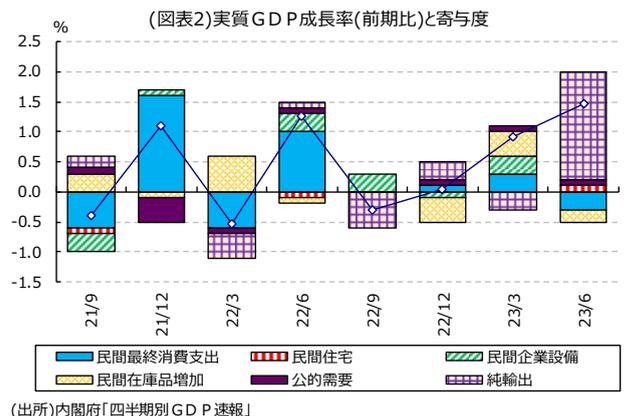
輸出入の高い伸びはいずれも続かないと考えられる一方、足元では物価高が個人消費への圧迫を強めていることもあり、7-9月期の実質GDP成長率はマイナスとなる可能性が高まった。物価のピークアウトが見えてくるまでは、国内景気は厳しい状況が続く可能性が高い。

2. 物価高の影響を受ける個人消費

形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表3）、耐久財が前期比▲3.3%（寄与度：▲0.1%ポイント）、半耐久財が同+2.8%（同+0.1%）、非耐久財が同▲1.9%（同▲0.3%）、サービスが同+0.3%（同+0.1%）となっている。全体的に物価高の影響を受けているとみられるが、そうしたなかで、耐久財のマイナスについては、家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い2四半期連続で高めの伸びが続いた反動が現れた形。非耐久財のマイナスは食料品等の身の回り品の価格高騰が特に大きくなっている影響。サービスのプラスについては人流回復を反映した形とみられる。

2022年度の個人消費は概ね横ばい圏内の推移が続いたが、年度後半はコロナ禍からの反動増のほか、全国旅行支援などの政策効果でかさ上げされていた面もあった。こうした効果の一巡と、物価高の持続に伴い、ここへきて息切れ感が目立つようになってきている（図表4）。個人消費はしばらく低迷が続く可能性が高い。

毎勤統計の実質賃金はいまだにマイナス圏での推移が続いている（図表5）。6月の実質賃金指数（現金給与総額）



は前年比▲1.6%と、5月の同▲0.9%からマイナス幅が拡大した。春闘で高めの賃上げが実現しているにもかかわらず、名目賃金指数、特に所定内賃金指数が伸び悩んでいるのが要因のひとつである。もともと振れの大きい統計ではあるが、賃金交渉結果が実際の給与に反映されるまではタイムラグがあること、特に組合のない中小企業の賃上げ決定は遅れる傾向にあること等が影響していると考えられ、今後は上向く可能性が高い。今回のGDP速報値では、実質雇用者所得が同+0.6%と、7四半期ぶりにプラスに転じており、マクロベースですでに所得環境が好転する兆しが現れている。名目所定内賃金指数の伸びは今後、平均すれば前年比で+2%を上回る推移にまで拡大するとみる。現金給与総額ベースでは同+3%を超える月が増えてこよう。

物価高の主因である食品価格の値上げラッシュはピークアウトしつつある。消費者の「値上げ疲れ」も明らかで、企業も価格転嫁への積極姿勢は維持しづらくなっている。日銀短観の価格判断DIからも、企業の価格転嫁がある程度進んできた様子が確認できる。年度後半のコアCPIは前年比ベースで明確に鈍化に向かう展開を見込む。物価上昇率の鈍化とともに、実質現金給与総額もプラス圏での推移が中心になる可能性が高い。

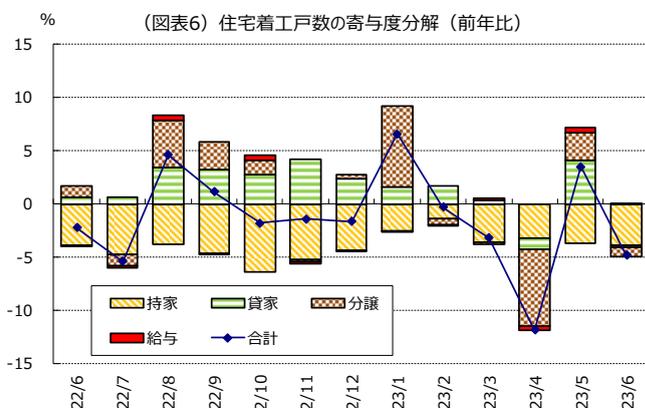
問題は来年以降の賃上げの持続性である。実質ベースでの賃金上昇が定着するためには、生産性の安定的上昇が不可欠となる。しかし、これは日本経済の積年の課題であり、今のところ生産性のトレンドが上向く兆しは乏しい。人口減少の影響もあって、過去10年の潜在成長率は均せば低下傾向が続き、これが企業の成長期待を押し下げる悪循環につながってきた。こうした状況下では賃上げ、特に固定費の上昇につながるベアを継続するのは難しい。なかでも、雇用の約7割を有する中小企業、特に地方の内需型の中小企業はいまだにベアに消極的である。コストプッシュ圧力が一巡した後、なお賃上げトレンドが続くかどうかは、現時点では微妙と言わざるを得ない。結果として、2024年度の個人消費は均せば緩やかな回復にとどまるとみている。

3. 住宅投資は停滞が続く

民間住宅投資は、前期比+1.9%（寄与度：+0.1%ポイント）と高めの伸びとなった。これで3四半期連続のプラスである。民間住宅デフレーターが3四半期連続でマイナスとなっており（それ以前は7四半期連続のプラス）、住宅価格の高騰が一巡しつつあることが、足元の住宅投資にの下支えになっている様子がうかがえる。

とはいえ、足元の住宅市場を取り巻く環境は良好とは言えない。国土交通省発表の新築住宅着工戸数を見ると、元々一戸当たりの単価が高い持家の減少基調が顕著である（図表6）。分譲は、持家と比べた場合の相対的な割安感や、低金利環境等が下支えになっている模様だが、均せば冴えない推移となっている。貸家は相続税対策としての需要のほか、同じく持家からの需要シフトが支えているものの、このところ前年比マイナスとなる月が増えている。住宅着工全体では、過去12カ月中8カ月で前年比マイナスである。

住宅価格の高騰の背景には資材価格の高騰があった。全国ベースの建設資材価格指数は、2021年以降、1年半の間に約1.4倍に高騰した（図表7）。その後上昇トレンドには歯止めがかかっているものの、高止まりが続いて



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」



(出所) 一般社団法人経済調査会

おり、反落の気配はない。住宅価格の高止まりも当面続く見通しで、消費者としてはなかなか購入に前向きになれる状況ではない。

7月末の日銀の政策修正を受け、金利動向にも注目が集まっているが、この点については大きな心配はいらないかもしれない。住宅ローン金利のうち固定金利は長期金利に、変動金利は短期金利の動向に大きな影響を受ける。8月には、メガバンクなどの大手5行が一部住宅ローンの基準金利を引き上げたが、その後長期金利が持続的に上昇を続ける気配はない。日銀は来年以降、徐々に金融政策正常化への道筋を探ると考えられるものの、低い潜在成長率のもとで、中長期的なインフレ期待の上昇も限定的なレベルにとどまっていることを考えれば、YCC（イールドカーブ・コントロール）解除後の長期金利の上昇余地は大きくないだろう。たとえマイナス金利を解除したとしても、ゼロに戻す程度が精いっぱいと考えられ、変動金利の上昇余地も限定的と考えられる。何より、金利上昇が景気の下押し圧力になる可能性は日銀の最も警戒するところでもあり、植田総裁は細心の注意を払いつつ、かじ取りを行なっていくとみられる。

利用形態別に見ると、持家着工は今後も低迷が続くと考えられる。分譲についても一戸建ては持家同様の推移となるだろう。分譲マンションについては、首都圏マンションの在庫数がピーク時から3割以上減少するなど、大手デベロッパーの供給調整が続くなかで、価格は高止まりする可能性が高い。そうしたなか、都市部については販売数が伸び悩む状況が続こう。1次取得層を中心とした実需層が郊外に流れる動きが続くと考えられることもあり、全体としての着工件数は緩やかな減少にとどまるとみる。また、都心部については投資マネーで支えられている分、バブル崩壊的に価格が崩れる可能性もゼロではなく、テールリスクとしての警戒は必要である。一方、貸家は堅調な推移が続くと考えられる。新規購入を諦めて同じところに住み続ける人が増える結果、リノベーションや修繕等の需要は好調な推移が見込まれるが、住宅投資全体では均せば停滞気味の推移が続くと予想する。

4. 設備投資は底堅い推移が続く見込み

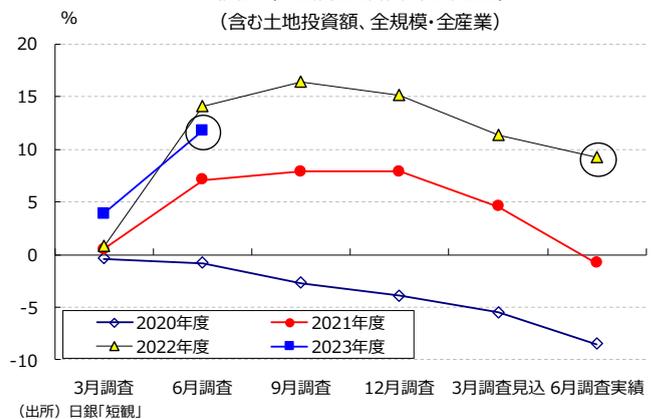
民間企業設備投資は、前期比+0.0%（寄与度：+0.0%ポイント）と、ほぼ横ばいとなった。昨年度以降、均せば堅調な推移が続いてきたこともあって、前年比では+2.9%の伸びを保っている。

4-6月期だけ見れば冴えない結果ではあるが、各種統計から確認できる設備投資計画は良好である。6月短観における2023年度の設備投資計画は3月調査の前年比+3.9%から同+11.8%まで上方修正された。昨年6月調査の伸びは下回っているものの、堅調な推移が続いている

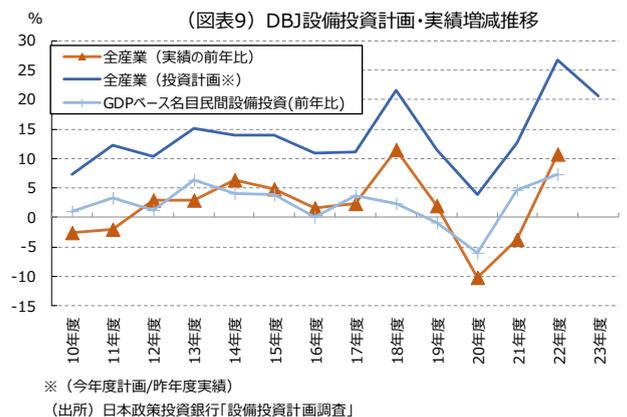
（図表8）。生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かうという見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏での推移が続いている。

日本政策投資銀行（DBJ）が発表した「2023年度設備投資計画調査」によると（調査時点6月23日）、2023年度計画は3年ぶりに前年の伸びを下回ったものの、同+20.7%と引き続き約2割の伸びとなっている（図表9）。4月30日時点での調査ではあるが、日本経済新聞社がまと

（図表8）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（図表9）DBJ設備投資計画・実績増減推移



めた 2023 年度の設備投資動向調査における全産業の設備投資計画も、前年度実績比+16.9%の高い伸びとなっている。DBJ と日経の調査からは、業界横断的なデジタル分野の投資需要が旺盛な様子が示されている。

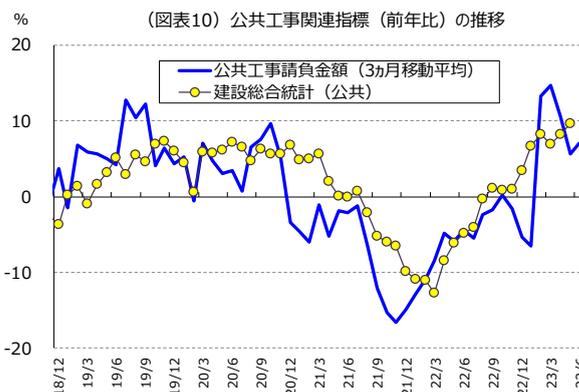
製造業では今後、半導体の供給制約の緩和や EV 対応で自動車産業の投資増が予想されるほか、デジタル化の加速と半導体市況のボトムアウトに伴い、半導体製造装置や半導体材料、データセンター、AI 関連の投資増が見込める。非製造業では人流の再拡大を受け、鉄道の安全対策や航空機関連、ホテル、テーマパーク関連等の投資再開が有力である。2022 年度に大きく伸びた都心の大型ビジネス拠点の再開発投資も継続される。人手不足などの供給サイドの制約要因はあっても、2024 年度にかけての設備投資は基本的に堅調な推移が続く可能性が高い。

需要サイドのリスク要因は海外景気の動向である。バブルが崩壊した 1990 年代以降、日本の設備投資は短期的には外需に左右される性格が強まった。予想以上に回復力が鈍い中国景気や、利上げの影響が本格化する欧米景気の動向がネックになるが、米国景気の失速リスクはここへきてむしろ低下している。中国景気は停滞気味の推移が避けられないものの、米国景気がソフトランディングの範疇にとどまれば、設備投資の大きな下押し圧力にはならないだろう。

5. 公共投資は均せば横ばい

公的固定資本形成は、前期比+1.2%（寄与度：+0.1%ポイント）と、5 四半期連続のプラスとなった。その前が 4 四半期連続のマイナスだが、公共投資は補正予算の執行時期次第で波がしやすい。先行指標である公共工事請負金額はプラス圏で推移しており（図表 10）、短期的には堅調な推移が続く可能性が高い。

7 月の日銀さくらレポートにおける公共投資の判断で、「弱め」との表現が用いられているのは北陸のみとなっている。北陸新幹線工事の一巡が影響している模様だが、他地域では国土強靱化関連工事を中心に受注は底堅く推移しているとの指摘が多い。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こす状況は今後も続くと思込まれるものの、国土強靱化計画が 5 ヶ年計画として組み込まれているなか、2025 年度までは、公共事業関係費の予算は前年と同水準のレベルが確保される可能性が高く、2024 年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移になると予想する。

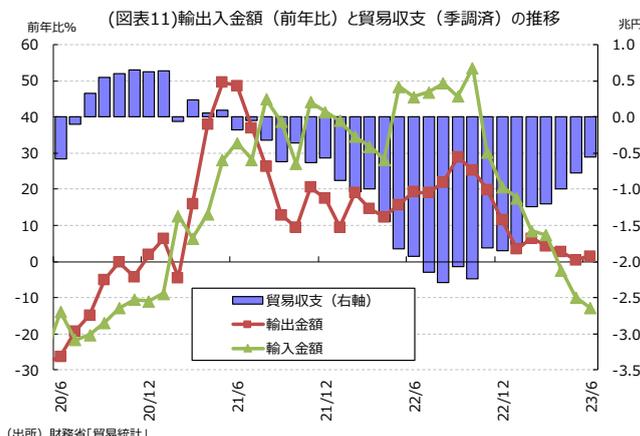


(出所) 国土交通省「建設総統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

6. 輸出は低迷、インバウンドのみ好調

輸出は前期比+3.2%（寄与度：+0.7%ポイント）と大幅プラスだが、1-3 月期が同▲3.8%の大幅マイナスだった反動という側面もあり、10-12 月期の水準は取り戻せていない。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同+3.3%（同+0.6%ポイント）、サービスの輸出が同+2.9%（同+0.1%ポイント）で、財貨のプラス寄与が大きい。これは挽回生産の活発化を反映した自動車の大幅増に支えられた形である。

財務省から発表された 6 月の貿易統計では、輸出金額



(出所) 財務省「貿易統計」

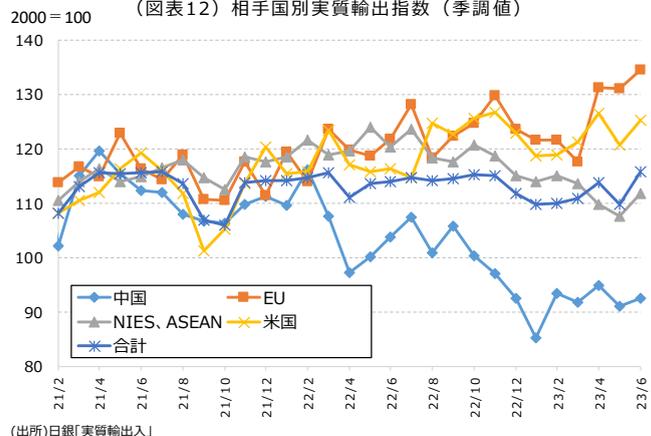
は前年比+1.5%と、4ヵ月ぶりに前月の伸びを上回ったが（図表11）、自動車と同+49.7%と大きく伸びた影響が大きかった。自動車だけで全体への寄与度が+6.0%ポイントに達している。これは、他の品目のマイナス寄与度が差し引き▲4.5%ポイントだったことを示しており、自動車の挽回生産が一巡した後の伸びの持続性については疑問符が付く。

相手国別に見ると、2022年度以降、中国向けの不振が足を引っ張ってきた（図表12）。ここへきてようやく下げ止まった感はあるものの反転上昇に向かう気配も乏しい。今年度の中国景気は力強さに欠ける推移が続く可能性が高く、中国向け輸出は引き続き伸び悩む状況が続くそうである。米国景気は予想以上の底堅さを見せているが、FRB（米連邦準備制度理事会）による利上げの影響は今後本格化が見込まれ、方向性としては減速がほぼ確実である。日本からの輸出はしばらく低迷が続く可能性が高い。

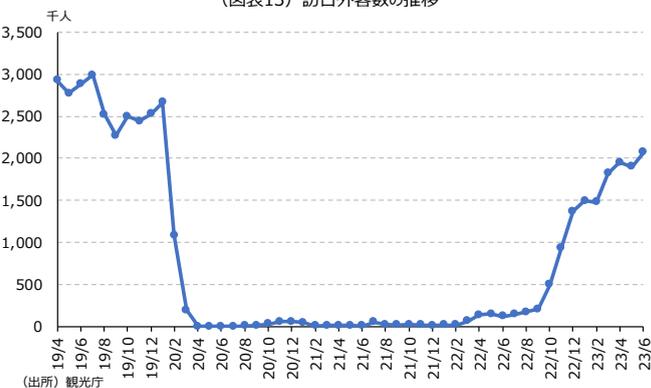
一方、インバウンド需要は着実な回復が続いている。今回のGDP速報値で、インバウンドが含まれる非居住者家計の国内での直接購入（個人消費の控除項目、輸出に計上）のプラス寄与度は+0.1%ポイントで、1-3月期の+0.3%ポイントから縮小したものの、直近3四半期の累計のプラス寄与度は累計で+0.6%ポイントに達している。潜在成長率が0%台前半と考えられるなか、このインパクトは小さくない。

観光庁の「訪日外客統計」によれば、2023年6月の訪日外客数（速報値）は207.3万人で、コロナ前の同月（2019年6月）の72.0%にまで回復した（図表13）。8月10日に中国政府が日本行き団体旅行の制限を解除したこともあり、年度後半の訪日外客数はコロナ前の水準を超えていく展開が期待できる。円安の影響もあって、1人当たりの平均消費額や宿泊数も伸びており、インバウンドが今年の輸出を一定程度支える可能性が高い。

（図表12）相手国別実質輸出指数（季調値）



（図表13）訪日外客数の推移



7. 景気の本格回復には至らず

2023年度前半の景気は、電気代や食品など、生活必需品の価格高騰が引き続き個人消費の下押し圧力となる状況が続くと見込まれる。高めの賃上げや、政府の物価高対策が一定程度下支えとなるものの、個人消費は力強さを欠き、輸出も低迷が続くなかで、日本の景気は停滞気味の推移が続くと予想する。

年度後半は、物価上昇ペースの鈍化に伴う実質所得のプラス転換が個人消費の回復を支えよう。2024年度後半にかけては欧米景気も再び回復が見込まれ、輸出も上向くと予想される。ただ、2024年の賃上げ率は2023年を下回る可能性が高く、景気は本格回復と言える状況には届かない状態が続くだろう。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先 ● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411