

QE 解説

2025年12月8日

年率▲2.3%と1次速報から下方修正 (7~9月期2次QE)

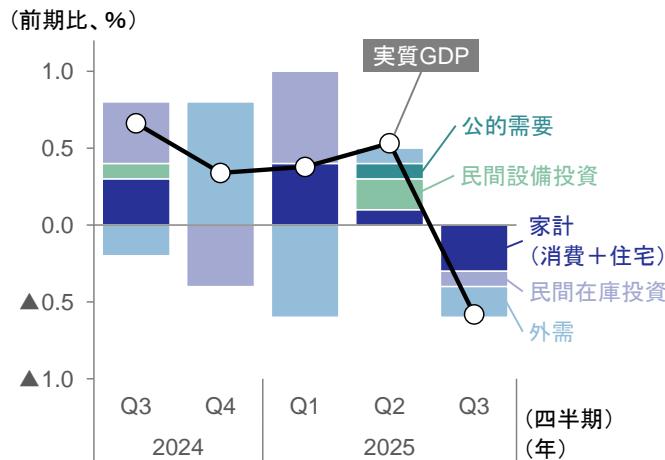
調査部
チーフ日本経済エコノミスト
服部直樹
080-1069-4667
naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp

- 7~9月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、法人企業統計の公表などを受け、前期比▲0.6%（年率▲2.3%）と1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.8%）から下方修正。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ったが、一時的な動きが背景にあるとみられ、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
- 2026年度は内需の下支えに加えて政府の経済対策効果も現れ、日本経済は堅調に拡大する見込み。日銀の追加利上げは一部家計にマイナス影響があるとみられ、消費への影響に注目

7~9月期の実質GDP（2次速報）は1次速報から下方修正。設備投資や公共投資の下振れが影響

7~9月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比▲0.6%（年率▲2.3%）と、1次速報の前期比▲0.4%（年率▲1.8%）から下方修正となった（図表1）。設備投資や公共投資が1次速報から下方修正されたことが影響した。7~9月期の成長率は1次速報と同様に2次速報でもマイナスとなったが、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背景にある。内需の柱である個人消費が前期比プラスを維持したことを踏まえると、日本経済の基調は腰折れでおり、緩やかな回復傾向が続いていると評価できよう。

図表1 2025年7~9月期 GDP（2次速報）



	2024 7~9	2024 10~12	2025 1~3	2025 4~6	2025 7~9	1次QE
実質GDP	0.7	0.3	0.4	0.5	▲0.6	▲0.4
（前期比年率）	2.7	1.4	1.5	2.1	▲2.3	▲1.8
（前年比）	0.8	0.6	1.6	2.0	0.6	1.0
内需	0.9	▲0.5	0.9	0.4	▲0.4	▲0.2
民需	1.1	▲0.6	1.3	0.5	▲0.5	▲0.4
個人消費	0.5	▲0.0	0.7	0.3	0.2	0.1
住宅投資	0.8	0.4	▲0.0	0.4	▲0.2	▲0.4
設備投資	0.6	▲0.2	0.2	1.3	0.2	1.0
在庫投資	(0.4)	(▲0.4)	(0.6)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)
公需	0.2	▲0.2	▲0.2	0.2	▲0.0	0.5
政府消費	▲0.1	0.1	▲0.3	0.3	0.2	0.5
公共投資	1.0	▲0.6	▲0.1	0.0	▲1.1	0.1
外需	(▲0.2)	(0.8)	(▲0.6)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)
輸出	2.2	1.7	▲0.1	1.9	▲1.2	▲1.2
輸入	3.0	▲1.9	2.4	1.4	▲0.4	▲0.1
名目GDP	1.1	1.1	0.9	2.1	▲0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	2.7	3.0	3.6	3.3	3.4	2.8

(注) 図の項目別寄与度の合計は、誤差により実質GDPに完全に一致しない

表の値は、言及がない限り実質前期比。（ ）内はGDPへの寄与度。最新四半期の赤色は上方修正、青色は下方修正を意味する
(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

設備投資が下方修正。在庫投資寄与度は小幅上方修正

また、今回の公表に伴って実施されたGDP統計の基準改定の結果、2024年度の名目GDPの水準は642兆円と、改定前の616兆円から4.4%上方修正された。2024年度の実質GDP成長率は前年比+0.5%と、改定前（同+0.6%）からほぼ変わっていない。

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて7～9月期の設備投資が前期比▲0.2%と1次速報（同+1.0%）から下方修正され、3四半期ぶりの前期比マイナスとなった。米国関税政策による不確実性の高まりなどを背景に、製造業の設備投資が下押しされたとみられる。

7～9月期の設備投資は回復が一時停止した格好だが、企業業績は引き続き堅調だ。法人企業統計では、7～9月期の経常利益が前期比+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、今後の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であった。製造業は外需関連を中心に慎重さが残るもの、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、米国関税政策の逆風によって7～9月期の設備投資は一旦マイナスになったものの、底堅い企業収益や持続的な投資需要の存在を踏まえると、設備投資の緩やかな拡大トレンドが変わったわけではない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新たに加わり、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.1%Ptと1次速報（同▲0.2%Pt）から小幅に上方修正された。

個人消費には、9月のサービス産業動態統計調査が新たに反映され、前期比+0.2%と1次速報（同+0.1%Pt）から小幅に上方修正された。プラス幅は小さいものの、消費は3四半期連続で増加している。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期に比べ

個人消費は1次速報から小幅上方修正

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、実質ベースでみた足元の個人消費の水準は、コロナ禍前（2019年平均）対比でほぼ同水準にとどまっており、まだ力強いとまでは言えないだろう。

10月の所定内給与（共通事業所ベース、速報）は前年比+2.3%（9月：同+2.2%）と2%台前半の伸びが続き、実質賃金（共通事業所ベースの現金給与総額で計算した参考値）は同▲1.0%と、10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た中で内需の柱である個人消費が増加傾向を維持していた点は好材料である。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。今後、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。

住宅投資は前期比▲8.2%と1次速報（同▲9.4%）から上方修正され、前期比マイナス幅がやや縮小した。2025年4月から新築住宅の省エネ基準適合が義務化されたことに伴い、住宅市場では着工の駆け込みによる反動減が発生しており、建設進捗ベースで7～9月期の住宅投資が大幅に落ち込んだ構図は変わっていない。

上記のとおり、個人消費や住宅投資が1次速報から上方修正されたものの、設備投資の下振れが主因になり、民間需要全体では前期比▲0.5%と1次速報（同▲0.4%）からマイナス幅が拡大した。

公共投資は、9月分の建設総合統計の結果が反映され、前期比▲1.1%と1次速報（同+0.1%）から下方修正となった。建設コスト上昇等が引き続き下押し要因になったとみられる。

政府消費は前期比+0.2%と1次速報（同+0.5%）から下方修正された。前期比でプラスを維持しており、介護費などの増加を背景に緩やかに拡大したとみられる。公的需要全体では前期比▲0.0%と1次速報（同+0.5%）か

住宅投資は前期比マイナス幅がやや縮小

民間需要は下振れ

公的需要は公共投資、政府消費ともに下方修正

輸入が下方修正される も、外需寄与度は変化な し

ら下方修正された。

外需は、輸出が前期比▲1.2%で1次速報どおりの結果になった一方、輸入が同▲0.4%と1次速報（同▲0.1%）から下方修正（輸入は控除項目のため、GDPへの影響としては上方修正要因）された。純輸出（外需）の寄与度は1次速報（▲0.2%Pt）から変化しなかった。

財輸出は、前期比▲1.1%と1次速報（同▲0.8%）から下方修正された。7～9月期は米国向けの輸出が大きく落ち込んでおり、特に乗用車の輸出減少が押し下げ要因になった。米国関税発動前に発生した駆け込み輸出の反動が一時的に輸出を押し下げたとみられる。

サービス輸出は前期比▲1.6%から上方修正されたが、1次速報（同▲2.1%）と同様に前期比マイナスとなった。インバウンド需要（非居住者家計の国内での直接購入）が前期比+0.1%と4～6月期（同+2.8%）からプラス幅が大きく縮小しており、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。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。

輸入では、財輸入が同▲1.0%と1次速報（同▲0.4%）から下方修正された一方、サービス輸入が同+1.1%と1次速報（同+0.7%）から上方修正された。財輸入については、国内生産活動の停滞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、サービス輸入の増加は日本から海外への旅行回復が一因とみられ、アウトバウンド需要（居住者家計の海外での直接購入）は前期比+11.6%と2四半期連続で堅調に拡大した。

GDPデフレーターは上方修正され、上昇基調で推移している。GDPの控除項目である輸入デフレーターが原油価格の下落を受けて前年比▲3.0%と2四半期連続のマイナスになったことに加え、価格転嫁の広がり等を通じて国内で生産される財・サービスの価格上昇が続いたことが、GDPデフレーターの上昇に寄与した格好だ。

米国の関税コスト吸収を目的に、日本の輸出企業が米国向け輸出価格を引き下げる動きが続いたため、7～9月期の輸出デフレーターは前年比▲0.3%と2四半期連続で低下したが、輸入デフレーターがそれ以上に低下したことで日本の交易条件（輸出デフレータと輸入デフレータの比率）は改善している。こうした交易条件の改善は、国内生産の採算性向上や、輸入產品の価格抑制を通じて、企業収益や実質賃金にもプラスに寄与していると考えられる。

基準改定により名目GDPの水準が上方修正。2024年度の実質GDP成長率への影響は限定的

10~12月期以後は米国関税影響が残存する一方、個人消費が回復し、実質

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た。ただ、その要因は、関税発動前に発生した駆け込み輸出の反動による輸出・生産の下押しや、制度変更に伴う住宅着工の反動減など、主に一時的なものである。内需の柱である個人消費が回復傾向を維持していること、実質GDPも4~6月期まで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。

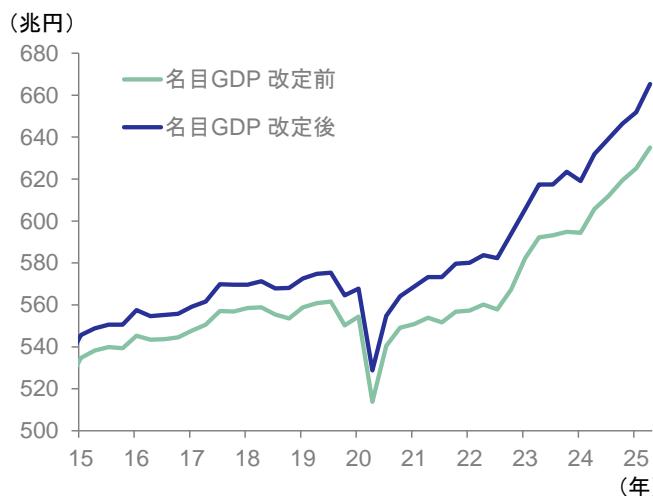
また、冒頭で簡単に紹介したとおり、今回の2次速報では通常の1次速報からの改定に加えて、概ね5年ごとに実施される基準改定(2015年基準から2020年基準への移行)が反映され、データが1994年まで遡って修正された。具体的には、新たな産業連関表や、住宅・土地統計、国勢調査といった構造統計を取り込み、GDPの再推計が行われている。

その結果、2024年度の名目GDPは642兆円と、改定前の616兆円から27兆円(4.4%)上方修正された(図表2)。改定前後の変化を需要項目別にみると、設備投資の上方修正幅が13兆円と大きい。新たな産業連関表の反映により、ソフトウェア投資、建設投資、不動産仲介手数料などで再推計が行われたことが影響したと考えられる。

実質GDP成長率は、2023年度が改定前:前年比+0.4%→改定後:同▲0.0%と下方修正された一方、2024年度は改定前:同+0.6%→改定後:同+0.5%と、小幅な修正にとどまった(図表2)。なお、2025年度への成長率のゲタは+0.6%で変わっておらず、今回の基準改定による2025年度成長率見通しへの影響は限定的である。

先行きについてみると、米国関税政策が引き続き製造業の業績に対して一定の下押し要因になる一方で、7~9月期に生じた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

図表2 GDP基準改定の影響



	2023年度			2024年度		
	改定前	改定後	変化幅	改定前	改定後	変化幅
実質GDP	0.4	▲0.0	▲0.5	0.6	0.5	▲0.1
内需						
民需	▲0.8	▲1.1	▲0.3	1.0	0.9	▲0.2
個人消費	▲0.9	▲1.2	▲0.3	1.0	0.5	▲0.5
住宅投資	0.7	1.8	1.1	▲0.6	▲0.7	▲0.1
設備投資	▲0.9	▲0.1	0.8	1.9	0.9	▲1.1
在庫投資	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)
公需	▲0.7	▲0.9	▲0.2	1.1	2.0	0.9
政府消費	▲0.8	▲0.8	0.0	1.2	2.3	1.1
公共投資	▲0.4	▲0.1	0.2	0.6	0.1	▲0.5
外需	(1.3)	(1.2)	(▲0.1)	(▲0.5)	(▲0.4)	(0.1)
輸出	3.0	2.8	▲0.1	1.5	1.7	0.1
輸入	▲2.8	▲2.4	0.4	3.5	3.3	▲0.2

GDPもプラス成長に戻る見通し

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。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。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。帝国データバンクによる「「食品主要195社」価格改定動向調査」（2025年12月調査）では、2026年1～4月の飲食料品値上げ見込みが1,044品目と、2025年同時期の4,417品目に比べて減少しており、値上げペースが徐々に落ち着いていくことが示唆される。

その他の消費関連指標をみても、10～11月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査におけるマインド指標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。

2026年度の日本経済は、個人消費や設備投資といった内需の下支えに加えて、高市政権の総合経済対策の効果もあり、前年比+1%前後の堅調な成長を予想する。もともと、みずほリサーチ＆テクノロジーズでは2026年度の成長率を同+0.6%程度と見ていたが、総合経済対策による消費喚起や公的需要の増加、民間企業の設備投資の促進などの経済効果が発現するとみられるこを織り込んだ。

一方で、リスクとしては日中関係の深刻化によるインバウンド需要の落ち込みが懸念される。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から25%程度減少すると想定した場合、GDPが年

2026年度は経済対策効果もあり前年比+1%前後の堅調な成長を予想

日銀の12月利上げ確率が急上昇。利上げによる家計への影響に注目

間0.2%（1.3兆円）程度下振れる計算になり、2026年度の成長に対し一定の下押し効果が生じよう。また、日中関係の悪化が中国からのレアアース輸出規制などにエスカレーションした場合は、サプライチェーンの混乱により日本国内の生産が停滞する可能性もあり、今後の動向を注視する必要がある。

そうしたなか、12月18～19日の金融政策決定会合において、日本銀行が政策金利の引上げを再開するとの観測が急速に高まっている。日銀の植田総裁が12月1日の講演で「経済・物価の中心的な見通しが実現する確度は少しづつ高まっている」、「利上げの是非を適切に判断したい」と利上げ再開に向けて踏み込んだ発言を行ったためであり、市場参加者による12月会合の利上げ織り込みは8割を上回った。

振り返ると、日銀の政策金利が最後に0.5%を超えていたのは今から30年前の1995年である。その後、2000年代半ばの利上げ局面でも政策金利が0.5%を上回ることはなかったため、12月会合で0.5%から0.75%への利上げが行われれば、日本経済にとって象徴的な出来事になろう。

そこで気になるのが、利上げによる経済への影響だ。政策金利が上昇すると、家計にとっては預本金利の上昇による恩恵が生じる一方、住宅ローン金利の上昇による利払い増が負担になる。預本金利や住宅ローン金利について一定の想定を置いて試算すると、0.5%→0.75%の追加利上げにより、家計全体ではプラス・マイナス効果の差し引きで1世帯当たり年間約+4千円とプラス影響が生じる計算になる。家計全体のバランスシートを見ると、負債より金融資産の規模が大きく、主に預金の利子収入増加が寄与する格好である。

ただ、これはあくまで家計全体で平均した数字であり、負債を保有していない世帯も含まれる点に注意が必要だ。住宅ローンなどの負債を保有する世帯に限定して試算すると、利上げの影響は1世帯当たり年間約▲2万円とマイナスになる。特に、金融資産が少なく住宅ローンの残債が相対的に多い若年世帯では、世帯主年齢が29歳以下の世帯で1世帯当たり年間約▲4.5万円、30歳台の世帯でも同▲4.2万円と、マイナス幅が大きい。こうした利払い負担の増加を賃金上昇でカバーできるかどうかが、今後の個人消費を見極めるうえでもポイントになろう。

【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)



●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、取引の勧誘目的としたものではありません。本資料には、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。