

Economic Forecast Report

日本経済見通し(第5号):2023年7-9月期は年率3.1%減、消費・設備投資低迷で経済見通しを下方修正



PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、執行役員 片岡 剛士

当社は2023年7-9月期の実質GDP予測値を、前期比-0.8%、年率換算では-3.1%とした。前期の輸入の反動だけでなく、内需も低迷した。円安の影響を受けて企業収益は過去最高を更新している。輸出はCOVID-19前の水準を回復しているものの、生産・消費は未だに同水準を下回っている。春闘賃上げ率は30年ぶりの高さとなったが、実際の給与の押し上げ効果は想定よりも小幅にとどまっている。こうした実質所得の低下は、11月に策定された政府の経済対策でも相殺されない。日銀の緩和縮小の動きも踏まえて、消費・設備投資を下方修正した。実質GDPは、2023年度+1.3%、2024年度+0.8%を見込み、前回の2023年度+2.1%から0.8%ポイント、2024年度+0.9%から0.1%ポイント下方修正した。

2023年7-9月期GDP(1次速報)予測:前期の反動減に加えて内需低迷で実質GDPは前期比-0.8%(年率換算-3.1%)

当社は、2023年7-9月期の実質GDP成長率を、前期比-0.8%(年率換算-3.1%)と予想する。見通しについて述べると、内需が前期比寄与度-0.4%、外需が同-0.4%と内外需要がともに低迷した。今期は前期(4-6月期)の反動減で成長が鈍化することが見込まれていたが、内需も全般的に落ち込み、4四半期ぶりのマイナス成長となった。民間消費は、前期比-0.0%と前期と変わらない。7-9月期の消費は、7月はインフレの影響で落ち込みがみられた。8月は、夏休みの旅行・イベントに加えて、猛暑による消費が押し上げた。9月は前月よりも微増にとどまった。2023年を振り返ると、1-3月期が前期比+0.6%、4-6月期が同-0.6%で相殺した後、7-9月期も横ばいであり、さえない動きとなった。7-9月期の実質賃金は前年比-2.7%となり、名目賃金の上昇が物価上昇率を下回る状況が継続していることから、消費が盛り上がり欠けている。次に設備投資は前期比-0.7%と、2四半期連続での減少となった。前期の設備投資がマイナスとなった際には、減少は一時的との受け止めもあったが、7-9月期に入っても製造業が横ばいの中、非製造業の投資が伸びずに減少した。企業収益は円安の継続もあり、今期に入っても増益を維持しているとみられるが、消費の低迷に加えて、生産も7-9月期に前期比-1.3%と低迷しており、企業が本格的に設備投資を増加させるほど需要が盛り上がっていないことが背景にある。

図表1 実質GDPの推移・見込み(前期比、寄与度)

		(実績値)						(予測値)
		2022年				2023年		
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
1	実質・国内総生産(前期比)	▲ 0.6	1.3	▲ 0.3	0.1	0.8	1.2	▲ 0.8
2	同(前期比・年率)	▲ 2.3	5.3	▲ 1.2	0.2	3.2	4.8	▲ 3.1
3	内需(寄与度)	▲ 0.1	1.1	0.3	▲ 0.3	1.0	▲ 0.6	▲ 0.4
4	民間(寄与度)	▲ 0.1	1.0	0.3	▲ 0.3	0.9	▲ 0.6	▲ 0.7
5	民間最終消費支出	▲ 1.0	1.8	▲ 0.0	0.3	0.6	▲ 0.6	▲ 0.0
6	民間住宅	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 0.1	1.0	0.7	2.0	▲ 1.0
7	民間企業設備	▲ 0.0	2.0	1.5	▲ 0.7	1.6	▲ 1.0	▲ 0.7
8	民間在庫変動(寄与度)	0.6	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	0.3	▲ 0.2	▲ 0.2
9	公需(寄与度)	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
10	政府最終消費支出	0.6	0.5	▲ 0.1	0.2	0.1	0.0	0.1
11	公的固定資本形成	▲ 3.9	0.6	1.0	0.1	1.4	0.2	▲ 1.2
12	外需(寄与度)	▲ 0.4	0.1	▲ 0.6	0.3	▲ 0.3	1.8	▲ 0.4
13	輸出	1.4	1.9	2.4	1.5	▲ 3.8	3.1	0.1
14	輸入	3.7	1.1	5.5	▲ 0.1	▲ 2.3	▲ 4.4	2.2
15	GDPデフレーター(前年同期比)	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.6	1.1	2.1	3.7	4.3
16	名目GDP	▲ 0.2	1.0	▲ 0.7	1.5	2.0	2.6	▲ 0.6

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

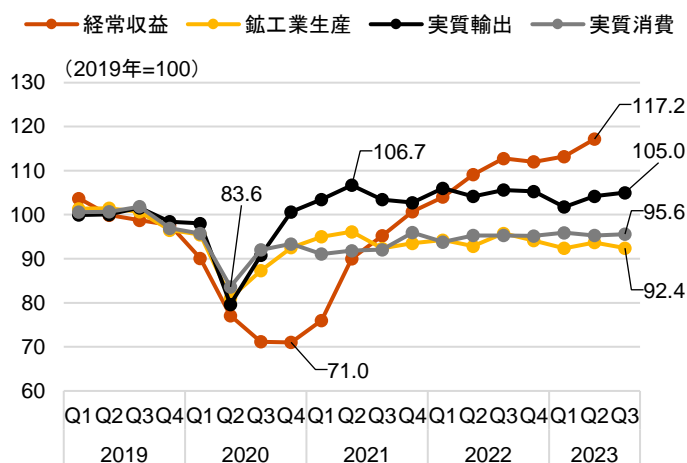
また、住宅投資も前期比-1.0%と4四半期ぶりの減少となった。この結果、民需の前期比寄与度は-0.7%ポイントと、前期の-0.6%ポイントに続いて、大きく成長を押し下げた。次に公的部門をみると、公共投資は、前期比-1.2%と6四半期ぶりに減少に転じた。公需の前期比寄与度は前期から変わらずとなった。海外部門は、輸出は海外経済の低迷に加えてサービス輸出も振るわず、前期比+0.1%と微増であった。輸入は、前期(4-6月期)の同-4.4%の落ち込みからの反動増もあり、同+2.2%と4四半期ぶりに増加に転じた。GDPの控除項目である輸入が増加したことを受けて、外需の前期比寄与度は-0.4%ポイントとなった。最後にGDPデフレーターは、前年同期比で+4.3%を見込む。同デフレーターは、2022年7-9月期の同-0.7%から、後述する輸入デフレーターの影響を背景に1四半期ごとに1%ポイントほどプラス幅を拡大している。輸入はGDPの控除項目である。エネルギー価格の鈍化の影響により、輸入デフレーターは2022年7-9月期に前年比+31.8%、10-12月期に同+21.7%、1-3月期に同+10.2%と伸びが鈍化した。4-6月期には同-3.1%と減少に転じ、GDPデフレーターへの押し上げ要因となっている。輸入価格上昇の中、国内価格が引き上げられたことから、国内需要デフレーターは、2021年10-12月期以降は、前年比+2.0%以上で推移している。バブル期、その崩壊後にあたる1989年4-6月期から1992年4-6月期の間のGDPデフレーターは+2%を超えていたが、ピークでも1991年4-6月期の+3.1%にとどまっていた。2023年7-9月期の+4%台の伸びは、1981年1-3月期の同+5.1%に次ぐ高さとなる。

円安・物価高の実体経済への影響

足元の日本経済では、円安・物価高の影響が大きくなっている。2023年10-12月期以降の日本経済の動きを考えるために、改めて現状を確認しておこう。ドル円レートの動きを振り返ると、2022年3月の115円から、米利上げによる日米金利差拡大を受け、2022年11月に150円まで円安・ドル高が進んだ。その後、米金利低下を受け、2023年1月に一時130円を割り込むまで円高となった。その後、4月~5月頃から再び円安となり、10月には再び150円を付けた。この円安を受けて、企業収益は回復している(図表2)。法人企業統計の経常利益(全規模、全産業)は、2020年平均を100としてみると、2020年10-12月期に71まで3割減となった後、2021年10-12月期には2019年の水準を回復し、2023年4-6月期には2019年対比+17%増まで増加している。2023年7-9月期の法人企業統計の結果は未公表だが、企業決算を集計した報道では増益傾向が継続している。また、円安は、輸出拡大、それに連動する生産増加に結びつくことが期待される(図表2)。生産と実質輸出は2020年4-6月期に2019年比約-20%まで落ち込んだ後、2021年4-6月期に実質輸出は同+7%、生産は同-4%まで回復した。しかし、その後はほぼ横ばいの動きが継続しており、実質輸出は同+5%、生産は同-8%と低迷が継続している。このように、円安の進展により企業収益が回復しているものの、その堅調さが財輸出と生産の伸びには結びついていないことが確認できる。

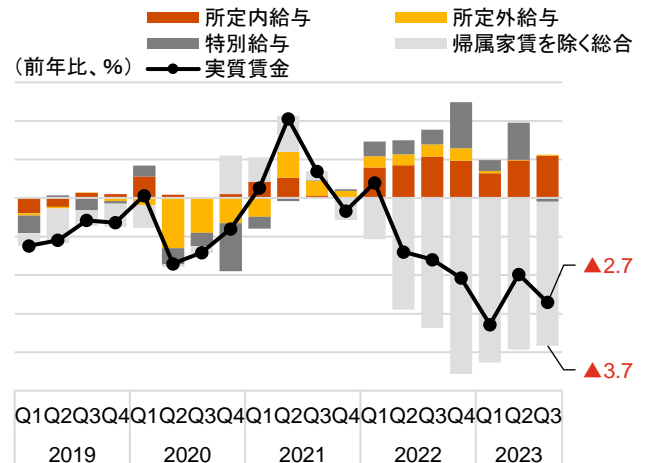
次に家計の動きである。2023年度の春闘賃上げ率は4%弱となり、この結果は給与の改定時期に徐々に反映され、秋頃までには概ね反映されることを見込んでいた。消費拡大には、労働者の毎月の定期的な収入となる基本給の増加が重要とされる。筆者は、**3月の時点**で春闘結果を踏まえて、基本給に当たる毎月勤労統計(5人以上、就業形態計)の所定内賃金が2023年度中に前年比+2%強まで拡大すると見込んでいた。しかし、これまでの所定内賃金は、2023年4-6月期に同+1.3%、7-9月期に同+1.4%までの拡大にとどまっている。残業代・ボーナスを含む現金給与総額は、4-6月期に同+2.0%、7-9月期に同+1.0%となった(図表3)。これらの賃金の動きに対して、消費者物価指数を、毎月勤労統計の物価指数として用いられている持ち家の帰属家賃を除く総合とみると、7-9月期に前年比+3.7%となっている。これを受けて、7-9月期の実質所得は同-2.7%となった(図表3)。春闘の賃上げ率は30年ぶりの高さとなったものの、足元までの実質所得は減少している。図表2に戻り、2019年を100とした実質消費は、2020年4-6月期に2019年比-20%弱まで減少した。2021年10-12月期に同-4%まで回復した後、ほぼ横ばいでの推移となっている。COVID-19が5類に移行して経済活動再開による消費の押し上げが期待されていたが、日銀が公表する実質消費は、2023年4-6月期に前期比-0.6%、7-9月期に同+0.3%と一進一退の動きにとどまっている。このように、過去最高益を更新した企業収益、30年ぶりの春闘賃上げ率の高さは、インフレ率の高さから、消費や生産・設備投資の増加に結びついていない。

図表2 企業収益・生産・実質輸出・消費の推移



(注1) Q1=1-3月期。
 (注2) 実質消費は、実質消費活動指数(旅行収支調整済)の値。
 (出所) 財務省「法人企業統計調査」、経済産業省「鉱工業生産」、日本銀行「実質輸出」、「消費活動指数」より、筆者作成。

図表3 現金給与総額の推移



(注) Q1=1-3月期。
 (出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省統計局「消費者物価指数」より、筆者作成。

政府の経済対策、日銀の金融緩和修正の効果

政府は、11月2日に「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を閣議決定した。経済対策の事業規模に37.4兆円、財政支出として21.8兆円が計上された。このうち、注目される所得の下支え策としては、一部の施策の詳細設計はこれからであるものの、①一人当たり4万円の所得税・個人住民税の定額減税で3兆円台半ば、②所得減税と低所得者向けの給付金との支援の間にある方々への支援、③低所得者層に対する合計10万円の所得支援が計上され、①～③で合計6.3兆円が計上された。所得から税金・社会保険の負担等を除いた可処分所得をみると、インフレ率の高まりから、名目よりも実質の落ち込みが大きくなっている。その実質可処分所得は、2022年度は296.2兆円となり、2021年度の303.3兆円から7.1兆円の減少となっている。経済対策で計上された6.3兆円は、この実質所得低下を補うには十分でなく、消費の下振れリスクが高まった。更に、所得税減税については、実施時期が来年夏であるため、足元の所得の押し上げ効果は見込み難い。また、日本銀行は、7月・10月と長期金利の変動幅を拡大させ、その影響で実際に長期金利も上昇している。こうした動きが日本企業を取り巻く金融環境の引締めにつながれば、更に設備投資や住宅投資を押し下げることになる。

2023年度・2024年度の経済見通しを下方修正

以上の2023年7-9月期GDP予測、足元の経済状況、政府の経済対策、日銀の金融緩和修正の効果を踏まえて、経済見通しを下方修正した(図表4)。具体的には、2023年度+1.3%、2024年度+0.8%を見込み、前回(日本経済見通し(第4号))の2023年度+2.1%から0.8%ポイント、2024年度+0.9%から0.1%ポイントの下方修正とした。2023年度の消費は前回の+0.9%から+0.2%へ下方修正した。上記でみた通り、春闘賃上げ率の高さが筆者の想定よりも基本給(所定内給与)を押し上げていないことに加えて、インフレ率がエネルギー価格の高止まりにより想定よりも上昇していることも実質所得を押し下げる。更に経済対策の効果もこうした実質所得の押し下げを相殺するのに十分でない。2023年度の設備投資は+2.5%から+0.2%へと下方修正した。円安が継続して企業収益の改善が継続するとみているものの、国内需要の鍵である消費の伸び悩みから、増産などの新たな設備投資需要は盛り上がりにくい。また、日本の在庫循環は、2023年7-9月期に在庫調整局面に一步足を踏み入れた。足元では半導体関連での在庫調整に進展の動きもみられる一方、これまで堅調さを維持してきた米国経済にも減速の兆しがみられる。米国・中国での製造業の持ち直しの動きも一進一退を繰り返している。本年の日本経済は、企業収益、株価、賃金などが大幅に改善しているものの、消費や生産の増加にまでは好循環の波が到達していない。今後は、家計の実質所得の動向、在庫調整や製造業の回復度合い、利上げによる減速懸念のある欧米経済、不動産市況の調整の影響を受ける中国経済などが日本経済に与える影響に注目したい。

図表4 日本経済の見通し

	(実績)	今回(2023年11月) の予測値		前回(2023年8月) の予測値		(差) (今回-前回)	
	2022年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度	2023年度	2024年度
国内総生産(支出側)	1.4	1.3	0.8	2.1	0.9	-0.8	-0.1
国内需要(寄与度)	1.8	0.4	0.9	1.3	1.1	-0.9	-0.2
民間需要(寄与度)	1.9	0.3	0.8	1.2	1.0	-0.9	-0.2
公的需要(寄与度)	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.0
海外需要(寄与度)	-0.5	0.9	-0.1	0.8	-0.2	0.1	0.1
民間最終消費支出	2.5	0.2	1.4	0.9	1.6	-0.7	-0.2
民間住宅	-3.0	2.5	0.6	3.8	1.0	-1.3	-0.4
民間企業設備	3.1	0.2	1.9	2.5	2.2	-2.3	-0.3
民間在庫変動(寄与度)	0.2	0.1	-0.3	0.2	-0.3	-0.1	-0.0
政府最終消費支出	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0
公的固定資本形成	-3.1	0.5	1.5	1.3	1.3	-0.8	0.2
輸出	4.5	1.6	1.8	1.3	1.6	0.3	0.2
輸入	7.2	-2.8	2.5	-2.8	2.5	0.0	0.0
コアCPI(生鮮食品を除く総合)	3.0	2.7	1.7	2.7	1.7	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	0.7	3.5	1.2	3.5	1.2	0.0	0.0
名目GDP	2.0	4.9	2.0	5.7	2.1	-0.8	-0.1

前回は、[日本経済見通し\(第4号\)](#)。

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

片岡 剛士

チーフエコノミスト、執行役員

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700