2025. 2. 17

【日本 GDP（24 年 10－12 月期）】

高成長も内容は今一つ

～個人消費の回復は遅れる可能性。米政権の政策運営もリスク～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%（年率換算：＋2.8%）と市場予想の 2 倍以上の高い伸びとなったが、控除項目である輸入が減少した影響が大きい。内需は前期比▲0.1%とマイナスで、主要需要項目は総じて力強さを欠く結果に**
- **個人消費は前期比＋0.1%とかろうじてプラス。春闘の賃上げ率が昨年並みだった場合、5 月までの実質賃金は均せばマイナス圏での推移となる見込みで、個人消費は当面一進一退の推移か**
- **2025 年度の景気は基本的に回復基調の持続を予想するが、トランプ政権の政策運営次第で実現しそうな下振れ、上振れ両サイドのサブシナリオを注視していく必要**

１．予想上回る高成長も内容は今一つ

10－12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%（年率換算：＋2.8%）と、3 期連続のプラス成長となり、市場予想（前期比＋0.3%、年率換算＋1.1%、当研究所の予想も同じ）の 2 倍以上の伸びとなった（図表 1、2）。

ただ、控除項目である輸入が前期比▲2.1%のマイナスで、寄与度が＋0.5%と全体の約 7 割に達していることを考えれば、内容的には強いとは言えない。内需の寄与度は▲0.1%とマイナスである。輸入の内訳を見ると、財貨の輸入が同▲2.1%、サービスの輸入が同▲1.1%で、財貨のマイナス幅がより大きく、寄与度ベースでは輸入全体のマイナス幅の 8 割を占める。一方で、民間在庫品増加（在庫投資）の寄与度が▲0.2%となっており、これは国内最終需要に対応する供給が、輸入品から在庫の取り崩しに一部振り替わった可能性を示唆している。

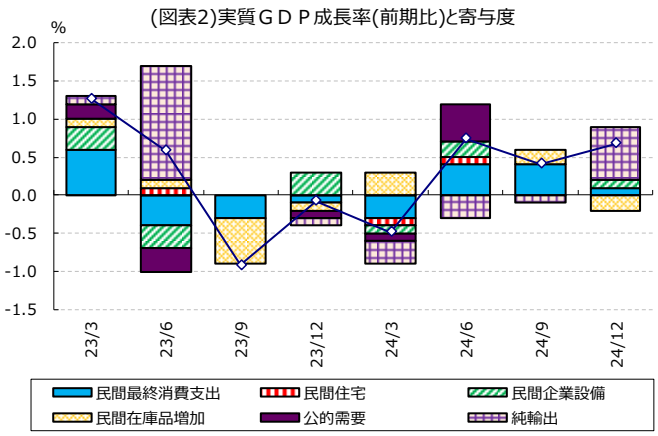
国内最終需要のうち、民間企業設備（設備投資）

（図表1）当研究所の実質ＧＤＰ成長率予想と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2024年10-12月期		2024年10-12月期	
		寄与度		寄与度
実質ＧＤＰ	0.3	–	**0.7**	**–**
前期比年率	1.1	–	**2.8**	**–**
民間最終消費支出	-0.2	-0.1	**0.1**	**0.1**
民間住宅投資	-1.4	-0.0	**0.1**	**0.0**
民間企業設備	0.9	0.1	**0.5**	**0.1**
政府最終消費支出	0.1	0.0	**0.3**	**0.1**
公的固定資本形成	-0.5	-0.0	**-0.3**	**-0.0**
民間在庫品増加(寄与度)	–	-0.2	**–**	**-0.2**
純輸出(寄与度)	–	0.4	**–**	**0.7**
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出	0.7	0.1	**1.1**	**0.2**
財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入	-1.4	0.3	**-2.1**	**0.5**
名目ＧＤＰ	0.9	–	**1.3**	**–**
前期比年率	3.8	–	**5.1**	**–**
ＧＤＰﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年同期比)	2.6	–	**2.8**	**–**

（出所）内閣府公表資料より明治安田総研作成

は同＋0.5%と比較的強めの伸びとなったものの、民間最終消費支出（個人消費）は同＋0.1%、民間住宅投資も同＋0.1%、公的資本形成（公共投資）も同＋0.1%と、主要項目は総じて力強さを欠く結果となった。

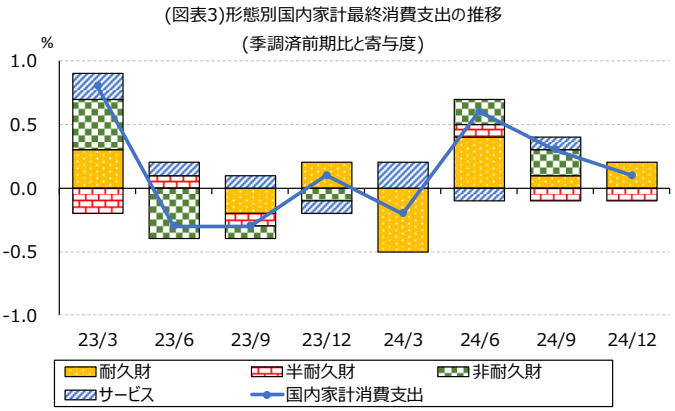


(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

２．実質賃金の伸び悩みが個人消費の足かせに

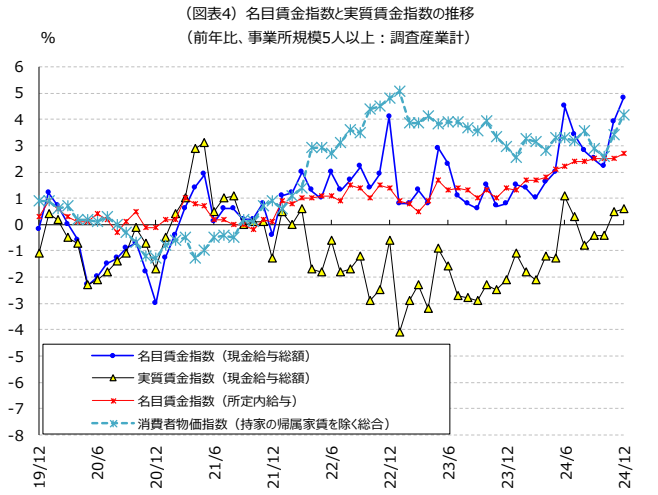
個人消費は前期比＋0.1%とかろうじてプラスを維持したが、伸びは 7－9 月期の同＋0.7%から大きく鈍化した。自動車販売の回復が一服したことに加え、電気・ガス料金の負担軽減策の終了や、食品価格の上昇に伴う節約志向の高まりが重石になった可能性が高い。ただ、こうした状況を織り込んでいた市場予想の同▲0.3%は上回った。

形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 3）、耐久財が前期比＋3.6%（寄与度：＋0.2%ポイント）、半耐久財が同▲1.7%（同▲0.1%ポイント）、非耐久財が同▲0.3%（同▲0.0%ポイント）、サービスが同＋0.1%（同＋0.0%ポイント）で、相対的に耐久財のプラス寄与が目立つ形となった。スマホ端末の売上が、2023 年から 2024 年前半にかけて続いた在庫調整が一巡したことで伸びているほか、低温に伴う冬物家電の需要増等がけん引しているとみられる。しかし、半耐久財と非耐久財はマイナス、サービスはかろうじてプラスと、全体的には力強さに欠く結果であった。



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

実質雇用者報酬が同＋1.5%と高い伸びになったのはいいニュースだが、持続性には疑問符がつく。厚労省の毎月勤労統計調査によると、実質賃金は 6 月に 27 ヵ月ぶりにプラスに転じた後、プラス圏とマイナス圏を行ったり来たりする状況が続いている（図表 4）。仮に、今年の春闘の賃上げ率が昨年並みの 5%だった場合、1－4 月の毎月勤労統計調査の現金給与総額の伸びは 2%台半ば～後半での推移になると予想される。一方、電気・ガス料金の補助が切れたことや食料品の値上がりにより、物価は高止まりが予想されるため、5 月までの実質賃金は均せばマイナス圏での推移となる可能性が高い（2 月 6 日付レポート、「実質賃金は１月から５月までマイナスへ」参照）。実質賃金が安定的にプラス圏で推移するためには、昨年以上の賃上げ率が実現するか、もしくは物価の鈍化が必要となる。当面、個人消費は一進一退の推移にとどまるとみられる。



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」

３．住宅投資は価格高騰と利上げが下押し

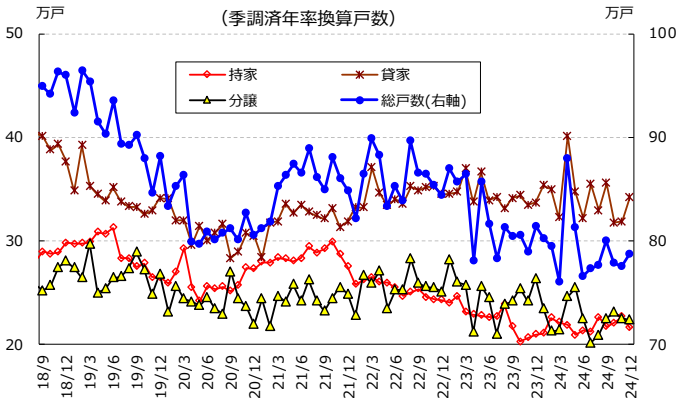
10－12 月期の民間住宅投資は前期比＋0.1%（寄与度：＋0.0%ポイント）と、3 四半期連続のプラスとなったものの、伸びは 4－6 月期の同＋1.4%、7－9 月期の同＋0.5%から 2 期連続で鈍化した。住宅価格の高止まりと

住宅ローン金利の上昇などが足かせになっているとみられる。

1 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）における住宅投資の判断を見ると、北陸が、「先行きは復旧需要等が見込まれるものの、足もとは減少している」から、「復旧需要等がみられており、足もと下げ止まっている」へと上方修正されたが、あくまで復旧需要要因である。他の 8 地域は判断をすえ置いた。うち、「横ばい圏内で推移している」となっている近畿以外の 7 地域では「減少」、「弱」のいずれかの言葉が入っており、基調は依然として弱い。国土交通省発表の新築住宅着工戸数を見ても、総じて冴えない推移が続いている（図表 5）。

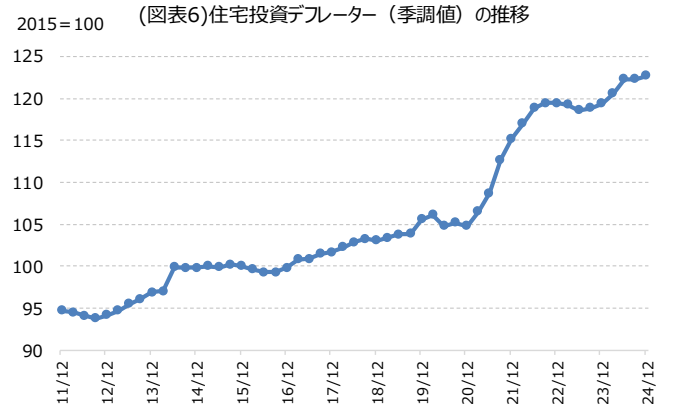
民間住宅投資デフレーターはコロナ流行当初の 2020 年との比較で約 15%高い水準にあり、足元でもじりじりと上昇を続けている（図表 6）。資材価格の上昇ペースは 2020～2021 年時に比べれば鈍っているものの、労務費や物流費も住宅販売価格の上昇圧力となっていることから、今後も容易には下がらないだろう。日銀の利上げ継続に伴い、変動ローン金利の上昇トレンドが続くとみられることも逆風となる。価格高騰にもかかわらず、大都市部のマンション需要は好調だが、全体を押し上げるには力不足で、住宅投資全体では、均せば停滞気味の推移が続くと予想する。

（図表5）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表6）住宅投資デフレーター（季調値）の推移



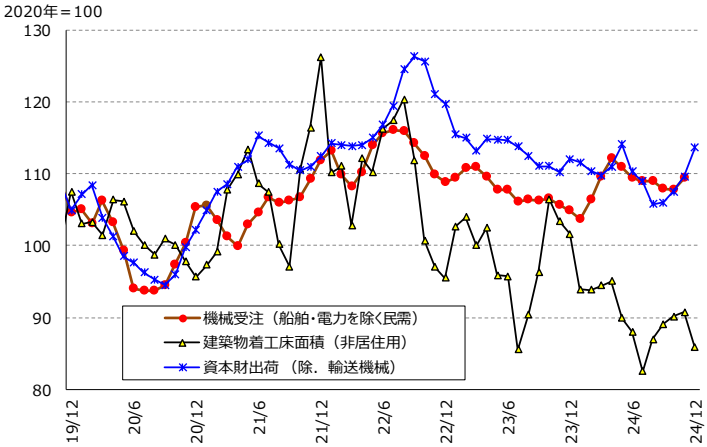
（出所）内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

４．設備投資はやや上向く

10－12 月期の民間設備投資は、前期比＋0.5%（寄与度：＋0.1%ポイント）と、2 期ぶりのプラスとなった。伸びは市場予想の同＋0.9%を下回ったが、内需の主要項目のなかでは最も高い伸びである。人手不足対応のデジタル関連投資が引き続き堅調だったほか、機械投資も持ち直したとみられる。

設備投資に先行する主要 3 指標の動向を確認すると、まず、12 月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比＋3.3%であった（図表 7）。11 月は 10 月が大きくプラスとなった反動で同▲2.4%のマイナスだったが、2 ヵ月ぶりのプラスである。11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋3.4%と 2 ヵ月連続のプラスとなった。公表元の内閣府は基調判断を「持ち直しの動きがみられる」と 6 ヵ月ぶりに上方修正した。振れの大きい建築物着工床面積は一進一退の推移だが、他の 2 指標には上向く兆しも見える。

（図表7）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

12 月 2 日に公表された日銀短観では、引き続き強めの設備投資計画が示されている。内閣府と財務省が 12 月 11 日に公表した法人企業景気予測調査（10－12 月期調査）でも、2024 年度の設備投資額は前年度比＋10.3%

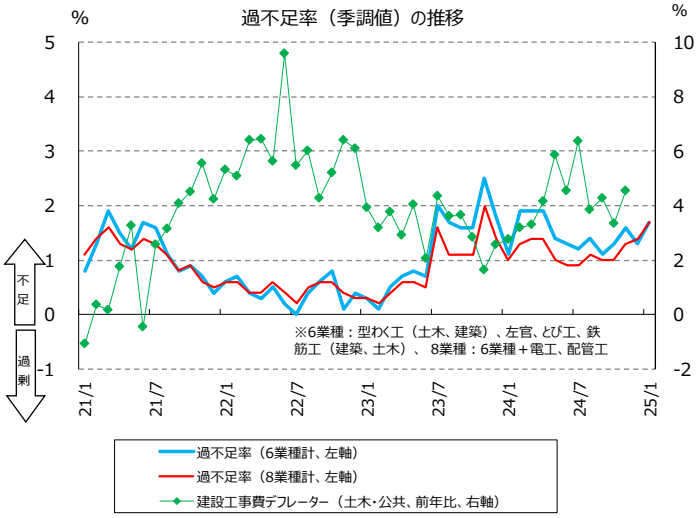
（7－9 月期調査同＋12.5%）と 2 桁増の見込みとなった。内訳は製造業が同＋11.5%（同＋15.9%）、非製造業が同＋9.7%（同＋10.6%）と、ともに高水準を維持している。

人手不足や資材価格の高騰が足かせとなり、設備投資はなかなか波に乗れない状況が続いているが、来年度にかけては、高めの計画に従う形である程度堅調な推移が期待できるとみる。製造業では、デジタル化の加速を受けた半導体関連の能力増強投資や EV 関連投資の拡大が引き続き下支えになろう。非製造業では、外出需要の拡大やインバウンドの増加等を受け、空港機能拡張や、宿泊施設・娯楽施設・物流施設等の新設が続いているほか、都心再開発の継続もけん引役となる見通しである。

５．公共投資は均せば横ばい

10－12 月期の公的固定資本形成は、国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が一巡した影響で、前期比▲0.3%（寄与度：▲0.0%ポイント）と、7－9 月期の同▲1.1%に続き 2 期連続のマイナスとなった。公共投資はもともと予算の執行時期次第で波ができやすい。北陸地方における災害復旧工事の本格化や国土強靭化関連は下支えになっているが、一方で、資材価格の上昇や人手不足の影響で、工事進捗が遅れる状況が続いている。建設技能労働者過不足率を見ると、足元では不足超幅が再びじわじわと拡大傾向にある（図表 8）。

（図表8）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



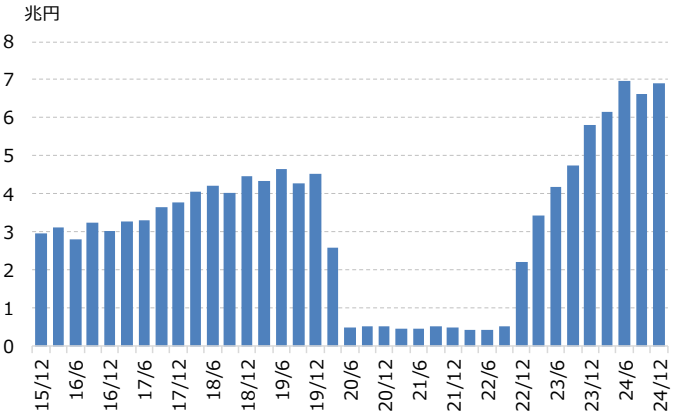
（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

人手不足が足かせとなる状況は今後も続くとみられるが、近年、公共工事の予算に大きな変動はないことを踏まえれば、来年度にかけての公的固定資本形成は、均せば高水準での横ばい圏内の動きが続くと予想する。

６．インバウンドが回復

輸出は、前期比＋1.1%と、3 四半期連続のプラスとなった。財貨の輸出は同＋0.1%にとどまったが、サービスの輸出が同＋4.1%と伸びた。サービスの輸出は、主としてインバウンド需要を反映する「非居住者家計の国内での直接購入」を含む。同項目は同＋4.3%と、7－9 月期の同▲4.6%から反発しており（図表 9）、実質 GDP を＋0.1%押し上げている。

（図表9）非居住者家計の国内での直接購入(実質)



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

一方、先行きの輸出は不安要素が多い。中国景気の停滞は長期化が予想されるのに加え、欧州景気の回復ペースも予想以上に鈍い。米国向けの輸出の勢いも足元では鈍っている。何より、トランプ政権の関税政策がどの程度の広がりと深さを見せるのか、現状では不透明感が強い。2025 年度も輸出は停滞気味の推移が続く可能性が高い。

７．トランプ政権の経済政策運営がリスク

先行きの日本の景気について、まず個人消費は、実質賃金の安定的なプラス転換が難しく、緩やかな回復にとどまると予想する。住宅投資は、住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇が引き続き足枷になるとみる。設備投資は、人手不足が制約要因となるなかでも、良好な企業業績を追い風に底堅い推移が続くと見込む。外需は、インバウンド需要が下支えとなるものの、財輸出は停滞気味の推移が見込まれ、日本の景気は総じて緩やかな回復が続くと予想する。日銀にとっては、今回のGDP速報だけ見れば、はたして経済がオントラックと言えるのかどうか自信が持てないレベルだろうが、他の経済指標も総合的に判断したうえで、現在の評価を維持することになるとみられる。

見通しの最大のリスク要因は、トランプ政権の経済政策運営である。米国が各国に高関税を課し、報復関税の応酬となった場合、世界経済が大きく悪化し日本も景気後退に追い込まれる可能性はある。財政赤字の動向も気がかりで、最悪のシナリオは米国における本格的なインフレの再来である。一方、トランプ減税の延長や新たな法人減税等が奏功して、米景気の好調が予想以上に長く続く可能性もある。当面はアップサイド、ダウンサイド双方向のサブシナリオを常時視野に入れつつ、経済動向を注視していく必要がありそうである。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411