



～日本の経済情勢（2023年7-9月期）～

実質GDPは、3四半期ぶりのマイナス成長

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

【要約】

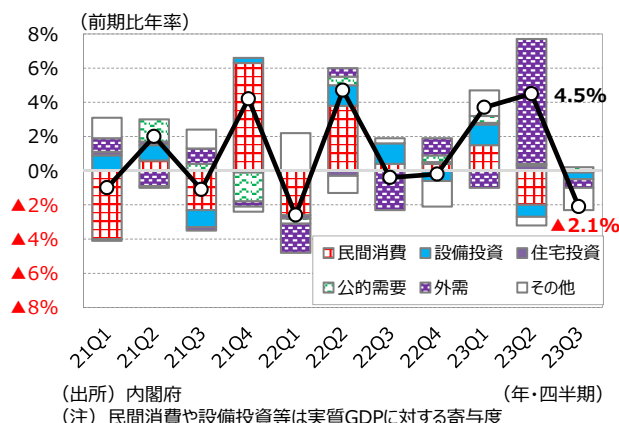
- 2023年7-9月期の実質GDP（1次速報）は前期比▲0.5%（前期比年率▲2.1%）と内外需ともに低調となり、3四半期ぶりのマイナス成長となりました。
- 民間消費は、物価高の影響などから前期比▲0.0%と2四半期連続の減少となったほか、設備投資（前期比▲0.6%）や住宅投資（同▲0.1%）などの国内需要も揃って減少しました。外需（輸出－輸入）については、輸出が前期比＋0.5%の増加となったものの、それ以上に輸入（前期比＋1.0%）が増加したため、外需寄与度は前期比▲0.1%と成長率の下押し要因となりました。
- 2023年10-12月期は、海外経済の減速を背景に輸出が伸び悩む一方、民間消費、設備投資などの国内民間需要が増加に転じることが見込まれることから、内需主導の経済成長に回帰すると予想しています。
- 消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は2023年1月に前年比＋4.2%と、1981年9月以来の高い伸びとなった後、政府による物価高対策の影響で9月には同＋2.8%まで伸びを縮小しています。今後は原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まり、財価格の上昇率は鈍化する一方、サービス価格は長年にわたって据え置かれてきたことや、春闘賃上げ率が約30年ぶりの高水準となったことを踏まえると、更に上昇ペースが加速することが見込まれます。このため、コアCPIは当面2%台で底堅く推移することが予想されます。

2023年7-9月期は内外需ともに低調で、3四半期ぶりのマイナス成長

11月15日に内閣府が公表した「四半期別GDP速報」によると、2023年7-9月期の実質GDP（1次速報）は前期比▲0.5%（前期比年率▲2.1%）と内外需ともに低調となり、3四半期ぶりのマイナス成長となりました（図表1）。

民間消費は、物価高の影響などから前期比▲0.0%と2四半期連続の減少となったほか、設備投資（前期比▲0.6%）や住宅投資（同▲0.1%）などの国内需要も揃って減少しました（次頁図表2）。外需（輸出－輸入）については、輸出が前期比＋0.5%の増加となったものの、それ以上に輸入（前期比＋1.0%）が増加したため、外需寄与度は前期比▲0.1%と成長率の下押し要因となりました。

【図表1 実質GDP成長率の推移】
2021年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

2023年7-9月期の実質GDPの公表と同時に、基礎統計の公表や季節調整のかけ直しなどから、過去の実質GDPは遡及改定されました。その結果、4-6月期が前期比年率+4.8%から同+4.5%へ下方修正されたほか、2022年10-12月が同+0.2%のプラス成長から同▲0.2%のマイナス成長へと下方修正されました。2023年4-6月期の実質GDPの水準は、経済活動の正常化等を背景にコロナ禍前のピーク（2019年7-9月期）を上回ったものの、2023年7-9月期はマイナス成長に転じたため、コロナ禍前のピークを再び下回りました（図表3）。

2023年7-9月期は内外需ともに低調となり、三四半期ぶりのマイナス成長となりました。4-6月期の高成長の反動という側面があるものの、コロナ禍からの経済活動再開が進む中でも個人消費、設備投資などの国内民間需要が低迷していることが改めて示されました。

2023年10-12月期は、海外経済の減速を背景に輸出が伸び悩む一方、民間消費、設備投資などの国内民間需要が増加に転じることが見込まれることから、内需主導の経済成長に回帰することが予想されるものの、内外需ともに下振れリスクの高い状況が続くとみられます。

個人消費の回復は緩慢も、設備投資に明るい兆し

2023年7-9月期の個人消費は、物価高による実質賃金減少の継続などから前期比マイナスとなりました。夏場以降の個人消費は回復に転じているものの、依然としてコロナ禍前を下回る低水準にとどまっています。

短期的な消費活動を把握できる消費活動指数の推移をみると、4月を底に持ち直し傾向にあるものの、9月の水準はコロナ禍前（2019年平均）を▲5.3%下回っています（図表4）。形態別（2019年平均との比較）では、耐久財が▲4.4%、非耐久財が▲6.3%、サービスが▲4.0%といずれも伸び悩んでいます。

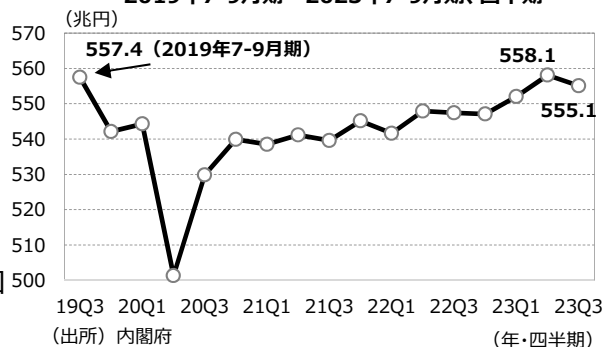
【図表2 需要項目別の伸びと寄与度】

	2023年4-6月期 (改定値)	7-9月期 (速報値)
実質GDP (前期比年率)	1.1% (4.5%)	▲0.5% (▲2.1%)
国内需要 (寄与度)	▲0.7% (▲0.7%)	▲0.4% (▲0.4%)
民間需要 (寄与度)	▲1.0% (▲0.7%)	▲0.6% (▲0.4%)
民間消費	▲0.9%	▲0.0%
住宅投資	1.8%	▲0.1%
設備投資	▲1.0%	▲0.6%
民間在庫 (寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.3%)
公的需要 (寄与度)	0.1% (0.0%)	0.2% (0.0%)
政府支出	0.0%	0.3%
公的固定資本形成	0.3%	▲0.5%
外需 (寄与度)	(1.8%)	(▲0.1%)
財・サービスの輸出	3.9%	0.5%
財・サービスの輸入	▲3.8%	1.0%

(出所) 内閣府公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

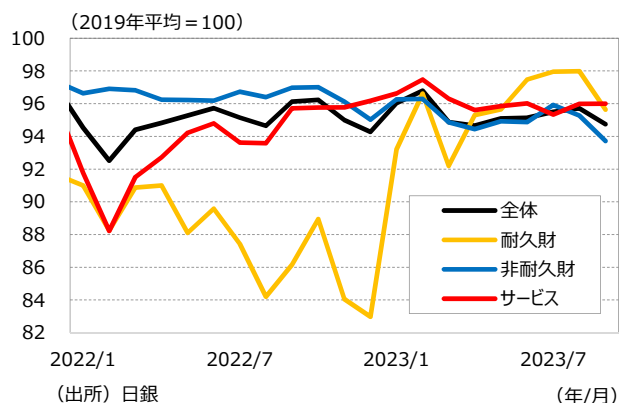
【図表3 実質GDPの推移】

2019年7-9月期～2023年7-9月期、四半期



【図表4 消費活動指数の推移】

2022年1月～2023年9月、月次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。 (次頁へ続く)
 ※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

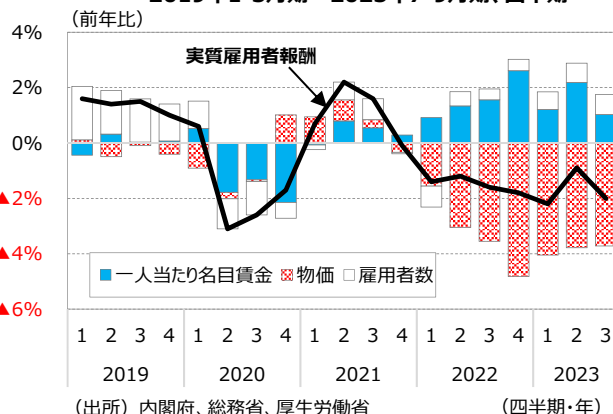
こうした背景には、コロナ禍からの経済活動再開が進む中でサービス消費の回復に一服感が出ていることに加え、物価高に伴う節約志向の高まりによって食品や衣類等の非耐久財消費が弱めの動きとなっていることが考えられます。個人消費を大きく左右する重要な要素である実質雇用者報酬の推移をみると、2023年の春闘で約30年ぶりの高水準となる賃上げ率が実現したことを反映して一人当たり賃金の上昇率が高い伸びを示しているものの、それ以上に物価が上昇しているため、全体としてマイナス圏での推移が続いています（図表5）。

先行きを展望すると、物価上昇率が緩やかに縮小するほか、2024年以降も高い賃上げ率が実現することが見込まれることから、実質雇用者報酬のマイナス幅は縮小していくことが予想されます。このため、2024年度以降は個人消費への下押し圧力が軽減され、個人消費は回復基調を強めるとみています。

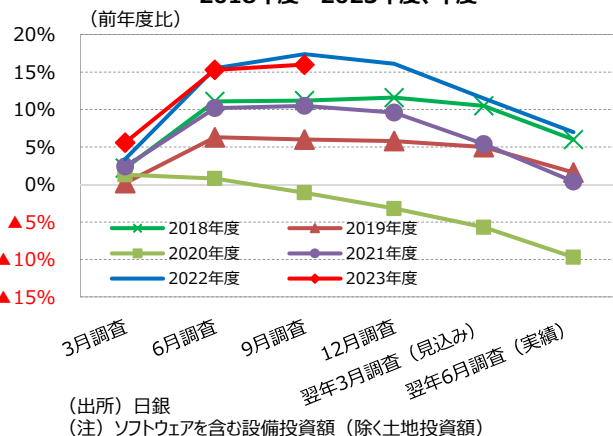
日銀短観（2023年9月調査）では、2023年度の設備投資計画（全規模・全産業、含むソフトウェア投資、除く土地投資額）は前年度比+16.0%と、6月調査（前年度比15.3%）から小幅ながら上方修正されました（図表6）。設備投資は、高水準の企業収益を背景に人手不足対応やテレワーク関連投資、デジタル化に向けたソフトウェア投資を中心に回復しています。

中長期的には、企業の期待成長率が設備投資の動きに影響を与えます。期待成長率が長期にわたり低迷してきた背景には、多くの企業経営者が人口減少下で国内市場の縮小が不可避と考えてきたこと等があると考えられます。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業の今後3年間の成長率見通しは+1.2%（2022年度調査）と低い伸びが続いています（図表7）。しかし、その一方で1999年度から18年連続で企業の成長率見通しを下回っていた業界需要の成長率見通しは、2017年度以降企業の成長率見通しを上回り、2022年度には+1.6%まで高まりました。これに伴い、設備投資の見通しも2022年度には+6.4%（今後3年間の年度平均）と約30年ぶりの高水準となりました。業界需要の成長期待が上向いてきたことは、設備投資の先行きを見る上で明るい材料と言えます。

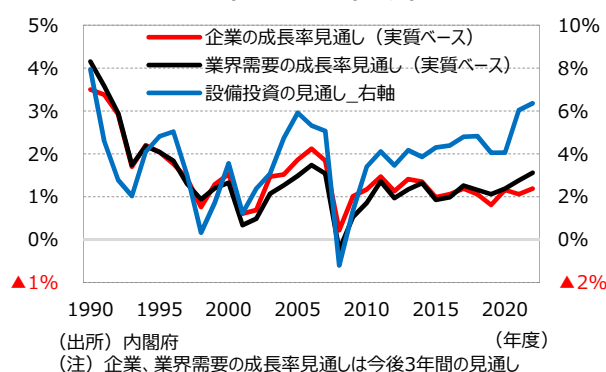
【図表5 実質雇用者報酬の推移】
2019年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



【図表6 設備投資計画の推移】
2018年度～2023年度、年度



【図表7 中長期的な成長期待と設備投資計画】
1990年度～2022年度、年度



※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

財輸出は伸び悩みも、インバウンド需要の増加がサービス輸出を下支え

財輸出はこのところ横ばい圏での推移が続いています。価格変動の影響を除いた実質輸出の動きをみると、2023年7-9月期は前期比+0.8%（4-6月期：同+2.4%）と小幅ながら増加しました。2四半期連続の増加も、2022年10-12月期並みの水準にとどまっています（図表8）。

実質輸出を財別にみると、半導体不足の緩和により挽回生産が本格化した自動車関連財が輸出の全体を押し上げています。自動車関連財は2023年1月以降回復の動きが強まり、足もとはコロナ禍前の水準を上回っています。一方、2022年後半から足もとにかけて資本財輸出の回復の鈍さが目立っています。米国や欧州での金融引き締めを背景に現地企業の設備投資意欲が減退したことや、日米による輸出管理の強化により半導体製造装置の輸出が減少したこと等が影響したと考えられます。こうした輸出への下押し圧力を自動車の挽回輸出が相殺するといった構図が続いています。

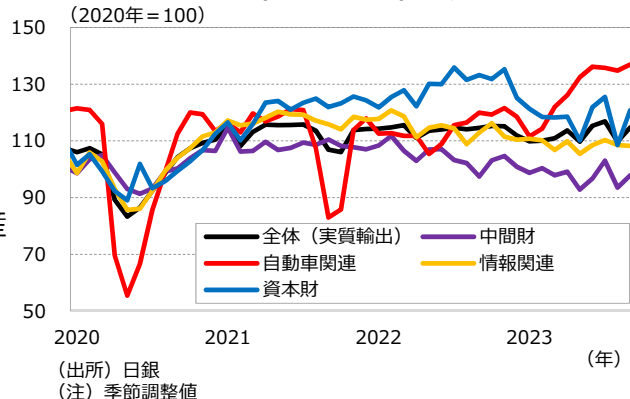
実質輸出の先行きについては、緩やかに増加することが見込まれます。輸出の動きに2か月程度先行する傾向があるOECD景気先行指数は上昇傾向にあり、外需が持ち直すことを示唆しています（図表9）。半導体不足の緩和による挽回生産が継続するなか、引き続き自動車関連財が輸出を下支えすると予想されます。

また、グローバルな半導体市況（シリコンサイクル）が回復局面入りしたことも好材料であると考えられます。シリコンサイクルは2023年春に底を打ったとみられ、電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスは改善しています（図表10）。今後、シリコンサイクルの回復基調が強まる中で日本の半導体製造装置等への需要が高まるとみられます。

もっとも、外需の低迷による輸出の下振れリスクには注意が必要です。インフレ率が高水準にある欧米で金融引き締めが長期化し景気後退に陥ったり、不動産市況の悪化により中国景気が下振れれば、日本の輸出への影響は避けられないと考えられます。

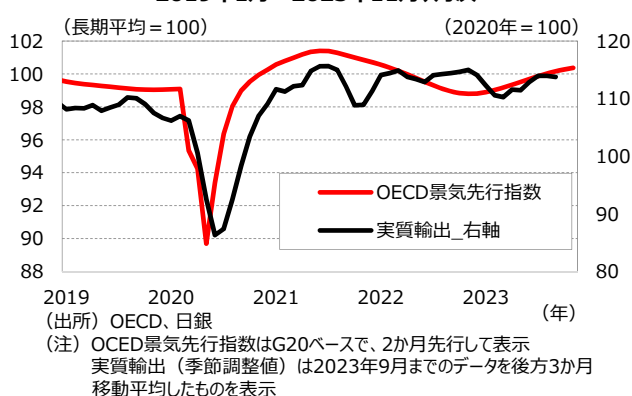
【図表8 日本からの財輸出の推移】

2020年1月～2023年9月、月次



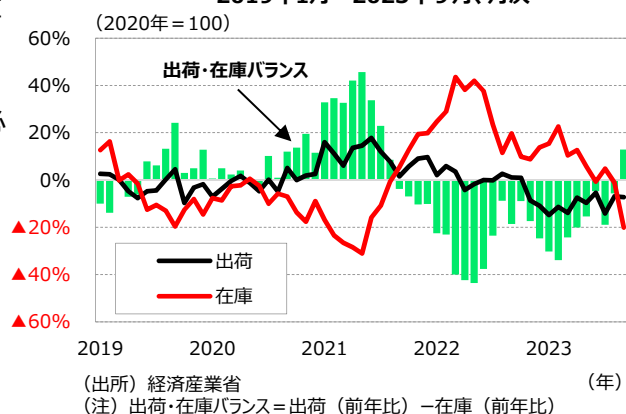
【図表9 OECD景気先行指数と実質輸出】

2019年1月～2023年11月、月次



【図表10 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス】

2019年1月～2023年9月、月次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

財輸出の伸び悩みが続いている一方で、インバウンド需要が含まれるサービス輸出は堅調に推移しています。

インバウンド需要はコロナ禍でほぼ消滅した状態が続いていたものの、水際対策が2022年10月から段階的に緩和され、2023年4月末に撤廃されたことを受けて、急回復が続いています（図表1-1）。2023年10月の訪日外国人数は251.7万人、コロナ禍前の2019年同月（249.7万人）を上回りました。コロナ禍前には全体の約3割を占めていた中国からの訪日外国人数は、8月10日に中国政府が日本への団体旅行を解禁したものの、コロナ禍前の2019年10月の3割程度と回復が遅れています。

2023年7-9月期の訪日消費額は、2019年を上回る水準まで増加しています（図表1-2）。円安等により日本の物価が訪日外国人観光客にとって割安であることから、1人当たりの旅行消費支出は宿泊費等を中心に上振れています。

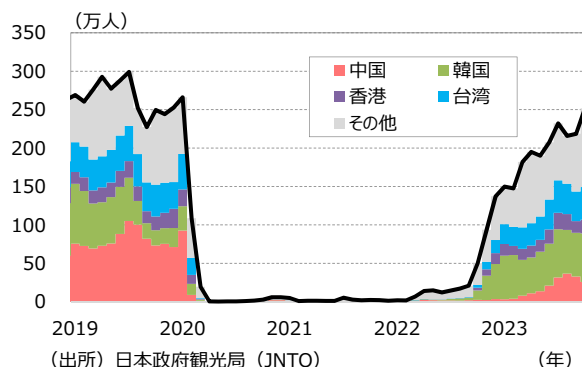
先行きは、回復余地の大きい中国からの訪日外国人観光客が増加することが見込まれていることから、インバウンド需要は拡大することが予想されます。ただし、低調な中国経済の動向や原発処理水を巡る政治面の動きを受けて、回復ペースが緩慢なものになる可能性もあります。

消費者物価（生鮮食品を除く）は当面2%台で推移の公算

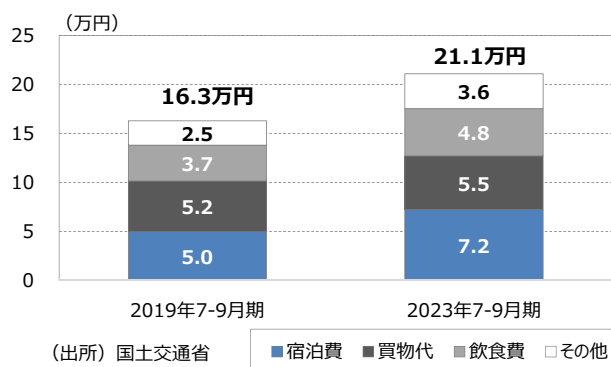
消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、2023年1月に前年比+4.2%と1981年9月以来の高い伸びとなった後、政府による物価高対策（電気・都市ガス代の負担軽減策）の影響で9月には同+2.8%まで伸びを縮小しています（図表1-3）。一方、コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は4%台前半での推移が続いており、基調的な物価上昇圧力は根強いことを示しています。

足もとのコアCPIは、政府による物価高対策の影響で、エネルギー価格が押し下げられています。ガソリンや灯油等に対する燃料油価格激変緩和措置（ガソリン補助金）は6月以降、

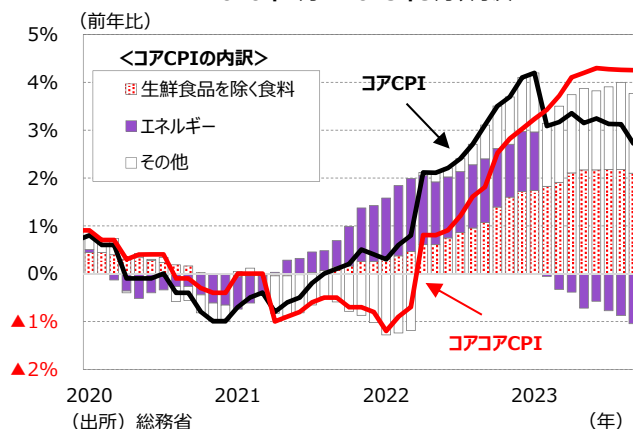
【図表1-1 訪日外国人数の推移】
2019年1月～2023年10月、月次



【図表1-2 訪日外国人1人当たり旅行支出】



【図表1-3 コアCPIの推移】
2020年1月～2023年9月、月次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
 ※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

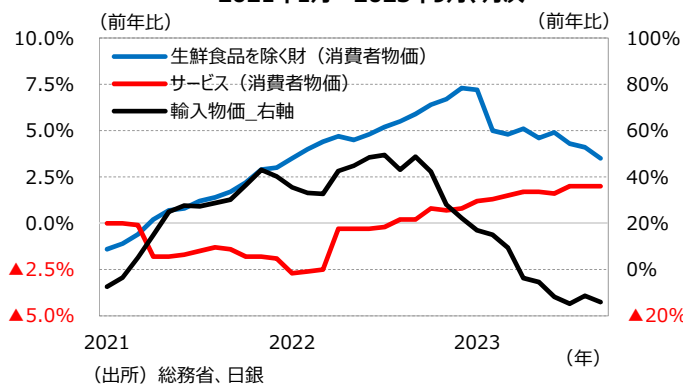
補助率が段階的に引き下げられ、9月末に同措置が終了する予定となっていました。しかし、円安や原油価格の上昇によってガソリン価格が高値を更新する中で、政府はガソリン補助金を年末まで延長することを決定しました。また、2023年1月使用分（2月請求分）から実施されている電気・都市ガス代の激変緩和措置については9月使用分（10月請求分）から12月使用分（1月請求分）まで補助を半減した上で継続する方針となりました。

物価高の主因となっていた輸入物価は下落に転じ、2023年9月には前年比▲14.0%の大幅なマイナスとなっています（図表14）。このため、今後は原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まり、財価格の上昇率は鈍化することが見込まれる一方、サービス価格は2023年7月以降、前年比+2.0%の伸びが続いています。サービス価格は長期にわたって据え置かれてきたことや、春闘賃上げ率が約30年ぶりの高水準となったことを踏まえると、更に上昇ペースを加速することが予想されます（図表15）。

2022年度は物価上昇のほとんどがエネルギー、食料（除く生鮮食品）を中心とした財の上昇によるものだったものの、エネルギー価格が下落に転じていることや価格転嫁の動きが弱まることなどから、物価上昇の中心が財からサービスへ徐々にシフトしていくとみられます。コアCPIは緩やかながらも伸びを縮小していくものの、当面2%台で底堅く推移することが予想されます。

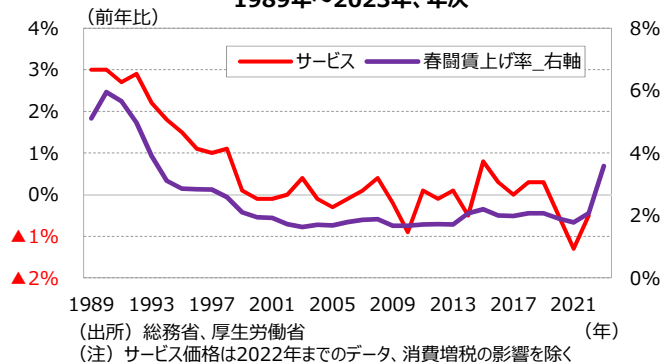
【図表14 コアCPI（財・サービス価格別）と輸入物価の推移】

2021年1月～2023年9月、月次



【図表15 サービス価格と春闘賃上げ率】

1989年～2023年、年次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

日銀はYCCを再柔軟化、長期金利の上限を事実上撤廃

日銀は10月30、31日に開催した金融政策決定会合で、大規模な金融緩和を維持した上で、YCC（イールドカーブ・コントロール）の運用を再び柔軟化することを決定しました（図表16）。

7月決定会合以降に長期金利の厳格な上限として置かれた1.0%が「目途」と曖昧化され、1.0%を一定程度超えることを許容するものであることから、長期金利の上限は事実上の撤廃となりました（図表17）。

植田日銀総裁は会合後の記者会見で、再柔軟化の狙いを7月決定会合での柔軟化と同様に、将来の金利上昇局面で起こりうる副作用（債券市場の機能低下や為替市場を含めた金融市場の変動率上昇）を軽減するためと説明しました。11月9日に公表された「（10月の）日銀金融政策決定会合の主な意見」においても、粘り強く金融緩和を継続する上では、長期金利の厳格な上限を取りやめ、為替市場を含めた金融市場の変動率が拡大するリスクを予め防ぐための「YCC運用の柔軟化」が適当との指摘があったことが確認されました。

物価目標の実現が視野に入りつつある

会合後に公表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）では、物価見通しが2023年度から2025年度にわたり軒並み上方修正されました（図表18）。

物価植田総裁は記者会見で再柔軟化に至った主因の一つに、想定を上回る物価の上振れを挙げました。その上で、2%の『物価安定の目標』の実現まではまだ随分と距離があるが、その距離は前回（7月）の会合に比べればやや近づいているとの認識を示しました。この点について、植田総裁は物価の動きを、「第一の力（輸入物価の波及）」と「第二の力（賃金・物価の好循環）」に分け、2023年度、2024年度

【図表16 YCCの柔軟化について】

	長期金利の操作
10月会合	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際、 長期金利の上限は1.0%を目途 とする。 柔軟化
2023年7月会合	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際、 長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目途とし、1.0%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。 柔軟化
2022年12月会合以降	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際の長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、 0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表17 日米の10年国債利回りの推移】
2022年1月3日～2023年10月31日、日次



【図表18 経済・物価見通し（展望レポート）】

（前年度比）

	実質GDP	消費者物価指数 （生鮮食品を除く）	消費者物価指数 （生鮮食品及びエネルギーを除く）
2023年度	2.0% ↑	2.8% ↑	3.8% ↑
7月時点	1.3%	2.5%	3.2%
2024年度	1.0% ↑	2.8% ↑	1.9% ↑
7月時点	1.2%	1.9%	1.7%
2025年度		1.7% ↑	1.9% ↑
7月時点	1.0%	1.6%	1.8%

（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

（注）政策委員見通しの中央値

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

の上方修正の大部分は「第一の力」、すなわち足元のコストプッシュ型の価格転嫁の広がりが長引いていることや、このところの原油価格の上昇による部分が大きいと説明しました。

このため、物価の先行きは不確実性が極めて高く、十分な確度をもって目標達成が見通せる状況になお至っていないとの従来からの基本的なスタンスを崩しておらず、この点は2025年度の物価見通し（消費者物価指数、生鮮食品を除く）が前年度比+1.7%と物価目標2%を下回っている点にも表れています。ただし、植田日銀総裁は「第二の力」が見通し期間終盤にかけて強まるとの認識を示した上で、7月会合時点に比べ物価目標の実現に向け少し前進したと述べています。

こうした日銀による情報発信の変化や、7月会合から3か月という短期間で政策の再修正に踏み切ったことを踏まえると、日銀は金融緩和の調整を少しずつ進めており、2023年1月にマイナス金利解除を見込む向きもあります。ただし、賃金・物価の好循環を伴う形での物価目標の実現が年内に見通せる状況となるには、日銀が来年春闘の賃上げに十分な自信をもつ必要があるため、現時点ではその可能性はまだ低く、マイナス金利解除は春闘の結果が見通せる4月以降に後ずれすると予想しています。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託にかかるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかる費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3%（税込）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.9525%（税込）
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理费用等を別途ご負担いただきます。
- その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016

（受付時間：営業日の9：00～17：00）

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【一般的な留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧の上、ご自身でご判断ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。