

## 日本経済：1～3 月期 GDP2 次速報は民間在庫上振れで大幅上方修正、内需主導の景気回復と在庫積み増しで高成長に

1～3 月期の実質 GDP2 次速報値は、1 次速報の前期比+0.4%（年率+1.6%）から+0.7%（年率+2.7%）へ予想外の大幅上方修正。主因は民間在庫投資の上方修正であり、個人消費や設備投資の拡大は変わらず、1～3 月期の日本経済が国内需要主導で回復していたことを改めて確認。続く 4～6 月期は、民間在庫投資の反動減が見込まれるものの、個人消費の拡大傾向が維持されており、輸出の落ち込みは緩和、設備投資も拡大が続くとみられ、実質 GDP 成長率は前期比プラス成長を維持する見込み。

### 1～3 月期の実質 GDP は大幅上方修正

本日発表された 2023 年 1～3 月期 GDP2 次速報値は、実質 GDP が前期比+0.7 %（年率+2.7%）となり（右図）、1 次速報値の前期比+0.4%（年率+1.6%）から大幅に上方修正された。

修正の内容を見ると、事前予想通り民間企業設備投資が小幅上方修正（1 次速報値：前期比+0.9%→2 次速報値：+1.4%）された一方で、公共投資（公的固定資本形成）が若干下方修正（+2.4%→+1.5%）された。予想外だったのは民間在庫投資であり、主

に仕掛品在庫の上方修正により実質 GDP 前期比に対する寄与度が+0.1%Pt から+0.4%Pt へ大幅に引き上げられた。そのほか、個人消費（民間最終消費支出）が下方修正（前期比+0.6%→+0.5%）されたが、依然として高い伸びであり、脱コロナに伴い消費活動が正常化しつつあるという評価は変わらない。

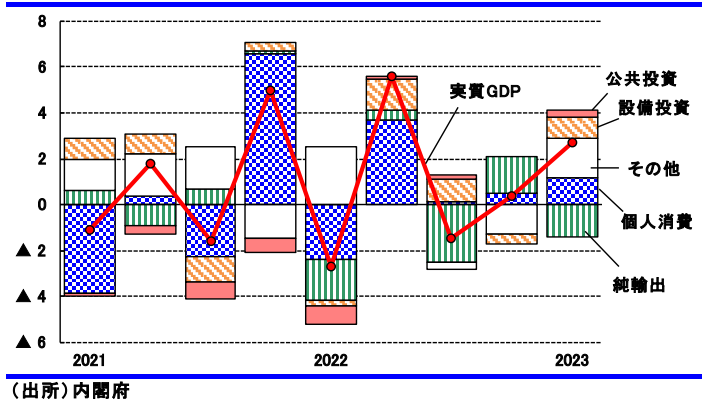
改定された GDP で改めて 1～3 月期の景気の状態を確認すると、個人消費と設備投資の内需二本柱が堅調に拡大、先行きの需要回復を睨んだ前向きな在庫積み増しの動きも加わって予想を上回る高成長を記録、景気の順調な回復を示した、ということであろう。

なお、2022 年度の実質 GDP 成長率は、1 次速報時点の前年比+1.2%から今回の 2 次速報で+1.4%へ上方修正された。主に民間在庫投資の上方修正によるものであり、その反動減が 2023 年 4～6 月期以降に見込まれるため、2023 年度の成長率見通しを下方修正させる要因となろう。

### 4～6 月期もプラス成長維持の見込み

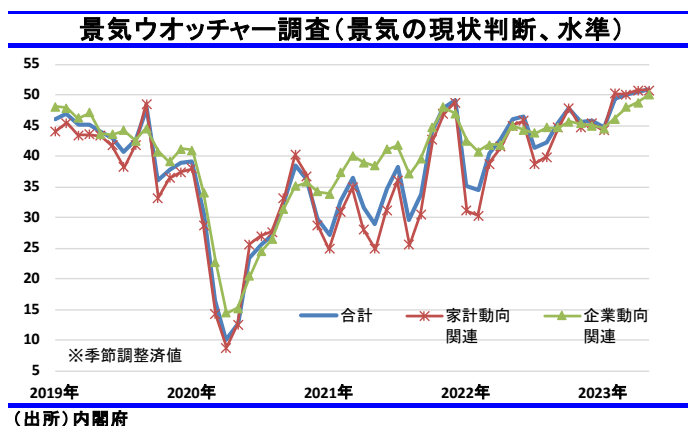
4 月以降も景気は底堅く推移している模様である。本日、発表された 5 月の景気ウォッチャー調査では、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が 4 月の 50.5 から 50.9 へ一段と改善した（次ページ図）。うち、個人消費と関係が深い「家計動向関連」は 4 月と同じ 50.7 だったが、1～3 月平均の 48.0 を大きく上回り 50 を超える水準を維持した。5 月の大手百貨店 5 社の売上高は速報で全社プラス、前年同月比の単純平均

実質 GDP の推移（季節調整値、前期比年率、%）



は+9.5%<sup>1</sup>となり、全国百貨店売上高の4月実績(+8.6%、店舗数調整済)を上回った。これら現時点で確認できる指標から判断する限り、個人消費は4~6月期も前期比でプラスとなる可能性が高い。

景気ウォッチャー調査の現状判断DIが5月に改善したのは「企業動向関連」(4月48.7→5月50.1)によるものであり、うち非製造業は51.5で横ばいながら、製造業が4月の46.2から48.6へ改善した。もちろん依然として50を下回っており好調とは言えないが、1~3月平均の44.5から着実に改善している。实体经济の指標である鉱工業生産指数も、4月は前月比▲0.4%と3ヵ月ぶりのマイナスだったが、4月の水準は1~3月期を1.8%上回っている。さらに、生産予測指数は5月から6月にかけての持ち直しを示唆<sup>2</sup>しており、製造業の生産活動は回復傾向にある。



その背景として、部品不足で低迷していた自動車産業の生産が正常化しつつあることに加え、輸出に下げ止まりの動きがみられることが指摘できよう。4月の通関輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で前月比+2.4%となったが、2月は+3.3%と5ヵ月ぶりの増加に転じ、3月は▲0.3%と小幅落ち込んだものの、4月はそれを十分に取り返す増加であった。欧米や中国など海外経済の状況<sup>3</sup>を見る限り、このまま反転増加を期待するのは時期尚早であろうが、少なくとも4~6月期のGDPベースの輸出は、1~3月期の前期比▲4.2%からは改善しよう。

外需の下げ止まりは、復調の動きを見せる設備投資の追い風ともなる。一方で、4~6月期は民間在庫投資の反動減が見込まれるが、個人消費と設備投資の拡大が続き、外需のマイナス寄与が縮小することで十分に吸収し、実質GDPは前期比プラス成長を維持すると予想される。

<sup>1</sup> 日経新聞(6/1電子版)によると、大手百貨店5社の5月の既存店売上高(速報)は、三越伊勢丹HDが前年同月比+13.7%、大丸松坂屋+11.5%、高島屋+6.3%、そごう・西武+1.5%、阪急阪神百貨店+14.6%。

<sup>2</sup> 5月の見込みは前月比+1.9%、6月見込みは+1.2%。

<sup>3</sup> 詳細は、2023年6月2日付Economic Monitor「2024年にかけての世界経済見通し~金融引き締め効果の本格化で減速のあと、インフレ沈静化で持ち直しへ」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2361/>