

米国経済：景気減速の兆し散見も、インフレ率下げ渋りは継続

米国経済の柱である個人消費は、インフレ率の下げ渋りによる実質賃金の伸び鈍化を背景に、増勢が弱まりつつある。また、個人消費を支える雇用情勢は、2月は失業率が上昇するなど労働需給の緩和が確認され、企業マインドは幾分悪化した。このように、景気減速の兆しが再び散見され始めているが、インフレ率は、サービスを中心に依然下げ渋っている。こうした中、FRBは、3月FOMCにおいて、インフレ再燃リスクだけでなく、過度な金融引き締めによる景気悪化リスクにも配慮が必要として、年内に利下げを開始する方針を引き続き示唆した。金融市場はFRBが利下げに対して前向きととらえ、長期金利低下とそれに伴う株価上昇など金融環境は幾分緩和した。景気が過熱気味のまま下支えされ、インフレ率が下げ渋る可能性が高まったとも考えられる。結果的にFRBの利下げ開始が遅れ、過度な引き締めとなるリスクには引き続き注意が必要だろう。

金融政策：景気見通し大幅上方修正、年内利下げ開始の方針は維持

3月19～20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。金利据え置きは5会合連続となる。パウエル議長は、会合後の記者会見で、今年入り後のインフレ率の下げ渋りを認めたとうえで、「今後も不安定な動向が続きながらも、インフレ率が目標の+2%に向け低下していく方向性は変わっていない」と述べた。また、雇用情勢について、「(移民流入増などによる)大幅な労働供給によって、賃金上昇率の伸びは緩やかになっている」として、堅調な労働需要がインフレ鈍化と両立するとの考えを暗に示した。さらに、インフレ再燃リスクを引き続き注視する一方で、過度な金融引き締めによる景気悪化リスクとのバランスをとることが重要とし、年内利下げ開始の可能性が高いことを示唆した。

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)。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+2.1%と昨年12月時点の+1.4%から大幅に上方修正され、2025年第4四半期と2026年第4四半期についても小幅に上方修正された。今後も目立った景気減速がなく、FRBが長期の実質GDP成長率とする+1.8%を上回る成長が続くことが見通されたことになる。パウエル議長が記者会見で述べたように、大幅な労働供給等が成長率を押し上げる姿が想定されていると考えられる。

FOMC参加者の見通し(中央値)

	(%)			
	2024	2025	2026	長期
経済成長率	2.1	2.0	2.0	1.8
(12月予想)	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	4.0	4.1	4.0	4.1
(12月予想)	4.1	4.1	4.1	4.1
PCEデフレーター	2.4	2.2	2.0	2.0
(12月予想)	2.4	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.6	2.2	2.0	—
(12月予想)	2.4	2.2	2.0	—
政策金利	4.6	3.9	3.1	2.6
(12月予想)	4.6	3.6	2.9	2.5

(出所)FRB

(注1)2024～2026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

失業率は、12月時点の見通しから、2024年第4四半期と2026年第4四半期が幾分下方修正された。もっとも、足元(2月時点)の失業率3.9%が、この先、FRBが長期の失業率とする4.1%の水準に向かって幾分上昇し、雇用情勢は軟着陸するという姿に大きな変更はなかった。すなわち、堅調な景気のもとでも、

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。

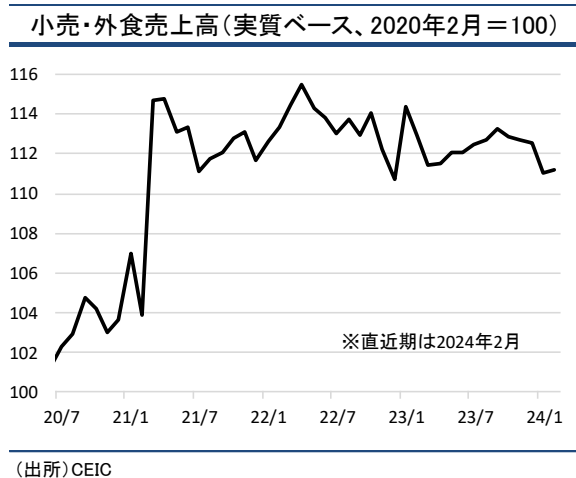
労働需給は緩やかに解消し、賃金上昇率も伸びが鈍化することが想定されているとみられる。こうした中、インフレ率の見通しは、2024年第4四半期のコアPCEデフレーターが+2.6%と、12月見通し時の+2.4%から上方修正されるなどの細かな修正があった。ただ、2024年中には+2%台半ばまで伸びが鈍化し、その後は2026年にかけて目標である+2%に向けて緩やかに低下するという方向性は維持された。

政策金利の見通しは、2025年末と2026年末こそ12月時から上方修正されたものの、2024年末は4.6%と予想（現状の5.4%から0.75%Pt程度の利下げに相当）され、12月時点から修正はなかった。堅調な景気とインフレ鈍化が同時に進むことを中心的な見通しに据えたうえで、過度な金融引き締めによる景気悪化リスクに配慮して、2024年中に複数回の利下げを実施する方向性が窺える。

当社は、2024年6月に利下げが開始され、2024年を通じては1%程度の利下げがなされるとの予想を維持する。インフレ率が低下して実質金利が上昇しつつある中で、FRBは、景気を過度に抑制することを避けるために、予防的に利下げする方針を強めていると考えられる。また、当社は年央にかけて景気が減速すると見通しており（後述）、FRBは、景気配慮の姿勢から、利下げスタンスをはっきりさせてくると予想する。なお、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¹、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の終了も視野に入れて政策検討を進めていくと予想する。

個人消費：財(モノ)を中心に消費の増勢は弱まる

2月の個人消費は、1月の減少から幾分持ち直したものの、増勢は弱まっているとみられる。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、2月は前月比+0.1%と、寒波の影響等で落ち込んだ1月（▲1.4%）から幾分増加した。品目別（販売業態別）では、建材・園芸用品、自動車・同部品など、1月の落ち込みが目立った品目が反発した。ただ、多くの品目で1月の減少を取り戻すほどの勢いはなく、財消費では再び頭打ち感が強まっていると判断できる。



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、1月は前月比+0.4%と12月(+0.4%)と同様に堅調な伸びが続いた。しかしながら、内訳をみると、寒波を受けた光熱費の大幅増加が全体を押し上げており、光熱費を除くと、ヘルスケアや交通費は伸びが鈍化し、レクリエーションは4か月ぶりに減少するなど、全体として増勢は弱い。2月入り後も、サービス消費は底堅さが維持されているとみられるものの、全体として力強さはない。2月の小売・外食売上高に含まれる外食サービスは反発（名目ベース：1月前月比▲1.0%→2月+0.4%）した一方、サービス消費を押し上げてきた旅行関連については、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率は低迷している（1月前年比▲1.7%→2月▲1.8%）。また、米国運輸保安局(TSA)公表の航空機利用者数の伸びは引き続き縮小し（1月前年比+6.6%→2月+5.7%）、需要の過熱感は収まりつつある。

¹ 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/>

住宅投資：需要が急回復、底打ち感が強まる

2月の中古戸建販売は、前月比+10.3%と1月(+3.4%)から増勢を強めた。30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)が、高水準ながら落ち着いて推移(12月平均:6.9%→1月平均:6.6%→2月平均:6.7%)していることで、これまで抑えられてきた住宅需要が急回復したとみられる。これにより、中古住宅の在庫は、2月は販売件数の3.0か月分と、1月の3.5か月分から大幅に減少し、コロナ禍前(2019年平均3.9か月分)対比で在庫不足感が強まった。こうした需要の回復と、底堅い住宅供給ニーズを背景に、住宅着工戸数(戸建て)も、2月は前月比で+11.6%と、3か月ぶりに大幅に増加した。

3月入り後も、30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)は2月からおおむね横ばい(2月23日:6.9%→3月22日:6.9%)であり、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)も、大きな動きがみられない(2月平均:192→3月中旬までの平均:196)。ただ、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)は、3月が51と2月(48)から上昇し、4か月連続の改善となった。住宅市場は景況感でも底打ち感が強まっており、金利が大幅な上昇に転じなければ、需要は回復基調を辿ると考えられる。

企業部門：企業マインドは小幅ながら再び悪化

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、2月は47.8と1月(49.1)から悪化した。財(モノ)の個人消費に再び頭打ち感が強まる中で、好不況の境目である50を脱することができない状況が続いている。内訳を見ると、先行きの需要の強さを示す「新規受注」(1月:52.5→2月49.2)が悪化し、「雇用」(47.1→45.9)も労働需要の伸び鈍化を背景に低下した。

一方、ISM非製造業指数は、2月は52.6と1月(53.4)から幾分低下したものの、引き続き50を上回った。「新規受注」は2月が56.1と1月(55.0)に続き堅調な需要が示された一方、「雇用」は48.0と2か月ぶりに50を割り込み労働需要が弱まりつつあることが窺える。

こうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」は、非製造業は2月が58.6と1月(64.0)から低下したものの引き続き50を大幅に上回り、製造業も2月は52.5と1月(52.9)に続いて50を上回った。輸送費等のコストが比較的抑えられていると考えられるが、昨年末にかけての需要の高まりが価格上昇圧力として残存していることが窺える。

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。

2月の鉱工業生産指数は前月比で+0.1%と、1月(▲0.5%)から幾分上昇した。特に、全体の8割弱を占める製造業は、耐久財(1月前月比:▲1.1%→2月:+1.0%)と非耐久財(▲1.1%→+0.7%)がいずれも1月の落ち込みから反発し、2月は前月比+0.8%と1月(▲1.1%)から上昇した。もともと、継続的に上昇しているのは、半導体の供給制約解消により回復を続けるPC・電子機器(+0.5%→+0.7%)などに限られ、多くの品目は上昇と低下を繰り返しながら、横ばい、ないしは低下基調にある。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。

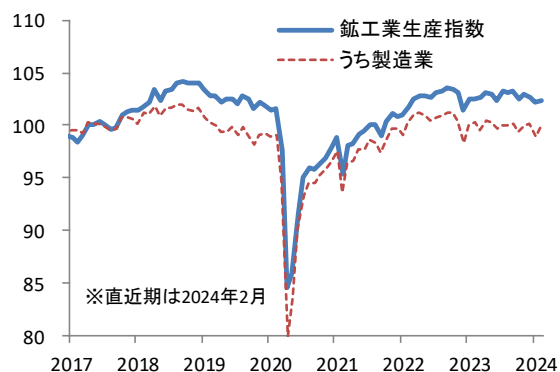
雇用情勢:労働力人口増で労働需給は緩和方向

2月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体が+27.5万人と、堅調に増加した1月(+22.9万人)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、2月にかけては再拡大しており(2023年6~8月平均:+21.1万人→2023年9~11月:+19.8万人→2023年12月~2024年2月:+26.5万人)、これまでの景気の底堅さが労働需要の増加に及んでいる姿が窺える。2月の雇用者数の内訳をみると、民間部門(1月:+17.7万人→2月:+22.3万人)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(+15.3万人→+20.4万人)が占めた。サービス部門では、業務サポートなどの専門・事業サービス(+4.0万人→+0.9万人)、ヘルスケアなどの教育・医療(+10.7万人→+8.5万人)など特に人手不足感が強いとみられる業種は伸びが鈍化したが、輸送・倉庫(▲2.9万人→+2.0万人)とレジヤ(+0.8万人→+5.8万人)の増加が全体を押し上げた。

一方で、雇用統計(家計調査)では、雇用者数がフルタイムを中心に▲18.4万人と減少するなど、雇用情勢に変調の兆しが窺える。家計調査はサンプル数が少なくデータの信頼性に劣るが、自営業者も計上するなどの特徴²があることから、事業所調査が捉え切れていない家計の所得環境の悪化が反映されている可能性がある。また、労働供給については、2月の労働力人口の増加幅は+15.0万人と、2023年平均の+20万人程度/月と比べると低いものの、堅調な伸びが維持された。このため、2月の失業率は3.9%と1月(3.7%)から上昇した。失業率は2022年1月以来の水準に達し、労働需給は緩和していることが示された。ただ、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、昨年10月以降ほぼ同じ水準が続く(2023年10月:5.2%→11月:5.4%→12月:5.3%→2024年1月:5.3%)、コロナ禍前の水準(2019年平均:4.5%)に向けた低下基調に足踏み感がある。このように、労働需給のひっ迫度を示す経済指標には濃淡があるが、需給緩和の方向は維持されていると考えられる。

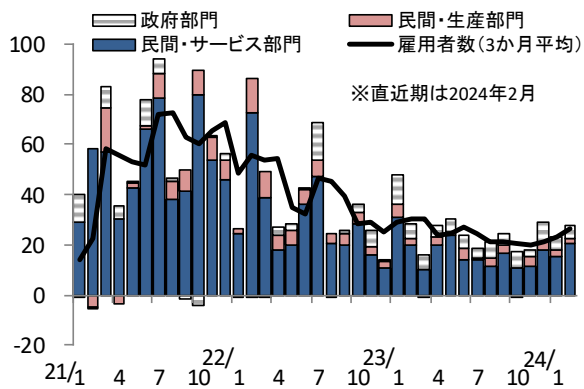
² 詳細は2022年11月24日付 Economic Monitor「米国経済:インフレにピークアウトの兆し」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2263/>

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



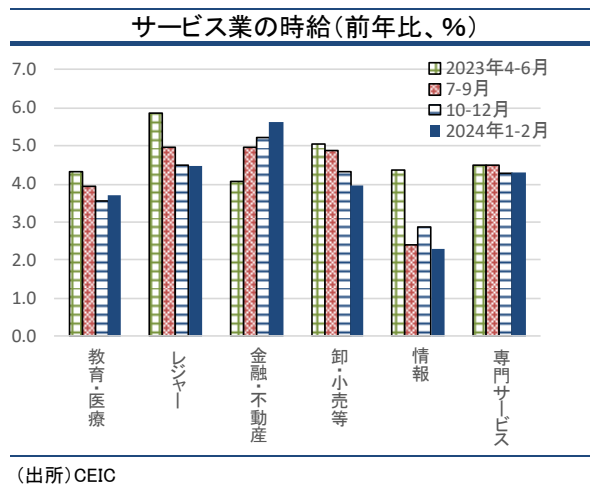
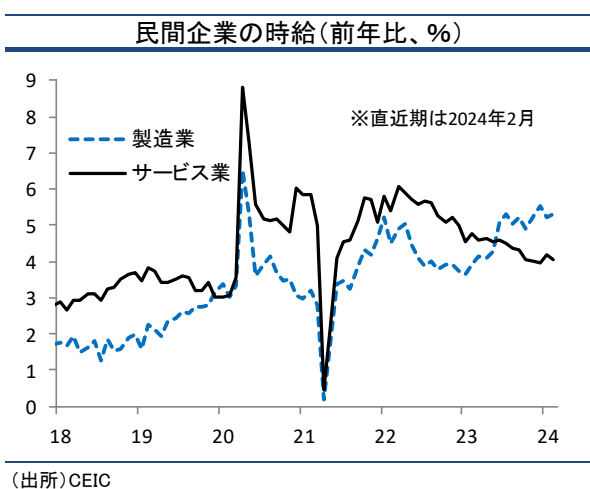
(出所)CEIC

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

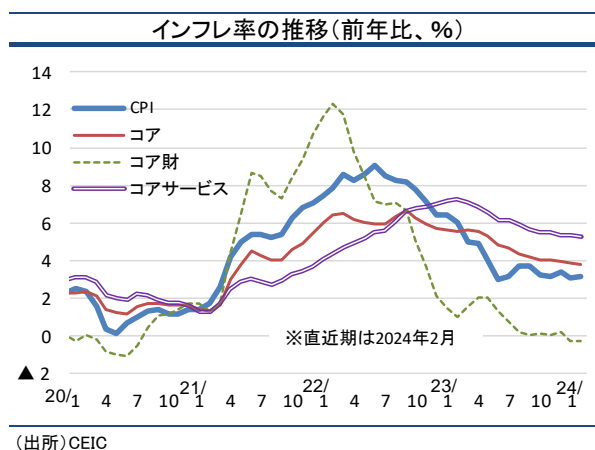
2月の民間部門の時給は、前年比が+4.3%と1月(+4.4%)から幾分低下した。3か月前比年率でも2月は+4.0%と、加速感があった1月の+5.0%から伸びが大幅に縮小した。ただ、コロナ禍前の伸び(2019年前年比: +3.3%)を引き続き上回り、雇用ひっ迫による賃金上昇圧力は根強い。時給の伸びを業種別にみると、製造業の伸びが幾分上昇(1月前年比: +5.2%→2月: +5.3%)した一方、サービス業は低下した(+4.2%→+4.0%)。ただし、サービス業も、1~2月平均では+4.1%と、10~12月平均の4.0%から幾分伸びを高めており、伸び鈍化の動きには足踏み感がある。内訳をみると、卸・小売等(10~12月平均前年比: +4.3%→1~2月平均: +4.0%)や情報(+2.9%→+2.3%)の伸びが低下する一方、教育・医療(+3.6%→+3.7%)や金融・不動産(+5.2%→+5.6%)では上昇率が高まるなど、業種毎でまだら模様となった。



物価: サービスを中心にインフレ率の下げ渋りが継続

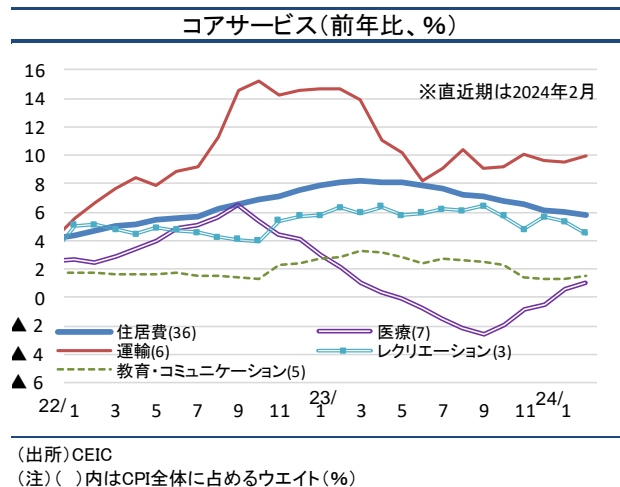
消費者物価指数(CPI)の2月の前年比は、エネルギーのマイナス幅が縮小(1月前年比▲4.6%→2月▲1.9%)したことを背景に、指数全体では12月からプラス幅が幾分拡大した(+3.1%→+3.2%)。一方で、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、2月の前年比が+3.8%と1月の+3.9%から幾分低下した。ただ、コア指数の伸びを3か月前比年率でみると、2月は+4.2%と1月(+4.0%)と同様に、目標となる+2%を大幅に上回っており、インフレ率が下げ渋る状況が続いている。

コア指数のうち、財(モノ)の前年比は、2月は▲0.3%と1月(▲0.3%)から2か月連続でマイナスとなった。財価格は昨秋以降、前年比で+0%程度の低い伸びが続いている。内訳をみると、新車や衣料品などを中心に、伸びが鈍化ないしはマイナス幅が拡大した。足元では原油価格が幾分上昇したが、世界的な供給制約が解消³した状態が続いていることから、製造コストへの影響は限定的とみられる。財価格が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低いと考えられる。



³ 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、

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、2月の前年比が+5.2%と1月（+5.4%）から低下した。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費が、2月は前年比が+5.7%と1月（+6.0%）から引き続き低下したことが主因である。住居費の主要品目である家賃と帰属家賃の緩やかな伸び鈍化が続いた⁴ほか、1月に加速したホテル宿泊価格も伸びが大幅に鈍化した。一方で、住居費以外のサービスのインフレ率については、全体として下げ渋る状況が続いている。医療サービスが医療保険の価格上昇⁵により、運輸サービスがレンタカーの価格上昇により、それぞれ伸びが幾分高まった一方、レクリエーションの伸びが鈍化するなど、品目によって区々の動きとなった。サービスは、底堅い個人消費が続いていることに加え、賃金コストの低下も一進一退であり、価格の伸び鈍化のペースは引き続き緩やかである。



景気見通し: 足元では底堅さ続くも、2024年央にかけては減速へ

1～3月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は、昨年10～12月期の+3.2%からは伸びが鈍化するものの、底堅い個人消費に支えられて、+2%を上回る成長率で着地すると予想する。これは、足元にかけては、①雇用情勢がさほど悪化しておらず、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強まっていないことから、昨年末にかけて加速した個人消費の増勢が保たれていると考えられる。

先行きを展望すると、4～6月期の実質 GDP 成長率は潜在成長率とされる+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は、①インフレ率の下げ渋りによる実質賃金の伸び鈍化、②株価伸び悩みによる消費意欲の減退により、増勢が弱まると予想される。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、雇用情勢の悪化に伴う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⁶、企業に対する逆風は強まる見込みである。年央にかけて経済が停滞するもとで、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、株価も上昇するなど金融環境が緩和して、内需が下支えされることとなろう。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。

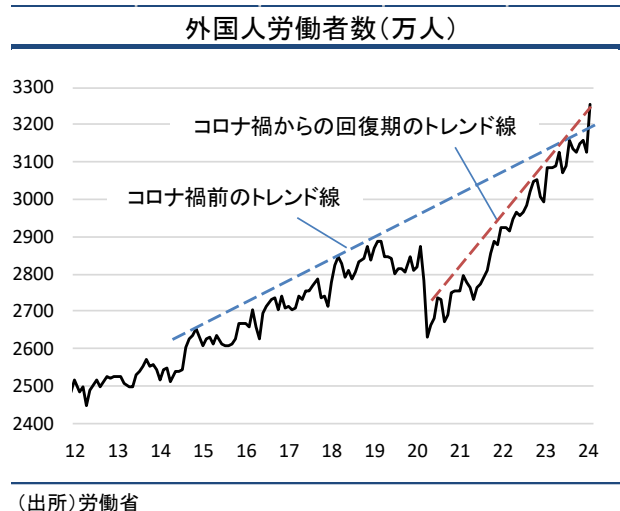
値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫)は、2023年秋以降は0程度で推移し、供給制約が解消した状態にあることが示されている。

⁴ 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/>

⁵ 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。

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。

なお、労働供給に関し、2月は外国人労働者の増勢が再び強まった。これにより、足元の労働力人口の増加ペースはコロナ禍前を上回り、成長率の押し上げと労働需給の緩和に寄与する状況が続いたと考えられる。当社は、労働力人口の伸びは、①労働参加率に頭打ち感があること、②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、③不法移民に対する規制強化の動き⁷から、この先はコロナ禍前と同様の伸びに回帰するとの前提を置いている。しかしながら、外国人労働者の動向は不確実性が高く、成長率のアップサイドリスクとして、引き続き注視する必要がある。



⁷ 不法移民については、足元でも大幅な流入が続いている。不法移民は難民申請等の処理が終わるまでの間は働くことができるとされる。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。