

2024・2025 年度の日本経済見通し

～トランプ政策が高める景気下振れリスク～

<要旨>

2024 年 7～9 月期の実質 GDP は前期比 +0.2% (年率 +0.9%) のプラス成長となった。認証不正問題に伴う自動車の出荷停止の反動が続いたほか、実質所得の底打ちや定額減税の効果で個人消費が持ち直しつつあることが背景にある。

先行き、2024 年度は、定額減税の効果が減衰していくものの、実質所得が改善していく中で、個人消費の回復は続こう。2025 年度も、構造的な人手不足を背景に、伸び率を鈍化させながらも賃上げの動きは維持され、個人消費は回復基調で推移しよう。但し、建設コストの高止まりや人手不足を背景に建設投資の下押しが続くだろう。以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2024 年度 +0.3%、2025 年度 +1.0% と予測する。

リスク要因には、トランプ氏の再選を受けて進む円安進行によって物価上昇率が上振れし、家計の根強い節約志向を背景に、個人消費が腰折れすることがある。またトランプ政策による関税引き上げに対して、中国をはじめ相手国が報復関税で応じれば世界貿易が低迷するほか、中国経済の減速が深まることで、外需環境が悪化するリスクがある。

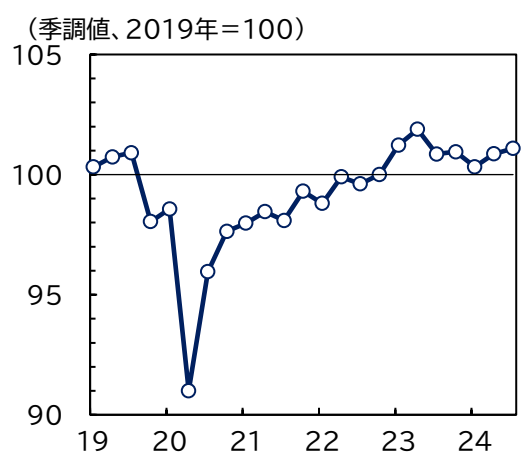
1. 実質 GDP の動向

2024 年 7～9 月期の実質 GDP は、前期比 +0.2% (年率 +0.9%) と潜在成長率並みのプラス成長となった(図表 1)。項目別にみると、個人消費(前期比 +0.9%)が 2 四半期連続で増加し、全体を牽引した。また輸出(同 +0.4%)も、サービス輸出(同 ▲4.2%)に含まれるインバウンド消費に弱さが見られたものの、財輸出(+1.9%)が底堅く推移し、2 四半期連続で増加した。しかし、設備投資(同 ▲0.2%)は再び減少して弱さがみられたほか、医薬品等の化学製品を中心とした輸入(同 +2.1%)の増加が実質 GDP 成長率にはマイナス寄与となった。総じて、投資中心に弱さはみられるが、景気の持ち直しを示す結果であった(図表 2)。

図表 1 実質 GDP 成長率

図表 2 実質 GDP 水準

	(前期比%) (寄与度%pt)				(季調値、2019年=100)
	2023 10-12	2024 1-3	2024 4-6	2024 7-9	
実質GDP	0.1	▲0.6	0.5	0.2	0.2
個人消費	▲0.3	▲0.6	0.7	0.9	0.5
住宅投資	▲1.0	▲2.9	1.4	▲0.1	0.0
設備投資	2.1	▲0.4	0.9	▲0.2	0.0
民間在庫変動	-	-	-	-	0.1
政府消費	▲0.1	0.3	0.1	0.5	0.1
公共投資	▲1.7	▲1.1	4.1	▲0.9	0.0
輸出	2.9	▲4.5	2.6	0.4	0.1
(▲輸入)	2.4	▲2.4	2.9	2.1	▲0.5
内需	0.0	▲0.2	0.6	0.6	0.6
外需	-	-	-	-	▲0.4



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 主要国・地域経済の動向と見通し

外需環境について、2024 年 7～9 月期の主要国・地域の実質 GDP 成長率で見ると、米国(前期比年率+2.8%)が堅調を維持し、ユーロ圏(同+1.5%)・英国(同+0.6%)も底堅く推移したほか、中国(同+3.6%)は前四半期の減速から小幅に成長率が加速した(図表 3)。総じて、世界経済は拡大基調で推移したといえよう。

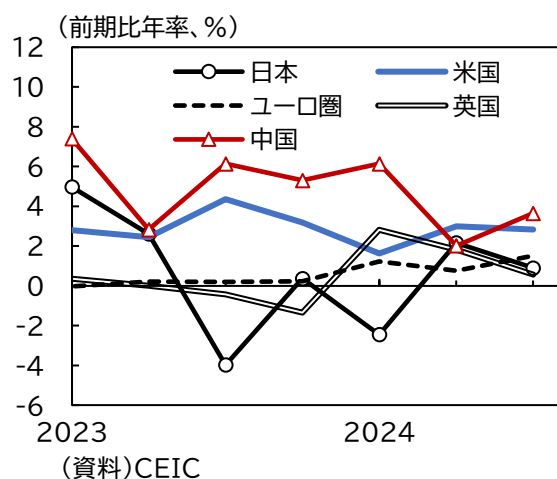
国別にみると、米国は、給与所得や金融所得の増加を背景に、中高所得世帯を中心とした個人消費がけん引し、潜在成長率(2.0%前後)を上回る成長を維持している。一方、労働市場では、労働需給の逼迫が概ね解消され、足下では失業率が節目の 4.0%を超えて推移し、雇用者数の伸びは前月差 20 万人を下回って減速している。また低格付け企業のデフォルト率は高止まりし、家計のローン延滞率は上昇を続けており、長期化した金融引き締めがタイムラグを伴って景気を下押しする可能性も残る。そのような中、FRB はインフレ抑制だけでなく雇用にも配慮する姿勢を示し、2024 年 9 月に利下げに転じた。先行き、米国経済は減速基調で推移するとみるが、利下げが支えとなって潜在成長率並みの経済成長は維持されると予想する。

欧州は、エネルギー価格の低下が寄与してインフレ鈍化が進み、実質賃金の回復によって個人消費を中心に景気は回復基調を示している(図表 4)。先行きも、サービス価格を中心としたインフレ率の上振れリスクは残るものの、BOE 及び ECB による利下げが続く下で、景気は回復基調を維持しよう。但し、対中輸出への依存度が高いドイツの製造業は低迷が続いており、雇用悪化懸念も高まっている。

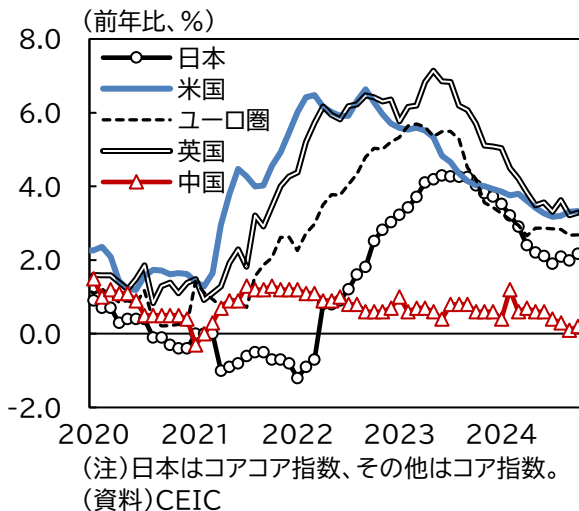
中国は、7～9 月期の成長率が前期比ベースで加速したが、前年比ベースでは+4.6%(前期差▲0.1%pt)と減速基調にある。住宅市況の悪化を背景に、消費者マインドの低迷が続いているほか、固定資産投資も不動産開発投資が足を引っ張っている。政府当局は、9 月頃から断続的に経済対策を打ち出している。しかし、住宅市況の悪化で苦しむ家計を支える政策や悪化した地方財政を根本的に立て直す政策は乏しく、短期的な景気下支え効果はあるが、持続的な効果は望めない状況であり、住宅市況の底打ち時期も見通せない。先行き、地方財政悪化の下で有効な景気対策は期待できず、当面減速基調が続こう。

まとめると主要国・地域経済は、予測期間に亘り中国が減速基調で推移するとみる一方、米国の堅調と欧州の回復基調が続くとみる。こうした外需環境を前提に、以下で日本経済の現状と見通しを示す。

図表 3 主要国・地域の実質 GDP



図表 4 主要国・地域のインフレ率(CPI)



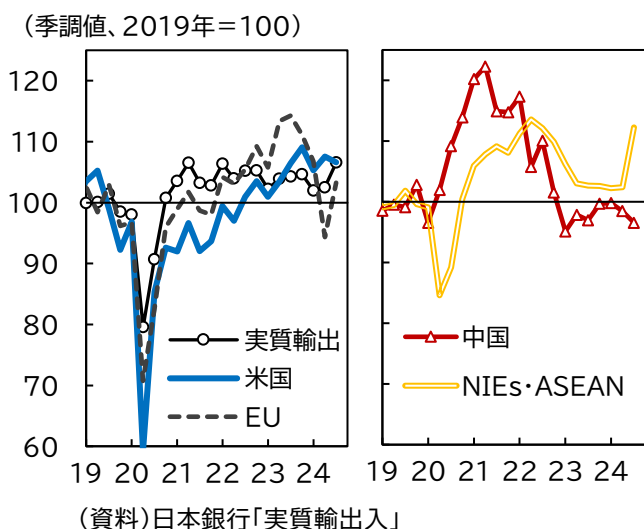
3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

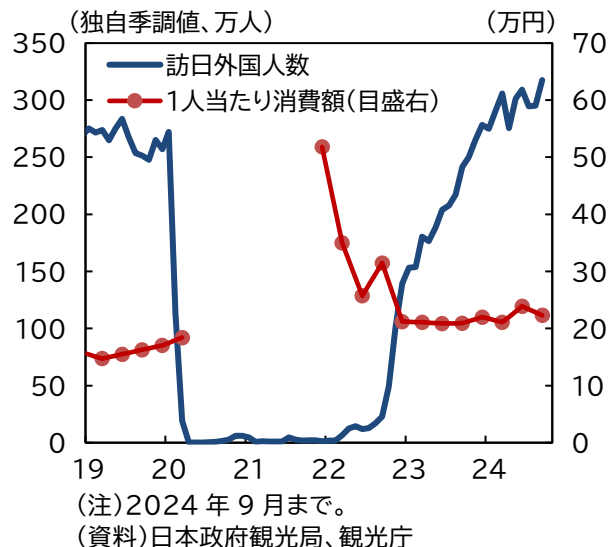
2024 年 7～9 月期の実質輸出 (SNA) は、前期比 +0.4% と 2 四半期連続で増加した。財・サービス別にみると、サービス輸出 (前期比 ▲4.2%) は 7～9 月にかけてドル円レートが円高に振れる中で 1 人当たり消費額が下振れし、インバウンド消費が減少したものの、財輸出 (同 +1.9%) は自動車の EU 向け輸出や半導体サイクルの持ち直しで上向く NIEs・ASEAN 向け輸出がけん引した (図表 5、図表 6)。

先行き、財輸出は、景気が減速する中国向けは低調に推移する一方、利下げに転じた欧米向けは底堅く推移し、鈍いながら上向くとみる。また訪日客数は、中国を除くアジア及び欧米経済が拡大基調で推移する中で増加を続け、インバウンド消費の増加基調は維持されると予想する (図表 6)。但し、足下の円安は短期的に訪日客の購買力を押し上げインバウンド消費の追い風と考えるものの、日米金融政策スタンスの違いを映じてドル円レートは見通し期間を通じて円高基調で推移すると予想しており、増加ペースは鈍化していこう。以上を踏まえ、実質輸出 (SNA) は 2024 年度 +1.7%、2025 年度 +2.4% と予測する。

図表 5 仕向国別の実質財輸出



図表 6 訪日客数と 1 人当たり消費額



(2) 設備投資

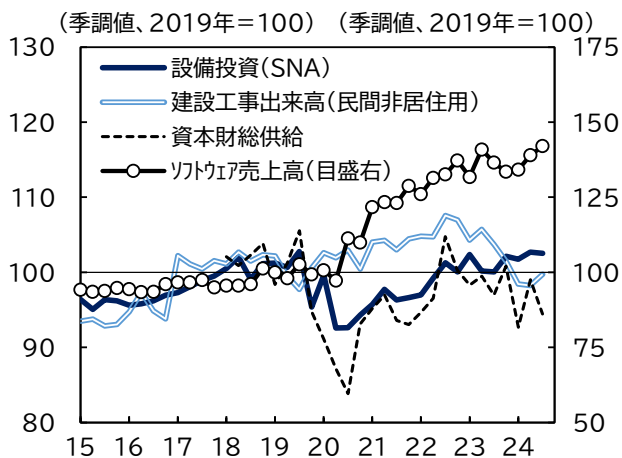
設備投資 (SNA) は、2024 年 7～9 月期に前期比 ▲0.2% と再び減少し一進一退が続いているが、総じて増加基調は維持しているとみる (次頁図表 7)。形態別では、ソフトウェア投資が再び増加基調を取り戻した一方で、足下の輸出・生産が横ばい圏内の動きに留まる中で機械投資が弱含み、また建設コストの上昇や人手不足を背景に建設投資の下押しは続いている。

企業収益は、製造業・非製造業ともに過去最高水準にある。また日銀短観の 2024 年度設備投資計画は、引き続き過去平均を大きく上回る水準を維持している (次頁図表 8)。これらを踏まえると、先行き、企業の良好な収益環境と前向きな投資姿勢の下で設備投資は増加基調で推移しよう。

但し、設備投資計画は 6 月調査から 9 月調査にかけて、昨年度とは異なる下方修正がみられた。当該期間における投資計画の修正率を産業別に分解すると、不動産・リースが大きく下方修正されている(図表 8)。人件費や物流費、資材価格など建設コストは高止まりしており、加えて先々の金利上昇期待も高まる中で、投資計画の見直しが進んでいる可能性がある。当面、人件費を中心に建設コストの上昇は続くとみられ、人手不足に伴う供給制約も相まって、建設投資の低迷は続く。

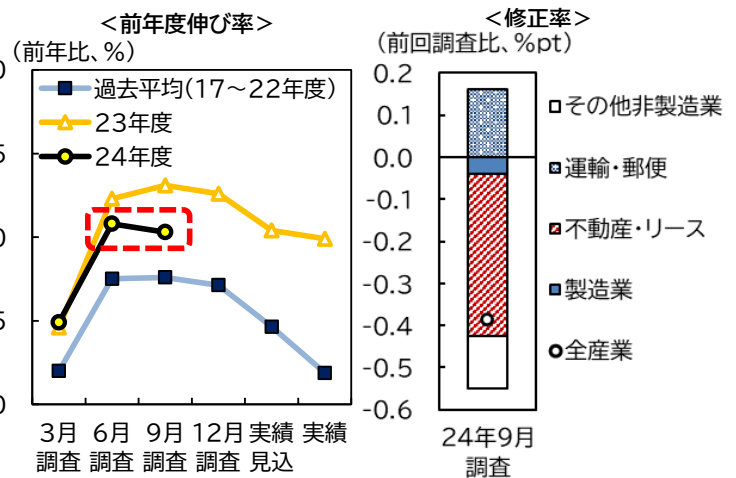
先行き、設備投資の増加基調は維持されるものの、その増加ペースはコスト上昇が重石となり弱いものに留まるとみる。以上より、設備投資(SNA)は 2024 年度+2.0%、2025 年度+2.3%と予測する。

図表 7 設備投資と一致指標



(注)ソフトウェア売上高は実質化のうえ独自季調。
建設工事出来高は建設工事費デフレーターにて実質化。
(資料)内閣府、経済産業省、国土交通省

図表 8 設備投資計画の修正パターン



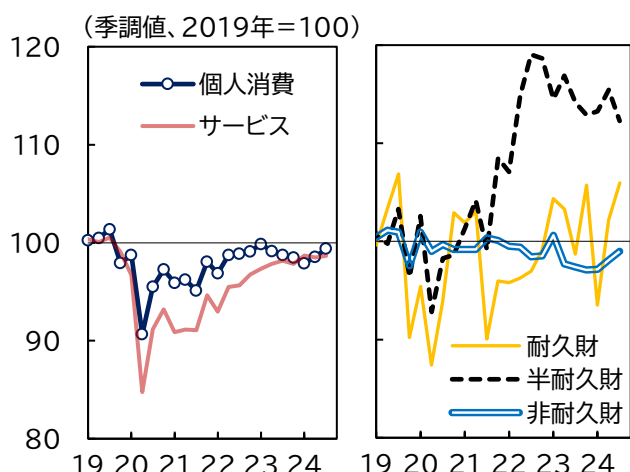
(注)ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。
全規模全産業(金融機関を含む)。
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(3) 個人消費

個人消費(SNA)は、2024 年 7~9 月期に前期比+0.9%と 2 四半期連続で増加した(次頁図表 9)。形態別にみると、耐久財(同+3.7%)は一部自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷停止の反動増が続いたほか、サービス消費(同+0.2%)は夏場の南海トラフ地震臨時情報の発令(8月上旬)や相次ぐ台風による新幹線運休などで下押しされる中でも底堅く推移し、非耐久財(同+0.9%)も持ち直しの動きが続いた。この背景には、ベア率が 3%台半ばとなった 2024 年度春闘結果の顕在化と夏季ボーナスの上振れで実質所得が底打ちしたことや、定額減税の効果が挙げられる。

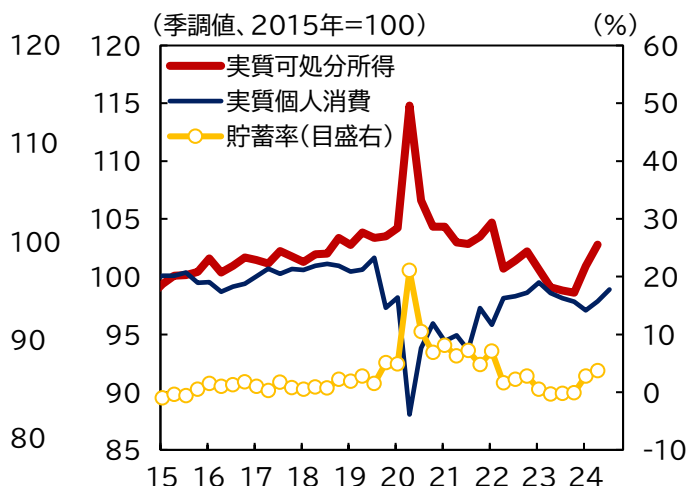
先行き、定額減税の効果は減衰していくものの、最低賃金の引き上げや人手不足を背景にパートタイムの賃上げの動きは続くほか、2025 年度の春闘でも 2%台後半のベア率を予測しており、一般労働者の賃金も増加を続けるとみる。継続的な賃金上昇を背景に、実質所得の改善基調の下で、個人消費の持ち直しの動きも維持されよう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2024 年度+0.9%、2025 年度+0.9%と予測する。

図表 9 個人消費(SNA)



(注)個人消費は民間最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 10 実質所得(可処分所得)と個人消費



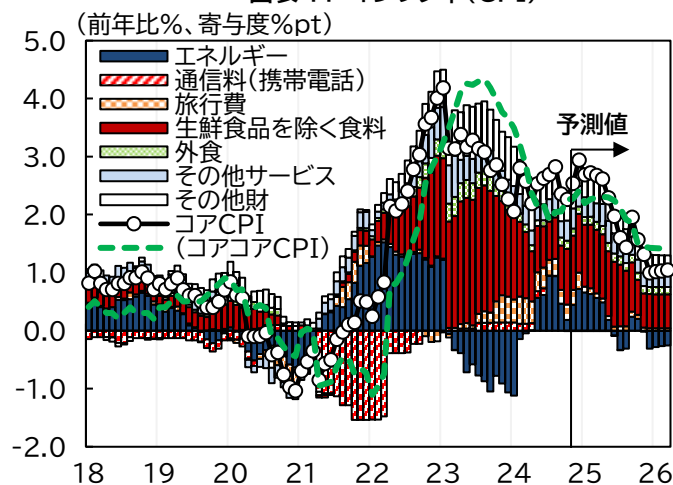
(注)実質個人消費は家計最終消費支出(帰属家賃除く)。
(資料)内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」

(4) 物価情勢と金融政策

インフレ率は「生鮮食品を除く総合(コア CPI)」でみると 2024 年 10 月時点で前年比+2.3%となり、年明けから 2% 台で高止まりしている(図表 11)。値上げの勢いは鈍化傾向にあるが(図表 12)、電気代・ガス代の補助金による政策要因でエネルギー価格の振れが大きくなっていることに加えて、半期毎に価格改定の集中するサービス価格が 10 月に加速したことなどが背景にある。

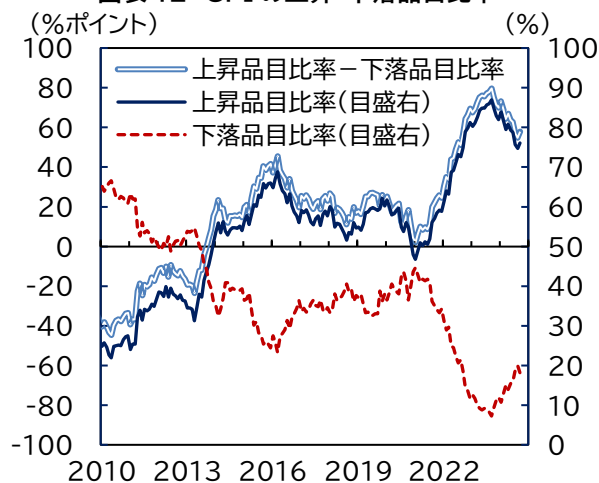
先行き、コア CPI はエネルギー価格の振れを伴いながらも、足下のサービス価格の値上げが物価上昇率を押し上げ、2024 年度+2.6%、2025 年度+1.6%と予測する。また政策効果の影響が大きいエネルギーを除き、より基調的なインフレ動向を示す「生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコア CPI)」も足下のサービス価格の加速から 2025 年半ばまで 2% 台前半で推移する見込みである。但し、未だ内需に力強さがみられない中で、2025 年後半以降は 1% 台まで減速しよう。

図表 11 インフレ率(CPI)



(注)旅行費は宿泊料とパック旅行費。CPI コアは生鮮食品を除く総合、CPI コアコアは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。
(資料)総務省「消費者物価指数」

図表 12 CPI の上昇・下落品目比率



(注)上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。

(資料)日本銀行
「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」

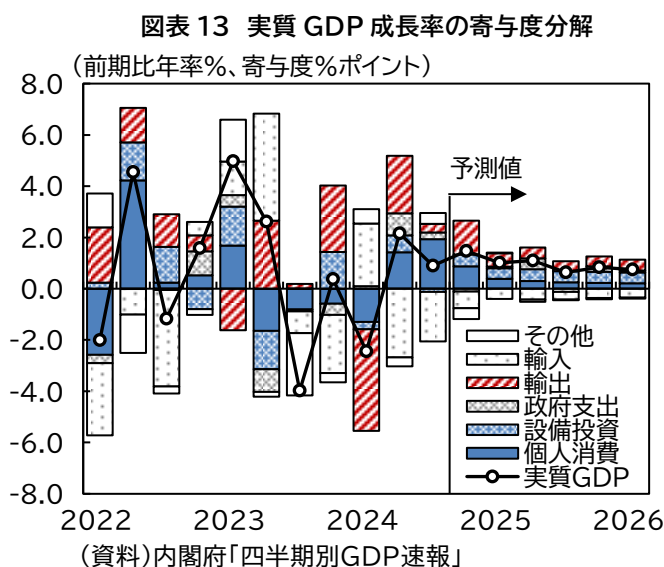
このような物価情勢の下で、日本銀行は 7 月に利上げを実施した後、9～10 月と政策金利を据え置いたが、引き続き基本的な政策スタンスが「利上げ」であることを明確にしている。コアコア CPI が 2025 年半ば頃まで 2% 台で推移する見通しであることは、日本銀行による利上げの継続に追い風となろう。

次回の利上げについて、10 月のサービス価格が加速したことや、7～9 月期の実質 GDP がプラス成長であったことから材料が積み重なりつつあり、足下の円安進行も踏まえると 2024 年 12 月の利上げが基本的な見通しとなる。

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、2024 年度後半は、定額減税の効果が減衰していくものの、実質所得改善の動きが続くことで、個人消費の持ち直しが続き、景気回復基調を示すとみる(図表 13、図表 14)。2025 年度は、構造的な人手不足と 2024 年度のインフレ率の実績が 2% を超える見通しの中で、前年度からは勢いを鈍化させながらも賃上げの動きが続き、実質所得の改善に伴って景気回復基調は維持されると予想する。但し、設備投資は増加基調で推移するものの、建設コストの上昇や人手不足に伴う供給制約を背景に建設投資の下押しが続くだろう。

以上より、日本の景気回復基調は弱いながらも維持され、実質 GDP 成長率は 2024 年度 +0.3%、2025 年度 +1.0% と予測する。なお、前回見通し(調査月報 2024 年 9 月号参照)との比較では、設備投資などの弱さを織り込み、2024 年度を ▲0.3%pt 下方修正している。



4. リスク要因

前述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、次頁図表 15 に挙げた項目がある。賃上げについては、焦点が 2025 年度の春闘へと移った。実質所得の改善は未だ十分とは言えず、次期春闘で今年度に次いで高いベア率を確保できるかが、個人消費の持ち直しの持続性を左右しよう。

海外に目を向けると、米国大統領選挙においてトランプ氏が再選した。現時点では、トランプ氏が掲げた政策の実現内容や時期は不確実な部分が大きく、基本的な見通しには織り込んでいない。上振れリスクとしては、米国の対中強硬姿勢を背景とした米中デカップリングの進展を背景に、日本からの輸出が増加することが挙げられる。

しかし、トランプ政策は下振れリスクの蓋然性が高いとみる。米国の全輸入品に一律 10～20% の関税(中国からの輸入品には 60%)が課され米国内の消費財価格が押し上げられること、また不法移民対策の厳格化で労働需給が逼迫し賃金インフレを引き起こすことが考えられる。これらの政策は総じてインフレを再燃させる可能性が高く、米金利上昇、円安急進を招くことになろう。その結果、輸入インフレを通じて国内の物価上昇率を上振れさせ、実質所得及び個人消費の改善基調を腰折れさせるリスクがある。

また米国の関税引き上げは相手国の報復関税を招く可能性が高く、世界貿易が停滞することになろう。特に、対中強硬姿勢の下で中国経済の減速を深める可能性が高い。日本は米国向けに次いで中国向けの輸出割合が高く、外需環境の悪化による景気下振れリスクは大きい。

したがって、リスク認識としてはトランプ氏の再選によって下振れリスクが高まったとみている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	・2025年度春闘における賃上げ率の上振れ ・米中デカップリングを背景とした日本からの輸出増加
下振れ要因	・2025年度春闘における賃上げ率の下振れ ・トランプ政策による米国のインフレ再燃、金利上昇、円安急進。それを受けた国内物価上昇で実質所得・個人消費が腰折れ ・トランプ政策による関税引き上げ(一律10～20%、中国60%)で世界貿易が停滞し外需環境悪化 ・中東情勢(イスラエル・パレスチナ、イラン)やロシアのウクライナ侵攻のエスカレーションによるコモディティ価格の上振れ ・住宅市況低迷長期化を背景にした中国経済の減速深化 ・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権、トランプ氏の再選等)による中国経済の失速、中国向け輸出の減少 ・国内外経済の不確実性上昇による設備投資計画の下方修正

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2024年11月22日)

	単位	2024				2025				2026	2023	2024	2025
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-0.6	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.8	0.3	1.0
	前期比年率(%)	-2.4	2.2	0.9	1.5	1.0	1.1	0.6	0.8	0.8			
民間最終消費	前期比(%)	-0.6	0.7	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.6	0.9	0.9
民間住宅投資	前期比(%)	-2.9	1.4	-0.1	-1.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	0.3	-2.2	-0.8
民間設備投資	前期比(%)	-0.4	0.9	-0.2	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.3	2.0	2.3
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.3	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	-0.1
政府最終消費	前期比(%)	0.3	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.5	0.9	0.8
公的固定資本形成	前期比(%)	-1.1	4.1	-0.9	-1.3	-0.4	1.4	-1.3	0.3	-0.3	0.6	0.5	-0.6
財貨・サービス輸出	前期比(%)	-4.5	2.6	0.4	1.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	2.8	1.7	2.4
財貨・サービス輸入	前期比(%)	-2.4	2.9	2.1	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	-3.2	4.6	2.2
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.2	0.7	0.6	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	-0.6	0.9	1.0
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	-0.1	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.7	0.0
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	-0.3	1.7	0.5	0.8	0.5	0.9	0.2	0.7	0.2	4.9	2.9	2.4
GDPデフレーター	前年同期比(%)	3.4	3.2	2.6	2.4	2.2	1.6	1.4	1.5	1.3	4.1	2.6	1.5
鉱工業生産指数	前期比(%)	-5.2	2.7	-0.4	2.1	0.0	0.4	0.3	0.4	0.3	-2.0	-0.3	1.8
企業物価指数	前年同期比(%)	0.7	1.9	2.9	3.0	2.4	0.7	-0.2	-0.6	-0.7	2.4	2.6	-0.2
輸出物価指数	前年同期比(%)	9.1	10.9	3.8	0.5	-0.9	-6.0	-3.5	-2.4	-2.1	4.3	3.5	-3.5
輸入物価指数	前年同期比(%)	0.7	7.9	3.5	-1.4	-2.2	-7.9	-5.4	-5.1	-4.4	-7.2	1.9	-5.7
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7	2.3	1.7	1.3	1.0	2.8	2.6	1.6
完全失業率	%	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5
雇用者数	前年同期比(%)	0.9	0.5	0.6	0.5	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	0.7	0.5	0.2
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	1.3	3.0	3.0	3.5	3.1	3.2	2.9	3.1	2.3	1.3	3.2	2.9
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	2.1	3.8	3.6	3.6	3.0	3.2	2.7	3.1	2.4	1.8	3.5	2.9
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	78.6	81.9	78.3	78.7	78.6	78.8	78.1	77.5	76.9	80.0	79.3	77.7
貿易収支	兆円	-1.4	-1.2	-1.2	-2.0	-2.0	-1.3	-0.6	-1.5	-1.7	-3.7	-6.4	-5.2
輸出	兆円	24.9	25.7	26.5	27.2	25.9	25.1	26.3	27.0	25.7	101.9	105.3	104.1
輸入	兆円	26.3	27.0	27.7	29.2	27.9	26.5	27.0	28.5	27.3	105.7	111.7	109.3
第一次所得収支	兆円	10.1	9.9	12.2	7.8	10.4	9.6	12.2	7.9	10.4	37.1	40.3	40.2
経常収支	兆円	6.6	6.9	9.0	5.0	6.6	6.5	10.1	5.9	7.3	26.6	27.4	29.7
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	1.6	3.0	2.8	1.8	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	2.9	2.7	2.0
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	5.3	4.7	4.6	4.6	4.5	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.8	4.7
無担保コールレート翌日物	平均値、%	0.00	0.08	0.17	0.36	0.50	0.63	0.75	0.88	1.00	-0.03	0.28	0.81
10年国債利回り	平均値、%	0.70	0.93	0.94	0.93	1.05	1.11	1.14	1.16	1.19	0.62	0.96	1.15
ドル円レート	平均値、円/ドル	148.5	155.8	149.2	146.9	148.3	145.9	145.0	144.1	143.2	144.6	150.0	144.6
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	77.0	80.8	75.3	70.3	69.3	68.5	68.0	67.4	67.0	77.9	73.9	67.7

→予測値

→予測値

