

米国経済：インフレ懸念和らぎ、FRB の景気重視強まる（改定見通し）

米国の11月の物価動向は、コアCPIの前年比が横ばいとなったが、企業間の価格変動を示すPPIやサービス価格に影響するサービス業の賃金の伸びが鈍化するなど、インフレ鈍化の着実な進捗が窺える。こうした中、FRBはインフレ抑制に自信を深めているとみられ、12月FOMCでは利上げの打ち止めを示唆するとともに、経済と物価のリスクのバランスを取って金融政策を進めることを改めて強調した。米国経済は、2024年前半にかけて、個人消費が雇用情勢の悪化などにより減速し、設備投資は、厳しい資金調達環境の影響が顕在化して減少に向かうことが見込まれる。一方、FRBがインフレ指標として重視するコアPCEデフレーターは、年末までに前年比で+2%台となることが視野に入り、5月には利下げが開始されると予想する。2024年後半には、利下げを受けて資金調達環境と企業マインドが改善するほか、雇用情勢も好転することで、国内需要が持ち直し、実質GDP成長率(前期比年率)は巡航速度である2%程度に向けて伸びを高めていく見通しである。

金融政策：利上げ打ち止めを示唆、景気重視の姿勢が一層強まる

12月12～13日のFOMCでは、政策金利を5.25～5.5%に据え置くことを全会一致で決定した。9月と10～11月のFOMCに続き、3会合連続の金利据え置きとなった。パウエル議長は、会合後の記者会見で、経済活動が足元で鈍化していること、労働需給が正常化に向かうもとで物価上昇圧力が弱まる見込みであることについて言及し、経済と物価のリスクのバランスを取って金融政策を進めることを強調した。また、現在の金利水準は引き締め水準にある、またはその近傍にあると述べ、さらに、今後の利下げについて今会合で議論したことについて言及するなど、利上げの打ち止めを示唆した。金融市場における大幅な利下げ期待や長期金利の低下など、金融環境が緩和していることについては強く押し返すような言及はなく、ハト派姿勢が強まったと解釈できる。

今会合ではFOMCメンバーによる経済見通し(中央値)がアップデートされた(右表)。インフレ鈍化の進捗を踏まえ、インフレ率の見通しは、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターいずれも、2023年末時点と2024年末時点が下方修正された。また、政策金利の見通しは、2024年末が4.6%、2025年末が3.6%と9月FOMC時の予想(それぞれ5.1%、3.9%)から下方修正された。

FOMC参加者の見通し(中央値)

	2023	2024	2025	2026	長期
経済成長率	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
(9月予想)	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
(9月予想)	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCEデフレーター	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
(9月予想)	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	3.2	2.4	2.2	2.0	—
(9月予想)	3.7	2.6	2.2	2.0	—
政策金利	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
(9月予想)	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

(出所)FRB

(注1)2023～2026年の値は政策金利は年末値、それ以外は第4四半期

(注2)経済成長率は実質GDP前年比、PCEデフレーターは前年比

このように、金融引き締めの修正が9月時より早まる見通しが示されたにもかかわらず、実質GDP成長率(前年同期比)の見通しについては、2024年第4四半期が+1.4%と9月時点の+1.5%から幾分下方

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、株式会社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、伊藤忠総研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。

正され、2025年第4四半期については横ばいとなった。また、失業率の見通しについても、FRBが長期の失業率として予想する4.1%と同じ水準が続くと予想が維持された。2023年の景気はFOMCメンバーによる9月時の見通しを大幅に上回るものの、FRBは先行きの減速懸念を強めているとみられ、利下げにより景気を下支えの方向性が示されたと考えられる。

FRBは、現状の政策金利水準が十分に引き締めの考えを強め、インフレ抑制への自信を深めていると考えられる。同時に、ソフトランディング（景気の軟着陸）を実現させるため、先行きの金融政策について、引き締め過ぎのリスクに配慮するよう議論の軸足を移し始めていることが窺える。当社では、FRBがインフレ指標として重視するPCEデフレーターのコア指数が、前年比で+2%台に近づく2024年5月に利下げが開始され、金融引き締めの修正を図るために1年間で1%Pt程度の利下げが実施されると予想する。

個人消費：ガソリン価格下落などを追い風に底堅さ維持

財（モノ）消費が中心となる小売・外食売上高は、インフレの影響を除いた実質ベース（セントルイス連銀試算）で、11月は前月比+0.2%と10月（▲0.3%）から増加した。2021年春以降の水準を超える勢いはないものの、依然底堅さが残る状況が確認された。内訳をみると、スポーツ・玩具、家具など10月に減少した品目を中心に増加した。ガソリン価格の下落が続き実質可処分所得が増加しているほか、株価が堅調であり消費意欲も持ち直しているなど、個人消費にとって追い風が吹いていることが背景にあると考えられる。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

サービス消費について、個人消費支出（PCE）における実質サービス消費をみると、10月は前月比+0.2%と9月（+0.3%）から増勢が幾分弱まった。内訳をみると、ヘルスケアや旅行関連である交通費、飲食などの伸びが鈍化した。11月は、サービス消費を押し上げてきた旅行関連に関して、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率は、10月から幾分改善するも引き続き前年対比低下した。また、航空需要は、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の11月の前年からの伸びは10月から鈍化し、12月入り後はさらに伸びが縮小している。11月のサービス消費は、底堅いものの増勢は緩やかに弱まっていると考えられる。

住宅投資：金利低下を受けて底入れの動き

住宅市場は、住宅ローン金利の低下を受けて、11月の中古戸建販売が前月比+0.9%と2月以来の上昇となり、底入れの動きがみられた。一方、中古住宅の在庫は、これまで数か月の販売不振もあって、11月は販売件数の3.7か月分と6月の2.8か月分を底に急速に持ち直しているものの、コロナ禍前（2019年平均3.9か月分）の水準には達していない。このため、11月の住宅着工戸数（戸建て）は、需要底入れ期待のほか、底堅い住宅供給ニーズも加わり、前月比+18.0%と10月（+0.3%）から大幅に増加した。

12月入り後も、住宅市場は改善の動きが続くとみられる。国債の長期利回りの低下が続いていることに伴い、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は8月上旬の水準まで低下した（11月17日：7.4%→12月15日：7.0%）。これを受けて、住宅ローン申請件数指数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、11月中旬から上昇し（10月平均：168→11月10日：171→12月15日：192）、新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表）も12月は37ポイントと11月（34ポイント）から上昇した。

企業部門：製造業のマインド弱く、底堅い非製造業との差は縮まらず

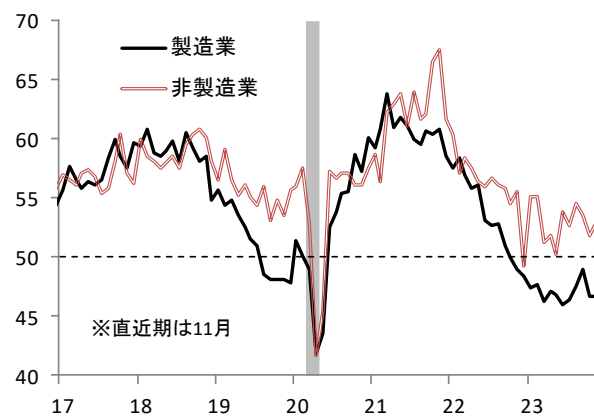
企業の景況感については、製造業のマインドを示すISM製造業指数が、11月は46.7と10月の46.7から横ばいとなった。引き続き好不況の境目である50を下回り、マインドの冷え込みが長期化している。内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（10月：50.4→11月：48.5）が悪化したほか、労働需要を示す「雇用」（46.8→45.8）の悪化も続いた。なお、需要の強さを示す「新規受注」（45.5→48.3）は改善したが、50を下回る状況からは脱しておらず、需要が強まっている状況にはないと考えられる。一方、ISM非製造業指数は、11月は52.7と10月の51.8から幾分改善した。内訳を見ると、「新規受注」（55.5→55.5）と「雇用」（50.2→50.7）が概ね横ばいとなる中で、「事業活動」（54.1→55.1）の改善が全体を押し上げた。サービス需要は加速感すらないものの、底堅さを維持している。こうした中、製造業では、価格動向に影響する「仕入れ価格」が11月は49.9と7か月連続で50を下回り、価格上昇圧力の弱まりが続いている。非製造業の11月の仕入れ価格は58.3と10月（58.6）から概ね横ばいであったが、輸送費や人件費等のコストが比較的抑えられていることを背景に、価格の伸び鈍化の動きは保たれていると考えられる。

新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



(出所)CEIC

ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

11月の鉱工業生産指数は前月比で+0.2%と、自動車大手のストライキにより落ち込んだ10月（▲0.9%）から幾分反発したものの、夏場を下回る水準にとどまった。特に、全体の8割弱を占める製造業（10月前月比：▲0.8%→11月：+0.3%）は、輸送機器（▲6.0%→+4.8%）がストライキ前の水準まで回復していないことから、反発は限定的となった。また、輸送機器以外の耐久財と非耐久財についても、半導体の供給制約解消により回復を続けるPC・電子機器を除いて、全体として伸びが鈍化ないしは低下した。製造業を中心として、鉱工業の生産の増勢は引き続き弱いと考えられる。

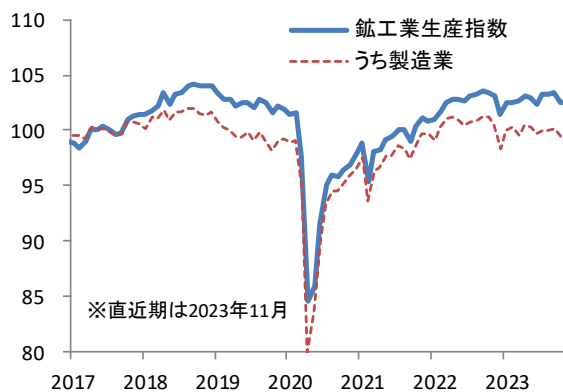
雇用情勢：底堅い労働需要が続くも、需給は緩和方向

11月の雇用統計（事業所調査）では、民間部門（10月：+8.5万人→11月：+15.0万人）の雇用者数の増加幅が拡大した。非農業部門全体でも、11月は+19.9万人と10月（+15.0万人）から伸びが拡大し、引き続き良好な雇用情勢を示す15~20万人程度の伸びが続いている。内訳をみると、民間部門は、自動車大手のストライキが終結したことを受けて、製造業（▲3.5万人→+2.8万人）が増加したことを主因に、生産部門（▲1.0万人→+2.9万人）がプラスに転じた。また、サービス部門でも、情報（▲1.9万人→+1.0万人）が持ち直したほか、教育・医療（+8.3万人→+9.9万人）で底堅い伸びが続いたことから、サービス部門全体における11月の増加幅は+12.1万人と10月（+9.5万人）から拡大した。

労働供給については、11月の労働参加率が62.8%と10月（62.7%）から幾分上昇し、比較的高い水準を維持した。こうした中、底堅い労働需要のもと、11月の失業率は3.7%と10月（3.9%）から低下した。失業率は今年前半の3.5%程度から緩やかな上昇基調にあるが、足元で上昇が一服するなど一進一退の状況が続く。一方で、労働需給を示す、企業の求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）は、10月は5.3%と9月（5.6%）から低下した。2022年春の7%超をピークに、コロナ禍前の水準（2019年平均：4.5%）に向け低下基調を維持している（1~3月平均：6.1%→4~6月平均：5.8%→7~9月平均：5.6%→10月：5.3%）。このように、労働需要の緩やかな伸び鈍化と労働供給の改善を背景に、労働需給のひっ迫は解消に向かい、コロナ禍前の雇用環境に戻りつつあると考えられる。

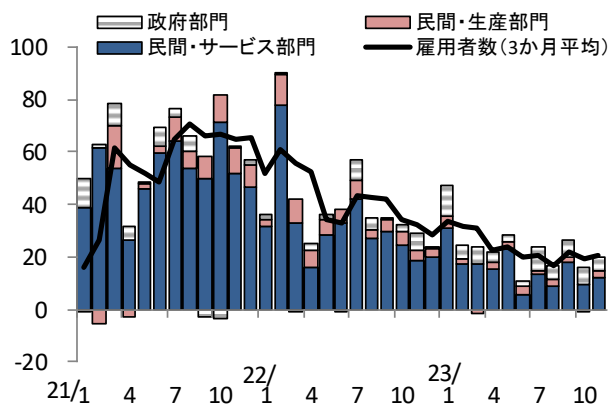
11月の民間部門の時給は、前年比が+4.0%と10月（+4.0%）から横ばいとなった。11月の時給は前月比年率では+4.3%と10月（+2.5%）から加速したが、3か月前比年率でみると+3.4%と、コロナ禍前（前年比の2019年平均：+3.3%）と同様の伸びにとどまった。業種別では、製造業の賃金の伸びが再び高まったものの（10月前年比：+5.0%→11月+5.3%）、サービス業は緩やかながら7か月連続で低下し

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

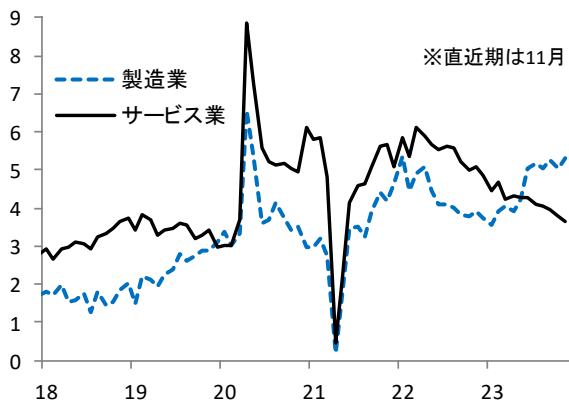
非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

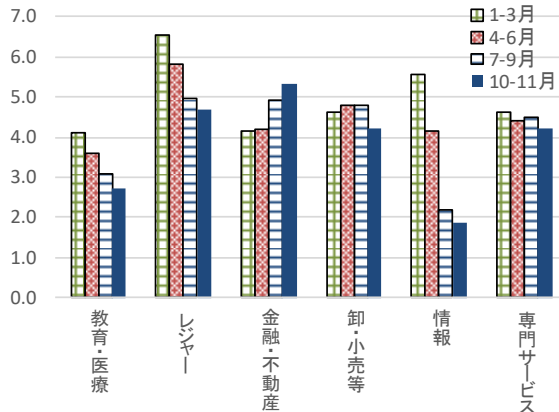
ており (+3.8%→+3.6%)、コロナ禍前の伸び(2019年平均: +3.4%)に近付いている。サービス業の賃金の伸び鈍化は、サービス価格の上昇圧力の弱まりにつながっていると考えられる。サービス業の内訳をみると、金融・不動産(7~9月平均: +4.9%→10~11月: +5.3%)は上昇率が高まっているものの、その他の業種では卸・小売等(+4.8%→+4.2%)を中心に伸びの鈍化が続いた。労働需給のひっ迫感が緩和しつつある中で、賃金の伸びが高まりにくい状況が続いているとみられる。

民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)

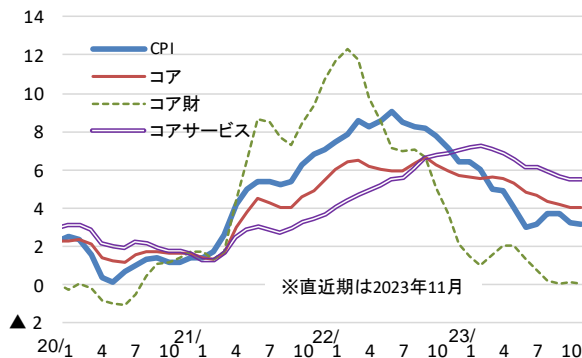


(出所)CEIC

物価: サービス価格は伸び鈍化が一服も、加速に転じる兆しはない

消費者物価指数(CPI)の11月の前年比は、エネルギーのマイナス幅拡大(10月前年比▲4.5%→11月▲5.4%)が引き続き全体を押し下げ、指数全体では10月から低下した(+3.2%→+3.1%)。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、11月の前年比が+4.0%と10月の+4.0%から横ばいとなった。ただ、コア指数の伸びは、3か月前比年率でみると+3.4%と+3%台まで低下してきており、インフレ率は引き続き緩やかな低下基調にあるとの判断には変わりがない。

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

コア指数のうち、財(モノ)の前年比は、11月は+0.0%と10月(+0.1%)から幾分低下し、引き続き低水準となった。前月比でみると、11月は▲0.3%と6か月連続でマイナスであり、物価全体の伸び鈍化につながっている。内訳は、下落が続いてきた中古車の価格が上昇に転じたものの、家具・家電や衣料品、教育関連などが下落し、それ以外の品目も幅広く価格の伸びが抑えられた。世界的な供給制約が解消¹し、原油価格が落ち着くなど製造コストが安定していることを踏まえると、財価格の伸びが、FRBのインフレ目標である+2%の上昇率を超えていく可能性は引き続き低いと考えられる。

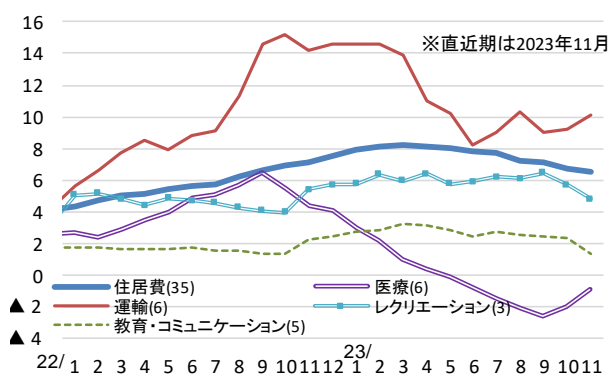
コア指数におけるサービス(コアサービス)は、11月の前年比が+5.5%と10月(+5.5%)から横ばい

¹ 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数(GSCPI)」(NY連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫)は、2月以降は供給制約が解消した状態であることを示すマイナスが続き、11月は0.11とプラスに転じたものの、引き続き低水準となった。

となった。前月比でも、11月は+0.5%と10月(+0.3%)から幾分加速し、サービス分野のインフレ沈静化に向けては一進一退の状況が続いている。内訳を見ると、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、主要品目である家賃、帰属家賃の伸びが緩やかに鈍化したことで、11月の前年比は+6.5%と10月(+6.7%)から幾分低下した。民間業者が把握する新規契約分の家賃の前年比は既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下しており、既存契約分の家賃を多く含むCPIの住居費は、新規契約分の家賃の動きに遅れて、今後も着実にプラス幅を縮めていくとみられる²。一方、住居費以外のサービスについては、医療サービスが医療保険³の価格下落の影響一巡によりマイナス幅が縮小したほか、公共交通を中心とした運輸の伸びが高まった。もっとも、運輸価格の加速は、旅行関連の需給ひっ迫が解消に向かいつつあることから、一過性のものと考えられる。それ以外の品目は、レクリエーションを中心に伸びが縮小ないしは概ね横ばいとなった。賃金上昇率の鈍化などコスト上昇圧力は和らいでおり、需要鈍化に伴って価格の伸びが鈍化基調にあることには変化がない。

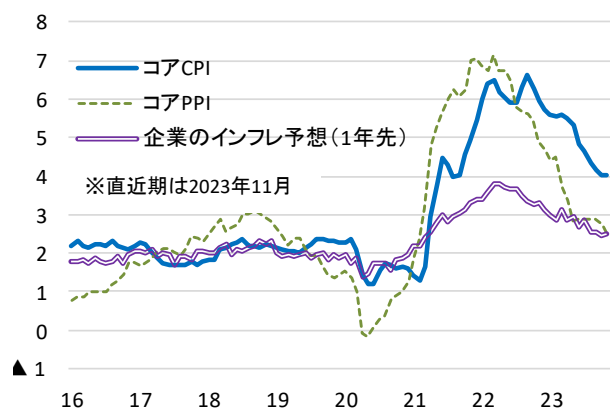
こうした中、企業間の価格変動を示す、卸売物価指数(PPI)は、変動の激しいエネルギー、食品、運搬サービスを除いたコア指数の前年比が、11月は+2.5%と10月(+2.8%)から低下した。内訳をみても、エネルギーと食品を除いた財(10月前年比+2.0%→11月+1.8%)、運搬を除いたサービス(+3.2%→+2.8%)はいずれも伸びが鈍化した。PPIの伸び鈍化の背景には、コスト面からの価格上昇圧力の弱まりがあげられる。アトランタ連銀が実施した企業向け調査をみても、企業が予想する1年先のインフレ率は、労働コスト(人件費)と非労働コストによる物価上昇圧力の弱まりにより、11月は2.5%と2021年春の伸び率まで鈍化した。PPIは消費者向けの物価に転嫁されることから、CPIなどに先行して動く傾向があるが、PPIの伸びがいち早くコロナ禍前の水準である+2%程度に近付いたことで、物価上昇圧力は確実に弱まっていると考えられる。

コアサービス(前年比、%)



(出所)CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

PPIと企業インフレ予想(前年比、%)



(出所)CEIC、アトランタ連銀
(注)コアPPIは、全体から、変動の激しいエネルギー、食品、運搬サービスを除いたもの。

² 詳細は、2023年10月25日付 Economic Monitor 「米国経済：底堅い景気が長期金利の上昇を招き、新たな下押し要因に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2460/>

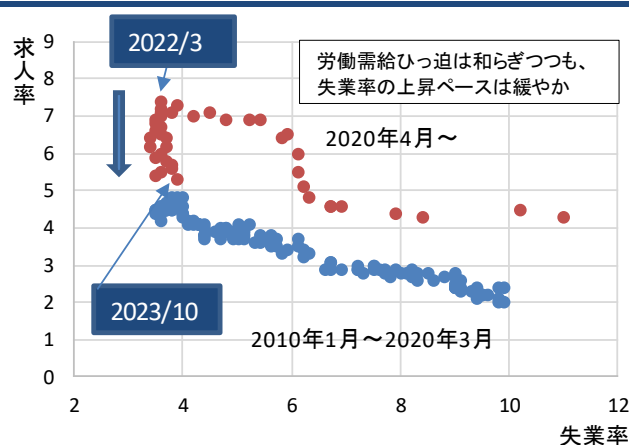
³ 医療保険は保険会社の利益を元に試算され、昨年10月から価格下落が続いてきた。今年の10月はその影響がなくなるほか、算出方法も変更されたことから、医療保険は価格が上昇した。

景気見通し：2024 年前半にかけて減速、利下げにより年後半から持ち直し

2023 年の米国経済を振り返ると、金利上昇を背景に住宅投資は減少したものの、個人消費と設備投資は堅調さを維持した。堅調な個人消費の背景は、①産業構造がコロナ禍前の状態に戻る過程で労働者の増加や職種転換がスムーズに進み、失業率が上昇せずに家計の可処分所得の増加が続いたこと、②AI ブームなどにより株式等の金融資産が堅調に推移し、住宅不足により不動産価格も下支えされたことで消費意欲が衰えなかったことが大きい⁴。設備投資は、金融引き締めや銀行の融資姿勢の厳格化で企業の資金調達環境が悪化したが、③バイデン政権による大型経済対策の効果が顕在化し、工場建設とその関連需要が全体を押し上げた。10～12 月期も、労働需要は緩やかに鈍化しているものの、ガソリン価格の下落や金利低下を受けた株高を背景に個人消費は底堅く推移している。10～12 月期の実質 GDP 成長率は 1%台半ばが維持され、2023 年の成長率は 2.4%で着地すると見込む。

2024 年前半も、教育・医療やレジャーなどのサービス業を中心に根強い労働需要が見込まれる⁵ことから、可処分所得が落ち込み、個人消費が腰折れして景気後退に陥る状況は避けられよう。ただ、引き続き雇用者数の増加ペースは緩やかとなり、賃金の伸びも鈍化することが見込まれる。また、株価は、利下げ期待が下支えするものの、徐々に景気減速による業績悪化懸念が勝る形で下落圧力がかかるだろう。個人消費は、①可処分所得の伸び鈍化、②資産価格下落による消費意欲の低下に加え、③コロナ禍で蓄えられた家計貯蓄の減少と④消費者向けローンの支払い増により、減速する見込みである。さらに、企業の設備投資については、バイデン政権の経済対策の影響が一巡するも、金融市場においても、銀行借り入れにおいても、企業の資金調達環境悪化の影響が顕在化すると考えられる。特に企業の社債はコロナ禍の低金利で固定されたものの高金利での借り換え増が見込まれており⁶、企業に対する逆風はますます強まり、設備投資は減少に向かうだろう。

UV曲線



(出所)CEIC

米国経済見通し

	2022	2023	2024	2025
GDP	1.9	2.4	1.6	1.9
個人消費	2.5	2.2	1.5	1.8
設備投資	5.2	4.2	0.3	2.5
住宅投資	▲ 9.0	▲ 10.8	0.7	1.1
在庫投資	0.5	(▲ 0.4)	0.1	0.0
純輸出	(▲ 0.5)	0.5	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)
輸出	7.0	2.4	1.0	1.5
輸入	8.6	▲ 1.7	1.0	1.6
政府消費	▲ 0.9	2.7	1.4	1.0
公共投資	▲ 1.1	8.4	4.0	4.3
失業率	3.6	3.8	4.2	4.2
PCEコア	5.1	3.3	2.5	2.2
長期金利	3.8	4.0	3.9	4.2

(出所) CEIC, BEA

(注1) オレンジ色の部分は伊藤忠総研予測

(注2) 在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

(注3) 失業率、PCEコア前年比、長期金利は年末値

⁴ 米国の資産価格と消費意欲（消費性向）の関係は、2023年11月24日付 Economic Monitor 「米国経済：インフレ鈍化が着実に進み、景気鈍化の動きも散見」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2023/2479/>

⁵ 求人率が現在の 5.3%からコロナ禍前の約 4.5%まで低下するのに、130 万人程度の求人が満たされる必要がある。景気減速により企業の採用意欲が減退する分を差し引いても、100 万人程度の労働需要が残ると考えられる。

⁶ ブルームバーグのデータをもとにした当社試算では、2023 年の社債の償還額は 6,000 億ドル弱であったのに対し、2024 年は 8,500 億ドル弱まで増加する見込み。

一方で、供給制約の解消や賃金コストの伸び鈍化により、インフレ率は着実に低下しており、年央までには FRB がインフレ指標として重視する PCE デフレーターのコア指数が、前年比で+2%台に近付くことを見込む。インフレ抑制の道筋がはっきりすることに加え、景気の停滞感が強まることで、FRB は 5 月に FOMC で利下げに転じ、金融引き締めを緩和するように、2024 年間で 1%Pt 程度の利下げを進めると予想する。2024 年後半には、設備投資は、利下げを受けた資金調達環境の改善と企業マインドの改善から回復しよう。また、雇用情勢も好転し、株価の底入れによる消費意欲の高まりも加わって、個人消費の増勢も強まると予想する。2024 年末にかけて、実質 GDP 成長率（前期比年率）は巡航速度である 2%程度に向けて伸びを高める見通しである。