

Q E 予 測

2025 年 9 月 1 日

年率+1.9%と1次速報から上振れを予測（4～6月期2次QE）

調査部
チーフ日本経済エコノミスト

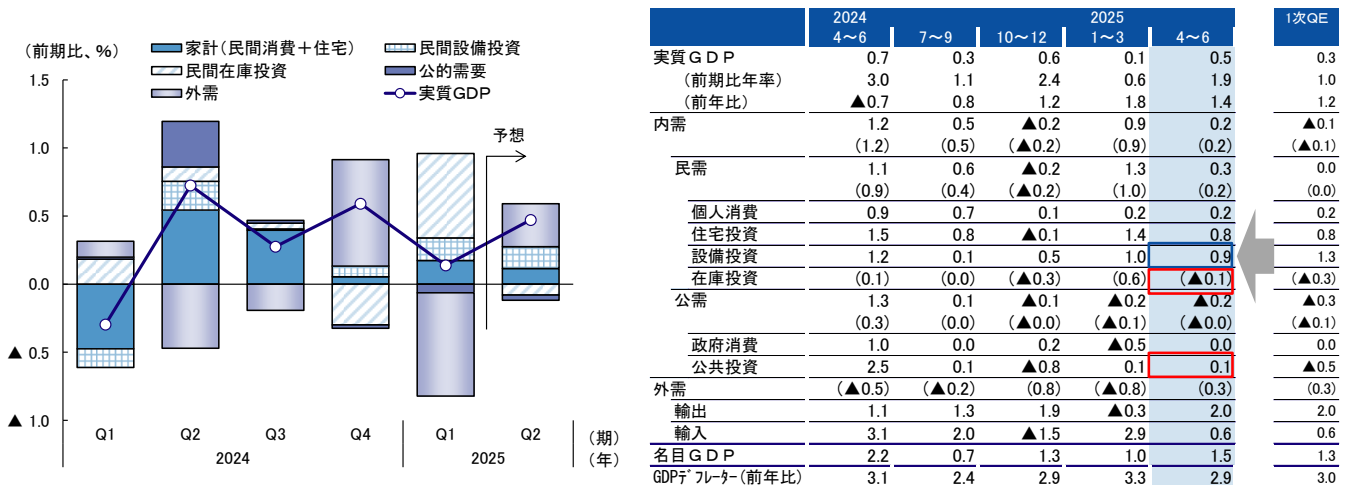
酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 4～6月期の実質GDP（2次速報値）は、法人企業統計や建設総合統計の公表などを受け、前期比+0.5%（年率+1.9%）と1次速報の前期比+0.3%（年率+1.0%）から上方修正を予想
- 設備投資が下振れる一方、在庫投資・公共投資が上振れ。トランプ関税が逆風となる中でも対米輸出価格引下げを受けて輸出は増加、個人消費・設備投資も増加基調を維持する構図は変わらず
- 7～9月期は関税の価格転嫁が徐々に進む中で輸出が下押しされるほか、住宅投資の反動減がマイナス要因に。個人消費も食料インフレ継続で伸び悩み、実質GDPは小幅マイナス成長を予想

4～6月期の実質GDP（2次速報）は1次速報から上方修正を予想。設備投資が下振れる一方、在庫投資・公共投資が上振れ。現時点ではトランプ関税による実質GDPへの影響は限定的だが、先行きは停滞局面に

9月8日に内閣府から4～6月期の「四半期別GDP速報（2次速報値）」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率+1.9%）と、1次速報の年率+1.0%から上方修正を予想する（図表）。設備投資が下振れる一方で在庫投資・公共投資が上振れるだろう。自動車メーカーは米国向け輸出価格を引き下げて輸出数量の落ち込みを回避している。設備投資も堅調に推移しており、トランプ関税による実質GDPへの影響は現時点で限定的だ。もっとも、先行きは徐々に関税の価格転嫁が進む中で輸出が下押しされるほか、食料インフレの継続が個人消費を下押し、当面の日本経済は停滞（「踊り場」）局面を予想している。

図表 2025 年 4～6 月期 GDP（2 次速報）予測



(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資は下方修正、在庫投資は上方修正を予想

法人企業統計季報によると、4～6月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+1.6%（1～3月期同+1.9%）と5期連続の増加となった。製造業が同+6.3%（1～3月期同+0.9%）と増加した一方、非製造業は同▲1.0%（1～3月期同+2.4%）とマイナスで推移した。経常利益について前期比+0.7%（1～3月期同▲3.1%）と増加した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は前期比+0.9%と1次速報（同+1.3%）から下方修正される見通しだ。5期連続でのプラスとの絵姿は変わらないが、ここ2四半期に全体をけん引してきた非製造業・有形固定資産投資が減少したこと等を受けて、やや鈍化する格好となるだろう。

トランプ関税が製造業を中心に逆風となることが懸念された中でも、全体としてみれば経常利益は前年比+0.2%と高水準で推移しており、原油価格低下等に伴う交易条件の改善を受けて投資余力は十分にあると評価できるだろう。日銀短観6月調査における全規模・全産業でみた2025年度の収益計画・設備投資計画はともに直近3年間（2022～2024年度）とほぼ同水準であり、マクロでみたトランプ関税の影響は現時点では限定的との評価でよいだろう。

日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2025年6月）」をみると、2025年度の大企業・設備投資計画は前年度比+14.4%と前年計画比で鈍化したものの、堅調な水準を維持している。製造業では自動車に加えて化学、鉄鋼などでEV関連投資が見込まれるほか、脱炭素関連の投資も目立つ。非製造業は都市開発関連投資やデジタル化・原子力・データセンター（DC）関連の投資が牽引している模様だ。

以上を踏まえると、基調としての設備投資は底堅く推移しているとみてよいだろう。ただし、人手不足による供給制約が引き続き重石になっているとみられる点には留意が必要だ。上記の日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2025年6月）」においても、建設投資関連では工期の遅れや工事費高騰による見直しなど供給制約の影響が見受けられる。

民間在庫投資については、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わる。原材料・仕掛品ともに上振れることを主因として、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.1%Ptと1次速報（▲0.3%Pt）から上方修正されると予想する。

公共投資は上方修正を予想

公共投資については、6月分の建設総合統計の結果が反映されるが、前期比+0.1%と1次速報（同▲0.5%）から上方修正を予想する。建設コスト上昇等が下押し要因になったものの、2024年11月に閣議決定された政府の「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」（並びにその財源と

個人消費は変わらないと 予想

して成立した2024年度補正予算)を受けた防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業が徐々に進捗しつつあるとみられる。

政府消費は1次速報時点(同+0.0%)からほぼ変わらず、横ばいで推移したとみている。公的需要全体では前期比▲0.2%と1次速報(同▲0.3%)から上方修正されると予想する。

個人消費については、6月のサービス産業動態統計調査が反映されるが、1次速報(同+0.2%)から変わらないと予想する。食料インフレの継続により非耐久財は減少したほか、サービスも伸び悩んだ一方、猛暑を受けたエアコン・衣類など夏物商材の需要増加を背景として耐久財や半耐久財が増加した。好調な夏のボーナスが6月の個人消費を押し上げたこともプラスに寄与したとみられる。

家計の所得環境を確認すると、2025年春闘賃上げ率(最終集計)は2024年を上回る水準での着地となった。ただし、全体(5.25%)と中小(4.65%)の差は0.6%Ptと24年から小幅に縮小したものの、企業規模間の格差が引き続き残存している点には注意が必要だ。さらに、労働組合のない企業の賃上げ率は連合の春闘対比で低い公算が大きい。厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」によると、2024年の労働組合のない企業の賃金改定率は3.6%と労働組合がある企業(4.5%)を大きく下回った。中小企業の賃上げ余力の乏しさに鑑みると、基調としてのマクロの名目賃金は春闘ベア(3.7%)と比べて低い伸びとなる可能性が大きいだろう。

6月の所定内給与(共通事業所ベース、確報)は前年比+2.4%(5月同+2.4%)と、好調だった春闘対比で加速感を欠く伸びで推移している。企業は例年7~8月にかけて春闘結果を受けた賃金改定を実施する傾向があり、上記の春闘の結果を受けて、所定内給与は夏場にかけてもう一段の加速が見込まれ、現時点では共通事業所ベースで前年比+2%台半ば~後半まで伸び幅を高めるとみている。

一方で、食料品を中心とした価格上昇を受けて実質賃金は依然として前年比マイナスで推移している。6月の実質賃金(共通事業所ベース、確報)は前年比▲0.4%と6カ月連続で前年割れとなっており、好調な夏季賞与が押し上げに寄与することでマイナス幅が縮小したものの、プラス圏浮上までは依然として距離がある状況だ。6月の消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)をみても、原油価格下落に加えて政府による補助金政策を受けてガソリンが低下したこと等によりエネルギーが鈍化した一方、生鮮食品を除く食料が上昇率を高めたことで、前年比+3.8%と高い伸びが続いている。米類など身近な食料品の価格高騰は家計の節約志向を強めていると考えられ、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(6月調査)によれば、体感物価が平

外需は変更なしを予想

均で前年比+19.5%と加速しているほか、暮らし向きDIは▲57.2%Ptと、リーマンショック後に迫る2009年9月以来の低水準まで落ち込んでいる。

こうした実質賃金・消費者マインドの動向を踏まえれば、個人消費の基調について楽観視することは出来ない。個人消費の水準をみても、(本稿の予測どおり1次速報時点からかわらないとしても)ようやくコロナ禍前(2019年平均)に戻った程度に過ぎない。後述するように、猛暑を受けた夏物需要の増加は一時的なものであり、食料インフレが継続する中で個人消費の基調は力強さを欠いているとみるのが妥当であろう。

外需についても、1次速報時点で6月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

輸出については、1次速報時点(前期比+2.0%)から変わらないと予想する。財輸出、サービス輸出いずれも増加する構図も変わらないだろう。

財輸出については、電気機器や一般機械など欧州向けを中心に増加した。トランプ政権による自動車等への関税政策の影響が懸念されたが、日本の自動車メーカーが米国向け輸出価格を引き下げることで関税コストの上昇を負担しており、輸出数量・生産の落ち込みが回避されている状況だ(実質GDPへの下押し影響は抑制されている一方、輸出価格の引き下げは交易条件の悪化を通じてGDI(国内総所得)を下押しする格好となる)。

サービス輸出については、その他サービス(産業財産権等使用料など)の受取増加が押し上げ要因になったとみられる。インバウンド需要(非居住者家計の国内での直接購入)は減少した。6月の訪日外客数は338万人(前年比+7.6%)とそれまでの2桁増から伸びが鈍化しており、地震を巡る情報がSNS等で拡散したことを受けて香港(前年比▲33.4%)など一部で訪日旅行を回避する動きが影響したとみられる。もっとも、増勢に一服感が出ているとは言え、それでも年間4,000万人を上回るペースを維持しており、総じてみれば訪日外客数は堅調との評価が妥当だろう。4~6月期の訪日外国人消費総額は2.5兆円と前期(2.3兆円)を上回る好調な結果となっている。宿泊費の増加を主因として一人当たり旅行支出(観光・レジャー目的)は23.7万円と前期(22.3万円)から拡大した。ただし、円安効果一巡で高額商品の販売が鈍ったことで、買い物代が2四半期連続で縮小している点には留意が必要だ。

輸入についても、1次速報時点(前期比+0.6%)から変わらないと予想する。財輸入については、OSのサポート終了等を受けた更新需要からPC輸入が拡大したほか、IC輸入も増加し、プラスで推移した。一方、サービス輸入については、前期からの反動もあり、専門・経営・コンサルティングサービス(広告サービスなど)が減少し、マイナスで推移した。

輸入の増加幅を上回って輸出が増加したとの見方は変わらず、純輸出の実

7～9月期はトランプ政権による関税政策が輸出を下押しするほか、住宅投資の反動減が下押し要因に。個人消費や設備投資にも力強さを期待しにくく、実質GDPは小幅なマイナス成長を予想

質GDP成長率に対する寄与度も1次速報（+0.3%Pt）から修正はなされないと予想する。

以上のとおり、4～6月期は上方修正となり、現時点でトランプ関税による影響は限定的で、日本経済は5期連続のプラス成長との見方は変わらないとみている。もっとも、トランプ関税による下押し影響はこれから次第に顕在化することが見込まれる。7～9月期は輸出・生産の下押し影響が徐々に拡大すること等を受けて、小幅なマイナス成長になる可能性が高いと現時点で予想している。

8月にトランプ大統領は約70の国・地域に対して10～50%の相互関税を正式に発動した。貿易状況に応じた追加措置が盛り込まれているほか、トランプ大統領は半導体への高関税に言及するなど、継続協議となったメキシコ・中国の動向も含め不透明感は引き続き残存している状況だ。

日本は相互関税15%・自動車関税12.5%（既存税率含めて15%）で合意に至ったが、関税コストの上昇を日本の輸出企業が輸出価格引下げで吸収し続けることは（マージン圧縮による収益への負担から）難しいとみられる。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2025年6月）」によると、大企業の関税対応では「販売価格引き上げ」が20.2%とトップ（輸送用機器では約27%）となっている。日本企業の多くは関税政策による影響を見極め中和とみられるが、見極めが進んだ大企業では販売価格引き上げの動きがみられる。7月時点では輸出価格引き下げを通じて関税による輸出数量の下押し影響が緩和される状況が継続し、対米輸出数量は横ばい圏で推移しているが、今後は乗用車やその他の品目で現地販売価格が徐々に上昇することに伴い、需要減が先行きの輸出数量や生産を下押しする影響も次第に顕在化する可能性が高いだろう。米国景気も（後述するように腰折れするとまでは筆者はみていないが）減速に向かうとみられ、財輸出に景気のけん引役は期待しにくい。インバウンド需要についても、7月訪日外客数は344万人（前年比+4.4%）と伸びが鈍化しており、地震を巡る情報のSNS等での拡散を受けて香港（前年比▲36.9%）や韓国（前年比▲10.4%）など一部で訪日旅行を回避する動きが続いているとみられる。こうした動きは今後縮小するとみられるが、7～9月期のサービス輸出についても一時的な訪日回避の動きが下押し要因になる点には留意が必要だ。

一方、内需については、住宅投資が前述した駆け込み着工の反動減を受けて進捗ベースで落ち込むことがマイナスに寄与することが見込まれる。7月の新設住宅着工は全体で前年比▲9.7%（6月同▲15.6%）と4カ月連続のマイナスで推移しており、駆け込みの反動減から元のトレンド水準まで回復していない状態が継続している。さらに、個人消費・設備投資にも力強さを期待

日米の関税交渉合意を受け、景気後退の可能性は低下したとの見方。中期的な投資行動に与える影響は注視する必要

しにくい。7月の小売業販売額（実質ベース）は前月比▲2.0%と減少しており、6月の猛暑で夏物衣類やエアコン等の夏物需要が先食いされた反動が出ているとみられるほか、生鮮野菜価格の高騰など食料インフレが個人消費を下押しする構図が続いている。コメ価格（銘柄米）も高止まりしており、新米価格の動向（25年産の仮渡金が24年産を上回っている）も踏まえれば先行きもコメ価格の高騰が個人消費の重石になることが見込まれる。原油安に伴う輸入物価の低下（7月の輸入物価は円ベースで前年比▲10.4%と前年比2桁マイナスが継続している）や制度要因（電気・ガス料金の補助再開により8月以降のコアCPIが0.3%Pt程度押し下げられる）に伴うエネルギー価格の下落等を受けて消費者物価上昇率が徐々に鈍化することで、実質賃金は改善傾向で推移し、個人消費は増加基調を維持するとみているが、回復ペースは緩慢なものとなる可能性が高いだろう。設備投資も、交易条件の改善が企業収益を下支えすることに加え、省力化対応や脱炭素関連など持続的な投資需要が顕在化することが押し上げ要因になるとみているが、前述したように製造業では関税コストを輸出価格引下げで吸収することでマージンが圧縮されており、先行きの設備投資が下押しされる可能性が高い（機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、4～6月期は前期比+0.4%と減速しているほか、7～9月期の受注見通しは同▲4.0%となっている）。

以上を踏まえ、全体としてみれば、7～9月期は小幅なマイナス成長となる可能性が高いとみている。経済活動が腰折れするまでには至らないものの、当面は停滞局面（「踊り場」）となる可能性が高いとみている。

現時点では、関税合意を受けて、日本経済が景気後退入りするリスクはいったん後退したとみている。相互関税25%・自動車関税25%が賦課された場合、米国向け輸出数量減による日本の実質GDPの下押し影響（向こう1年間）は▲0.4%程度、雇用所得や設備投資への波及も含めれば▲0.5%以上の下押し影響となることを見込んでいた（短期的には米国内で代替生産が難しい面もあること等により価格上昇がそのまま輸出数量減に直結するわけではない点、自動車産業が輸出価格を引き下げることで輸出数量への影響を緩和させている点等を試算に反映している）。この場合、日本経済は景気後退入りする可能性は十分に考えられるところであった。今回の合意により、米国向け輸出数量減による日本の実質GDPの下押し影響（向こう1年間）は▲0.2%程度、雇用所得や設備投資への波及も含めて▲0.3%程度に縮小することを見込んでいる（相互関税25%・自動車関税25%を賦課された場合と比べ、実質GDPの下押し影響は▲0.2%Pt程度緩和される格好だ）。

企業収益への影響という点では、輸出企業の採算円レート（輸出企業全体で130.1円/ドル、輸送用機器で124.7円/ドル）対比でみて足元（本稿執筆時

米国では「雇用統計ショック」で利下げ観測が急速に台頭も、米国景気を過度に悲観視する必要はない。雇用は減速も、労働需給バランスの悪化は限定的で、雇用者所得は堅調。関税の価格転嫁も緩やかで、個人消費は増勢維持

点)のドル円相場(1ドル=147円程度)は輸出企業全体で約13%、輸送用機器で約18%の円安水準であり、関税による企業収益への影響は(業種・企業にもよるが全体としてみれば)緩和されると考えられる。OPECプラスの増産等を受けた原油安で輸入物価が低下して日本の交易条件が改善する点も踏まえれば、製造業への打撃は避けられないにせよ、企業全体としてみれば企業収益が持ち堪えることで賃上げ気運も継続される可能性が高いと現時点でみている(来年の春闘賃上げは、2025年対比では鈍化は避けられないものの、4%台半ば以上の伸びを維持できる可能性が高いとみている)。賃上げ気運の継続が確認できれば、日本銀行は、(前述した関税影響を見極める必要がある点等を踏まえて年内の追加利上げのハードルは高いとみているが)来年初に利上げを再開する可能性が高いだろう。

もっとも、関税による下押し影響自体は発生するため、前述したように7~9月期も日本経済は停滞局面(踊り場)との見方は変わらない。今回の合意も米国側にとってメリットが大きく日米間で非対称な内容であり、日本企業としても米国への輸出依存からの脱却が求められることになる。米国で生産活動を行う「地産地消」の動きが進むとみられる一方、対米投資の拡大は中期的にみた日本国内への投資余力を削いでしまう可能性がある点にも注意したい。

なお、米国経済について、7月の雇用統計が予想外の弱い動きとなったことを受けて、米国景気を不安視する見方も出ている。労働市場において雇用が減速していることが示されたことを受け、市場ではFRBによる利下げ観測が急速に台頭している状況だ。

しかし、関税による先行き不透明感などが労働需要を下押ししている面があるとはいえ、週次データでみる求人数や解雇数に著変の兆候はうかがえないほか、国内生産回帰の動きや投資の拡大など、今後はプラスの効果も徐々に顕在化するとみられる。雇用は伸び悩む一方で、移民の減少により労働供給が抑えられていることで、労働需給のバランスの悪化は限定的だ。失業率の上昇幅は小さいことに加え、賃金は底堅く推移しており、雇用者の所得環境はいまだ堅調さを維持している点を踏まえれば、個人消費を中心に米国景気が腰折れするリスクは大きくないと考えられる。

7月時点のCPIをみると、6月時点で関税の価格転嫁が概ね完了したと見られる家電、娯楽財は伸びが一服しているほか、企業が関税負担を吸収しているとみられる自動車、衣料品では加速感がみられない状況が続いている。一方、7月の実質小売売上高は価格転嫁が進展していない自動車・衣料品等を中心に増加基調を維持しているほか、個人消費関連のリアルタイムデータは8月以降も底堅い動きを示している。底堅い賃金に加えて株高が富裕層の消

**今後の政策運営は財政出
動圧力が高まるが見
込まれるが、物価高対策
としての財政出動はかえ
ってインフレを招くリス
クも**

費を下支えしている面も大きいだろう。

関税政策の影響が徐々に顕在化することで米国景気は減速に向かうと筆者もみているが、関税の価格転嫁が想定以上に緩やかであることにより、現時点では米国経済は高インフレを回避し、堅調さを維持している。米国景気の急減速（さらには日本経済への大幅な負の影響の波及）を過度に心配する必要は今のところ無さそうだ。

こうした中、国内では今後の経済政策運営に注目が集まっている。石破総理が辞任するにせよ続投するにせよ、消費税減税に慎重な与党に対して減税を前面に出した野党が選挙で伸長した結果を踏まえれば、今後の経済政策運営については財政出動圧力が高まる可能性が高いと考えるのが自然だろう。少数与党と野党間の政策調整は困難な状況が続くことが見込まれるが、連立実現には公約の取り込みはもとより、政権の枠組みも含め相当の譲歩が必要になる可能性が高い。野党はガソリン税の暫定税率を11月に廃止することを求めており、財源を巡って与野党で協議が継続している状況だ。

物価高対策として参議院選挙でも注目された消費税減税については、実施までのタイムラグに加え、税率を元に戻す政治的ハードルが高い点が財政への影響という点で懸念材料だ（実際、エネルギー補助金はこれまで延長・再開を繰り返している）。さらに、筆者は、人手不足による供給制約が経済成長の天井を規定しつつある日本経済において、物価高に対して全国民を対象とした給付や消費税減税といった財政出動で対応することはかえってインフレ圧力を高めるおそれがあると考えている。物価高に対する生活支援策との位置づけであれば、マイナンバーを活用して真に支援が必要な人々を対象を絞った給付を実施するのが望ましいであろう。財政への影響が市場で意識されれば円安（日本売り）を通じてインフレに跳ね返るリスクも否定できない点には留意しておくべきではないか。

【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。