

### 高成長ながらも内需は低調だった 10～12 月期 GDP

#### ～トランプ関税への警戒続く～

南 武志

##### 要旨

2024年10～12月期は前期比年率2.8%と高い成長率を達成した。しかし、消費が失速するなど国内需要の回復力の鈍さも見て取れる内容でもあった。実際に、食料やエネルギーといった日常生活に密接な分野の価格高騰で消費者の節約志向が強まっているほか、物価高が賃上げ効果を相殺していることもあり、消費回復は遅れている。

先行きについては、労働力不足を受けて25年春闘でもしっかりと賃上げが実現する公算が高まっているが、物価もしばらく高止まると思われ、消費の持ち直し傾向が強まる時期は25年半ばあたりまでずれ込むだろう。

こうしたなか、日本銀行の早期利上げ観測が浮上したことから、長期金利は上昇傾向を強め、一時15年ぶりとなる1.4%台まで上昇する場面もみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2025年				
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.477	0.45～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	0.70～0.80
国債利回り	20年債 (%)	2.020	1.80～2.20	1.90～2.30	2.00～2.40
	10年債 (%)	1.365	1.10～1.60	1.20～1.70	1.30～1.85
	5年債 (%)	1.015	0.80～1.20	0.85～1.30	0.90～1.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.5	143～163	143～163	140～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	156.9	150～170	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	38,142	39,000±3,000	39,750±3,000	40,250±3,000	40,500±3,000

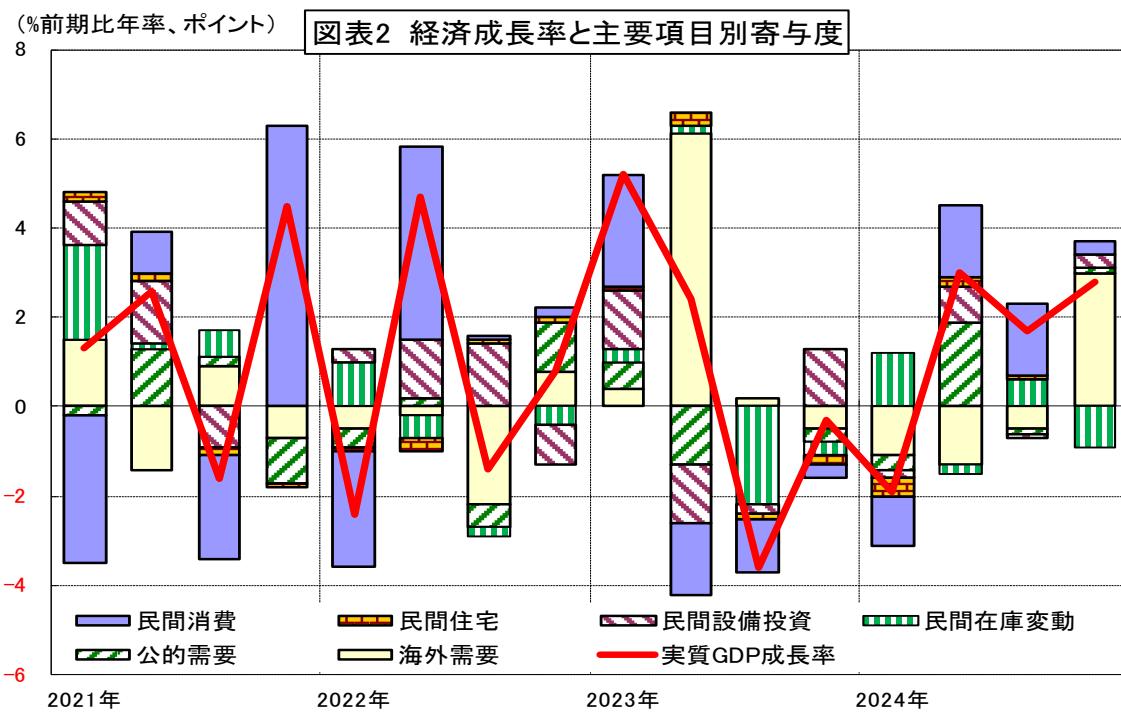
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2025年2月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

10～12月期は前期比年率2.8%の高成長だったが…

2024年10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比0.7%、同年率換算2.8%と、7～9月期（それぞれ0.4%、1.7%）から再加速し、3期連続のプラス成長となった。事前の市場予想でも年率1%前後のプラスが見込まれていたが、それを大きく上回る結果となった。また、名目成長率も前期比1.3%、同年率5.1%と、同じく3期連続のプラスであった。さらに、前年比も1.2%と2期連続のプラスだった。

上述した数字だけを見ると堅調であるが、民間消費が前期比0.1%へ失速したこと、そして外需寄与度が+0.7ポイントだったが、国内需要の弱さを反映した輸入減（前期比▲2.1%）による面が大きいこと等を踏まえると、中身が乏しいと評価せざるをえない内容であった。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

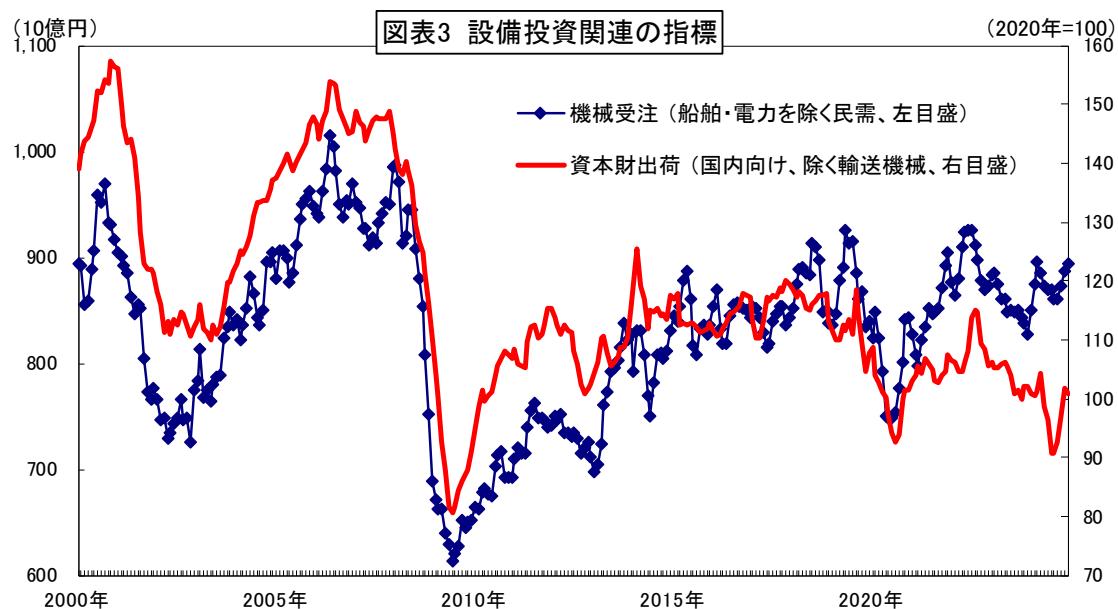
### 国内景気は一進一退を継続、設備投資関連に持ち直しの動きも

月次経済指標に目を転じると、12月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.0 ポイントと2か月ぶりに上昇したが、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(8か月連続で同じ表現)。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数(一致指数)」の12月分も前月から+0.6 ポイントと2か月ぶりに上昇、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新したほか、過去最高だった19年9月の水準に迫った。中身を見ると、「分配面(所得)」や「サービス」が堅調な半面、「生産面(供給)」や「財」は底ばい状態であるなど、景気指標の動きは一様ではないことが見てとれる。

1月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは3か月ぶりに悪化、判断基準である50を11か月連続で下回った。さらに、先行き判断DIも5か月連続で50割れとなった。インバウンド需要は好調で、かつ季節商材の売れ行きもよかつたようだが、物価高で消費者の節約志向が一段と強まった等の指摘がみられた。

1月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比▲5.5%と2か月ぶりに低下、10~12月平均を1.6%下回った。米国向けの自動車輸出は底堅かったが、景気低迷に旧正月要因も加わって中国向けの輸出が落ち込んだほか、欧州向けも不調だった。

一方で、設備投資関連の指標には底入れの動きも窺える。10～12月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比2.9%と3期ぶり、資本財出荷（国内向け、除く輸送機械）も同12.1%と4期ぶりで、いずれもプラスとなった。また、工作機械受注（民需）も増加傾向となっている。

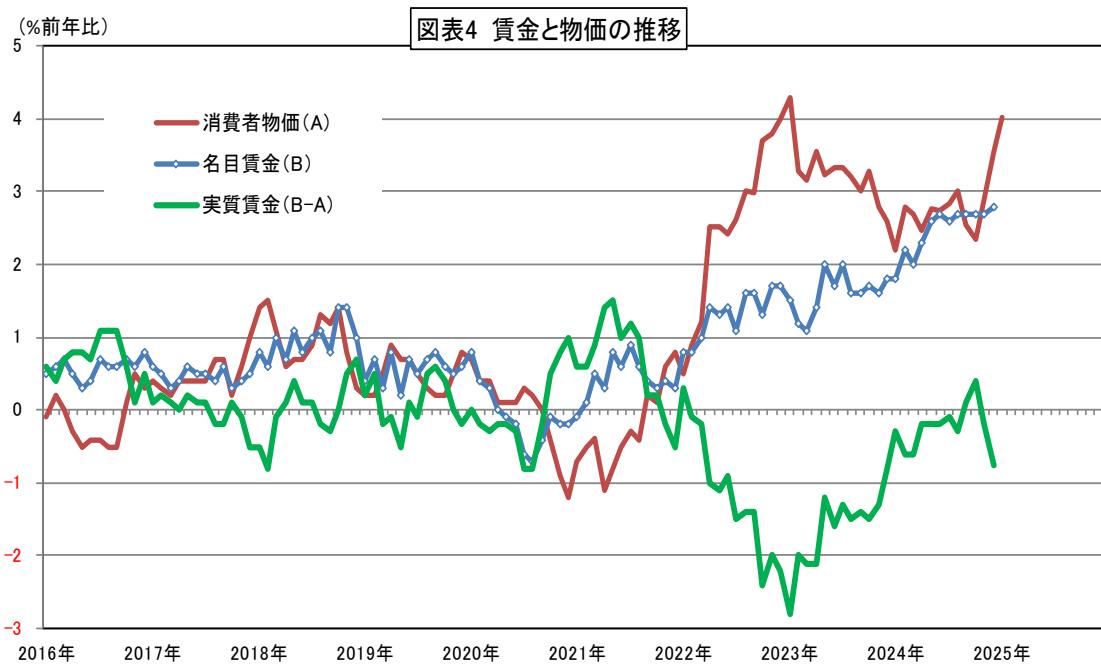


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3か月移動平均。

### 物価高止まりで実質賃金は依然マイナス状態

後述の通り、足元の物価上昇率が再び高まっていることを受けて、実質賃金のマイナス状態が続いている。12月の毎月勤労統計によれば、冬季賞与の堅調さもあって現金給与総額は前年比4.4%（23年は1.2%）の増加となった。このうち、いわゆる「基本給」に相当する一般労働者の所定内給与も同2.8%（23年は1.6%）であった。しかし、実質賃金（内閣府試算、デフレーターは全国消費者物価指数（総合、前年比3.6%））については、賞与が含まれる一般労働者の現金給与総額は前年比1.1%と4か月連続のプラスだったが、所定内給与では同▲0.8%と2か月連続の下落となるなど、基本給ベースでのプラス定着には至っていない。

また、このところの物価再加速のあおりを受けて消費の回復ペースは緩慢なままである。12月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.01%、同じく実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲0.5%（2か月ぶりのマイナス）と、引き続き低調であった。実質消費活動指数の内容からは非耐久財消費が特に悪化していることが確認できる。



(資料)厚生労働省、総務省統計局、内閣府 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

### 経済見通し：国内景気は緩やかながらも消費主導で回復継続

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元1~3月期については、円安を背景にインバウンド需要は底堅いものの、物価高の影響が強まったこともあり、消費回復はなかなか進まない。さらに、10~12月期の輸入減の反動が見込まれるほか、世界経済の低成長が続いていることから輸出拡大も期待薄であり、外需寄与度は一転マイナスになる可能性が高い。その結果、経済成長率は4期ぶりのマイナスが見込まれる。24年度は0.7%成長と、23年度と変わらずと予想する。

一方、先行きの国内景気を占う上で注目される25年春闘については、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続するだろう。また、トランプ関税についても懸念が広がっている。既に2月4日から中国からの全輸入品に対して10%の追加関税措置を発動しており、中国もそれに対する報復措置を実施した。また、カナダ・メキシコに対する25%の追加関税は3月4日まで発動を延期したものの、トランプ米大統領は予定通り発動すると述べている。さらに、3月12日には鉄鋼・アルミニウムの輸入に対して25%の関税賦課を発動するほか、自動車・半導体・医薬品についても25%程度の関税を課す方針を示している。特に、自動車に関しては対米輸出の3割弱を占めているほか、メキシコで生産して米国に輸出している企業も多く、実際に関税が強化された際の影響は無視できない。

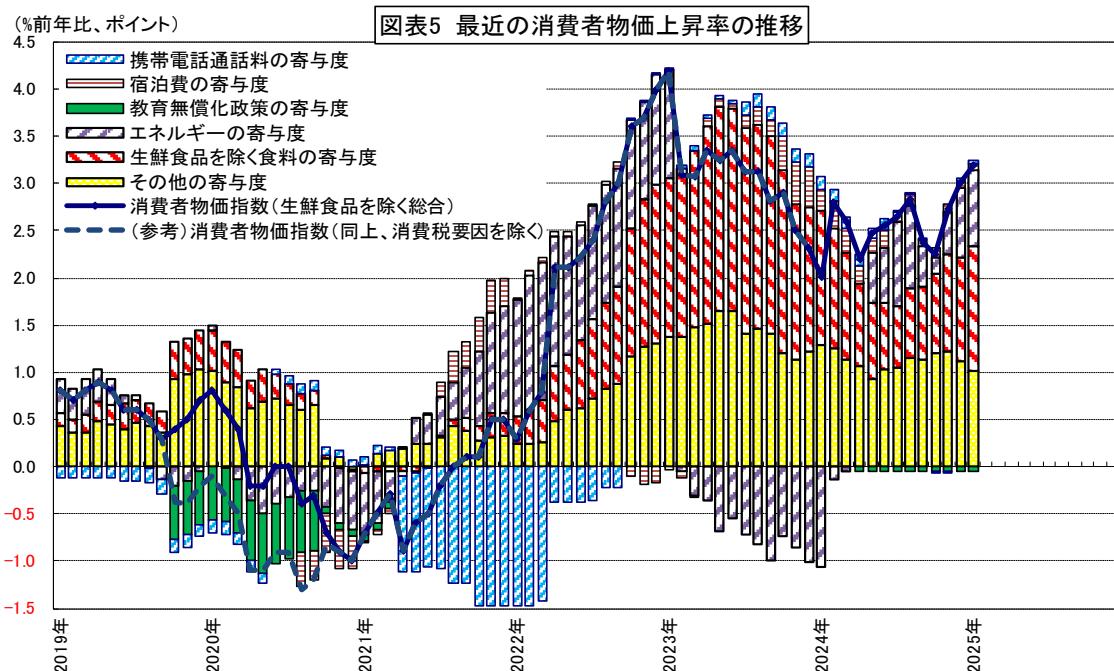
## 物価動向：食料、エネルギーの値上がり継続で前年比3.2%へ再加速

こうしたなか、25年度入り後も世界経済は総じて低成長状態から抜け出せず、かつトランプ関税の影響もあり、輸出は伸び悩む可能性がある。しかし、家計の所得環境は改善が続くとみられ、25年度を通じて物価が徐々に上昇率が鈍化していくば、民間消費も回復傾向を強めるだろう。こうした動きは非製造業の設備投資を下支えするとみられる。25年度は民間需要が主導する格好で国内景気の回復が続くと予想される。もちろん、内外の経済政策に不確実性・不透明性が高い状態が続くと想定され、注意が必要である（詳細は2月21日発行の「2024～26年度経済見通し」を参照のこと）。

このところ物価上昇率の再加速が散見されている。1月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.2%と3か月連続で上昇率が拡大した。昨秋以来高騰が続いているコメが前年比70.8%へとさらに値上がりし、物価上昇率を+0.41ポイントも押し上げたほか、電気・ガス代などエネルギーも同10.8%と大きく上昇した（寄与度は+0.82ポイント）。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.5%と、12月から上昇率を高めた。ただし、一般サービスは同1.4%、宿泊費を除くベースでも同1.2%と、ともに12月から鈍化するなど、人件費の高まりがサービス価格を押し上げる様子はまだ確認できていない。

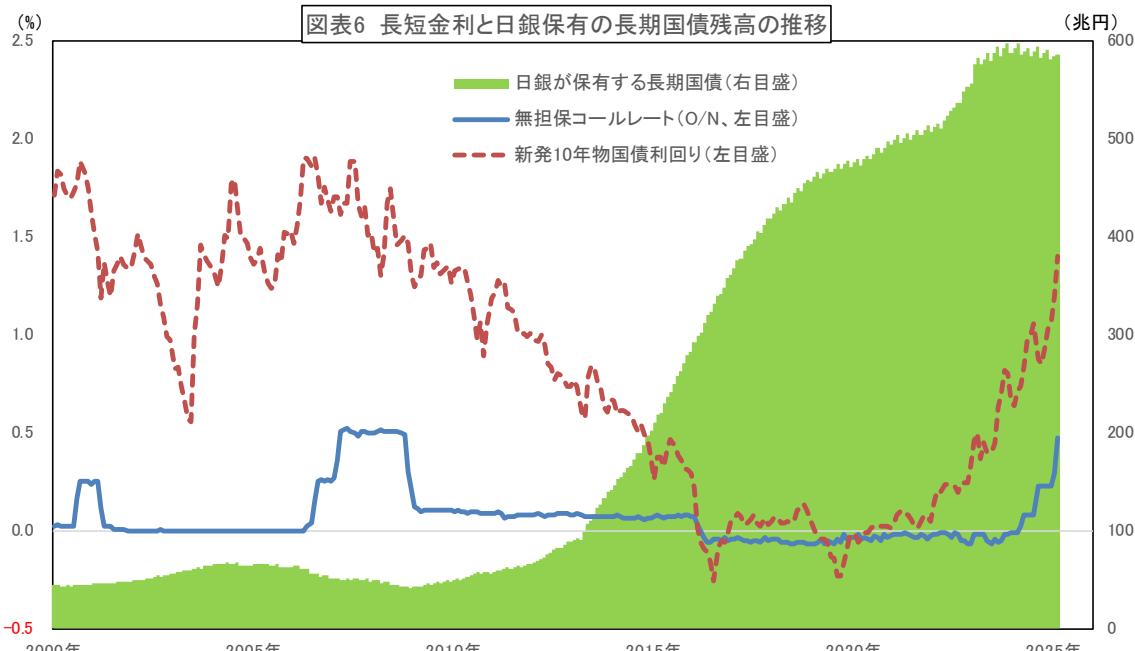
図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

## 物価高対策の再導入もあるものの、しばらく物価は高止まり

2月入り後もコメを筆頭に食料は値上がりが続いているものの、24年度補正予算に盛り込まれた電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策によって、2~4月にはエネルギー高騰も一服するだろう。そのため、2月の物価上昇率は再び鈍化するだろう。一方、政府は政府備蓄米を最大21万t放出することを決定、江藤農相は必要ならば追加放出する考えを示した。物価押し下げ効果がどの程度なのか不明ながらも夏場にかけては多少の効果はあるだろう。とはいえ、円安圧力は根強いことから、輸入品などを中心に一定の値上げ圧力が残り、25年度上期にかけてコアCPIは前年比2%台後半で下げ渋るだろう。その後、25年度末に向けてコアCPIは2%前後へ鈍化していくと予想する。



(注)日本銀行、日経FinancialQuest

## 金融政策：日銀は利上げ継続方針を繰り返し表明

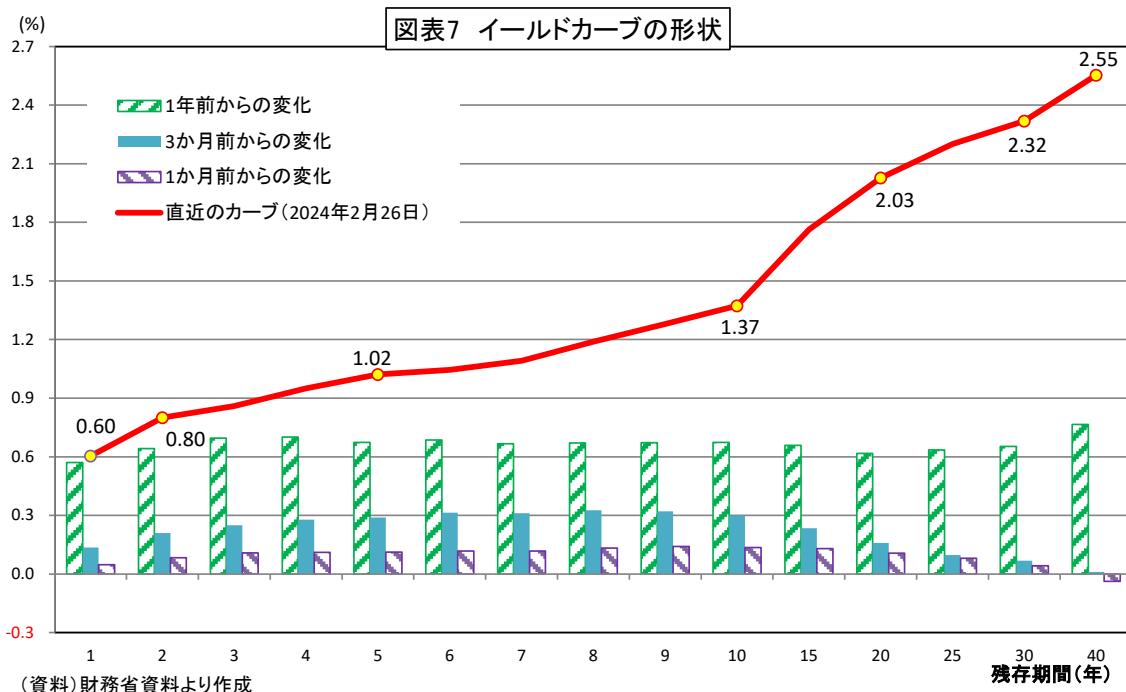
1月に政策金利を0.5%へ引き上げた日本銀行は、今後とも展望レポートで示すように経済・物価が推移していくのであれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくとの方針を表明している。一方、2月初旬には田村審議委員が物価上振れリスクがあるなかで25年度後半には少なくとも1%程度までの利上げが必要との考えを披露した。さらに、高田審議委員は2%の物価安定目標に近づいているとの認識のなか、過度な緩和継続期待が醸成され、物価上振れリスクや金融の過熱リスクが顕在化しないよう、ギアシフト(=利上げ)を段階的に行っていくという視点は重要との認識を示し

## 金融政策：消費回復が鈍く、利上げペースの加速は困難、次回利上げは7月と予想

た。マーケットには政策金利に「0.5%の壁」があるとの見方も一部にあったが、こうした利上げ継続方針を示唆する発言から日銀の早期利上げ観測が一気に強まった。

1月の展望レポートによれば、日銀は26年度にかけて物価は2%台で推移するとの見通しを示している。日銀は2%の物価安定目標を掲げていることもあり、物価上昇率が2%以上で推移している限り、政策金利を緩やかに引き上げていく可能性が高い。足元では消費回復の勢いが乏しいため、日銀が早期利上げに踏み切る可能性は薄いが、利上げから半年後の7月あたりには追加利上げの可能性があるだろう。仮に半年に25bpのペースで利上げした場合、25年度末の政策金利は1.0%、26年度には1.5%になる。

一方、途中で物価下振れ圧力が高まり、物価2%割れが定常化した際には利上げ自体が難しくなるだろう。当総研では26年度には物価2%割れになるとみており、その後の利上げはできなくなると予想している。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

徐々に明らかになるトランプ関税による世界経済への圧迫が警戒されたことから、内外株価は調整色が強まった。一方、日銀の早期利上げ観測が浮上、国内の長期金利には上昇圧力がかかったほか、円高も進んだ。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて

## 早期利上げ観測から長期金利は一時1.4%台へ上昇

考えてみたい。

### ① 債券市場

10月上旬にかけて米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、米連邦準備制度(Fed)が先行き大幅利下げをするとの観測が後退したことで米国金利が上昇した。それが国内にも波及し、それまで概ね0.8%台で推移していた長期金利(新発10年物国債利回り)は上昇に転じ、11月中旬には一時1.1%台まで上昇した。しかし、12月には日銀の早期利上げ観測が後退したことで1.0%台半ばから後半でもみ合う展開が続いた。

25年入り後はインフレ再燃や財政悪化への警戒から米国長期金利が上昇傾向となったほか、日銀の1月利上げの確度が高まったことで長期金利は13年8か月ぶりに1.2%に上昇した。1月利上げ後はしばらく1.2%前後でもみ合ったが、2月に入り、早期利上げ観測が浮上すると、長期金利は一時15年ぶりとなる1.4%台に上昇した。

直近は植田総裁が国会答弁で長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では機動的に国債買い入れを増額すると述べたことから金利上昇は一服、一時1.3%台前半へ低下した。

図表8 株価・長期金利の推移



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 長期金利は上昇継続

前述の通り、日銀は今後の金融政策運営として、足元の実質金利がマイナス状態であることもあり、想定通りに経済・物価が改善していくれば、政策金利を引き上げていくとの方針を示している。また、トランプ2.0での経済政策運営によって米国長

期金利には上昇圧力がかかりやすくなっている。それゆえ、長期金利は今後とも上昇傾向をたどるだろう。

## ② 株式市場

### 日経平均株価は上値の重い展開

年末から年始にかけての円安進行が好感され、日経平均株価は40,000円を回復する場面も散見されたが、10月以降は概ね38,000～40,000円のレンジ内でもみ合う展開が続いている。1月下旬にはDeepSeekショックによってAI関連銘柄が一時急落したほか、直近では徐々に明らかになってきたトランプ関税への警戒や堅調だった米国消費への懸念が高まったことで、日米とも株価はやや調整色の強い展開となった。2月下旬には一時3か月ぶりの38,000円割れとなった。

先行きを展望すると、トランプ関税などへの警戒が根強いほか、国内でも物価高によって消費回復が遅れていることもあり、株価は当面上値の重い展開が続くと思われる。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

## ③ 外国為替市場

### 日銀の利上げ継続が意識され、円高が進行

対ドルレートは24年12月初旬には日銀の追加利上げを織り込む格好で一時150円割れまで円高方向に戻ったものの、12月FOMCで利下げを決定したFedが先行きの利下げ回数を減らす半面、日銀が12月利上げを見送ったことで円安圧力が高まり、1月前半にかけて159円に迫った。その後、日銀の1月利上げが意識されて円高に転換したが、直近はトランプ関税による米国景気の悪化懸念から米長期金利が低下したことで4か月半ぶ

## ユーロ安が進行

りに 148 円半ばまで円高が進んだ。

先行きについては、日銀は利上げを継続することから、日米金利差は縮小するものとみられ、円高気味の展開が予想されるものの、米国のインフレ警戒感は根強いことから急速に円高が進行する可能性は薄いだろう。

対ユーロレートはトランプ氏が米国の次期大統領選で勝利したことが警戒され、11 月下旬に一時 160 円割れとなる場面もあった。年末にかけてはドル高につられて 160 円台半ばまでユーロ高が進んだが、トランプ関税への警戒感は強いほか、独仏など主要国がマイナス成長に陥るなど、景気が低調なこともあります、2 月下旬にかけてはユーロ安が進行した。

欧州中央銀行 (ECB) は今後とも利下げを継続していくとみられ、日欧金利差は縮小することもあり、先行きは円高ユーロ安が進むだろう。

(25. 2. 26 現在)