

日本経済情報 2024 年 11 月号

Summary

【内 容】

7～9 月期 GDP で回復
継続を確認

10 月街角景気は足踏み

企業景況感の高水準を
維持

10 月販売動向は斑模様

物価の上昇は鈍化

賃金は上昇加速を継続

来年も高い賃上げ続く

個人消費は堅調拡大を
維持

設備投資は底堅く推移

住宅投資は一進一退

インバウンド需要は再拡
大

財の輸出は持ち直す

経済対策は回復持続の
確度を高める

潜在成長率を超える景
気拡大が続く見通し

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 寄 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

対策効果で回復持続の確度高まる（改定見通し）

7～9 月期の実質 GDP は 2 四半期連続の前期比プラス成長となり、景気の回復持続を確認。個人消費が回復を主導。10 月の景気ウォッチャー調査は家計関連の景況感が悪化したもののサービス関連は良好であり、個人消費は数字ほどには悪くない模様。ただ、10 月の販売動向は斑模様であり全体としては停滞感。物価上昇ペースは鈍化しているが、消費者マインドの改善にはつながらず。

それでも、賃金の上昇加速が続いており、実質賃金は 9 月に概ね前年比マイナスを解消。年末にかけては冬のボーナスの増加により一段と改善しよう。さらに、来年度の春闘賃上げ率は、今年度並みの 5%前後と予想される。物価上昇の鈍化と消費者マインドの改善も相まって、個人消費は堅調拡大を維持しよう。

設備投資についても、先行指標は機械投資が増勢を強める可能性を示し、建設投資も下げ止まりの兆しが見られる。さらに、企業業績は増収増益が続く見通しであり、基調として底堅く推移すると見込まれる。ただ、住宅投資は金利の上昇を受けて減少傾向となろう。

輸出は、インバウンド需要が円安修正により伸び悩むものの、財は当面、中国向けを中心に持ち直し傾向が続こう。2025 年後半は米中貿易摩擦の再燃により下押しされるものの、2026 年入り後は米国経済の堅調拡大を背景に再び増勢を強めよう。

11 月 22 日に閣議決定された「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」は、①給付金や補助金による家計所得の増加を通じた個人消費の拡大、②物価上昇の抑制による個人消費の促進、③補助金による企業の設備投資の促進、④公共投資の追加、により景気回復持続の確度を高めよう。その結果、日本経済は 2025 年度から 2026 年度にかけて潜在成長率を上回るペースの拡大が続くと予想する。

日本経済の成長率見通し(年度)

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.6	0.8	0.5	1.1	1.1
個人消費	2.7	▲0.6	0.9	1.1	1.0
住宅投資	▲3.3	0.3	▲2.2	▲3.3	▲1.3
設備投資	4.1	0.3	2.7	▲1.2	1.5
公共投資	▲6.1	0.6	0.0	0.3	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(1.2)	(▲0.6)	(0.4)	(0.5)
輸 出	4.9	2.8	2.2	6.5	5.3
輸 入	7.3	▲3.2	5.2	4.4	3.3
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.4	1.9	2.0

(出所) 内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

7～9 月期 GDP で回復継続を確認

今月 15 日に発表された 2024 年 7～9 月期 GDP1 次速報値は前期比+0.2%（年率+0.9%）、2 四半期連続のプラス成長となった（右図）。前の期の 4～6 月期は前期比+0.5%（年率+2.2%）に下方改定されたが（改定前は前期比+0.7%、年率+2.9%）、日本経済は 2023 年後半以降の停滞から着実に脱しつつあることが示された。

内訳を見ると、輸出（4～6 月期前期比+2.6%→7～9 月期+0.4%）が減速、設備投資（+0.9%→▲0.2%）や住宅投資（+1.4%→▲0.1%）が停滞するなかで、個人消費（+0.7%→+0.9%）が伸びを高めており、個人消費が景気回復を主導した。

また、前年同期比では、7～9 月期に 3 四半期ぶりとなるプラスに転じた（+0.3%）。2 四半期連続の前期比プラス成長により、経済活動がようやく水面上に浮上した格好である。

10 月街角景気は足踏み

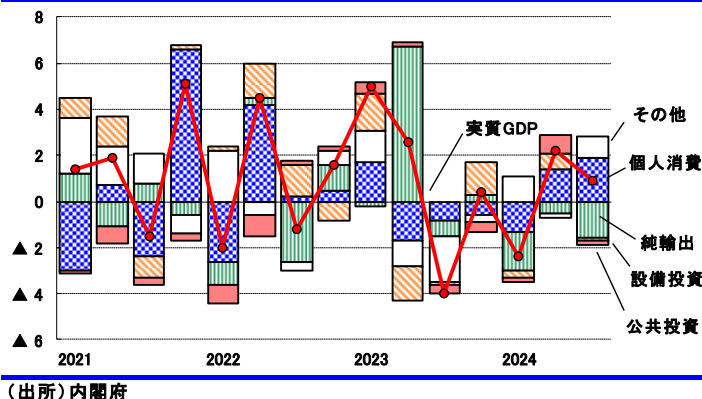
ただ、景気ウォッチャー調査（街角景気）は、6 月（46.5）から 9 月（47.9）まで改善傾向が続いていた現状判断 DI（水準、季節調整値）が 10 月は 46.2 へ悪化した。

内訳を見ると、個人消費と関連の深い「家計動向関連」の落ち込みが顕著である（6 月 46.6→9 月 47.4→10 月 45.0）。なかでも、「小売関連」（45.6→45.4→41.9）の低迷ぶりが目立つ¹。コメの値上がりなど物価高の影響、衆院選を受けた先行き不透明感、残暑による季節物の販売不振のほか、インバウンド需要の伸び悩みを理由に挙げる声が散見された。

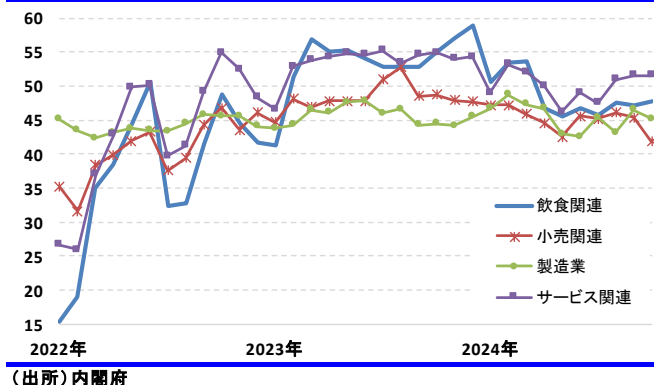
一方で、「サービス関連」（49.1→51.6→51.6）は底堅く推移し、「飲食関連」（46.8→47.1→47.8）は改善傾向を維持している。個人消費に占めるサービスの割合は約 6 割とモノ（耐久財、非耐久財、半耐久財）よりも大きいことを踏まえると、個人消費は「家計動向関連」全体の景況感の悪化ほどには落ち込んでいないと考えて良いだろう。

「企業動向関連」（9 月 48.1→10 月 48.1）は、前月から変わらずであった。製造業（46.5→45.2）が悪化した一方で、非製造業（49.2→50.3）は改善、消費分野でモノが悪化、サービスが良好だったことと整合的である。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



景気ウォッチャー調査（現状判断、水準、季節調整値）



¹ 現数値で業態別の動向を確認すると、家電量販店（9 月 50.0→10 月 32.1）や百貨店（47.0→39.9）、自動車販売店（49.5→42.3）で特に落ち込みが大きかった。なお、家電販売において 10 月は閑散期とされ、季節性も多分に含まれている模様。

企業景況感は高水準を維持

帝国データバンク「TDB 景気動向調査」によると、10月の景気DIは前月比▲0.3ポイントの44.3と4か月ぶりに悪化したが、今年6月に付けた最近のボトム（43.3）を上回っており、引き続き高い水準にある（右図）。

業界別にみると、11業種中7業種で悪化、2業界で横ばい（建設、製造）にとどまり、改善したのは金融だけであった（残りは「その他」）。

金融の改善は、投資信託への資金流入や、損保の保険料率の改定、日銀の利上げに伴う融資金利の上昇などが背景とみられる。一方で、農林水産は漁獲量の減少（漁業）や木造住宅の着工減少（林業）により比較的大きく悪化、建設は資材費・労務費の高騰による収益の圧迫が悪化の理由として指摘された。

地域別では、10地域中8地域で景況感が悪化した。悪化した地域では総じて観光需要が伸び悩んだほか、一部の地域で季節需要や公共工事の低迷が景況感の下押し要因となった模様である。

10月販売動向は斑模様

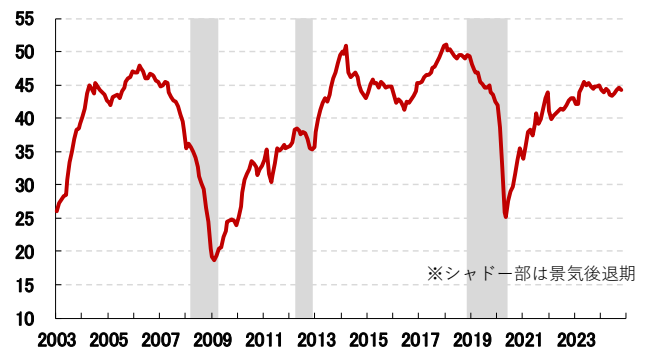
景気ウォッチャー調査で景況感の悪化が目立つ小売分野の販売動向を見ると、コンビニや自動車販売は好調、スーパーや百貨店、外食は伸び悩んでおり、状況はまちまちであった。

10月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比+1.7%と、9月の+0.7%から伸びを高めた（右図）。今年2月（+5.7%）以来の高い伸びであり、堅調と言える。販売促進策の実施により来店客数が3か月ぶりのプラスに転じた（9月0.0%→10月+0.8%）ことに加え、客単価もプラス幅を拡大した（+0.7%→+0.8%）。

内訳を見ると、飲料や菓子などの加工食品（+1.4%→+3.3%）や非食品（+1.4%→+3.0%）が伸びを高めた。そのほか、弁当やおにぎりなどの日配食品（▲0.7%→+0.1%）がプラスに転じたが、宅急便やチケットなどのサービス（+2.7%→▲4.2%）はマイナスに転じている。

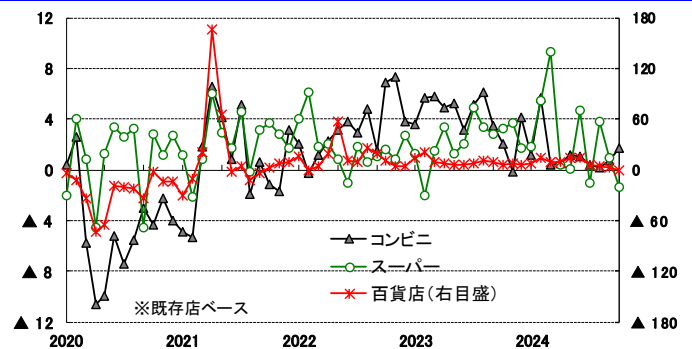
10月のスーパー売上高（店舗調整済み）は9月の前年同月比+1.0%から▲1.3%とマイナスに転じた（右上図）。主力の「食料品」（9月前年同月比+2.6%→10月+2.4%）は小幅鈍化にとどまったが、「衣料品」（+2.4%→▲10.6%）が残暑の影響で季節商品を中心に大幅に落ち込んだほか、日用雑貨品などの「住関連品」（+6.1%→▲1.0%）もマイナスに転じたことが下押しした。日曜日が昨年より1日少なかったことも影響した模様。

景気DIの推移(全国)



(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、前年同月比、%)

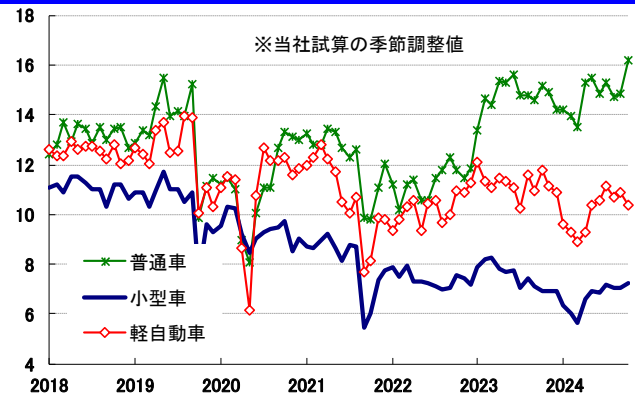


(出所) 日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

10月の百貨店売上高（店舗調整済）も9月の前年同月比+2.3%から▲0.7%とマイナスに転じた。5か月連続での悪化となり減速傾向が明確である。免税売上（インバウンド）が売上高、購買客数とも10月としては過去最高となるなど好調だったが、国内向けはスーパーと同様、日曜日が1日少なかったことに加え、天候要因により秋冬用衣料品の動きが鈍く、9月の前年同月比+0.6%から▲3.8%とマイナスに転じた。

10月の乗用車販売台数（新車）は、9月の前年同月比+0.8%から+1.0%へ、季節調整値（当社試算）の前月比でも9月の+0.9%から10月は+3.1%へ伸びを高めた。クラス別では、軽自動車（9月前月比+1.4%→10月▲4.3%）が前年に新モデルが発売された反動によりマイナスに転じたが、普通車（+1.0%→+9.1%）や小型車（0.0%→+2.0%）がプラス幅を拡大した。自動車販売は一部メーカーの出荷停止の影響解消に伴って回復傾向にある。

新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）

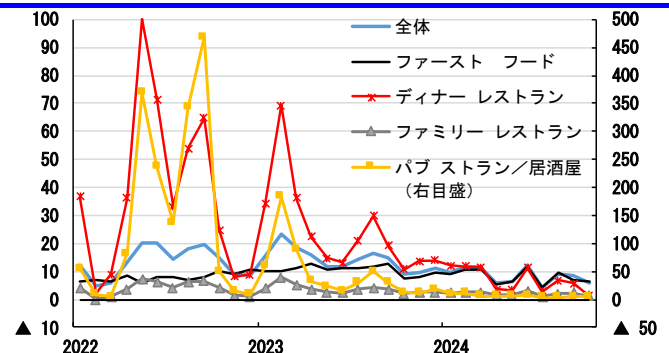


（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

10月の外食売上高は9月の前年同月比+8.2%から+6.1%へ伸びが鈍化した。販売促進や夏向け商品の好調が下支えしたものの、日曜日の数が少なかったことによる客数の伸び（+4.0%→+2.6%）の鈍化が下押しした。

業態別の売上を見ると、ファミリーレストラン（9月前年同月比+11.5%→10月+5.7%）やディナーレストラン（+5.6%→+1.3%）で特に伸びの鈍化が目立ち、日曜日が少ないことによる客数の伸び鈍化の影響が大きかった模様である。一方で、ファーストフード（+6.9%→+6.6%）は影響が比較的小さく、パブレストラン／居酒屋（+4.2%→+4.6%）はインバウンド需要の増加もあり小幅ながら伸びが拡大した。

外食売上高の推移（前年同月比、%）



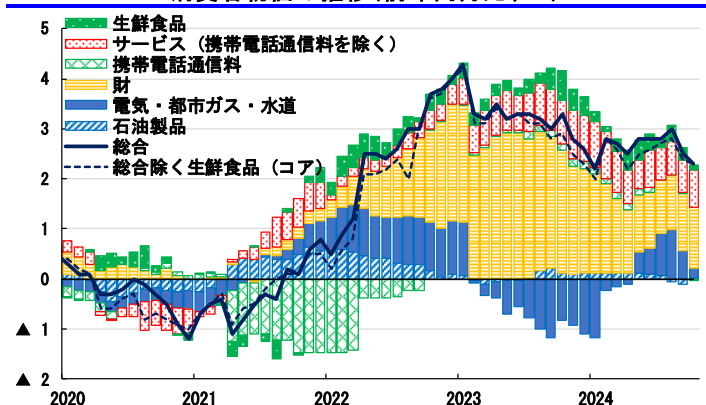
（出所）日本フードサービス協会

物価の上昇は鈍化

10月の消費者物価は、「総合」で前年同月比+2.3%（9月+2.5%）、「コア」（生鮮食品を除く総合）で+2.3%（+2.4%）と、いずれも前月から伸びが縮小した。ただし、生鮮食品とエネルギーを除く「コアコア」は+2.3%（+2.1%）と伸びを高めている。

総合やコアとコアコアとの違いはエネルギーを含むかどうかであり、「電気・都市ガス・水道」

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）総務省

が伸びを縮小（9月+11.6%→10月+3.4%）したことが、前2者の伸びの縮小に寄与した。電気・ガス料金は、9月から補助金が再開したことにより押し下げられているが、10月は前年に補助金の縮小で上昇した反動で前年同月比がさらに下押しされた。

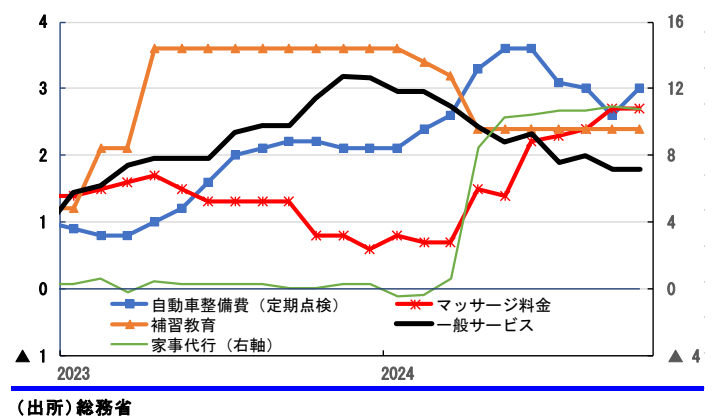
金融政策の判断において重視されている「サービス」は、9月の前年同月比+1.3%から+1.5%へ伸びを高めた。公共サービスに含まれる火災・地震保険料が保険料改定により+2.7%から+7.0%へ伸びを高めたほか、放送受信料（NHK）が昨年10月の値下げの影響が剥落（▲10.2%→0.0%）したことが影響した。ただ、こうした公共サービスを除いた「一般サービス」は、9月の+1.8%から+1.7%へ小幅に鈍化した。インターネット接続料（+4.1%→0.0%）や通信料（携帯電話）（+0.38%→▲0.19%）が、前年10月の料金改訂の影響が一巡し押し上げ寄与が消滅したことが主因である。

これらの要因を除けば、一般サービス価格の伸びは底堅く推移している。なかでも、価格に占める人件費の比率が高いとされる品目²については、このところ伸びを高めているものが散見される（右図）。こうした動きは、人件費の価格転嫁の動きが徐々に広がりつつあることを示唆するものと考えられる。

今後の物価動向を展望すると、こうした人件費上昇の転嫁が進みサービス物価を押し上げるもののほか、これまでガソリン価格の上昇を抑制してきた補助金（燃料油価格の激変緩和事業）が12月から3月にかけて段階的に縮小³される予定であること、電気・ガス料金の補助金が10月使用分で一旦終了し、1月から3月の使用分について再開される見通しであること、このところ原油価格が下落傾向にあること、などが主な変動要因となる。

これらの要因を勘案すると、11月から1月は電気・ガス料金の補助金終了と12月以降のガソリン補助金の縮小が消費者物価を押し上げ、2024年度中の消費者物価の総合およびコアは前年比+2%台後半から半ば程度で推移すると見込まれる。その後は、電気・ガス料金の補助金再開に加え、原油価格の下落が時間差をおいてエネルギー価格を抑制⁴するため、+2%程度に向けて鈍化すると予想する。

人件費比率が高い一般サービス価格の動向（前年同月比、%）



²日銀レビュー2024年8月の「消費者物価における最近の企業のサービス価格設定行動」では、人件費の影響を受けやすい品目として、英会話等の各種講習料や中・高校生の学習塾代、家事代行料・自動車整備費、マッサージ料金が例示されている。https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2024/data/rev24j11.pdf

³11月22日に閣議決定された「国民の安心・安全と持続可能な成長に向けた総合経済対策」において、燃料油価格激変緩和対策事業の段階的縮小と冬季の電気・ガス代の支援が織り込まれている。

⁴燃料費調整制度により、原油等の燃料価格は、各月の3～5か月前の貿易統計価格に基づいて算定した実績燃料価格と基準燃料価格との差の調整を通じて月々の電気料金に反映されるため、原油価格の変動の消費者物価への反映には3～5か月のラグを伴う。

賃金は上昇加速を継続

賃金は高い伸びを維持している。所定内給与（基本給、右図）は、8月の前年同月比+2.4%から9月（速報）に+2.6%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、前月の+2.8%からは低下したものの、+2.7%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賃金（総額）は、8月の前年同月比▲0.8%から9月は▲0.1%と、マイナス幅を縮小した（右下図）。上記の通り所定内給与の伸びが高まったことに加え、電気・ガス代への補助金再開により物価上昇率が鈍化したことが影響した。

年末にかけての実質賃金は、電気・ガス代が補助金により10月、11月も物価上昇を抑える中で、以下に述べる通り冬季賞与（ボーナス）の増加が見込まれることから、プラスに転じる見込みである。

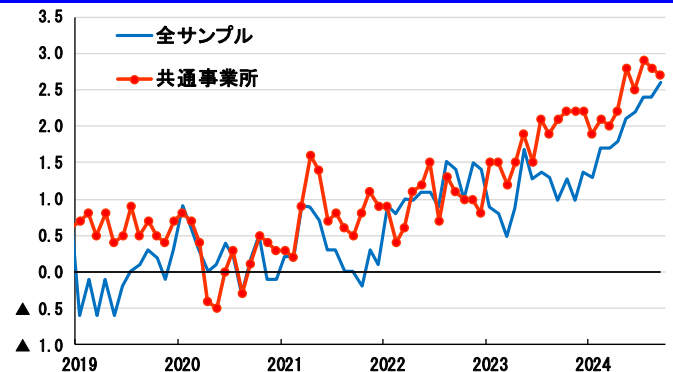
11月に公表された今年の夏季賞与⁵の実績は、前年比+5.7%と昨年の+1.5%から大きく伸びを高めた。その理由は、①賞与の算定基準となる定期給与⁶が増加したこと、②定期給与に対する支給割合（前年1.01か月→今年1.05か月）が上昇したこと、③賞与が支給された労働者が昨年から増加⁷したこと、である。

定期給与の増加は言うまでもなく高い春闘賃上げ率によるものであり、支給割合の上昇は企業業績の改善を反映したもの、支給対象者の増加は人手不足への対応である。これらの状況は、この冬も大きく変わらない。そのため、今年の冬季賞与も昨年（前年比+0.7%）から伸びを高める可能性が高い。

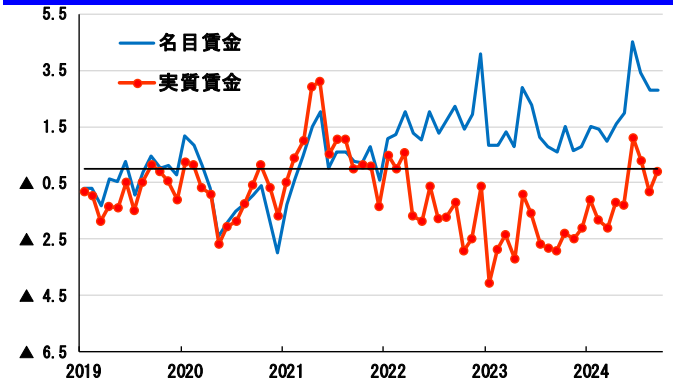
来年も高い賃上げ続く

春闘における賃上げ率は、物価動向、企業業績、労働需給などの影響を強く受ける。こうした関係を踏まえ、来年の春闘賃上げ率を、企業の経常利益（1～12月の前年比）、失業率（前年1～12月平均）、消費者物価上昇率（過去2年平均）の3つの要因で予想すると、2024年に続き、2025年も高い伸びとなることが見込まれる（次ページ右上図）。

所定内給与（前年比、%）



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。

⁵ 全事業所ベースの労働者一人平均の賞与額。

⁶ 所定内給与（基本給）と所定外給与（残業代）の合計。

⁷ 支給事業所割合は前年の65.9%から73.0%へ、支給事業所に雇用される労働者の割合は80.0%から84.3%へ、それぞれ上昇。

具体的な数字で示すと、2024 年中の消費者物価上昇率（総合）が+3%程度（2023 年+3.3%）、失業率が 2.5%（2023 年 2.6%）、企業収益（経常利益）が前年比+19%程度（+14.6%）となるとすれば、2025 年の春闘賃上げ率は+5.1%と、2024 年（+5.3%）からは低下するものの、高い伸びが続くことになる。

個人消費は堅調拡大を維持

消費者マインドは、やや悪化している。代表的な指標である消費者態度指数は、9 月の 36.6 から 10 月は 35.7 へ低下した（右下図）。

内訳を見ると、「収入の増え方」（40.3→39.4）や「雇用環境」（41.3→40.7）のほか、物価動向に影響を受ける「暮らし向き」（9 月 34.2→10 月 33.4）のいずれも悪化した。米価格が高止まりしていることに加え、電気・ガス料金やガソリン価格への補助金終了が見込まれていたことが、消費者マインドを悪化させたとみられる。

今後は、冬のボーナスの増加に加え、電気・ガス料金に対する補助金の再開や原油価格の下落により物価上昇が抑えられることが、マインドの改善に寄与し、個人消費の回復を後押しすると期待される。

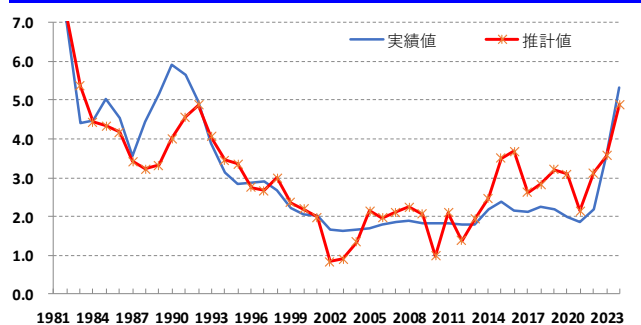
その結果、個人消費（GDP ベース、実質）は、2024 年度の前年比+0.9%から、2025 年度は+1.1%へ伸びを高め、景気の回復を引き続き牽引しよう。2026 年度は前年比+1.0%へやや鈍化するものの堅調な拡大が続くと予想する。

設備投資は底堅く推移

設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注（船舶、電力を除く民需）は、9 月に前月比▲0.7%となり、3 か月連続で減少した。その結果、7～9 月期でも前期比▲1.3%と減少したが、1～3 月期に+4.4%と大幅に増加し、4～6 月期が横ばい（▲0.1%）だったことから、均せば増加傾向を維持していると評価できる（次ページ左上図）。さらに、内閣府の見通しは 10～12 月期に前期比+5.7%と再び増勢を強める姿となっている。

7～9 月期の機械受注を業種別にみると（次ページ右上図）、製造業からの受注は前期比▲7.2%と 3 四半期ぶりに減少したが、非製造業（船舶、電力を除く）は+1.4%と 2 四半期ぶりに増加した。製造業ではパルプ、紙、紙加工品（4～6 月期前期比+46.4%→7～9 月期前期比▲39.4%）や食品製造業（+32.0%→▲37.1%）、非鉄金属（+56.5%→▲32.9%）からの受注の落ち込みが目立った。一

賃上げ率関数（%）



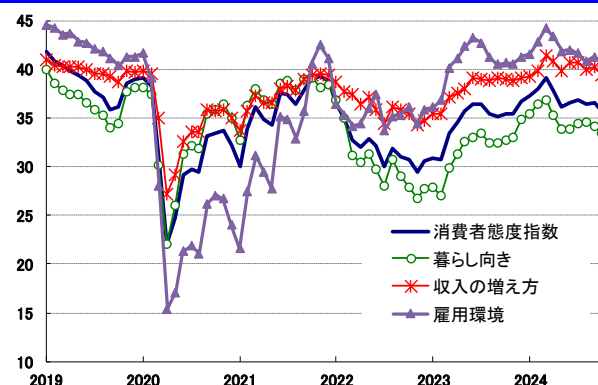
（出所）厚生労働省、総務省、財務省より伊藤忠総研試算

賃上げ率（%）
 = 定数項
 + $\alpha \times$ 経常利益
 （前年比、%）
 + $\beta \times$ 失業率
 （前年平均、%）
 + $\gamma \times$ 消費者物価総合
 （過去2年間の平均、%）

推計期間	1981 ～2024
定数項	3.51 ***
経常利益増加率 （前年、%）	0.02 ***
失業率 （前年、%）	-0.37 **
消費者物価上昇率 （過去2年間の平均、%）	0.73 ***
自由度修正済み 決定係数	0.78

（注）***は1%、**は5%有意

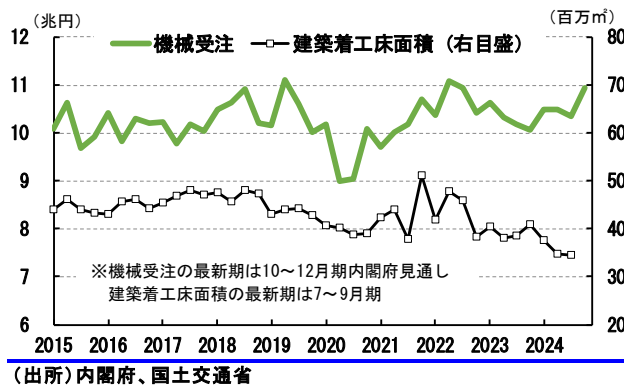
消費者態度指数（総世帯）



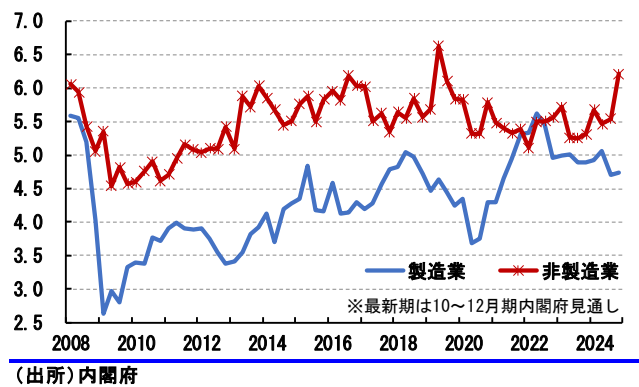
（出所）内閣府

方で非製造業からの受注は、不動産業（▲13.8%→+21.7%）や鉱業・採石業・砂利採取業（▲36.4%→+16.5%）、建設業（▲6.2%→+13.9%）、通信業（▲18.0%→+9.7%）などで大幅に増加した。先行き 10～12 月期については、製造業（+0.9%）、非製造業（+12.2%）ともに増加が見込まれている。

機械受注と建築着工床面積(季節調整値、年率)



機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



一方、建設投資は下げ止まりの兆しが見られる。先行指標の建築着工床面積（民間・非居住用、当社試算の季節調整値）は 9 月に前月比+15.1%と 3 か月ぶりに増加した。その結果、7～9 月期では前期比▲0.2%とほぼ横ばいだった。「店舗」（4～6 月期前期比+28.5%→7～9 月期前期比▲10.1%）や「事務所」（▲36.1%→▲8.5%）は減少したが、「工場」（▲24.9%→+33.7%）や倉庫（▲9.7%→+6.3%）が増加した。

今後の設備投資を見通すうえで重要な企業収益（法人企業統計ベース、全産業）は、円安修正により製造業、非製造業とも 2024 年度の売上高の伸びは鈍化（2023 年度前年度+4.2%→2024 年度前年度比+2.4%）が予想されるものの、輸入原材料価格の下落に伴う利益率の改善が勝り、経常利益の増勢が加速するとみられる（+14.6%→+19.4%）。なお、製造業（売上高前年度比+1.3%、経常利益前年度比+11.5%）に比べ、非製造業（+4.0%、+24.3%）で収益の改善幅が大きくなる見込み。

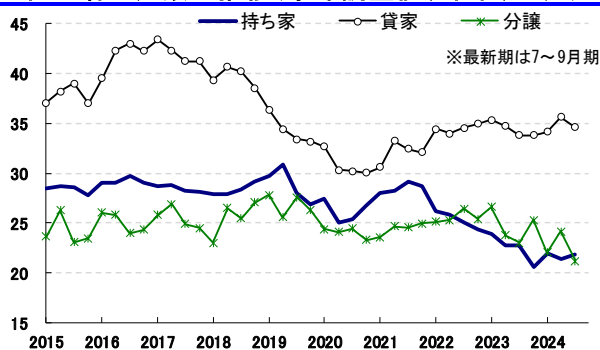
2025 年度は、需要の拡大や人件費・原材料コスト等の価格転嫁の進展から売上高の伸び率が拡大（前年度比+11.7%）、経常利益の伸び率は 2024 年度からやや縮小も 2 桁の増益率（+11.7%）を維持する見通し。2024 年度と同様、2025 年度も円安修正が進むと想定しており、製造業（売上高前年度比+3.8%、経常利益前年度比+4.6%）よりも非製造業（+6.6%、+15.4%）で増収・増益幅が大きくなると予想する。2026 年度も増収・増益が続く見通しだが、価格転嫁の一巡や、人件費や利払い費などの増加もあり、売上高（+3.3%）、経常利益（+4.9%）ともに 2025 年度から伸び率が縮小すると予想する。

こうした企業収益の拡大を背景に、設備投資は 2024 年度下期にかけて増加基調で推移し、2024 年度通年では前年度比+2.7%と、2023 年度の+0.3%から増勢が加速すると予想する。2025 年度は、コロナ禍で先送りされた更新投資の一巡や金利上昇の影響により前年度比▲1.2%と調整局面に入るとみられるが、2026 年度には海外景気の持ち直しや堅調な企業収益を反映して+1.5%と再び増勢を取り戻すと予想する。

住宅投資は一進一退

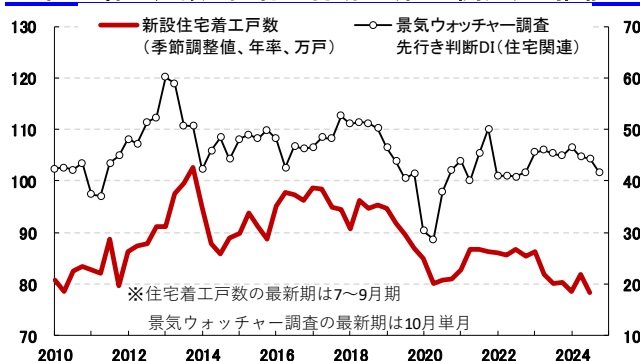
住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数は、9月に前月比+3.0%となり、3か月連続で増加した。ただ、7～9月期では前期比▲4.4%と2四半期ぶりに減少、実数では年率80万戸近辺で一進一退の推移となっている。利用関係別に見ると（下左図）、持ち家は増加に転じたものの（4～6月期前期比▲2.5%→7～9月期前期比+2.3%）、貸家（+4.4%→▲2.9%）と分譲住宅（+9.6%→▲12.4%）は減少した。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)国土交通省

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

当面、住宅投資は低調に推移する見通しである。住宅着工に先行する傾向のある景気ウォッチャー調査の住宅関連の先行き判断DIは、10月も前月比▲2.3ポイントと2か月連続で低下した。その結果、10月の水準は7～9月平均を2.7%下回っており、4～6月期以降の低下傾向が続いている（上右図）。10月に悪化した理由として、建設コストの上昇を指摘する声が多く、そのほか、住宅ローン金利の上昇や、衆院選後に政権運営が不安定化し経済対策の実施が遅れることへの懸念も指摘された。

今後の住宅投資は、家計の雇用・所得環境の改善が追い風となる半面、日銀の利上げに伴う住宅ローン金利の上昇が逆風となり、減少傾向を辿ると予想する。2024年度の住宅投資は前年度比▲2.2%と2023年度の+0.3%から減少に転じ、2025年度▲3.3%、2026年度▲1.3%と減少が続く見通し。

インバウンド需要は再拡大

10月の訪日外国人数は331.2万人となり、3か月ぶりに前月の水準を上回った（右図）。韓国が前月から7.5万人増加の73.2万人となり⁸、2か月連続で最大のシェア（22.1%）となった。次いで、前月から7.0万人減少した中国本土（58.3万人）がシェアを17.6%に落として引き続き2位、3位は台湾（47.9万人）、4位はシェアを8.4%に高めた米国（27.9万人）、5位が香港（19.9万人）となった。

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

⁸ 日本政府観光局によると、韓国は日本各地へのチャーター便を地方路線の増便や、祝日などの影響もあり、10月として過去最高を記録した（中央日報、2024年11月21日付より）。

ASEAN 主要 6 개국⁹もシェアを前月の 6.5%から 8.7%へ高めている。

こうした訪日外国人数の増加に加え、円安により 1 人当たりの支出額が増加したため、10 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 7,550 億円程度と、9 月（6,269 億円）から大幅に増加したとみられる。

なお、訪日外国人数（当社試算の季節調整値）は、4～6 月期の前期比+9.4%から 7～9 月期に+3.6%に伸びが鈍化していたが、10 月の水準は 7～9 月平均を 5.4%も上回っている。今年 8 月、南海トラフ地震臨時情報や台風の影響で日本への渡航が見送られており¹⁰、その反動が 10 月の訪日外国人数の増加として現れた可能性がある。

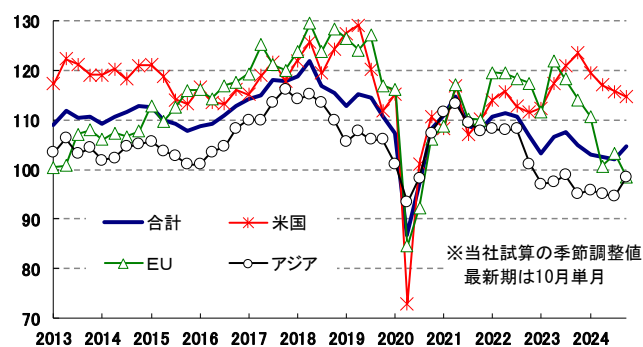
今後については、中国本土からの訪日客数は未だピーク（105.0 万人、2019 年 7 月）の 55%程度にとどまっていることもあり、訪日外国人数になお増加余地はあるものの、海外景気減速や円安の修正に伴い訪日外国人の購買力が低下すると予想されるため、インバウンド需要は伸び悩むと予想する。

財の輸出は持ち直す

財（モノ）の輸出は 10 月に持ち直した。10 月の通関輸出数量指数は前月比+2.3%と 2 か月ぶりに増加、その水準は 7～9 月期平均を 2.5%上回った（当社試算の季節調整値、下左図）。

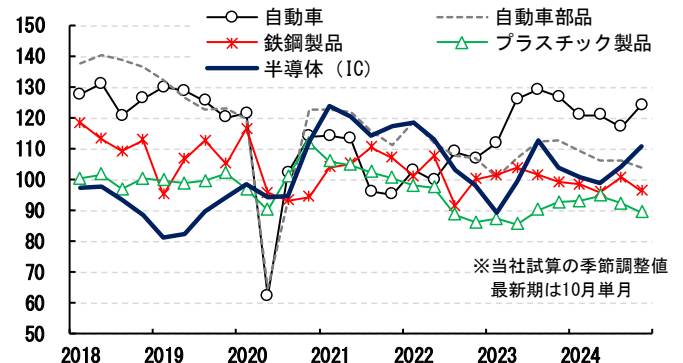
主な仕向け地別に見ると、米国向け（7～9 月期前期比▲1.1%→10 月の 7～9 月平均比▲0.9%）の減少が続き、EU 向け（+2.5%→▲4.6%）は減少に転じたが、アジア向け（▲0.4%→+4.0%）が 3 四半期ぶりに増加した。アジア向けのうち、中国向け（▲7.2%→+4.8%）が増加に転じ、全体を押し上げた。中国政府による耐久財買い替え促進策¹¹や不動産支援策などの政策対応により中国の国内需要が持ち直し、日本の対中輸出数量の復調に寄与した可能性がある。

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

財別輸出数量指数（季節調整値、2020年=100）



（出所）財務省

一方、主な財の動向を見ると、鉄鋼（7～9 月期前期比+4.9%→10 月の 7～9 月平均比▲4.3%）や

⁹ 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。10 月はタイ（13.2 万人）やフィリピン（8.0 万人）が上位。

¹⁰ 2024 年 8 月の景気ウォッチャー調査では、台風や地震、南海トラフ地震関連の報道により訪日外国人数が減少したとの指摘が複数挙げられている。

¹¹ 耐久財買い替え促進策の詳細は 2024 年 7 月 30 日付 Economic Monitor「中国経済：景気減速受け下支え強化の中、三中全会開催」を参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2639/>

プラスチック（▲2.6%→▲3.2%）、自動車部品（▲0.2%→▲2.1%）が低調だった半面、半導体（IC、+5.3%→+6.3%）と自動車（▲3.2%→+6.1%）は好調だった（下右図）。

今後、財輸出は、中国向けを中心に当面は持ち直し傾向が続く見込みである。ただ、2025 年後半には、米中貿易摩擦の再燃を受けた海外景気の減速などが日本の財輸出を下押ししよう。2026 年以降は、米国景気の再加速が見込まれることから、再び増勢を強めると予想する。

経済対策は回復持続の確度を高める

以上の通り、今後の日本経済は、個人消費が堅調に推移、当面は設備投資も拡大、輸出の持ち直しも期待できることから、7～9 月期に確認された回復基調を維持する可能性が高いとみられる。加えて、

11 月 22 日に閣議決定された事業規模 39.0 兆円、財政支出 21.9 兆円、うち一般会計 12.9 兆円という大規模な経済対策「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」（右表）が、景気回復の確度を高めよう。

この経済対策による景気押し上げ効果は、①給付金や補助金による家計所得の増加を通じた個人消費の拡大、②物価上昇の抑制による個人消費の促進、③補助金による企業の設備投資の促進、④公共投資の追加、に大別できる。

①の例としては、賃上げ促進税制や業務改善助成金による「賃上げ支援」や、住民税非課税世帯に対する 1 世帯 3 万円の給付金、断熱窓や省エネ住宅などを対象とする「省エネ支援」補助金であり、自衛官の処遇改善に給与水準の引き上げが含まれるのであれば、同様の効果が期待される。

②の例は、ガソリン補助金や電気・ガス料金の補助金によるものであるが、前者は来年 3 月までで段階的に規模を縮小、後者は 1～3 月検針分と限定されているため、その効果も限定的である。③は「省力化・デジタル投資」促進のための補助金や、滞在型観光拠点への改修費補助といった「高付加価値型観光の推進」である。

④の例は、能登半島の復旧や恒例の国土強靱化推進であり、公表された財政支出の規模から推察する限り、3 兆円を上回る公共投資の追加となる可能性があるだろう。

潜在成長率を超える景気拡大が続く見通し

以上を踏まえ、実質 GDP 成長率を見通すと、2024 年 10～12 月から 2025 年 1～3 月期にかけては、個人消費の回復に、輸出の持ち直しと設備投資の拡大が加わり、0.6%程度とされる潜在成長率を大きく上回る高成長が続くとみられる。それでも、2024 年度通年の成長率は、大きく落ち込んで年度

国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策

(兆円)			
	事業規模	財政支出	一般会計
I. 日本経済・地方経済の成長	19.1	10.4	5.8
物価上昇を上回る賃上げ支援	賃上げ促進税制、業務改善助成金		
省力化・デジタル投資	ITツール導入・システム構築支援		
地方創生2.0	地方経済・生活環境創生交付金		
農林水産業の振興	農地の大区画化・スマート農業への転換		
高付加価値型観光の推進	滞在型観光拠点への改修費補助		
防災DXの推進	防災DXプラットフォームの構築		
II. 物価高の克服	12.7	4.6	3.4
低所得者世帯支援	1世帯3万円給付		
重点支援地方交付金	地方が実情に応じて生活者・事業者を支援		
エネルギー価格に対する措置	ガソリン・電気・ガス料金補助金		
家庭等の省エネ支援	断熱窓・高効率給湯器・省エネ住宅		
III. 国民の安心・安全の確保	7.2	6.9	4.8
能登半島の復旧・創造的復興	インフラ復旧・廃棄物処理・生活再建		
防災・減災及び国土強靱化の推進			
防衛力の強化	自衛官の処遇・勤務環境の改善		
合計	39.0	21.9	12.9

(出所)内閣府資料から伊藤忠総研が作成

初を迎えたことから、前年比+0.5%にとどまる見込みである。

2025 年度入り後も、年半ばまでは同様の景気拡大が続くものの、年央から年末にかけては、米中摩擦の影響から輸出が伸び悩むことに金利の上昇も加わり、設備投資が一旦ピークアウトするとみられ、景気は停滞感を強めよう。ただ、2025 年度通年の成長率は、年度前半までの堅調な景気拡大により潜在成長率を大きく上回る前年比+1.1%へ伸びを高めよう。

2026 年度は、個人消費の増勢が弱まる一方で、輸出は米国経済の拡大に牽引され増勢を強め、設備投資も再び拡大に転じるとみられ、成長率は前年比 1%程度を維持すると予想する。

懸案のデフレからの完全脱却は、既にいつでも宣言が可能な状況であろうが、今般の大規模な経済対策によって賃上げが進めば、より現実味を帯び

る。人手不足を背景とする人件費上昇が物価を押し上げる力は強まっており、来年度の春闘賃上げ率も今年度に続いて高い伸びが見込まれる。少なくとも日銀が利上げをためらう理由は、もはや現時点でもないだろう。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2022 実績	2023 実績	2024 予想	2025 予想	2026 予想
実質GDP	1.6	0.8	0.5	1.1	1.1
国内需要	2.1	▲0.5	1.1	0.6	0.7
民間需要	2.9	▲0.6	1.2	0.5	0.9
個人消費	2.7	▲0.6	0.9	1.1	1.0
住宅投資	▲3.3	0.3	▲2.2	▲3.3	▲1.3
設備投資	4.1	0.3	2.7	▲1.2	1.5
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	1.4	▲0.5	1.2	1.3	0.8
公共投資	▲6.1	0.6	0.0	0.3	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.4)	(1.2)	(▲0.6)	(0.4)	(0.5)
輸 出	4.9	2.8	2.2	6.5	5.3
輸 入	7.3	▲3.2	5.2	4.4	3.3
名目GDP	2.5	4.9	3.3	2.7	3.1
鉱工業生産	▲0.3	▲1.9	▲0.0	2.6	2.9
失業率(%、平均)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
経常収支(兆円)	9.1	24.8	16.8	15.5	15.9
消費者物価(除く生鮮)	3.0	2.8	2.4	1.9	2.0

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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。