

Economic Forecast Report

日本経済見通し(第18号):

1-3月期GDP(2次速報)予測:設備投資により下方修正、
トランプ関税引き上げ後の注目ポイント



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

2025年1-3月期の法人企業統計では、売上高が過去最高を更新した。経常利益の伸びは鈍化したものの、設備投資は2四半期ぶりに増加に転じた。2025年1-3月期の実質GDP(2次速報)予測値では設備投資が下方修正となり、年率換算-1.9%と1次速報から下方修正となる見込み。今後、製造業を中心にトランプ関税の影響により、輸出減少を通じて企業の生産・設備投資、利益などの下押し圧力が顕在化することが懸念される。米国向け輸出を通じた直接的な影響は米国向けの自動車がもっとも大きくなろう。他国の景気減速を通じた間接的な影響としては、中国を除くアジア向けの鉄鋼、中国向けの一般機械・電気機器の動向が注目となろう。これらを踏まえて、当社の経済見通しを改定した。実質GDPの成長率は、2024年度が+0.7%の後、2025年度が-0.4%となる。2025年度は輸出減少と住宅投資減少を見込んで下方修正した。

2025年1-3月期・法人企業統計:設備投資は2四半期ぶりに増加に転じる

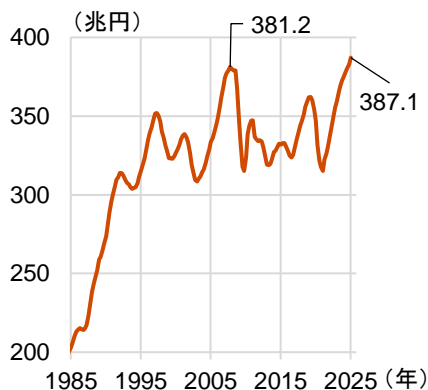
財務省より、2025年1-3月期の法人企業統計が公表された。金融・保険業を除く全産業をみると、売上高(原数値)は404.2兆円、前年比+4.3%(前期(10-12月期):同+2.5%)となり、16四半期連続の増収となった。水準としても1954年4-6月期の現行統計開始以来、過去最高を更新した。前期に国際金融危機前の2007年1-3月期の売上高396.4兆円を約18年ぶりに更新していた。業種別では製造業が前年比+5.7%(前期:+2.2%)と伸びが拡大した。輸送用機械、情報通信機械で増加し、鉄鋼、金属製品が減少した。輸送用機械は、前年に認証不正問題を受けて売上が減少した。本年はその反動増が押し上げている面がある。このため、製造業の伸びは割り引いてみる必要がある。非製造業は同+3.8%(同:+2.7%)と伸びがやや加速した。卸売業・小売業、サービス業が押し上げ、物品賃貸業が減少した。

1-3月期の経常利益は28.4兆円となり、前年比+3.8%(前期:同+13.5%)と増益は維持したものの、伸びは大幅に鈍化した。製造業は前年比-2.4%(同:+26.7%)と2四半期ぶりに減益となった。前期は米国による関税の引き上げ前の製造業の駆け込み需要が利益を押し上げた。今期は反動減となった。米国向けの影響が大きい輸送用機械の他、食料品で減少した。その一方、化学、電気機械で増加した。非製造業が同+7.0%(同:+6.4%)と増益が継続している。業種別にみると、建設業、不動産業など国内需要向け産業で増益となり、運輸業・郵便業、情報通信業で減少した。

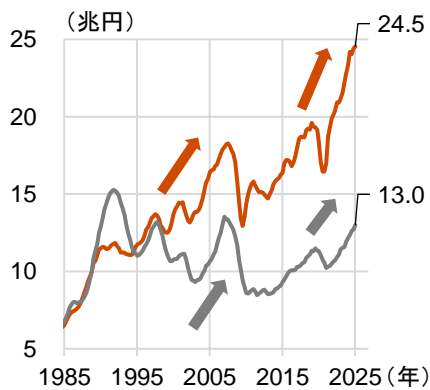
全産業のソフトウェアを含む設備投資は前年比+6.4%(前期:同-0.2%)と2四半期ぶりに増加に転じた。前期は15四半期ぶりに若干ながら減少に転じたが、速やかに増加に転じた格好である。業種別にみると製造業は同+4.2%(同+0.8%)と伸びを強めた。食料品、鉄鋼で増加し、情報通信機械、はん用機械で押し下げた。非製造業は同+7.6%(同-0.8%)と2四半期ぶりに増加した。運輸業・郵便業、情報通信業で増加した一方、サービス業、物品賃貸業で減少した。

図表1~3で改めて全規模・全産業(金融・保険業を除く、4四半期の移動平均)の動きを確認しておこう。図表1で売上高の水準をみると、COVID-19による落ち込みの後、急激に拡大し、2025年1-3月期に387.1兆円に到達した。2007年10-12月期の381.2兆円を上回った。図表2で企業の設備投資余地を示すフリーキャッシュフロー(経常利益/2+減価償却費)をみると、24.5兆円となり、高水準を維持している。設備投資は利益の伸びほどではないものの、13.0兆円まで緩やかに拡大している。

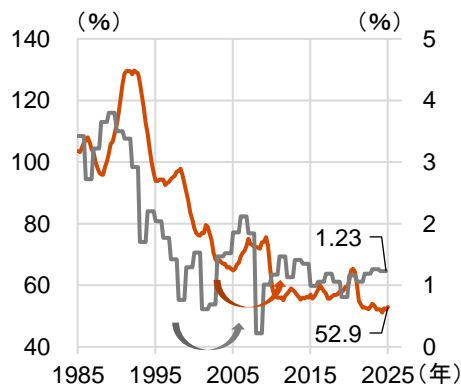
図表1 売上高の推移



図表2 利益・設備投資の推移



図表3 キャッシュフロー比率



— フリーキャッシュフロー
— 設備投資(ソフトウェアを含む)

— フリーキャッシュフロー比率(左軸)
— 経済成長率の見通し(右軸)(注2)

(注1) 全規模・全産業(金融・保険業を除く)、4四半期の移動平均。フリーキャッシュフロー=経常利益/2+原価償却費。キャッシュフロー比率=ソフトウェアを除く設備投資/フリーキャッシュフロー。

(注2) 実質経済成長率の今後3年間の見通し

(出所) 財務省「法人企業統計調査」より、筆者作成。

フリーキャッシュフローのうち、どの程度が設備投資に向けられたかを示す設備投資・キャッシュフロー比率(以下、FCF比率)をみたのが図表3である。同比率は、2025年1-3月期に52.9%(前期:52.1%)となった。2023年7-9月期から2024年10-12月期まで51.1%~52.5%の過去最低水準で低迷していたが、やや回復した。企業収益の好調さが継続する中で、人手不足対応やDX対応等で設備投資にやや前向きな姿勢に転じているとみられる。もっとも2013年から2019年には57%程度で推移しており、その水準を下回っている。また、トランプ関税の影響見極めによる設備投資計画の遅延に加えて、先行きはトランプ関税の影響で2025年度の経常利益は7%の減益となる見込みである。また、国内では貸出金利や市場金利も上昇しており、FCF比率の改善にみられる企業の設備投資の積極化姿勢が継続するかは慎重に見極める必要がある。

2025年1-3月期GDP(2次速報)の予測値:設備投資は下方修正見込み

6月9日に内閣府より、2025年1-3月期のGDP(2次速報)が公表される。当社予測では、実質GDPは2次速報では前期比-0.5%(年率-1.9%)となり、1次速報の同-0.2%(同-0.7%)から下方修正となる(図表4)。1-3月期の法人企業統計のソフトウェアを含む設備投資(季節調整済み)は前期比+1.6%(10-12月期:同+1.3%)と加速した。製造業は同+0.1%となり前期の同+1.9%から減速した。一方、非製造業は同+2.4%と前期の同+1.0%から伸びが加速した。GDPベースの民間設備投資は、1次速報の前期比+1.4%から、2次速報では同+0.5%へと下方修正となる。

図表4 実質GDPの推移・見込み(前期比、寄与度)

		(実績値)						(予測値)
		2023年		2024年				2025年
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
1	実質・国内総生産(前期比)	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 0.4	0.9	0.2	0.5	▲ 0.5
2	同(前期比・年率)	▲ 4.0	▲ 0.2	▲ 1.6	3.8	1.0	2.1	▲ 1.9
3	内需(寄与度)	▲ 0.9	0.2	▲ 0.3	1.2	0.4	▲ 0.1	0.2
4	民間(寄与度)	▲ 0.9	0.3	▲ 0.2	0.7	0.5	▲ 0.2	0.2
5	民間最終消費支出	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.6	0.8	0.7	0.1	0.0
6	民間住宅	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 3.2	1.2	0.7	▲ 0.2	1.2
7	民間企業設備	▲ 0.3	2.4	▲ 1.1	1.4	0.1	0.8	0.5
8	民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.6	0.0	0.2	0.0	0.1	▲ 0.3	0.1
9	公需(寄与度)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0
10	政府最終消費支出	0.4	▲ 0.1	0.3	0.9	0.1	0.3	▲ 0.0
11	公的固定資本形成	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.2	5.7	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.4
12	外需(寄与度)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	▲ 0.7
13	輸出	0.8	2.4	▲ 3.6	1.5	1.2	1.7	▲ 0.6
14	輸入	0.9	3.4	▲ 3.7	2.7	2.2	▲ 1.4	2.9
15	名目GDP	▲ 0.0	0.3	▲ 0.0	2.2	0.7	1.1	0.3
16	GDPデフレーター(前年同期比)	5.4	4.5	3.2	2.9	2.4	2.6	3.2
17	実質GDP(前年同期比)	1.0	0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.7	1.3	1.3

(出所) 内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

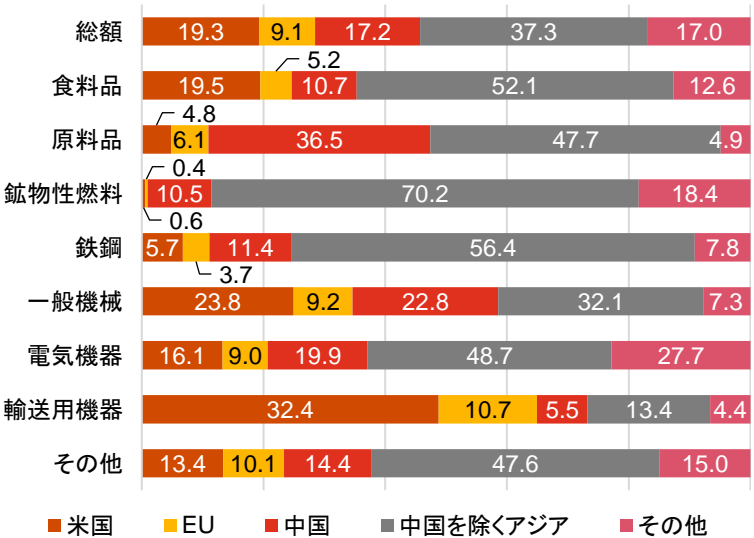
米関税の引き上げの影響

今後、米国の関税率の引き上げにより、日本を含む各国から米国向けの輸出が減少することが懸念される。日本からの品目別・地域別の輸出金額をみたのが図表5である。ここから、今後の影響をみるべきポイントを考えていきたい。

輸出総額のうち、もっとも大きいのは中国を除くアジア向けで37.3%と4割弱を占めている。次に大きいのが焦点の米国向けで19.3%と2割弱である。第3に中国向けが17.2%、その他が17.0%となっている。

米国の関税の引き上げの影響は、日本から米国向け輸出減少という直接的な効果の他、中国・アジアなどの米国向け輸出減少による景気悪化を受けて、日本から中国・アジア向けの輸出減少という間接的な効果が考えられる。

図表5 日本からの輸出額
(品目別・地域別、2025年4月)



(注) 食料品以下の品目は、主要な業種を抜粋している。
(出所) 内閣府「貿易統計」より、筆者作成。

直接的効果 米国向け輸出が大きいほど、直接的な輸出減少度合いが大きくなる。米国向け輸出比率が大きい業種としては、自動車を含む輸送用機器が32.4%と3割強、半導体製造装置を含む一般機械が23.8%となっている。現在、自動車の関税は25%への引き上げとされているが、米国と英国との貿易合意では、年間10万台を上限に10%に抑制されることとなった。日本でも同様の措置がとられるかが注目される。半導体を巡る動向も現状不透明となっている。

間接的効果 他に25%の関税率が課されるとされる鉄鋼についてみると、米国向けは5.7%、中国を除くアジア向けが56.4%となっている。このため、鉄鋼の輸出については、主に中国を除くアジア向け輸出減少が間接的な効果として発現することが懸念される。さらに米国からもっとも高い関税が課される中国向け輸出をみると、原料品が36.5%、一般機械が22.8%、電気機器が19.9%となった。一般機械には半導体等製造装置、電気機器には半導体等電子部品(IC)、電池などが含まれる。

このように、直接的な影響は米国向けの自動車、間接的な影響としては、中国を除くアジア向けの鉄鋼、中国向けの一般機械・電気機器等の動向を確認すべきであろう。これらは、今後のDaily Macro Economic Insightsでも確認していく予定である。

経済見通し：輸出・住宅の影響で経済見通しを下方修正

今般、日本経済見通し(第18号)を策定した。日本の実質GDPは、2024年度に+0.7%と緩やかな回復を遂げた後、2025年度には-0.4%とマイナス成長に転じる見込み(図表6)。前回の日本経済見通し(第17号)を策定したのは、2025年1-3月期の実質GDP(1次速報値)の公表前である。同1次速報値では、住宅投資と輸出が当社見通しを下回った。これを受けて、住宅投資を2024年度(-0.2%→-1.1%)、2025年度(-0.9%→-3.0%)と下方修正した。これは法改正に伴う2024年度末の駆け込み需要が、当社想定ほどではなかったこと、金利上昇により住宅投資が抑制されることを考慮した。また、輸出は2024年度(+2.2%→+1.7%)、2025年度(+0.6%→-1.2%)と下方修正した。2025年1-3月期の輸出はサービス輸出の減少、トランプ関税の引き上げによる影響が拡大することを見込んだ。

トランプ関税の影響を受けて米国、中国、アジア向けの輸出が減少する。2025年度は名目賃金の上昇が消費を支えるものの、先行きの企業収益・賃金の伸び鈍化を織り込んで民需の回復が鈍化しよう。

図表6 日本経済の見通し

	(実績)	今回(2025年5月・第18号)の 予測値		前回(2025年3月・第17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	0.7	-0.4	0.7	-0.1	0.0	-0.3
国内需要(寄与度)	-0.7	1.0	0.3	1.0	0.3	0.0	0.0
民間需要(寄与度)	-0.5	0.7	0.3	0.6	0.3	0.1	0.0
公的需要(寄与度)	-0.2	0.4	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
海外需要(寄与度)	1.4	-0.3	-0.6	-0.3	-0.4	0.0	-0.2
民間最終消費支出	-0.4	0.8	0.5	0.8	0.5	0.0	0.0
民間住宅	0.8	-1.1	-3.0	-0.2	-0.9	-0.9	-2.1
民間企業設備	-0.1	2.3	1.6	1.9	1.1	0.4	0.5
民間在庫変動(寄与度)	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.0
政府最終消費支出	-0.8	1.5	0.1	1.6	0.3	-0.1	-0.2
公的固定資本形成	-0.3	1.2	0.1	1.1	-0.4	0.1	0.5
輸出	2.9	1.7	-1.2	2.2	0.6	-0.5	-1.8
輸入	-3.3	3.4	1.9	4.1	2.6	-0.7	-0.7
コアCPI(生鮮食品を除く総合)	2.8	2.7	2.2	2.7	2.2	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	4.0	3.2	2.3	3.3	2.3	-0.1	0.0
名目GDP	5.0	3.8	2.0	3.9	2.3	-0.1	-0.3

前回は、日本経済見通し(第17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。

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