

日本経済情報 2024年10月号

Summary

【内容】

街角景気は改善傾向
企業景況感は引き続き良好
9月小売販売は冴えず
物価上昇は鈍化
賃金は上昇傾向を維持
個人消費は回復
機械投資は底堅いが建設投資は停滞
住宅投資は低調続く
インバウンド需要の増加が一服
財の輸出は低迷
7～9月期はプラス成長継続
10月決定会合は据え置き

チーフエコノミスト
武田 淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

マクロ経済センター長
宮崎 浩
(03-3497-7354)
miyazaki-hiroshi
@itochu.co.jp

上席主任研究員
藤本 啓
(03-3497-2894)
fujimoto-kei
@itochu.co.jp

景気は回復基調を維持し12月には追加利上げ可能に

9月の景気ウォッチャー調査は小売や飲食で悪化もサービスや企業動向を中心に全体では改善。日銀短観でも良好な企業景況感を確認。帝国データバンクの月次調査も9月は農林水産や不動産を中心に改善。

9月の小売販売はコンビニや自動車販売が改善したものの、スーパーや百貨店、家電量販店は伸び悩む。ただ、物価上昇は電気ガス代への補助金再開により鈍化、賃金は伸びを高めており、実質賃金は9月の前年比マイナスから再びプラスに転じる見込み。消費者マインドは持ち直しており、個人消費は7～9月期も前期比で増加した模様。

設備投資は、短観の投資計画が小幅修正にとどまり勢いはないが、設備不足に人手不足が加わり、拡大は必至。うち機械投資は、先行指標が持ち直し傾向を維持しており底堅さを示す。ただ、建設投資は人手不足により進捗が遅れているため、手持ち工事高が積み上がり、着工が控えられる状況が続く。住宅投資も建設費上昇や人手不足、金利上昇により減少傾向続く。

インバウンド需要は中国本土からの訪日客の回復が一服、円安修正で単価が伸び悩み、減速。財の輸出は、EU向けが下げ止まるも米中向けの不振から減少傾向。輸出は財・サービスとも、当面は低調な推移となり、回復は年明け以降の見通し。

以上を踏まえると、7～9月期の実質GDP成長率は、輸出が横ばい程度にとどまるものの、個人消費や設備投資が小幅に増加し、前期比プラス成長を維持すると予想。その後も、個人消費や設備投資の拡大が続き、景気は回復基調を維持しよう。13兆円を超える大規模な経済対策が検討されていることも、景気回復をより確実なものにしようが、将来の財政問題をより深刻なものにすることが懸念される。

10月30～31日の金融政策決定会合は追加利上げ見送りがコンセンサスとなっているが、注目されるのは、まず今回改定される展望レポートにおいても、潜在成長率を上回る経済成長が続き、2%の物価目標が2025年度下期にも達成されるという見通しが維持されるかどうかである。さらに、それを前提に、どの程度の中立金利を想定し、どのようなペースで追加利上げを進めていくのかも、改めて議論されよう。

いずれにしても、11月5日の米大統領選を通過すれば金融市場は次第に落ち着き、追加利上げの制約は外れる。国内景気回復が続けば、12月の決定会合で追加利上げは「可能」となり、円安修正が進まない場合は追加利上げが「必要」な状況に至る可能性もあろう。

街角景気は改善傾向

「街角景気」とも呼ばれる景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断 DI（水準、季節調整値）が全体で 6 月の 46.5 から 7 月 46.6、8 月 47.8、9 月 47.9 と改善傾向が続いている。

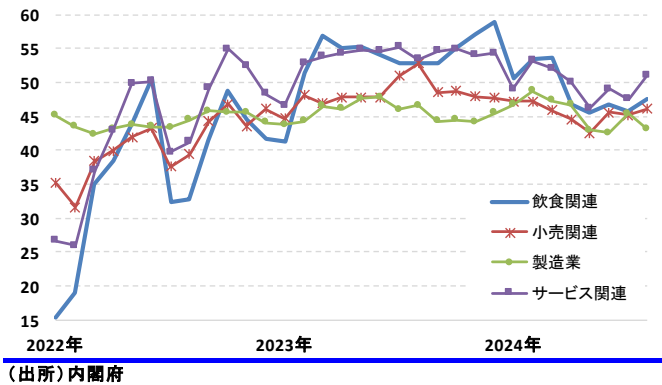
ただ、内訳を見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」（7 月 45.9→8 月 47.5→9 月 47.4）は 9 月に改善が一服した。「サービス関連」（47.5→51.0→51.6）は改善が続いたものの、「小売関連」（45.2→46.1→45.4）や「飲食関連」（45.8→47.5→47.1）が悪化した。サービスで改善した理由として、3 連休が 2 回、イベントも多く客足増との声が目立ち、海外旅行復調との指摘も散見された。一方、小売や飲食で悪化した理由としては、引き続き物価上昇による節約志向のほか、残暑や悪天候も多くみられ、政治の先行き不安や米買いだめの反動なども挙げられたほか、百貨店では円高によるインバウンド需要の落ち込みが目立った。

「企業動向関連」（7 月 48.3→8 月 47.8→9 月 48.1）は持ち直した。非製造業（50.2→51.4→49.2）は大きく悪化した。製造業（45.4→43.2→46.5）が改善した。非製造業の悪化理由では、建設業や輸送業などでの人手不足が目立ち、製造業の改善理由としては分野を問わず受注増が散見された。

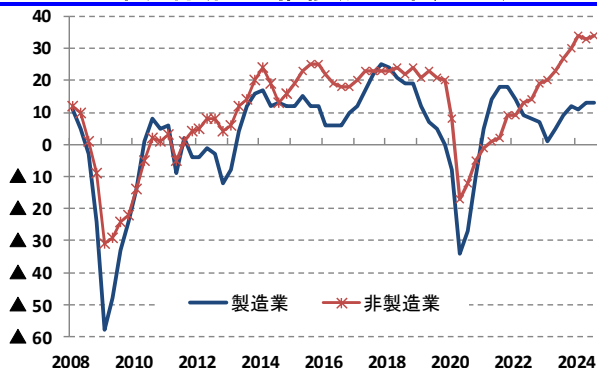
企業景況感は引き続き良好

9 月調査の日銀短観では、企業景況感を示す代表的な指標である業況判断 DI（良い－悪い）が、製造業（大企業）で前回 6 月調査と同じ+13 となり、非製造業（大企業）の業況判断 DI は 6 月の+33 から 9 月に+34 へ小幅上昇、今年 3 月に記録した現行系列の最高水準に並んだ（左下図）。中小企業では、製造業（6 月調査▲1→9 月調査±0）、非製造業（+12→+14）ともに前回から上昇した（右下図）。その結果、全産業（規模合計）の業況判断 DI も前回 6 月から上昇（+12→+14）、企業景況感は引き続き良好である。

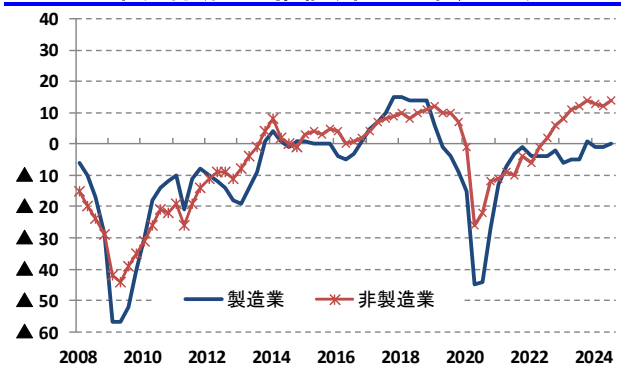
景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



業況判断DIの推移(中小企業、%Pt)



なお、業況判断 DI の先行き（2024 年 12 月）については、大企業の製造業で+14 への小幅改善が見込まれており（9 月比+1）、非製造業では+28（9 月比▲6）へ悪化するも依然高水準を維持する見通しとなっている。

月次ベースで景況感が確認できる帝国データバンク「TDB 景気動向調査」も良好な結果となった。9月の景気DIは前月比+0.3ポイントの44.6となり、3か月連続で改善した（右図）。水準は2024年中で最も高く、景気は持ち直しつつある。

業界別にみると、9月は「農林水産」（前月差+4.5ポイント）が前月に続き大幅に改善、「不動産」（+1.0ポイント）は2か月ぶりに改善した。

「農林水産」では、米価や鶏卵価格の上昇が景況感を押し上げた模様である。「不動産」では物件価格の上昇や住宅ローン金利の上昇一服、新政権への期待などが指摘された。一方で、「金融」は景況感が2か月連続で悪化した（9月▲0.7ポイント）。損害保険代理店の手数料率の引き下げが理由として挙げられた。

地域別にみると、9月は前月に引き続き10地域中9地域で景況感が改善した（右図）。景況感の改善幅が最も大きかった「東北」（前月差+1.0ポイント）では、シルバーウィークの連休で宿泊や広告関連が好調だった。「北陸」（+0.8ポイント）では、災害復旧の進展に加えて、「北陸応援割」や安定したインバウンド需要が追い風となり、3か月連続で景況感が改善した。景況感が唯一悪化した「九州」は、猛暑による小売店への来店者数の減少などが響いた模様である。

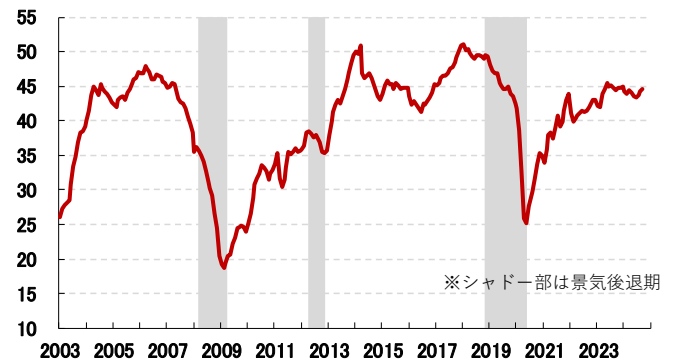
9月小売販売は冴えず

景気ウォッチャー調査で9月の景況感が悪化した小売分野の販売動向を見ると、現時点で確認できる指標に限れば、コンビニや自動車販売は改善したが、スーパーや百貨店、家電量販店は伸び悩んだ。

9月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+0.7%と、8月の+0.2%から伸びを高めた（右図）。残暑のためアイスクリームやソフトドリンクなどが好調であったことが主な背景。客単価は前年同月比+0.7%と前月（+0.8%）から若干伸びが鈍化したが、来店客数が0.0%と前月の▲0.5%から改善、売上を押し上げた。

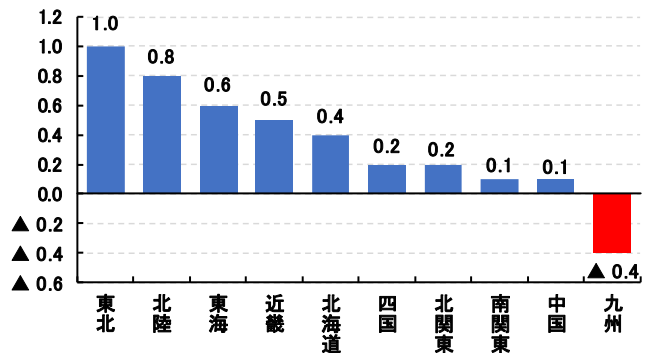
売上の内訳を見ると、弁当やおにぎりなどの日配食品（▲1.5%→▲0.7%）はマイナス幅が縮小、宅急便やチケットなどのサービス（▲9.0%→+2.7%）はプラスに転じたが、飲料や菓子などの加工食

景気DIの推移（全国）



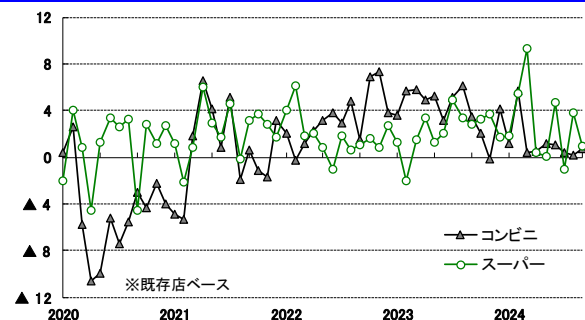
（出所）帝国データバンク

地域別の景気DI（前期差、2024年9月）



（出所）帝国データバンク

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



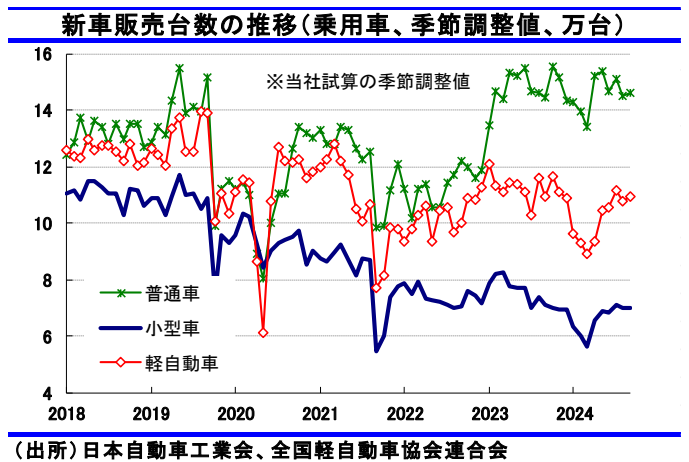
（出所）日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

品は伸び悩み（+1.5%→+1.4%）、非食品（+2.5%→+1.4%）は伸びが鈍化した。

9月のスーパー売上高（店舗調整済み）は、8月の前年同月比は+3.8%から+1.0%へ伸びが鈍化した（前ページ右下図）。内訳を見ると、「衣料品」（8月+0.3%→9月+2.4%）は伸びを高めたが、主力の「食料品」（+5.7%→+2.6%）は購入点数の減少などから伸びが鈍化した。

9月の乗用車販売台数（新車）は、8月の前年同月比▲3.2%から+0.8%、季節調整値（当社試算）の前月比でも8月の▲3.4%から9月は+0.9%と、2ヵ月ぶりにプラスに転じた。クラス別では、軽自動車（8月前月比▲3.7%→9月+1.4%）、普通車（▲4.1%→+0.9%）、小型車（▲1.5%→0.0%）と、いずれも改善した。

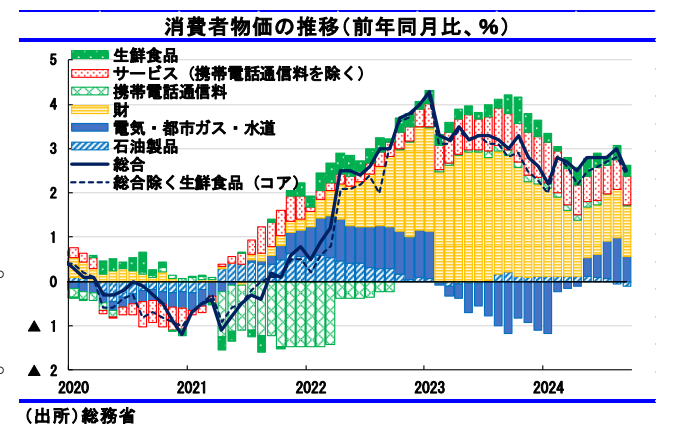
その結果、7～9月期を通して見ても、前期比でプラスを維持した（4～6月期+9.5%→7～9月期+2.5%）。前年同期比では3期ぶりにプラスに転じており（▲6.9%→+1.2%）、ダイハツ工業の出荷停止の影響縮小に伴い自動車販売は順調に回復している。



9月の主要百貨店4社の売上高は、8月の前年同月比+9.3%から+5.3%へ鈍化した¹。残暑で秋物ファッションの動きが鈍かったことのほか、顧客向けイベントの実施月が一部で昨年より前倒しされたことも影響した模様。一方、インバウンド需要のほか、宝飾品やラグジュアリーブランドなどの高額品は各社とも引き続き好調であった。7～9月期を通して見ても前年同期比+8.8%と、4～6月期（+20.1%）から鈍化している。また、家電量販店主要4社の売上高も、8月の前年同月比+3.3%から9月は+2.7%へ、四半期でも4～6月期の前年同期比+4.7%から7～9月期は+2.1%へ鈍化しており、勢いが鈍っている。

物価上昇は鈍化

9月の消費者物価は、「総合」で前年同月比+2.5%（8月+3.0%）、「コア」（生鮮食品を除く総合）で+2.4%（+2.8%）と、いずれも前月から伸びが縮小した。電気・ガス代への補助金が9月請求分（8月使用分）から再開され「電気・都市ガス・水道」の伸びが鈍化したことが主因（右図）。生鮮食品とエネルギーを除く「コアコア」は、+2.1%（+2.0%）と小幅ながら伸びを高めている。



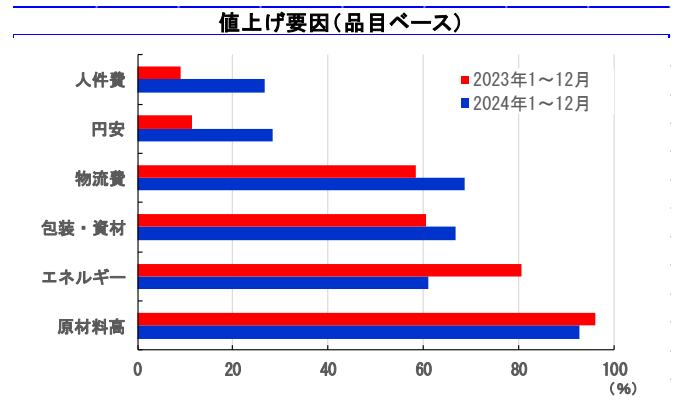
詳細に見ると、「電気・都市ガス・水道」は8月の+19.7%から+11.6%へ伸びを縮めた。また、サービスのうち「一般サービス」も、宿泊料（8月

¹ 百貨店主要4社および家電量販店主要4社の前年同月比は、各社の前年同月比を2024年3月期売上高で加重平均。

+9.5%→9月+6.8%)の伸びの鈍化を主因に、8月の前年同月比+2.0%から9月は+1.8%へ低下した。ただ、財のうち「うるち米」が伸びを一層高め(+29.9%→9月+46.4%)、サービス価格の鈍化を打ち消したため、上述の通りコアコアの伸びは高まった²。

帝国データバンクの調査³によると、今年10月に値上げが予定されている食品の数は2,911品目と、昨年10月(4,758品目)から大幅に減少している。そのため、食品価格の前年比上昇率が大きく高まる状況にはないと考えられる⁴。

また、2024年通年でも値上げ品目数は12,401品目と、2023年の32,396品目から大幅に減少する見通しである。両年の値上げの要因を比べると(右図)、「エネルギー」が減少する一方(2023年80.6%→2024年61.1%)、「物流費」(58.4%→68.6%)や「円安」(11.4%→28.4%)、「人件費」(9.1%→26.7%)が大幅に増加しており、エネルギー価格の転嫁がピークアウトする一方で、人件費上昇の転嫁が進みつつある様子が窺われる。



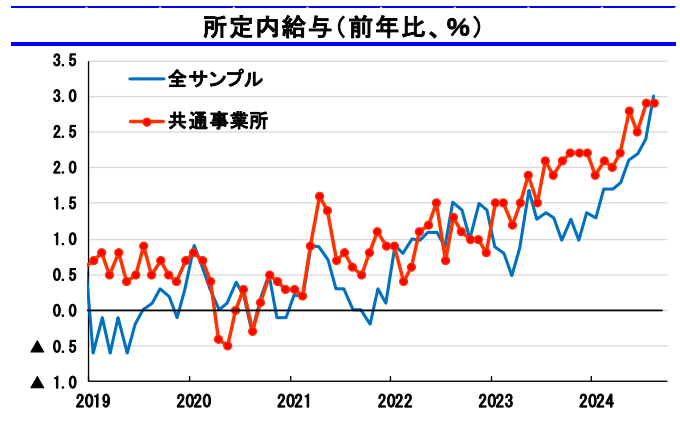
(出所)帝国データバンク

そのため、今後の消費者物価は、人件費上昇の転嫁が押し上げ要因となるものの、下押し要因である電気・ガス代への補助金は年内に予定される景気対策で11月以降(使用分)も継続される見通しにつき、総合およびコアの伸びは2024年度末にかけて2%台前半へ鈍化すると予想する。

賃金は上昇傾向を維持

個人消費の先行きを見通すうえで重要な賃金は、高い伸びを維持している。毎月勤労統計によると、給与総額のうち所定内給与(基本給、右図)は7月の前年同月比+2.4%から8月は+3.0%(速報)へ伸びを高めた。サンプル入れ替えの影響を除いた「共通事業所」ベースでも前月と同じ+2.9%と、高い伸びを維持している。

物価上昇分を差し引いた実質の賃金総額は、7月の前年同月比+0.3%から8月は▲0.6%と、マイ



(出所)厚生労働省

² 本日発表されたの東京都区部の消費者物価指数10月(中旬速報値)は、総合で9月の前年同月比+2.1%から+1.8%へ、コア(除く生鮮食品)で+2.0%から+1.8%へ鈍化したが、コアコア(除く生鮮食品・エネルギー)は逆に+1.6%から+1.8%へ伸びを高めた。補助金再開による電気・ガス料金の伸びの鈍化が続いた一方で、「生鮮食品を除く食料」に分類される「うるち米」が9月の+42.0%から+65.9%へ一段と伸びを高めたことが主因。一般サービスの伸びは高まらず(+1.2%→+1.1%)。

³ 帝国データバンク「定期調査:『食品主要195社』価格改定動向調査—2024年10月」

⁴ 東京都区部の消費者物価指数10月(中旬速報値)では、食料工業製品は9月の前年同月比+2.0%から+2.5%へ小幅伸びを高めた。

ナスに転じた（右図）。6、7月は特別給与（主にボーナス）が大きく伸びて賃金総額を押し上げたが、その影響が剥落した。

しかしながら、5月以前と比べるとマイナス幅は明らかに縮小している。9月以降の実質賃金は、電気・ガス代への補助金の再導入により消費者物価上昇率が鈍化するため、所定内給与の高い伸びが続く中で、小幅ながらも再びプラスに転じると見込まれる。

個人消費は回復

今後の消費動向を左右するもう一つの重要な要素である消費者マインドについて、その代表的な指標である消費者態度指数を見ると、9月は36.6と8月（36.5）から小幅ながら上昇、5月（36.2）を底とした改善傾向を維持している（右図）。

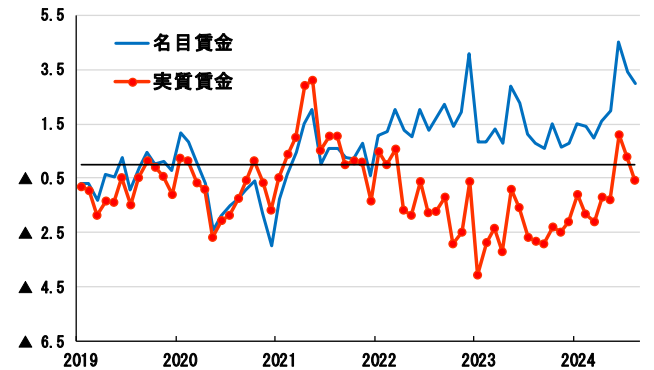
内訳を見ると、物価動向に影響を受ける「暮らし向き」（7月 34.6→8月 34.2）は小幅に悪化したものの、「収入の増え方」（40.0→40.3）や「雇用環境」（40.8→41.3）は小幅に改善した。エネルギー価格の再上昇など物価の沈静化は遅れているが、賃金の上昇など所得環境の改善を素直に反映したものとみられる。

以上の状況を踏まえると、7～9月期の個人消費（GDP統計ベース）は前期比で小幅のプラスになったとみられる。GDPベースの個人消費と相関が高いとされる日銀消費活動指数（季節調整済み）は、7～8月平均が4～6月期から0.3%増加した（右図）。これまで見た通り、9月は耐久財（家電）や非耐久財（衣料品や食品）などが不調だった模様であるが、サービス消費は、実質賃金の増加や消費者マインドの改善を背景に、景気ウォッチャー調査が示す通り底堅く推移し、全体では横ばい程度にとどまった可能性が高い。

機械投資は底堅いが建設投資は停滞

日銀短観9月調査では、2024年度の設備投資計画（全産業）は6月調査の前年比+8.4%（前回公表値）から、今回の9月調査で+8.9%へと上方修正された（次ページ右上図）。ただ、修正幅は例年に比べ小幅であり、9月時点の計画としては2023年度（+13.0%）や2022年度（+16.4%）を下回

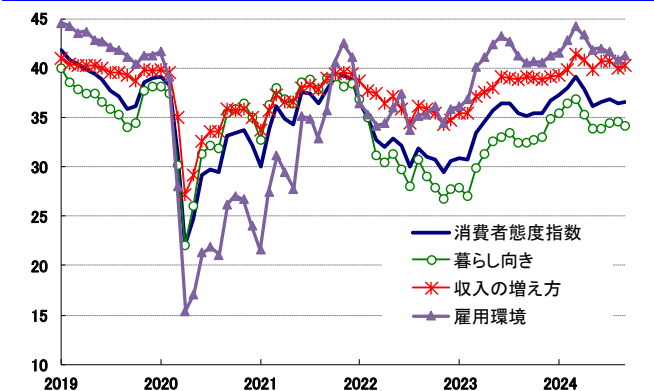
賃金総額(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

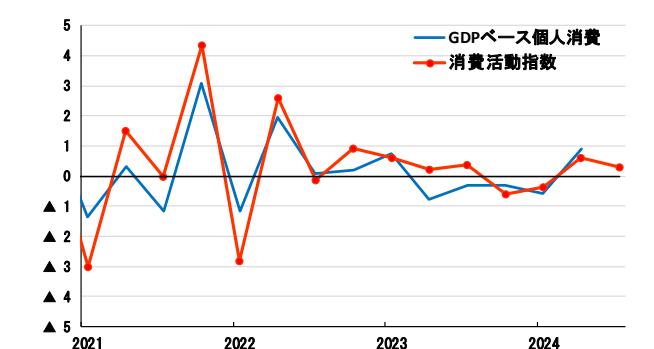
(注)「名目賃金」は現金給与総額、「実質賃金」は厚生労働省公表の実質賃金指数の前年同月比。実質賃金は実質賃金指数を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で除して算出されたもの。

消費者態度指数(総世帯)



(出所)内閣府

GDPベース個人消費と消費活動指数(季節調整済み前期比、%)



(出所)内閣府、日本銀行

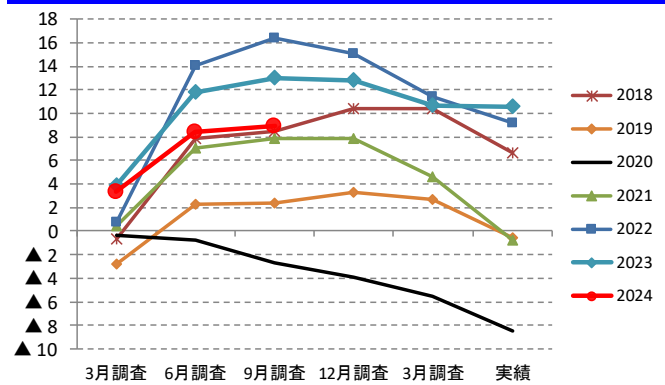
(注)「GDPベース個人消費」は、GDPの民間最終消費支出。消費活動指数の直近値は24年7～8月平均の24年4～6月平均対比。

っている。企業の設備投資意欲が積極化する兆しは見られない。

とはいえ、設備の過剰感は概ね解消されている。同じく日銀短観の生産・営業用設備判断 DI（過剰-不足）は、非製造業（規模合計）で 9 月（▲4）も過去最低水準近くで推移しており（左下図）、12 月には▲6 へ不足感が強まる見込みである。製造業は 9 月に+3 と過剰感がやや強まったが、12 月は±0 と過剰感の解消を見込んでいる。

また、人員の過不足を示す雇用人員判断 DI（過剰-不足）は、非製造業で 9 月に▲45 と過去最大のマイナス幅と更新（下右図）、12 月は▲49 と人手不足感がさらに強まると見込んでいる。製造業もマイナス幅が拡大（6 月▲21→9 月▲22）、12 月には▲27 へ拡大する見通しであり、こうした深刻な人手不足が企業の省力化・効率化投資を促すと考えられる。

設備投資計画の推移(前年比、%)



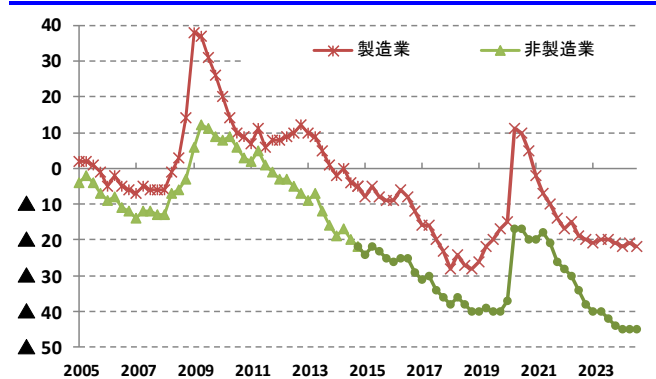
(出所) 日本銀行

生産・営業用設備判断DI(規模合計、過剰-不足、%Pt)



(出所) 日本銀行

雇用人員判断DI(規模合計、過剰-不足、%Pt)

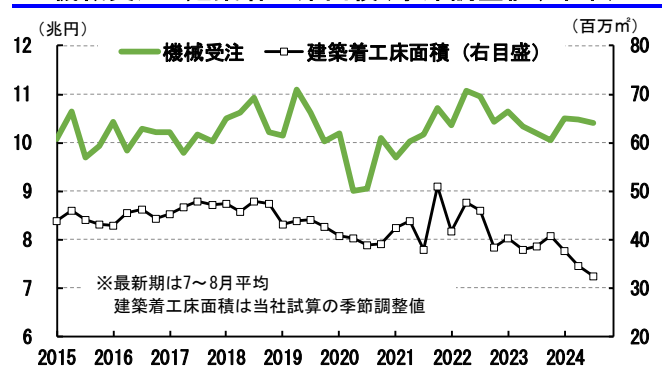


(出所) 日本銀行

実際に、先行指標は、機械投資（設備投資の一部）の底堅さを示している。その先行指標である機械受注（船舶、電力を除く民需）は、8 月に前月比▲1.9%となり、7~8 月平均では 4~6 月平均を 0.8%下回ったが、1~3 月期に+4.4%と大幅に増加し、4~6 月期がほぼ横ばい（前期比▲0.1%）だった後であることを踏まえると、持ち直し傾向を維持していると言える（右図）。

7~8 月の機械受注を業種別にみると、製造業からの受注は 4~6 月平均を 6.7%下回ったが、非製造業（船舶、電力を除く）は 2.3%上回っている（次ページ右上図）。製造業では食品製造業（4~6 月期前期比+32.0%→7~8 月平均の 4~6 月比▲36.4%）やパルプ、紙、紙加工品（+46.4%→▲34.6%）、金属製品（+12.7%→▲20.7%）からの受注の落ち込みが目立った。一方で非製造業から

機械受注と建築着工床面積(季節調整値、年率)

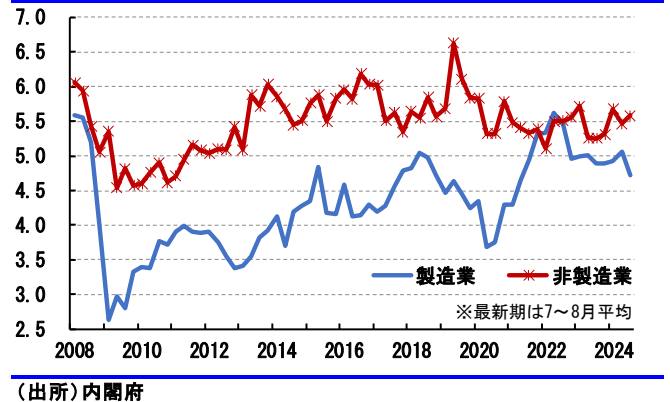


(出所) 内閣府、国土交通省

の受注は、不動産業（▲13.8%→+16.4%）や卸小売（+1.8%→+16.2%）、建設（▲6.2%→+14.1%）、情報サービス（+13.5%→+11.6%）などで大幅に増加した。

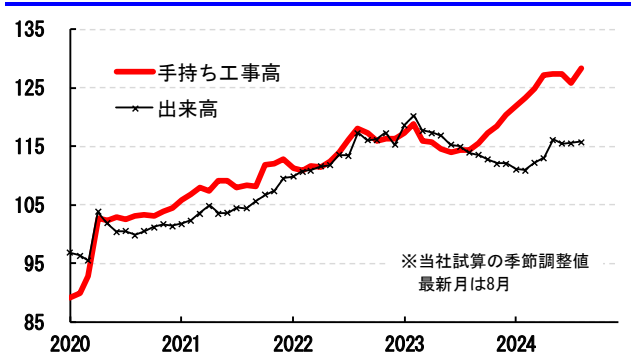
一方で、建設投資は依然として低調である。先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用）は8月に前月比▲1.4%と2か月連続で減少、7~8月平均では4~6月を6.0%も下回った（当社試算の季節調整値、前ページ右下図）。「倉庫」（4~6月期前期比▲11.5%→7~8月平均の4~6月比▲19.9%）や「事務所」（▲37.0%→▲6.4%）の落ち込みが続き、「店舗」（+29.0%→▲4.0%）が減少に転じた。ただ、「工場」（▲25.3%→+33.2%）は持ち直した。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)

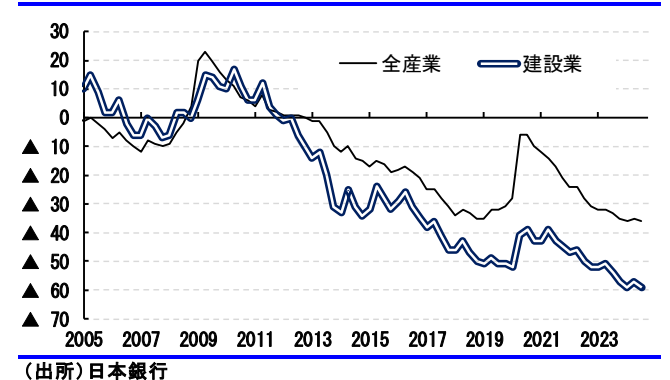


こうした建築着工の減少は、建設工事が思うように進捗しないことに原因があると考えられる。建設工事の進捗状況を示す「出来高」は、2024年に入り持ち直したものの、このところ足踏みがみられる（当社試算の季節調整値、下左図）。その結果、未着工の「手持ち工事高」は大幅に増加しており、着工の障害になっている可能性を示している。背景には、建設業における深刻な人手不足があるとみられる。日銀短観によると、建設業の雇用人員判断DIは9月に▲59まで悪化、全産業を大きく上回る人手不足となっている（右下図）。

民間建設工事手持ち高と出来高(2020年=100)



雇用人員判断DI(規模合計、過剰-不足、%Pt)

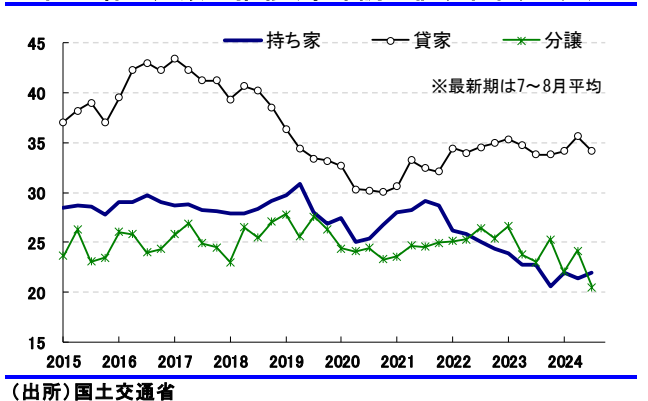


住宅投資は低調続く

住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、8月に前月比+0.5%となり、2か月連続で増加した。ただ、7~8月平均の水準は4~6月平均を5.4%下回っている。

利用関係別に見ると（右図）、持ち家が一進一退の動き（4~6月期前期比▲2.5%→7~8月の4~6月比+2.6%）、貸家は減少（+4.4%→▲4.2%）、分譲住宅（+9.6%→▲15.1%）は大幅に落ち込ん

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



だ⁵。

9月の景気ウォッチャー調査によると、住宅関連の先行き判断DIは前月比▲3.0ポイントと2か月ぶりに低下した。四半期ベースでは4～6月期（前期比▲1.8ポイント）に続いて7～9月期も▲0.3ポイントと悪化が続いている（右図）。その理由として、多くの住宅販売会社から建設費の上昇や業者の人手不足、価格転嫁の遅れに対する懸念が指摘されている。そのほか、住宅ローン金利の上昇や、金融機関による融資審査基準が厳格化したとの指摘もあった。

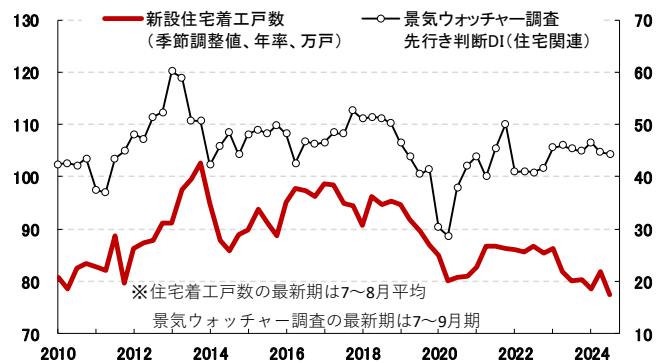
インバウンド需要の増加が一服

9月の訪日外国人数は287.2万人となり、2か月連続で前月の水準を下回った。中国本土（65.2万人）が前月に続き減少、シェアを22.7%に落とした半面、前月から増加した韓国（65.7万人）のシェアが22.9%へ上昇、3か月ぶりに最大となった。もっとも、台湾（47.1万人）や香港（17.0万人）は前月から減少したため、東アジアのシェアは67.9%と、3か月ぶりに7割を割り込んだ。一方、米国（19.2万人）のシェアは6.7%へ上昇、香港を上回って4位となったほか、フィリピン（4.7万人）やベトナム（4.6万人）などASEAN主要6か国⁶のシェアが前月の6.5%から8.7%へ上昇した（上図）。

訪日外国人数の減少に加え、円安修正に伴い1人当たりの支出額が減少したため、9月の訪日外国人による支出（旅行収支受取＝インバウンド需要）は6,130億円程度と、8月（6,388億円）から減少したとみられる。

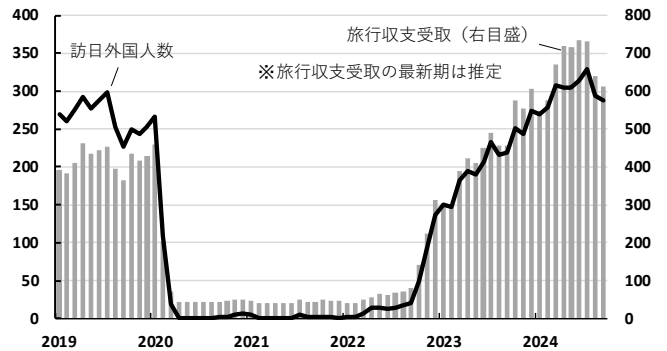
なお、当社試算の季節調整値では、7～9月期の訪日外国人数は前期比+2.5%と、4～6月期の+10.6%からプラス幅が縮小、訪日外国人数の増加ペースは鈍化している。それでも、中国本土からの訪日客数は未だピーク（105.0万人、2019年7月）の6割程度にとどまっており、増加余地はあろう。一方で、今後も円安の修正が続くとみられるため、インバウンド需要は伸び悩むと予想する。

住宅着工戸数と先行き判断DI(住宅関連)の推移



(出所)国土交通省、内閣府

訪日外国人数と旅行収支受取額(万人、10億円)



(出所)財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

⁵ 分譲住宅のうち、戸建ての着工減の背景として国土交通省住宅局は「販売の弱含みが続き、土地の仕入れを厳選している状況」と指摘（2024年10月8日付「住宅新報」より）。

⁶ シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムの合計。

財の輸出は低迷

財（モノ）の輸出は減少傾向が続いている。その動向を通関輸出数量指数（当社試算の季節調整値）で見ると、9月は前月比▲0.8%と3ヵ月ぶりに減少、その結果、7～9月期は前期比▲0.8%となり、4四半期連続の減少となった（右図）。

主な仕向け地別に見ると、EU向け（4～6月期前期比▲9.0%→7～9月期+3.0%）は5四半期ぶりに増加したが、米国向け（▲1.9%→▲0.6%）とアジア向け（▲1.1%→▲0.7%）はともに減少した。アジア向けに関しては、景気の低迷が続く中国⁷向け（▲4.7%→▲7.5%）が大幅に落ち込んでおり、NIEsやASEAN向けは比較的堅調だった模様である⁸。

主な財の動向を見ると、半導体（IC、4～6月期前期比▲2.0%→7～9月期+5.3%）や鉄鋼（▲2.3%→+5.0%）が好調な半面、自動車（▲0.3%→▲3.5%）やプラスチック（+1.9%→▲2.6%）は減少、自動車部品（▲2.6%→▲0.1%）は下げ止まった程度である。

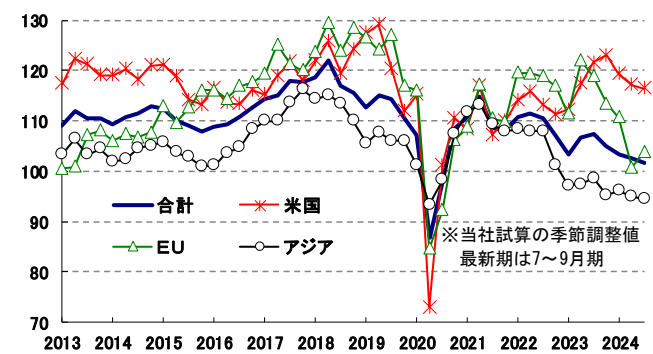
今後、中国向けについては、政府の金融緩和を中心とした景気刺激策により中国経済が下げ止まり⁹、落ち込みにも歯止めがかかるとみられる一方で、米国向けは景気の減速により低調な推移が予想される。そのため、財輸出全体が回復に向かうのは来年になる見通しである。

7～9月期はプラス成長継続

以上の経済情勢を踏まえると、11月15日公表予定の7～9月期実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比でプラス成長を維持するとみられる¹⁰。需要別には、個人消費や設備投資が小幅増加し、住宅投資の減少を補って内需はプラス寄与、輸出は財の落ち込みをサービスが補って横ばい程度になるとみられる。

その後も、実質所得の増加やマインドの改善を背景に個人消費は拡大傾向を維持、設備投資も景気回復を背景に増勢を維持、輸出はインバウンド需要が減速、財も米国経済の減速で一時的に伸び悩むとみられるが、景気回復を阻害するほどのマイナスとはならないだろう。加えて、報道によると石破政権は昨年の財政支出13兆円を超える規模の経済対策を検討している模様であり、実現すれば、景気の回復をより確実なものにしよう。ただ、その場合は、財政問題が将来、より深刻化するとともに、金利上昇が財政悪化を加速させるため金融政策に制約を与えることが懸念される。

仕向け地別輸出数量指数の推移（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

⁷ 2024年8月30日付 Economic Monitor 「中国経済情勢：内外需とも減速、2024年の成長率は5%に届かない見込み（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2653/>

⁸ 速報ベースにつき、アジア向けの内訳は中国向け以外、未公表。

⁹ 中国政府が9月下旬に発表した不動産支援策については、2024年9月27日付 Economic Monitor 「中国経済：景気減速受け金融緩和策発表も、5%成長に距離」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2673/>

¹⁰ 7～9月期GDPに関する精緻な予想は、9月の統計が概ね出そろった10月末に発表予定。

10月決定会合は据え置き

こうした経済・物価情勢の下、日銀は10月30～31日の金融政策決定会合で政策金利である無担保コール翌日物の目標水準を0.25%程度で据え置くと予想する。大方の予想も現状維持であり、10月24日のG20財務相・中銀総裁会議後の記者会見で、植田総裁が追加利上げについて「一応、時間的な余裕はある」としたことからも¹¹、その可能性は高いだろう。

改めて政策金利の水準に関する日銀の考え方を整理すると、まず、その前提となる物価動向について、前回(9/19～20)の決定会合でも、消費者物価の基調的な上昇率は「展望レポート」の見通し期間の後半、すなわち2025年度下期にも「物価安定の目標」と概ね整合的な水準、つまり2%程度で推移するとしている。つまり、今後の経済物価情勢が日銀の想定通りとなるのであれば、2025年下期にかけて政策金利を景気に中立的な水準(名目の中立金利)へ引き上げていくことが基本線、ということになるだろう。

その意味で、今回の決定会合での注目点は、まず、7月に来年度以降1%程度の経済成長が続き、その結果、2%前後の物価上昇が実現するとして展望レポートの見通し(右表)が修正されるのか、その場合、どちらの方向に修正されるのかであろう。

また、会合後の総裁会見では、中立的な金利水準(名目の中立金利)がどの程度で、どのようなペースで引き上げていくつもりなのかも確認されよう。広く知られているように、名目の中立金利は、自然利子率 r^* と期待インフレ率 π^e の合計であり、自然利子率は植田総裁が記者会見などで度々説明した通り、まだ分析中で特定の水準を示すに至っていない。

しかしながら、良く引用されている通り、今年8月28日に公表された日銀ワーキングペーパー¹²でも、日本の自然利子率に関する複数の推計結果(2023年1～3月期時点で▲0.990%～+0.509%)が紹介されている。仮にこの推計が正しいとした上で、期待インフレ率を、基調的なインフレ率の目標である2%まで上昇すると想定した場合、名目の中立金利は両者の合計の1.0～2.5%となる。

そのため、2025年度下期には政策金利を1%まで引き上げていて不思議ではない、という解釈に至る。水準で示せば、現在の政策金利0.25%を今後1年半程度で1%まで、上昇ペースを均して2024年度下期以降、半期に0.25%ずつ利上げ、と想定するのは不自然ではないだろう。

もちろん、日銀は金融市場が不安定な状況下では利上げをしない、という方針も明示しており、結果が全く見通せない米大統領選を直前に控えた今回のタイミングで利上げがないことは、先にも触れた通りである。

日銀政策委員の大勢見通し(2024年7月)

年度	実質GDP	消費者物価	
		除く生鮮食品 (コア)	除く生鮮食品・ エネルギー (コアコア)
2024	+0.5～0.7 <+0.6>	+2.5～2.6 <+2.5>	+1.8～2.0 <+1.9>
2025	+0.9～1.1 <+1.0>	+2.0～2.3 <+2.1>	+1.8～2.0 <+1.9>
2026	+0.8～1.0 <+1.0>	+1.8～2.0 <+1.9>	+1.9～2.2 <+2.1>

(注) < >内は政策委員見通しの中央値。(出所)日本銀行

¹¹ 2024年10月25日日経電子版ほか。

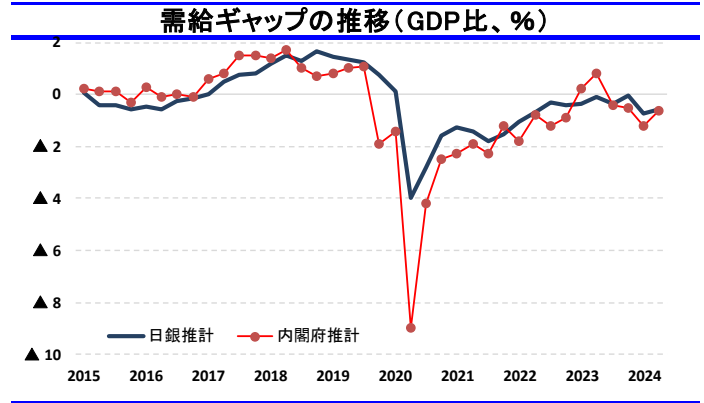
¹² 「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2024/wp24j09.htm

一方で、じわじわと進む円安は、利上げを急がせる要因となろう。7月の決定会合では、1ドル＝160円付近から150円台前半まで円安が修正されていたにもかかわらず、円安による物価上昇圧力の高まりを警戒し利上げに踏み切った。今後も米国の利下げは続き、円安ドル高圧力となる。再び160円を目指す動きとなれば、なおさらであろう。

国内では、過大ともいえる経済対策の実施により、インフレ圧力が予想以上に高まる恐れがある。マクロ面からの物価上昇圧力を示す需給ギャップは、2024年4～6月期時点で内閣府、日銀ともGDP比▲0.6%程度と推計している（右図）。金額にすれば4兆円弱であり、大規模な経済対策によって、それを上回る規模の需要を生み出せば、いたずらにインフレ圧力を高めるだけである。

自然体でも、1年半程度で需給ギャップが埋まる。内閣府、日銀とも潜在成長率を0.6%程度と推計しており、今後、1%程度の経済成長が続けば、需給ギャップは1年半で解消する計算となる。

11月5日の米大統領選という大イベントを通過して金融市場が徐々に落ち着き、日本経済が想定通り回復基調を維持すれば、12月の決定会合の頃にも追加利上げが「可能」な状況となっているとみられる。さらに、円安修正が進まないようであれば、追加利上げが「必要」な状況にまで至る可能性もあろう。



(出所) 日本銀行、内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。