

国内外経済の動向

日本経済は10～12月期以降、緩やかな成長が続く見通し

【ポイント】

1. 日本の2025年7～9月期の実質GDP成長率は、住宅投資や輸出などの減少から、6四半期ぶりのマイナスとなった。
2. 日本経済は、10～12月期以降、緩やかな成長が続くだろう。個人消費は、食品やエネルギー価格の高騰が一服し、物価上昇率が緩やかに低下しつつあるなか、良好な雇用環境や株高にも支えられて、持ち直し基調が続く見込みである。
3. 輸出は、中国からのインバウンドが減少するなか、財も米国向けを中心に弱含むため、減少が続くと予測する。

当社は、2025年7～9月期のGDP統計を踏まえて、2025・2026年度日本経済見通しを改訂した。本稿では最大の需要項目である個人消費を中心にまとめる。

1. 7～9月期は住宅投資や輸出などの減少から、6四半期ぶりのマイナス成長

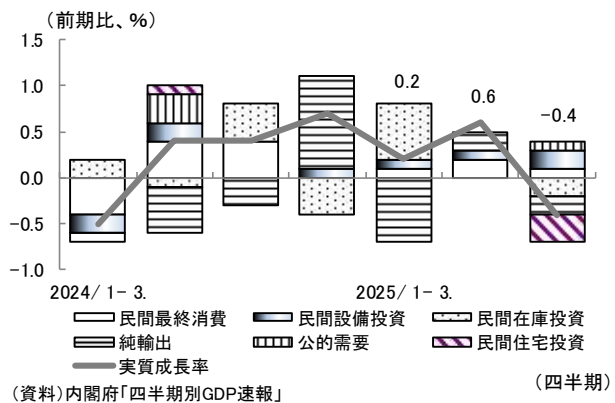
11月17日に発表された2025年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.4%、年率換算▲1.8%と6四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.1%増と6四半期連続の増加となった。住宅投資は同9.4%減と3四半期ぶりの減少となった。設備投資は同1.0%増と4四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.2ポイントとなった。公的需要は、政府消費が同0.5%増と2四半期連続の増加となり、公的固定資本形成は同0.1%増と2四半期ぶりの増加となった。住宅投資の減少などから内需の寄与度は同▲0.2ポイントとなった。輸出は自動車等の減少から同1.2%減と2四半期ぶりの減少となり、輸入は同0.1%減と3四半期ぶりの減少となった。この結果、外需寄与度は同▲0.2ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.6%となり、名目GDP成長率は同+0.1%（年率換算+0.5%）となった。

2. 日本経済は、10～12月期以降、緩やかな成長が続くだろう

世界経済は、雇用者数の伸びが鈍化している米国を中心にやや減速するものの、活発なAI関連投資もあって、底堅く推移するだろう。

図表1. 実質GDP成長率の推移



日本経済は、10～12 月期以降は緩やかな成長が見込まれる。個人消費は、食品やエネルギー価格の高騰が一服し、物価上昇率が緩やかに低下しつつあるなか、良好な雇用環境や株高にも支えられて、持ち直し基調が続く見込みである。設備投資は、AI の活用を含むデジタル化の推進や人手不足への対応に向けた投資を中心に増加が続くだろう。住宅投資は、先行指標となる着工戸数が底打ちしており、今後は緩やかに回復するだろう。輸出は、サービス輸出の増加が一服するなか、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けを中心に財輸出も弱含むため、減少が続くと予測している。

7～9 月期の成長率は当社の前回予測を下回ったものの、前回予測時からの以下の状況変化を反映して、2025 年度の成長率見通しを上方修正した。高市政権の「責任ある積極財政」のもとで政府消費と公共投資の増加が見込まれる。株高やガソリン税の暫定税率の廃止は個人消費に対してプラスの影響を及ぼすだろう。一方で、日中関係の悪化を背景に、中国からのインバウンドが減少し、サービス輸出の増加の一服が想定される。2025 年度の実質 GDP 成長率予測は前回予測から 0.1 ポイント上方修正して+1.0%、2026 年度は据え置いて+0.7%と見込んだ。また、新たに 2027 年度を+0.6%と予測した（図表 2）。なお、2025 年 10～12 月期の成長率は前期比+0.0%（年率+0.1%）と見込んでいる。

3. 個人消費は持ち直しが続くだろう

雇用環境は良好である。10 月の失業率（季節調整値）は前月から横ばいの 2.6%と、低い水準で推移している。労働参加率は緩やかに上昇しており、10 月は 64.1%、就業者数も増加基調であり 10 月は 6,846 万人となった。同月の欠員率（企業のなかで空席となっているポジションの割合）は 3.4%、雇用失業率は 2.9%であり、雇用の需給バランスは需要超過となっている。

毎月勤労統計によると、2025 年 9 月（確報値）の現金給与総額は前年比+2.1%となった。消費者物価指数（総合）で実質化した実質賃金は 1 月以降、7 月を除いて前年比マイナスが続いている（持家の帰属家賃を除く消費者物価指数による実質化では 1 月以降、9 カ月連続のマイナス）。その要因として、食料品価格の高騰も重要であるが、主要企業と比較した中小企業の賃上げの遅れも大きい。25 年の主要企業の春季賃上げ率が 5.52%（所定内給与の増加率とより近い関係にある、定昇を除くベア分は 3.7%程度）だったのに対し、毎月勤労統計（中小企業も対象に含んでいる）の所定内給与の増加率（4～9 月分）は前年比 2.0%に留まった（図表 3）。

今後、実質賃金の上昇率は 26 年の早い時期にプラスに転じるものの、そのプラス幅は小さいだろう。物価の見通しについては後述するが、26 年の前半にかけて食料品価格の上昇率の低下やガソリン税の暫定税率の廃止などを受け、消費者物価指数（総合）、コア CPI

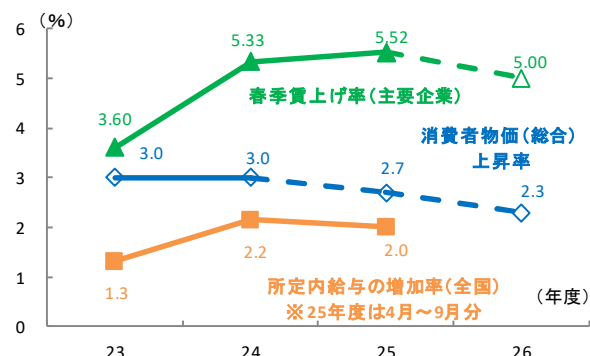
図表 2. 日本経済の見通し

	2024 年度 実績	2025年度予測		2026年度予測		2027年度
		前回 2025年8月 時点	前回 2025年8月 時点	前回 2025年8月 時点	前回 2025年8月 時点	予測
名目国内総生産（兆円）	615.5 3.7	640.9 4.1	639.9 3.9	659.2 2.9	656.5 2.6	677.9 2.8
実質国内総生産（兆円）	557.5 0.6	563.3 1.0	564.1 0.9	567.3 0.7	568.0 0.7	570.8 0.6
内 需	1.1	1.1	0.8	0.9	0.7	0.7
民間 需 要	0.8	1.0	0.8	0.7	0.5	0.6
民間 最終 消費	0.7	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
民間 住宅 投資	▲ 0.6	▲ 3.6	▲ 0.9	1.1	▲ 0.8	0.0
民間 設備 投資	1.9	2.6	2.6	2.1	1.3	1.7
公 的 需 要	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1
政府 最終 消費	1.2	0.4	0.1	0.7	0.6	0.3
公 的 固 定 資 本 形 成	0.6	0.7	0.1	1.5	0.3	0.3
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	1.5	2.2	2.1	1.0	1.8	2.3
財貨・サービスの輸入	3.5	2.4	1.5	1.9	1.6	2.6

注 1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注 2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

図表 3. 春季賃上げ率と所定内給与



（備考）26年度の春季賃上げ率は連合の基本構想、25・26年度の消費者物価上昇率はフコク生命による予測

（資料）厚生労働省、連合

（生鮮食品を除く消費者物価総合）とともに上昇率は 2%前後まで低下する見込みである。所定内給与の伸び率はこれを若干上回るだろう。その後について、消費者物価の上昇率は再びやや上昇するものの、均して実質賃金の上昇率は若干のプラスを維持するだろう。26 年の春季賃上げ率は 25 年と同水準または若干上回る水準での着地を想定している。連合は 26 年春闘の基本構想において、日本の実質賃金を 1%上昇軌道に乗せて「賃上げノルム」としていくこと、中小労組などが格差是正分を積極的に要求することを掲げている。全体の賃上げの目安（定昇を含む）を 5%以上、中小労組については 6%以上としている。25 年度の企業収益について、企業の想定よりも為替レートが円安傾向で推移するなか、恒常的な値上げや AI 関連の投資ブームの追い風もあって、総じて企業計画よりも上振れての着地を見込んでいる。付加価値とは人件費と企業収益の合計であり、人件費を引き上げることが本来の経営との認識も浸透しつつあるように思われる。低下の一途を辿ってきた労働分配率の引き上げも可能だろう。

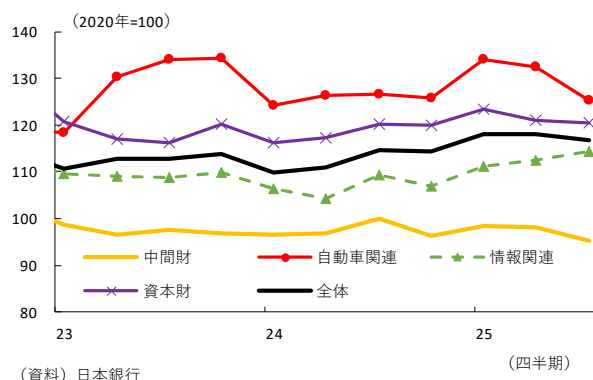
また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である 4～6 月期の家計の可処分所得は前年比 1.7%増となった。内訳をみると、雇用者報酬等が 3.4 ポイント、預金利息や株式配当、投信分配金などが含まれる財産所得が 2.5 ポイントのプラス寄与である（実額では雇用者報酬等が 2.9 兆円、財産所得が 2.1 兆円の増加）。一方で、昨年実施された定額減税が今年は実施されなかったため、税・社会負担の増加が 4.3 ポイントのマイナス寄与（実額では 3.6 兆円の増加）となった。自民党と日本維新の会が 10 月に署名した「連立合意書」には、所得税の基礎控除の引き上げや給付付き税額控除の導入に向けた制度設計を進めるとあるが、その実施時期と規模は定かではない。所定内給与の増加による雇用者報酬等の押し上げは継続する見込みであり、日銀の緩やかなペースでの利上げを背景に財産所得も増加するものの、税・社会負担については当面、マイナス寄与が続くだろう。

今後の個人消費は持ち直し基調を維持するだろう。内閣府の消費動向調査によれば、消費者マインドを示す消費者態度指数は 10 月に前月比 0.5 ポイント上昇し、35.8 となった。構成指標をみると、「暮らし向き」などの見通しが改善した。同調査に含まれる物価見通しのデータから、今後 1 年間の消費者の予想物価上昇率を試算すると、4 月の +3.9%をピークに低下傾向にある。消費者のインフレへの懸念はやや後退し、このところの株価上昇もあってマインドは持ち直している。

4. 輸出は減少が続くだろう

輸出は減少している。7～9 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 1.2%減となった。内訳では財の輸出が自動車等の減少から同 0.8%減、サービス輸出は同 2.1%減である。日銀が公表する 7～9 月期の財の実質輸出額では、前期比 1.1%減となった。財別にみると堅調な半導体需要を背景に情報関連が増加したものの、米国の関税引上げ前の駆け込み需要に対する反動減などから、自動車関連などが減少した（図表 4）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では 7～9 月期に前期比 2.9%

図表 4. 実質輸出額の推移



減となった。各地域向けとも振るわなかったが、特に米国向けの減少が顕著だった。先行きについて、米国向けでは駆け込み需要に対する反動減が徐々に減衰する一方で、関税引上げ分の価格転嫁によりどの程度、需要が減少するかが注目点となる。加えて、中国では

製造業やインフラ部門の設備投資が一服するなか、住宅価格も再び弱含んでいるため、日本からの輸出にもマイナスの影響が想定される。半導体関連の緩やかな増加は今後も下支えとなるものの、米国向けを中心に日本からの輸出数量は当面、弱含む見込みである。

インバウンドについて、25 年 1～10 月の訪日外客数（外国人旅行者の数）は 3,555 万人（前年同期は 3,019 万人）と堅調に増加してきた。一人当たりの消費額はこれまでの円高進行もあって、前年をやや上回る程度であるが、両者の掛け算であるインバウンド消費額は引き続き前年比で 1～2 割程度の増加を維持している。ただし、今後については、高市首相の台湾に関する発言への反発による中国からの観光客数の減少を受けて、増加が一服するだろう。今後の輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出の増加が一服するなか、関税引上げ分の販売価格への転嫁が徐々に進むことで需要が減退する米国向けを中心に財輸出も弱含むため、減少が続くと予測している。

5. 消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価の上昇率は政府による電気代等の補助額の増減による影響を受けつつも、食料のプラス寄与の縮小などから緩やかな低下傾向にある。10 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の上昇率は前年比+3.0%となった。（図表 5）。

今後のコア CPI の上昇率は、緩やかな低下が続くと見込んでいる。川上である企業物価指数の上昇率はやや減速しており、消費者物価への波及が見込まれる。食料価格は日本における趨勢的な農業従事者の減少などから今後も上昇を見込むものの、上昇率自体は緩やかな低下が続くだろう。前回予測での想定と比較して、為替は円安傾向で推移しており、食料価格の上昇率の低下ペースもやや遅い。企業の値上げへの姿勢も一段と積極化しているように思える。2025 年度のコア CPI 上昇率の予測値は 0.2pt 上方修正して+2.7%、26 年度は 0.3pt 上方修正して+2.1%とした。

金融政策について、日銀は 10 月 30 日の金融政策決定会合で政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.50%に据え置いた。同時に発表された物価・展望レポートは総じて前回のレポートを踏襲しつつも、新たに「グローバルな AI 関連需要が輸出や生産の上押しに作用する」との表現が加えられた（ただし、生産性や収益の強い伸びに対する期待が実現されなかった場合のリスクにも言及）。また、前回の「経済の成長ペースは鈍化する」との表現は「伸び悩む」へと半歩前進している。植田総裁は決定会合後の記者会見で、次回の利上げに向けた最大の注目点は来春の春闘であり、米国の関税政策が輸出企業の収益に及ぼす影響など、春闘に向けた初動のモーメントに関する情報を集めたい旨の発言をした。日銀は 2026 年 3 月末までに政策金利（無担保コールレート・翌日物の誘導目標）を 0.25 ポイント引上げ、0.75%にすると想定している。

6. 株価が大幅に調整する可能性

本予測では、活発な AI 関連投資を受けた情報通信・半導体関連企業の収益増加への期待などから、内外の株式市場が堅調に推移すると見込んでいる。しかし今後、雇用環境の急速な悪化などから米国経済の先行きへの懸念が強まり、株価が大幅に調整して日本の個人消費や米国への輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

（財務企画部 高松 千之）

図表 5. 消費者物価指数の推移

