

Q E 予 測

2025 年 1 月 31 日

年率+0.6%のプラス成長を予測（10～12 月期 1 次QE）

調査部
チーフ日本経済エコノミスト

酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

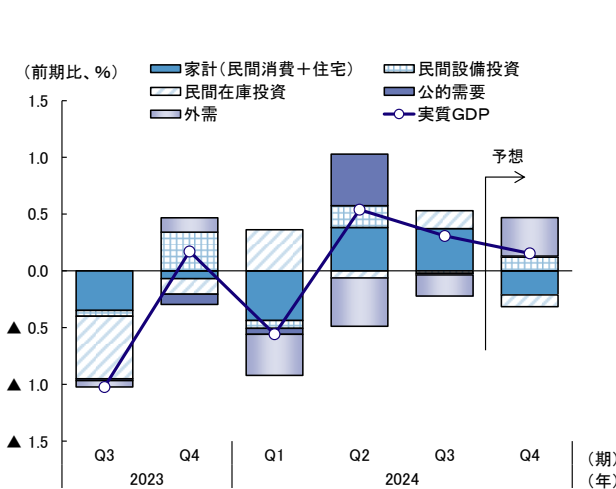
- 10～12月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.6%）とプラス成長を予測。輸入の減少による外需のプラス寄与が全体を押し上げる格好で、個人消費や輸出が減少するなど内容面は芳しくない
- 1～3月期も設備投資が増加する一方、実質賃金の低迷を受けて個人消費は伸び悩むほか、米国・中国経済の減速や中国企業との競争激化等が輸出を下押しし、年率+0%半ば程度の成長を予測
- 2025年の春季賃上げ率は5%前後となる可能性が高い。2025年度の実質賃金は小幅ながらも前年比プラスで推移し、個人消費は緩やかな回復を見込む。日本銀行は段階的に利上げを継続する公算

10～12月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.6%）とプラス成長を予測。輸入減少を受けた外需のプラス寄与が押し上げる形で、個人消費・輸出が減少するなど内容面は芳しくない

2月17日（月）、内閣府より10～12月期の「四半期別GDP速報（1次QE）」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.6%）と予測される（図表）。

設備投資が増加する一方で個人消費が減少し、内需はマイナスで推移するとみている。外需は、輸出がマイナスで推移した一方、輸入がそれ以上に減少したことで外需寄与度はプラスとなり、これが全体を押し上げる形で10～12月期の実質GDPはプラス成長になったとみている。内容面としては、個人消費・輸出を中心に芳しくない結果となろう。

図表 2024 年 10～12 月期 GDP（1 次速報）予測



	2023 10～12	2024 1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	0.2	▲0.6	0.5	0.3	0.2
(前期比年率)	0.7	▲2.2	2.2	1.2	0.6
(前年比)	0.7	▲0.9	▲0.9	0.5	0.4
内需	0.0	▲0.2	1.0	0.5	▲0.2
(0.0)	(▲0.2)	(1.0)	(0.5)	(▲0.2)	(▲0.2)
民需	0.2	▲0.2	0.7	0.7	▲0.3
(0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(0.5)	(▲0.2)	(▲0.2)
個人消費	▲0.1	▲0.6	0.6	0.7	▲0.3
住宅投資	▲0.9	▲2.7	1.2	0.4	▲1.3
設備投資	2.0	▲0.4	1.1	▲0.1	0.7
在庫投資	(▲0.1)	(0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(▲0.1)
公需	▲0.3	▲0.2	1.7	▲0.1	0.0
(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
政府消費	▲0.0	0.2	1.0	0.1	0.2
公共投資	▲1.7	▲2.1	5.2	▲1.1	▲0.8
外需	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.3)
輸出	3.0	▲4.1	1.5	1.1	▲0.6
輸入	2.1	▲2.4	3.3	1.8	▲2.0
名目GDP	0.6	▲0.1	1.9	0.5	1.1
GDPデフレーター(前年比)	4.3	3.1	3.2	2.4	2.8

(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

個人消費はマイナス。名目賃金は堅調に推移する一方、物価高の継続が重石に。特に、野菜・米類等の価格高騰が家計の節約志向を強める構図

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.3%（7～9月期：同+0.7%）とマイナスで推移した模様である。

家計の所得環境を確認すると、高水準の賃上げ率を背景に、所定内給与（共通事業所ベース）は前年比+3%程度の伸びが続いている。最低賃金や公務員給与の引上げに加え好調な冬のボーナスも押し上げ要因となり、10～12月期の実質賃金（共通事業所ベース）は前年比プラスで推移したとみられる。

一方、食料品の価格上昇が続いているほか、政府による電気・ガス代補助措置がいったん終了したこと等が消費者物価の押し上げ要因となった（12月の消費者物価は、持家の帰属家賃除く総合でみると前年比+4.2%と大きく上昇している）。実質賃金が前年比プラスで推移するとしても、これまでに2年以上過続いた実質賃金の低下幅に比して反発力は十分なものとは言えない。特に、野菜・米類といった身近な食料品の価格高騰は家計の節約志向を強めていると考えられる。日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」（12月調査）によれば、体感物価が平均で前年比+17.0%と加速しているほか、暮らし向きDIはコロナ禍前を大幅に下回る水準で低迷が継続している状況だ。12月の消費者態度指数をみても「耐久消費財の買い時判断」や「暮らし向き」が低下し、弱い動きとなっている。定額減税や防災需要・米の買い占め等による一時的な押し上げ影響が剥落したことによる反動減もマイナスに寄与しているだろう。

商業動態統計における10～12月期の小売業販売（実質ベース）は前期比▲1.5%と弱い動きとなった。新車販売の不振等を受けて耐久財が減少したほか、半耐久財も消費マインドの低迷が下押しして弱含んだとみられる。

設備投資は前期比+0.7%（7～9月期：同▲0.1%）と、2期ぶりの増加を予測する。

法人企業統計でみた7～9月期の経常利益は製造業・非製造業ともに前期対比で減少した。特に製造業では営業外費用の増加を受けて経常利益が大幅に減少しており、円高進行が一時的な下押し要因になった可能性がある。日銀短観12月調査における2024年度の経常利益計画は大企業・中小企業ともに上方修正された一方、未だ減益計画と前年対比でやや力強さに欠ける内容だ。このように足元で企業収益に頭打ち感が出ていることは懸念材料だが、それでも均してみれば企業収益は高水準で推移しており、価格転嫁の進展やインバウンド需要の増加等を受けて投資余力は十分にあると評価できるだろう。

日銀短観12月調査で2024年度の設備投資計画（全規模合計・全産業、ソフトウェア・研究開発を含み土地投資額を除くベース）をみると、前年比+10.0%と前回9月調査からほぼ横ばいで推移しており、堅調さを維持している。足元の資本財・建設財総供給、ソフトウェア売上高をみても改善傾向で

設備投資は増加。価格転嫁の進展等を受けて投資余力は十分。供給制約は懸念材料も、省力化対応等の持続的な投資需要が押し上げ要因に

推移しており、10～12月期の設備投資は増加したとみてよいだろう。7～9月期は台風による工場稼働停止の影響も下押しに寄与したとみられるが、10～12月期にはそういった下押し影響が剥落した面もプラス材料になるだろう。

日本銀行「地域経済報告（2025年1月）」によると、建設業の人手不足や資材高騰による懸念が見られる一方で、企業はインバウンド需要の拡大に応じた新規出店、省力化・脱炭素化投資を推進している模様だ。

ただし、人手不足による供給制約は引き続き懸念材料であるという点に変わりはない。前述した日銀短観12月調査における2024年度の設備投資計画を仔細に見ると、研究開発投資は着実に積み増されたものの、建設投資等が伸び悩んでおり、これらの投資分野では人手不足や建設コストの高騰が投資需要の顕在化を抑制した可能性があることから、引き続き留意が必要だ。

住宅投資は住宅価格上昇や金利上昇による購買意欲低下を受けて減少。民間在庫投資の寄与度は▲0.1%Pt

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲1.3%（7～9月期：同+0.4%）と、3期ぶりに減少したと予測する。資材価格の高止まりや人件費上昇を背景とした住宅価格の上昇、住宅ローン金利の上昇による消費者の購買意欲低下を受け、足元の住宅着工戸数は弱含んでおり、進捗ベースの住宅投資もマイナスで推移したとみている。

在庫投資の寄与度は▲0.1%Pt（7～9月期：+0.2%Pt）と予測する。流通在庫が増加した一方、製品在庫が減少したことがマイナスに寄与した模様だ。ただし、法人企業統計（3月4日公表予定）の結果が反映される2次速報値（3月11日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は横ばい。政府消費は増加の一方、公共投資はマイナス

公的需要は、前期比+0.0%（7～9月期：同▲0.1%）と横ばいでの推移が見込まれる。2023年11月に閣議決定された政府の「デフレ完全脱却のための総合経済対策」（並びにその財源として成立した2023年度補正予算）を受けた防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業が一服し、公共投資は前期比▲0.8%（7～9月期同▲1.1%）と2期連続で減少したと予測する（先行指標となる7～9月期の公共工事請負金額（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前期比▲6.1%と減少している）。政府消費については、医療費等が増加し、前期比+0.2%（7～9月期：同+0.1%）と増加傾向が続いたとみられる。

輸出は3期ぶりのマイナス。インバウンド需要は堅調に推移も、財輸出は米国向けを中心に減少。輸入も大幅に減少したことで、外需寄与度は4期ぶりのプラス

輸出は前期比▲0.6%（7～9月期：同+1.1%）と3期ぶりの減少を予測している。サービス輸出が増加した一方で財輸出が減少し、全体としてマイナスで推移したとみている。

財輸出については、中国向けがこれまでの減少の反動でやや持ち直した一方、一般機械や輸送用機器を中心に米国向けが減少し、マイナスで推移した。トレンド的な動きとしては、中国の輸出シェアの拡大が日本の輸出（特に日本の主力産業である輸送用機器、機械関連）の伸び悩みにつながっている面

もあるとみられる。

一方、サービス輸出については、インバウンド需要の回復が押し上げ要因となりプラスで推移したとみられる。12月の訪日外客数は349万人（2019年同月対比138%）と高水準での推移が継続した。10～12月期の訪日外国人の消費単価（全国籍・地域、一般客）も23.7万円と高水準での推移が続き、10～12月期の訪日外国人旅行消費総額は2.3兆円と、四半期ベースの過去最高額を更新した。

輸入は前期比▲2.0%（7～9月期：同+1.8%）と3期ぶりのマイナスになったとみられる。これまでの増加の反動も出たとみられ、原料品を中心に減少した。

輸出の減少幅を上回って輸入が減少したため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.3%Pt（7～9月期▲0.2%Pt）と成長率に対してプラス寄与になったと予測される。

1～3月期は設備投資の増加が続く一方、実質賃金は前年比マイナスでの推移となり個人消費は伸び悩むほか、輸出にも力強さは期待できず、年率+0%台半ば程度の成長を予測

1～3月期の経済活動についても回復の加速は見込みにくいとみている。

まず、外需については引き続き景気の牽引役は期待しにくい。米国経済は既往の高金利の余波等で減速が見込まれるほか、中国経済も不動産部門の調整長期化・消費の低迷継続が予想される。米国や中国の景気減速に加え、中国輸出の第三国市場への進出拡大と中国企業の競争力向上による輸入代替の動きも日本の輸出にとって逆風になる可能性が高いだろう。また、世界の半導体市場は堅調に推移しているものの、AIブームを受けた価格の押し上げによる面が大きく、高金利下でスマホ・PCの出荷台数は（循環的には回復局面にあるものの）力強さを欠くとみられ、日本の輸出増加にはつながりにくいだろう。インバウンド需要についても、訪日外客数の増勢が一服に向かう可能性が高く、これまでのような回復ペースは期待しにくくなってきている（既にタイ・マレーシアなど一部の国は2019年同月を下回っている。中国からの訪日客についても、国際定期便冬期スケジュールでは中国方面の便数はコロナ禍前対比76%となっている点を踏まえれば、目先はコロナ禍前対比7～8割程度の水準で一進一退となる可能性がある）。

また、トランプ大統領による政策運営については、2月1日からメキシコ・カナダに25%の関税、中国に10%追加関税を導入すると表明するなど、強硬な関税政策等が実施された場合の経済への影響が懸念される所だ。トランプ大統領が就任以降に発出した大統領令・覚書を分野別にみると、移民政策、外交・安全保障政策、歳出削減に関するものが多く、共和党支持者の賛同率が高い政策に重点的に取り組んでいく姿勢が示されている（インフレへの懸念が根強い中、共和党支持者の中での関税引き上げに対する優先順位は高くない）。米国内のインフレに配慮する形で、関税はあくまで移民排斥・

安全保障等の政策を遂行するための交渉材料に位置付けられているとすれば強硬な関税政策が回避される可能性も考えられるが、トランプ大統領の政策運営については不確実性が大きいと見られるため引き続き状況を注視する必要がある。2月1日からメキシコ・カナダに関税が課された場合、日系現地法人に大きな影響が生じる点には留意が必要だ(日系現地法人の中南米からの北米向け売上の約75%は輸送機械であり、みずほリサーチ&テクノロジーズは、メキシコ・カナダに25%の関税が課せられた場合は自動車産業で0.6兆円程度のコスト上昇影響が生じると試算している)。日本企業は、交渉次第で高関税が課されるリスクがあるカナダ・メキシコ・中国を中心にサプライチェーンへの影響を踏まえた対応の検討が迫られる。

国内に目を転じると、物価高の継続を受けた実質賃金の改善の鈍さが個人消費の重石になるだろう。野菜・米類の価格高騰が続いていることに加え、既往の円安、人手不足に起因する物流費・人件費の上昇を受けた幅広い食料品の価格上昇が家計の節約志向を強めることが予想される。エネルギー分野でも、政府による電気・ガス代補助が再開される一方、燃料油価格の激変緩和措置が縮小されることが物価の押し上げ要因となる。名目賃金は前年比+3%程度での推移が続くことが見込まれるが、CPI(持家の帰属家賃を除く総合)の伸びが上回り、1~3月期の実質賃金は前年比マイナスでの推移が見込まれる(1月の東京都区部の持家の帰属家賃を除く総合CPIの前年比をみても+4.1%と伸び幅が拡大している)。1月の消費者態度指数をみても「暮らし向き」を中心にさらに低下しており、消費マインドの弱さが目立つ。1~3月期の個人消費は鈍い動きとなる可能性が高いだろう。

一方、設備投資については、引き続き増加を見込んでいる。先行指標をみると、10~11月の機械受注(実質ベース)、受注ソフトウェア売上高(実質ベース)、建設着工床面積(非居住用)はいずれも増加している。前述したように価格転嫁の進展やインバウンド需要の増加が企業の投資余力を下支えしているほか、DX・GX関連投資や人手不足対応の省力化投資も設備投資の押し上げ要因になっているとみられる。グローバル・サプライチェーンの見直しや近年の円安進行、政府による補助等を受けて半導体関連・電池業種等では国内生産拠点強化の動きがみられることも持続的な押し上げ要因になるだろう。

以上を踏まえ、1~3月期は現時点で年率+0%台半ば程度のプラス成長を予測している。高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ることで、内需を中心に日本経済は回復基調で推移するとの見方は維持しているが、実質賃金の低迷は引き続き個人消費・GDPの回復の重石になるだろう。

春闘賃上げ率は5%前後

こうした中、2025年の春闘賃上げに期待が集まっている。製造業・サービ

と予測。実質賃金の改善幅はこれまでの落ち込み
に比して小さく、個人消費の回復を伴う「好循環」
の実現は道半ば

ス業ともに労働組合から高い賃上げ要求が相次いで発表されており、賃上げのモメンタムは強い。企業の人手不足感が深刻化していることが賃上げ率の押し上げ要因となるだろう。現時点で、2025年の春季賃上げ率は5%前後となる可能性が高く、前年（5.1%）に近い高水準の賃上げ率が継続するとみている。2022年以後の物価上昇局面において、企業は価格転嫁の進展により利益を確保してきたが、人件費の引上げがそれに追いついておらず、大企業を中心に労働分配率が低下している。企業から見れば、利益を労働者へ還元する余地がまだあるということであり、足元で増益率が鈍化する中でも高水準の賃上げは可能であろう。

なお、中小企業の賃上げ率は4%台前半を見込んでいる。人手不足が深刻化する中、人材獲得のために中小企業も賃上げを進めざるを得ず、高い賃上げ率が続くだろう。ただし、もともと人件費率が高い中小企業では賃上げ余力が徐々に縮小しつつあり、賃上げ率は全体を下回る結果になると予測する。連合が目指す「6%以上」の達成は難しく、企業規模間の賃上げ格差が残存する可能性が大きい。原材料費・労務費の上昇に見合った価格転嫁や、生産性の向上によるコストの吸収が実現して初めて、中小企業においても持続可能な形で賃上げを実施することができると考えられる。

2025年度は実質賃金が前年比プラスで推移することが個人消費の押し上げ要因になり、日本経済は内需を中心に緩やかな回復が続くとみている。ただし、2025年度も食料品等の値上げ継続が見込まれることを踏まえると、実質賃金の回復はこれまでの落ち込みを取り戻すには至らず、個人消費の回復を伴う「好循環」の実現は道半ばの状況である点には留意が必要だ。

日本銀行は1月の金融政策決定会合で追加利上げ
を決定。持続的な賃金・物価の上昇を受けて日本銀行は半年に1回程度のペースで利上げを継続する見通し

前年に続いて2025年も高い賃上げ率が見込まれること等を受け、日本銀行は24日の金融政策決定会合で25bpの追加利上げを決定した。政策金利は0.5%と17年ぶりの水準となる。

1月9日の支店長会議で賃上げ機運の高まりが報告されたことに加え、米国のトランプ大統領の政策運営については不確実性が高いものの、現時点では強硬な関税政策を実施する可能性が高くないと考えられることから、現状の経済・物価動向は概ね日本銀行の想定内（オントラック）であると日本銀行が判断した点に筆者も違和感はない（利上げを行わない場合に円安が進展してしまうリスクにも配慮したと考えられる）。

みずほリサーチ&テクノロジーズは、25bpの追加利上げにより、家計全体では預金利子収入が年間1兆円弱増加することで住宅ローン利払い費の増加を考慮しても差し引きで年間0.6兆円程度のプラス影響が生じる一方、対象を負債保有世帯に限って1世帯当たりの影響をみた場合、20~30歳代の負債保有世帯では差し引き年間4万円前後のマイナス影響が生じると試算してい

る（若年層は金融資産に比べて負債が多く、金利上昇の悪影響を受けやすいためだ）。また、企業については全体で経常利益が▲1%程度押し下げられると試算している（借入金や社債の支払利息の増加が受取利息の増加を上回ることによる利息収支悪化要因が▲0.4%Pt、日米金利差の縮小を受けてドル円レートが4.3円程度円高方向に動くことによる為替差損要因が▲0.7%Ptの下押し寄与になる計算だ）。企業規模別にみると、大企業は輸出金額減少や海外利益目減りにより円高の悪影響が大きくなることでマイナス影響となる一方、中小企業では支払利息が増加するものの円高による輸入コスト低下が利益を押し上げることでプラス影響が生じることが見込まれる。

今後の金融政策運営については、2025年も高水準の賃上げが実現する可能性が高いこと、2025年の消費者物価（コアCPI）も前年比+2%台半ば程度で推移する可能性が高いこと等を受け、日本銀行は7～9月期に0.75%、2026年1～3月期に1.0%まで利上げを行う可能性が高いとみている（ただし、トランプ大統領の政策運営等については前述したように不確実性が大きく、米国経済や金融市場の動向等には留意する必要がある。ターミナルレートの水準についても、自然利子率や中期的な期待インフレ率の水準には不確実性があり、日本経済やサービス物価の動向等も踏まえて日本銀行は慎重に判断を行うとみられる）。利上げが継続されるにつれ、家計・企業等への影響も徐々に大きくなる。住宅ローン負債を多く保有する現役世代、有利子負債を多く抱える企業、さらには最大の債務保有セクターである政府を中心に、「金利のある世界」への備えが求められる。

【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。