

Q E 解説

2025 年 9 月 8 日

年率+2.2%と1次速報から
上方修正（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成長率（2次速報値）は、法人企業統計や建設総合統計の公表等を受け、前期比+0.5%（年率+2.2%）と1次速報の前期比+0.3%（年率+1.0%）から上方修正
- 設備投資が下振れた一方、個人消費や在庫投資が上振れ。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

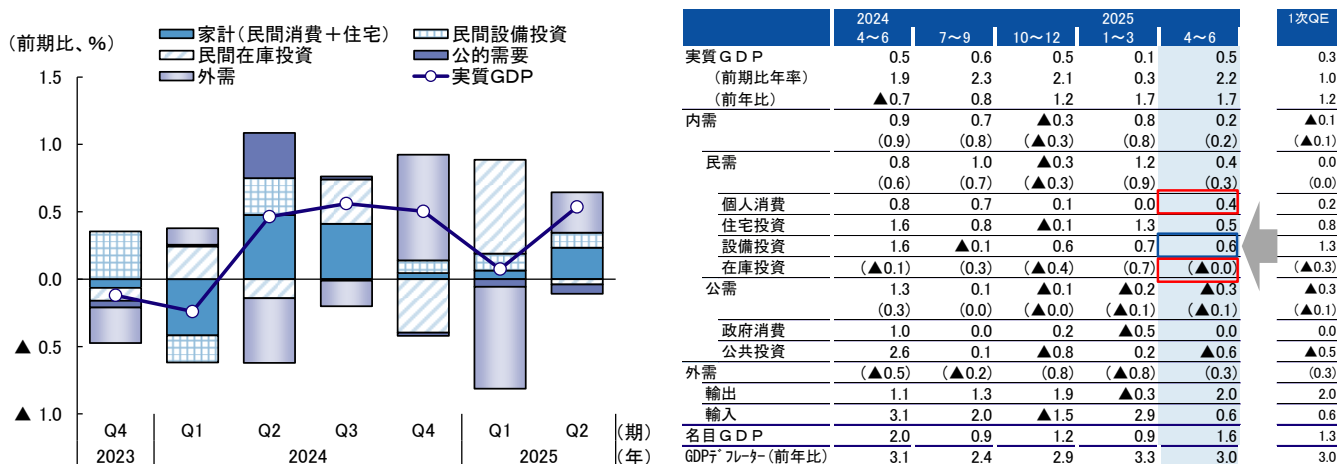
4～6月期の実質GDP（2次速報）は1次速報から上方修正。設備投資が下振れた一方、個人消費や在庫投資が上振れ。最終需要は変わらず、景気認識もほぼ変わらない。先行きは停滞局面を予想

4～6月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比+0.5%（年率+2.2%）と、1次速報の年率+1.0%から上方修正となった（図表1）。設備投資が下振れた一方で個人消費や在庫投資が上振れた格好だ。

特に在庫投資の上振れによる押し上げが大きい。最終需要は前期比+0.6%と1次速報から変わらず、筆者の景気認識もほぼ変わらない。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と言えるだろう。

もともと、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

図表1 2025 年 4～6 月期 GDP（2次速報）



(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。在庫投資寄与度は上方修正

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。

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて4～6月期の設備投資は前期比+0.6%と1次速報（同+1.3%）から下方修正がなされた。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った。

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、下方修正とは言え、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り、原材料・仕掛品在庫が上振れたことを主因として、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.0%Ptと1次速報（▲0.3%Pt）から上方修正された。

個人消費は上方修正、住宅投資は下方修正

また、6月のサービス産業動態統計調査の結果などが反映された個人消費は、前期比+0.4%と1次速報（同+0.2%）から半耐久財・サービスを中心に上方修正された。

もっとも、食料インフレの継続により非耐久財は減少したほか、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絵姿は変わらない。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月時点の所定内給与（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。東京商工リサーチの調査によると、2025年度は2024年度に続き8割以上の企業が賃上げを実施している一方、価格転嫁の遅れやトランプ関税による先行き懸念を受けて賃上げを実施する企業の割合は前年度から低下しており（24年度：84.2%→25年度：82.0%）、中小企業（25年度：80.9%）を中心に「賃上げ疲れ」の兆候がみられる。賃上げを実施した企業においても、賃上げ率「5%以上」の割合が低下しており（24年度：42.6%→25年度：39.6%）、原資の確保に苦戦する企業が増加している模様だ。

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、ようやくコロナ禍前（2019年平均）の水準を取り戻した程度に過ぎない。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。

そのほか、住宅投資は前期比+0.5%と1次速報（同+0.8%）から下方修

正された。4月からの新築住宅に対する省エネ基準適合の義務化（建築費の増加）を前にした駆け込み着工が押し上げ要因となって、3月の住宅着工戸数は急増した。4月以降は駆け込みの反動で着工が減少しているが、進捗ベースの住宅投資はプラスで推移した格好となった。もともと、資材価格の高止まりや人件費上昇を背景とした住宅価格の上昇、住宅ローン金利の上昇による消費者の購買意欲低下を受け、住宅投資の基調は弱いとの見方は変わらない。後述するように7～9月期は着工の反動減を受けて進捗ベースでマイナスに転じる可能性が濃厚であり、その後も、世帯数の伸び鈍化といった中期的なトレンド等も相まって住宅着工・住宅投資は減少基調で推移する公算が大きいとみている。

民間需要は上振れ

上記のとおり、設備投資や住宅投資が下振れた一方で、個人消費や在庫投資が上振れたことで、民間需要全体では前期比+0.4%と1次速報（同+0.0%）から上振れた格好となった。

公的需要はほぼ変わらず。政府消費は変わらない一方、公共投資が小幅に下振れ

公共投資は、6月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比▲0.6%と1次速報（同▲0.5%）から小幅に下方修正された。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ものの、建設コスト上昇等が下押し要因になったとみられる。

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。公的需要全体では前期比▲0.3%と1次速報（同▲0.3%）からほぼ変わらない結果となった。

輸出・輸入はいずれも変わらず、外需寄与度も変化なし

外需は、輸出は前期比+2.0%、輸入は同+0.6%と、いずれも1次速報から変わらず、純輸出の寄与度も1次速報（+0.3%Pt）から変化がない結果となった。

財輸出は、前期比+1.9%と1次速報（同+2.0%）から小幅に下方修正された。電気機器や一般機械など欧州向けを中心に増加したとの見方は変わらない。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も、前期比+2.1%と1次速報（同+2.2%）から小幅に下方修正された。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%）

GDPデフレーターは変わらず

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はマイナス成長を予想

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。

輸入については、財輸入は同+1.3%、サービス輸入は▲1.3%と、いずれも1次速報から変わらなかった。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。

GDPデフレーターは1次速報（前年比+3.0%）から変わらなかった。

原油価格の低下や円安の一服を受けて輸入デフレーターが前年比▲6.5%とマイナスに転化した一方、価格転嫁の広がり等を通じて国内物価の上昇が継続していることが押し上げ要因になった格好だ。

なお、前述したようにトランプ関税に対して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、輸出デフレーターは▲3.8%と2020年10～12月期以来のマイナスに転化したものの、輸入デフレーターがそれを上回る幅で低下しており、日本の交易条件は改善している。4～6月期の実質GDIは前期比+0.9%と、1次速報（同+0.8%）から小幅に上方修正される形でプラスで推移しており、交易条件の改善は企業収益や実質賃金（前述した実質雇用者報酬）にもプラスに寄与していると考えられる。

以上のとおり、4～6月期は上方修正となり、日本経済は5期連続のプラス成長で、4～6月期時点まではトランプ関税による影響は限定的であったとの見方は変わらない。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、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しにくい。7月の消費活動指数（実質ベース、旅行収支調整済）は前月比▲0.4%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）は足元で高止まりしていることに加え、2025年産の仮渡金（JAが米を集荷する際に農家に対して一時的に支払う前払い金）は2024年産を上回っており、コメ高持続の可能性を示唆している。コメ以外の飲食料品も秋以降に多くの品目で値上げが予定されており、食料インフレが想定以上に長引く公算が大きくなっている状況だ。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

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。来年の春闘は高水準を維持、日本銀行も来年初に利上げ再開を予想。弱い消費を受けた物価の二極化の動きに要注意

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とみているが、鈍化ペースは緩やかとなるだろう。一方、7月の所定内給与伸び率（共通事業所ベース）は前年比+2.4%と好調だった春闘対比で加速感を欠く状況が継続しており、例年7月時点で8割程度の企業が改定後賃金を支給している点を踏まえれば、春闘の反映による追加的な賃金の加速余地は小さいとみられる（前述したように、労働組合のない企業を中心として中小企業の賃上げ余力が縮小し、2024年対比で2025年は企業規模間の賃上げ格差が拡大している可能性が高いと考えられる）。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。8月の消費者態度指数をみても、政府による電気・ガス代補助等を背景に2カ月ぶりに改善したものの依然として水準は低く、食料インフレの継続が消費者マインドを下押しする構図が続いている。

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月期はマイナス成長となる可能性が高いと予測している。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（9月4日にトランプ大統領が大統領令に署名）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(本稿執筆時点)のドル円相場(1ドル=148円程度)は輸出企業全体で約14%、輸送用機器で約19%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。

2026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、物価高・人手不足を受けて賃上げ気運(賃上げ圧力)が継続し、交易条件の改善を受けて25年度企業収益(賃上げ余力)も高水準をキープすることで、4%台半ば以上の伸びを維持できる可能性が高いと現時点で予測している。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とみている。

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。東京商工リサーチの調査によると、輸出価格引き下げなどもあり輸出や生産の落ち込みが回避されサプライチェーン全体への影響が抑制されていること、採算レート対比で円安水準にあること等を受けて、トランプ関税が「業績にマイナス」とする企業の割合は大きく低下(6月:57.7%→8月:32.0%)している一方、日本経済への影響については8割超が「大きく後退」又は「少し後退」と回答しており、警戒感に残存している。今年度の賃上げに対しては「ネガティブな影響なし」との回答が最も多い一方で、6月調査対比で減少(6月:78.0%→8月:70.4%)しているほか、来年度の賃上げについては「ネガティブな影響なし」の割合はさらに低く(62.6%)、来年度賃上げに影響ありと回答した企業のうち約2割が対処方針として「ベア見送り・アップ幅縮小」を検討しているなど、賃上げ意欲にかげりが出る可能性を示唆する材料も一部にみられる点には留意が必要だ。今回の合意の内容自体も米国側にとってメリットが大きく日米間で非対称なものであり、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。

また、食料インフレ継続で消費者マインドが下押しされている結果として、食料以外の分野では価格転嫁が阻害される構図(大まかに言えば食料と

**米国景気は減速に向かう
見通しだが、過度に悲観
視する必要はない。雇用
は減速も雇用者所得はい
まだ堅調。関税の価格転
嫁も緩やかで、個人消費
は増勢維持**

食料以外で価格設定が二極化する動き）となっている点も、基調的な物価の評価という点で日本銀行を悩ませるだろう。帝国データバンクの調査によると、企業の価格転嫁率は39.4%と約2年半ぶりに4割を下回る結果になった。同調査において、多くの企業が人件費・物流費・エネルギーコストについて「値上げの根拠が説明しにくいため転嫁が進まない」と回答している。度重なる値上げに対して消費者の抵抗感が増しており、飲食店、旅館・ホテル、娯楽サービス、医療福祉など川下業種を中心に追加値上げがしにくい状況になっている模様だ。フランチャイズ契約など価格決定権の乏しい業種や公的価格の制約を受ける業種では、特に価格転嫁率が低い傾向がみられる。価格転嫁が十分に進まなければ、こうした業種を中心に企業収益が下押しされる可能性がある。特に、労働分配率の高い中小企業においては、前述したランプ関税の影響も含め、製造業・非製造業いずれも賃上げ余力が縮小してしまう懸念がある点には引き続き注意が必要だ。

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無いとみている。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はみているが、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。

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。後述のとおり賃金が底堅く推移していることに加えて株高が富裕層の消費を下支えしている面も大きいだろう。

注目された8月の雇用統計は、予想以上に労働市場の軟化が進んでいることを示唆する結果となった。非農業部門雇用者数は前月差+2.2万人と事前予想（同+7.5万人）を大幅に下回る結果となったほか、過去2カ月も合わせて2.0万人の下方修正となった（特に、6月は前月差▲1.3万人と5年ぶりの前月差マイナスとなった）。関税影響だけでなく、移民政策や政府の人員削減なども労働市場変調の一因となっているとみられる。一方、時間当たり賃金は前月比+0.3%と前月から横ばいで、労働市場の軟化度合いに比して賃金は底堅く推移している。求人倍率は緩やかな低下基調が継続しており、労働需給の緩和が賃金に波及する可能性には注意が必要だが、雇用者の所得環境がいまだ堅調さを維持している現状を踏まえれば、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。

石破首相は退陣へ。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

「トランプ後」も問われる日本経済の中期的な成長力。持続的な実質1%成長実現のハードルは高く、競争力強化・実質賃金上昇が鍵

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。自民党総裁選の前倒し要求の動きが広がる中、石破首相は9月7日、米国との関税交渉の合意（トランプ大統領による大統領令署名）により「一つの区切りがついた」として「自民党総裁を辞する」と表明した。「ポスト石破」の動向を含めて政権運営を巡る不透明感が高まっている状況だが、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。後述するように、日本経済の成長力を中期的・持続的に高めるための取組みこそがより重要であると筆者は考える。

トランプ政権の関税政策等の動向を巡って日々右往左往する状況が続いているが、その裏側で忘れがちになっている日本経済の構造的な「実力」の低迷にも目を向ける必要がある。関税政策を巡る動きが一段落して不透明感が後退し、他国・地域も関税を引き上げられることで他国・地域対比でみた相対価格という観点で日本の輸出競争力が削がれることが回避されるとしても、日本経済・日本企業のそもそもの「実力」が伸び悩んでいるとすれば、「トランプ後」を見据えた中期的な成長力を楽観視することは出来ない。

中国の競争力向上に伴う輸出シェアの拡大等を受けて、日本の輸出はトランプ政権が関税を引き上げる前から伸び悩んでいる。中国やアジアが競争力向上に伴い世界市場における輸出シェアを拡大させる一方で、日本の主要輸出品目（自動車や機械関連）のシェアはいずれも低下基調で推移している。

円高や震災・エネルギー不足への懸念、地産地消への対応力向上などを踏まえた日本企業による生産拠点の海外シフトに加え、中国企業の台頭による価格競争力低下が背景にあると考えられる。「製造強国」に向けてまい進する中国の存在感は今後さらに増していく可能性が大きく、世界における日本主要産業のプレゼンスを維持するためには、中国に匹敵するような競争力のある分野の見極め・強化が不可欠であろう。

加えて、実質賃金の低迷に伴う個人消費の伸び悩みが継続しており、近年は高水準の賃上げが実現する中であっても前述したように足元の個人消費の水準は依然としてコロナ禍前(2019年平均)の水準程度にとどまっている。近年は、人手不足を背景に名目雇用者報酬が高い伸びを示している一方、消費者物価も食料品を中心に高い伸びで上昇していることから、実質可処分所得の改善にはつながっておらず、実質ベースの所得は依然低い伸びにとどまっている。

輸出や個人消費といった需要の柱が伸び悩めば、日本経済全体の成長率の上昇も期待しにくい。中期的にみた日本の実質GDP成長率は精々+0%台半ば程度と筆者は見込んでいる。政府は、「経済財政運営と改革の基本方針2025」(骨太の方針)において、「経済・財政・社会保障の持続可能性を確保するためには、生産年齢人口の減少が本格化する中であっても、中長期的に実質1%を安定的に上回る成長を確保する必要がある」としているが、現状、実質1%成長のハードルは高いと言わざるを得ない状況だ。

こうした状況では、企業の期待成長率も高まらないため、国内への投資も拡大しにくい。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」(2025年6月)によれば、10年先の海外生産拠点を強化する意向の企業が63%に上る一方、国内生産拠点を強化する意向の企業は49%にとどまっている。地政学リスク・経済安全保障に対する意識が高まる中で、サプライチェーンの見直し・生産拠点の分散の一環として国内に投資をする動きは出ているものの、輸出・個人消費を中心とした需要の低迷で能力増強投資に踏み切りにくい上、人手不足・電力不足等の供給制約も相まって、中期的にみた国内の投資気運が盛り上がっているとは言い難い。

日本経済の持続的成長に向けて、企業の競争力・生産性の向上と、家計の所得向上を通じた内需の底上げが鍵になると考えられる。政府としては、研究開発・イノベーションへの支援等を通じて日本経済の競争力・「稼ぐ力」を向上させると同時に、労働生産性の向上等を通じて、インフレを上回る水準での持続的な賃上げを促進し、消費需要を拡大させる必要があるだろう。

電気自動車、人工知能、再生エネルギー関連など、グローバルな成長分野における日本のプレゼンスは低く、競争力の再強化に向けて官民を挙げた巻

き返しが必要だ。一方で、①米国第一主義（米国の孤立化）、②「製造強国」「自立自強」にまい進する中国の台頭といった国際的な潮流は変わらないであろう点を踏まえると、輸出（とりわけ米国向け）で稼ぐビジネスモデルだけでは日本経済の持続的な成長の実現が難しいと考えられ、内需で稼ぐモデルとの両立が鍵になるだろう。「企業の競争力向上・生産性上昇」と「家計の所得・消費の増加」の好循環を実現させられるかどうか、に、中期的な日本経済の成長実現がかかっている。

【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。