

2025 年 11 月 17 日
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日本 7-9 月期実質 GDP：重くのしかかるマイナス成長、日銀の 12 月利上げは植田総裁のスタンスと短観の内容次第に

要約

- 7-9 月期の実質 GDP は前期比-0.4%（同年率-1.8%）と 2024 年 1-3 月期以来のマイナス成長となり、市場予測（前期比-0.6%、同年率-2.4%）ほどの落ち込みとはならなかった。
- 項目別の内訳は、2025 年 4 月からの省エネ適合基準の厳格化によって、住宅投資が大幅に減少した。ただし、そうした政策影響の特殊要因を除いても、個人消費の息切れや、トランプ関税に伴う輸出の駆け込みからの反落など、日本経済がやや苦しんだ姿が示された。
- 弊社では日銀の次回利上げは 12 月と現状では想定している。この見通しが実現するのかは、12 月 1 日に予定されている講演で植田総裁が日本経済について過度な懸念を示さないことと、12 月 15 日に公表される短観調査で日本経済の見通しが底堅いことに変わりはないことが示されることが重要となってくる。

7-9 月期の実質 GDP は 2024 年 1-3 月期以来のマイナス成長

7-9 月期実質 GDP は前期比-0.4%（同年率-1.8%）と 2024 年 1-3 月期以来のマイナス成長となり、市場予想（前期比-0.6%、同年率-2.4%）ほどの落ち込みとはならなかった。項目別の内訳では（図表 1）、2025 年 4 月から省エネ適合基準が厳格化されたことで、住宅投資が前期比-9.4%と大幅に減少した。しかし、そうした政策による特殊要因を除いたとしても、個人消費が同 0.1%とやや息切れ感が出ており、賃上げや政府による家計向け政策にも関わらず物価高騰の影響が出ている。また、輸出も同-1.2%の減少とトランプ関税に絡んだ駆け込み後の反落と見られる動きとなっており、7-9 月期は日本経済がやや苦しんだ姿が全体像として示されたといえる（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	-0.5	-0.7	-3.2	-1.2	0.2	0.4	-1.2	-4.1	-3.9
4-6月期	0.4	0.7	1.5	1.4	-0.1	1.0	2.6	0.7	2.7
7-9月期	0.4	0.8	0.8	0.0	0.4	-0.1	-0.4	2.0	3.3
10-12月期	0.7	0.0	-0.1	0.6	-0.4	0.3	-0.7	2.0	-2.2
2025年1-3月期	0.2	0.3	1.3	0.9	0.6	-0.4	0.5	-0.4	2.5
4-6月期	0.6	0.4	0.3	0.8	0.0	0.1	-0.1	2.3	1.3
7-9月期	-0.4	0.1	-9.4	1.0	-0.2	0.5	0.1	-1.2	-0.1

出所：内閣府、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。

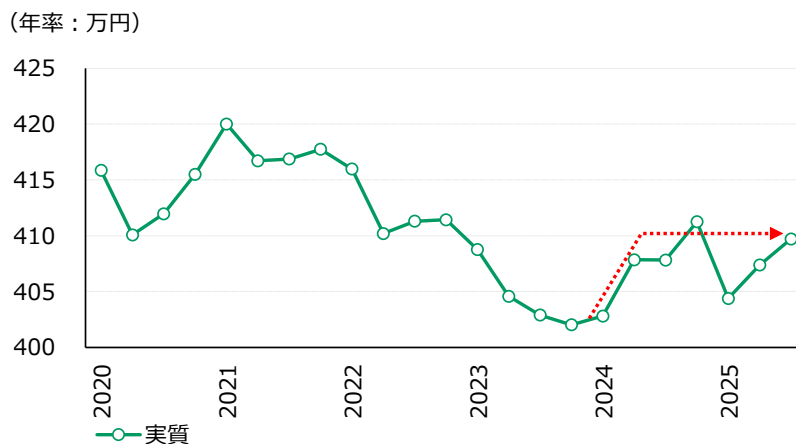
需要項目別の評価：薄れる賃上げ効果、底堅い輸出、発展途上の無形固定資産投資

上述の概観を踏まえ、今回の GDP の内容を踏まえ、やはり注目となるのは個人消費に息切れ感が出ていることだろう。近年での日本株式市場の大幅な上昇もあり、計測は幅を以って見る必要がありながらも、正の資産効果が消費に対して影響を持っている可能性はある。しかし、やはり個人消費の決定要因としては、一人当たりの所得がどの様に動いているのかが重要となる。

労働者一人当たりの賃金を見る公式統計としては、厚生労働省が公表している毎月勤労統計が主要なものとなる。しかし、同統計は毎年サンプル事業所の 3 分の 1 を変更するため（いわゆるローテーションサンプリング）、データに段差が生じることで時系列的な評価が難しくなっている。一方、GDP 統計で同時に公表される雇用者報酬（労働者全体の賃金などの総額）は、推計の基礎統計として毎月勤労統計を使用しているものの、ローテーションサンプリングで生じる段差を軽減するための処置を施している。

それを踏まえ、雇用者報酬と就業者数を用いて、労働者一人当たりの実質雇用者報酬を見ると（図表 2）、個人消費が持ち直し始めた 2024 年以降は、賃上げの動きが強くなってきたことで順調に増加してきたものの、足元では再びインフレ率が高まっていることで頭打ちのような状況にある。7-9 月期の個人消費が弱かったことの背景には、こうした実質所得の動きがあると考えられ、来年初頭から本格化する 2026 年春闘が個人消費の下支えとなる程の賃上げを達成できるのかが注目となってくる。

図表 2：頭打ち感が強まった一人当たり実質雇用者報酬



備考：一人当たり実質雇用者報酬＝実質雇用者報酬 ÷ 就業者数

出所：内閣府、総務省、りそなホールディングス

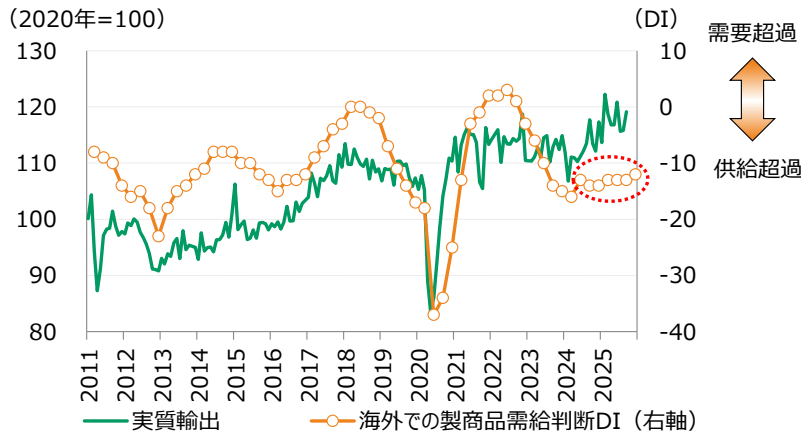
また、7 月には日米政府が貿易交渉の合意に至り（発動は 9 月上旬）、相互関税率が 15%とされ、それまでに 25%とされてきた自動車に対する関税率も 15%に引き下げられた。7-9 月期の輸出は前期比-1.2%の減少となったものの、4-6 月期の駆け込みの反落とすれば限定的な程度で持ちこたえたとの見ることができる。実際に、実質輸出との連動制が高い日銀短観の「海外での製商品需給判断 DI」を見ても、当面は輸出が横ばい程度で推移することが示唆されており、急激に崩れていく姿は想定されていない（図表 3）。

◎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。

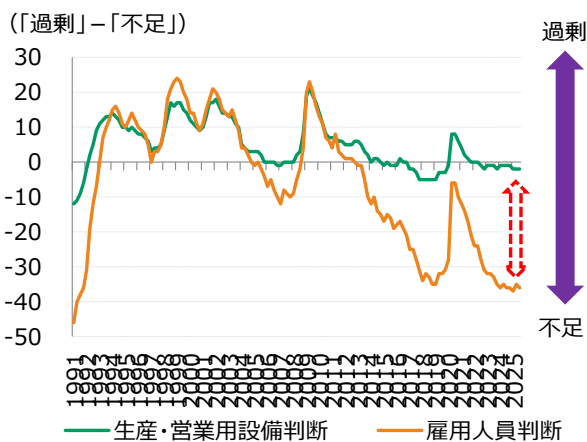
図表 3：底堅さが見込まれる実質輸出



備考：海外での製商品需給判断 DI の直近値は 2025 年 9 月調査における 12 月見込み
 出所：日本銀行、りそなホールディングス

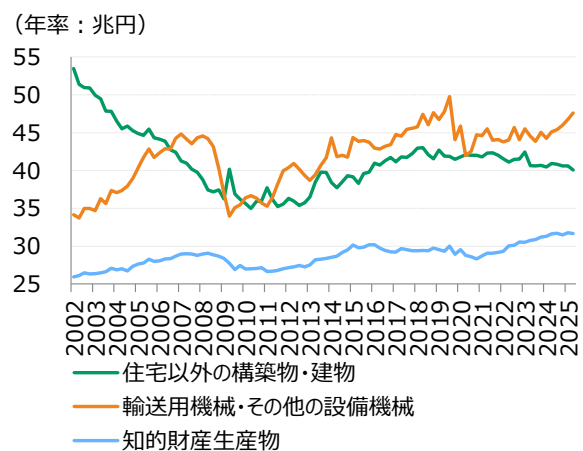
設備投資は 4 四半期連続の増加となり、順調な推移となった。設備投資の課題としては、引き続き、深刻な人手不足に対応するための効率的な設備投資となる。日銀の短観調査で雇用人員判断 DI と生産・営業用設備判断 DI を見ると（図表 4）、雇用人員の過剰感が緩和していく過程では、生産・営業用設備も過剰感が緩和していた。しかし、人手不足が更に深刻化しても、生産・営業用設備が不足との認識が強まらなくなった。即ち、人手不足により、設備等を操業させる人材がいらないことで設備投資が抑制されていることが示唆されている。また、設備投資の内訳を見ても、研究開発などの無形資産が含まれる知的財産生産物への投資は増えてきてはいるものの、日本の設備投資は依然として構築物や機械設備に偏っている（図表 5）。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依然として道半ばだ。

図表 4：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 5：設備投資はまだ機械などに偏っている



備考：最新値は 4-6 月期時点
 出所：内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

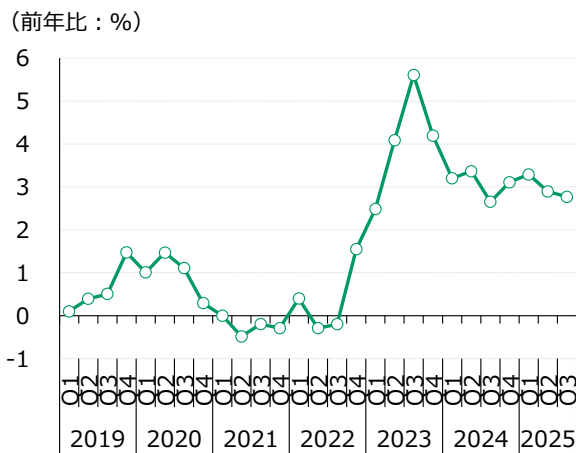
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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

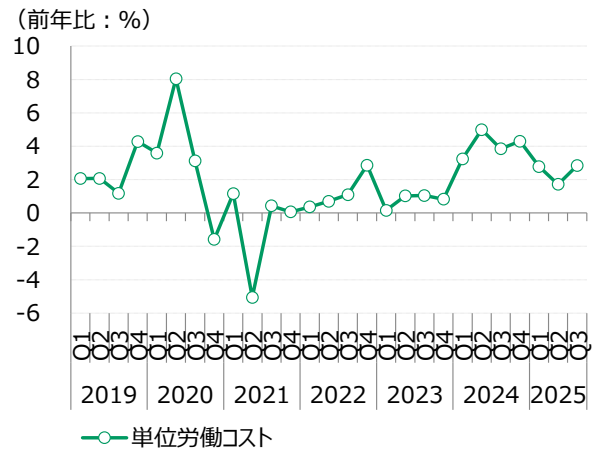
政府がデフレ脱却宣言に関して重視する4指標のうちGDP統計からわかる3指標を見ると（図表6～9）、GDPデフレーターは前年比2.8%と2022年10-12月期以降、単位労働コストは前年比2.8%と2021年7-9月期以降でプラスが続いている。他方、弊社の試算では、需給ギャップは再びマイナス転換したと見ている。政府はデフレに戻らないことを脱却宣言の基準としており、需給ギャップが不安定な状況では脱却を宣言しないだろう。臨時の自民党総裁選を経て、緩和志向が強いと見られる高市政権が発足しており、政府がデフレ脱却宣言をする・しないが、再び日銀の判断に影響してこないかには注意が必要だろう。

図表6：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7：単位労働コスト



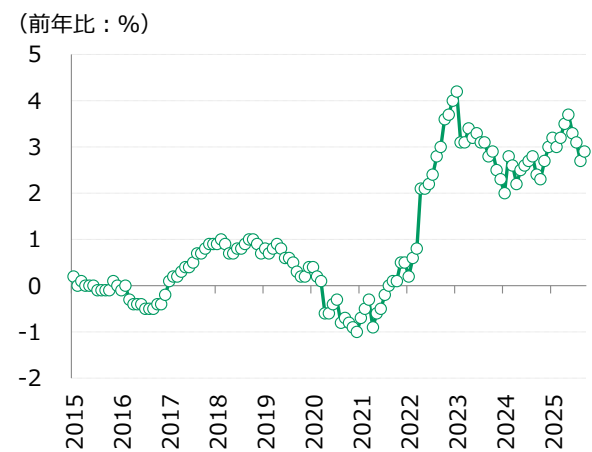
備考：単位労働コスト＝名目雇用者報酬 / 実質 GDP
 出所：内閣府、りそなホールディングス

図表8：需給ギャップ



備考：2025年Q3は試算値
 出所：内閣府、りそなホールディングス

図表9：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

日銀の12月利上げは植田総裁の講演と日銀短観の内容次第に

金融緩和志向が強いとされる高市政権の下で、たとえGDP統計が既に過ぎ去ったことを確認するバックミラー指標だ

◎注意事項

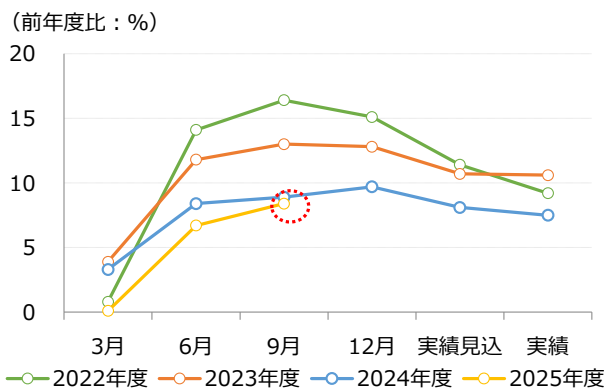
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

ったとしても、7-9 月期の日本経済がマイナス成長に陥ったとの事実は、金融政策の正常化を模索する日銀にとっては重くのしかかってくる。弊社では、現状で日銀の次回利上げは 12 月 19 日の金融政策決定会合で決定されると予想している。日銀が今回の GDP 統計を踏まえて、来月に利上げを決断できるためには何が必要になるだろうか。まずは、12 月 1 日に予定されている植田総裁の講演が重要になり、今回のマイナス成長は政策要因などによるあくまで一時的なものであり、日本経済が腰折れした訳ではないとのスタンスを明確に表明することが必要となるだろう。

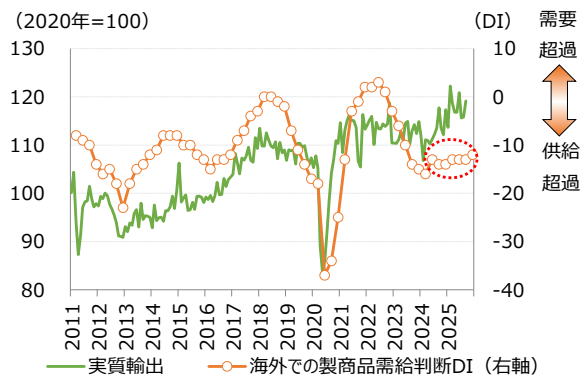
また、12 月 15 日に公表予定の短観調査の内容も重要になる。具体的には、①米国の関税が設備投資を下振れさせないのか、②米国の関税によって輸出が下振れしないのか、③米国の関税が企業利益と延いては賃上げのモメンタムを腰折れさせないのか、そして④日米の金融政策が反対側を向いている（日銀は利上げ方向、FRB は利下げ方向）ことによって、為替レートが過度な円高水準に振れていないのか、という点が重要になる。この①～④について、設備投資計画は腰折れせず、輸出の底堅い見通しが示され、為替レートがある程度は円高方向にいても利益計画が腰折れしない、などといったことが確認される必要がある。前回 9 月調査の日銀短観でもある程度はそれらが確認できていたものの（図表 10～13）、日銀幹部（総裁・副総裁）にとって更に強い確度で確認できるということが鍵になってくる。

図表 10：例年程度に戻ってきた設備投資計画



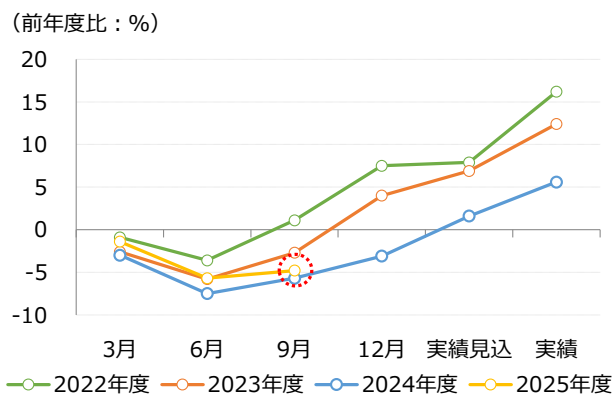
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 11：トランプ関税がありながら持ちこたえる輸出



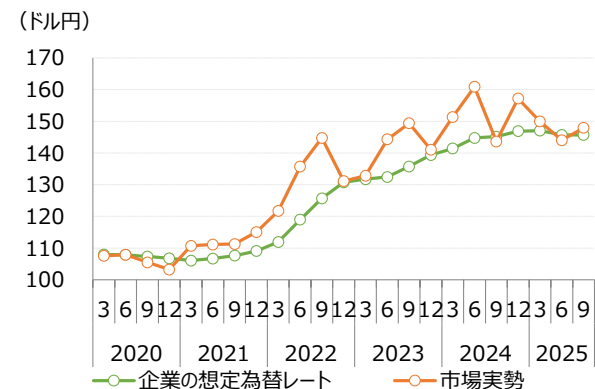
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 12：例年程度の経常利益計画



出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 13：市場実勢に沿った想定為替



出所：日本銀行、ブルームバーグ、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。