

## 米国経済：需要に過熱感、インフレ率は下げ渋り（改定見通し）

米国の個人消費は、昨年 10～12 月期に堅調に増加し、今年入り後も、良好な雇用情勢を背景に底堅さを維持しているとみられる。昨年まで着実に進捗してきた需給緩和の動きには足元で一服感があり、インフレ率が下げ渋る様子が窺える。こうした状況を受けて、金融市場では FRB の早期利下げ期待が弱まり、長期金利が上昇するなど金融環境が再び引き締めつつある。先行きは、個人消費が、①インフレ率の下げ渋りによる実質賃金の伸び鈍化、②金利上昇を背景とした株価伸び悩みによる消費意欲の減退から、増勢が弱まることとなろう。また、設備投資も、金融引き締めを受けた企業の資金調達環境悪化の影響により、停滞すると見込む。年央にかけて、実質 GDP 成長率が前期比年率で+1%程度と潜在成長率を下回るペースまで鈍化し、再び需給緩和が進むと予想する。一方、インフレ再燃懸念が払拭しきれない現状が、FRB の金融引き締めの過度な長期化を招くことで、先行きの景気が犠牲となるリスクが増していることにも注意が必要だろう。

### 昨年 10～12 月期 GDP: 個人消費を中心に堅調さ保つ

2023 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+3.3%と 7～9 月期の+4.9%から減速したものの、米国の巡航速度（+2%程度）を上回る伸びを維持した。また、国内民間最終需要<sup>1</sup>も、10～12 月期は+2.6%と 7～9 月期の+3.0%から増勢が弱まったが、引き続き堅調に推移した。

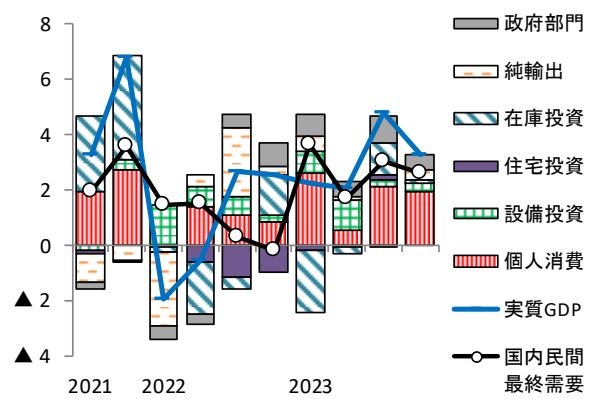
主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費が、10～12 月期は+2.8%と 7～9 月期（+3.1%）からは幾分鈍化するも、引き続き堅調な伸びとなった。雇用情勢の悪化が緩やかにとどまるも、ガソリン価格の下落や株価上昇が消費者マインドの改善につながったと考えられる。

個人消費の内訳は、財消費（7～9 月期前期比年率：+4.9%→10～12 月期：+3.8%）が、娯楽品や家具・家庭用品などの耐久財を中心に減速した一方、サービス消費（+2.2%→+2.4%）が、飲食・宿泊や娯楽などを中心に底堅く推移した。また、設備投資は、バイデン政権の経済政策を受けた工場建設の伸びが大幅に減速したものの、パソコンなど情報処理関連が増加に転じ、幾分上昇率を高めた（+1.4%→+1.9%）。一方、住宅投資は、在庫不足を補う動きが弱まり大幅に減速した（+6.7%→+1.1%）。

### 個人消費：1 月は財(モノ)消費の落ち込みで減速するも、底堅さは残る

1 月の個人消費は、財（モノ）への消費減少が全体を押し下げる形で、減速したとみられる。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、堅調な年末商戦の反動と寒波の影響により、1 月は前月比▲1.1%と 12 月（+0.2%）から大幅に減少し

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 国内民間最終需要=個人消費+設備投資+住宅投資とした。

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。見直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。

た。品目別（販売業態別）をみると、建材・園芸用品、自動車・同部品、オンライン販売など、12月に堅調に推移した品目が減少に転じる動きが目立った。

一方、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、12月は前月比+0.3%と11月（+0.4%）から伸びは鈍化したものの、引き続き堅調に推移した。内訳をみると、飲食・宿泊や光熱費が減少した一方、ヘルスケアの伸びが高まり、旅行関連である交通費も増加に転じた。1月入り後のサービス消費は、品目により動きが区々だが、全体として底堅さが維持されているとみられる。

小売・外食売上高に含まれる外食サービスが再び増勢を強め（名目ベース：12月前月比+0.2%→1月+0.7%）、サービス消費を押し上げてきた旅行関連についても、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率の悪化は一服した（12月前年比▲1.8%→1月▲1.7%）。一方で、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸びは縮小し（12月前年比+9.7%→1月+6.6%）、需要の過熱は収まりつつある。

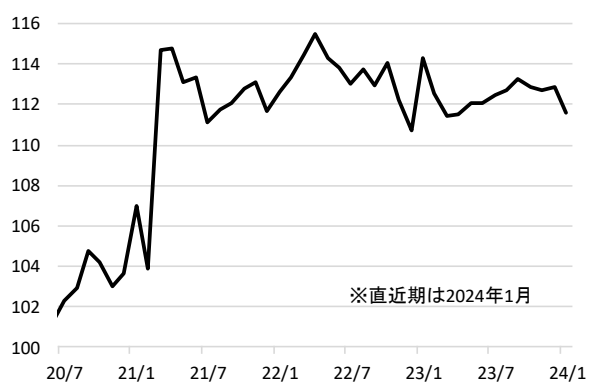
昨年末の消費動向を振り返ると、①ガソリン価格の下落などでインフレ鈍化が進み、実質可処分所得が堅調に増加したこと（2019年平均前月比+0.1%→2023年1~6月平均+0.2%→7~9月平均+0.0%→10~12月平均+0.3%）、②株価や不動産価格が上昇し、資産効果により高い消費性向<sup>2</sup>が維持されたこと（2019年平均89.2%→2023年1~6月平均91.6%→7~9月平均92.0%→10~12月平均92.0%）が、個人消費の堅調な増加につながった。今年入り後は、後述する通り、インフレ率が下げ渋る動きがあるものの、いまだ堅調な雇用情勢が家計の実質可処分所得を支えているほか、株価もハイテク企業を中心とした良好な決算を背景に高止まりしている。個人消費の底堅さは、まだ維持されていると考えられる。

### 住宅投資：住宅ローン金利が上昇に転じ、需要回復に影

1月の中古戸建販売は、前月比+3.4%と12月（▲0.6%）から増加した。12月にかけての住宅ローン金利の低下が、住宅購入を下支えしているとみられる。一方、住宅着工戸数（戸建て）は、11月の大幅増（前月比+15.4%）の反動から、1月は前月比で▲4.7%と12月（▲6.4%）に続き減少した。ただ、中古住宅の在庫は、1月は販売件数の3.5か月分とコロナ禍前（2019年平均3.9か月分）と比べると在庫不足感がある。底堅い住宅供給ニーズがあることから、住宅着工戸数は、昨年初めごろと比べて2割程度高い水準が維持されている。

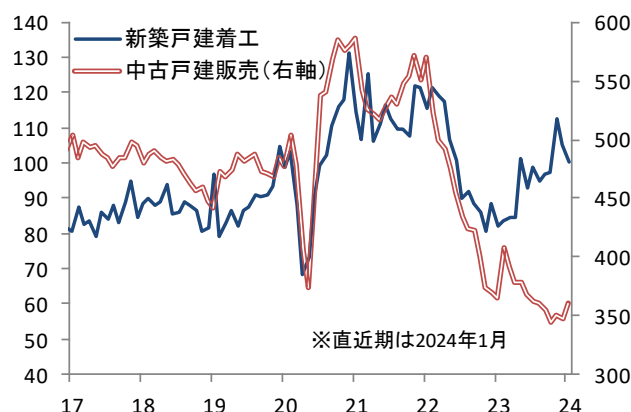
2月入り後は、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が、昨年12月中旬の水準まで緩やかに上昇（1月19日：6.6%→2月16日：6.8%）しているこ

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

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

<sup>2</sup> 個人が消費に費やす可処分所得の割合。ここでは、名目個人消費を名目可処分所得で除いたものを消費性向とした。消費性向と資産価格の関係については、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/>

とを受けて、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、1月中旬以降上昇が一服している（12月平均：187→1月12日：211→2月9日：205）。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）が、在庫不足に伴う根強い需要を背景に2月は48ポイントと1月（44ポイント）から改善しているが、住宅ローン金利の上昇により住宅市場底入れの動きは一服するとみられる。

### 企業部門：製造業と非製造業ともに景況感改善

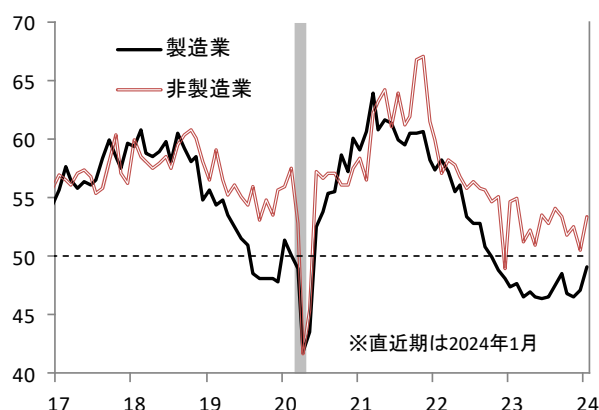
企業の景況感に関し、製造業のマインドを示すISM製造業指数は、1月が49.1と12月の47.1から改善した。引き続き好不況の境目である50を下回ったものの、財（モノ）に対する個人消費の復調を受けて、悪化度合いが和らいでいる。内訳を見ると、「雇用」（12月：47.5→1月：47.1）は労働需給の緩和を背景にほぼ横ばいで推移したものの、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（47.0→52.5）が大幅に改善した。また、ISM非製造業指数も、「新規受注」の改善（52.8→55.0）により、1月は53.4と12月（50.5）から上昇した。また、非製造業は、「雇用」が大幅に改善（43.8→50.5）しており、底堅い労働需要が窺える。こうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」は、非製造業が低下基調（57.6→56.7）にあるのに対し、製造業は1月が52.9と9か月ぶりに50を上回った。輸送費等のコストが比較的抑えられると考えられるものの、昨年末にかけての需要の高まりが価格上昇圧力となっている可能性がある。

1月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.1%と、12月（+0.0%）から幾分低下した。特に、全体の8割弱を占める製造業（12月前月比：+0.1%→1月：▲0.5%）は、石油・石炭製品などを中心に非耐久財（+0.3%→▲1.1%）が全体を押し下げて、全体でも低下に転じた。耐久財は、半導体製造装置（+1.5%→+1.9%）など一部の品目で上昇を続けているものの、多くの品目で緩やかな低下が続いており、さらに輸送機器（+2.0%→+0.5%）が昨秋の自動車大手のストライキ収束後の回復の勢いが弱まっていることも加わって、1月は前月比で+0.1%と低い伸びとなった。

### 雇用情勢：労働需要に加速感、需給ひっ迫の解消は一步後退

1月の雇用統計（事業所調査）は、非農業部門全体が+35.3万人と、大幅に増加した12月（+33.3万人）から一段と伸びを高めた。単月の変動を除くために3か月平均でも、1月にかけて再拡大しており（2023年5～7月平均：+24.2万人→2023年8～10月：+20.7万人→2023年11月～2024年1月：+

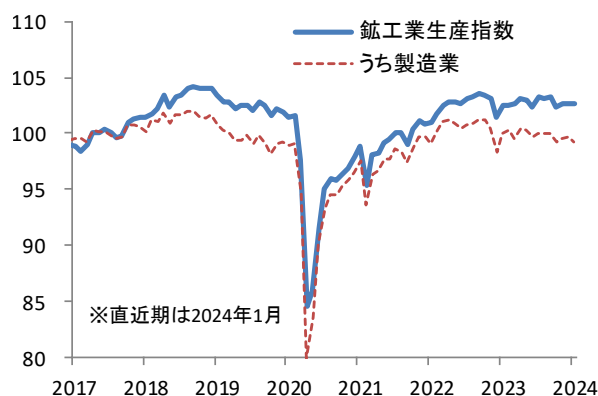
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

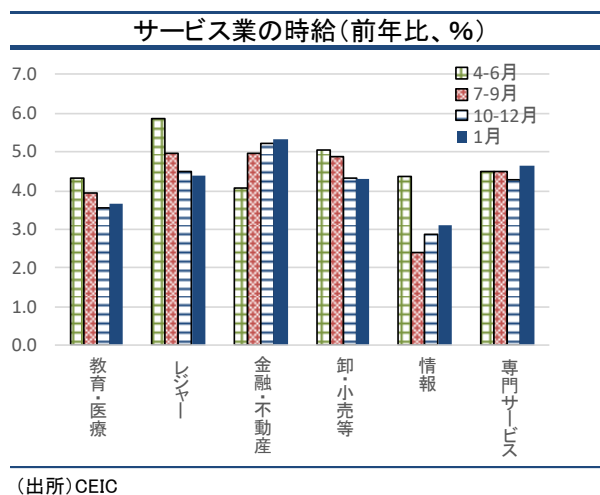
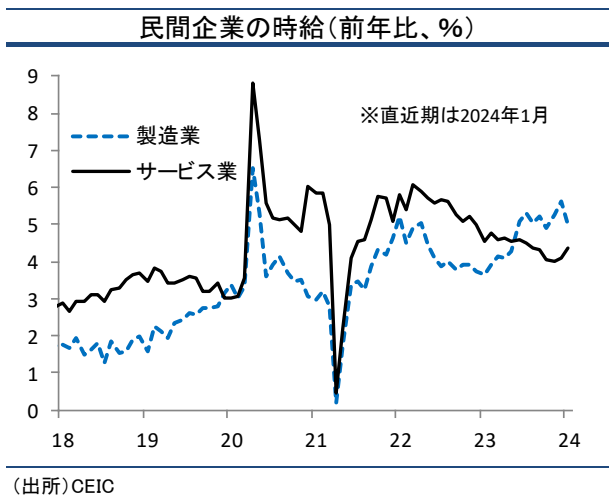
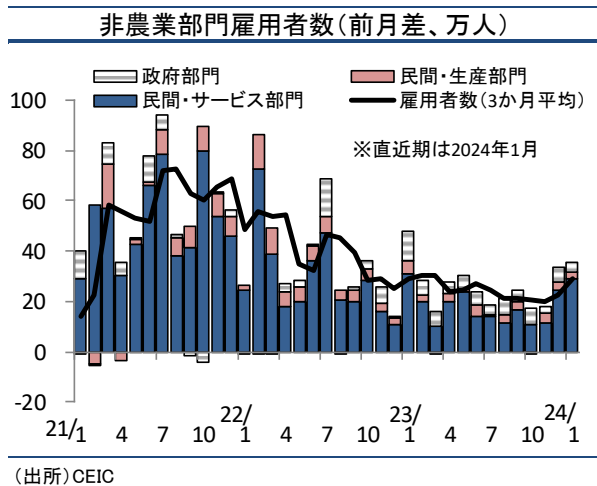
28.9 万人)、堅調な景気が労働需要の増加に及んでいる姿が窺える。内訳をみると、民間部門(12月: +27.8万人→1月: +31.7万人)の伸びが全体を押し上げており、増加数のほとんどをサービス部門(+24.5万人→+28.9万人)が占めた。さらに、サービス部門の中でも、業務サポートなどの専門・事業サービス(+3.5万人→+7.4万人)、ヘルスケアなどの教育・医療(+5.4万人→+7.0万人)など、人手不足感が強い業種が全体を押し上げた。

労働供給については、労働参加率が1月は62.5%と12月(62.5%)から横ばいとなったことなどから、1月の労働

力人口の増加幅は+12.4万人と、2023年平均の+20万人程度/月と比べると低い伸びにとどまった。こうしたもとで、上記の通り、企業の堅調な労働需要が続いたことから、1月の失業率は3.7%と12月(3.7%)の低水準のまま横ばいとなった。また、労働需給を求人率(求人件数/＜就業者数+求人件数＞)からみると、コロナ禍前の水準(2019年平均: 4.5%)に向けた低下基調を維持してきたが(1~3月平均: 6.1%→4~6月平均: 5.8%→7~9月平均: 5.6%→10~12月: 5.4%)、1月は労働需要の高まりを受けてその動きが一服するとみられる。労働需給ひっ迫の解消に向けては、一進一退の動きが続いている。

1月の民間部門の時給は、前年比が+4.5%と昨年12月(+4.3%)から上昇した。また、3か月前比年率でみても1月は+5.4%と、昨年12月の+4.2%から伸びが高まり、コロナ禍前の伸び(2019年前年比: +3.3%)を大幅に上回った。ただ、時給の計算においては、1月の労働時間が悪天候により週平均で34.1時間と12月(34.3時間)から減少したこと少なからず影響したとみられる。実際に、労働時間も加味した雇用者報酬の伸びは、前年比で+3.0%、3か月前比年率でみても+2.9%とコロナ禍前と同様の伸び(2019年前年比: +3.0%)にとどまった。以上を踏まえ、賃金が再び過熱し始めたとの判断はまだ早計ながら、伸び鈍化の動きが一服していることは否定できない状況にある。

時給の伸びを業種別にみると、製造業の伸びが低下(12月前年比: +5.6%→1月: +5.0%)した一方、サービス業は2か月連続で上昇した(+4.1%→+4.4%)。サービス業の1月の前年比は、10~12月平均の+4.0%と比較しても1月は伸びを高めており、内訳は、卸・小売等(10~12月平均前年比: +4.3%→1月前年比: +4.3%)やレジャー(+4.5%→+4.4%)では概ね横ばいであるものの、専門・事業サービ





ス（+4.3%→+4.6%）や情報（+2.9%→+3.1%）などを中心に上昇率が高まった。サービス業は賃金と消費者物価の関係が強いことから、インフレ率の下げ止まりにつながらないか、注意が必要である。

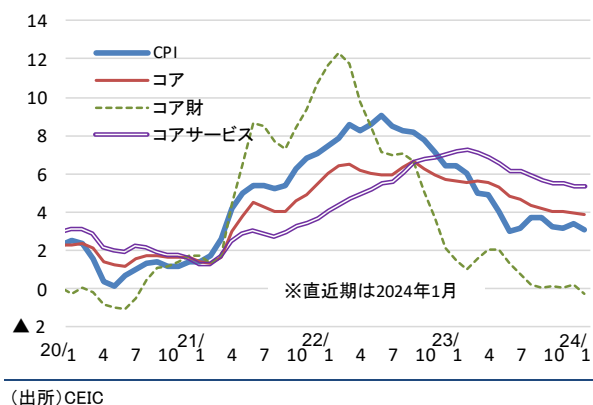
### 物価：堅調な需要を背景にサービス価格の伸び鈍化が一服

消費者物価指数（CPI）の1月の前年比は、エネルギーのマイナス幅が拡大（12月前年比▲2.0%→1月▲4.6%）したことを背景に、指数全体では12月からプラス幅が縮小した（+3.4%→+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、1月の前年比が+3.9%と12月の+3.9%から横ばいとなった。コア指数の伸びを3か月前比年率でみると、1月は+4.0%と12月の+3.3%から加速しており、インフレ率が下げ渋り始めている状況にあると判断できる。

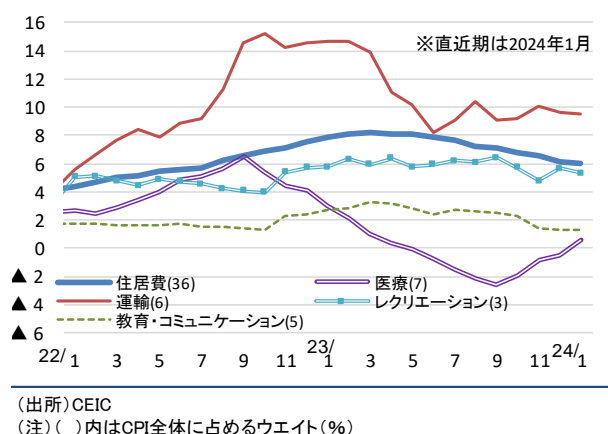
コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、1月は▲0.3%と12月（+0.2%）からマイナスに転じた。前月比でも、1月は▲0.3%と3か月連続で下落しており、財価格の上昇圧力は弱い。内訳をみると、新車や中古車、衣料品、医療品など多くの品目で伸びが鈍化ないしはマイナス幅が拡大している。財価格は+0%程度の低い伸びが続いており、世界的な供給制約が解消<sup>3</sup>し、原油価格が落ち着くなど製造コストが安定していることを踏まえると、FRBのインフレ目標である+2%の上昇率を超えていく可能性は低いと考えられる。

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、1月の前年比が+5.4%と12月（+5.3%）から上昇した。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と帰属家賃の緩やかな伸び鈍化の継続<sup>4</sup>により、1月の前年比が+6.0%と12月（+6.2%）から引き続き低下した。ただ、1月の住居費は、内訳に含まれるホテル宿泊価格が加速したことから、緩やかな低下にとどまった。また、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の価格上昇<sup>5</sup>に加え、病院サービスの価格が伸びを高めたことから、前年比でプラスに転じた。さらに、運輸サービス、レクリエーション、教育・コミュニケーションなどは伸びが概ね横ばいとなった。サービス産業では、底堅い個人消費が続いていることに加え、上記の通り再び賃金上

インフレ率の推移（前年比、%）



コアサービス（前年比、%）



<sup>3</sup> 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、2023年2月以降は、2023年11月を除いて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いている。

<sup>4</sup> CPIの家賃は既存契約分であるが、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いることから、こ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。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/>

<sup>5</sup> 医療保険は保険会社の利益を元に試算され、2022年10月から価格下落が続いてきた。2023年10月から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、医療保険は価格上昇が続いている。

昇などコスト上昇圧力が強まる兆しがあり、サービス価格の伸び鈍化の一面につながっている。

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、1月は+2.6%と12月（+2.6%）から横ばいとなった。前月比でみると、1月は+0.6%と1年ぶりの高い伸びとなり、今冬の需要の高まりにより、伸び鈍化の動きが一服したと考えられる。PPIは2023年中には前月比で+0.2%程度の低い伸びが続く、企業活動における物価の伸びがいち早くコロナ禍前に近付いたことが物価上昇圧力を弱めていただけに、こうした状況に変化が生じているか注意が必要である。

### 金融政策:1月FOMCでは早期利下げ期待をけん制

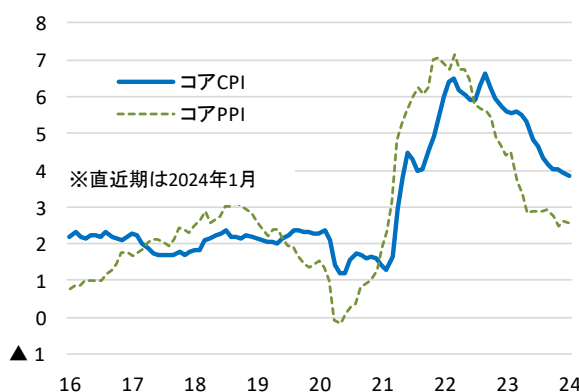
1月30日～31日のFOMCでは、政策金利を5.25～5.5%に据え置くことを全会一致で決定した。政策金利の据え置きは4会合連続となる。

FRBのパウエル議長は、FOMC後の記者会見で、最近の雇用や物価の状況について「リスクバランスが改善している」と評価し、ソフトランディングの実現に引き続き自信をみせた。ただ、「足元のインフレ鈍化は、労働市場やサプライチェーンの回復といった（金融政策の影響が及びづらい）供給面の改善に支えられている面が大きい」として、「2%の物価目標達成に向けてはさらなる情報が必要」と、インフレ沈静化には慎重な姿勢を維持した。

政策金利に関しては、声明文で、追加利上げの可能性を示唆してきた「追加利上げ決定の条件」に関する文言が削除された。また、パウエル議長は「政策金利は引き締め領域にある」と述べたうえで、「政策金利は今回の引き締めサイクルにおけるピークにある可能性が高い」と述べ、現在の政策金利がピークになる公算が大きいことを改めて強調した。一方で、今後の利下げに関しては、声明文で「2%の物価目標達成に向け、より確かな自信を得るまで利下げは適切ではない」と記し、利下げを急いでいないことを示した。さらに、パウエル議長の記者会見で、「3月会合までにインフレ率が持続的に2%に向かうと確信できるレベルに達する可能性は低い」と述べ、金融市場で広がっていた3月FOMCでの利下げ観測をけん制した。

当社は、景気減速が後ずれしている可能性が高まっていることを踏まえ、これまで5月としてきた利下げ開始時期の予想を、インフレ鈍化の継続とともに、春以降の景気鈍化を示す経済指標が確認できる6月に変更する。6月以降は、引き締め過ぎへの懸念から、FRBがインフレ指標として重視するコアPCEデフレーター前年比の低下幅を上回るペースで利下げが進み、2024年を通じては1%程度の利下げがなされると見通す。また、QTの見直しについては、FRBは、債券市場や短期金融市場の混乱を回避するよう<sup>6</sup>、今年央ごろまでに、QTのペースの減速に踏み切ると見込む。その後も、市場の安定化のため、QTの終了も

CPIとPPI(前年比、%)



(出所)CEIC

(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。

<sup>6</sup> 詳細は、2024年1月25日付 Economic Monitor 「米国経済：景気底堅く、先行きのインフレ再燃懸念くすぶる」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2519/>

視野に入れて政策検討を進めていくと予想する。

## 景気見通し:2024 年央にかけて景気減速

1～3 月期の実質 GDP 成長率は、昨年 10～12 月期からは伸びが鈍化するものの、前期比年率で+2%を上回る成長率で着地する可能性が高まっている。これは、足元で、①雇用情勢が企業の良好な景況感を背景に悪化しておらず、②株価がハイテク企業にけん引される形で底堅く推移していることが背景である。こうしたもとで、家計の可処分所得の伸びは維持され、家計に対する逆資産効果も働いていないことから、昨年末にかけて加速した個人消費の増勢がさほど弱まっていないと考えられる。2024 年の実質 GDP 成長率（前年比）の見通しは、①2023 年 10～12 月期の想定を超えた実質 GDP の増加（それに伴う 2024 年の高い発射台）、②2024 年入り後の底堅い需要を背景に、昨年 12 月時に予想した+1.6%から+2.3%に上方修正する。

一方で、米国経済の成長率は、2023 年中は労働供給の急増を主因に大幅に高まったが、労働供給の増加ペースは足元で鈍化している（後述）。米国経済の潜在成長率（巡航速度）が+2%

程度であることを前提とすると、1～3 月期もそれを上回るペースの需要増が続けば、インフレ率は下げ渋り、労働需給<sup>7</sup>の緩和も遅れることとなる。そうした状況は、足元の経済指標からも窺えており、金融市場における過度な利下げ観測が修正され、長期金利が上昇するなど金融環境が引き締まっている。

先行きを展望すると、4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率で+1%程度と潜在成長率である+2%程度を下回るまで減速すると見込む。まずは、GDP の約 7 割を占める個人消費が、①インフレ率の下げ渋りによる実質賃金の伸び鈍化、②金利上昇を背景とした株価伸び悩みによる消費意欲の減退により、増勢が弱まることとなる。さらに、最終需要の伸び悩みを受けて、③企業の労働需要が弱まり、家計の可処分所得の伸び鈍化により、個人消費は一段と減速すると見込む。これと並行して、設備投資は、バイデン政権の経済対策の影響が一巡するもとで、金融引き締めを受けた企業の資金調達環境悪化の影響により、停滞すると見込む。特に企業の社債は、コロナ禍に低金利固定で発行された債券の高金利での借り換え増が見込まれており<sup>8</sup>、企業に対する逆風は強まる見込みである。年央にかけて、米国経済は停滞し、6 月には FRB の利下げが開始されると予想する。利下げ開始の前後で長期金利の低下が進み、株価も上昇に転ずるなど金融環境が再び緩和して、内需が下支えされることとなる。年末にかけては+2%程度の潜在成長率に向けて伸びを高めていく見込みである。

今後のリスクとしては、金融引き締めが必要以上に長期化することで、先行きの景気が犠牲となることが挙げられる。足元の需要に過熱感があることから、需給ひっ迫解消のために必要となる、先行きの需要の調整幅が

### 米国経済見通し

	2022	2023	2024	2025
GDP	1.9	2.5	2.3	1.8
個人消費	2.5	2.2	2.1	1.8
設備投資	5.2	4.4	1.6	2.5
住宅投資	▲ 9.0	▲ 10.7	1.4	1.1
在庫投資	0.5	(▲ 0.4)	0.1	0.0
純輸出	(▲ 0.5)	0.6	0.1	(▲ 0.1)
輸出	7.0	2.7	1.8	1.5
輸入	8.6	▲ 1.7	0.9	1.6
政府消費	▲ 0.9	2.8	1.6	1.0
公共投資	▲ 1.1	8.9	4.8	1.6
失業率	3.6	3.8	4.3	4.2
PCEコア	5.1	3.2	2.5	2.0
長期金利	3.8	4.4	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

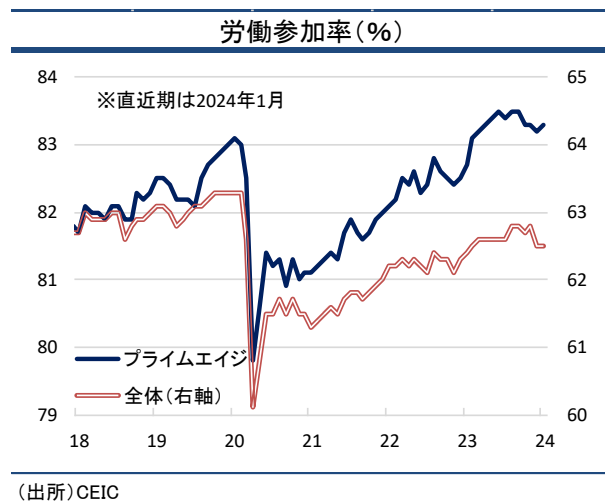
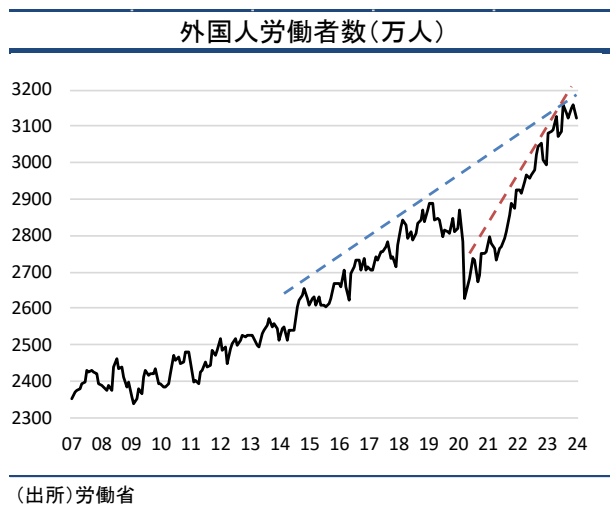
<sup>7</sup> 労働需要を就業者数+求人数、労働供給を労働力人口とした場合、労働需給ギャップ（労働需要－労働供給）は現状 250 万人程度である。

<sup>8</sup> 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。

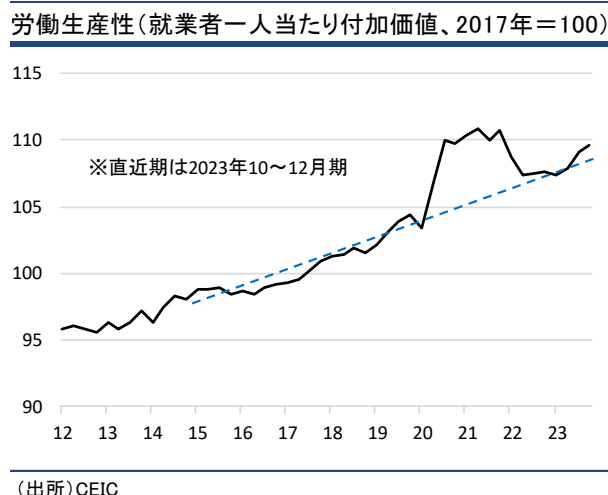
大きくなることを見込まれる。景気が減速する中で、企業の労働需要の減退が加速し、雇用者数が減少に転じるようなこととなれば、景気のオーバーキルとなるだろう。

### (米国の労働供給と潜在成長率<巡航速度>)

米国の労働供給に関して、昨年にかけては、外国人労働者の急増と労働参加率の上昇を背景に、労働力人口が速いペースで増加し、成長率を押し上げる状況が続いてきた。ただ、コロナ禍の各種制約等で渡米できていなかった外国人労働者は一旦流入した可能性があり<sup>9</sup>、外国人労働者はコロナ禍前のトレンド線に回帰した後に、足元では伸びが鈍化している。また、プライムエイジと呼ばれる働き盛りの25歳から54歳までの年齢層の労働参加率も頭打ち感があり、さらなる労働供給の押し上げに寄与することはないと予想する。この先は、労働力人口の伸びは、コロナ禍前と同様の前年比で+1.0%程度（年間170万人程度）で推移すると見込む。



他方で、雇用者一人当たりの労働生産性は、昨年後半に伸びを高めた。これにより、単位労働コストの伸びは低位に抑えられ、堅調な経済成長とインフレ鈍化の進捗が併存することとなった。しかしながら、教育・医療や専門・事業サービス、建設など、労働生産性がさほど高くない<sup>10</sup>業種では、労働供給がひっ迫する状況<sup>11</sup>が続いているとみられる。この先は、こうした業種における雇用増が続き、産業全体の労働生産性はコロナ禍前の、前年比で+1.0%程度の伸びに戻ると予想する。以上を踏まえて、2024年以降の米国経済の潜在成長率（巡航速度）は、+2%程度とコロナ禍前と同様のペースと見込む<sup>12</sup>。



<sup>9</sup> 不法移民については、足元でも大幅な流入が続いている。不法移民の流入動向は出国元の国内情勢に左右されるなど不確実性が高いものの、不法移民がもたらす社会不安に対する米国内の反発を背景に、バイデン政権も規制強化に舵を切り始めていることから、今後の労働力人口を押し上げるインパクトは大きくないと想定している。

<sup>10</sup> 専門・業務サービス、教育・医療、建設の労働生産性（各産業の付加価値と雇用者数から試算。2023年1~9月平均）は、全産業平均と比較すると、それぞれ、1.0倍、0.6倍、0.7倍である。

<sup>11</sup> 2023年10~12月平均の求人率はコロナ禍前（2019年平均）と比べ+0.8%Pt高く、労働供給がひっ迫した状況が続いている。特に、専門サービス（同+1.0%Pt）、教育・医療（+1.9%Pt）、建設（+1.2%Pt）などのひっ迫度が強いとみられる。

<sup>12</sup> 2024年2月に公表された米国議会予算議会局（CBO）の財政見通しでは、2024年~2028年の米国経済の労働力人口の伸びが+0.9%、労働生産性の伸びが+1.2%で、潜在成長率は+2.2%と予想している。