

Q E 予 測

2025 年 10 月 31 日

年率▲3.9%の大幅マイナス成長を予測（7～9 月期 1 次QE）

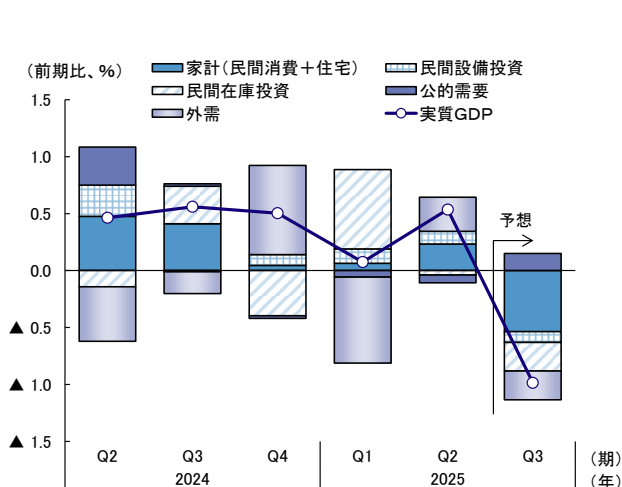
調査部
チーフ日本経済エコノミスト酒井才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 7～9月期の実質GDPは前期比▲1.0%（年率▲3.9%）と大幅マイナス成長を予測。住宅投資、在庫投資、輸出で反動減が出たことが全体を大きく押し下げ。実質賃金が低迷する中で個人消費も減少
- 反動減等に伴う一時的なマイナス要因による下押し寄与が大きく、前期までの成長と均してみれば日本経済は腰折れまで至っていないとみるが、経済活動は停滞局面に入っていると評価
- 10～12月期は関税影響が設備投資や冬のボーナスに波及し、年率+0%台半ば程度の緩やかな成長を予測。関税影響は「浅く・長く」発現し、食料インフレも鈍化することで景気後退入りは回避

7～9月期の実質GDPは前期比▲1.0%（年率▲3.9%）と大幅マイナス成長を予測。住宅投資・在庫投資・輸出の反動減が全体を押し下げ。実質賃金が低迷する中で個人消費も伸び悩み、経済活動は停滞

11月17日（月）、内閣府より7～9月期の「四半期別GDP速報（1次QE）」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比▲1.0%（年率▲3.9%）と予測される（図表）。関税発動前の駆け込み輸出の反動で輸出が減少するほか、法改正に伴う駆け込み着工の反動で住宅投資も大幅に減少、在庫投資も前期の反動でマイナスに寄与するなど、一時的なマイナス要因が重なることで大幅なマイナス成長になるとみる。前期までの成長と均してみれば日本経済の基調は腰折れ（景気後退）まで至っていないとみるが、実質賃金が低迷する中で個人消費も減少し、経済活動が停滞局面に入っていることを示唆する結果となるだろう。

図表 2025 年 7～9 月期 GDP（1 次速報）予測



	2024 7～9	10～12	2025 1～3	4～6	7～9
実質GDP	0.6	0.5	0.1	0.5	▲1.0
（前期比年率）	2.3	2.1	0.3	2.2	▲3.9
（前年比）	0.8	1.2	1.7	1.7	0.1
内需	0.7	▲0.3	0.8	0.2	▲0.7
	(0.8)	(▲0.3)	(0.8)	(0.2)	(▲0.7)
民需	1.0	▲0.3	1.2	0.4	▲1.2
	(0.7)	(▲0.3)	(0.9)	(0.3)	(▲0.9)
個人消費	0.7	0.1	0.0	0.4	▲0.2
住宅投資	0.8	▲0.1	1.3	0.5	▲12.2
設備投資	▲0.1	0.6	0.7	0.6	▲0.6
在庫投資	(0.3)	(▲0.4)	(0.7)	(▲0.0)	(▲0.3)
公需	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.6
	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	0.0	0.2	▲0.5	0.0	0.4
公共投資	0.1	▲0.8	0.2	▲0.6	1.2
外需	(▲0.2)	(0.8)	(▲0.8)	(0.3)	(▲0.3)
輸出	1.3	1.9	▲0.3	2.0	▲1.9
輸入	2.0	▲1.5	2.9	0.6	▲0.7
名目GDP	0.9	1.2	0.9	1.6	▲0.6
GDPデフレーター(前年比)	2.4	2.9	3.3	3.0	3.1

（注）表の数値は言及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

個人消費はマイナス。食料インフレを受けた実質賃金の低迷が重石になるほか、猛暑で前期に夏物需要が先食いされた反動等が下押し要因に。均してみれば回復基調を維持しているとみるが、回復ペースは力強さを欠く

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.2%（4～6月期：同+0.4%）と減少したと予測する。

足元の指標をみると、7～9月期の個人消費は弱い動きとなっている。7～8月平均の消費活動指数（実質ベース、旅行収支調整済）は4～6月期対比▲0.5%と弱含んでいる。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」でみると7～9月期のサービス（みずほリサーチ&テクノロジーズによる実質ベースの季節調整値）は前期比+0.6%と増加傾向で推移している一方、商業動態統計をみると7～9月期の小売業販売（実質ベース）は前期比▲2.2%と弱い動きとなっており、サービスが底堅く推移する一方で財消費が弱い構図が続いている状況だ。個人消費全体としては、予想以上に増加した前期（+0.4%）と均してみれば緩やかな回復基調が継続しているとみているが、実質賃金の低迷を受けて回復ペースは緩やかなものとなっている。

個人消費の内訳について細かくみると、Windows10のサポート終了に伴うパソコンの買い替え需要が耐久財消費の押し上げに寄与したほか、例年対比で台風の影響が小さかったこと等がサービス消費を押し上げたとみられる。一方、猛暑で前期に夏物需要が先食いされた反動が下押し要因になるほか、9月の気温が高かったことが秋冬物需要を下押ししたこと、自動車の国内販売が減少したことに加え、コメを中心に食料の価格上昇率は足元で徐々に鈍化しつつあるものの（9月単月でみれば小売業販売（実質ベース）は前月比+0.4%と増加したものの）、7～9月期としてみれば食料インフレが飲食料品を中心に個人消費を下押しする形になったとみている。

原油安に伴う輸入物価の低下や電気・ガス料金の補助再開等に伴うエネルギー価格の下落等も受けて消費者物価上昇率は徐々に鈍化しつつあるが、根強い食料品の値上げの動きを受けて鈍化ペースは緩やかとなっている。一方、8月の所定内給与伸び率（共通事業所ベース）は前年比+2.4%と前月までの伸びからほぼ横ばいで推移している。実質賃金（共通事業所ベース）は前年比▲1.2%と8カ月連続で前年比マイナスとなっており、個人消費の回復の鈍さの要因になっている。

消費者マインドの改善ペースも緩慢だ。9月の景気ウォッチャー調査では家計動向関連DIは46.6と（前月差+0.3ポイント）と5カ月連続の改善となっているが、実質賃金の前年割れ継続で回復ペースは緩やかなものとなっている。日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」（9月調査）をみると、「1年前に比べ現在の物価は何%程度変化したと思うか」との設問に対する回答は平均値で+16.9%と高止まりしており、購入頻度の高い飲食料品の値上げ継続を受けて家計の体感物価が未だ高水準であることが確認できる。同調査で現在の暮らし向きについて「ゆとりが出てきた」と回答した割合から

設備投資はマイナス。前期までの伸びの反動に加え、トランプ関税が製造業を中心に下押し。人手不足による供給制約も建設投資を抑制。企業全体としてみれば企業収益は底堅く推移しており、省力化投資等の持続的な投資需要が下支え要因となることで、腰折れは回避

「ゆとりがなくなってきた」と回答した割合を引いて算出した「暮らし向きDI」は▲51.6%Ptと、体感物価の高止まりを受けて家計の生活実感は低水準での推移が継続している。

設備投資は前期比▲0.6%（4～6月期：同+0.6%）と、4期ぶりのマイナスを予測する。これまで堅調に伸びていた反動が出たとみられるほか、トランプ関税に対して製造業ではこれまで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たことが設備投資を下押しした可能性が高い。先行指標となる機械受注（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、7～9月期の受注見通しをみても同▲4.0%となっているほか、7～9月期の資本財総供給（輸送機械除く）をみても前期比▲3.9%と弱含んでいる。人手不足による供給制約も引き続き建設投資の重石になっているとみられ、7～9月期の建設財総供給は前期比▲3.3%と減少傾向が継続している。

もっとも、トランプ関税が逆風になる中であって企業の景況感や企業収益は企業全体としてみれば底堅く推移しており、設備投資の大崩れは回避される（前期までの伸びと均してみれば設備投資は腰折れしていない）とみている。日銀短観9月調査における大企業・製造業の業況判断DIは小幅に改善したほか、非製造業も高水準が継続している。製造業では高関税や市況悪化等を受けて鉄鋼が悪化した一方、自動車は関税引き下げ合意等を受けて改善したほか、機械関連は堅調な設備投資需要を受けて高水準で推移している。非製造業も、堅調な投資需要・引き合いを受けて建設や物品賃貸が改善したほか、不動産価格上昇で不動産も高水準を維持している。2025年度の収益計画も、9月調査時点としての上方修正幅は例年対比で小幅にとどまったものの、総じてみれば底堅いと評価できる内容だ。製造業の収益計画はトランプ関税が重石になり横ばいとなった一方、建設、不動産、宿泊・飲食などでは上方修正がなされた。輸入物価の低下による交易条件の改善が企業収益を下支えしている点もプラスに寄与しているだろう。

2025年度の設備投資計画も製造業・非製造業ともに幅広い業種で上方修正されており、企業の投資意欲の底堅さを確認する結果と言える。製造業は外需関連を中心に慎重さが残るものの、非製造業では建設・サービスを中心に上昇修正がなされており、人手不足を背景に省力化投資が進展している模様だ。とりわけ、中小企業のソフトウェア投資が大幅増加するなど、DX・省力化需要の高まりが鮮明になっている。中小企業の2025年度のソフトウェア投資計画は前年比+28.1%と、（2024年度の積み残し（計画大幅未達）の影響があるとはいえ）3割近い積み増しが計画されている。

以上を踏まえ、底堅い企業収益や持続的な投資需要が下支え要因となり、

住宅投資は駆け込み着工の反動で大幅なマイナス。民間在庫投資もマイナス寄与

トランプ関税の逆風下にあっても設備投資は腰折れを回避するとみている。民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲12.2%（4～6月期：同+0.5%）と、3期ぶりに減少したと予測する。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の反動減を受けて、進捗ベースで7～9月期の住宅投資は大幅に落ち込むことが見込まれ、これだけで7～9月期の実質GDPを▲0.5%Pt押し下げる格好となる。8月の新設住宅着工は前年比▲9.8%と5カ月連続の前年比マイナスで推移しており（季節調整済年率着工戸数は71.1万戸と7月からほぼ横ばい）、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。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も変わらない。

在庫投資の寄与度は▲0.3%Pt（4～6月期：▲0.0%Pt）と予測する。内閣府が仮置きしている原材料・仕掛品を中心に前期の反動が出ることでマイナス寄与となる模様だ。ただし、法人企業統計（12月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（12月8日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は増加。政府の経済対策を受けて公共投資が増加。介護費の増加等で政府消費もプラス

公的需要は、前期比+0.6%（4～6月期：同▲0.3%）と4期ぶりの増加が見込まれる。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進捗し、公共投資は前期比+1.2%（4～6月期同▲0.6%）と2期ぶりに増加したと予測する（先行指標となる4～6月期の公共工事請負金額（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前期比+4.3%と増加している）。政府消費については、介護費等が増加し、前期比+0.4%（4～6月期：同+0.0%）と増加したとみられる。

輸出は2期ぶりのマイナス。関税発動を控えた駆け込み輸出の反動で自動車を中心に財輸出が減少したほか、インバウンド需要などサービス輸出も減少。外需寄与度はマイナスに

輸出は前期比▲1.9%（4～6月期：同+2.0%）と2期ぶりの減少を予測している。自動車を中心に財輸出が減少したほか、インバウンド需要などサービス輸出もマイナスで推移し、全体として大幅な減少になったとみている。

7～9月期の輸出数量は前期比▲2.4%と軟調に推移している。米国向けが同▲7.6%と大きく落ち込んだことが主因であり、その中でも特に自動車の米国向け輸出が同▲19.1%と大きく減少し、全体を押し下げた。9月の米国向け輸出台数は9万3千台と、半導体不足が重石となっていた2022年5月以来の低水準であり、関税発動を控えた駆け込み輸出の反動が下押し要因として寄与している模様だ（現時点では、関税を回避する目的で米国等の海外生産にシフトする動きは顕著にみられないほか、価格転嫁（輸出物価上昇）の動きも小さく、価格上昇による需要抑制の可能性も大きくないと考えられる）。

トレンド的な動きとして、中国の輸出ドライブ・競争力向上に伴い世界市場における中国の輸出シェアが拡大傾向で推移するほか、中国が国内生産を強化して輸入を代替する動きが広がることから、日本の輸出（特に日本の主力産業である輸送用機器、機械関連）の伸び悩みに寄与している面もあるだろう。

インバウンド需要（非居住者家計の国内での直接購入）についても低下を見込む。地震を巡る情報のSNS等での拡散を受けて香港や韓国など一部で訪日旅行を回避する動きが6～7月を中心に広がったことで、7～9月期のサービス輸出を一時的に下押しする要因になったとみられる点に留意が必要だ。香港の訪日客数は9月時点でも前年比▲12.2%と5カ月連続で前年比マイナスで推移しており、台風の影響による航空便の欠航や、夏ダイヤ期間（～10/25）の欠航の影響も出ているとみられる。もっとも、9月の訪日外客数全体としては327万人（前年比+13.7%）と前年比2桁増で推移（年間4,000万人超のペースを維持）しており、一時的な下押し影響があったにせよ、訪日客数の基調自体は堅調な推移を維持しているとみてよいだろう。一方、7～9月期の一人当たり旅行支出（観光・レジャー目的）は20.6万円と、宿泊費や買い物代の減少を主因として前期（23.4万円）から縮小しており、上記の一時的な下押し影響を主因とした訪日客数の減少に加えて一人当たり旅行支出（単価）が低下したことで、7～9月期の訪日外国人旅行消費額は2.1兆円と前期（2.5兆円）から縮小した。

輸入は前期比▲0.7%（4～6月期：同+0.6%）と3期ぶりに減少したとみられる。財輸入については、生産活動の停滞等を背景として鉱物性燃料（特に原油・LNG）が減少したほか、EUからの化学製品の輸入の減少がマイナスに寄与した。一方、米国・EUから自動車輸入が増加傾向で推移しており、米国の関税政策が影響している可能性がある。サービス輸入については目立った動きはなく、横ばい圏で推移したとみている。

輸入の減少幅を上回って輸出が減少するため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.3%Pt（4～6月期+0.3%Pt）と成長率に対してマイナス寄与になったと予測される。

10～12月期は関税による製造業収益の下押しが設備投資や冬のボーナスの重石になることで、経済活動の回復ペースは緩やかに。現時点で年率+0%台半ば程度の成長を予測。関税による影響は「浅

以上のとおり、7～9月期の日本経済はマイナス成長を予測する。4～6月期までの日本経済は、トランプ政権による関税政策が逆風となる中でも企業の輸出価格引き下げにより輸出数量・生産の落ち込みが回避されてきたほか、個人消費も猛暑を受けた夏物衣類やエアコン等の夏物需要の一時的な押し上げがプラスに寄与したことで、筆者の想定以上に底堅く推移してきた。しかし、前述したとおり、7～9月期は関税発動を控えた駆け込み輸出の反動がでることで輸出・生産が下押しされるほか、住宅投資や在庫投資でも反動減が出ることで、サービス輸出も一時的要因で減少すること等を受けて大幅なマ

く・長く」発現するほか、食料インフレも徐々に鈍化に向かい、景気の腰折れ（景気後退入り）は回避

イナス成長となり、前期までの成長と均してみれば日本経済の基調は腰折れまでには至っていないものの、実質賃金が低迷する中で個人消費の基調も力強さを欠くなど、経済活動が停滞局面にあることを示唆する結果になるとみている。

10～12月期についても、関税による製造業収益の下押しが設備投資や冬のボーナスの重石になることで、経済活動の回復ペースは緩やかなものになるだろう。現時点で、10～12月期は年率+0%台半ば程度の成長にとどまると予測している。

一方で、企業による関税コストの価格転嫁は時間をかけて段階的に実施される見通しであり、関税による米国経済・日本経済への影響は「浅く・長く」発現することが見込まれる。9月の米国の消費者物価指数をみても前月比+0.3%と緩やかなインフレに留まっており、これまで価格転嫁が進んでいなかった衣料品や新車等で物価上昇がみられるものの、既に価格転嫁が進んでいた家具や玩具などは価格上昇が一服している。関税により特定の時期に米国で急激なインフレが生じるリスクは低下していることに加え、堅調なAI関連投資や株価の上昇による下支えを受けて米国景気の減速ペースは緩やかなものになる可能性が高い。

内需についても、食料インフレが徐々に鈍化することが見込まれるほか（10月の都区部消費者物価指数をみるとコメを中心に食料価格の前年比は縮小傾向で推移していることが確認できる）、株高が消費者マインドを改善させることも押し上げ要因となり（10月の消費者態度指数が前月差+0.5%Ptと改善しており、内閣府も基調判断を「持ち直している」に上方修正した）、個人消費は緩やかながらも回復傾向が継続するとみている。

以上を踏まえ、日本経済は、前述したとおり関税影響が重石になるものの、景気後退入りは回避できる公算が大きいと現時点でみている。

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=154円程度）は輸出企業全体で約18%、輸送用機器で約23%の円安水準であり、関税による企業収益への影響は（円安は内需に依存する非製造業・中小企業などで原材料コストの上昇を通じて下押し要因になる面もあるが、企業全体としてみれば）緩和されと考えられる。関税コストによる製造業への打撃は避けられず、前述したとおりボーナスや設備投資への波及が見込まれるにせよ、企業全体としてみれば企業収益が持ち堪えることで設備投資は増加基調を維持し、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（来年の春闘賃上げ率については、2025年対比では鈍化は避けられないものの、人手不足の深刻化等を受けて4%台半ば程度

高市新政権が発足。経済政策に注目が集まる。積極的産業政策の推進による国内供給力強化（設備投資）と企業競争力強化（生産性）が日本経済の持続的な成長の鍵。財政出動がバラマキではないことを示すことも重要に

の水準で着地する可能性が高いとみている）。

ただし、足元では、これまで堅調に推移してきた米国経済について、AIブームの持続性やプライベートクレジットの動向に対する懸念材料（具体的には、投資の過剰不安、消費の資産効果依存、相場のテック依存、企業破綻・不正の増加等への懸念）も浮上している。現時点では、銀行の健全性等を踏まえればシステムリスクに発展する蓋然性は小さいとみているが、株価の大幅な調整が逆資産効果等を通じて実体経済（米国経済及び日本経済）に波及する可能性も否定できないことから、引き続き動向に注視する必要がある。

こうした中、日本では高市新政権が発足した。高市内閣の政権発足時における支持率は、経済政策への期待等を受けて石破・岸田両内閣を上回る高水準となっており、新政権の出足としては好発進と言えるだろう。

関心が集まる経済政策について、高市新政権は、連立する維新や野党との連携にも配慮しつつ、「責任ある積極財政」を打ち出す方向だ。経済対策として物価高対策・ガソリン税暫定税率廃止の早期実現を掲げるほか、中期的には年収の壁見直し、給付付き税額控除も検討する方針である。労働時間規制の緩和検討など喫緊の課題である人手不足への対応を加速するほか、社会保障改革も主要施策として位置付けられており、財政健全化とのバランスを維持している点は評価できるだろう（片山財務大臣が租税特別措置・補助金見直し担当を兼務しており、財政の持続性にも目配りされていると考えられる）。

特に筆者が注目しているのが産業政策であり、高市新政権は「危機管理投資」を成長戦略の中核に掲げ、経済安全保障を強化する観点から官民で投資拡大を推進する構えである。

日本経済の持続的な成長を実現する上では、積極的産業政策の推進による国内供給力強化（設備投資）と企業競争力強化（生産性）の両面からアプローチすることが必要であると筆者は考えている。設備投資拡大や生産性向上は経済成長という点でも重要だが、設備投資の拡大による国内の供給力強化は、経済安全保障における「自律性」の実現につながり得ると同時に、生産性の向上（技術革新、高付加価値化）を通じた企業の競争力強化は「不可欠性」の実現につながり、経済安全保障への対応とも密接に関連する。

高市政権は官民連携での積極投資による「強い経済の実現」を目指す方針を掲げており、上記のように筆者が必要と考える積極的産業政策の方向性とも合致する。特に、有望領域・産業の重点支援を通じて企業の成長期待を形成することが重要であり、補助金・出資等による手厚い支援を梃子に、各領域・産業における民間投資を呼び込むことが期待される。官民ファンドを設

立し、民間資金を呼び込むことで政策規模を拡大させる中で、民間の目利き力の活用を進めることも考えられるだろう。政府の積極的産業政策による追い風を企業がどう活かすかが問われる局面を迎えたとみている。

一方で、経済合理性や安全保障上の重要性等を踏まえた対象産業のターゲットニングや、KPI・タイムライン管理等のガバナンス・モニタリング強化が積極的産業政策の実効性を担保する上で重要だ。「責任ある積極財政」という名の方針のとおり、財政出動がバラマキではないことを市場に対して示す必要があると筆者は考える。財政への影響が市場で意識されれば円安の進展（日本売り）を通じてインフレを招き、政府がガソリン税暫定税率の廃止等の物価高対策を講じたとしてもその効果が打ち消されてしまうリスクも否定は出来ないだろう。

【PR】 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/others/0015.html>



お問い合わせ：みずほサーチ＆テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

[\(chousa-mag@mizuho-rt.co.jp\)](mailto: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。