

国民民主との連携で事業規模 39 兆円の経済対策策定

～7～9 月期は 2 期連続のプラス成長～

南 武志

要旨

2024 年 7～9 月期の実質 GDP は、民間消費の加速が見られ、2 期連続のプラス成長となったが、一時的・特殊要因で押し上げられた面もあるほか、民間企業設備投資が 2 期ぶりに減少するなど、国内景気の足腰は決して強さを増したわけではない。とはいえ、大幅賃上げの効果に加え、年内に成立予定の補正予算案に盛り込まれた物価高対策の効果などで実質賃金の目減り状態が解消されることが見込まれるため、当面は消費持ち直しによってプラス成長が続くだろう。

こうした中、日本銀行は 8 月以降の米国経済やマーケットの不安定さから政策判断には「時間的余裕がある」としてきたが、10 月会合後にはその表現を封印したこともあり、12 月会合では追加利上げが検討されると予想する。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年		2025年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.228	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.3260	0.20～0.45				
国債利回り	20年債 (%)	1.865	1.70～2.00	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30
	10年債 (%)	1.060	0.85～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40	1.00～1.45
	5年債 (%)	0.735	0.55～0.80	0.55～0.85	0.60～0.90	0.65～0.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	154.0	145～165	142～162	140～160	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.3	150～170	145～165	142～162	140～160
日経平均株価 (円)	38,442	38,000±3,000	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±3,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2024年11月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

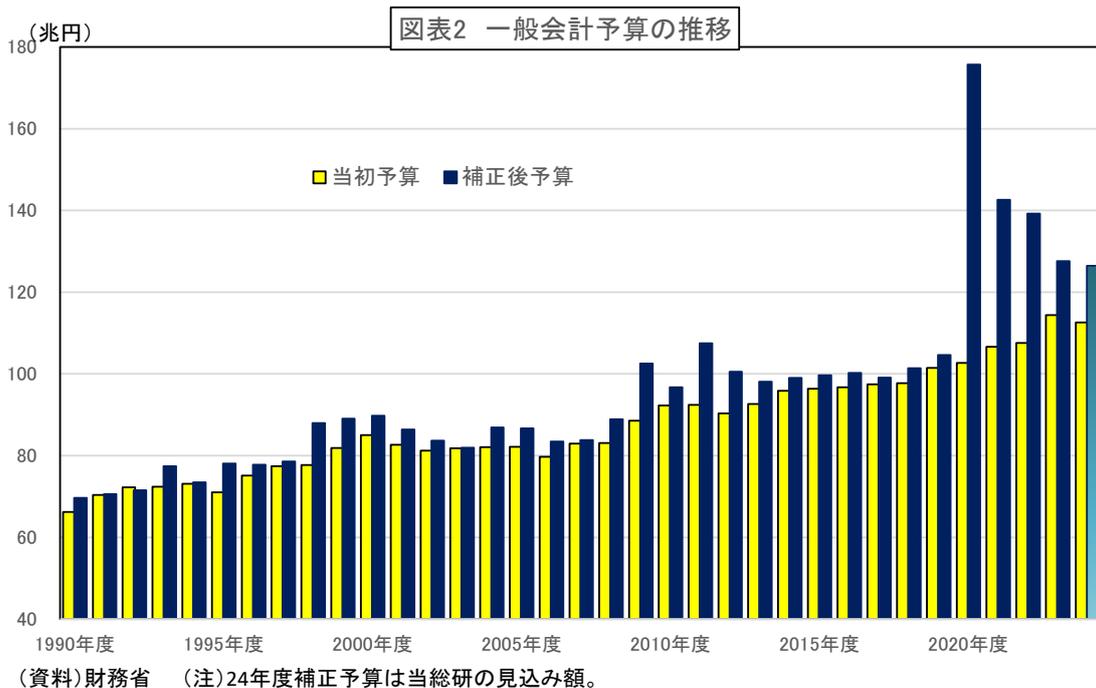
事業規模 39.0 兆円、財政支出規模 21.9 兆円の経済対策を策定

10 月 27 日投開票の総選挙で自公連立与党が過半数割れしたことで、第 2 次石破内閣は 30 年ぶりの少数与党内閣として発足した。そうした状況を受けて、政府・与党は議席を大きく伸ばした国民民主党との政策協議を進め、同党が目指す「手取りを増やす」施策の検討を約束したこともあり、11 月 22 日には事業規模で 39.0 兆円程度、財政支出規模で 21.9 兆円程度にのぼる「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策～全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす～」が取りまとめられた。石破首相はこの経済対策について、「コストカット型の経済」から脱却し、「高付加価値創出型の経済」への移行を目指すことを主眼としている、と説明している。

この経済対策は、①日本経済・地方経済の成長～全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす～、②物価高の克服～誰一人取り残されない成長型経済への移行に道筋をつける～、③国民の安心・安全の確保～成長型経済への移行の礎を築く～、といった「3本の柱」で構成されている。具体的な内容としては、住民税非課税世帯への3万円給付（子育て世帯には子ども1人あたり2万円加算）、物価高対策（25年1～3月使用分の電気・都市ガス料金の補助、ガソリン補助金の継続（補助率は段階的に引き下げ））、半導体とAI分野への支援（30年度までに補助金6兆円、金融支援4兆円以上）などが盛り込まれた。

これらの政策の裏付けとして13.9兆円規模の24年度補正予算案を編成する方針で、28日召集の臨時国会に提出される予定だ。政府は、これらの経済対策の効果として、実質GDPを21兆円程度押し上げる効果があるとし、年率換算すると成長率を1.2%程度押し上げるとしている。

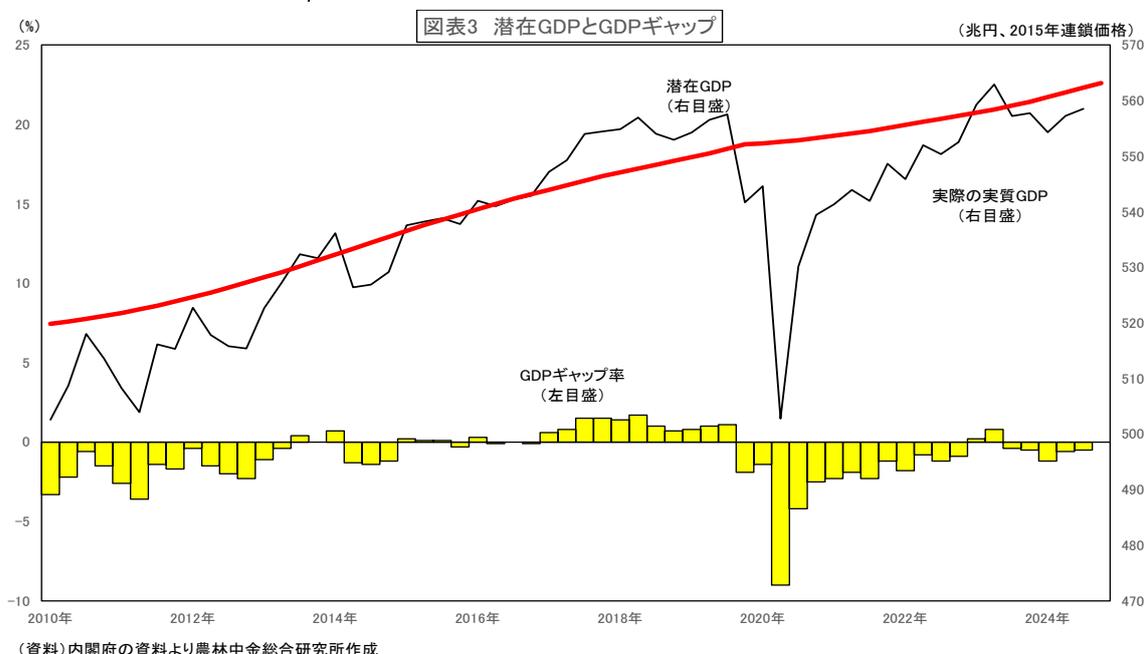
なお、経済対策には、国民民主党の強い要望である、いわゆる「年収103万円の壁」の大幅引き上げについて「25年度税制改正の中で議論し引き上げる」と明記され、仮に基礎控除と給与所得控除の合計が178万円に引き上げられた場合には7～8兆円の減税となる。ガソリン減税についても検討を行うとしたものの、「トリガー条項」凍結解除は触れられなかった。



7～9 月期 GDP は 2 期連続のプラス成長

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7～9 月期の実質 GDP は前期比 0.2%（同年率 0.9%）と 2 期連続のプラス成長だった。民間消費は前期比 0.9%と 2 期連続の増加、かつ 4～6 月期（同 0.7%）から加速した半面、民間企業設備投資は同▲0.2%と僅かながらも 2 期ぶりの減少となるなど、力強さを欠いた面は否めない。また、輸出も同 0.4%の微増（2 期連続のプラス）にとどまった。

実質雇用者報酬は前年比 0.9%と 2 期連続のプラスであった（ただし、季節調整済み系列の前期比は 0.02%と 4 期連続のプラスながらも微増にとどまった）。GDP デフレーターは前年比 2.5%（前期比 0.3%）と上昇率が鈍化したが、国内での価格転嫁の動きは続いている。



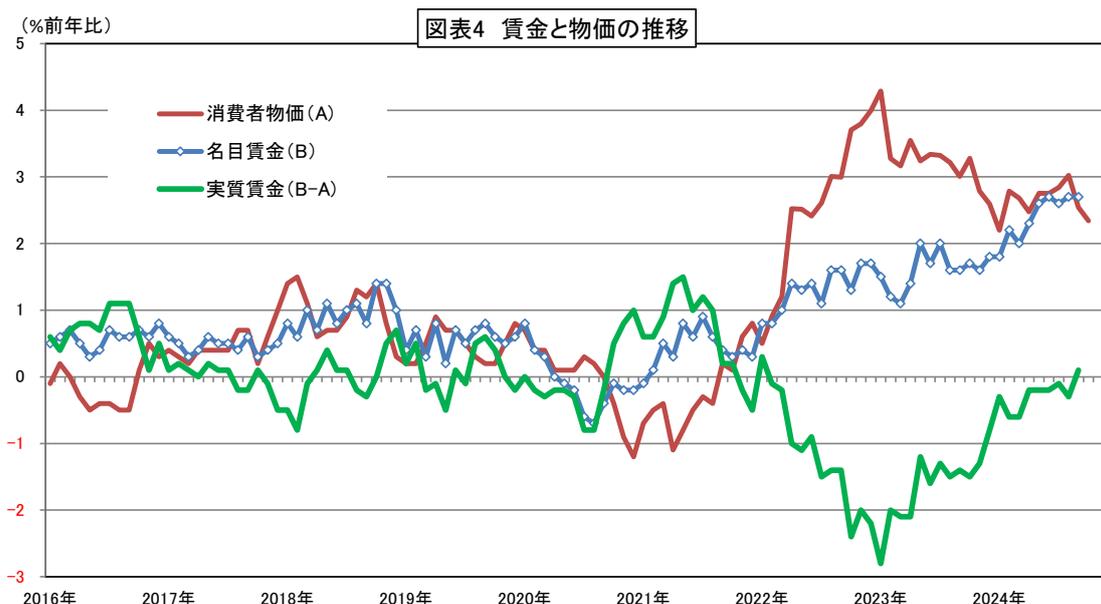
国内景気の回復ペースはなお緩慢

月次経済指標に目を転じると、9月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.3ポイントと2か月ぶりに上昇したが、直近ピーク（5月）の水準を下回った状態であり、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（5か月連続で同じ表記）。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の9月分も前月から+0.6ポイントと2か月ぶりに上昇したが、過去最高を付けた7月の水準を割った状態である。

一方、10月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI・先行き判断DIともに2か月連続で悪化した。現状判断DIは判断基準である50を8か月連続で、先行き判断DIは同じ

く2か月連続で下回った。コメなど食料品の値上げで節約志向が強まっていることなどが指摘されている。

また、10月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲4.9%と5か月ぶりに低下した。地域別には米国向け、EU向け、中国向けが、財別には中間財、情報関連、資本財・部品が大きく悪化した。なお、9月の鉱工業生産指数は同1.6%と2か月ぶりに上昇したが、趨勢としては一進一退が続いている。



実質賃金はプラスに 浮上したが、消費には まだ鈍さ

こうしたなか、賃金上昇は続いている。9月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は夏季賞与要因が剥落したことで前年比2.5%へ鈍化したものの、23年の伸び（同1.2%）を大きく上回った状態である。ちなみに、共通事業所ベースの一般労働者・所定内給与は前年比2.8%で、同2%前後であった23年度下期の伸びを上回っている。とはいえ、24年の春闘賃上げ率が前年を1.7ポイント強も高まったことを踏まえれば、物足りなさもある。一方、実質賃金（内閣府ベース、デフレーターは全国消費者物価指数（総合））は、一般労働者の現金給与総額で前年比0.1%となったほか、同じく所定内給与も同0.1%と22年1月以来のプラスに転じた。

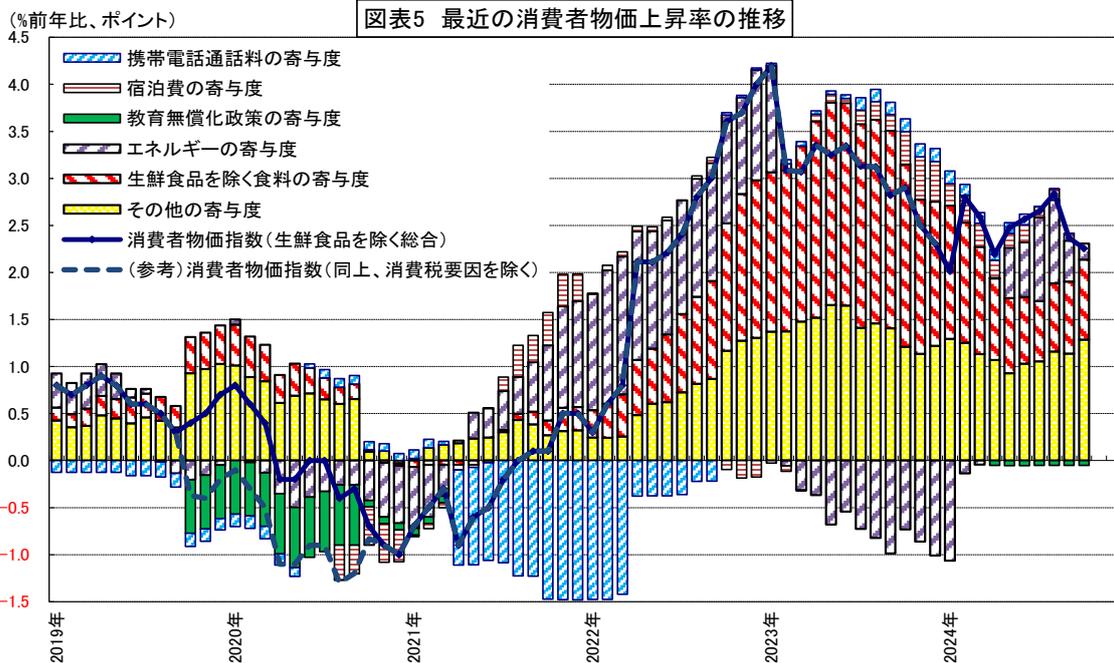
このように所得環境は改善しつつあるが、改善ペース自体は緩慢であることもあり、9月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比0.1%（3か月連続で同じ伸び）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲0.2%と2か月

**経済見通し：国内
景気は緩やかなが
らも消費主導で回
復継続**

連続の低下と、ともに鈍い動きにとどまった。なお、実質消費活動指数のうちのサービス指数は同 0.8%と 2 か月ぶりに改善したが、直近ピークの 2 月の水準を下回ったままであり、盛り上がっているとは言い難い。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元 10~12 月期については、米国経済はなお底堅いものの、世界経済全体としては低成長状態が続くとみられており、輸出が大きく増加することは想定されない。一方で、賃上げ効果と物価の沈静化によって実質賃金の目減りが解消しつつあることから、消費の回復傾向が続き、3 期連続のプラス成長が見込まれる。

こうしたなか、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続すると見込まれる。25 年春闘は 33 年ぶりの高い伸びとなった前年ほどではないにしても、高い賃上げが実現すると思われ、物価沈静化の進展とともに、今後とも消費の持ち直しを促すことが期待される。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及していくだろう（詳細は 11 月 20 日発行の「2024~25 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価動向：エネル
ギー高対策によっ
て 2 か月連続で鈍
化**

10 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比 2.3%と 2 か月連続で鈍化した。9 月分に続き、「酷暑乗り切り緊急支援」によってエネルギー価格が抑制されているが、総務省統計局では物価全体の前年比上昇率に対して▲0.55

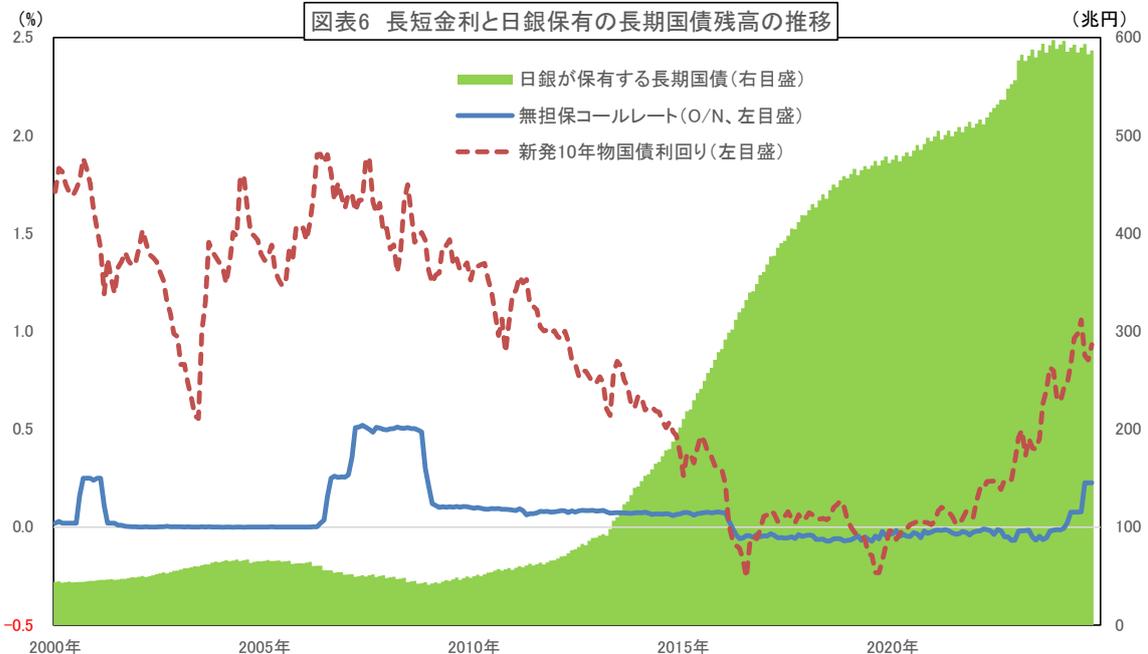
物価高対策の再々導入もあり、今後とも物価上昇は抑制へ

ポイント（うち電気代：▲0.45ポイント、都市ガス代：▲0.09ポイント）の押し下げ効果があったと試算している。一方、夏場にかけてのコメ品薄の影響が残るなど、食料の上昇率が再び高まる傾向にあるほか、放送受信料（NHK）引き下げの効果一巡などによる物価押し上げも散見された。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 2.3%へ 3 か月連続で上昇率を高めた。なお、一般サービス（除く宿泊費）は同 1.6%で前月と変わらずで、人件費の高まりがサービス価格を押し上げる様子は確認できていない。

「酷暑乗り切り緊急支援」終了に伴い、コア CPI 上昇率は 2% 台後半へ再び高まるとみられるものの、冒頭でも触れたように、25 年 1～3 月分の電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策が再び導入される予定であり、2 月以降、物価上昇率は再び 2% 台前半へ鈍化することが見込まれる。足元の原油安もエネルギー価格全体の下落を促すだろう。一方、再び円安が進行したほか、今夏のコメ品薄によって上昇したコメ価格が下げ渋っているが、食料を中心に一定の値上げ圧力が残るだろう。

とはいえ、先行き、コア CPI は徐々に鈍化傾向をたどり、25 年度半ばには 2% 割れが常態化すると予想される。



(注) 日本銀行、日経NEED-FQ

金融政策：「時間的余裕がある」との

7 月の金融政策決定会合において日銀は追加利上げを決定し、今後とも景気回復が継続し、先行き、展望レポートで示す

表現を封印、12月 会合で再利上げを 検討する可能性

ように経済・物価が推移していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる方針を表明した。しかし、8月入り後にマーケットで不安定な動きが強まったこともあり、日銀は「政策判断には時間的余裕がある」と繰り返し表明、早期利上げに慎重な姿勢に修正、マーケットも再利上げの時期は後ずれするとの見方が広まった。

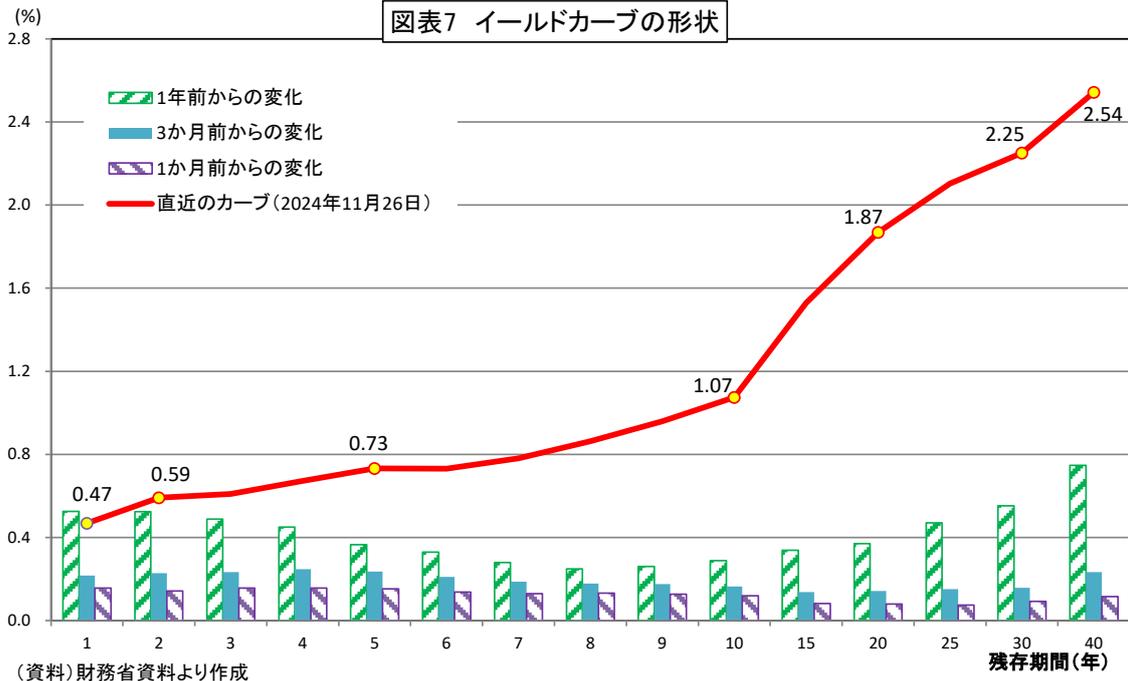
こうした中で10月30～31日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、追加利上げは見送られた。ただし、8月以降に用いてきた「時間的余裕がある」との表現は封印した。そして、今後の運営方針として、毎回の決定会合において利用可能なデータなどから経済・物価の現状評価・見通しをアップデートしながら、政策判断を行っていくとの方針を表明した。

ちなみに決定会合後に公表した展望レポート（10月）によれば、GDPの見通しはほぼ前回7月並みながらも、コアCPIの見通しは最近の原油安の影響を織り込み、25年度を前年度比1.9%（7月時点：同2.1%）へ下方修正した。26年度見通し（同1.9%）を考慮すると、日銀としては25年度下期以降、物価は2%を若干下回って推移するとみていることが推察される。

さて、前述のGDP統計や物価統計を眺めると、一部に鈍さはあるとはいえ、経済成長率は2期連続で潜在成長率を上回っているほか、2年半にもわたって目標としている2%を上回る物価上昇が起きるなど、日銀としては利上げを継続していく環境にあると認識していると思われる。実際、植田総裁は講演などの場で「経済や物価の改善に併せて、金融緩和の度合いを少しずつ調整していくことは、息の長い成長を支え、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していくことに資する」との考えを述べている。

それゆえ、今後とも「賃金と物価の好循環」が継続していることがデータなどから確認できれば、断続的に利上げを検討するものと思われる。米大統領選でトランプ氏が再選されたことで円安圧力が強まり、輸入インフレが再燃するリスクが高まっていることもあり、日銀は早ければ12月の金融政策決定会合において再利上げを検討・実施するだろう。

ただし、上述の通り、25年度半ば以降に物価上昇率が2%を下回った状態となれば、利上げ継続は困難になると思われる。



**金融市場：現状・見
通し・注目点**

11月5日の米大統領選でトランプ氏の再登板が決まり、合わせて上院も共和党が多数派となったことで、米国市場では株高・金利上昇・ドル高といった「トランプ・トレード」が一時活発となった。その影響が国内にも波及し、円安・金利上昇が強まる場面もあった。足元では新閣僚の顔触れやトランプ関税への影響などが注目され、実際にどのような政策運営がされるかを注視している。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

**長期金利は一時
1.1%台へ上昇**

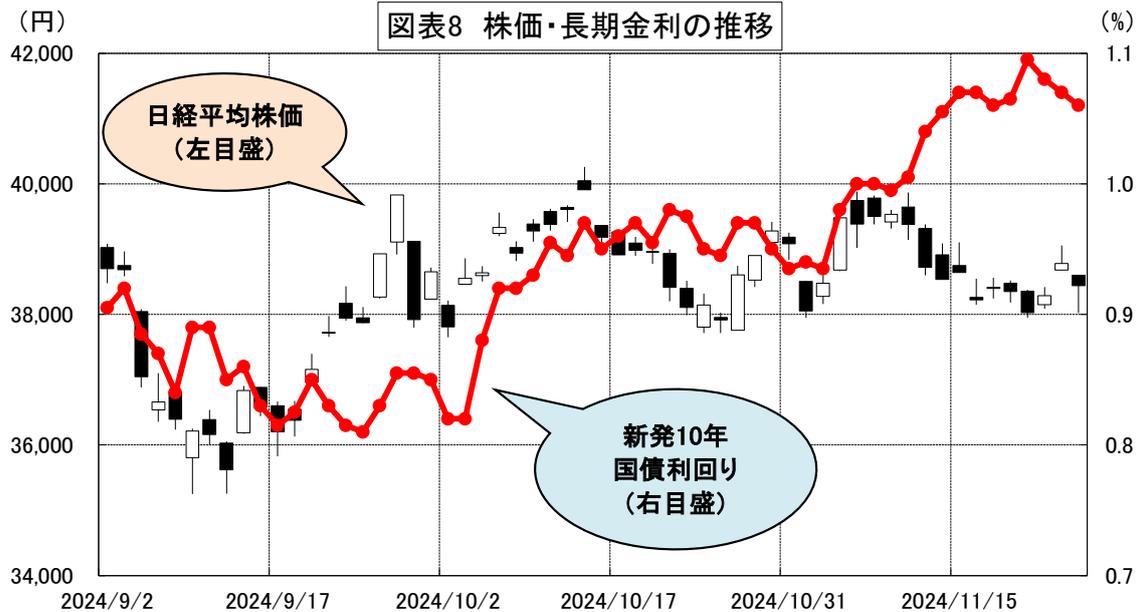
8月入り後に米国経済の悪化懸念が高まり、一気にリスクオフの流れが強まったことで、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時0.75%まで低下した。その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退したが、10月初頭まで長期金利は概ね0.8%台で推移した。しかし、10月上旬にかけて米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、Fedが先行き大幅利下げをするとの観測が後退したことで米国金利が上昇した。それが国内にも波及し、長期金利は上昇傾向をたどり、11月には3か月ぶりに1.0%台へ上昇した。

その後も、米国長期金利の上昇や円安進行、日銀の12月利上げ観測などから7月下旬以来となる1.1%台となる場面も散見

長期金利は緩やかに上昇

された。

トランプ氏再登板によって米国内のインフレ懸念が再び高まれば、Fed は利下げを中断することもありうる。その場合、海外からの金利低下圧力は想定ほど強まらない可能性がある。一方で、日銀は今後とも断続的に利上げしていくとの方針に変わりはない。長期金利は当面、上昇傾向をたどるだろう。



日経平均株価は一時40,000円を窺う動きを見せたが、11月下旬にかけて軟調な展開

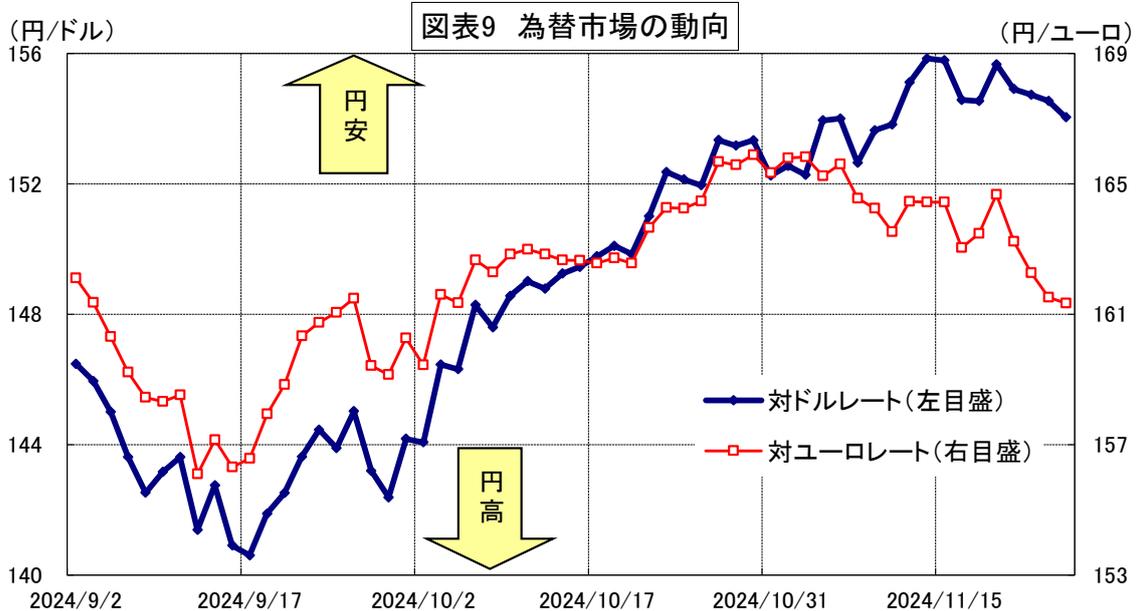
② 株式市場

8月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭、かつ円高圧力が高まったこともあり、日経平均株価は一時31,000円台まで下落した。その後は米国経済に対する過度な悲観論が後退し、38,000円台を回復したが、9月中旬にかけて円高が進行した際には35,000円台に下落するなど、不安定な状態が続いた。一方、10月中旬にかけて米国経済の堅調さが好感され、米国株価が断続的に史上最高値を更新した場面では、円安進行も好感され、日経平均も40,000円を一時回復した。

その後は38,000円を中心にもみ合う展開が続き、一時的にはトランプ・トレードにつられて上昇する場面も見られたが、関税政策への懸念もあり、足元は弱含みで推移している。

先行きを展望しても、①海外経済は低成長状態が続く、②これ以上の円安進行の余地は大きくない、③24年度の企業業績は減益見通しである、④トランプ関税への警戒、などから、株価はしばらく上値の重い展開が続くと思われる。ただし、国内の

経済政策運営において、「手取りを増やす」を掲げる国民民主党が主張する政策が取り入れられれば、内需関連株などには好材料となるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

**日米金利差が想定
ほど縮小しないと
の思惑から円安圧
力高まる**

③ 外国為替市場

7月中旬に公表された米消費者物価(6月)がインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、米国金融政策の利下げ転換が意識され、その直前に一時38年ぶりとなる1ドル=162円に迫ったドル円レートは円高方向に戻した。さらに、7月11~12日に総額5兆5,348億円の円買い介入が実施されたことで156円台まで円高が進んだ。8月初めには日米金利差の縮小が意識されたほか、米国景気の底割れ懸念が高まり、9月中旬には一時141円台まで円高が進んだ。

その後、米国経済に対する楽観論が台頭、Fedの大幅利下げ観測が後退したことで円安が進み、ドル円レートは一時157円に迫った。なお、直近はトランプ政権での次期財務長官人事を巡り、153円台に戻している。

日米金利差はしばらく縮小するとみられることから、一方向的に円安が進むとは考えづらく、むしろ円高方向に戻す場面もあるだろう。

**トランプ再登板へ
の警戒から円高ユ
ーロ安気味の展開**

9月中旬にかけて対ユーロレートは一時155円前後まで円高が進んだものの、その後はドル高につられて10月末には166円までユーロ高が進んだ。しかし、トランプ大統領の再登板が決

まったことで、先行き米国との関係が悪化し、ユーロ圏経済を
圧迫するとの思惑が高まっており、ユーロは下落、11月下旬に
は一時160円割れとなる場面もあった。

独仏など主要国において景気失速懸念が根強く、既に3回の
利下げを実施している欧州中央銀行（ECB）では次回12月の政
策理事会でも連続利下げを決定するとみられている。それゆ
え、先行きも円高ユーロ安方向での展開が続くと見込まれる。

(24.11.26 現在)