

Q E 解説

2025年2月17日

外需が押し上げ、年率+2.8%のプラス成長（10~12月期1次QE）

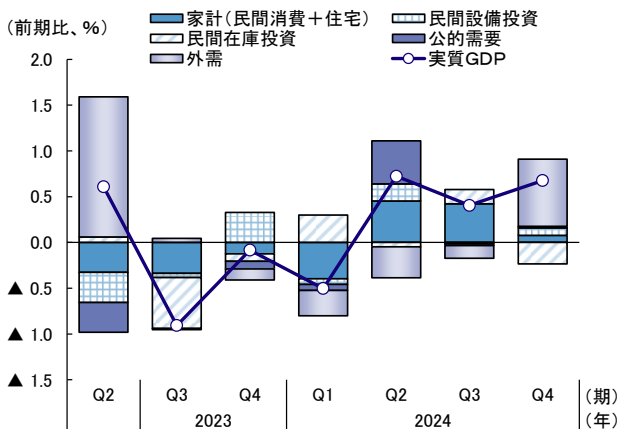
調査部
チーフ日本経済エコノミスト
酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDPは前期比+0.7%（年率+2.8%）のプラス成長。輸入の減少を主因とした外需の大幅プラス寄与が全体を押し上げる形。好調な冬のボーナス等を受けて個人消費も底堅く推移
- 1~3月期は設備投資が増加する一方、実質賃金マイナス転化を受けて個人消費は弱含むほか、米国・中国経済減速や中国企業との競争激化が輸出を下押しし、年率+0%前半の成長に鈍化を予測
- 2025年の春季賃上げ率は5%程度が見込まれる一方、食料品等の物価高も継続し、2025年度の実質賃金は前年比+0.4%程度のプラス幅にとどまる見通し。個人消費の回復ペースは緩やかに

10~12月期の実質GDPは前期比+0.7%（年率+2.8%）のプラス成長。輸入減少を主因とした外需の大幅なプラス寄与が全体を押し上げた格好。個人消費も予想外に底堅く推移

10~12月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.7%（年率+2.8%）と3期連続のプラス成長になった（図表）。内需は、想定外に個人消費が底堅く推移したほか、設備投資も増加した一方、在庫投資がマイナスに寄与したことで全体では小幅に減少した。外需は、輸出が増加した一方で輸入が減少したことで外需寄与度が大幅なプラスとなり、これが全体を押し上げる形で高成長になった格好だ。内容面も筆者の想定より良好な結果であり、日本経済は回復基調を維持しているとみてよい。一方、輸入の反動減や冬のボーナスによる一時的な実質賃金の改善が個人消費を押し上げたことがプラスに寄与した面があり、高成長の持続性は乏しい点には留意が必要だ。

図表 2024年10~12月期 GDP（1次速報）



	2023 10~12	2024 1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	▲0.1	▲0.5	0.7	0.4	0.7
(前期比年率)	▲0.3	▲1.9	3.0	1.7	2.8
(前年比)	0.8	▲0.8	▲0.8	0.6	1.2
内需	0.0	▲0.2	1.0	0.5	▲0.1
(0.0)	(▲0.2)	(1.1)	(0.5)	(▲0.1)	
民需	0.2	▲0.2	0.8	0.7	▲0.1
(0.1)	(▲0.2)	(0.6)	(0.6)	(▲0.1)	
個人消費	▲0.1	▲0.5	0.7	0.7	0.1
住宅投資	▲1.2	▲2.8	1.4	0.5	0.1
設備投資	1.9	▲0.4	1.1	▲0.1	0.5
在庫投資	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.2)
公需	▲0.3	▲0.3	1.8	▲0.1	0.1
(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.0)	(0.0)	
政府消費	▲0.0	0.2	0.9	0.1	0.3
公共投資	▲1.8	▲2.0	5.7	▲1.1	▲0.3
外需	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.7)
輸出	2.8	▲4.1	1.7	1.5	1.1
輸入	3.1	▲2.8	3.0	2.0	▲2.1
名目GDP	0.3	▲0.1	2.1	0.7	1.3
GDPデフレーター(前年比)	4.2	3.1	3.1	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

個人消費はプラス。物価高の継続が重石になる一方、好調な冬のボーナスを受けた実質賃金の改善が押し上げ。気温低下でエアコンの販売増加等もプラスに寄与

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.1%（7～9月期：同+0.7%）と3期連続で増加した。

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%近傍の伸びが続いているほか、好調な冬のボーナスも押し上げ要因となり、12月の名目賃金（共通事業所ベース）は同+5.2%、実質賃金も同+1.0%と伸び幅が拡大した。これを受けて、10～12月期の実質雇用者報酬も前期比+1.5%と加速している。

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により足元の消費者物価の伸び幅も拡大しており、実質賃金の反発力はこれまで3年程度続いた低下に比して十分なものとは言えない。それでも実質賃金が改善したこと自体はプラス材料であり。10～12月期の個人消費が（「出来過ぎ」の感があった前期の後としてみても）底堅く推移した要因になったとみられる。

財別にみると、耐久財が前期比+3.6%と増加しており、自動車販売が低調だった一方で気温低下に伴いエアコンの販売等が好調だったことが押し上げに寄与していると考えられる。一方、野菜・米類といった身近な食料品の価格高騰が消費マインドを下押ししたことで、半耐久財（同▲1.7%）、非耐久財（同▲0.3%）が弱含んだほか、サービスも同+0.1%と小幅な伸びにとどまった。

好調な冬のボーナスによる実質賃金の改善や、気温低下に伴うエアコン販売の増加といった一時的な要因が押し上げに寄与していると考えれば、基調的な個人消費の力強さについては割り引いて慎重に考えた方がよいという点には留意が必要だ。

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。人手不足に伴う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

設備投資は前期比+0.5%（7～9月期：同▲0.1%）と、2期ぶりに増加した。

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推移しており、10～12月期の設備投資の増加を裏付ける内容といえる。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ったと言えるだろう。

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。

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+0.1%（7～9月期：同+0.5%）と、3期連続で増加した。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小幅な伸びにとどまった。

在庫投資の寄与度は▲0.2%Pt（7～9月期：+0.2%Pt）となった。需要の回復等を受け、原材料・製品在庫等が減少したことがマイナスに寄与した。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。

民需全体では前期比+▲0.1%（7～9月期：同+0.7%）と2期ぶりのマイナスとなり、10～12月期GDPを▲0.1%Pt押し下げた。

公的需要は、前期比+0.1%（7～9月期：同▲0.1%）と小幅に増加した。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▲0.3%（7～9月期同▲1.1%）と2期連続で減少した。政府消費については、医療費等が増加し、前期比+0.3%（7～9月期：同+0.1%）と増加傾向が続いた。

輸出は前期比+1.1%（7～9月期：同+1.5%）と3期連続で増加した。

財輸出については、前期比+0.1%とほぼ横ばい圏での推移にとどまっております。力強さを欠いた。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たことが下押しした。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

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小幅なプラスにとどまる。民間在庫投資はマイナス寄与

公的需要は小幅に増加。公共投資はマイナスの一方、政府消費は増加

輸出は3期連続のプラス。インバウンド需要の増加を受けてサービス輸出が回復。財輸出は米国向けを中心に冴えない動き。輸入が大幅に減少したこ

とで、外需寄与度は大幅なプラス。10～12月期の高成長の主因に

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(非居住者家計の国内での直接購入は前期比+4.3%と増加)、前期比+4.1%(7～9月期:同▲0.4%)とプラスで推移した。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▲2.1%(7～9月期:同+2.0%)と3期ぶりのマイナスになった。これまでの増加の反動が出たとみられ、原料品(特に金属製品等)を中心に減少した。

輸出が増加した一方で輸入が減少し、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.7%Pt(7～9月期▲0.1%Pt)と成長率に対して大幅なプラス寄与になった。10～12月期の日本経済が高成長で推移したことの大半は外需によるプラス寄与で説明できる。

GDPデフレーターは伸びが加速。価格転嫁の広がりを受けた国内物価の上昇が継続。単位労働コストも加速しているが、企業収益増分の賃金への分配はまだ十分とは言えず

GDPデフレーターは前年比+2.8%(7～9月期:同+2.4%)と前期から伸びが加速した。

価格転嫁の広がりを通じて国内物価の上昇が継続していることが押し上げ要因になった格好だ。

なお、名目雇用者報酬が上昇したことで、単位労働コスト(名目雇用者報酬÷実質GDP)は前年比+4.5%と前期(同+3.4%)から大幅に加速している。2024年度に入って単位労働コストは上昇傾向で推移しており、値上げによる増収分が労働者にも還元されつつあることが確認できる。ただし、コロナ禍前対比で見れば企業の取り分(単位利潤)はそれ以上に蓄積されている。中小企業においても原材料費だけでなく労務費についても徐々に価格転嫁率は上昇傾向にあり、企業経営者は人手不足に伴う賃上げと販売価格への転嫁を前提とした企業経営に舵を切りつつある様子が伺える一方、企業収益の賃金への還元が十分でないことが実質賃金の伸び悩みにつながっている。その意味で、「成長と分配の好循環」は現時点ではまだ道半ばであると筆者は考えている。

1～3月期は設備投資の増加が続く一方、実質賃金が前年比マイナスに転化して個人消費は弱含むほか、輸出にも力強さは期待できず、年率+0%台前

1～3月期の経済活動については大幅に鈍化する可能性が高いとみている。

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

半の成長にとどまる予測

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、依然として不確実性が大きい。日米首脳会談では日本に対する関税やドル円相場（円安是正）に関する直接的な言及は無く、「無難に通過した」との見方も多かったが、その後トランプ大統領は鉄鋼・アルミニウムに25%の追加関税を課すとして大統領令に署名したほか、「相互関税」を導入することを指示する文書に署名した。日本政府はこれらの措置から日本を対象から外すよう交渉を行っているが、ホワイトハウスの高官が日本について「構造的な（非関税）障壁が高い」と発言していること、トランプ大統領が4月2日から自動車関税を課すとの考えを表明していること等も踏まえると、日本の対米輸出自動車に追加関税が課される可能性も否定はできない。鉄鋼・アルミニウムについては対米輸出額が相対的に小さく、関税引き上げによるGDPへの直接的な影響は限定的であると考えられるが、日本に対する自動車の輸入関税が引上げられる事態となれば日本経済への影響は大きい。

仮に日本に対する自動車の輸入関税が大幅に引上げられた場合、日本メーカーは単価の低い車種の輸出停止（一部を現地生産に切り替え）を余儀なくされる可能性があるだろう。さらには、2023年7月の輸出規制強化後も増加基調で推移している中国向け半導体製造装置輸出に対し、米国から規制強化を要請されるリスクも考えられる。みずほリサーチ&テクノロジーズは、仮に自動車について25%の関税が課せられ対米自動車輸出が（低単価の車種を中心に）4割減少すると想定した場合は日本のGDPが▲0.3%程度下押しされ、半導体製造装置の対中輸出が停止されると想定した場合は日本のGDPが▲0.1%程度下押しされると試算している（いずれも産業連関表により国内生産への波及効果も加味した試算である）。こうしたリスクも頭に入れた上で、引き続きトランプ大統領の政策運営や日米交渉の動向に注視していく必要があるだろう。

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。冬のボーナスによる賃金上昇率の押し上げは一時的なものであり、2025年1月以降の名目賃金は前年比+3%程度での推移が見込まれるが、CPI(持家の帰属家賃を除く総合)の伸びが上回り、1~3月期の実質賃金は再び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いるほか、1月の景気ウォッチャー調査でも家計動向関連の現状判断DIは小売や飲食を中心に低下しており、消費マインドの弱さが目立つ。1~3月期の個人消費は弱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、足元の機械受注(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)はいずれも増加傾向で推移している。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ろう。

以上を踏まえ、1~3月期の日本経済は現時点で年率+0%台前半の成長にとどまると予測している。高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ること、内需を中心に日本経済は回復基調で推移するとの見方を維持しているが、実質賃金の低迷が引き続き個人消費・GDPの回復の重石になるとみられる点には留意が必要だ。

春闘賃上げ率は5%程度と予測。2025年度の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

こうした中、2025年の春闘に向けた労使交渉の動きが本格化しつつある。人手不足の深刻化を受けて、製造業・サービ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。現時点の予測では、2025年の春季賃上げ率は全体で5%程度となる可能性が高く、前年(5.1%)並みの高い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、前述したようにこれまで蓄積した利益を労働者へ還元する余地がまだ十分にあるということであり、足

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。2025年度末には政策金利が1%に到達する公算が大きい

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。

中小企業においても、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は残存する可能性が大きいものの、前年（4.45%）に近い4%台前半の賃上げ率の実現すると予測している。

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、当面は食料品の値上げ継続が見込まれること等を踏まえると、2025年度の実質賃金前年比は+0.4%程度にとどまると見込まれ、これまでの落ち込みを取り戻すにはまだ遠く及ばない。当面の個人消費はコロナ禍前（2019年平均）を下回る水準での推移が続く可能性が高いだろう。賃金と物価の「循環」は実現しつつある一方、個人消費の増加を伴う「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。

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。

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。特に、実質金利が低い中でも日本経済の回復に力強さがみられない点は懸念材料である)。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。