

Economic Forecast Report

日本経済見通し(第15号):
10-12月期の消費は横ばい、名目賃金上昇が消費増加に
結びつかない構図が継続

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士



2024年10-12月期の実質GDP(1次速報)は前期比+0.3%、年率換算では+1.4%を見込む。消費は前期比+0.0%と横ばいとどまり、過去2四半期の伸びから減速する。2024年の実質賃金は6月・7月・12月のボーナス月こそ明確なプラスとなったものの、それ以外の月では明確な上昇はみられなかった。春闘賃上げ率の高さ、定額減税による実質消費増の期待は空振りに終わり、名目賃金上昇は実質消費増加に結び付いていない。先行きの経済見通しは、2024年度+0.3%(前回の経済見通し(第14号)対比+0.3%ポイント)、2025年度+0.6%(同+0.1%ポイント)と上方修正した。しかし、輸入減少によるGDP押し上げが主因であり、内容はよくない。民需については足元の指標を踏まえて2024年度を上方修正した。しかし、賃上げが持続的な民需拡大に結び付くとはいえず、2025年度を下方修正とした。

2024年10-12月期GDP(1次速報)予測:消費は過去2四半期の伸びから減速

当社予測では、2024年10-12月期の実質GDP(1次速報)は前期比+0.3%、年率換算では+1.4%となる。2024年10-12月期の実質消費は、前期比+0.0%となった。4-6月期の同+0.6%、7-9月期の同+0.7%から伸びが大幅に鈍化した。7-9月期は災害や地震情報に伴う備蓄需要が消費を押し上げたが、伸びは持続しなかった格好となった。10-12月期の総務省の総消費動向指数(CTIマクロ)では、名目消費が前期比+0.8%、実質消費が同+0.0%となった。同期の世帯消費動向指数(CTIミクロ)は、名目消費は前期比+0.6%(前期(7-9月期):同+0.4%)、実質消費は同-0.6%(前期:同-0.3%)となった。CTIミクロで実質消費の内容をみると被服及び履物、住居、家具・家具用品で減少し、交通・通信、教育、保健医療で増加した。また所得面では、よりサンプルのバイアスの小さい共通事業所ベースの現金給与総額は4-6月期は前年比+3.2%、7-9月期は同+3.7%、10-12月期は同+3.9%と伸びが加速している。もっとも持ち家の帰属家賃を除く総合で実質化した現金給与総額は、4-6月期は同+0.0%、7-9月期・10-12月期は同+0.5%と加速しているものの、消費の伸びには結びついていない。これは家計が、足元の実質所得上昇が持続するかに確信が持てず消費支出拡大に慎重になっていることが要因であろう。

次に10-12月期の民間住宅は、前期比-0.3%と3四半期ぶりに減少した。持ち家と分譲住宅で増加したものの、貸家での減少が大きく全体としては減少した。2024年後半以降、持家と分譲住宅は横ばいで推移する一方で、貸家の減少により全体として弱含んでいる。2024年3月以降の利上げにより、借りに占める割合の多い変動金利が上昇しており、日銀はさらなる利上げを模索している。米国ではこのように金利上昇が見込まれる場合、金利上昇前に住宅を購入しようとする駆け込み需要がみられる場合がある。日本経済において利上げが本格的に意識されるようになった2023年後半以降の住宅市場は全般的に軟調に推移しており、それほど大きな盛り上がりはみられていない。

図表1 実質GDPの推移・予測値(2024年10-12月期(1次速報、前期比、寄与度))

		(実績値)						(予測値)
		2023年			2024年			2024年
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
1	実質・国内総生産(前期比)	0.5	▲1.0	0.2	▲0.6	0.5	0.3	0.3
2	同(前期比・年率)	2.1	▲4.1	0.7	▲2.2	2.2	1.2	1.4
3	内需(寄与度)	▲0.8	▲1.0	0.1	▲0.1	0.9	0.5	▲0.1
4	民需(寄与度)	▲0.5	▲1.0	0.2	▲0.1	0.4	0.6	▲0.1
5	民間最終消費支出	▲0.7	▲0.6	▲0.1	▲0.6	0.6	0.7	0.0
6	民間住宅	1.5	▲0.9	▲0.9	▲2.7	1.2	0.4	▲0.3
7	民間企業設備	▲1.9	▲0.3	2.0	▲0.4	1.1	▲0.1	▲0.1
8	民間在庫変動(寄与度)	0.1	▲0.6	▲0.1	0.4	▲0.1	0.2	▲0.1
9	公需(寄与度)	▲0.3	0.0	▲0.1	0.0	0.5	▲0.1	▲0.0
10	政府最終消費支出	▲1.5	0.5	▲0.0	0.2	1.0	0.1	0.2
11	公的固定資本形成	0.2	▲2.1	▲1.7	▲2.1	5.2	▲1.1	▲1.7
12	外需(寄与度)	1.5	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.2	0.5
13	輸出	2.3	0.6	3.0	▲4.1	1.5	1.1	0.6
14	輸入	▲3.9	0.7	2.1	▲2.4	3.3	1.8	▲1.8
15	名目GDP	1.9	▲0.2	0.6	▲0.1	1.9	0.5	0.9
16	GDPデフレーター(前年同期比)	4.2	5.3	4.3	3.2	3.2	2.4	2.5
17	実質GDP(前年同期比)	1.7	1.1	0.9	▲0.9	▲0.9	0.5	0.6

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

10-12月期の設備投資は前期比-0.1%と、2四半期連続の減少となった。設備投資の先行指標とされる機械受注統計のコア民需(船舶・電力を除く民需)は、2024年4-6月期に前期比-0.4%、7-9月期に同-1.3%と2四半期連続での減少となっている。4-6月期は非製造業が大きく減少、7-9月期は製造業の落ち込みが大きかった。このことを反映して、10-12月期の設備投資は微かではあるが減少となる。

次に2024年10-12月期の外需の伸びをみると、実質輸出は前期比-0.9%(前期: +2.1%)、前年比-0.9%(前期: +1.4%、**図表2**)となった。前年比で減少するのは2020年10-12月期以来4年ぶりとなる。輸出減少の主因は財輸出の減少であり、従来の中国向けに加えて米国・欧州向けの輸出も減速したことが背景となっている。2023年1-3月期以降、世界経済の低迷などを受けて8四半期連続で財輸出が減少している。水際規制の緩和により2022年後半からインバウンド需要が回復し、2023年のサービス輸出は前年比+30%強までの急激な回復をみせてきた。しかし、同輸出金額は2024年中にはCOVID-19前の水準を超え、2024年10-12月期には同+3.5%まで伸びが落ち着いてきている。

また10-12月期の実質輸入は前期比-1.8%と大きく落ちこんだ。財輸入は前期比-3.5%、サービス輸入は同-0.3%と落ち込んだ。国内の経済活動の低迷、円安の影響により海外旅行などが伸びていない影響が出ている。

以上を踏まえて、GDPの前期比+0.3%(年率換算+1.0%)への寄与度をみると民需が前期比-0.1%ポイント(前期(7-9月期): +0.6%ポイント)となり、3四半期ぶりに減少する。賃金上昇が消費を押し上げる格好とならず、消費が横ばいにとどまる中、民間住宅・設備投資が振るわなかった。公的需要が横ばい(前期も同様)、外需が同+0.5%(前期: -0.2%ポイント)、うち輸出が+0.1%、輸入+0.4%となった。輸入はGDPの控除項目であるため、輸入減少がGDPを押し上げた。

2024年度、2025年度の見通し: 2024年度は上方修正だが、輸入減少が主因で内容はよくない

以上みてきたように、10-12月期の日本経済は過去2四半期連続で増加していた消費が横ばいとなり、名目賃金の伸びが消費拡大に結び付いていない。当社は**図表3**のように経済見通しを改定し、実質GDPは2024年度+0.3%、2025年度+0.6%を見込む。上記の2024年10-12月期GDP(1次速報)の予測、足元の経済状況を考慮した。前回(**日本経済見通し(第14号)**)と比較すると、実質GDPは2024年度の+0.0%から0.3%ポイント上方修正、2025年度の+0.5%から0.1%ポイントの上方修正となった。ただし、主因は国内需要低迷を受けた輸入減少によるGDP押し上げであり、内容はよくない。

民間需要寄与度は、2024年度は+0.3%ポイントから+0.4%ポイントに0.1%ポイントの上方修正、2025年度は+0.3%ポイントから+0.2%ポイントに0.1%ポイントの下方修正となった。民間最終消費は、2024年度に+0.5%を見込む。前年度(2023年度)が-0.4%であったため、両年を均すと微増にとどまる。さらに2025年度に+0.6%から+0.5%へと下方修正した。

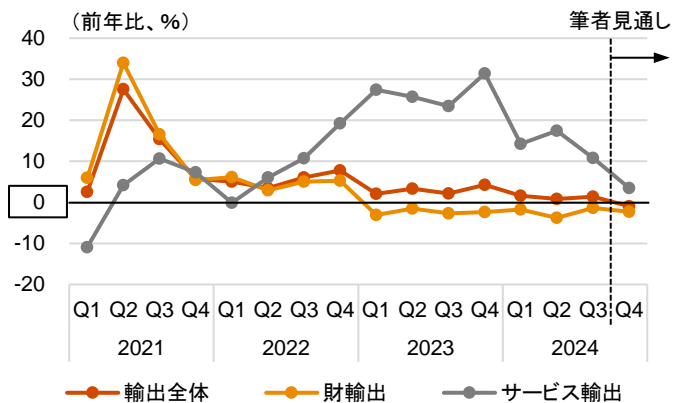
図表3 日本経済の見通し

	(実績)	今回(2025年2月・第15号)の予測値		前回(2024年12月・第14号)の予測値		(差) (今回-前回)	
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2024	FY2025	FY2024	FY2025
国内総生産(支出側)	0.7	0.3	0.6	0.0	0.5	0.3	0.1
国内需要(寄与度)	-0.7	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2	-0.2
民間需要(寄与度)	-0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1
公的需要(寄与度)	-0.2	0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0
海外需要(寄与度)	1.4	-0.4	0.3	-0.6	0.0	0.2	0.3
民間最終消費支出	-0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.1	-0.1
民間住宅	0.8	-1.3	1.0	-1.4	1.1	0.1	-0.1
民間企業設備	-0.1	1.7	1.3	1.5	1.6	0.2	-0.3
民間在庫変動(寄与度)	-0.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	0.0
政府最終消費支出	-0.8	1.5	0.2	0.9	0.3	0.6	-0.1
公的固定資本形成	-0.3	0.5	0.4	1.7	1.7	-1.2	-1.3
輸出	2.8	1.3	3.2	2.1	3.7	-0.8	-0.5
輸入	-3.3	3.4	1.7	5.2	3.6	-1.8	-1.9
コアCPI(生鮮食品を除く総合)	2.8	2.7	2.2	2.3	1.7	0.4	0.5
GDPデフレーター(前年比)	4.0	3.1	2.3	2.8	1.8	0.3	0.5
名目GDP	5.0	3.4	2.9	3.0	2.4	0.4	0.5

前回は、**日本経済見通し(第14号)**。

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

図表2 輸出の推移・見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算(GDP統計)」、日本銀行「実質輸出入」より筆者作成。2024年Q2は筆者による予測値。

図表4は実質賃金の推移を示している。名目賃金を現金給与総額(毎月勤労統計の共通事業所ベース)で見ると、12月に前年比+5.2%となった。うち所定内給与は同+2.9%、特別給与は同+7.9%となった。冬のボーナス増加が寄与した。2024年度は、春闘賃上げ率の高さから名目賃金の伸びが注目された。過去の推移を振り返ると6月・7月の夏季ボーナス、12月の冬季ボーナス時には名目賃金は4%を超える大幅な伸びを記録した。

2025年度の春闘については、2024年度の企業収益が原資となる。企業収益は製造業におけるAI需要対応の半導体関連の押し上げ、非製造業におけるインバウンド需要回復を受けて、堅調に推移する見込みである。労働市場は逼迫度合いがやや緩和していたものの、新規求人数の減少には歯止めがかかりつつあり、足元の人手不足は継続している。このため、足元でみられた初任給の引き上げの動きも2025年度も継続しよう。このことから、2025年度の名目賃金も2024年度と同程度の3%程度で推移しよう。

次に図表4に消費者物価上昇率(帰属家賃を除く総合、全国)を逆軸にした棒グラフで掲載している。12月は同+4.2%となった。

また、全国の消費者物価指数の先行きの動きをみるために、先行指標である東京都区部の1月中旬値をみると総合で前年比+3.4%(前月:同+3.1%)、持ち家の帰属家賃を除く総合では同+4.1%(前月:同+3.7%)と前月から伸びた。政府の負担補助の減った電気・ガス代のエネルギーが伸びたことに加えて、食料が大きく伸びた。国際連合食糧農業機関(FAO)の食料価格指数をみると、2024年秋から高止まりしている。今後とも食料価格の押し上げ圧力は維持されよう。2024年の実質賃金はボーナス月では明確にプラスとなったものの、それ以外の月ではおおむね実質賃金はゼロかマイナスに沈んだ。これらの動きを踏まえると、1月の全国の消費者物価(帰属家賃を除く総合)は同+4.2%を超えて推移しよう。

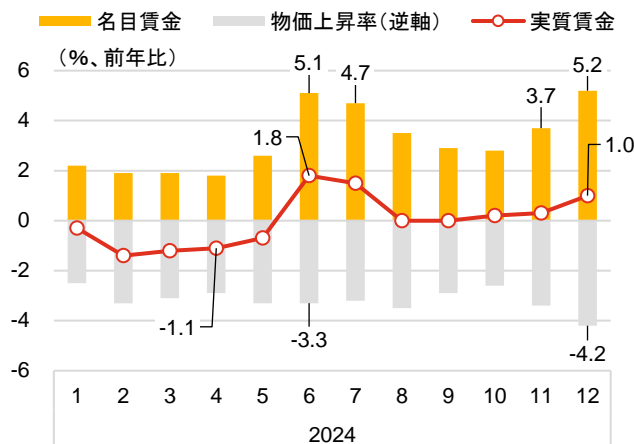
以上を踏まえると、2025年度も賃金は前年比+3%程度で推移するものの、物価も同じく前年比+4%程度となり実質賃金の伸びは横ばいか減少となる見込みである。報道等では2025年度の春闘の盛り上がり、人手不足による新卒給与の引き上げなど名目賃金上昇に関する内容が多い。しかし、上記の経済・物価動向を踏まえると、2025年度も実質賃金は明確なプラスとはならず消費を押し上げるには力不足となろう。

また、2024年度の設備投資は前年比+1.7%と前回から0.2%ポイントの上方修正とした。設備投資の先行指標であるコア受注は7-9月期から10-11月期までの+2.7%と増加した。これはAI需要に対応した電気機械などの製造業が牽引していることを反映した。もっともこうした動きは、米国による半導体輸出規制の影響で、日本から中国への輸出を増やすための一時的な増加の公算が大きい。このため、2025年度は+1.6%から+1.3%へと下方修正した。

輸出は、欧州・中国経済の低迷から両地域・国向け輸出が低迷するとみて、2025年度・2026年度を下方修正とした。また、米トランプ大統領による関税の引き上げについてもどこまで実施されるか不透明感が強いものの、中国・欧州を含む世界経済全体に影響を与えるとみられる。輸入については2024年10-12月期の動きにみられたように、国内経済の活動が低迷していることから、軟調に推移するとみて下方修正した。

今後は、現在議論されている「103万円の壁」の引き上げなどの家計の負担軽減策によって、実質可処分所得を高めることが求められよう。そのような動きが強まらない場合、家計が名目賃金上昇が持続的な実質可処分所得増加に結び付くとはみなさずに消費拡大に結びつかない公算が大きい。賃金と物価だけでなく、需要の増加を伴っているかをしっかりと点検していくことが重要となろう。日本銀行が賃金と物価の動きのみに注目して利上げを継続していけば、金融環境が悪化して設備投資と住宅投資の押し下げ要因とならないかも警戒が必要である。また、米国の関税引き上げの影響を踏まえた米国の経済・物価動向、各国の対応を受けた海外経済動向にも注意が必要である。海外経済動向にかかわらず持続的な成長をとげるためには、現在生じつつある賃金と物価の動きをしっかりと需要拡大に結び付けることが重要である。

図表4 実質賃金の推移



(注) 名目賃金は、共通事業所ベース(調査産業計)の現金給与総額の前年比。物価上昇率は「帰属家賃を除く総合」の前年比。

(出所) 厚生労働省、総務省より筆者作成。

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700