

2023. 11. 15

【日本 GDP（2023 年 7－9 月期）】

予想通りのマイナス、夏場の国内景気は停滞

～今後は物価のピークアウトが支えに、ただし本格回復には至らず～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.1%）と、事前の市場予想（前期比▲0.1%、年率換算▲0.4%）を下回った
- 民間在庫のマイナス寄与が▲0.3%ポイントと大きかったが、国内最終需要も冴えない。個人消費、設備投資という内需の両輪がいずれも 2 期連続のマイナスになっているのが苦しく、夏場の国内景気が弱含んでいる様子を示した
- 年末以降は物価のピークアウトが下支えになる展開が期待できるが、今回も本格回復と言える状況には至らないと予想

1. 3 四半期ぶりのマイナス成長

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%（年率換算：▲2.1%）と、事前の市場予想（前期比▲0.1%、年率換算▲0.4%、当社予想は同▲0.1%、▲0.6%）を下回った（図表 1、2）。

4－6 月期の成長率は同+1.1%の大幅プラスだったが、これは輸入の大幅減（同▲3.8%）に伴い、外需の寄与度が+1.8%の大幅プラスとなった影響が大きかった。4－6 月期の輸入の減少幅は、内需の弱さを考慮してもなお大きかった印象が強く、今期の GDP が反動でマイナスとなることは広く予想されていた。もっとも、7－9 月期の輸入の前期比プラス幅は+1.0%で、反動増のレベルとしては大きいものではなく、その結果純輸出のマイナス寄与幅も▲0.1%ポイントと小幅だった。それよりも、内需の寄与度が▲0.4%ポイントと大きめのマイナスだったことが、全体の押し下げに寄与した。

内需は 4－6 月期の前期比▲0.7%（寄与度▲0.7%ポイント）に続き 2 期連続のマイナスである。4－6 月期は

（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7-9月期		2023年7-9月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	-0.1	-	-0.5	-
前期比年率	-0.6	-	-2.1	-
民間最終消費支出	0.1	0.1	-0.0	-0.0
民間住宅投資	0.2	0.0	-0.1	-0.0
民間設備投資	-0.6	-0.1	-0.6	-0.1
政府最終消費支出	0.1	0.0	0.3	0.1
公的固定資本形成	-0.3	-0.0	-0.5	-0.0
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.1	-	-0.3
純輸出(寄与度)	-	-0.1	-	-0.1
財貨・サービスの輸出	1.5	0.3	0.5	0.1
財貨・サービスの輸入	1.8	-0.3	1.0	-0.2
名目 GDP	0.8	-	-0.0	-
前期比年率	3.1	-	-0.2	-
GDP デフレーター(前年同期比)	5.0	-	5.1	-

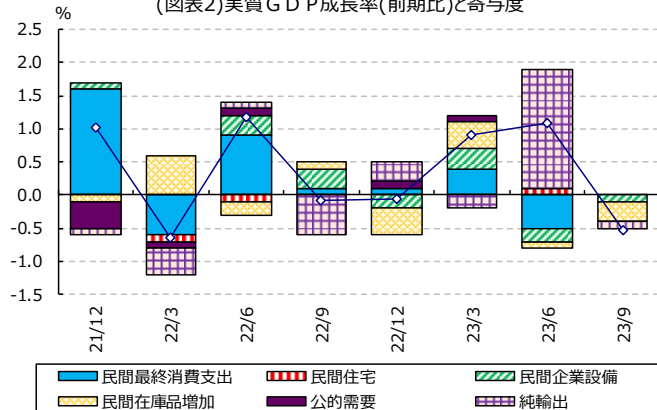
（出所）内閣府公表資料より明治安田総研作成

民間最終消費支出の大幅マイナス（前期比▲0.9%、寄与度▲0.5%ポイント）の影響が大きかったが、今期は民間在庫のマイナス寄与が▲0.3%ポイントと大きかった。実額ベースでは2兆110億円から4,929億円まで減少したが、在庫削減までには至らず、9四半期連続の積み増しとなっている。在庫変動の景気へのインプリケーションは簡単には判断できない。最終需要が強くても弱くても在庫は減少する場合があるためである。特殊要因の有無にかかわらず、もともと振れが大きい項目である点も考慮する必要がある。今期に関しては、4-6月期の輸入が大きく減ったことが、翌期の在庫積み増しペースの鈍化に反映された可能性もあろう。

純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要は前期比▲0.2%（寄与度▲0.2%ポイント）とマイナスである。こちらはまぎれもなく足元の景気の弱さを示している。民需の主要項目を見ると、民間最終消費支出が前期比▲0.0%、民間住宅が同▲0.1%、民間企業設備が同▲0.6%といずれもマイナスである。公的需要については、政府最終消費支出が同+0.3%と4四半期連続のプラスとなったものの、公的固定資本形成は同▲0.5%と6四半期ぶりのマイナスとなった。

7-9月期のGDP速報は、夏場の国内景気が弱含んでいる様子を示した。個人消費、設備投資という内需の両輪がいずれも2期連続のマイナスになっているのが苦しい。個人消費については、物価高の影響が大きいとみられる。ただ、ここへきて消費者物価にはピークアウトの兆しも見えることから、年末から2024年前半にかけては実質賃金の回復が個人消費を支えると予想する。設備投資も企業の計画自体は強く、今後は部品不足の緩和や原燃料費の低下とともに回復に向かおう。一方で、輸出は低迷の持続が予想される。もともと外需主導の日本経済が外需に頼れない状況なのは厳しい。実質賃金も前年比で小幅のプラスに浮上する程度の回復にとどまるとみられることから、日本経済は今回も本格回復と言える状況には至らないと予想する。

(図表2)実質GDP成長率(前期比)と寄与度



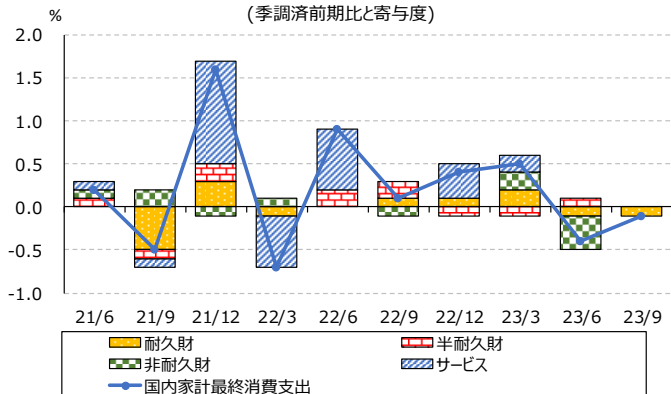
(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 個人消費は今後回復へ

7-9月期の民間最終消費支出のマイナス幅は前期比▲0.0%と小幅だったが、2期連続のマイナスとなるのは2019年1-3月期以来である。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▲0.5%（同▲0.0%ポイント）、非耐久財が同▲0.1%（同▲0.0%ポイント）、サービスが同+0.2%（同+0.0%ポイント）となっている。耐久財のマイナスが大きいですが、これについては物価高の影響に加え、家電製品や自動車の供給制約の緩和に伴い、昨年10月から今年の3月までの半年間で直前の半年間から+6.0%伸びた反動が現れた形と考えられる。

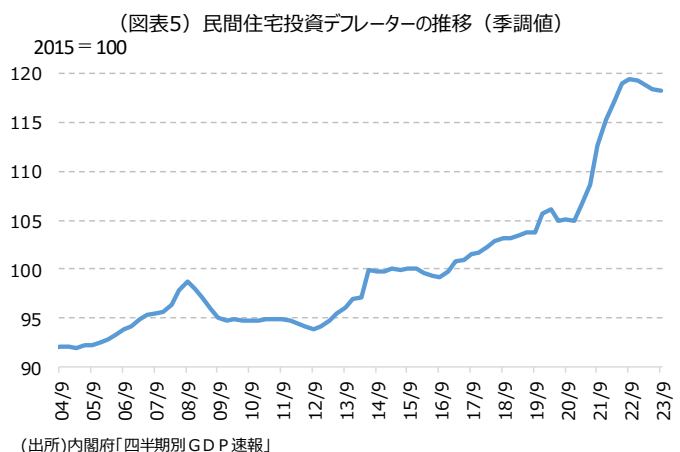
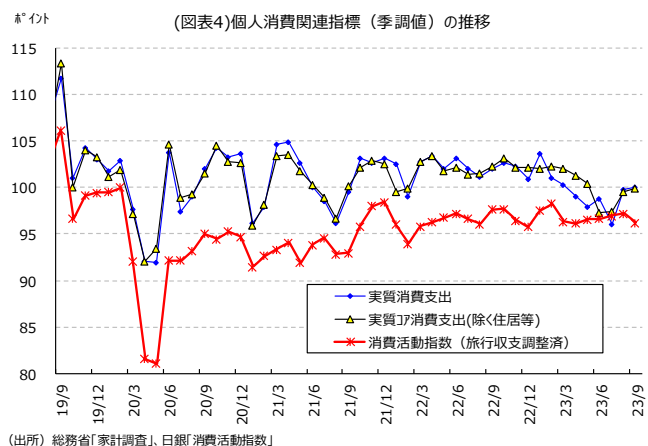
家計調査を見ても、足元の実質個人消費が弱含んでいる様子が確認できる(図表4)。ただ、物価上昇にはピークアウトの兆しも見える。9月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コアCPI）は前年比+2.8%

(図表3)形態別国内家計最終消費支出の推移
(季調済前期比と寄与度)



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

で、生鮮食品を除く食料が寄与率で 75%を占めているが、帝国データバンクの、「食品主要 195 社」価格改定動向調査（10 月 31 日時点速報）によれば、10 月以降は値上げ品目数が大幅に減少する見通しとなっている。マイナス圏での推移が続く実質賃金も来年はプラス圏に浮上する可能性が高い。一方で、足元で CPI を 1%前後押し下げている政府の激変緩和措置が、来年 5 月以降、段階的に縮小される予定になっていることもあり、プラス幅は小幅なものにとどまるだろう。生産性が伸び悩むなかでは実質賃金が長期的、安定的に伸び続ける構図は予想しがたく、個人消費は中期的にも緩やかな回復にとどまると予想する。

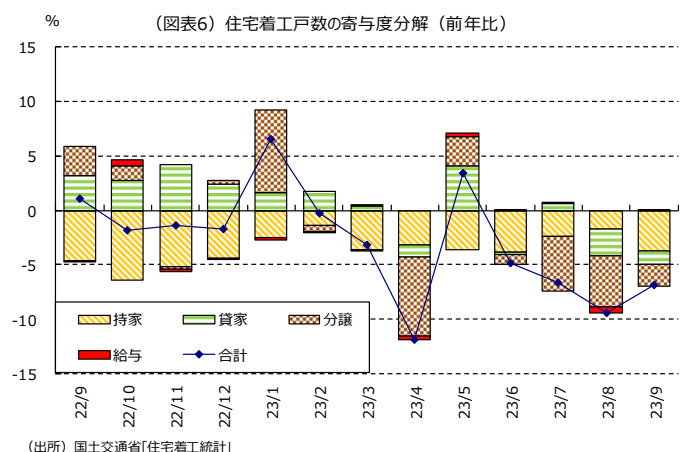


3. 住宅投資は低迷が続く

7-9 月期の民間住宅投資は前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、小幅ながら 5 四半期ぶりのマイナスとなった。民間住宅投資デフレーターが 4 四半期連続でマイナスとなるなど（図表 5）、住宅価格の高騰が一巡しつつある様子が示されているが、実際の販売価格は高止まりといった状況で、住宅市場を取り巻く環境は良好とはいえない。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）。10 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断は、9 地域中 3 地域で引き下げ、6 地域で横ばいという結果で、6 地域で、「減少」、「弱い」、「弱め」といった表現が用いられている。方向性が上向いているとの趣旨の表現を使う地域はなくなった。

今後は日銀の金融政策にも注目が必要である。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が、8 月以降、固定金利の上昇が始まっている。来年はマイナス金利も解除される可能性が高く、変動金利も上昇する可能性が高い。利上げ余地自体は極めて限定的と考えられるものの、状況次第では住宅投資の下押し圧力となる可能性もある。

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、需給の引き締まりが続くなかで、価格は高止まりするとみられ、販売は伸び悩むだろう。一方、貸家については相続税対策や持家からの需要シフトで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. 計画との乖離が目立つ設備投資

7－9 月期の民間企業設備投資は、前期比▲0.6%（寄与度：▲0.1%ポイント）と、4－6 月期の同▲1.0%に続き大きめのマイナスとなった。各種の設備投資計画では軒並み高い伸びが予想されているにもかかわらず、現実の設備投資の推移は軟調で、矛盾した状態が続いている。

まず、9 月短観における 2023 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、6 月調査の前年度比＋11.8%から同＋13.0%まで上方修正された（図表 7）。設備判断 DI を見ると、先行きも不足度が増す予想となっている。日本政策投資銀行や日本経済新聞の調査でも、2023 年度の設備投資計画は高い伸びとなっている。

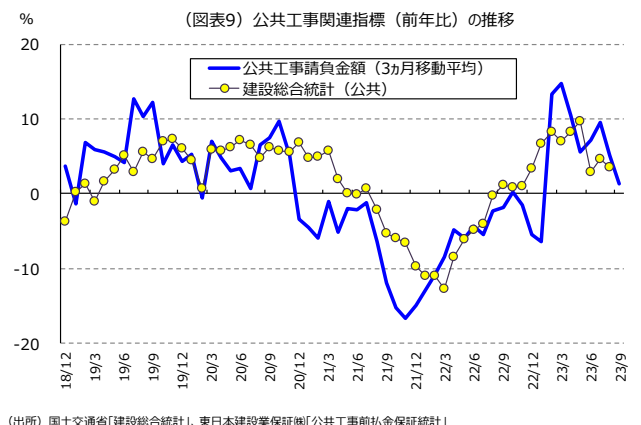
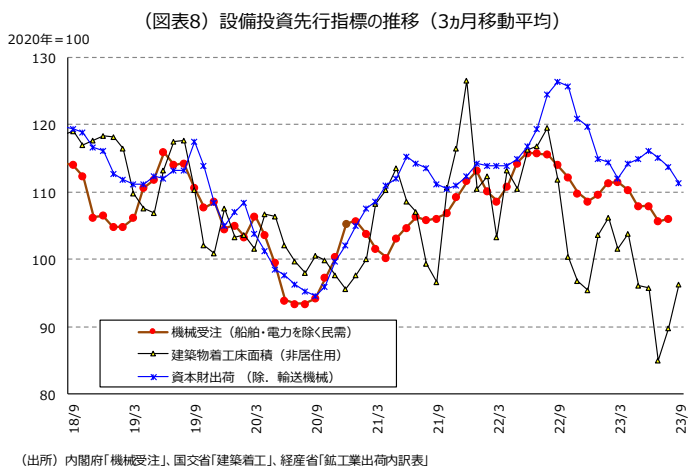
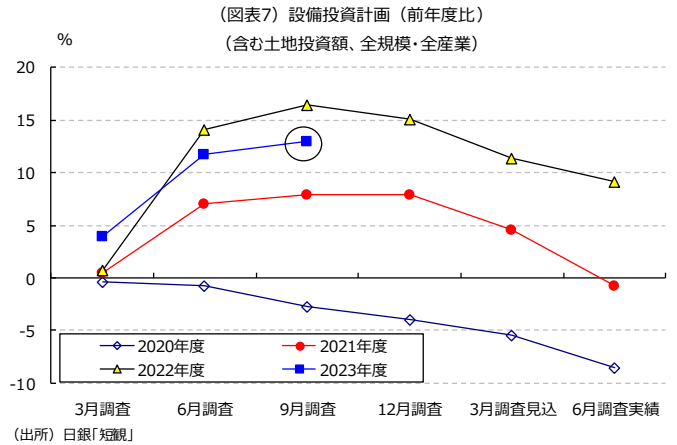
しかし、設備投資の主要先行指標を見ると、資本財出荷（除、輸送機械）、機械受注（船舶・電力を除く民需）、建築物着工床面積とも均せば軟調である（図表 8）。部品供給の停滞や人手不足などに伴う工期の遅れや、資材価格高騰などの供給サイドの要因が計画の後ずれにつながっている可能性がある。今回の速報値でも、名目ベースでは前期比＋0.2%と小幅ながらプラスとなっており、実質ベースとの乖離が生じている。

ただ、計画が強い以上、向こう 1～2 年というタームでは、均せばある程度堅調な推移が続くとみるのが自然である。たとえば、製造業では、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確実である。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する。

需要サイドのリスク要因としては、海外景気の動向が挙げられる。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。不動産危機の再来に見舞われている中国景気や、利上げの影響が本格化する欧米景気の動向が不安材料となる。

5. 公共投資は均せば横ばい

7－9 月期の公的固定資本形成は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、6 四半期ぶりのマイナスとなった。公共投資は補正予算の執行時期次第で波が得意すが、先行指標である公共工事請負金額は鈍化しており、当面の予算執行が一巡しつつある可能性がうかがえ



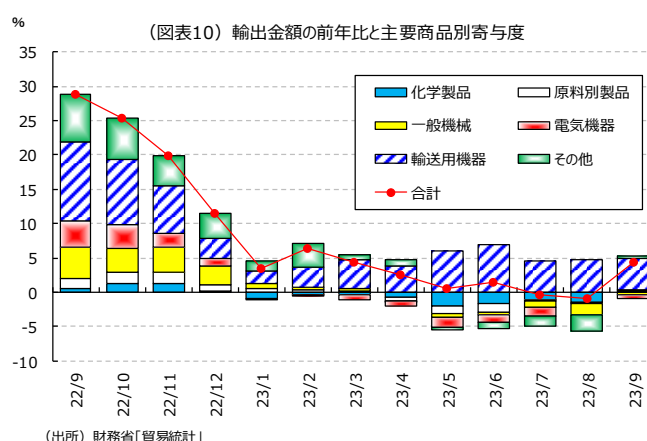
る（図表 9）。

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われるが、公共事業関係費の予算自体はこのところ前年と同水準のレベルが確保される傾向が続いており、今後も同様と考えられる。2025 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。

政府最終消費支出が同+0.3%と 4 四半期連続のプラスとなり、プラス幅も 4-6 月期の同+0.0%から拡大した。コロナ禍の収束に伴い医療機関の受診控えが緩和したことや、季節性インフルエンザの流行等が影響していると思われる。

6. 輸出は低迷、インバウンドのみ好調

7-9 月期の輸出は前期比+0.5%（寄与度：+0.1%ポイント）と 2 期連続のプラスとなった。財貨、サービス別では、財貨の輸出が同+0.7%（同+0.1%ポイント）、サービスの輸出が同▲0.2%（同▲0.0%ポイント）となっている。財貨の伸びが大きいのが、部品不足の緩和を背景に自動車の輸出が大きく伸びた影響が大きいとみられる（図表 10）。財務省の貿易統計によれば、7-9 月期の自動車輸出は前年比+31.3%に達していた。自動車輸出の増勢が一服すれば、輸出は弱含む可能性が高い。



中国経済は、大底を打ちつつある様子が見えてくる

ものの、長引く不動産不況のもとで、景気は停滞気味の推移が続く可能性が高い。米国経済は底堅いが、各種ローン金利の上昇、学生ローンの返済再開、余剰貯蓄の枯渇等、ここへきて不安材料が増えてきている。先行きはソフトランディングの範疇に収まるとの見方が有力とはいえ、その過程における需要鈍化は、輸出の下押し圧力となろう。欧州経済も全体として低空飛行が続く見通しで、中核国のドイツは、2023 年はマイナス成長の見込みである。日本の輸出は来年前半にかけても低迷が続く可能性が高い。2024 年度は、欧米とも利下げサイクルに舵を切るなかで、後半以降、世界景気は再び上向くと予想されるが、日本の輸出が本格回復に向かう時期はまだ見通せない。ただ、インバウンド需要に限れば、今後も着実な回復が続くだろう。

※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