

QE 解説

2025年3月11日

年率+2.2%と1次速報から 下方修正 (10~12月期2次QE)

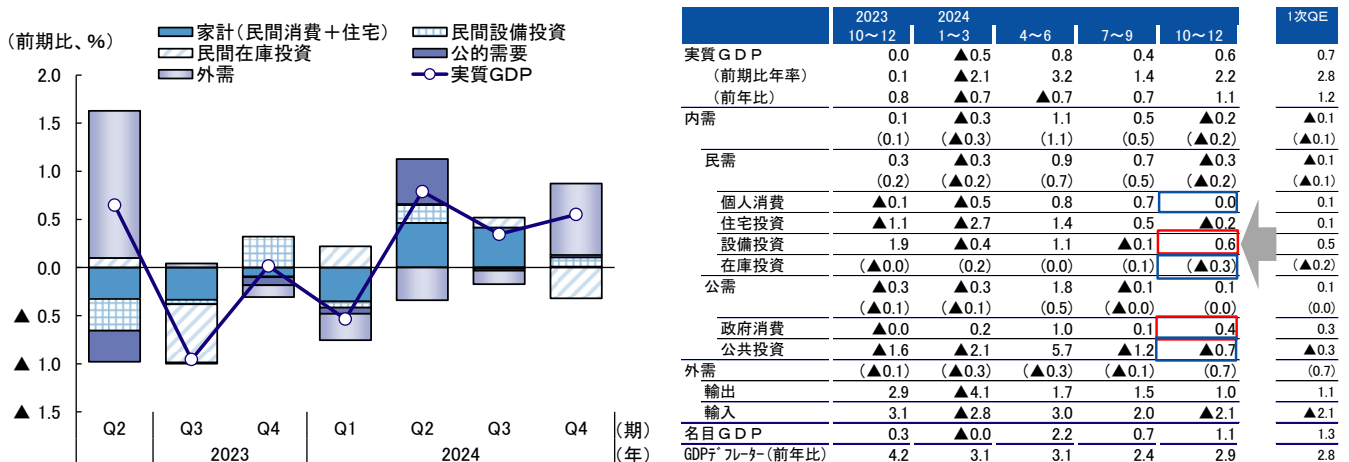
調査部
チーフ日本経済エコノミスト
酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDP成長率 (2次速報値) は、法人企業統計や建設総合統計の公表等を受け、前期比+0.6% (年率+2.2%) と1次速報の前期比+0.7% (年率+2.8%) から下方修正
- 設備投資・政府消費が上振れる一方、個人消費・在庫投資・公共投資が下振れ。内需が減少した一方、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) 成長率は1次速報から下方修正。個人消費・在庫投資・公共投資が下振れ。内需はマイナスで、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

10~12月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+0.6% (年率+2.2%) と、1次速報の年率+2.8%から下方修正となった (図表1)。設備投資・政府消費が上振れる一方で、個人消費・在庫投資・公共投資が下振れた。内需はマイナスで推移した一方、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、ヘッドラインの成長率に比して内容面は芳しくないとの評価も変わらない。日本経済は緩やかな回復基調を維持しているとみているが、10~12月期は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1 2024年10~12月期 GDP (2次速報)



(注) 表の数値は言及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

設備投資は小幅な上方修正。在庫投資寄与度は下方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて10～12月期の設備投資は前期比+0.6%と1次速報（前期比+0.5%）から小幅な上方修正がなされた。

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との見方は変わらない。

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り、原材料在庫や仕掛品在庫がそれぞれ下振れたことを主因として、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.3%Ptと1次速報（▲0.2%Pt）から下方修正された。

個人消費、住宅投資は下方修正

また、12月のサービス産業動向調査の結果などが反映された個人消費は、前期比+0.0%と1次速報時点（前期比+0.1%）から下方修正され、横ばいでの推移となった。耐久財や半耐久財がそれぞれ小幅に下振れたことが主因である。

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%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前期比+1.4%と上昇した。

一方で、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。実質賃金が改善したこと自体はプラス材料であり、「出来過ぎ」の感があった前期（前期比+0.7%）の後としてみれば個人消費は持ち堪えた感もあるものの、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することで個人消費は弱含む可能性が高いとみている）。

民間需要は下振れ

そのほか、住宅投資は前期比▲0.2%と1次速報（同+0.1%）から下方修正された。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に減少した。

上記のとおり、設備投資が上振れた一方で個人消費・在庫投資・住宅投資がそれぞれ下振れたことで、民間需要全体では前期比▲0.3%と1次速報（同▲0.1%）から下振れた格好となった。

公共投資が下振れた一方、政府消費が上振れ。公的需全体としては変わらず

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▲0.7%と1次速報（同▲0.3%）から下方修正がなされた。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、2期連続で減少する格好となった。

一方、政府消費は前期比+0.4%と1次速報（同+0.3%）から上方修正され、公的需全体では1次速報（同+0.1%）から変わらない結果となった。

輸出が小幅に下振れるも、外需寄与度は変わらず

外需は、輸出が前期比+1.0%と1次速報（同+1.1%）から小幅に下方修正された一方、輸入は1次速報（同▲2.1%）から変わらず、純輸出の寄与度も1次速報（同+0.7%Pt）から変わらない結果となった。

財輸出は前期比+0.0%と1次速報（同+0.1%）から小幅に下振れ、横ばいでの推移にとどまった。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だろう。

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%）、1次速報（同+4.1%）から変わらずプラスで推移した。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。

輸入については、前期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。

GDPデフレーターは小幅に上振れ。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

GDPデフレーターは前年比+2.9%と1次速報（同+2.8%）から小幅に上振れた。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り、前期から伸びが加速しているとの見方は変わらない。

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

**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**

**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、日本経済はゼ
ロ成長近傍にとどまると
予測**

酬÷実質GDP)は前年比+4.5%と前期(同+3.2%)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(足元の賃上げ動向を踏まえた評価については後述)。

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き世界経済を牽引してきた米国では足元の経済指標で弱さがみられつつある点が懸念材料だ(1～3月期のマイナス成長を予測するアトランタ連銀のGDPナウについては、GDP統計から控除される投資用の金の輸入を含んでいるとみられるほか、輸入増に伴う在庫増を加味していないとみられ、成長率を過小評価している可能性がある。一方、週次の小売指標といった足元の内需の動向を示すリアルタイムデータは統計によってただら模様であり、個人消費を始めとする内需動向を見極める必要がある)。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(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(トランプ大統領による関税政策の影響については後述)。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、今年は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。

内需に目を転じると、物価高の継続を受けた実質賃金の低迷が個人消費の

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）の伸びが上回ることで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。実際、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おり、これを受けて1月の実質賃金は共通事業所ベースで▲2.7%と大幅なマイナスとなっている。1~2月の消費者態度指数をみると食料品を中心とした物価高を受けて「暮らし向き」を中心に低下傾向での推移が継続しているほか、1~2月の景気ウォッチャー調査においても家計関連の現状判断DIが小売・飲食・サービスで低下しており、足元の消費マインドは弱さが目立つ状況だ。1月の消費活動指数（実質・旅行収支調整済）をみても前月比▲1.3%と2カ月連続の低下となっており、特に耐久財・非耐久財が減少している。こうした足元の指標の動向を踏まえれば、1~3月期の個人消費は前期比マイナス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。

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を維持しているが、当面は食料品を中心とした物価高に伴う実質賃金の低迷が引き続き個人消費の重石になり、1~3月期はマイナ

**トランプ大統領の強硬な
関税政策はダウンサイド
のリスク要因に。日本の
自動車等に対する輸入関
税引き上げの懸念も拭え
ず**

ス成長となる可能性も否定できない点には留意が必要だ。

このように当面は日本経済の回復力に自信が持てない中、米国のトランプ大統領による強硬な関税政策がダウンサイドのリスク要因となる。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、3月にメキシコ・カナダに25%、中国に10%の関税引き上げを実施した。USMCAの基準を満たす品目には1カ月の猶予が設定されているが、USMCAの厳しい原産地規則を満たすコストから利用率は全体としてみれば4~5割程度に留まっているとみられ、相手国の報復関税も考慮すれば、世界経済への下押し影響は避けられないだろう（みずほリサーチ&テクノロジーズは、これまでに判明している米国による対メキシコ・カナダ・中国への関税、カナダ・中国による報復関税の内容を踏まえると、米国・中国のGDPが0.5%程度、日本のGDPが0.1%程度下押しされると試算している）。

米国第一主義を徹底した強硬な関税政策は日本の輸出等に更なる影響を与える可能性がある。米国政府の相互関税導入に向けた覚書は、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いる。米国政府は日本の自動車分野の環境や安全等の基準が厳しく参入障壁が高いと批判しているほか、為替動向を巡ってはトランプ大統領が既往の円安を非難しており、自動車産業の非関税障壁や為替動向がやり玉にあげられることで日本の自動車等に対する輸入関税が引き上げられる懸念は拭えない。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。自動車について25%の関税が課せられ対米自動車輸出が4割減少すると想定した場合、日本のGDPが0.3%程度下押しされる計算だ（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、輸送用機械産業が生産する付加価値の10%超が吹き飛ぶ格好となる）。

そのほか、メキシコやカナダ等への関税賦課により、現地に進出している日系企業の収益が下押しされ、連結ベースで見た日本企業の業績に悪影響が生じることや、現地企業向けの日本からの輸出が減少することも考えられる（特に、メキシコやカナダに進出している自動車メーカーは米国向けの売が多い）。さらには、トランプ大統領の関税政策による不確実性の高まりを受けて、日本企業が設備投資やボーナス支給に対して慎重姿勢を強めること

2025年の春闘賃上げ率は5%を上回る可能性が高い。高水準の賃上げが実現すれば日銀にとって利上げを後押しする材料に。一方、実質賃金の改善はこれまでの落ち込みに比して十分とは言えず、個人消費の回復ペースは力強さを欠く可能性が高いと予測

等も懸念される。トランプ関税は輸出への直接的な影響のみならず、様々な経路で日本経済に対して影響を及ぼす点には留意が必要だ。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。

こうした中、期待が集まる2025年の春闘賃上げについては、3月6日に公表された連合の要求集計が6.09%と24年(5.85%)を上回り、1993年以来の高水準となった。特に、規模別にみると中小企業の要求水準の高さ(6.57%)が目立つ状況であり、従来以上に中小企業の回答結果が重要になるだろう。

この点について、人手不足の深刻化(労働者側の交渉力の強まり)に加え、労務費の価格転嫁が進展しつつあること等により中小企業の賃上げ余力が一定程度確保されていることが高水準の賃上げが実現する可能性を高めると筆者は考えている。法人企業統計をみると、10~12月期の経常利益は30.1兆円と過去最高水準で推移しており、賃上げ余力を推し量る目安となる労働分配率も低下している。特に、賃上げの持続性が懸念される中小企業においても労働分配率の上昇は確認されず、人件費が上昇する中でも価格転嫁の進展により企業マージンが全体としてみれば確保されていると考えられる。仮に要求と最終回答の乖離幅が2024年並み(0.75%Pt)で着地すると想定した場合、2025年の賃上げ率は5.34%となる計算となり、昨年を上回る賃上げ率が実現する可能性が高くなったとみている。

昨年を上回る高水準の賃上げが実現することとなれば、日本銀行の追加利上げを早める材料になり得るだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズは、半年に1回程度の段階的な利上げを想定し、現時点で次回利上げの実施時期を7月と予測しているが、賃上げ率が上記の想定(5.3%程度)以上となれば6月以前に前倒しされる可能性が高まるだろう(勿論、前述したようなトランプ大統領による強硬な関税引き上げ等の政策運営による経済・金融市場への影響(株安・円高)等が足かせになる可能性がある点には留意が必要だ)。仮に賃上げ率が5%台後半~6%程度まで高まる場合には、企業も人件費の上昇と価格転嫁を前提とした企業経営に舵を切る(企業・労働者のノルム転換により賃金・物価の目線が上振れる)ことで賃金・物価の双方について2%以上の伸びが持続するシナリオが実現する蓋然性が大きくなり、追加利上げ時期の前倒しのみならず、ターミナル・レート(利上げの到達点)についても1%を上回る水準まで利上げが実施される可能性が高まってくると考えられる。

なお、上記はあくまで名目ベースでみた議論であり、実質賃金あるいは実質個人消費の回復ペースについては、現時点で筆者は慎重にみた方がよいと考えている。仮に5%を上回る賃上げが実現するとしても、名目賃金への波及には夏場まで期間を要するほか、マクロでみた名目賃金上昇率は連合ペー

スの賃上げ率よりも(中小企業の割合が大きいため)低くなる傾向がある点、食料品を中心とした物価上昇が当面続くことが見込まれる点等を踏まえると、少なくとも2025年前半までは実質賃金の前年比マイナスが続く可能性が高い。夏場以降に実質賃金が前年比プラスに転じるとしても、過去3年続いたマイナスを取り戻すには到底至らず、2025年度の個人消費の回復ペースは力強さを欠く可能性が高いとみている(例えば、春闘賃上げ率が5.3%程度の場合、2025年度の実質賃金前年比は0%台半ば程度となり、実質賃金はコロナ禍前を下回る水準での推移が続くことになるだろう)。実質賃金及び個人消費の十分且つ持続的な上昇のためには、官民によるヒト・モノへの投資拡大を通じて労働生産性を向上させるとともに、持続的な業績拡大に対する企業の自信を深めることを通じて労働分配率の引上げ(「成長と分配の好循環」)につなげていく必要があるだろう。

いずれにせよ、2025年の春闘の帰趨が先行きの賃金・物価や金融政策等に大きな影響を与える「分岐点」となることは間違いない。3月12日の集中回答日を経て3月14日に公表される連合の第1回答集計結果に注目したい。

【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。