

2025 年 5 月 16 日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日本 1-3 月期実質 GDP：マイナス成長が示唆するほど内容は悪くないが、 トランプ関税による設備投資と輸出の低迷に今後は注意

要約

- 1-3 月期の実質 GDP は前期比-0.2%（同年率-0.7%）と 4 四半期ぶりのマイナス成長となり、市場予測（前期比-0.1%、同年率-0.3%）をやや下回った。
- 項目別の内訳は、輸入の持ち直しが成長率を押し下げており、全体のマイナス成長が示唆するほど内容は悪くはない。また、個人消費の息切れ感が強まったものの、所得環境の改善を踏まえれば、消費の腰折れは避けられるだろう。しかし、当面はトランプ関税の影響によって輸出や設備投資が伸び悩むリスクには注意が必要だろう。
- トランプ米大統領により自動車・同部品に対する追加関税と広範な物品に相互関税が発動されており、日本経済への影響を点検する上では 7 月短観や 4-6 月期の GDP を精査する必要があるだろう。日銀の次回利上げ時期の摸索は仕切り直しの段階にある。弊社では現状で 10 月の追加利上げを予想しているものの、そのタイミングは日米の政府間交渉の結果次第となってくる。

実質 GDP は 4 四半期ぶりのマイナス成長

1-3 月期実質 GDP は前期比-0.2%（同年率-0.7%）と 4 四半期ぶりのマイナス成長となり、市場予想（前期比-0.1%、同年率-0.3%）をやや下回った。項目別の内訳からは、1-3 月期単体としてはマイナス成長が示唆するほど内容は悪くはなかった（図表 1）。成長率全体に対して主要な押し下げ要因となったのは輸入の増加であり、それ自体は景気の弱さを示すものではなく、設備投資も過去の改定という技術的な要因がありながらも 4 四半期連続の増加となって。しかし、個人消費は前期比 0.0%と 2 四半期連続の低成長となり、輸出は前期比-0.6%と 4 四半期ぶりの減少に転じている。いわゆるトランプ関税が発動された中では今後の不透明感が高い。

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
2024年1-3月期	-0.4	-0.6	-3.2	-1.1	0.2	0.3	-2.2	-3.6	-3.7
4-6月期	0.9	0.8	1.2	1.4	0.1	0.9	5.7	1.5	2.7
7-9月期	0.2	0.7	0.7	0.1	0.1	0.1	-1.1	1.2	2.2
10-12月期	0.6	0.1	-0.2	0.8	-0.3	0.3	-0.7	1.7	-1.4
2025年1-3月期	-0.2	0.0	1.2	1.4	0.3	0.0	-0.4	-0.6	2.9

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。

腰折れは避けられそうな個人消費、不透明感が高い輸出、伸び悩む設備投資

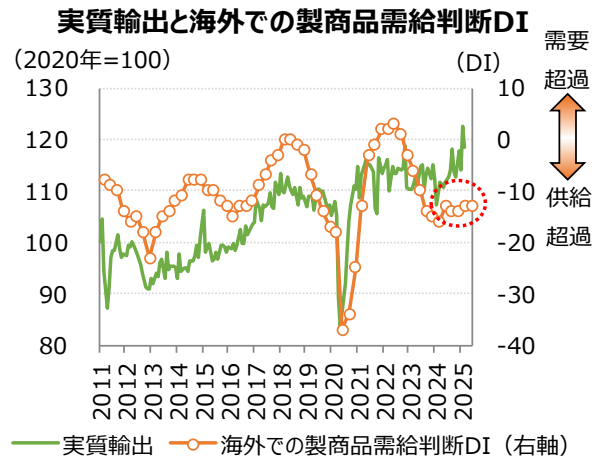
個人消費は、2024 年 4-6 月期と 7-9 月期に高成長となっていたものの、2025 年 1-3 月期は前期比 0.0%と 2024 年 10-12 月期から低成長が続き、個人消費は息切れ感が強まった。しかし、失業率が 2%半ばと低位にとどまっており、また 2025 年春闘の賃上げ率は好調だった 2024 年を更に上回る結果になっている。こうした順調な所得環境を踏まえれば、個人消費の腰折れは避けられるだろう（図表 2）。また、日銀短観の「海外での製商品需給判断 DI」と実質輸出には概ね良好な連動性が見られており、輸出企業の景況感が実情を概ね正確に捉えている。現状で同 DI は輸出が横ばい程度で推移することを示唆しているものの、それを示していた 3 月短観調査はトランプ関税の影響を織り込んでいない結果であったことに注意が必要になる。日本の主要産業である自動車に加え、広範な物品に関税が賦課されていることを踏まえれば、輸出の見通しには不確実性が強い（図表 3）。

図表 2：順調な所得環境を示唆する春闘



出所：日本労働組合総連合会、りそなホールディングス

図表 3：実質輸出は景況感が示唆するほど順調かは不透明感が高い



備考：海外での製商品需給判断 DI の直近値は 2025 年 3 月調査における 6 月見込み

出所：日本銀行、りそなホールディングス

設備投資は過去データの改定という形で 4 四半期連続の増加となったものの、日本がインフレ経済へと移行していくことが見込まれてきた中では依然として伸び悩んでいる。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くて設備投資が抑制されていることが示唆されている。また、就業者数一人あたりに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。

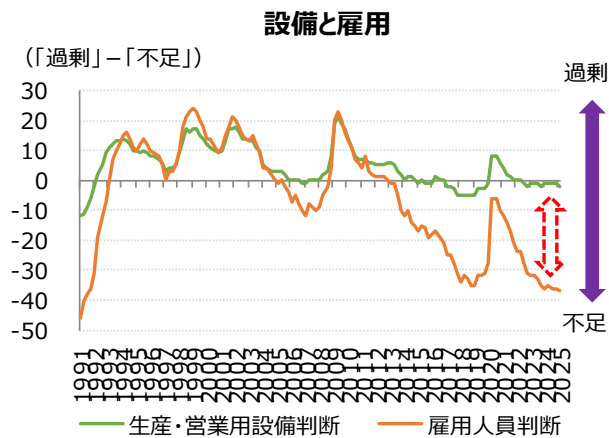
日本経済での人手不足が深刻化する中では、それを乗り越えていく方策としてスマート工場に見られるような省人化投資や、研究開発などの知的財産投資が推奨されているが、そうした投資が容易には進展していないことが足元の設備投資からは示唆されているようだ。

◎注意事項

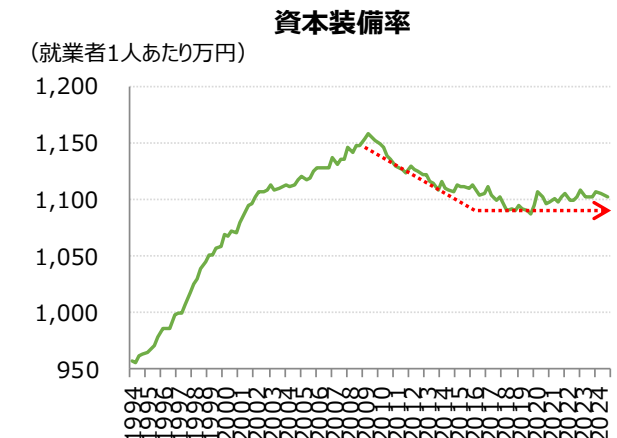
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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



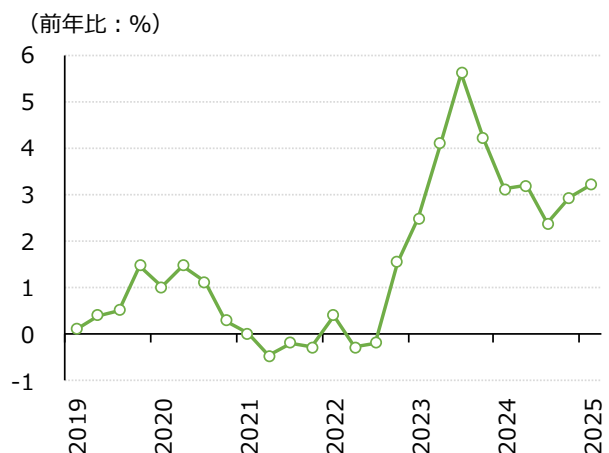
図表 5：資本装備率は頭打ち



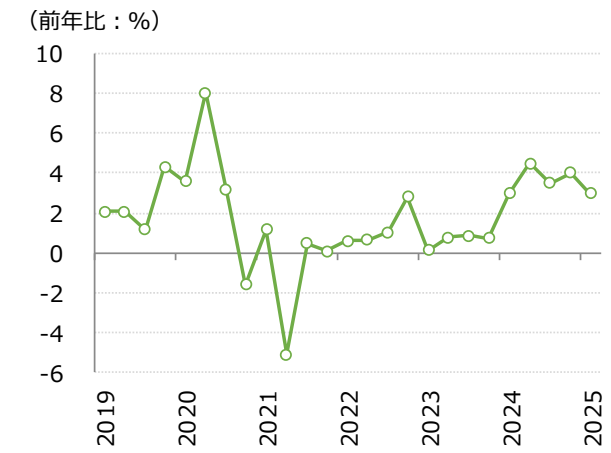
今回の統計を経ても政府によるデフレ脱却まだ宣言されない見込み

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3.2%と10四半期連続のプラス、単位労働コストは前年比3.0%と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再びマイナスに転じたと見ている。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、需給ギャップが不安定な状況では脱却を宣言しないだろう。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、トランプ関税の影響を点検する必要があるながらも、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くだろう。

図表 6：GDP デフレーター



図表 7：単位労働コスト

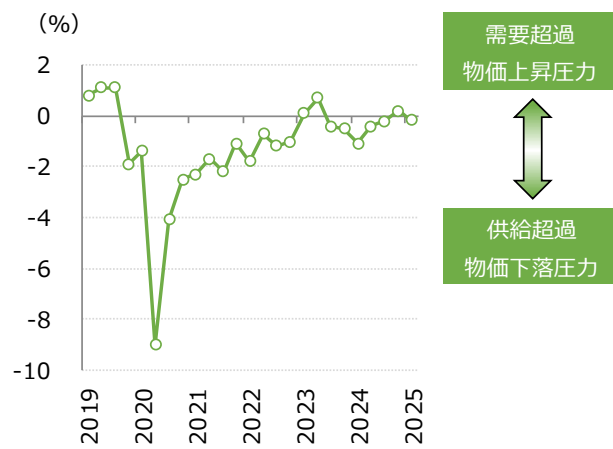


◎注意事項

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。

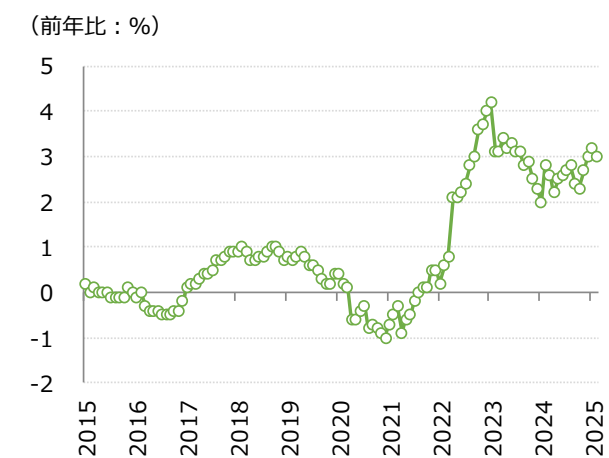
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 8：需給ギャップ



備考：2025 年 Q1 は試算値
出所：内閣府、りそなホールディングス

図表 9：コア消費者物価



備考：消費増税の効果を除く
出所：総務省、りそなホールディングス

当面は低成長が続き、日銀の次回利上げのタイミングは早くとも 10 月か

弊社の日本経済見通しを概観すると（図表 10）、順調な所得環境を通して個人消費は腰折れを避けられるものの、トランプ関税による景気の混乱で設備投資と輸出が重しとなり、当面は低成長が続く現状で 2025 年度の実質 GDP 成長率は 0.4%を予想している。日銀としては 7 月 1 日に公表される 6 月調査の日銀短観や 8 月 15 日に公表される 4-6 月期の GDP 統計などを見ながら、日本経済がトランプ関税の影響に耐えられているのかを点検していくことになるだろう。経済の不確実性の高まりによって、現状でタイミングの摸索が仕切り直しになった状態となっている。弊社では、日本経済の底堅さを確認した上で、日銀の次回利上げタイミングは 10 月になると現状では予想しているものの、日米の関税交渉の結果次第では後ずれするリスクがあると考えている。

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)			
実質GDP	-0.4	0.9	0.2	0.6	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.6	0.8	0.4
前期比年率	-1.6	3.8	1.0	2.4	-0.7	0.0	0.1	0.9	0.6			
前年同期比	-0.7	-0.6	0.8	1.3	1.7	0.7	0.4	0.1	0.4			
国内需要*	-0.4	0.8	0.5	-0.1	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.7	1.2	1.0
個人消費	-0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.8	0.5
住宅投資	-3.2	1.2	0.7	-0.2	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	-1.0	1.5
設備投資	-1.1	1.4	0.1	0.8	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	2.6	2.2
在庫変動*	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.1
政府支出	0.3	0.9	0.1	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.8	1.5	0.7
公共投資	-2.2	5.7	-1.1	-0.7	-0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	-0.3	1.4	0.3
純輸出*	0.1	-0.3	-0.3	0.7	-0.8	-0.2	-0.2	0.0	0.0	1.4	-0.4	-0.6
輸出	-3.6	1.5	1.2	1.7	-0.6	-0.5	-0.5	0.5	0.2	3.1	1.7	0.1
輸入	-3.7	2.7	2.2	-1.4	2.9	0.3	0.3	0.3	0.3	-2.7	3.4	2.8

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。