

2025年2月17日
 日本経済
 りそなホールディングス 市場企画部
 佐藤 芳郎

日本 10-12 月期実質 GDP：順調な推移が続いた景気

要約

- 10-12 月期の実質 GDP は前期比 0.7%（同年率 2.8%）と 3 四半期連続のプラス成長となり、市場予測（前期比 0.3%、同年率 1.1%）を大きく上回った。
- 項目別の内訳は、輸入の減少によって成長が押し上げられた側面はあるものの、経済の順調な姿を示した。個人消費は減速しながらも増加が続き、所得環境の改善を踏まえれば、今後も回復していくとの見通しは変わらない。また、短観調査で示されている製造業の見通しに基づけば輸出は横ばい程度の推移が続くだろう。
- 他方、日本経済がインフレ経済へと転換しつつある中でも、設備投資の伸び悩みが目立っている。人手不足が設備余剰につながるなどの懸念が背景にある可能性が考えられる。
- 政府がデフレ脱却宣言に関して重視している指標の動きを踏まえると、今回の GDP 統計を踏まえても脱却宣言は難しいだろう。しかし、日銀は政府の見通しに配慮しつつも追加利上げのタイミングを模索していくこととなり、弊社では今年 9 月もしくは 10 月の追加利上げを現状では予想している。

実質 GDP は 3 四半期連続のプラス成長

本日公表された 10-12 月期実質 GDP は前期比 0.7%（同年率 2.8%）と 3 四半期連続のプラス成長となり、市場予想（前期比 0.3%、同年率 1.1%）を大きく上回った。

項目別の内訳からは、日本経済の順調な姿が引き続き示された（図表 1）。個人消費は、前期比 0.1%と減速しながらも、4-6 月期と 7-9 月期の大幅な増加を踏まえれば順調な増加が続いたと評価できる。外需面では、純輸出の実質 GDP への寄与は、輸入の大幅な減少（GDP 統計では所得の流出が抑えられることになりプラス寄与）が成長を押し上げた側面はあったものの、輸出も 3 四半期連続で増えた。全体として、景気の順調さを示唆している。

図表 1：実質 GDP と構成項目

	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	在庫変動	政府支出	公共投資	輸出	輸入
	前期比	前期比	前期比	前期比	寄与度	前期比	前期比	前期比	前期比
2023年1-3月期	1.3	1.1	0.9	1.8	0.1	0.1	3.1	-1.7	-1.8
4-6月期	0.6	-0.7	1.6	-1.9	0.1	-1.5	0.1	2.4	-4.1
7-9月期	-0.9	-0.6	-0.8	-0.3	-0.6	0.5	-2.0	0.7	0.4
10-12月期	-0.1	-0.1	-1.2	1.9	-0.1	0.0	-1.8	2.8	3.1
2024年1-3月期	-0.5	-0.5	-2.8	-0.4	0.3	0.2	-2.0	-4.1	-2.8
4-6月期	0.7	0.7	1.4	1.1	0.0	0.9	5.7	1.7	3.0
7-9月期	0.4	0.7	0.5	-0.1	0.2	0.1	-1.1	1.5	2.0
10-12月期	0.7	0.1	0.1	0.5	-0.2	0.3	-0.3	1.1	-2.1

出所：内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

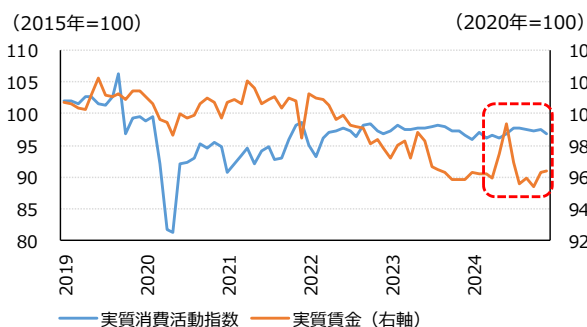
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

順調さが継続しそうな個人消費、不透明感が高いながらも少なくとも横ばいが見込まれる輸出

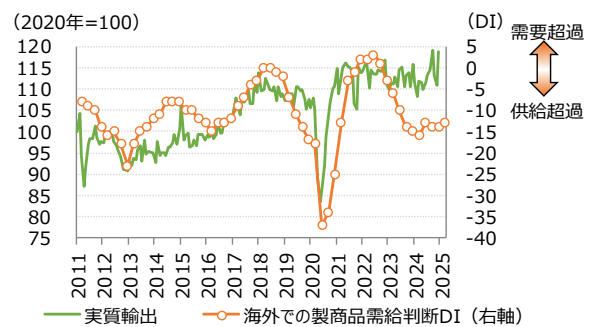
個人消費は、4-6月期の前期比0.7%（同年率3.1%）、7-9月期も前期比0.7%（同年率3.1%）と2四半期連続で大幅な増加が続いていたが、10-12月期にも前期比0.1%（同年率0.5%）と減速とはなりながらも、より持続可能と見られるペースの増加に落ち着いてきた。物価の高騰が激しかった2022年以降は実質賃金も大きく落ち込み、それに連動した形で消費が伸び悩んでいた。しかし、堅調であった2024年春闘を反映して実質賃金が底打ちしており、そうした所得環境の改善によって個人消費も持ち直しが続いてくだろう（図表2）。また、日銀短観の「海外での製商品需給判断DI」と実質輸出には概ね良好な連動性が見られており、輸出企業の景況感が実情を概ね正確に捉えている。これを踏まえれば、トランプ米大統領による不透明性を高める通商政策がありながらも、少なくとも輸出は横ばい程度の推移が維持されそうだ（図表3）。

図表2：底打ちする実質消費と実質賃金



出所：日本銀行、厚生労働省、りそなホールディングス

図表3：横ばい程度が見込まれる実質輸出



備考：海外での製商品需給判断DIの直近値は2024年12月調査における2025年3月見込み

出所：日本銀行、りそなホールディングス

インフレ経済への転換が見えながらも伸び悩む設備投資

他方、設備投資は2023年7-9月期以降は前期比での増加と減少が交互に繰り返されており、概ね横ばい程度の推移が続いている。日本がインフレ経済へと移行していく中では、現金の価値が物価上昇によって目減りしていくことになり、企業の設備投資が活発化することが見込まれていたが、現実にはそうはなっていない。背景には、深刻な人手不足によって設備余剰になることを懸念し、企業が設備投資を活発化させていない可能性が考えられる。

実際に、日銀の短観調査で雇用人員判断DIと生産・営業用設備判断DIを見ると（図表4）、雇用人員の過剰感が緩和していく過程では、生産・営業用設備も過剰感が緩和している。しかし、足元の動向が示唆するとおり、人手不足が深刻化すると、生産・営業用設備が不足との認識が強まらなくなっている。即ち、人手不足により、設備等を操業させる人材がいないことで設備投資が抑制されていることが示唆されている。また、就業者数一人当たり与えられる設備額を示す資本装備率を見ても（図表5）、今次の人手不足感が強まり始めた2010年代の序盤以降は、資本装備率は頭打ちになっており、企業の設備投資は活発化していない。

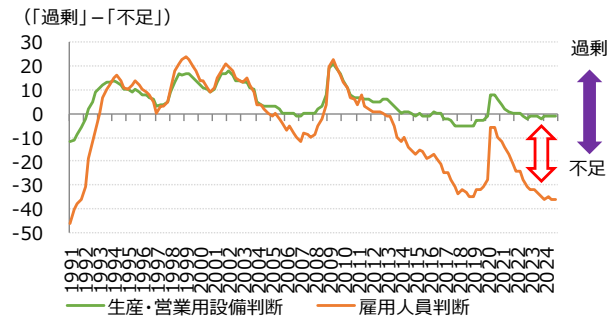
日本経済での人手不足が深刻化する中では、それを乗り越えていく方策としてスマート工場に見られるような省人化投資や、研究開発などの知的財産投資が推奨されているが、そうした投資が容易には進展していないことが足元の設備投資からは示唆されているようだ。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

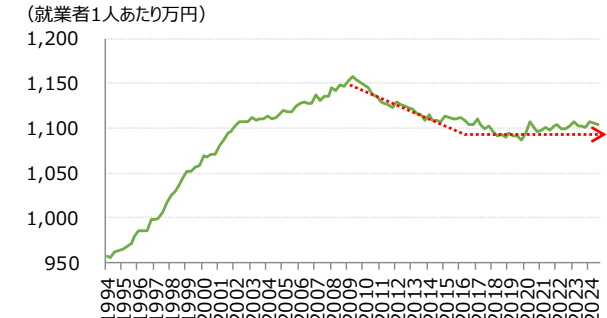
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 4：強まる人手不足感、強まらない設備不足感



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 5：資本装備率は頭打ち

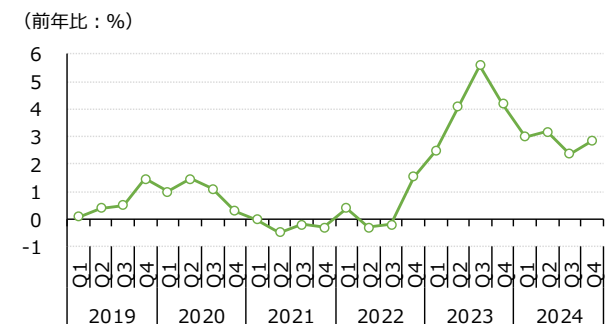


備考：資本装備率 = 民間企業資本ストック / 就業者数
 出所：内閣府、総務省のデータを基にりそなホールディングスにて作成

今回の統計を経ても政府によるデフレ脱却まだ宣言されない見込み

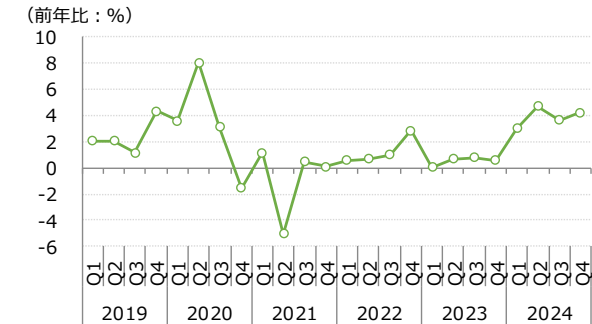
政府がデフレ脱却宣言に関して重視する4指標のうちGDP統計からわかる3指標を見ると(図表6~9)、GDPデフレーターは前年比2.8%と9四半期連続のプラス、単位労働コストは前年比4.2%と過去の改定を踏まえて2021年7-9月期以降はプラスが続いている。更に、弊社の試算では、需給ギャップは小幅ながらもプラスに転じる可能性が出てきた。ただし、政府はデフレに戻らないことを脱却宣言の基準としており、需給ギャップが1四半期分でプラスに転じても脱却を宣言することは難しそうだ。他方、政府が依然としてデフレ脱却を宣言していない中でも、日銀は既に3回の利上げを実施している(2024年3月のマイナス金利解除、2024年7月・2025年1月の追加利上げ)。こうした行動を踏まえれば、政府による景気判断に配慮しつつも、日銀としては金融政策の正常化に向けて、適切と見られるタイミングを模索し続けていだろう。弊社としては次回の利上げは今年9月もしくは10月を現状では予想している。

図表 6：GDP デフレーター



出所：内閣府、りそなホールディングス

図表 7：単位労働コスト



備考：単位労働コスト = 名目雇用者報酬 / 実質 GDP
 出所：内閣府、りそなホールディングス

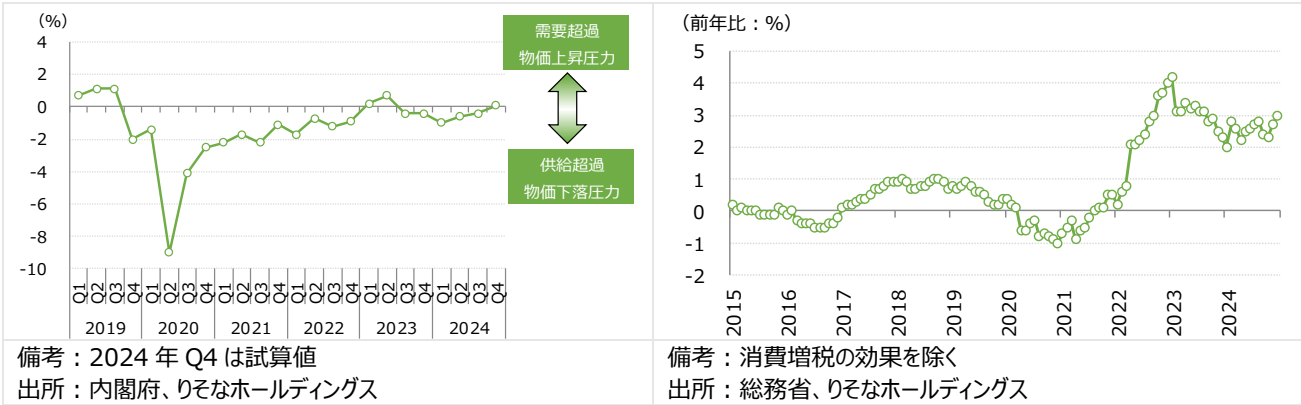
図表 8：需給ギャップ

図表 9：コア消費者物価

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



潜在成長率程度の成長が続く見込み

総じて、国内経済では消費の持ち直しが続くことが見込まれ、製造業の景況感を踏まえれば輸出も底堅い推移となり、これらを背景として設備投資は伸び悩みながらも底割れはしないだろう。米国では、トランプ政権の通商政策は経済の不確実性を高めているものの、同時に法人減税などの国内景気を浮揚させる政策を目指していることから、実体経済が大きく崩れる様相は見られていない。また、中国経済も、政策当局が大手金融機関に対する大規模な資本増強支援を打ち出しており、やはり実体経済の大きな悪化は避けられている。前期比年率で見た成長率は日本の潜在成長率として推計される1%程度で安定していくと見ている（図表10）。

図表 10：日本経済の成長予測												
	2024				2025				2026	年度		
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	2023	2024	2025
(前期比：%)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	-0.5	0.7	0.4	0.7	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.8	1.3
前期比年率	-1.9	3.0	1.7	2.8	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0			
前年同期比	-0.8	-0.8	0.6	1.2	2.1	1.6	1.4	1.0	1.1			
国内需要*	-0.1	0.6	0.6	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.8	1.1	0.8
個人消費	-0.5	0.7	0.7	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.8	0.7
住宅投資	-2.8	1.4	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	-1.0	0.8
設備投資	-0.4	1.1	-0.1	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	-0.1	1.9	1.4
在庫変動*	0.3	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.1
政府支出	0.2	0.9	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.8	1.5	1.2
公共投資	-2.0	5.7	-1.1	-0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.3	1.9	1.3
純輸出*	-0.3	-0.3	-0.1	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.3	0.4
輸出	-4.1	1.7	1.5	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.9	1.9	2.5
輸入	-2.8	3.0	2.0	-2.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	-3.3	3.1	0.6

備考：*の付いた項目は前期比寄与度（%ポイント）
出所：内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。