

2024年11月21日

2024・2025・2026年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 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 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2024・2025・2026年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2024年度 +0.4%（前回+0.7%）、2025年度+0.9%（前回+0.8%）、2026年度+0.8%

○ 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

2024年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%（年率+0.9%）と2四半期連続のプラス成長となった。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、自動車やスマートフォンなどの耐久財を中心に個人消費が増加した。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。

○ 日本経済は緩やかな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はあるものの、良好な所得環境を背景に個人消費は底堅く推移するため、堅調さを維持するだろう。

日本経済は、緩やかな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と見込まれる。なお、2025年の春闘においても、2024年と同程度の賃上げ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。

○ 衆議院選挙後の政策の動向などが見通しの変動要因

日本では衆議院選挙の結果、与党は国会運営において一部の野党の協力が必要となった。野党各党の政策をみると、所得税などの減税、最低賃金の引き上げの加速などに共通点が多い。これらが採用されれば、経済見通しにおけるプラス要因となるだろう。

一方、米国の次期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。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<https://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之、藤巻 淳

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2024・2025・2026年度 経済見通し

(前年比、%)

	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		前回 2024年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	596.6 4.9	614.9 3.1	617.6 3.5	633.4 3.0	640.0 3.6	650.1 2.6
実質国内総生産（兆円）	558.1 0.8	560.2 0.4	561.9 0.7	565.4 0.9	566.4 0.8	569.8 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

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 1.9	▲ 0.5	1.3	1.9	2.1	1.6
国内企業物価指数	2.4	1.6	1.5	0.6	0.4	0.6
消費者物価指数	3.0	2.6	2.8	2.1	2.1	1.9
消費者物価（除く生鮮）	2.8	2.4	2.7	2.2	2.2	2.0
貿易収支（兆円）	▲ 3.7	▲ 5.2	▲ 2.2	▲ 3.8	4.6	▲ 2.9
経常収支（兆円）	26.6	28.9	28.9	30.1	35.3	30.4
名目賃金指数	1.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
完全失業率（%）	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
住宅着工戸数（万戸）	80.0	80.1	79.6	80.3	79.5	80.3
為替レート（¥/\$）	144.6	151.6	149.8	146.7	145.0	141.7
原油価格（\$/b）	85.5	81.8	86.6	82.6	83.0	82.7
米国実質成長率	2.9	2.8	2.6	2.4	2.0	2.0
中国実質成長率	5.2	4.8	4.6	4.5	4.4	4.2

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

◇日本経済の現状と見通し

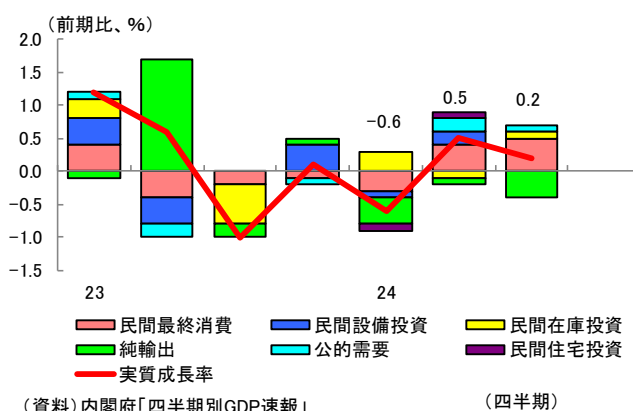
○7～9 月期の実質 GDP

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 2）。需要項目別に見ると、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。

図表 2. 実質 GDP 成長率の寄与度分解



○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

世界経済は、減速懸念があるなかでも、インフレ鈍化や堅調な所得環境を背景に、個人消費を中心に底堅く推移するだろう。サプライチェーンの強化を目指した生産拠点の自国回帰の動きは継続し、主要中央銀行の利下げとも相俟って、設備投資の増加に寄与するだろう。

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。

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年度の実質GDP成長率予測は前回予測から0.3ポイント下方修正して+0.4%、2025年度は前回予測から0.1ポイント上方修正して+0.9%と見込んだ。また新たに、2026年度を+0.8%と見込んだ。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。

○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。野党各党の選挙公約を比較すると、消費税や所得税などの減税、最低賃金の引き上げの加速などに共通点が多くみられ、これらの政策が採用される可能性が高まっている。採用されれば、家計の可処分所得の増加を通じて、経済見通しに対するプラス要因となるだろう。

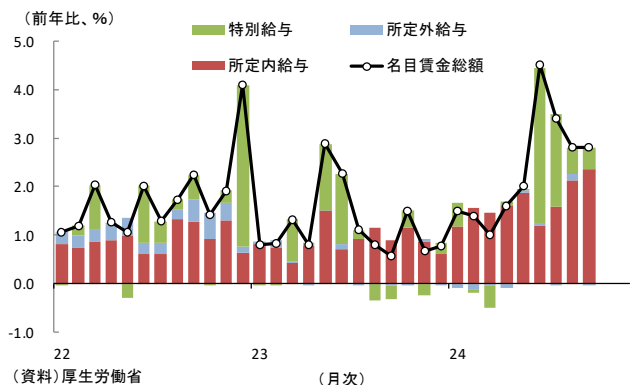
一方、米国の次期政権による関税の引き上げが世界的な報復関税の応酬を引き起こすとともに、日本からの財の輸出にもマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

◇主要な需要項目の動向

○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。9月の失業率(季節調整値)は前月から0.1ポイント低下の2.4%と、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、9月は63.5%、就業者数も緩やかな増加傾向にあり9月は6,782万人となった。新規求人数は生活関連サービス業、娯楽業や製造業などで減少しているが、新規求職者数も減少しており、雇用環境の先行指数となる新規求人倍率は、均して横ばい傾向で推移している。

図表3. 一人当たり現金給与総額の推移



雇用環境は良好な状況が続くだろう。女性の就業率の上昇継続に加えて、物価上昇を受けた生活費確保のための就労もあって労働参加率が緩やかに上昇するなかでも、低い水準にある失業率と長期的な日本の労働力人口の減少を背景に、企業の人手不足感は続くだろう。日銀短観9月調査における全規模全産業の雇用判断DIは▲36と、引き続き大幅な人手不足を示している。

毎月勤労統計によると、2024年9月(速報値)の現金給与総額は前年比+2.8%となった(図表3)。内訳をみると、所定内給与による寄与は+2.4ポイントであった(伸び率は+2.6%)。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、ベースアップ分が明確に分かる組合のベースアップ分は3.56%である。中小企業のベースアップ率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+3%前後まで上昇しており、今年度の賃上げ

は概ね反映済みである。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、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としては、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、政府による電気代等の抑制策もあって、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。

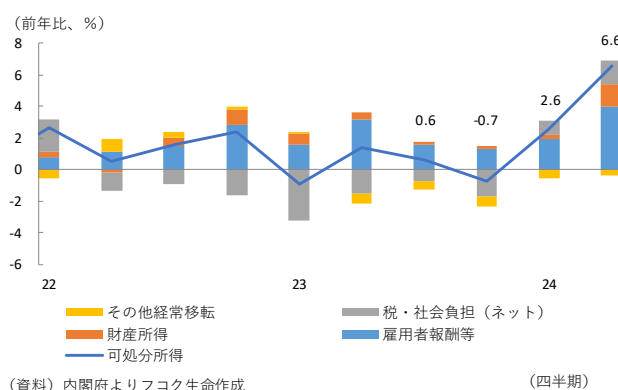
また、消費を考えるうえでは実質賃金のみならず家計の可処分所得の動向も重要である。現時点で入手可能な最新統計である 4～6 月期の家計の可処分所得は前年比 6.6%増と、1～3 月期の増加率を大きく上回った（図表 4）。内訳をみると、雇用者報酬等の増加が可処分所得を 4.0 ポイント押し上げたことに加え、所得税等の定額減税を受けて税・社会負担（公的年金等の受取

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。なお、コロナ禍による外出機会の減少などで積み上がった超過貯蓄（2020 年以降の各四半期の超過貯蓄額を 2019 年の貯蓄率そのまま継続した場合と実際の貯蓄率との差として累計）は、足元で年間消費額の 13%程度、残っていると推計している。

個人消費は底堅く推移するだろう。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

図表 4. 家計の可処分所得の推移



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9月の外食産業売上高は前年比で8.2%増（8月は同9.3%増）となった。9月は2度の3連休と前年より日曜が1日多い曜日周りにも助けられたとはいえ、秋の食材フェアが好調だったほか、客単価も前年比で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。

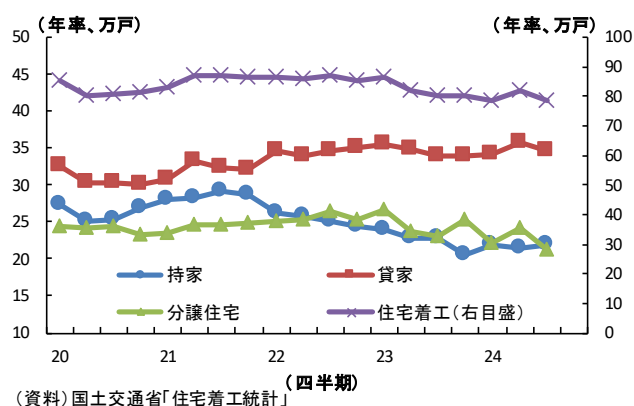
○住宅投資は徐々に下げ止まりへ

7～9月期の住宅投資は前期比0.1%減と2四半期ぶりの減少となった。新設住宅着工戸数は、同期に年率78.3万戸と前期比4.4%減少した。ただし、利用関係別の推移をみると、分譲住宅がやや弱含んでいるものの、貸家は緩やかな増加傾向が続くなか、持家が下げ止まりつつあるようだ（図表5）。

住宅投資は、徐々に回復に向かうだろう。 価格高騰を背景に一部の地域では、マンションへの需要に陰りがみられている。不動産経済研究所によれば

9月の首都圏における新築分譲マンションの初月契約率は65.5%と、販売好調の目安とされる70%をやや下回っている。首都圏でもやや立地条件に劣る新築・中古物件では販売の苦戦・値下げも報じられている。ただし、デベロッパーは供給戸数を絞っており、販売在庫は抑制されている。一方、戸建て分譲住宅と持家については、設備機器の価格や人件費など建築コストの上昇、住宅ローン金利（特に固定金利）の上昇という不利な要素はあるものの、郊外に立地する広めの一戸建て物件が見直され、徐々に需要は高まっていくと予想している。貸家についても、マンションの価格高騰でその購入を見送った人々による賃貸需要が見込まれる。長期金利の上昇がいずれは企業によるマンション型を中心とした貸家着工の抑制要因になると考えているが、足元ではむしろ今後の調達金利の上昇を見込んだ駆け込み着工が出ているようだ。なお、2024年度から住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限額が引き下げられた。ただし、一定の条件（夫婦どちらかが40歳未満、又は19歳未満の子がいる）を満たす場合には上限額が2023年度から据え置かれることとなった。この条件を満たさない場合には実質的な金利負担額の増加要因となる。2024、25、26年度の住

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



宅着工戸数はそれぞれ 80.1 万戸、80.3 万戸、80.3 万戸と予測している。

○設備投資は緩やかな伸びにとどまる見込み

7～9 月期の実質設備投資は前期比 0.2%減と 2 四半期ぶりの減少となった。

今後の設備投資は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。 サプライチェーン上のリスク軽減のための工場の国内回帰、人出不足に対応した省力化投資、脱炭素化のための投資など、企業にとって必要な投資は数多い。日銀短観 9 月調査における全規模・全産業の 2024 年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は前年比 11.5%増と、この時期としては過去 5 年で中位の計画値となった。2024 年度も堅調な企業収益を背景に、引き続き設備投資への意欲はあるとみられる（図表 6）。7～9 月期の資本財の国内向け出荷指数は自動車の認証不正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もあって、前期比 4.5%減となった。ただし、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）は緩やかな増加傾向が続いており、内閣府による 10～12 月期の見通しも前期比 5.7%増である。建設工事受注（民需）も 7～9 月期に前期比 7.5%増となっており、今後の設備投資の増加が見込まれる。

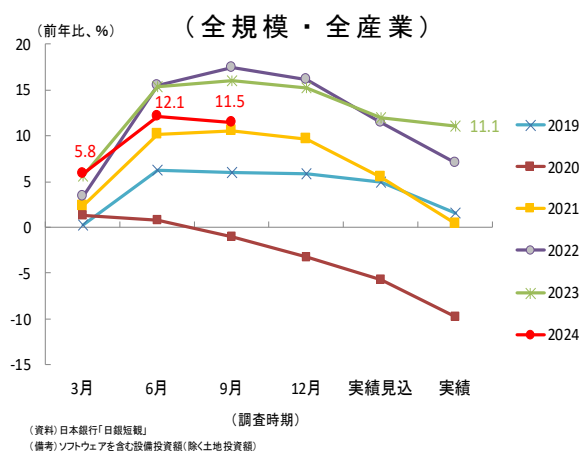
設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2024 年 4～6 月期（全産業ベース）は前期比で 6.6%増、前年同期比で 13.2%増と力強い伸びが続いている。製造業では、円安や自動車の認証不正問題後の生産回復を背景とした輸送用機械工業などの好調から前年同期比 13.0%増、非製造業では、価格改定や好調なインバウンド需要を背景としたサービス業、適正な工期や採算性を追求した建設業などの増益から同 13.3%増となった。

もっとも、人手不足は引き続き設備投資の実施における課題となりそうだ。2024 年 4 月から建設業でも残業規制（原則として月 45 時間）の猶予が撤廃された。建設工事従事者等の賃上げは必要条件であろうが、それだけで解決することは難しそうだ。設備投資への意欲はありながら、実施が延期される場合もあるだろう。

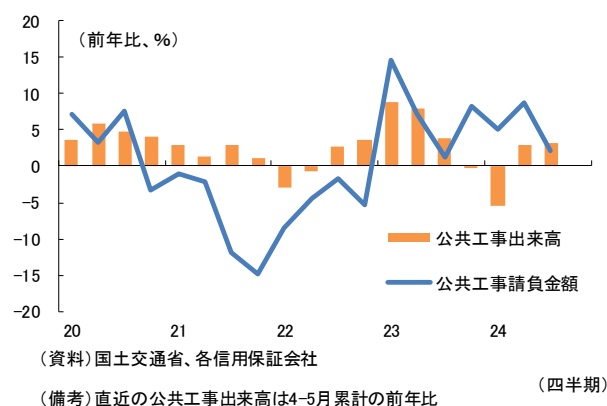
○公的固定資本形成は緩やかな増加を見込む

7～9 月期の公的固定資本形成は前期比 0.9%減と 2 四半期ぶりの減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、7～9 月期は前年比 2.2%増とやや低めの伸

図表 6. 設備投資計画調査



図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



びとなったものの、均してみれば同 5%増程度の堅調な推移である（図表 7）。2024 年度の政府予算における公共事業関係費は前年比横ばいの 5.3 兆円である。2021 年度からの 5 年間で事業規模の目途を概ね 15 兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための 5 か年加速化対策」が実施されており、2025 年度も公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。また、2024 年度の政府予算における防衛関係費は 7.9 兆円であるが、2025 年度も 2022 年 12 月の閣議決定（2023 年度からの 5 年間の総額を 43 兆円程度とする）に概ね沿った金額となるだろう。

公共工事に関しては請負金額の推移から増加基調が見込まれ、防衛費の予算増（防衛装備の調達増）もあって、今後の公的固定資本形成は緩やかな増加を見込んでいる。

○輸出は緩やかな増加を見込む

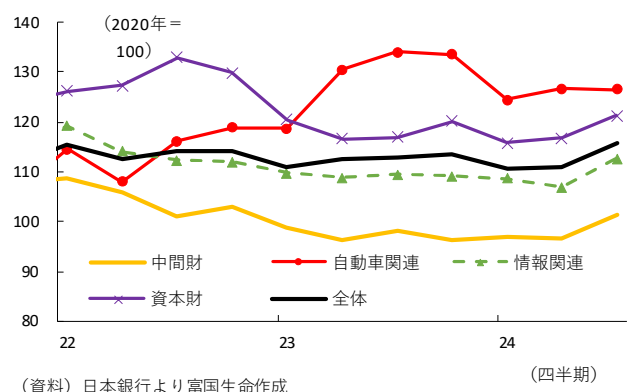
輸出はサービスの輸出は増加基調にあるなか、財の輸出も持ち直している。7～9 月期の GDP 統計上の実質輸出は前期比 0.4% 増となった。内訳では財の輸出が金属製品の増加などから同 1.9% 増、サービス輸出は前期の大幅増の反動もあって同 4.2% 減となった。日銀が公表する 7～9 月期の財の実質輸出額では、前期比で 4.1% 増となった。

財別にみると、電子部品の需要底入れを背景に情報関連などが上向いている。自動車関連についても、8 月後半に台風の影響による一部工場の稼働停止があったものの、認証不正問題で生産が落ち込んだ 1～3 月期からは持ち直しが見られる（図表 8）。なお、数量ベース（財務省の貿易統計の数量指数）では横ばい傾向が続いている。地域別には EU 向けが下げ止まりつつある一方、中国向けがやや減速している。財輸出の増加は高付加価値化による部分が大きいとみられる。先行きについては、工場稼働の再開によって自動車関連の回復が続き、半導体関連も緩やかな増加が見込まれる。また、中国における経済対策の効果も増加要因となり、財の輸出は持ち直しが続くだろう。

インバウンドについて、足元の訪日外客数は米国や韓国、台湾などからの大幅増に加え、中国からの回復も続いていることで、コロナ禍前の 2019 年を 2～3 割上回る水準で推移している。さらに、一人当たりの消費額の大幅増によりインバウンド消費は同年を 6～7 割上回る水準まで押し上げられている。2024 年の訪日外客数は 3,600 万人、インバウンド消費額は 8.3 兆円程度の着地を見込んでいる。2025 年も円安を背景とした海外からの旅行者および一人当たり消費額の増加が見込まれる。

今後の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、財輸出も持ち直しが続くため、全体として緩やかに増加するだろう。

図表 8. 実質輸出額の推移



○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 9）。その主因は政府

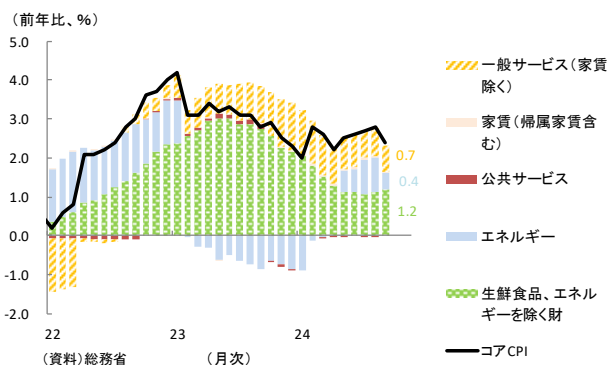
による電気代等の抑制策（酷暑乗り切り緊急支援）の 8 月からの再開によるエネルギーのプラス寄与の縮小である（CPI への反映は 1 ヶ月遅れとなる）。なお、年初からの円安などを背景に、耐久消費財や食料品によるプラス寄与の縮小が一服するなか、宿泊料などサービス価格の一部には上昇率の加速がみられる。

今後のコア CPI は上昇率が均して横ばい傾向と見込んでいる。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（図表 10）。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。

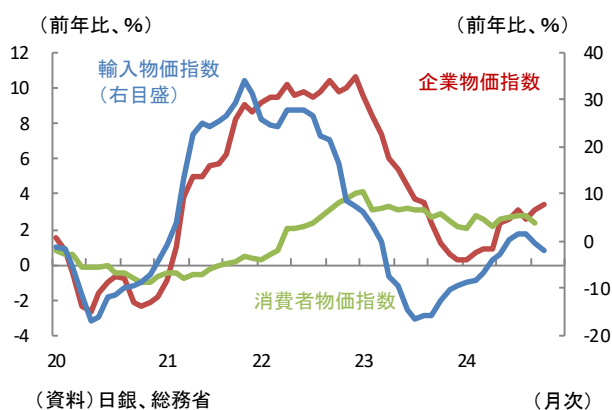
さらに、日本の物価上昇率が急上昇するリスクも小さいとはいえない。イスラエルとイスラム教勢力との紛争の一段の激化、ウクライナとロシアの戦争のさらなる長期化や地球温暖化の影響などにより、食料やエネルギー供給への支障が大きくなれば、日本でもコストプッシュ型のインフレが再び加速する可能性がある。

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

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表 10. 輸入物価の波及



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。

図表11. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
国内総支出	0.9	4.1	2.7	2.1	1.8
民間最終消費	3.2	2.8	2.2	2.0	1.8
民間住宅投資	5.2	▲ 0.1	2.9	2.5	2.0
民間設備投資	4.3	3.5	3.0	2.2	2.0
政府最終消費	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
公的固定資本形成	4.6	3.1	3.3	2.5	2.0
財貨・サービスの輸出	13.3	3.9	4.2	▲ 0.3	▲ 0.6
財貨・サービスの輸入	23.4	▲ 2.6	2.6	▲ 0.8	▲ 0.8
					予測

図表12. 需要項目別の寄与度

(%)

	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度	2026年度
実質国内総支出	1.6	0.8	0.4	0.9	0.8
民間需要	2.1	▲ 0.5	0.7	0.6	0.5
民間最終消費	1.5	▲ 0.3	0.4	0.4	0.3
民間住宅投資	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
民間設備投資	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2
公的需要	0.0	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2
政府最終消費	0.3	▲ 0.1	0.2	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.3	0.0	0.1	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.6	1.4	▲ 0.4	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	0.9	0.6	0.3	0.4	0.4
財貨・サービスの輸入	▲ 1.6	0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3
					予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

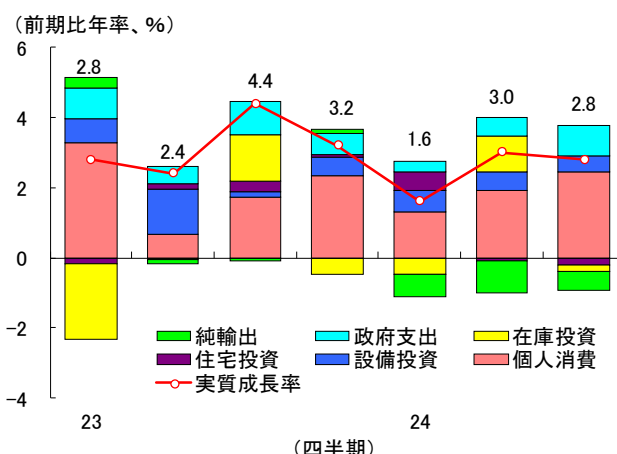
◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は堅調に推移している。24年7～9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、前期（同+3.0%）並みの伸びを維持した（図表13）。高い賃金上昇率や株高による資産効果、コロナ禍での超過貯蓄の取り崩しなどを背景に、個人消費の伸びが加速したほか、堅調な企業収益を背景に、設備投資の高めの伸びが続いた。

実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率3.7%増と、前期の同2.8%増から伸びが加速した。財消費は自動車・部品や娯楽用耐久財への支出を中心に増加し、サービス消費は医療サービスや外食・宿泊サービスへの支出を中心に増加した。設備投資は同3.3%増と、前期の同3.9%増からはやや鈍化した。情報通信機器や輸送機器への投資が増加した。住宅投資は同5.1%減と（前期同2.8%減）、2四半期連続で減少した。住宅ローン金利の高止まりで回

図表13. 米国実質GDP成長率の推移



（資料）米商務省

復が足踏みしている。在庫投資は▲0.17ポイントのマイナス寄与となった。輸出は同8.9%増と、アジア向け輸出の増加などにより、前期の同1.0%増から加速した。輸入は同11.2%増と、前期の同7.6%から加速した。純輸出の寄与度は▲0.56ポイントと、前期の▲0.90ポイントからマイナス幅が縮小した。政府支出は同5.0%増と、国防支出の拡大を背景に、前期の同3.1%から伸びが加速した。

雇用・所得環境は、良好な状態を維持している。これまでのFRBの金融引締めによって、過熱していた雇用市場は均衡に向かい、雇用市場由来の物価上昇圧力は減少している。10月の非農業部門雇用者数は、大型ハリケーンの影響や一部企業のストの影響により、前月差1.2万人増となった。8～10月平均では10.4万人増と、1～3月平均の26.7万人増から増加ペースが鈍化している。10月の失業率は4.1%と、23年4月の3.4%を底に上昇しているものの、求職者の増加が影響しており、解雇が大幅に増えているわけではなく、新規失業保険申請件数は低位で推移している。求人数の減少が続き、高賃金を求めている自発的な離職も減少している。雇用市場が均衡に向かうなかで、高水準の賃金上昇率が続いている。10月の平均時給は前年比+4.0%

（9月同+3.9%）、7～9月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+3.9%（4～6月期同+4.1%）となった。データ活用やAI（人工知能）活用などに向けたソフトウェア・研究開発への投資増加で労働生産性が高まっているほか、建設労働者の需要の高まりで、建設業の賃金が高止まりしていることなどが影響している。

物価上昇率は、これまでのFRBの金融引締めによって、緩やかな鈍化傾向が続いている。9月のコアCPI（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は同+3.3%と、22年9月の同+6.6%をピークに緩やかな鈍化傾向が続いている。

米国経済は今後も堅調に推移するだろう。実質 GDP 成長率の見通しについて、10～12 月期は前期比年率+2.4%を予測する。その後も同+2%程度で推移し、暦年ベースの成長率は 24 年が前年比+2.8%、25 年は同+2.4%、26 年は同+2.0%と予測する。個人消費が想定よりも堅調に推移したことで、7～9 月期の成長率は前回予測（24 年 8 月、前期比年率+1.7%）を上回った。また、トランプ次期政権の経済政策は総じて今後の米国の経済成長率を高めると見込んでいる。これらを踏まえ、24 年の成長率を 0.2 ポイント、25 年の成長率を 0.4 ポイント上方修正している。

トランプ次期政権の政策については不確実性が高いものの、今回の見通しでは①トランプ減税の恒久化や法人税引き下げなどの減税政策、②関税引き上げなどの通商政策、③国境管理の強化などの移民政策が実行されると想定している。その結果、米国の経済成長率が高まる一方、物価上昇率の鈍化ペースが緩やかにとどまり、FRB の利下げペースが緩やかになるとみている。①について、トランプ減税の恒久化は既存制度の延長のため大きな押し上げ効果はないとみるが、個人消費の支えにはなろう。法人税引き下げは、企業利益の増加・株高に繋がり、資産効果が個人消費を押し上げるとみている。②について、関税の引き上げは 25 年に入り中国製品を中心に行われ、25 年の物価上昇率を押し上げる一方、26 年には伸び率の反動減があるとみている。また、関税引き上げによって中国製品を中心に輸入品を排除し、国内製造品を重視することで、米国内への生産回帰が促され、設備投資の増加に繋がるとみている。このほか、輸入の減少は純輸出を押し上げるとみている。③について、国境管理政策の強化により移民流入ペースが鈍化し、労働力人口の伸び鈍化から人手不足に繋がり、賃金上昇を通じて物価上昇率をやや高めるとみている。一方、需要面では人口の伸び鈍化に繋がり、先行きにかけては個人消費をやや抑制するとみている。

個人消費は、実質賃金の上昇によって底堅く推移するだろう。設備投資は、堅調な企業収益と米国内への生産回帰によって増加が続くだろう。住宅投資は、住宅ローン金利が徐々に低下し、緩やかに持ち直すだろう。輸出は、アジア向けを中心に堅調に推移するだろう。FRB の利下げペースは緩やかになるものの、経済を支えるだろう。

雇用・所得環境について、概ね良好な環境が続くだろう。大統領選挙の不透明感から採用を控えていた企業は、選挙が終わったことで次第に雇用を増やすだろう。また、米国内への生産回帰も雇用増加に繋がるだろう。賃金上昇率は、今後もソフトウェア・研究開発への投資増加が続くことで労働生産性が上昇し、高めの伸びが続くだろう。

物価上昇率について、関税引き上げの影響もあり、コア CPI は 25 年にかけて前年比+3%程度での伸びが続いたあと、26 年にかけては反動減もあって伸びが鈍化するだろう。消費者物価指数(コア CPI)は 24 年末が前年比+3.2%、25 年末で同+2.4%、26 年末で同+2.3%と、次第に鈍化していくだろう。

金融政策について、FRB は雇用の下振れリスクと、関税引き上げによる物価上昇率への影響をみながら慎重に利下げを継続し、金融政策を調整するだろう。12 月に 0.25%の利下げを行った後、25 年は利下げペースを緩め、追加で 0.75%の利下げを行うと見込む。25 年 12 月末の政策金利（FF 金利の誘導レンジ）は 3.50～3.75%となるだろう。量的引締めは当面継続すると見込む。

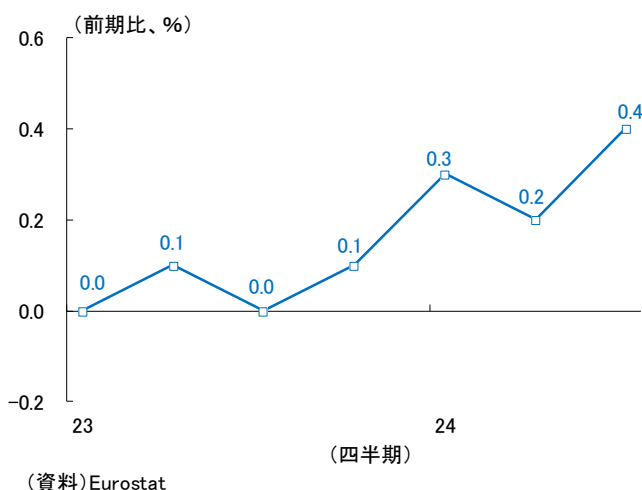
リスク要因として、トランプ次期政権の強硬な通商政策が世界的な報復関税の応酬を招き、各国で物価上昇率が高まるリスクに注意が必要である。FRB を含む主要中央銀行の利下げ継続が困難となって、株安に繋がる可能性がある。

【欧州経済】

欧州経済は緩やかに持ち直している。ユーロ圏の 24 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.4%（年率換算 +1.5%）と、前期の同 +0.2% から成長ペースが上向いている（図表 14）。個人消費やサービス輸出がけん引したとみられる。

個人消費は、実質賃金の上昇により、サービス消費を中心に持ち直しの動きが続いたとみられる。設備投資は、中国との競争激化により製造業でやや弱含んだとみられる。輸出は、南欧やオリンピックが開催されたフランスを中心にインバウンド（サービス輸出）が好調となり、増加したとみられる。主要国の成長率（括弧内：4～6 月期の成長率）は、ドイツが前期比 +0.2%（同▲0.3%）、フランスが同 +0.4%（同 +0.2%）、イタリアが同▲0.0%（同 +0.2%）、スペインが同 +0.8%（同 +0.8%）となった。

図表 14. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



欧州経済は緩やかな持ち直しが続くだろう。個人消費は、実質賃金の上昇によって緩やかに増加するだろう。設備投資は、ECB の利下げに支えられて徐々に持ち直しに転じるだろう。輸出は、インバウンドを中心に、堅調に推移するだろう。ただし、米国経済のリスク要因に示した通り、米国の次期政権の関税引き上げなどの通商政策や、欧州政治の混乱により、輸出や生産、設備投資が下振れする可能性がある。

雇用・所得環境について、総じてみれば良好な状況が続いている。9 月のユーロ圏の失業率は 6.3%と、過去最低水準で推移している。ユーロ圏の 4～6 月期の妥結賃金は前年比 +3.5%と、1～3 月期の同 +4.8%から減速している。

物価上昇率について、ユーロ圏の 10 月のコア HICP（食品とエネルギーを除く消費者物価指数）は前年比 +2.7%と、緩やかな鈍化傾向が続いている。今後も緩やかな鈍化傾向が続くとみられるが、輸出や設備投資の下振れによる景気減速リスクから、物価上昇率が下振れする可能性がある。

金融政策について、ECB（欧州中央銀行）は、経済の持ち直しが緩やかにとどまるなか、経済と物価上昇率の下振れリスクを考慮して、今後も利下げを続けて金融政策を調整し、経済を支えると見込む。12 月から 25 年 3 月にかけて 0.25%ずつ利下げを行うだろう。その後、25 年 4 月以降は四半期毎に 0.25%ずつ利下げを行い、25 年 12 月末の主要政策金利は 1.75%を見込む。量的引締めは当面継続すると見込む。

リスク要因として、以下の 2 点に注意が必要である。1 点目は、米国の次期政権の通商政策によってユーロ圏向けの関税が引き上げられ、輸出や生産、設備投資が下振れするリスクである。2 点目は、欧州の政治を巡る混乱によって経済が下押しされるリスクである。ドイツでは 25 年度予算を巡る対立から連立政権が崩壊した。25 年 2 月に行われる総選挙で極右勢力が拡大すれば、政治の混乱は更に深まるだろう。フランスでは 7 月の総選挙で極右政権の誕生が阻止されたものの、与党が過半数を失い、25 年度予算の審議が難航している。財政悪化懸念からフランスの長期金利が上昇している。政治の混乱や長期金利の上昇は設備投資などの抑制に繋がるリスクがある。

【中国経済】

中国経済は緩やかに減速している。24年7～9月期の実質GDP成長率は前年比＋4.6％と、前期の同＋4.7％から伸びが鈍化した（図表15）。住宅市場の低迷が続くなか、個人消費が弱含んでいる。1～9月期の通年ベースでは前年比＋4.8％となった。

1～9月期の経済指標をみると（以下、括弧内は1～6月期の値）、名目小売売上高は前年比3.3％増（同3.7％増）となった。内訳では商品が同3.0％増（同3.2％増）、飲食業が同6.2％増（同7.9％増）と、それぞれ伸びが鈍化した。固定資産投資は同3.4％増（同3.9％増）となった。住宅市場の低迷により不動産開発投資が同10.1％減（同10.1％減）、インフラ投資が同4.1％増（同5.4％増）、製造業向け投資が同9.2％増（同9.5％増）となった。輸出は同4.3％増

（同3.5％増）と伸びが加速した。米国の中国製品への輸入規制強化を懸念してアジアなどへの迂回輸出が増加したとみられる。

中国経済はやや上向くだろう。実質GDP成長率の見通しについて、24年は前年比＋4.8％（前回8月予測：同＋4.6％）、25年は同＋4.5％（前回8月予測：同＋4.4％）、26年は同＋4.2％と予測する。政府と中央銀行による各種支援策が景気をやや上向かせるとみて、24年と25年の予想を上方修正した。ただし、これらの支援策の反動が25年後半頃から出始めることや、人口減少が続くことを踏まえ、先行きにかけた成長率が減速していく見通しは維持している。

個人消費は、7月に発表された消費財の買い替え支援策の強化が支えとなってやや上向くだろう。住宅投資は、9月以降に発表された2件目以降の住宅ローン頭金割合の引き下げなどの住宅購入支援策が支えとなって、大都市を中心に徐々に下げ止まるだろう。設備投資は、7月に発表された企業の設備更新支援策の強化が支えとなって、底堅く推移するだろう。輸出は、アジア向けを中心に底堅く推移するだろう。ただし、米国の次期政権による中国製品への関税引き上げにより、米国向けは弱含むだろう。

雇用・所得環境について、若年層の失業率は依然として高い水準が続くなど、厳しい状況が続いているが、経済がやや上向けば、改善の兆しも見えてくるだろう。

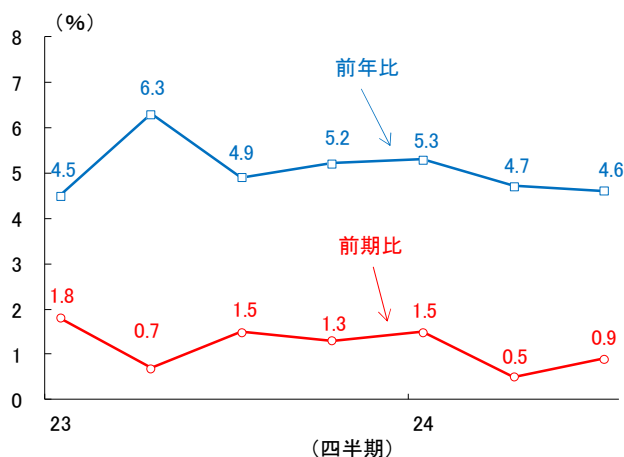
物価上昇率について、10月のコアCPIは前年比＋0.2％と、低い伸びが続いている。需要を刺激するための値下げなども行われるとみられ、低めの伸びが続くだろう。

金融政策について、中国人民銀行は追加の利下げを行うと見込む。政府が超長期国債の発行によって各種支援策を行うなか、中国人民銀行は追加の利下げを行い、緩和的な金融環境を維持して景気の下支えを狙うだろう。また、利下げによる人民元安は輸出の支えにもなるだろう。

リスク要因として、引き続き不動産を中心とした不良債権の動向に注意が必要である。人口減少が続くため、住宅需要が大幅に上向く可能性は低い。住宅ローン頭金割合の引き下げなどの支援策が将来の不良債権増加に繋がるリスクもある。

以上

図表15. 中国実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家统计局