

Q E 予測

2025年3月4日

# 1次速報から小幅な上方修正を予測 (10~12月期2次QE)

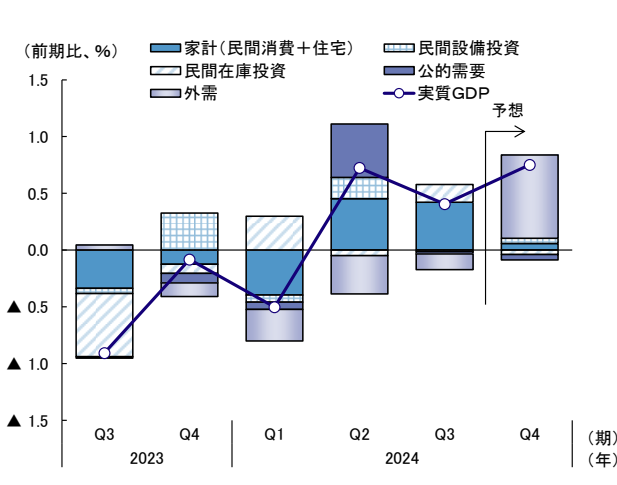
調査部  
チーフ日本経済エコノミスト  
酒井才介  
080-1069-4626  
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計や建設総合統計の公表などを受け、前期比+0.8%(年率+3.0%)と1次速報の前期比+0.7%(年率+2.8%)から小幅な上方修正を予測
- 設備投資・公共投資が下振れる一方、在庫投資が上振れ。内需は横ばいで推移する一方、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との構図は変わらず
- 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、ゼロ成長近傍に鈍化を予測

10~12月期の実質GDP(2次速報)は1次速報から上方修正を予想。設備投資・公共投資が下振れる一方、在庫投資が上振れ。内需は横ばいで輸入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構図は変わらず

3月11日に内閣府から10~12月期の「四半期別GDP速報(2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+0.8%(年率+3.0%)と、1次速報の年率+2.8%から上方修正を予想する(図表)。設備投資・公共投資が下振れる一方で在庫投資が上振れるだろう。内需は横ばいで推移し、輸入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構図は変わらないだろう。日本経済は回復基調を維持しているとみてよいものの、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、高成長の持続性は期待できない点には留意が必要だ。

図表 2024年10~12月期GDP(2次速報)予測



	2023 10~12	2024 1~3	4~6	7~9	10~12	1次QE
実質GDP	▲0.1	▲0.5	0.7	0.4	0.8	0.7
(前期比年率)	▲0.3	▲1.9	3.0	1.7	3.0	2.8
(前年比)	0.8	▲0.8	▲0.8	0.6	1.4	1.2
内需	0.0	▲0.2	1.0	0.5	0.0	▲0.1
	(0.0)	(▲0.2)	(1.1)	(0.5)	(0.0)	(▲0.1)
民需	0.2	▲0.2	0.8	0.7	0.1	▲0.1
	(0.1)	(▲0.2)	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(▲0.1)
個人消費	▲0.1	▲0.5	0.7	0.7	0.1	0.1
住宅投資	▲1.2	▲2.8	1.4	0.5	0.1	0.1
設備投資	1.9	▲0.4	1.1	▲0.1	0.3	0.5
在庫投資	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.2)
公需	▲0.3	▲0.3	1.8	▲0.1	▲0.2	0.1
	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	▲0.0	0.2	0.9	0.1	0.3	0.3
公共投資	▲1.8	▲2.0	5.7	▲1.1	▲1.4	▲0.3
外需	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.7)	(0.7)
輸出	2.8	▲4.1	1.7	1.5	1.1	1.1
輸入	3.1	▲2.8	3.0	2.0	▲2.1	▲2.1
名目GDP	0.3	▲0.1	2.1	0.7	1.4	1.3
GDPデフレーター(前年比)	4.2	3.1	3.1	2.4	2.8	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

**設備投資は下方修正、在庫投資は上方修正を予想**

法人企業統計季報によると、10～12月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+0.6%（7～9月期同+2.0%）と緩やかな増加となった。製造業が同+0.7%（7～9月期同+5.0%）と2期連続で増加したほか、非製造業も同+0.5%（7～9月期同+0.4%）と3期連続で増加したものの、全体として力強さを欠いた印象だ。一方、前期のマイナスが懸念された経常利益については反動が出る形で前期比+12.1%と製造業（同+36.8%）を中心に大幅に増加した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は前期比+0.3%と1次速報（前期比+0.5%）から下方修正される見通しだ。既往の価格転嫁の進展等を受けて企業の投資余力は十分であり、インバウンド需要の拡大に応じた新規出店、省力化・脱炭素化投資等の推進といった動きが出ているとみられるものの、全体としてみれば設備投資は緩やかな伸びにとどまっている。

人手不足による供給制約が引き続き重石になっていると考えられるだろう。日銀短観12月調査における2024年度の設備投資計画では、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。

民間在庫投資については、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わる。原材料在庫が仮置き値から上振れることを主因として、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.0%Ptと1次速報（▲0.2%Pt）から上方修正されると予想する。

**公共投資は下方修正を予想**

公共投資については、12月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比▲1.4%と1次速報（同▲0.3%）から下方修正されると予想する。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、2期連続で減少する格好だ。

政府消費は1次速報時点（同+0.3%）からほぼ変わらず、医療費の増加等を受けてプラスで推移したとみている。公的需要全体では前期比▲0.2%と、1次速報（同+0.1%）から下方修正されると予想する。

**個人消費はほぼ変わらないと予想**

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった12月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同+0.1%）からほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて12月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。

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%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、確報)は同+5%台前半、実質賃金も同+1%強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加速したとみられる。

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は)底堅く推移した要因になったとみられる。

ただし、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(後述するように、1~3月期は実質賃金前年比がマイナスに転化して個人消費は弱含む可能性が高いとみている)。

## 外需も変更なしを予想

外需についても、1次速報時点で12月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

輸出については、1次速報時点(前期比+1.1%)から変わらないと予想する。財輸出については、ほぼ横ばい圏での推移にとどまり、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。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ほか、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。

輸入についても、1次速報時点(前期比▲2.1%)から変わらないと予想する。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、3期ぶりのマイナスになったとみている。

輸出が増加した一方で輸入が減少したとの見方は変わらず、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度も1次速報(同+0.7%Pt)から修正はなされないと予想する。10~12月期の日本経済が高成長で推移したことの大部分は外需による大幅なプラス寄与で説明できるとの構図は変わらないだろう。

## 1~3月期は設備投資の増

1~3月期の経済活動については横ばい圏での推移にとどまる可能性が高

**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、日本経済はゼロ成長近傍にとどまると予測。トランプ大統領の強硬な関税政策はリスク要因**

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。特に、これまで堅調な推移が続いてきた米国については足元の経済指標が総じて弱い点が懸念材料だ（1月の実質消費支出は予想を上回る減少幅になっており、関税引き上げ前の駆け込み需要の反動に加え、寒波による下押しが主因とみられるが、景気の先行きについては注意が必要だ）。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（特に機械関連）にとって逆風になる可能性が高いだろう。1月の輸出数量指数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）も前月の反動が出た欧州向けを中心に前月比▲0.4%と軟調に推移しており、先行きも輸出数量は横ばい圏での推移が続く公算が大きいとみている。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。1月の訪日外客数は378万人（19年比+41%）と大幅に増加したが、春節期間のズレが押し上げに寄与したとみられ（旧正月が2019年や2024年は2月始まりであったのに対し、今年1月下旬始まりであった）、2月以降は水準を落とす可能性が高く、1月の動きは割り引いて評価する必要があるだろう。先行きの訪日客数は宿泊施設や航空便の供給制約もあり、増加ペースが鈍化すると予想している。

さらに、トランプ大統領による強硬な関税政策がリスク要因となる。トランプ大統領の政策運営は、関税を交渉材料とした「移民・麻薬対策の強化」から政策の軸足が「貿易不均衡の是正」にシフトしており、これまでも鉄鋼・アルミニウムに加えて自動車・半導体・医薬品に25%の関税を課す方針を発表しているほか、メキシコ・カナダに対しては3月4日から25%、中国に対しても追加で10%の関税導入を表明している。さらに足元では欧州製品に対しても25%の関税を課す計画を近く発表すると明言しており、仮に中国に20%、メキシコ・カナダ・欧州に25%の関税が課された場合、日本のGDPは▲0.2%程度下押しされる計算だ（なお、米国のGDPは▲1.5%程度下押しされると試算され、米国経済がゼロ%台の成長率となる可能性があり米国自身の返り血が相当大きいと考えられることから、実際に中国以外の国に対して全品目を対象とした高関税を課すかどうかは引き続き注視する必要があるだろう）。

米国政府の「相互関税」に関する覚書は、各国に対して関税だけでなく非関税障壁や付加価値税など幅広い障壁の削減を要求しており、対米貿易黒字が継続している日本についても「構造的な（非関税）障壁が高い」ことが問

題視されることで対米輸出自動車等に追加関税が課される可能性も否定できない状況だ。25%への関税引き上げが報じられる鉄鋼・アルミニウム・半導体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。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が、輸出（▲0.5兆円）と生産波及効果（▲1.3兆円）を合わせ、輸送用機械が生産する付加価値の10%超が吹き飛ぶ計算となる）。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（1月の消費者物価指数では生鮮野菜が前年比+36.0%、米類が同+70.9%と高騰）、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。帝国データバンク「食品主要195社」価格改定動向調査（2025年3月）によれば、2025年前半は前年を上回るペースで飲食料品値上げが予定されている。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月の全国の持家の帰属家賃を除く総合CPIの前年比をみても+4.7%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月の商業動態統計の小売業販売額（実質・季節調整値）をみると、自動車の国内販売が回復する一方、節約志向の高まりを受けた衣類・飲食料品の不振が下押ししたことで全体では前月比▲0.5%と低下しており、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、10～12月期の機械受注（実質ベース）、受注ソフトウェア売上高（実質ベース）はいずれも増加傾向で推移している。建設着工床面積（非居住用）が減少するなど建設投資は弱い動きが続く一方で、特にソフトウェア投資が全体をけん引する構図が続いている。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。ただし、前述したようなトランプ大統領の政策運営等を巡る不確実性が先行きの設備投資を下押しする可能性もある点には留意が必要だ（1月の景気ウォッチャー調査をみても、「米国の動静によっては設備投資が止まるため、予断を許さない状況（一般機械）」等のコメントが見られる）。

以上を踏まえ、1～3月期の日本経済は現時点でゼロ成長近傍にとどまる可能性が高いと予測している。外需に景気の牽引役は期待しにくい中、高水準の企業収益が賃金や設備投資に回ることによって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、当面は実質賃金の低迷が引き続き個人消費の重石になることに加え、トランプ大統領の強硬な政策運営がリスク要因になる点には留意が必要だ。

**【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ーブの登録商標です）

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。