

2025 年 8 月 15 日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日本 4-6 月期実質 GDP：トランプ関税の影響に何とか耐えた日本経済

要約

- 4-6 月期の実質 GDP は前期比 0.3%（同年率 1.0%）と 1-3 月期の低成長から回復し、市場予測（前期比 0.1%、同年率 0.4%）を上回った。
- 項目別の内訳は、食品価格を中心とした物価の高騰で個人消費が振るわない状態が続いたものの、トランプ関税の影響で懸念された設備投資と輸出が底堅い推移となった。7-9 月期は 4-6 月期の輸出の駆け込み需要の反落を警戒する必要があるものの、総じて、現状ではトランプ関税の影響に日本経済が何とか耐えた形が示されたといえる。
- 弊社では日銀の次回利上げは早ければ 10 月と想定しており、4-6 月期の GDP の内容はそれに向けた重要なチェックポイントを何とか切り抜けた内容といえる。今後の日程としては、4-6 月期の法人企業統計、9 月調査日銀短観、そして日銀支店長会議が重要なチェックポイントとなる。

4-6 月期の実質 GDP は底堅い内容

4-6 月期実質 GDP は前期比 0.3%（同年率 1.0%）と 1-3 月期の低成長から回復し、市場予想（前期比 0.1%、同年率 0.4%）を上回った。項目別の内訳では、食品価格の高騰などによる実質所得の低迷によって個人消費が振るわない状態が続いたが、トランプ関税の影響で特に懸念された設備投資と輸出が底堅い推移となった。相互関税の上乗せ懸念によって 4-6 月期には輸出にある程度の駆け込み需要があったと見られ、7-9 月期はその反動を警戒する必要がある。しかし、日本経済がトランプ関税の影響に何とか耐えた形が示されたといえるだろう（図表 1）。

図表 1：実質 GDP と構成項目

	実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	在庫変動	政府支出	公共投資	輸出	輸入
	前期比	前期比	前期比	前期比	寄与度	前期比	前期比	前期比	前期比
2024年1-3月期	-0.3	-0.7	-3.0	-0.8	0.2	0.4	-1.1	-3.5	-3.8
4-6月期	0.7	0.9	1.5	1.2	0.1	1.0	2.5	1.1	3.1
7-9月期	0.3	0.7	0.8	0.1	0.0	0.0	0.1	1.3	2.0
10-12月期	0.6	0.1	-0.1	0.5	-0.3	0.2	-0.8	1.9	-1.5
2025年1-3月期	0.1	0.2	1.4	1.0	0.6	-0.5	0.1	-0.3	2.9
4-6月期	0.3	0.2	0.8	1.3	-0.3	0.0	-0.5	2.0	0.6

出所：内閣府、りそなホールディングス

底堅さを保った輸出と設備投資

個人消費は、米を中心とした食料価格が高騰した 2024 年 10-12 月期以降はやや弱さが目立っているものの、好調だった 2025 年春闘や足元の労働需給の引き締まりが示唆するように所得環境は底堅く、今後大きく崩れていくとい

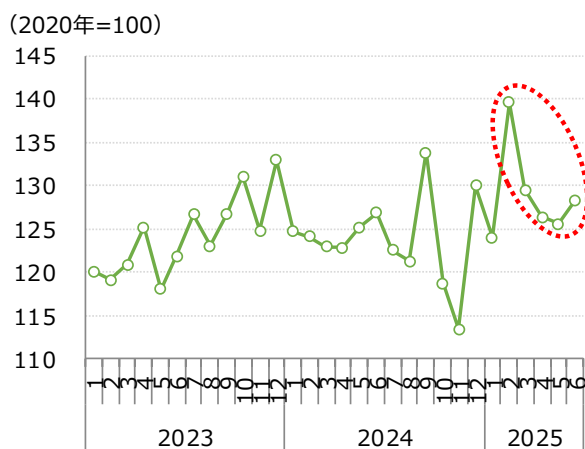
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

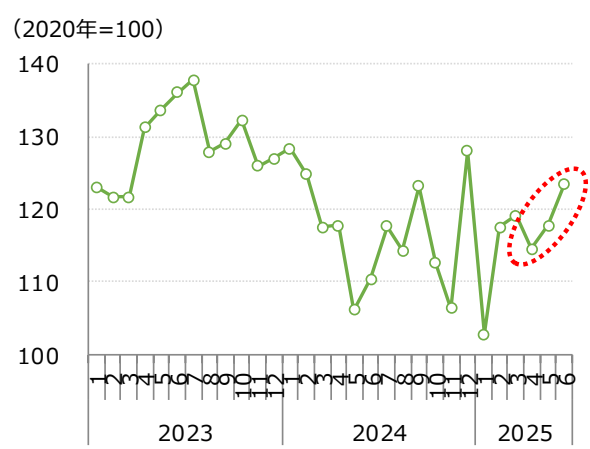
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

う可能性は高くないだろう。

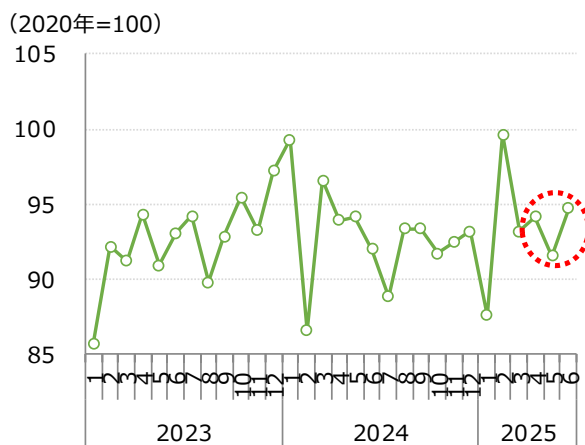
今回の GDP 統計でより重要と見られるのは、米政府が 4 月に相互関税と自動車関税の賦課を開始したことによる輸出と設備投資への影響であった。結果として、実質輸出は前期比 2.0%と堅調といっても良い程の増加となった。日本銀行が公表している実質輸出の動向などを見ると（図表 2～7）、関税の賦課開始に伴う混乱で米国向けは足元でやや落ち込んだものの、米国以外の国・地域向けは概ね横ばいから上向きとなった。トランプ関税で世界貿易が縮小する懸念はまだ払拭できないものの、日本の輸出は底堅い推移を維持している。また、日銀短観の「海外での製商品需給判断 DI」を見ると、輸出が横ばい程度で推移することが示唆されており、急激に崩れていく姿は想定されない。

図表 2：駆け込みの反動が見える米国向け実質輸出


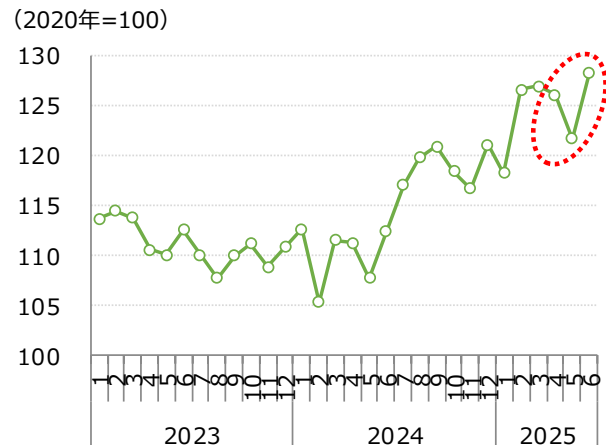
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 3：足元で上向いた EU 向け実質輸出


出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 4：ほぼ横ばいの中国向け実質輸出


出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 5：概ね順調な NIEs・ASEAN 向け実質輸出


備考 1：ASEAN：インドネシア、カンボジア、シンガポール、タイ、フィリピン、ブルネイ、ベトナム、マレーシア、ミャンマー、ラオスだが本統計にはインド、バングラデシュなどを含んでいる

備考 2：NIEsは韓国、香港、台湾、シンガポール

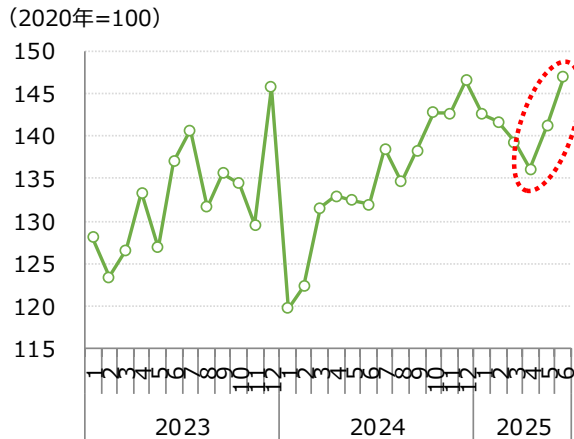
出所：日本銀行、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

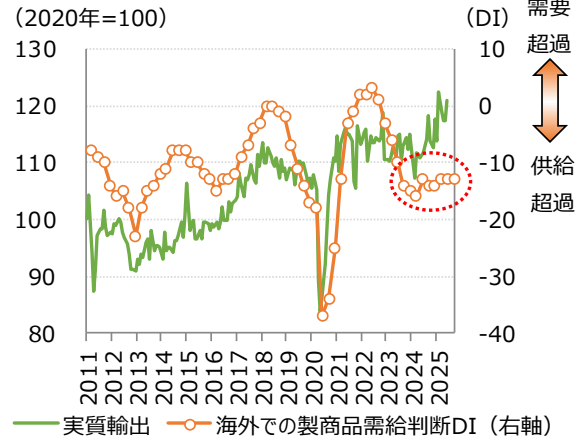
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 6：足元で上向いたその他向け実質輸出



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 7：大崩れは想定されない実質輸出



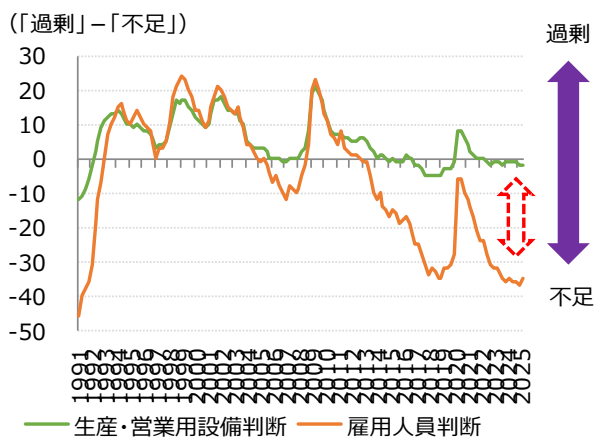
備考：海外での製商品需給判断 DI の直近値は 2025 年 6 月調査における 9 月見込み

出所：日本銀行、りそなホールディングス

設備投資も 5 四半期連続の増加となり、順調な推移となった。設備投資の課題としては、引き続き、深刻な人手不足に対応するための効率的な設備投資となる。

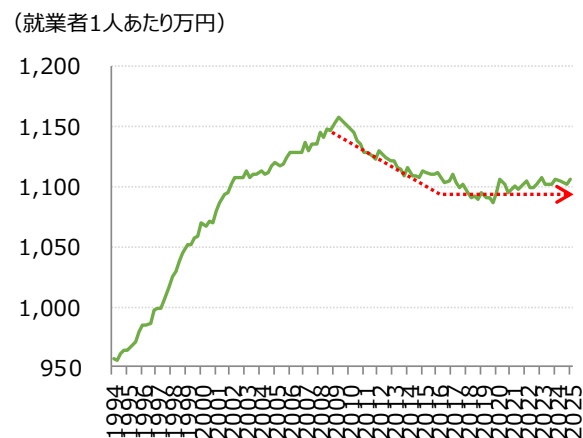
日銀の短観調査で雇用人員判断 DI と生産・営業用設備判断 DI を見ると（図表 8）、雇用人員の過剰感が緩和していく過程では、生産・営業用設備も過剰感が緩和していた。しかし、人手不足が更に深刻化しても、生産・営業用設備が不足との認識が強まらなくなった。即ち、人手不足により、設備等を操業させる人材がいらないことで設備投資が抑制されていることが示唆されている。就業者一単位あたりに対する設備額を示す資本装備率を見ても（図表 9）、今次の人手不足感が強まり始めた 2010 年代の序盤以降は、資本装備率は頭打ちになっており、企業の設備投資は活発化していない。人手不足が深刻化する中では、それを乗り越えていく方策としてスマート工場に見られるような省人化投資や、研究開発などの知的財産投資が推奨されているが、そうした投資の進展は決して芳しくはないようだ。

図表 8：強まる人手不足感、強まらない設備不足感



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 9：資本装備率は頭打ち

備考：資本装備率＝民間企業資本ストック/就業者数
出所：内閣府、総務省、りそなホールディングス

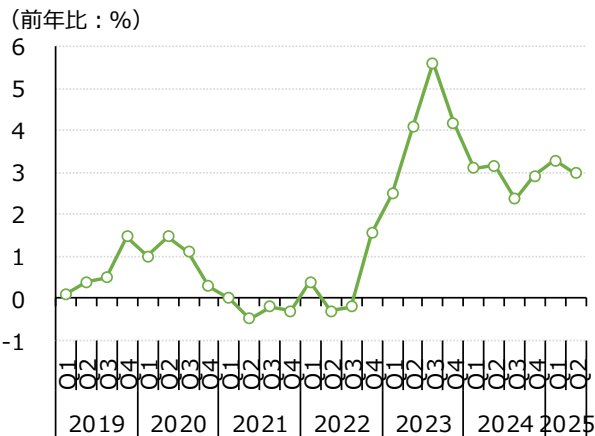
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

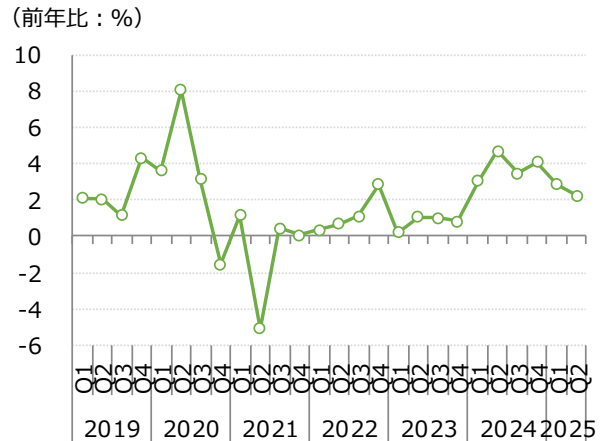
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

今回の統計を経ても政府によるデフレ脱却まだ宣言されない見込み

政府がデフレ脱却宣言に関して重視する 4 指標のうち GDP 統計からわかる 3 指標を見ると（図表 10～13）、GDP デフレーターは前年比 3.0%と 2022 年 10-12 月期以降、単位労働コストは前年比 2.2%と 2021 年 7-9 月期以降でプラスが続いている。他方、弊社の試算では、需給ギャップは小幅ながらもマイナスが継続したと見ている。政府はデフレに戻らないことを脱却宣言の基準としており、需給ギャップが不安定な状況では脱却を宣言しないだろう。しかし、政府が依然としてデフレ脱却を宣言していない中でも、日銀は既に 3 回の利上げを実施している（2024 年 3 月のマイナス金利解除、2024 年 7 月・2025 年 1 月の追加利上げ）。政府の景気判断に配慮し、トランプ関税の影響を点検する必要があるながらも、日銀は金融政策の正常化に向けて適切と見られるタイミングを模索し続けていこう。

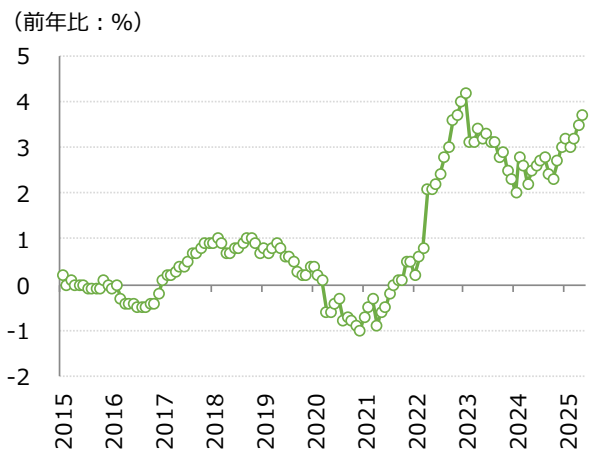
図表 10：GDP デフレーター


出所：内閣府、りそなホールディングス

図表 11：単位労働コスト

 備考：単位労働コスト＝名目雇用者報酬 / 実質 GDP
 出所：内閣府、りそなホールディングス

図表 12：需給ギャップ

 備考：2025 年 Q2 は試算値
 出所：内閣府、りそなホールディングス

図表 13：コア消費者物価

 備考：消費増税の効果を除く
 出所：総務省、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

日銀の次回利上げのタイミングは早ければ 10 月を引き続き予想

弊社では、次回の日銀利上げは早ければ 10 月になるとの予想を維持している。下表（図表 14）は、日銀が 10 月 30 日の金融政策決定会合で利上げを決断すると仮定して、それまでに通過する必要があると見られるチェックポイントまとめている。今回の GDP は、トランプ関税の影響を受けても設備投資と輸出の腰折れが避けられたことなどを踏まえると、日銀の利上げを支持する内容だった。今後は、4-6 月期の法人企業統計で企業利益が関税の影響に耐えられたのか、9 月調査の短観や日銀支店長会議で景気の見通しに変調がないのかを確かめていく必要がある。

図表 14：「日本経済は関税に耐えられる」ことを確認するチェックポイント

日付	イベント	重要ポイント	利上げの後押し要因？
8 月 15 日	GDP	● トランプ関税下でも設備投資と輸出は底堅かった	○
9 月 1 日	法人企業統計	● 4-6 月期の関税の企業利益への影響はどの程度か	
9 月 19 日	日銀決定会合	● 関税の影響を見守る段階にあり現状維持か ● 日銀としての景気認識はどうなのか	
10 月 1 日	9 月調査短観	● 企業景況感は持ちこたえられているのか ● 2025 年度の利益計画と設備投資に変調はないか	
10 月上旬	日銀支店長会議	● 10 月に利上げをするのであれば、最終チェック段階 ● 関税の影響に企業は耐えられているのか ● 関税を踏まえても来年度の賃上げは大丈夫そうなのか	
10 月 30 日	日銀決定会合	● トランプ米大統領が突如として関税合意を翻意しないこと などを政府と確認しつつ利上げへ	

備考：「利上げの後押し要因？」は、○は後押し要因、△はどちらとも言えない、×は利上げ判断を後ろ倒しさせる要因

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。