

国内外経済の動向

日本経済は個人消費が底堅く推移し、持ち直し基調を維持するだろう

【ポイント】

1. 日本の 2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費の増加などにより、2 四半期連続のプラス成長となった。
2. 今後の日本経済は、持ち直し基調を維持するだろう。政府による電気代等への補助が 10 月に一旦終了し、所得税等の定額減税の実施も年末までに概ね完了することがマイナス要因となるものの、良好な雇用環境や冬の賞与の増加を背景に個人消費は底堅く推移するだろう。
3. コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）の前年比上昇率は、1 月からの政府による電気代等の抑制策の再開を前提に、概ね+2%台前半で推移するだろう。

当社は、2024 年 7～9 月期の GDP 統計を踏まえて、2024・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と、注目度の高い物価と金融政策の見通しを中心にまとめる。

1. 7～9 月期は個人消費の増加などにより 2 四半期連続のプラス成長

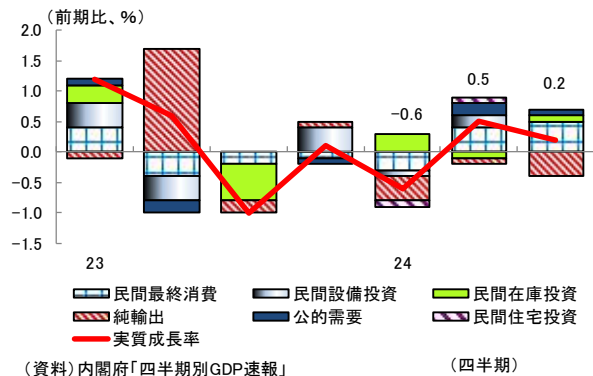
11 月 15 日に発表された 2024 年 7～9 月期の一次速報値によると、実質 GDP 成長率は前期比+0.2%、年率換算+0.9%と 2 四半期連続のプラス成長となった（図表 1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比 0.9%増と 2 四半期連続の増加となった。住宅投資は同 0.1%減と 2 四半期ぶりの減少となった。設備投資は同 0.2%減と 2 四半期ぶりの減少となった。在庫投資の寄与度については、+0.1 ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同 0.9%減と 2 四半期ぶりの減少となり、政府消費は同 0.5%増と 3 四半期連続の増加となった。民間最終消費の増加などから内需の寄与度は同+0.6 ポイントとなった。輸出は金属製品などの増加から同 0.4%増と 2 四半期連続の増加となり、輸入は医薬品やスマートフォンなどの増加から同 2.1%増と 2 四半期連続の増加となった。この結果、外需寄与度は同▲0.4 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+0.3%となり、名目 GDP 成長率は同+0.5%（年率換算+2.1%）となった。

2. 日本経済は個人消費が底堅く推移し、持ち直し基調を維持するだろう

米国大統領選の結果はトランプ候補の勝利となった。米国経済は、関税の引き上げなど次期政権の政策によりインフレ率が上昇するリスクがあるものの、個人消費は実質賃金の増加を受けて底堅く推移するため、堅調さを維持するだろう。

図表 1. 実質 GDP 成長率の推移



日本経済は、政府による電気代等への補助が 10 月に一旦終了し、所得税等の定額減税の実施も年末までに概ね完了することが今後のマイナス要因であるものの、良好な雇用環境や冬の賞与の増加を背景に個人消費は底堅く推移するため、持ち直し基調を維持するだろう。なお、2025 年の春闘においても、2024 年と同程度の賃上げ（定昇込み 5%程度）が実現すると想定している。設備投資は、省力化や脱炭素化のための投資など、企業の投資意欲は強いものの、建設工事などにおける人手不足もあって、緩やかな伸びにとどまるだろう。輸出はインバウンドが含まれるサービス輸出が堅調に推移するなか、半導体需要の回復や中国における経済対策の効果もあって、財輸出も持ち直しが続くだろう。

7～9 月期の成長率は、個人消費の持ち直しなどを受けた輸入の増加を主因に当社の前回予測を下回ったため、2024 年度の成長率予測を引き下げた。なお、7～9 月期の個人消費は給与の伸び率が徐々に高まり、夏の賞与の増加と定額減税もあって可処分所得が改善するなか、当社の前回予測を上回った。2024 年 10～12 月期の成長率は個人消費や輸出の増加などから前期比年率+1.3%と見込んでいる。

3. 個人消費は良好な雇用環境や冬の賞与の増加を受けて、持ち直しが続くだろう

雇用環境は緩やかに改善している。10 月の失業率（季節調整値）は 2.5%と、前月から 0.1 ポイント上昇したが、低い水準で推移している。労働参加率は僅かながら上昇傾向にあり、10 月は 63.5%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり 10 月は 6,798 万人となった。

毎月勤労統計によると、2024 年 9 月（確報値）の現金給与総額は前年比+2.5%となった（図表 3）。内訳をみると、所定内給与による寄与は+2.3 ポイントであった（伸び率は+2.5%）。連合の最終集計（7 月 3 日公表）によれば、2024 年春闘における主要企業のうち、ベア分が明確に分かる組合のベア分は 3.56%である。中小企業のそれは主要企業を下回るとしても、人手不足のなか他社動向を見ながら賃上げの動きは広まっていると考えられる。所定内給与の前年比の伸び率は、2024 年初めの+1.5%前後から足元では 1 ポイント程度上昇している。毎月勤労統計における実質賃金（持家の帰属家賃を除く消費者物価総合指数を使用）は、夏の賞与による押し上げもあって 6～7 月に前年比の伸び率がプラスに転じたものの、その効果が剥落した 8～9 月には再び若干のマイナスとなっている。

今後、実質賃金の安定的な上昇が実現していくだろう。労務行政研究所の調査（対象は東証プライム上場企業）では、今年の冬の賞与は前年比+3.4%と見込まれている。より小規模の企業のなかには、ベースアップを抑制し、代わりに一時金を増加させる企業も多いと考えられることから、毎月勤労統計ベースでの冬の賞与の伸び率は同+4%程度と予想している。この結果、12 月については実質賃金も前年比で明確なプラスとなろう。ただし、

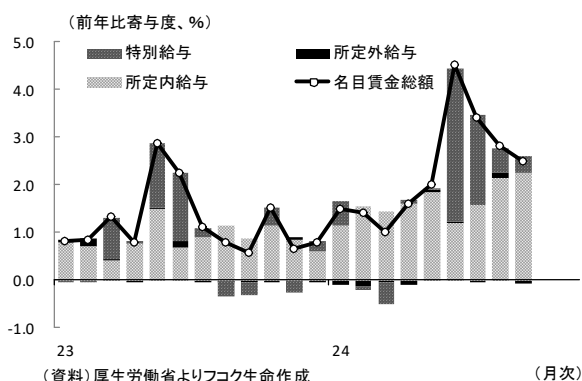
図表 2. 日本経済の見通し

	2023 年度 実績	2024年度予測		2025年度予測		2026年度 予測
		前回 2024年8月 時点	2024年8月 時点	前回 2024年8月 時点	2024年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	596.6	614.9	617.6	633.4	640.0	650.1
	4.9	3.1	3.5	3.0	3.6	2.6
実質国内総生産（兆円）	558.1	560.2	561.9	565.4	566.4	569.8
	0.8	0.4	0.7	0.9	0.8	0.8
内 需	▲ 0.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
民 間 需 要	▲ 0.5	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
民間最終消費	▲ 0.6	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
民間住宅投資	0.3	▲ 1.4	▲ 1.7	0.5	▲ 0.4	0.0
民間設備投資	0.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
公 的 需 要	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	▲ 0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
公的固定資本形成	0.6	1.2	1.2	0.5	0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	1.4	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	2.8	1.7	1.5	2.2	2.2	2.0
財貨・サービスの輸入	▲ 3.2	3.9	1.8	1.6	1.6	1.7

注 1. 実質値は2015暦年通額価格

注 2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

図表 3. 賃金上昇率の推移



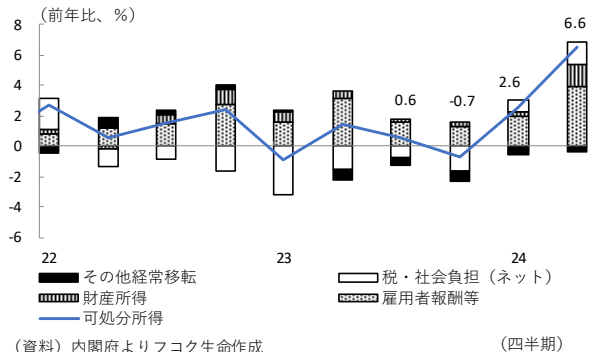
(資料) 厚生労働省よりフコク生命作成

(月次)

それ以外の月については、今しばらく若干のマイナス傾向で推移する可能性が高い。安定的にプラスとなる時期は、2025年4～6月期と予測している。ちなみに、消費者物価指数について言及する際に広く使われるコアCPI(生鮮食品を除く総合)を用いて計算すれば、今後も概ねゼロから若干のプラス圏での推移が見込まれる。

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6.6%増と、1～3月期の増加率を大きく上回った(図表4)。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が可処分所得を4.0ポイント押し上げたことに加え、所得税等の定額減税を受けて税・社会負担(公的年金等の受取をネットした純負担)の減少が1.5ポイントのプラス寄与、投資信託からの収益や株式配当、受取利息などが含まれる財産所得も1.4ポイントのプラス寄与となった。7～9月期についても、所定内給与や夏の賞与の増加による雇用者報酬等の押し上げが続き、6月給与で控除しきれなかった定額減税の実施分もあって税・社会負担の減少も続くと思込まれるため、高めの伸びが続いたとみられる。

図表4. 家計の可処分所得の推移



7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.9%増と2四半期連続のプラスとなった。自動車やスマートフォンなどの耐久財への支出が同3.7%増、食料などの非耐久財への支出が同0.9%増となった。

政府による電気代等への補助が10月に一旦終了し、所得税等の定額減税の実施も年末までに概ね完了する。所定内給与の前年比伸び率は、現状水準からの上昇は限定的とみられる。そうしたなかで、10月には多くの商品が値上げされて消費への逆風となっている。とはいえ、良好な雇用環境や冬の賞与の増加を受けて消費は2024年度後半も底堅く推移し、来春の賃上げなどを受けて、2025年度も持ち直しが続くと思込んでいる。

耐久財消費に含まれる自動車については、形式指定における認証不正の問題による一部車種の出荷停止や台風の影響による一部工場の稼働停止の影響を受けながらも、乗用車販売台数(季調値、年率)が4～6月期の約380万台から7～9月期には約400万台へと回復した。10月の販売台数も約407万台に増加しており、今後も堅調な推移が見込まれる。

サービス消費については、日本フードサービス協会によれば10月の外食産業売上高は前年比で6.1%増(9月は同8.2%増)となった。10月は前年より日曜が1日少ない曜日周りは不利となったが、クーポンや期間限定のデザートなど販促キャンペーンが功を奏したという。客単価も前年比で3～4%程度の増加が続いており、堅調な内容といえる。

街角の景気を映す内閣府による10月の景気ウォッチャー調査は、現状判断DIが前月比▲0.3ポイントと2ヵ月連続の低下となった。家計動向関連では、「米の値段が大きく上がり、様々な食品が値上がりとなっていくなか、客は購入点数や来店回数を減らしている(スーパー)」などのコメントが見られ、年金生活者やまだ十分な賃上げを受けていない労働者に、物価高が再び影を落としている可能性がある。

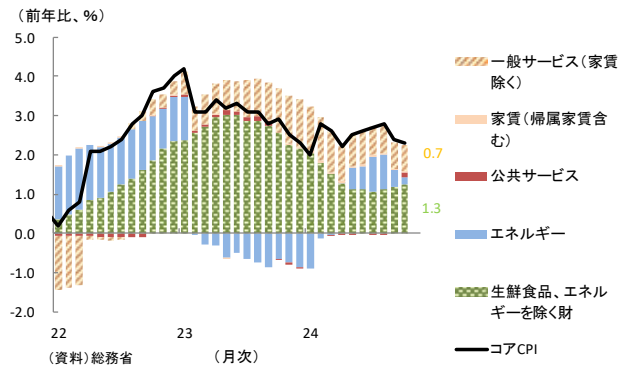
4. 消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は足元で上昇率がやや低下している。コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)の上昇率は9月に前年比+2.4%へと減速した(図表5)。その主因は政府による電気代等の抑制策(酷暑乗り切り緊急支援)の8月からの再開によるエネルギーのプラス寄与の縮小である(CPIへの反映は1ヵ月遅れとなる)。なお、食料品などの値上がりから生

鮮食品・エネルギーを除く財価格はプラス寄与がやや拡大している。

今後のコア CPI の上昇率は均して横ばいと見込んでいる。政府による電気代等の抑制策では、一般家庭向け（低圧）電力契約に対して 8～9 月使用分には 1kwh あたり 4 円、10 月使用分には同 2.5 円が補助された。消費者物価統計には 1 ヶ月遅れで反映されるため、補助が縮小・終了することで 11～12 月のコア CPI の上昇要因となる。もっとも、石破首相は 1 月から電気代等への補助を再開する旨を発言しており、今後のコア CPI の前年比上昇率は振れを伴いつつも、概ね +2% 台前半で推移すると見込んでいる。政府による電気代等の抑制策以外の要因として、原油価格がやや低下していることも、エネルギー価格の低下要因となっている。米国におけるシェールガスの生産拡大や、中東における紛争でこれまでのところ原油生産施設への攻撃が控えられていることが背景にある。一方、給与の伸び率の高まりが一段と広汎化するなかで、一般サービス（家賃除く）のプラス寄与は徐々に拡大していくと見込まれる。また、2023 年の後半から

図表 5. 消費者物価指数の推移



の円安の進行などを受けて輸入物価と企業物価の上昇率がやや高まっており、その一部は今後も消費者物価へと転嫁されていくだろう。2024 年度のコア CPI の予測は 1 月からの政府による電気代等の抑制策の再開を前提に、前回 8 月予測から 0.3 ポイント下方修正して前年比 +2.4%、2025 年度は前回から据え置いて同 +2.2% とした。

さらに、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。イスラエルとイスラム教勢力との紛争の一段の激化、ウクライナとロシアの戦争のさらなる長期化や地球温暖化の影響などにより、食料やエネルギー供給への支障が大きくなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが再び加速する可能性がある。

金融政策について、日銀は 10 月 31 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 0.25% に据え置いた。決定会合後の記者会見で植田総裁は、米国の経済指標が改善しており、金融市場も安定を取り戻しつつあるため、追加利上げについて「時間的余裕がある」との表現を今後は使わない旨を発言した。10 月の経済・物価情勢展望レポートでは「名目賃金ははっきりと上昇している」と記載された。また、為替変動が物価に影響を及ぼしやすくなっていると日銀が分析するなか、米国の次期トランプ政権で見込まれるインフレ的な政策とその影響による FRB の利下げペースの減速を意識して、為替は再び円安方向に動いている。植田総裁は現在の政策金利が中立金利よりもかなり下にあるとの認識であり、比較的に早い時期に追加利上げがあるだろう。

日銀は 2025 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）を現行の 0.25% から 0.50% に引き上げるだろう。その後、2025 年度には計 0.50% の追加利上げを行い、2026 年 3 月末の政策金利の水準は 1.00% と想定している。

5. 衆議院選挙後の政策の動向などが見通しの変動要因

日本では 10 月 27 日に実施された衆議院選挙の結果、与党である自民党・公明党の議席は過半数を割ったため、国会運営において一部の野党の協力が必要となった。見通しのプラス面での変動要因は、与野党間で協議されている所得税の減税など国民負担の引き下げの規模である。一方で、米国の新政権による関税の引き上げが世界的な報復関税の応酬を引き起こすとともに、日本からの財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）