日本経済情報 2024 年 12 月号

Summary

【内 容】

2024 年はデフレ脱却の年に

政府はデフレ脱却宣言に慎重

景気は年初につまずく

年央以降の景気は回復傾向

2024 年の成長率はマイナスとなる見込み

2025 年は 2 回の利上げを想定

金利上昇が円安を修正し物価上昇を抑制

輸出は円高でも海外景気の復調で回復

円高は企業業績にプラス、設備投資を押し上げ

物価上昇鈍化で個人消費の堅調拡大続く

2025 年は 1%超の成長でデフレギャップ解消

課題は供給力の強化へ

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
宮嵜浩
(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

日本経済 2024 年の回顧と 2025 年の展望

2024 年の日本経済は、一時停滞感を強めたものの回復基調を維持し、3 月にマイナス金利を終了、日経平均株価は史上最高値を更新、公示地価上昇率や春闘賃上げ率はバブル期以来の伸びを記録するなど、幅広い分野でインフレ経済への回帰が見られ、「デフレからの脱却」を実現。

それでも政府は、デフレに戻る可能性を残すとして「デフレ脱却宣言」を留保。ただ、条件に挙げた①賃金の持続的上昇、②コスト増の販売価格への転嫁、③サービスを含めた物価上昇の広がり、④安定的な物価上昇予想、はいずれもクリア。景気は年初に大手自動車メーカーの出荷停止などからつまずいた後、年央以降は個人消費の復調や好調なインバウンド需要により回復したが、2024 年通年の成長率はマイナスに。円安や人手不足、海外景気の減速・停滞が逆風となり、デフレギャップを残した。

2025 年は、年 2 回の利上げを想定。長期金利の上昇により行き過ぎた円安が修正されると予想。円安修正すなわち円高は物価上昇を抑えるが、輸出は為替感応度の低下により回復を妨げられず、非製造業のコスト減メリットは製造業への悪影響を上回り企業業績全体にはプラス。そのため、設備投資は金利上昇の影響を見込んでも拡大。

また、物価上昇の抑制は実質所得増とマインド改善を通じて個人消費の拡大を後押し。家計所得は、高い春闘賃上げ率に加え、女性中心に雇用の拡大が続くことから、高い伸びを維持。「年収の壁」引き上げ効果は学生アルバイトに限定されるため労働力の押し上げ寄与は限定的。

2025 年の日本経済は、個人消費の拡大持続、海外景気の復調を受けた輸出の増加、設備投資の拡大により回復基調を維持する。金利上昇の影響により年後半は一時的な停滞の可能性はあるが、今年度補正予算で具体化された 13.9 兆円規模の経済対策が下支えし、成長率は 1%台半ばまで高まると予想。

デフレギャップは解消し、デフレ脱却宣言が可能となるが、以降は潜在成長率が経済成長の天井となる。日本経済がある程度の成長を目指すのなら、次は潜在成長率の引き上げ、すなわち供給力の強化が課題となる。

2024 年はデフレ脱却の年に

1 年前のこの時期、2024 年の日本経済について、年前半は賃金上昇を追い風にコロナ禍から完全に脱した個人消費が増勢を強め、設備投資の増加も加わり国内需要主導で景気は拡大、年後半は牽引役を徐々に輸出にシフトしつつ景気の拡大が続き、その結果、念願の「デフレからの完全脱却」を実現、その途上でマイナス金利が解除され、その後も物価の上昇が続き、金利もある「普通の経済」になっていくと予想した[1]。

実際の状況を振り返ると、景気は一時停滞感を強めたものの回復基調は維持し、日銀は 3 月 18～19 日の金融政策決定会合でマイナス金利政策を終了、その後も消費者物価は前年比で 2%を上回る上昇が続き、7 月に政策金利を 0.25%へ引き上げ、代表的な長期金利の指標である国債 10 年物利回りは 1%を超え、金利のある普通の経済になりつつある。

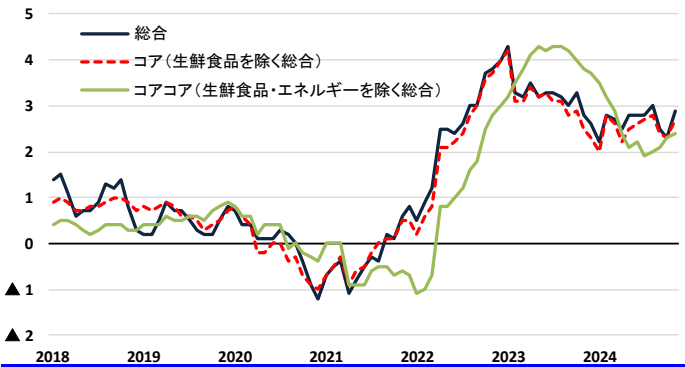
この間、日経平均株価は 2 月 22 日に平成バブル期の史上最高値 3 万 8,957 円を超え、3 月 4 日には 4 万円を突破し、7 月中旬には 4 万 2 千円台まで上昇した。また、3 月 26 日に発表された 2024 年の公示地価は、全用途の全国平均で前年比＋2.3%と 1991 年以来の伸びを記録、資産価格も脱デフレを示す上昇を見せた。さらに、今年度の春闘賃上げ率は 33 年ぶりに 5%を超えるなど、幅広い分野でインフレ経済へ回帰する動きが見られた。少なくとも「デフレからの脱却」は実現したと言えよう。

政府はデフレ脱却宣言に慎重

ただ、政府の「デフレ脱却宣言」によってデフレから完全脱却したという認識が広く共有されるには至らなかった。8 月に公表された 2024 年度の年次経済財政報告（経済白書）では、「デフレ脱却」を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」としている。そして、デフレの後戻りする見込みがないかどうかについては、物価の基調に加え、①賃金の持続的上昇、②コスト増の販売価格への転嫁、③サービスを含めた物価上昇の広がり、④安定的な物価上昇予想、を確認する必要があるとした。

物価の基調については、消費者物価上昇率が、総合やコア（生鮮食品を除く総合）だけでなく、基調的な物価上昇を示す指標と一つとされるコアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）においても概ね前年比 2%を上回る状況が 2024 年も年間を通じて続いている（右図）。こうした物価上昇の定着は、デフレに後戻りする可能性を低下させているとみて良いだろう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）総務省

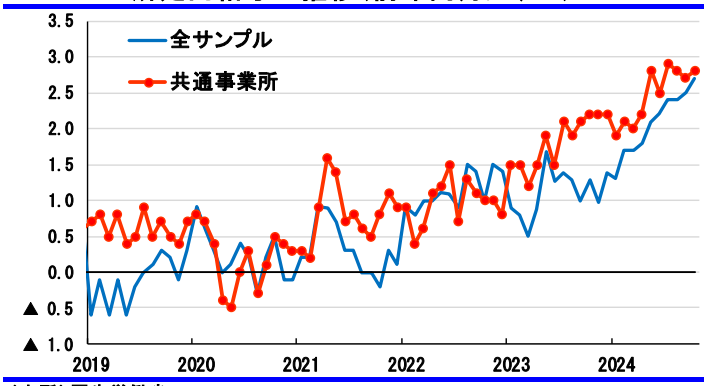
そのほか経済白書が確認すべきとして挙げた点のうち、①賃金については、前述の通り今年度の春闘賃上げ率は連合の最終集計によると 5.1%[2]（うちベースアップ 3.56%）と高い伸びとなり、それを反映して勤労者の所定内給与（基本給）は直近 10 月時点で前年同月比＋2.7%まで伸びを高めている（次ページ右上図）。

[1] 2023 年 12 月 25 日付　日本経済情報 2023 年 12 月号「日本経済 2023 年の回顧と 2024 年の展望」参照。
https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2501/

[2] 厚生労働省の集計では 5.33%。

②価格転嫁や③物価上昇の広がりについても、消費者物価の変動要因から確認できる（右下図）。財価格は、2022 年から 2023 年にかけて原材料コストや人件費の上昇を転嫁しつつ大幅に伸びを高め、2024 年に入っても伸びは縮小しているが同様の動きが続いている。また、サービス価格も 2023 年以降、賃金の上昇加速に歩調を合わせるように明確に伸びを高めており、民間部門のサービス価格（一般サービス）は 2024 年半ば以降、概ね前年比 1%台後半で推移している[3]。

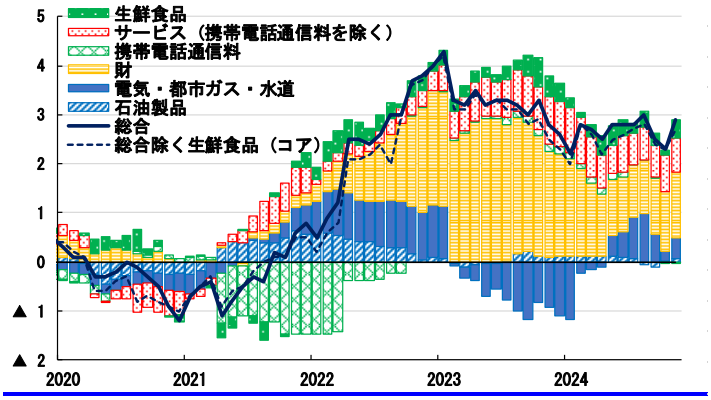
所定内給与の推移（前年同月比、%）



（出所）厚生労働省

④物価予想すなわち期待インフレについては、日銀短観 12 月調査の企業物価見通しにおいて「物価全般の見通し」が 1 年後で前年比＋2.4%、3 年後＋2.3%、5 年後＋2.2%と安定的な上昇を予想、内閣府「消費動向調査」では 11 月時点で 1 年後の物価を「上昇する」と予想した世帯の割合が 93.2%にも達し、うち 47.5%は 5%以上の物価上昇を見込むなど、企業・家計ともインフレ期待は強い。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



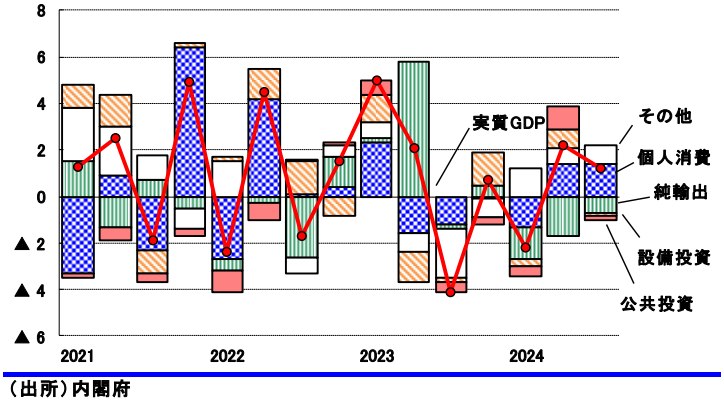
（出所）総務省

このように、デフレに後戻りしない条件も整いつつあるが、経済白書は、残る課題として中小企業の賃上げや、公的分野の賃上げ、公共料金の引き上げを指摘したが、いずれも年末にかけて改善を期待させる動きが出始めている。具体例を挙げると、中小企業の賃上げについては、連合が 2025 年度の賃上げ目標を「6%以上」とし全体の「5%以上」を上回る目標を設定している。公的分野の賃上げについては、12 月 17 日に成立した今年度補正予算で具体化した経済対策（国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策）に介護・医療や教育、自衛隊の賃金水準引き上げが盛り込まれた。公共料金についても、多くのバス会社が既に値上げを進めているほか、JR 九州や JR 北海道、JR 東日本など鉄道会社も値上げを予定するなど、引き上げの動きが広がっている。

景気は年初につまずく

このように、年間を通して見れば着実な改善を見せた 2024 年の日本経済であるが、年前半は想定外の事態で回復の動きが停滞した。実質 GDP 成長率で年初からの日本経済の動向を振り返ると（右図）、1～3 月期は前期比▲0.6%（年率▲2.2%）とマイナス成長でのスタートだった。個人消費や住宅投資が落ち込み、設備投資は停滞、輸出が大幅に減少し、

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



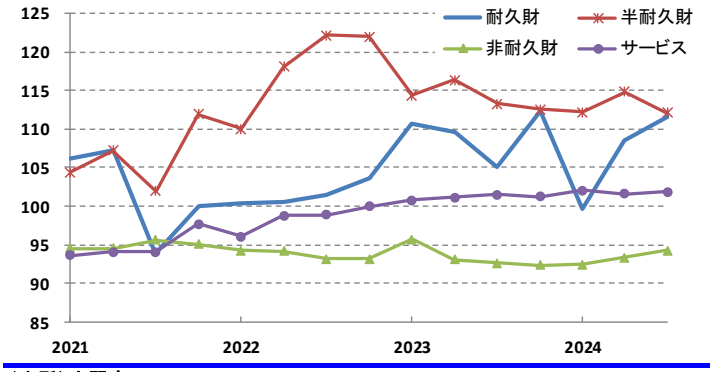
（出所）内閣府

[3] 2024 年 10 月時点では、一般サービスが前年同月比＋1.7%、当社試算の携帯電話通信料を除くサービスは＋1.5%。

前年同期比でも▲0.9%と大きく水準を落とした。

1～3 月期の個人消費の落ち込みは、大手自動車メーカーの出荷停止による影響が大きい。個人消費（家計消費）を財別に見ると（右図）、耐久財が自動車を中心に前期比▲11.3%もの大幅減となり、個人消費全体の伸びを前期比で 1.0%ポイント、実質 GDP 成長率を 0.5%ポイントも押し下げた。一方で、食料品などの非耐久財、衣料品などの半耐久財とも概ね横ばい、全体の約 6 割を占めるサービスは増加しており、専ら特殊要因による自動車の供給減が個人消費の足を引っ張った形となった。

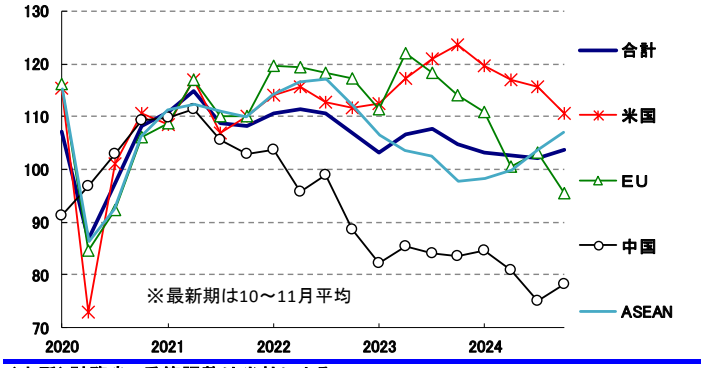
家計消費の財別動向（季節調整値、2013年Q1=100）



（出所）内閣府

1～3 月期の輸出の落ち込みは、欧米向けによるところが大きく、その背景には金融引き締め（利上げ）によって両地域の景気が停滞・減速したことがあろう。輸出全体の 8 割弱を占める財は、1～3 月期に前期比▲2.6%と比較的大きな落ち込みとなったが、仕向け地別の通関輸出数量指数は米国向け（前期比▲3.3%）、EU 向け（▲2.8%）の減少が目立った（当社試算の季節調整値、右図）。なお、後に大きく落ち込む中国向けは、この時点では横ばいであった。

通関輸出数量指数の推移（季節調整値、2020年=100）



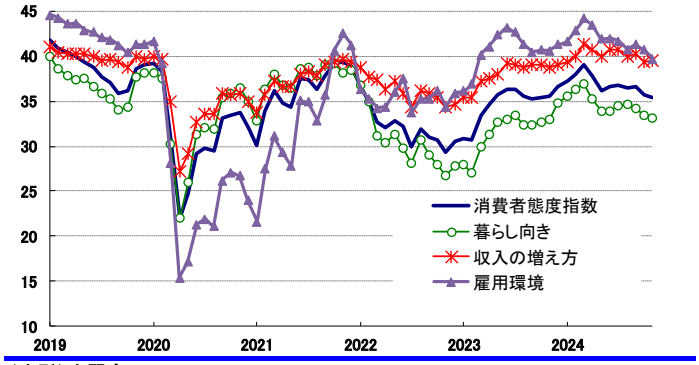
（出所）財務省、季節調整は当社による

年央以降の景気は回復傾向

4～6 月期以降の実質 GDP 成長率は、自動車生産の正常化に伴い個人消費が増加に転じ、7～9 月期まで 2 四半期連続のプラス成長、この時点で前年同期比でも＋0.5%とようやく水面上に浮上、景気は回復傾向を取り戻した。

ただ、米国景気が大幅利上げにもかかわらず堅調に推移、米長期金利が思いのほか高止まりしたため、ドル円相場は年初の 1 ドル＝145 円前後から 6 月下旬には 160 円台までドル高円安が進行、輸入物価は 1 月の前年同月比▲0.1%から 7 月には＋10.7%へ上昇した。さらに、電気・ガス代の上昇を抑えるための補助金が 5 月で一旦終了したこともあり、消費者物価上昇率は総合で 8 月に前年同月比＋3.0%まで高まった。物価上昇の再加速は消費者の購買力を奪うだけでなく、マインドの悪化にもつながり、個人消費の逆風となった。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、3 月をピークに低下傾向が続いている（右上図）。特に物価動向に影響を受ける傾向が強い「暮らし向き」の悪化が顕著である。その結果、個人消費の回復力は、賃金上昇が続き 6 月には 3.6 兆円（家計の可処分所得の約 1.1%）の所得税減税が実施されたほどには高まらなかった。

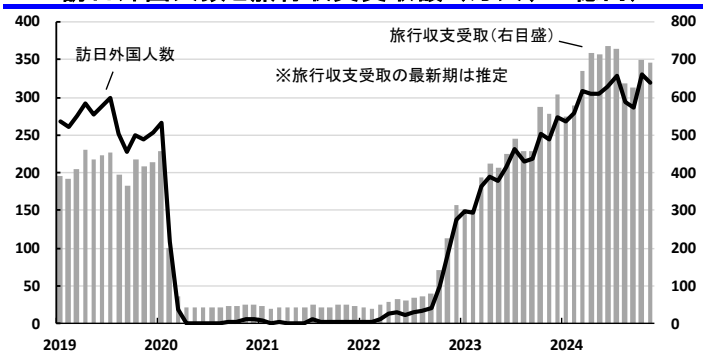
消費者態度指数の推移（総世帯、原数値）



（出所）内閣府

輸出も、大幅な円安にもかかわらず、景気が底堅く推移する米国向けも、景気が底入れした EU 向けも、減少傾向から脱していない（前ページ図）。さらに、4～6 月期以降は中国向けの落ち込みも加わり、低調な推移が続いた。

訪日外国人数と旅行収支受取額（万人、10億円）

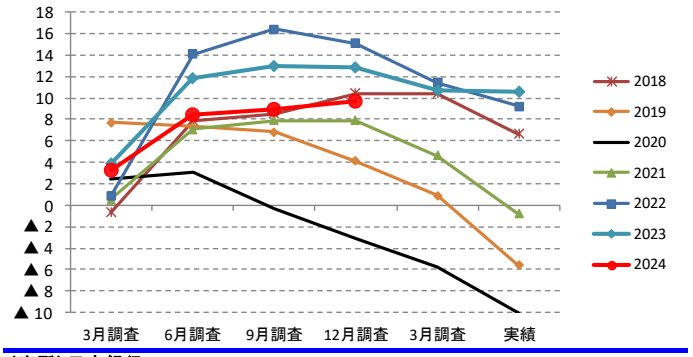


（出所）財務省、日本政府観光局、推定値は伊藤忠総研による

そうした中で、輸出全体を支えたのは、全体の 2 割強を占めるサービス輸出、なかでも堅調な拡大傾向を維持しているインバウンド需要であった。訪日外国人数は 7 月まで堅調に増加、8～9 月は台風や南海トラフ地震臨時情報発表といった自然災害の影響を主因に落ち込んだが、10 月以降は復調、1～11 月累計で 3,338 万人に達し、2019 年に記録した年間ピーク 3,188 万人を早くも上回った。国・地域別には、韓国が全体の 23.8%を占める 795 万人で最多、以下、中国本土 638 万人（19.1%）、台湾 555 万人（16.6%）、米国 249 万人（7.4%）、香港 240 万人（7.2%）と続いた。中国本土は 2019 年通年の 67%にとどまったが、韓国（142%）や米国（144%）が大幅に増加、台湾（114%）や香港（105%）も増加に貢献した。

訪日外国人数の増加に加え、円安を背景に一人当たり消費額は 2019 年の 15.7 万円から 2024 年 1～10 月は 22.1 万円へ約 4 割も増加している。こうしたインバウンド需要の拡大もあり、財サービスを合計した輸出は、実質で 4～6 月期に前期比＋1.5%、7～9 月期は＋1.1%とかろうじて増勢を維持したが、1～3 月期の落ち込みは取り戻せなかった。

日銀短観の設備投資計画（前年比、%）



（出所）日本銀行

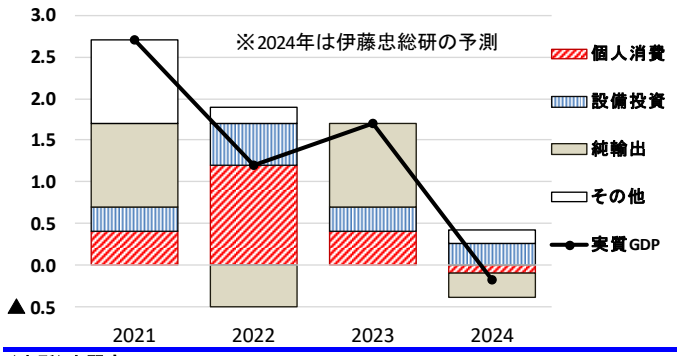
設備投資は、2024 年に入る直前の 2023 年 10～12 月期に大きく高めた水準を、年間を通じて概ね維持したという点では堅調だったと言える。ただし、強気な数字となった企業の今年度の設備投資計画に比べると期待外れの印象が強い。GDP 統計の民間設備投資は、1～3 月期に前期比▲0.4%と小幅マイナスでスタートし、4～6 月期は前期比＋1.1%と堅調な拡大を示したが、7～9 月期は▲0.1%と停滞した。先行指標の機械受注が拡大基調を維持していることを踏まえると、10～12 月期は再び拡大、前年を上回る水準を維持するとみられる。しかしながら、日銀短観 12 月調査の 2024 年度設備投資計画（全産業・規模合計、右上図）が前年比＋9.7%と 9 月調査（＋8.9%）から伸びを高めたことが示す企業の投資意欲の強さと比べると、実際の投資動向は力強さに欠けている。その背景として、コスト上昇による計画見直しの必要性や、人手不足による建設工事の施行の遅れなどが指摘された。

2024 年の成長率はマイナスとなる見込み

以上の通り、2024 年の主な需要の動向を見ると、個人消費は回復傾向にあるも景気全体を牽引するほどの勢いに欠け、輸出は下げ止まったものの力強い回復に転じるには至らず、設備投資は一進一退で水準を維持する程度にとどまっている。そのため、2024 年通年の実質 GDP 成長率は、2023 年の前年比＋1.7%からマイナスに転じた可能性が高い（次ページ右上図）。

期待に反し日本経済が 2024 年にマイナス成長となった主な要因を挙げるとすれば、第一に円安であろう。予想以上の円安加速は、物価上昇やその懸念の高まりを通じて、景気回復のメインエンジンとして期待された個人消費の逆風となった。一方で、本来、円安は輸出を価格面だけでなく数量面でも押し上げると期待されるが、先述の通り、そうした動きは今回の円安局面では欧米向けに限っても明確には見られなかった。そもそも貿易収支が赤字（輸入＞輸出）の状態では、円安が進むほど輸入の方がより多く増え、貿易赤字すなわち海外への所得流出はさらに拡大する。かつて、円安は輸出を数量面でも拡大させ、貿易収支が改善、また、輸出産業に関連する分野の生産や雇用者所得の拡大に波及、最終的には日本経済全体としてプラスになると考えるのが一般的だったが、現在の円安はマイナスの面が勝っている。

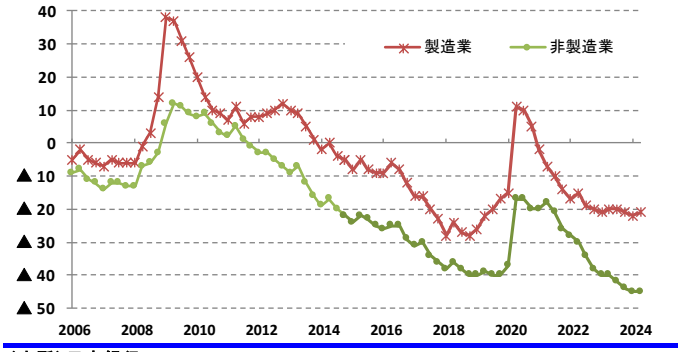
実質GDP成長率の推移（暦年、%）



（出所）内閣府

第二には人手不足の影響があろう。日銀短観の雇用人員判断 DI（過剰－不足）は、12 月調査で製造業が▲23 へマイナス幅を拡大、非製造業は▲46 と史上最悪の水準を更新した（右図）。非製造業のうち、特に人手不足が目立つのは、コロナ禍からの内外需要の急回復で人員確保が追い付かない飲食・宿泊サービス（▲66）や、工事の進捗遅れが目立つ建設業（▲61）、いわゆる「2024 年問題」の影響を受ける運輸・郵便（▲56）、サービス消費回復を反映した対個人サービス（▲53）、DX 対応需要が盛り上がる情報サービス（▲52）である。こうした状況は、賃金上昇圧力を高め、脱デフレを進める原動力となると同時に、供給力不足による経済成長の制約要因[4]ともなりつつあると考えられる。

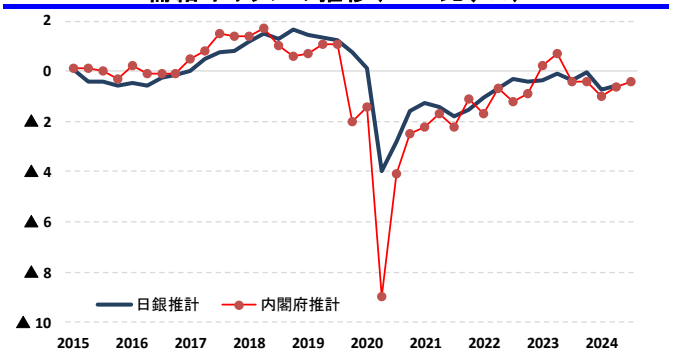
雇用人員判断DIの推移（過剰－不足、%ポイント）



（出所）日本銀行

そのほか、財輸出の落ち込みをもたらした海外景気の減速・停滞も一因に挙げられよう。また、国内政治の不安定化も、家計や企業のマインドに少なからず悪影響を及ぼしたと考えられる[5]。10 月 27 日の衆院選で自民公明の連立与党が過半数割れとなった大きな要因の一つに政治不信があることは間違いないが、その根底には所得格差の拡大もあろう。大幅な緩和状態を続ける金融政策により円安が進行、国内の株価は堅調に推移しており、外貨資産や株式を多く保有する富裕層の資産所得や含み益は、物価上昇で目減りする賃金所得よりも増加、所得格差は一段と拡

需給ギャップの推移（GDP比、%）



（出所）日本銀行、内閣府

[4] 内閣府が推計する潜在成長率は 2024 年 7～9 月期時点で前期比年率 0.5%、うち労働投入量の寄与は▲0.2%Pt と供給力を押し下げている。日銀の推計でも 2024 年上期の潜在成長率 0.64%に対して労働投入の寄与は▲0.21%Pt と同様である。

[5] 景気ウオッチャー調査の「景気の現状判断」において「景気判断理由」に政治の不透明感を挙げるコメントが散見される。

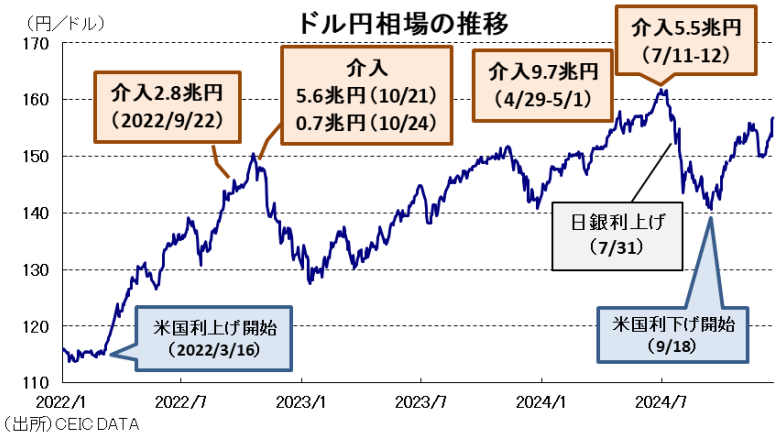
大しているとみられる。物価上昇が食料品価格中心であることも、低所得者層ほどエンゲル係数が高いという傾向の下で、実感としての所得格差を大きくしている可能性もあろう。

マイナス成長の結果、マクロ的な物価上昇圧力の指標となる需給ギャップ（需要－供給力、前ページ右下図）は、内閣府の推計で 2023 年前半に一旦プラスに転じたが、2024 年 1～3 月期には GDP 比▲1.0%までマイナス幅が拡大、7～9 月期には▲0.4%へ縮小したものの依然マイナスである。日銀の推計でも同程度のマイナスとなっており、マクロ的な需給環境はデフレ圧力を残している可能性が示されている。この数字に基づけば、デフレに後戻りしない状態に至るためには、2025 年は 0.5～0.6%とされる潜在成長率を超えて需給ギャップを埋め合わせるに足りる 1%程度の経済成長が少なくとも必要だということになろう。

2025 年は 2 回の利上げを想定

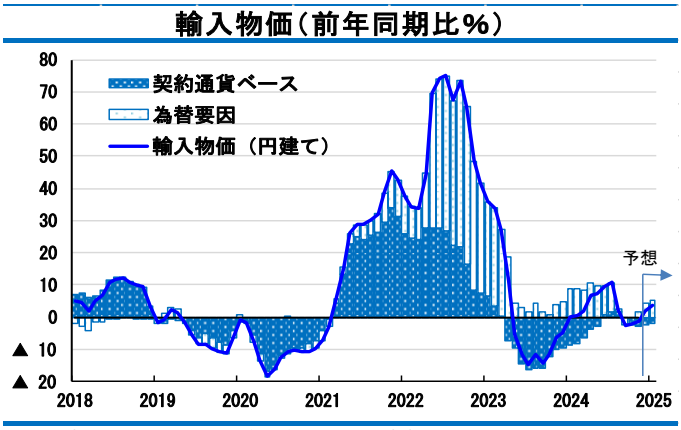
以上の 2024 年の回顧を踏まえ、2025 年を展望するうえで重要な点を挙げるとすれば、①物価の上昇は落ち着くのか、②労働力の供給余力はどの程度あるのか、③海外景気はどうなるのか、といったところであろう。そして、物価動向を左右する大きな要因が為替相場や賃金の動向であることは言うまでもない。

ドル円相場は、6 月下旬に 1 ドル＝160 円を超えて円安が進行したが（右図）、日本政府が 7 月 11～12 日に実施した 5.5 兆円にも上る大規模なドル売り円買い介入をきっかけに円高傾向に転じ、日銀の 7 月 31 日の利上げで 150 円まで円高が進行、8 月 2 日に発表された雇用統計など米国経済指標の悪化で利下げペースが速まるとの観測が強まり一時 141 円まで円高が進んだ。しかしながら、米国 FRB が 9 月 18 日に利下げを開始して以降は、日銀が追加利上げに慎重な姿勢を示したことなどから再び円安傾向に転じ、米国経済の想定以上の堅調さを受けた米長期金利の上昇を背景に、11 月半ばには 1 ドル＝150 円台半ばまで円安が進んだ。



（出所）CEIC DATA

この時点のドル円相場は、日銀が利上げに踏み切った 7 月末よりも円安である。しかも、当時は円高傾向にあったが、8 月以降は円安傾向である。そもそも、景気の回復が続き基調的な物価上昇は緩やかながらも高まっており、経済物価情勢は日銀の想定通り、つまりオントラックで推移していた。そのため、12 月に入り、市場では 18～19 日の金融政策決定会合で日銀が追加利上げを行うとの見方が広がり、ドル円相場は一時 150 円前後まで円高方向に戻した。しかしながら、実際には利上げは見送られ、一気に 150 円台後半まで円安が進んだ。



（注）為替要因は、円ベースと契約通貨ベースの乖離幅
（出所）日本銀行

12 月決定会合後の記者会見で、日銀植田総裁は利上げを見送った理由について、来年度の春闘賃上げの動きや米トランプ政権の政策の影響を見極めたいとし、足

元の円安については輸入物価上昇率が落ち着いているため現時点では問題視しないとの判断を示した。

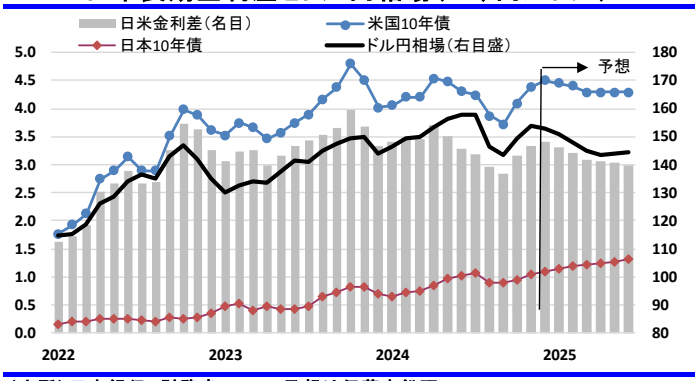
実際に、輸入物価は直近 11 月時点で前年同月比▲1.2%と落ち着いている（前ページ右下図）。しかしながら、仮に今後、契約通貨ベースの価格が横ばいで推移し、ドル円相場が 1 ドル＝157 円で推移すると想定すれば、輸入物価は 12 月に前年同月比で 2%程度の上昇に転じ、1 月には伸びをさらに高める。

また、来年度の賃上げについては、すでに実施の方針を表明した企業[6]が散見される。当社は、物価動向や企業業績、労働需給の現状を踏まえ、過去の経験則から来年度の賃上げ率を今年度並みの 5%程度（ベースアップと定期昇給の合計）と予想[7]するが、今後、時間の経過とともに、それを確信させる情報が増えていくとみられる。そのため、次回 1 月 23～24 日の金融政策決定会合では、植田総裁が「もうワンノッチ」とした春闘のモメンタムを確認、追加利上げに踏み切ると予想する。もちろん、同月 20 日のトランプ次期大統領の就任直後につき、その政策は不透明なままであるが、国内の経済物価情勢が利上げを許すのであれば、米国発の下振れリスクに対応する余地を確保するためにも、1 月の利上げが望ましいだろう。

金利上昇が円安を修正し物価上昇を抑制

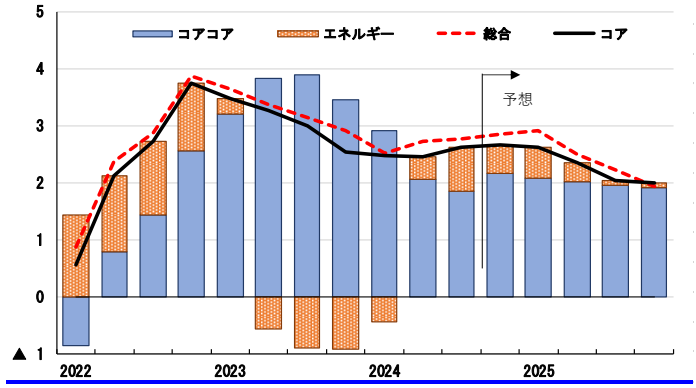
1 月に利上げが実施された場合、半年ぶりの利上げは、以降も 1～2%程度とみられる中立金利に向けた年 2 回ペースでの利上げを市場にイメージさせ、現状、1%を若干上回る程度で推移する長期金利（10 年物国債利回り）を 2025 年末で 1%台半ば程度へ押し上げていくこととなろう。そして、このところ日米金利差の動きと相関の高いドル円相場は（右図）、米長期金利の低下余地がインフレ再燃懸念から限られるものの、主に日本の長期金利上昇が日米金利差を縮小させ、円安水準を修正する動き、すなわち円高傾向に転じると予想される。上記の日米長期金利を前提とすれば、2025 年末には 1 ドル＝140 円前後まで円安が修正されると予想する。

日米長期金利差とドル円相場（%、円／ドル）



（出所）日本銀行、財務省、FRB、予想は伊藤忠総研

消費者物価指数の見通し（前年同期比、%）



（出所）総務省、予想は伊藤忠総研による

行き過ぎた円安の修正は、消費者物価の上昇を抑制し、個人消費の回復を促すことが期待される。消費者物価上昇率は、基調を示すコアコア（生鮮食品・エネルギーを除く総合）が 2024 年半ばごろから概ね 2%前後で落ち着きつつある[8]ものの（右図）、エネルギー価格が補助金の中断や円安の影響から大幅に上昇したため、総合指数は 11 月に前年同月比＋2.9%へ、コア（生鮮食品を除く総合）も＋2.7%まで伸びが高まった。

---

6 サントリーHD は今年並みの 7%程度、家電量販店のノジマは平均 7%超、星野リゾートは平均 5.5%、居酒屋大手のワタミは今年の 3.7%を上回る平均 5%、富国生命は平均 8.6%の賃金引き上げを実施予定。

7 詳細は 2024 年 11 月 26 日付「日本経済情報 2024 年 11 月号　対策効果で回復持続の確度高まる（改定見通し）」参照。
https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2729/

8 コアコア消費者物価指数は 2024 年 5 月に前年同月比＋2.1%まで伸びが鈍化した後、9 月まで 1.9～2.2%で推移。10 月に＋2.3%、11 月は＋2.4%へ伸びを高めたが、コメやコーヒー豆の高騰によるところが大きく、一時的なものと考えられる。

個人消費への影響という観点では、家計の購買力に直結する総合指数の動きが重要となるが、円安が修正されればエネルギー価格は抑制され、消費者物価の総合指数も落ち着いた動きとなろう。当社は、2025年の消費者物価について、コアコアは年間を通じて足元の前年比 2%強で安定的に推移するものの、コアや総合は2%台後半から2%程度へ鈍化していくと予想する。

輸出は円高でも海外景気の復調で回復

為替相場の円高傾向は、輸出を下押しすると考えるのが一般的であるが、先述の通り財輸出が為替変動に左右される程度（為替感応度）は弱まっているとみられ、基本的には需要地の景気動向の影響をより強く受ける。当社が試算した輸出関数（図表）でも、海外生産比率が高まるにつれて為替感応度（価格弾力性）が低下する傾向が確認できる。

輸出関数の期間別推計結果

推計期間	需要弾力性	価格弾力性（為替感応度）	定数項	補正R2
1999～2006年度	2.575	0.145	1.111	0.787
＜海外生産比率10～15%程度＞	(9.875)	(2.192)	(1.201)	
2007～2012年度	2.430	0.084	2.319	0.807
＜海外生産比率10%台後半＞	(9.893)	(0.398)	(1.231)	
2013～2024年度	1.576	0.059	0.142	0.826
＜海外生産比率20%超＞	(14.652)	(1.366)	(0.285)	

（注）各弾力性は、次の輸出関数における各変数の係数。（ ）内はｔ値。
日本の実質輸出（前年比）＝α・OECD生産指数（前年比）＋β・ドル円レート（前年比）＋定数項
ドル円レートは6四半期前。2024年度は7～9月期まで

仮にドル円相場が2025年末に1ドル＝140円まで円高が進んだとすれば、2024年平均のドル円相場151.5円に対して、2025年平均は143円程度、変化率は6%弱につき、推計された直近期の輸出関数に基づけば輸出数量はわずか0.3%程度下押しされるにとどまる。一方で、2025年の海外経済は、緩やかながらも底堅く拡大するとみられる。当社は主な地域の景気動向について、ASEAN やインドなどアジア新興国はインフレ鈍化で堅調拡大、米国経済はトランプ次期大統領が関税政策を現実的なものにとどめるとすれば減速すれどソフトランディングに成功、欧州経済は利下げによる内需の持ち直しで回復、中国経済も大規模な経済対策によって持ち直していくと予想している。そのため、日本の財輸出も 2024 年終盤に見られた持ち直しの動きから2025年は回復に向かおう。

円高は企業業績にプラス、設備投資を押し上げ

また、円高は企業の業績にマイナスだという考え方が一般的であるが、それは基本的に輸出企業に限られる。法人企業統計を用いて為替変動が売上高や変動費に与える影響を試算すると（右表）、10%円高が進んだ場合、輸出企業をより含む製造業の売上高は、ドル建て輸出の円建て価格低下により5.9兆円（1.3%）減少、変動費も同様にドル建て輸入が 4.4 兆円（1.3%）減少するが売上の落ち込みには及ばず、営業利益は1.4兆円（6.3%）減少する。

10%円高・ドル安が企業収益に及ぼす影響

	製造業		非製造業		試算の前提
	変動幅（兆円）	変動率（%）	変動幅（兆円）	変動率（%）	
売上高	▲ 5.9	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.1	輸出比率： 製造業25.7%、非製造業2.2% 輸出のﾄﾞﾙ建て取引比率は51.0%
変動費	▲ 4.4	▲ 1.3	▲ 5.0	▲ 0.6	中間投入に占める輸入品の比率： 製造業18.9%、非製造業8.8% 輸入のﾄﾞﾙ建て取引比率は69.3%
営業利益	▲ 1.4	▲ 6.3	3.8	6.8	売上高の変動幅－変動費の変動幅

（注）売上高、変動費、営業利益は法人企業統計（2023年度実績ベース）の試算。輸出比率は日銀短観、
中間投入に占める輸入品の比率は産業連関表（取引表、輸入表）をもとに、それぞれ算出
（出所）日本銀行、財務省、経済産業省、試算は伊藤忠総研による

一方で、輸出が製造業に比べ少ない非製造業では、売上高の落ち込みが1.2兆円（0.1%）にとどまるため、変動費の減少5.0兆円（0.6%）が勝り、営業利益は3.8兆円（6.8%）の増益となる。つまり、全産業でみ

れば、製造業の減益幅を非製造業の増益幅が上回るため、円高は企業の業績を押し上げることになる。もちろん、この試算はあくまでもドル建ての輸出入の価格変動のみに着目したものであり、数量面の変動やその波及効果は考慮していない。ただ、輸出に関しては先述の通り数量面で為替変動の影響を受けにくくなっている。今回の円安局面で目立った押し上げ効果がなかったことも踏まえると、円高に反転しても数量面からの業績下押しは本試算が示す増益幅を上回るものではないだろう。

景気の回復傾向が続くことに加え、こうした円安修正の効果もあり、企業収益（法人企業統計季報ベースの経常利益）は 2024 年の前年比＋10.8%（見込み）から 2025 年は＋16.1%へ増益率が高まり、企業の設備投資拡大をキャッシュフローの面で後押ししよう。また、実質 GDP 成長率が 2024 年のマイナスから 1%超のプラスへ高まる見込みであることも、需要増への対応という観点から設備投資を押し上げる要因となる。金利の上昇は逆風となるが、これらの要素を取り込んだ設備投資のストック調整モデルを推計して試算すると（右表）、金利上昇による下押しを需要増や増益による押し上げが上回ることで 2025 年の設備投資は 2024 年から伸びを高め、前年比 2%近く増加すると見込まれる。

ストック調整モデルによる各変動要因の設備投資への影響

	主な説明変数の変化幅			設備投資への寄与度			
暦年	長期金利（%Pt）	実質GDP（%）	経常利益（%）	長期金利（%Pt）	実質GDP（%Pt）	経常利益（%Pt）	合計（%Pt）
2024	0.34	0.1	12.5	▲ 1.3	0.0	2.0	0.7
2025	0.45	1.1	18.3	▲ 1.7	0.6	2.9	1.7
2026	0.38	1.2	11.3	▲ 1.5	0.6	1.8	1.0

（注）実質GDPと経常利益は後方4期移動平均。伊藤忠総研による試算。

推計されたストック調整モデル

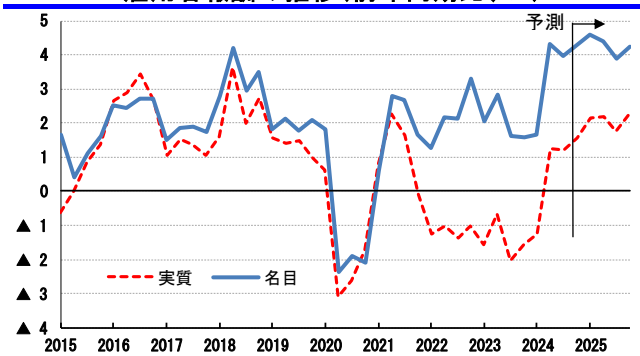
ln実質設備投資
＝ 4.475 ＋ 0.515×ln実質GDP － 0.108×ln資本ストック
(0.790) (1.353) (-0.594)
－ 0.038×名目長期金利 ＋ 0.159×ln経常利益
(-3.608) (3.617)
・実質GDPと経常利益は後方4四半期移動平均、資本ストックは前期、lnは自然対数、( )内はt値
・推計期間：2013年Q1～2024年Q3、補正R*R=0.876

定式化は下記のストック調整モデルをベースとした。
Ｉｔ＝ λ(SKt－Kt-1)＋δ･Kt-1 ＝α･λ･Yt＋(δ－λ)Kt-1
SK＝α･Y：適正ストック λ：調整速度 δ：減耗率
0≦λ≦1 δ＝0.03程度（実績より） α＝1.38（K/Yの10年平均）

物価上昇鈍化で個人消費の堅調拡大続く

円安の修正による物価上昇の抑制は、実質所得の押し上げとマインドの改善を通じて、個人消費の拡大を後押ししよう。雇用者報酬[9]（名目）は、2024 年 4～6 月期の前年同期比＋4.3%から 7～9 月期も＋4.0%と高い伸びを維持したが（右図）、その要因は①今年の春闘賃上げやボーナスの増加を反映して平均賃金が 4～6 月期＋2.7%、7～9 月期＋2.8%と高い伸びが続いたこと、②雇用者数がともに前年同期比＋0.7%と増加を維持したこと、③労働時間もともに 0.4%増加したこと、である。2025 年についても、先述の通り春闘賃上げ率は 5%程度の高い伸びとなり、企業業績の改善が続くことからボーナスの増加も期待できるため、平均賃金は前年比 3%程度の上昇が見込まれる。

雇用者報酬の推移（前年同期比、%）



（出所）内閣府

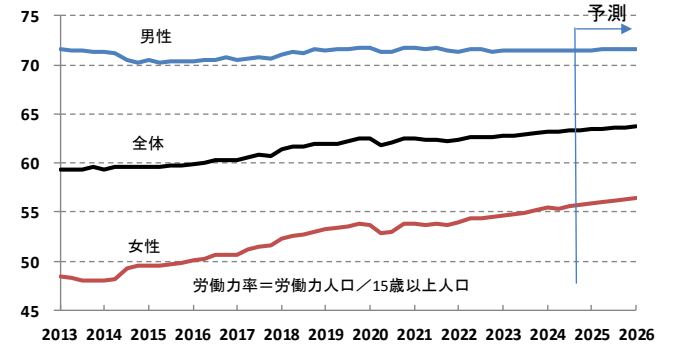
雇用者数は、労働力のベースとなる 15 歳以上人口が減少に転じているため、労働力率[10]の上昇に依存する状況が続いている。男女別に見ると、男性の労働力率はここ数年 71%台半ばで横ばい推移、女性の上昇が

[9] 雇用者全員が受け取る給与所得の合計。
[10] 15 歳以上人口のうち、働く意思のある人（労働力人口）の割合。

全体を押し上げる構図が続いている（右下図）。男性については、高齢化の進展というマイナス要因と高齢者の就業増というプラス要因が概ね均衡している模様である。

ただ、女性の労働力率は 2023 年平均で 54.9%、2024 年に入り 55%台に上昇しているが、25～54 歳の層は子育て世代を含め 80%を超えているため、これらの層の年齢が上がるに伴って全体の労働力率を引き上げる余地は残っている。そのため、今後も当面は女性の労働力化の進展により、雇用者数の増加もある程度は維持できよう。

労働力率の推移（季節調整値、%）



（出所）厚生労働省

労働時間については、パートタイム労働者の比率上昇や、働き方改革の一環として残業が抑制される傾向などから、中長期的には減少傾向にある。コロナ禍後の 2021 年以降は人手不足への対応もあり若干増加しているが、今後の増加余地は限られよう。

なお、「年収の壁」引き上げ議論の中で、特定扶養者控除の年収要件が 2025 年から 103 万円から 150 万円に引き上げられることとなった。これにより、学生アルバイトの労働時間が増加し労働力供給を押し上げるとみられる。ただ、対象となる学生は 80 万人程度[11]とみられ（右表）、仮に労働時間が 5 割増加したとしても、労働投入量（＝雇用者数×労働時間）の押し上げ寄与は 0.1%程度にとどまり、マクロ的には人手不足の緩和にさほど貢献しない。

就労調整をしている非正規雇用者数

（万人・%）

年収	非正規雇用 総数	うち就労調整をしている数				
			配偶者有		15～24歳	
				割合		割合
50万円未満	208	43	20	47.8	18	42.4
50～99万円	563	259	186	71.8	53	20.5
100～149万円	470	186	158	85.1	9	4.6
150～199万円	251	18	11	57.7	1	8.0
200～249万円	267	13	7	54.6	1	5.4
250～299万円	123	7	3	51.3	0	5.2
300万円以上	229	11	7	62.5	1	7.2
総数	2,111	537	393	73.1	83	15.5

（出所）総務省「就労構造基本調査（2022年）」

とはいえ、賃金の上昇と女性を中心とした雇用者数の増加により、2025 年の雇用者所得は前年比で引き続き 4%を超える増加が見込まれる。一方で、物価上昇は鈍化するため、実質所得の伸びは高まり、消費者マインドの改善にもつながろう。そのため、2025 年の個人消費は 2024 年の前年比マイナスから堅調な拡大に転じると予想される。なお、金利の上昇は、金利所得の増加をもたらす一方で、貯蓄率の上昇を通じて消費を押し下げるため、影響が概ね相殺されると見込まれる。

2025 年は 1%超の成長でデフレギャップ解消へ

以上の通り、2025 年の日本経済は、賃金の持続的な上昇に加え円安修正もあって物価上昇が鈍化し、個人消費は拡大傾向を維持、輸出は海外景気の復調を受けて増勢を強め、設備投資も当面は好調な企業業績を背景に拡大傾向が見込まれるため、回復基調を維持しよう。ただ、金利上昇の影響で住宅投資は減少が続くとみられる。また、年後半には、循環的な増勢鈍化が見込まれる設備投資も金利上昇の影響から息切れし、景気の一時的な停滞につながる可能性がある点には留意したい。

こうした状況が見込まれる中、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、一

[11] 総務省「就労構造基本調査（2022 年）」によると、就労調整をしてる非正規雇用者の数は 2,111 万人であるが、うち特定扶養者控除の対象となり得る 15～24 歳かつ年収 149 万円以下は 80 万人にとどまる。

般会計予算 13.9 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」を具体化する今年度補正予算が 12 月 17 日に成立し、今後、実行に移される。一般会計予算 13.9 兆円のうち、低所得者向け給付金や医療・介護・自衛官の処遇改善など家計所得の押し上げに寄与するものが 3 兆円近く、補助金など企業の設備投資を後押しするものが 2 兆円弱、公共投資につながるものが 3 兆円程度あるとみられ、家計所得の増加分の半分が個人消費に回るとすれば、合計 6 兆円程度（GDP 比約 1%）の需要が追加され、景気の腰折れ回避に貢献することが期待される。

以上の結果、2025 年の実質 GDP 成長率は、2024 年のマイナス成長を脱し、前年比 1%台半まで高まろう。実現すれば、2024 年 7～9 月期時点で GDP 比▲0.6%と推計される需給ギャップ（デフレギャップ）は、潜在成長率が 0.5～0.6%にとどまる限り、早ければ年半ばにも解消、デフレ脱却宣言が可能な状況となろう。

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**
1．賃上げ環境の整備			0.9
設備投資支援、医療・介護現場支援			
2．新たな地方創生施策（地方創生2.0）			1.8
地方交付税交付金、食糧安全保障			
3．「投資立国」及び「資産運用立国」の実現			3.0
AI・半導体産業基盤強化、宇宙戦略基金			
Ⅱ・物価高の克服	**12.7**	**4.6**	**3.4**
1．足元の物価高に対するきめ細かい対応			3.1
低所得者向け給付金、電気・ガス・ガソリン補助金			
2．エネルギーコスト上昇に強い経済社会の実現			0.2
家庭・住宅の省エネ・再エネ推進、クリーンエネルギー自動車導入支援			
Ⅲ．国民の安心・安全の確保	**7.2**	**6.9**	**4.8**
1．自然災害からの復旧・復興			0.7
2．防災・減災及び国土強靭化の推進			2.0
3．外交・安全保障環境の変化への対応			1.4
4．「誰一人取り残されない社会」の実現			0.8
合計	**39.0**	**21.9**	**13.9**

（出所）財務省資料から伊藤忠総研が作成

課題は供給力の強化へ

長年の課題だったデフレ脱却、言い換えればデフレギャップ解消の後は、需要（GDP）の拡大ペースが供給力の拡大ペース（潜在成長率）を上回るとインフレ圧力が高まる世界に転じる。つまり、潜在成長率が経済成長の天井となるわけであり、今後もある程度の成長を目指すのであれば、潜在成長率すなわち供給力をいかに高めていくかが日本経済の最重要課題となる。

日本経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2022 実績	2023 実績	2024 見込み	2025 予想	2026 予想
実質GDP	0.9	1.5	▲0.2	1.4	1.2
国内需要	1.5	0.5	0.2	1.2	0.7
民間需要	2.2	0.6	0.1	1.3	0.8
個人消費	2.1	0.8	▲0.2	1.4	0.9
住宅投資	▲2.7	1.5	▲2.7	▲2.6	▲2.2
設備投資	2.6	1.5	1.5	1.8	1.0
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.4	▲0.3	0.9	0.9	0.8
公共投資	▲8.3	1.5	▲1.9	0.1	▲1.6
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.9)	(▲0.3)	(0.3)	(0.5)
輸　出	5.5	3.0	0.9	6.6	5.5
輸　入	8.3	▲1.5	2.4	5.4	3.2
名目GDP	1.3	5.6	2.7	3.2	3.1

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

再三示した通り、内閣府が試算する潜在成長率は 2024 年 7～9 月期時点で前期比年率＋0.5%にとどまっているが、その内訳は、設備投資による生産・営業用資産の積み上がりを意味する「資本投入量」が 0.1%Pt、全労働者の労働時間を総合計した「労働投入量」が▲0.2%Pt（うち労働時間▲0.3%Pt、就業者数＋0.1%Pt）、これら資本や労働の投入量では説明できない供給力の上昇を表す「全要素生産性」が 0.5%Pt となっている[12]。

こうした供給構造を踏まえると、潜在成長率が 1%にも満たない低い伸びにとどまっている原因は、①設

[12] 四捨五入の関係で合計は合わない。

備投資の不足によって生産・営業用資産が伸び悩んでいることと、②労働力人口の増加余地が乏しくなり就業者数の増加をパートタイムやアルバイトといった短時間労働者に依存していることである。したがって、潜在成長率を高めるためには、まず、生産能力の増強を目的とした設備投資を十分に行うことであり、生産性の向上につながる設備投資であれば、より高い効果が得られよう。そして、労働力の根本的な確保という観点から人口問題を移民も含めて議論し、国民的なコンセンサスを得る必要もあろう。昨今、緩やかな人口減少であれば生産性の向上によって一定の経済成長は可能だとの論調が少なくないが、現実には人口減の下では市場の拡大を見込めず、設備投資の拡大を促すにも限界がある。社会保障の問題も人口動態に左右される部分が大きい。人口の維持・増加が必要という結論に至れば、早急に実効性のある対応策を打ち出す必要があろう。

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。