

QE 予測

2025 年 12 月 1 日

年率▲2.2%と1次速報から下振れを予測（7～9月期2次QE）

調査部
チーフ日本経済エコノミスト
服部直樹
080-1069-4667
naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp

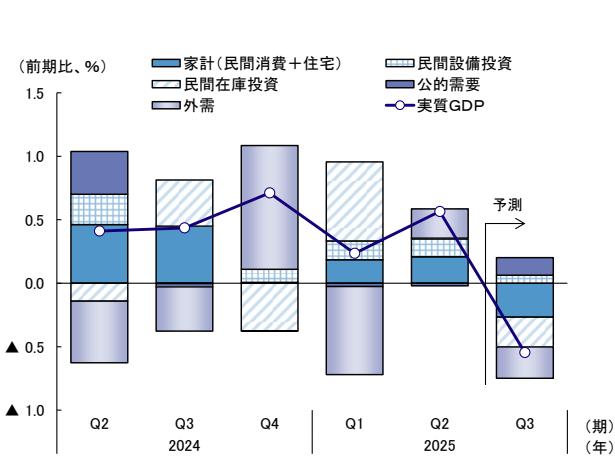
- 7～9月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計の公表などを受け、前期比▲0.5%（年率▲2.2%）と1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.8%）から下方修正を予測
- 設備投資の下振れが主因。実質GDPは1次速報と同様にマイナス成長となる見込みだが、一時的な動きが背景にあり、均してみれば日本経済は緩やかな回復基調を維持していると評価
- 10～12月期は個人消費の回復等により、再びプラス成長に戻る見込み。関税影響は長引くものの各期の景気下押し影響は浅いものになり、日本経済の景気後退入りは回避できる見通し

7～9月期の実質GDP（2次速報）は1次速報から下方修正を予想。設備投資の下振れが主因

12月8日に内閣府から7~9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、2次速報の実質GDP成長率は前期比▲0.5%（年率▲2.2%）と、1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.8%）から下方修正となる見込みだ（図表）。設備投資のプラス幅が1次速報から縮小するとみられることが主な要因である。

7～9月期のGDPは、2次速報も1次速報と同様にマイナス成長となる見込みだが、住宅投資、輸出、在庫で一時的なマイナス要因が重なったことが原因だ。個人消費や設備投資はプラスを維持するとみられることから、日本経済の基調は腰折れでおらず、緩やかな回復傾向が続いていると評価できよう。

図表 2025年7~9月期GDP(2次速報)予測



	2024 7~9	2025 10~12	2025 1~3	2025 4~6	2025 7~9	1次QE
実質GDP	0.4	0.7	0.2	0.6	▲0.5	▲0.4
(前期比年率)	1.8	2.9	0.9	2.3	▲2.2	▲1.8
(前年比)	0.5	1.0	1.8	2.0	0.9	1.0
内需	0.8	▲0.3	0.9	0.3	▲0.3	▲0.2
民需	1.1	▲0.3	1.3	0.5	▲0.6	▲0.4
個人消費	0.8	0.0	0.3	0.4	0.1	0.1
住宅投資	0.8	▲0.1	1.3	0.3	▲0.4	▲0.4
設備投資	▲0.0	0.6	0.9	0.8	0.4	1.0
在庫投資	(0.4)	(▲0.4)	(0.6)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)
公需	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.5	0.5
政府消費	▲0.1	0.3	▲0.4	0.1	0.5	0.5
公共投資	▲0.4	▲0.7	0.5	▲0.1	0.1	0.1
外需	(▲0.3)	(1.0)	(▲0.7)	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)
輸出	2.0	2.0	▲0.4	2.3	▲1.2	▲1.2
輸入	3.3	▲2.2	2.5	1.3	▲0.1	▲0.1
名目GDP	1.0	1.2	0.9	1.6	▲0.0	0.1
GDPデフレータ(前年比)	2.6	3.1	3.3	2.9	2.9	2.8

(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

設備投資は下方修正を予想

7～9月期の法人企業統計では、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）が前期比▲1.4%（4～6月期：同+1.6%）と6四半期ぶりに減少した。業種別では、製造業が同▲5.1%（4～6月期：同+5.8%）と減少した一方、非製造業は同+0.7%（4～6月期：同▲0.7%）と増加に転じた。

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+0.4%と1次速報（同+1.0%）から下方修正される見通しだ。GDP統計上は6四半期連続でプラスを維持する見込みだが、トランプ関税が製造業の設備投資に対する下押し要因になったとみられ、伸びが鈍化する格好となるだろう。

企業業績についてみると、7～9月期の経常利益は前期比+3.3%（4～6月期：+2.0%）と2四半期連続で増加した。製造業では、輸出価格を引き下げて米国の関税コストを吸収したことが利益の圧迫要因になった一方、円安の進展が業績改善に寄与したとみられる。また、原油価格が低い水準で安定したことが、非製造業を含む幅広い企業にとって追い風になったようだ。全体としてみれば、企業の景況感や業績は底堅く推移しており、投資余力は十分あると評価できる。

日銀短観9月調査では、2025年度の設備投資計画が製造業・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になった。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方修正され、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は前年比+28.1%と大幅な増加が計画されており、前年度の計画未達による積み残しの影響があるとはいえ、DX・省力化需要の高まりが鮮明になっている。

以上を踏まえると、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、米国関税政策の逆風下にあっても設備投資は堅調な推移が継続していると評価してよいだろう。

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が、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.2%Ptと、1次速報から変化ないと予想する。

個人消費・住宅投資は1次速報から修正されない見込み

個人消費については、9月のサービス産業動態統計調査が新たに反映されるが、1次速報（前期比+0.1%）から変わらないだろう。プラス幅は小さいものの、6四半期連続の増加という構図を維持する可能性が高い。7～9月期は、自動車販売の減少や天候要因による衣料品需要の下押しがマイナス要因になった一方、原油安に伴う輸入物価の低下やコメを中心とした食料の価格上昇率の一服等を受けてインフレ率が減速しつつあり、実質雇用者報酬が前

外需は輸出入とともに1次速報どおりの結果と予想

期に比べ改善傾向で推移したことが、個人消費の回復を支えたとみられる。

とはいっても、実質ベースでみた個人消費の水準はコロナ禍前（2019年平均）対比で+0.2%（7～9月期の1次速報ベース）にとどまっており、依然として力強さを欠いている。9月の所定内給与（共通事業所ベース、確報）は前年比+2.2%（8月：同+2.4%）と2%台前半の伸びが続き、9月の実質賃金（共通事業所ベースで計算した参考値）は同▲0.9%と、9カ月連続で前年比マイナスとなっている。

日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」（9月調査）をみても、「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「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推移している。

このように、7～9月期までの個人消費は緩やかに拡大しており、米国関税政策の悪影響が懸念される中で内需の柱である個人消費が増加傾向を維持している点は好材料である。ただ、賃金や物価の動向を踏まえれば、個人消費の回復はまだ力強さを伴ったものとまでは言えない。賃上げ機運の継続とインフレ率の減速による実質賃金の継続的な上昇が、個人消費の本格的な回復に必要不可欠である。

住宅投資も1次速報（同▲9.4%）から変わらない見込みだ。2025年4月からの新築住宅の省エネ基準適合義務化に伴い、住宅市場では着工の駆け込みと反動減が発生し、建設進捗ベースで7～9月期の住宅投資は大幅に落ち込んだ。2次速報もこうした状況を再確認する結果になるだろう。

外需についても、1次速報時点で9月の国際収支統計まで反映されていることから、輸出（1次速報：前期比▲1.2%）、輸入（1次速報：同▲0.1%）とともに2次速報では修正されないと予想する。

財の輸出について、7～9月期の輸出数量（内閣府による季節調整値）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、その中でも特に乗用車の米国向け輸出が同▲18.7%と大きく減少して全体を押し下げた。9月の米国向け輸出台数は約9万4千台と、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、関税発動前に発生した駆け込み輸出の反動が足元で下押し要因として寄与している模様だ。

サービス輸出では、インバウンド需要（非居住者家計の国内での直接購入）

公共投資・政府支出ともに1次速報から変化なしと予想

10～12月期は関税影響が引き続き重石になる一方、個人消費が回復し、実質GDPもプラス成長に復する見通し

が前期比▲1.6%と減少した。6～7月に日本の地震を巡る情報がSNS等で拡散し、香港などで訪日旅行を回避する動きが広がったことが一因だ。また、7～9月期は訪日客の一人当たり旅行支出額（観光・レジャー目的）が20.6万円と、宿泊費や買物代の減少を主因として前期（23.4万円）から縮小したことも相まって、訪日外国人旅行消費額が2.1兆円と前期（2.5兆円）から減少した。

輸入面では、サービス輸入が増加した一方、財輸入の減少が下押しした構図が改めて確認されるだろう。7～9月期は、生産活動の停滞等を背景に鉱物性燃料（特に原油・LNG）の輸入が減少したほか、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、米国からの自動車輸入は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。

輸出入を比較すると、輸出の減少幅が輸入の減少幅より大きかったとの見方は変わらず、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度も1次速報（▲0.2%Pt）から修正されないと予想する。

公共投資については、9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+0.1%）から変わらないと予想する。建設コスト上昇等が引き続き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」（並びにその財源として成立した2024年度補正予算）を受けた防災・減災、国土強靭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。

政府消費も1次速報（前期比+0.5%）から修正されず、介護費等の増加を背景に前期比プラスで推移したとみている。公的需要全体では前期比+0.5%と、1次速報（同+0.5%）と同様の結果を予想している。

以上のとおり、7～9月期GDPの2次速報では、1次速報と同様に日本経済がマイナス成長になったことが確認される見込みだ。関税発動前に発生した駆け込み輸出の反動で輸出・生産が下押しされたほか、住宅投資でも制度変更に伴う反動減が出たことなど、主に一時的なマイナス要因が影響した格好である。個人消費や設備投資が回復傾向を維持しているとみられること、実質GDPも4～6月期にかけて5四半期連続でプラス成長であったことから、均してみれば日本経済は緩やかな回復基調にあるとみてよいだろう。

先行きについてみると、米国関税政策が引き続き輸出・生産の重石になり、製造業の業績下押しが設備投資に対し一定の抑制要因になることが見込まれる。他方で、上記の一時的なマイナス要因が剥落することに加え、インフレ率が徐々に減速して個人消費が回復し、10～12月期は実質GDPが再びプラス成長に戻るだろう。

今後、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

先行きのリスクとして、 米国AIブームの持続性や 日中関係の深刻化に注目

るとみられる。米国関税政策が輸出のさらなる減少を通じて日本経済を下押しする影響は、長引くものの、各期のインパクトは浅いものにとどまる見込みだ。9月の米国の消費者物価指数は前月比+0.3%と、8月（同+0.4%）から減速した。これまで関税コストの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の動きがみられる一方、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。関税によって米国で急激なインフレが生じるリスクが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とどまる可能性が高い。

また、企業業績への影響という点では、円安が関税の悪影響を緩和する要因になろう。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）に比べ、本稿執筆時点のドル円相場（1ドル=156円程度）は輸出企業全体で約20%、輸送用機器で約25%の円安水準にある。もちろん、円安は内需に依存する非製造業や中小企業などで原材料コストの上昇を通じ業績の下押し要因になる面もあるが、原油安による交易条件の改善も相まって、全体としてみれば企業業績は持ちこたえる可能性が高い。その結果、設備投資は増加基調を維持し、2026年にかけて賃上げ気運も継続するだろう。2026年の春闘賃上げ率は2025年対比でやや鈍化するものの、5%前後の高い水準で着地すると予想する（厚生労働省・主要企業ベース）。

個人消費については、実質賃金の改善が回復をけん引する要因になるとみている。人手不足感の強まりに加えて、米国関税政策の悪影響の中でも企業業績が持ちこたえている状況を受けて、冬のボーナスは増勢を維持する見込みだ。みずほリサーチ＆テクノロジーズでは、冬の民間企業の一人当たりボーナス支給額が前年比+2.2%と、昨冬から伸びが鈍化するものの冬としては5年連続で前年比プラスになると予想している。また、物価面では食料インフレが徐々に鈍化することが見込まれ、実質賃金の改善に寄与するだろう。

その他の消費関連指標をみても、10月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査における現状判断DIが改善傾向で推移している。インフレ率の減速に加え、株高による消費者マインドの改善も押し上げ要因になり、個人消費は緩やかながらも回復傾向が継続するだろう。

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、現時点では景気後退入りを回避できる公算が大きいとみている。

なお、先行きのリスクとして、これまで堅調に推移してきた米国経済において、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が浮上している点に注意が必要だ。具体的には、データセンターへの過剰投

高市政権の総合経済対策により、2026年度の成長率は前年比+1%程度に上振れる可能性

資や、一部のAI関連銘柄に依存した株式相場、株高の資産効果を支えとする個人消費、企業破綻・不正の増加などが不安視されている。現時点では、銀行の健全性等に鑑みて金融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）に波及する可能性は否定できないことから、引き続き動向を注視する必要があるだろう。

また、日中関係の深刻化が日本経済に影響を及ぼすリスクにも注意が必要だ。高市総理の「台湾有事」に関する国会答弁に中国政府が反発し、中国側が日本産水産物の輸入を事実上停止したほか、中国国民に対し訪日旅行や日本留学を回避するよう注意喚起している。今後の動向については不確実要素が大きいものの、2012年の尖閣諸島を巡る日中関係悪化時を参考に、中国・香港からの訪日客数が前年比▲25%程度になると想定した場合、GDPが年間0.2%（1.3兆円）程度下振れる計算になり、2026年の成長に対し一定の下押し効果が生じよう。

こうした中、政府は11月21日に「「強い経済」を実現する総合経済対策」を閣議決定した。①生活の安全保障・物価高への対応、②危機管理投資・成長投資による強い経済の実現、③防衛力と外交力の強化、の3本柱と、④今後への備え（予備費の確保）で構成されており、国費（一般会計・特別会計歳出+減税）として21.3兆円、財政投融資を含めた国の財政措置として25.5兆円を充当することが示された。政府・与党は、財源の裏付けになる2025年度補正予算案を11月28日に閣議決定し、今後年内にも成立させたい方針だ。

総合経済対策の内容について一定の想定を置いて試算すると、2025～26年度に金額ベースで4兆円程度（GDP比0.6%程度）の経済効果が発現する可能性がある。経済効果が対策規模を下回るのは、消費性向や投資性向を考慮するとGDPを押し上げる新規需要が対策規模の一部にとどまること、人手不足に伴う供給制約や輸入増加などによる減殺要因が生じることが理由だ。

9月に公表したみずほリサーチ＆テクノロジーズの経済見通しでは、2026年度の成長率を前年比+0.6%と予測していたが、今回の経済対策が政府方針どおり実行されれば前年比+1%程度に上振れる可能性がある。家計向けの物価高対策が個人消費の押し上げ要因になるほか、企業向けの投資支援策や政府の防衛費増額が設備投資や公的需要の拡大につながろう。なお、上記の9月経済見通しでは、今回の経済対策に盛り込まれたガソリン暫定税率の廃止や年収の壁の引上げといった一部の項目を既に織り込んでいたため、9月経済見通し対比では2026年度の成長率上振れ幅は0.4%Pt程度とみている。

一方、大規模な財政拡張には副作用もある。経済対策の財源の一部として発行される国債について、2025年度の当初予算・補正予算を合わせた「補正

後」の国債発行額は前年度を下回る見込みとされており、その点で政府は「責任ある積極財政」とも整合的であると説明している。ただ、コロナ禍後に大規模な補正予算の編成が常態化しているなか、市場が中長期的な財政の持続性に懸念を抱けば、金利上昇や円安がさらに加速する可能性があろう。とりわけ、円安の加速はエネルギー等の輸入コスト上昇を通じてインフレ率を押し上げ、物価高対策の効果を打ち消しかねない。

今回の経済対策には足元の物価高対策だけでなく、企業の設備投資拡大を促す「危機管理投資・成長投資」も盛り込まれており、これは供給力の強化を通じて日本経済の足腰を強める点で合理的な施策である。今後は、こうした積極的な産業政策が民間投資の呼び水として効果を発揮するための制度設計を通じ、施策の実効性を高めて将来の経済成長につなげることが何よりも重要だ。積極的な産業政策で日本経済の成長期待を形成すること、そうした成長期待のもとで中長期的な財政の持続可能性を担保することが求められる。

【PR】各種 調査リポート（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：みずほリサーチ＆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エ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。