

## 米国経済：インフレ下げ渋り懸念が一段と強まる

米国の景気は個人消費を中心に底堅く、雇用情勢も良好さを維持している。1～3月期の実質 GDP 成長率は、巡航速度とされる+2%程度を上回ることが予想され、過熱感のある国内需要を背景に、インフレ率が下げ渋る状況が続いている。ただし、企業面では、低迷が続いてきた製造業は底打ちの兆しがあるものの、サービス業の景況感は引き続き悪化方向にあり、ページブックでも企業が価格転嫁に苦慮している姿が示されている。こうした中、FRB は、早期の利下げ開始に対する後ろ向き姿勢を強め、金融市場では長期金利が上昇して株価に対する下押し圧力が強まった。この先は、雇用情勢の緩やかな悪化とインフレ下げ渋りから実質可処分所得の伸び悩みが続き、軟調な株価を受けた消費意欲の減退なども加わって、個人消費は緩やかに減速すると見通す。

### 個人消費：インフレ下げ渋りで逆風吹くも、底堅さ維持

3月の個人消費は増勢を維持したと考えられる。財（モノ）への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、3月は前月比+0.3%と、2月（+0.5%）から引き続き増加した。ただ、寒波の影響を背景とした1月の大幅減（前月比▲1.2%）からは回復しきれておらず、1～3月期でみると、10～12月期対比で▲0.9%と減少した。品目別（販売業態別）では、オンラインや一般小売店の増加が全体を押し上げた一方、衣料品やスポーツ・玩具などが減少しており、財消費は品目ごとの強弱がはっきりと分かれた。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

また、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、2月は前月比+0.6%と1月（+0.3%）から加速した。内訳をみると、金融サービスとヘルスケアの堅調な増加が続いているほか、航空などの輸送サービスや法務サービスなどが全体を押し上げた。このように、2月もサービス消費は堅調さを維持したが、金融サービスや法務サービスなどは必ずしも消費意欲の強さによるものではないと考えられ、多少割り引いてみる必要があるだろう。3月入り後も、サービス消費は全体として力強さこそないものの、増勢が続いているとみられる。3月の小売・外食売上高に含まれる外食サービスは、1月の大幅減からの回復が続いている（名目ベース：1月前月比▲0.9%→2月+0.5%→3月+0.4%）。また、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が（2月前年比▲1.8%→3月▲2.5%）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸びはやや拡大するなど（2月前年比+5.7%→3月+6.8%）、品目により需要の強さは区々である。

個人消費に影響が大きい実質可処分所得をみると、足元で伸びが鈍化している（前月比：2023年7～9月平均+0.0%→10～12月平均+0.3%→2024年1～2月平均+0.0%）。堅調な雇用増により名目ベースの可処分所得の増勢が続いているものの（+0.3%→+0.3%→+0.3%）、インフレ率（PCEデフレーター前

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。

月比：+0.3%→+0.0%→+0.4%）の下げ渋りが実質ベースの所得を押し下げていることが背景である。また、消費性向<sup>1</sup>は上昇しているが（2023年7～9月平均：91.9%→10～12月平均：92.2%→2024年1～2月平均：92.4%＜2019年平均：89.2%＞）、更なる上昇は見込み難いと考えられる。これは、①株価は金利上昇を背景に頭打ち感があり、資産効果が期待しづらくなっていること、②消費者の各種ローンへの金利支払い負担は高止まりし（可処分所得比：2.6%→2.6%→2.5%＜2019年平均：2.1%＞）、クレジットカードや自動車ローンなどの延滞率が上昇傾向にあるなど、消費者負担が増していることが背景である。雇用情勢は良好で個人消費が腰折れする兆しはないが、緩やかに伸びが鈍化する方向にあると考えられる。

### 住宅投資：金利再上昇で底打ちの動きが一服

住宅市場は、中古戸建販売が3月は前月比▲4.3%と2月（+10.3%）から減少し、住宅着工戸数（戸建て）も、3月は前月比で▲12.4%と、2月（+14.6%）から減少した。2月にかけて、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が高水準ながら比較的落ち着いて推移したことから（12月平均：6.9%→1月平均：6.6%→2月平均：6.7%→3月平均6.8%）、それまで抑えられていた住宅需要が急回復したが、3月はその反動が出た形である。

4月入り後は、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）が幾分増加（3月平均：196→4月中旬までの平均：199）し、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、4月は51と3月（51）から横ばいとなるなど、需要が冷え込みを増す様子はない。ただ、利下げ観測の後退を受けた長期金利の上昇で、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が再び上昇（3月22日：6.9%→4月19日：7.1%）していることから、当面は住宅購入を先送りする動きが出ると考えられる。住宅市場は底打ちした公算が大きいですが、回復の動きは一旦弱まると考えられる。

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

### 企業部門：製造業底入れの一方、非製造業の景況感は緩やかに悪化

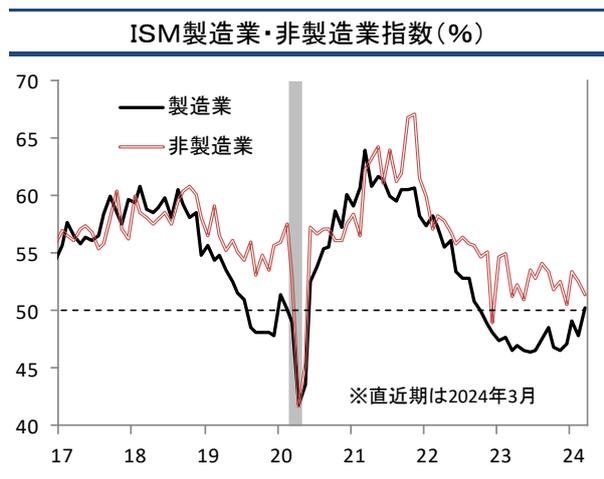
企業の景況感に関し、製造業のマインドを示すISM製造業指数は、3月は50.3と2月（47.8）から上昇した。財（モノ）の個人消費が持ち直す中で、約1年半ぶりに好不況の境目である50を超え、底入れ感が強まっている。内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（2月：48.4→3月54.6）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（49.2→51.4）はいずれも50を上回り、需要に裏打ちされた生産回復という状況が確認できる。

一方、ISM非製造業指数は、3月は51.4と2月（52.6）から幾分低下した。「事業活動」（57.2→57.4）や「新規受注」（56.1→54.4）は引き続き50を上回り、業況自体は拡大を続けていると考えられる。一方で、人手不足の解消により需給が緩和しつつあるとみられ、「雇用」（48.0→48.5）と「入荷遅延」（48.9→45.4）

<sup>1</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/>

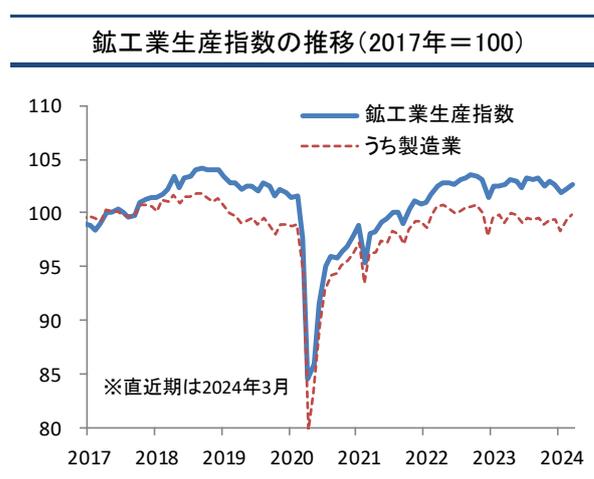
はいずれも2か月連続で50を割り込んだ。

こうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」も、製造業と非製造業で区々の動きとなった。製造業は3月が55.8と2月(52.5)から上昇し、今年入り後3か月連続で50を超えるなど、再び価格上昇圧力が強まっていることが窺える。世界的な供給制約が解消<sup>2</sup>した状態が続いているが、需要の底入れや原油価格の上昇を受けた輸送費等のコスト上昇などが背景と考えられる。一方で、非製造業は3月が53.4と2月(58.6)から低下して、価格上昇圧力が弱まりつつあることが窺える。



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

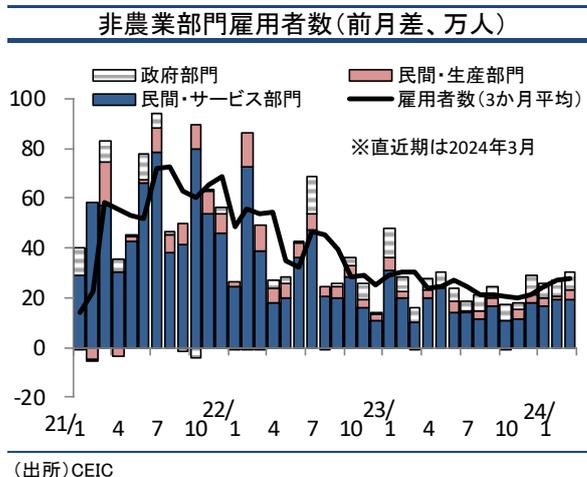


(出所)CEIC

3月の鉱工業生産指数は前月比で+0.4%と、2月(+0.4%)から引き続き上昇した。全体の8割弱を占める製造業は、耐久財(2月前月比: +1.3%→3月: +0.3%)と非耐久財(+1.1%→+0.7%)はいずれも上昇し、3月は前月比+0.5%と2月(+1.2%)から続伸した。製造業は、需要の回復を背景に、耐久財では輸送用機器、非耐久財では石油・石炭製品が2~3月の上昇をけん引し、寒波の影響で落ち込んだ1月を上回る水準となった。もっとも、製造業を中心とした鉱工業生産が、2022年以降の水準を超えるには、更なる勢いが必要である。

### 雇用情勢: 堅調な労働供給と需要が継続、賃金鈍化は足踏み

3月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体が+30.3万人と、堅調に増加した2月(+27.0万人)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、3月にかけては再拡大しており(2023年7~9月平均: +21.3万人→2023年10~12月: +21.2万人→2024年1月~3月: +27.6万人)、堅調な景気を受けた労働需要と、それに応える旺盛な労働供給が背景にあると考えられる。3月の雇用者数の内訳をみると、民間部門(2月: +20.7万人→3月: +23.2万人)と政府部門(+6.3万人→+7.1万人)はいずれも一段と伸びを高め



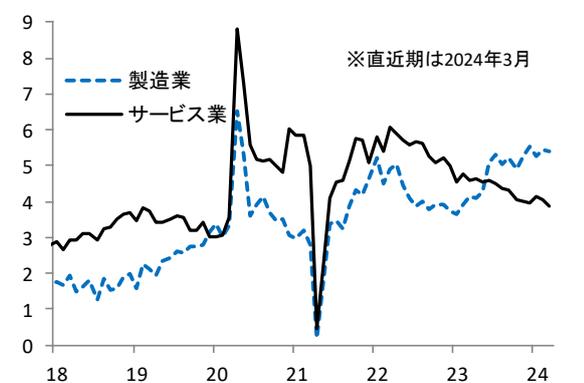
<sup>2</sup> 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数(GSCPI)」(NY連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫)は、2023年秋以降は0程度で推移し、供給制約が解消した状態にあることが示されている。

た。民間部門では、教育・医療（+8.2万人→++8.8万人）などを中心にサービス部門（+19.0万人→+19.0万人）の高い伸びが続き、建設（+2.6万人→+3.9万人）を中心に生産部門（+1.7万人→+4.2万人）の伸びが拡大した。

労働供給について、雇用統計（家計調査）では、3月の労働力人口の増加幅が+46.9万人と、2023年平均の+20万人程度/月と比べて大幅な伸びとなった。旺盛な労働供給を堅調な労働需要が吸収する形で、3月の失業率は3.8%と2月（3.9%）からおおむね横ばいとなった。失業率は、2023年春の3.5%程度を底に上昇基調にあるが、その動きは一進一退である。また、労働需給を求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）からみても、昨年10月以降ほぼ同じ水準が続き（2023年10月：5.2%→2024年2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。

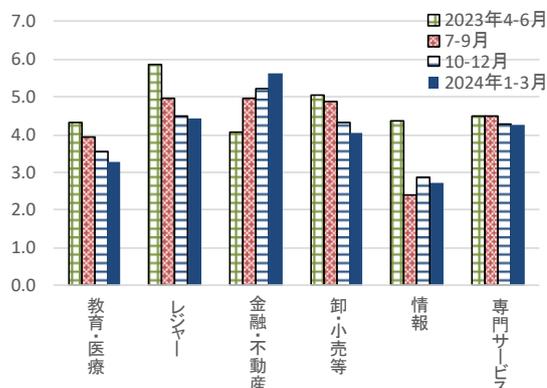
3月の民間部門の時給は、前年比が+4.1%と3月（+4.3%）から幾分低下した。ただ、コロナ禍前の伸び（2019年前年比：+3.3%）を引き続き上回り、また、より直近の動きを表す3か月前比年率でも+4%程度の伸びが続くなど、賃金上昇圧力は根強い。時給の伸びを業種別にみると、製造業の伸びが横ばいとなった（2月前年比：+5.4%→3月：+5.4%）。サービス業は幾分低下（+4.0%→+3.9%）したが、1～3月平均では+4.0%と10～12月平均（+4.0%）から横ばいであり、伸び鈍化の動きには足踏み感がある。サービス業の内訳をみると、教育・医療（10～12月平均前年比：+3.6%→1～3月平均：+3.3%）や卸・小売等（+4.3%→+4.1%）などの伸びが低下する一方、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。業種によって労働供給の多さに違いがあり、労働需給のひっ迫解消も一進一退であることが賃金動向にも表れている。

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

このように、労働市場は堅調さを示すが、過熱する状況とまでは考えられない。まず、自己都合での離職率は、既にコロナ禍前を下回る水準まで低下（2023年平均：2.4%→2024年1～2月：2.2%＜2019年平均：2.3%＞）しており、処遇改善等を見込んだ転職の動きは正常化している。また、3月の労働力人口の増加は、24歳以下の若年層の労働参加率の上昇（2月：55.9%→3月：56.8%）が主因であるが、若年層が学生ローンや消費者向けローンの支払いに苦慮して就労に迫られている可能性がある。さらに、家計調査からは、フルタイムの雇用者数の伸びが頭打ち（▲18.7万人→▲0.6万人）している一方、賃金水準が低いと考えられるパートタイム（+5.1万人→+69.1万人）の大幅な伸びが全体をけん引しており、企業の労働コスト圧縮の動きが根強いことも窺える。底堅い景気を背景とした労働需要を、旺盛な労働供給が満たす好循環が続く中で、売り手市場は徐々に終わりに近づいており、雇用情勢は緩やかに悪化していくことが見込まれる。

## 物価：インフレ率はサービス中心に下げ渋り

消費者物価指数（CPI）の3月の前年比は、エネルギーの伸びがプラスに転じた（2月前年比▲1.9%→3月+2.1%）ことを背景に、指数全体では2月からプラス幅が拡大した（+3.2%→+3.5%）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、3月の前年比が+3.8%と2月の+3.8%から横ばいとなり、より直近の動きを表す3か月前比年率では、3月は+4.5%と2月（+4.2%）から伸びを高めた。今年入り後は、CPIの伸び鈍化は進捗しておらず、下げ渋る状況がはっきりしている。

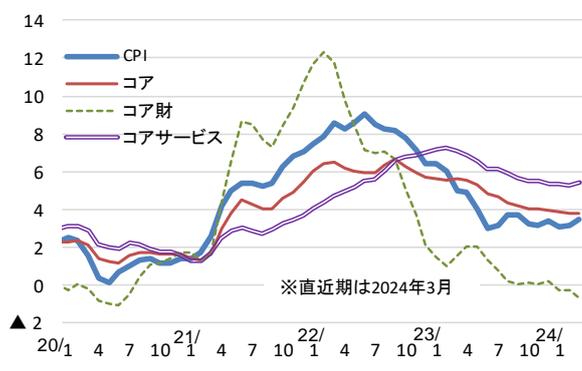
コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、3月は▲0.7%と2月（▲0.3%）からマイナス幅が拡大した。財価格は昨秋以降、前年比で+0%程度の低い伸びが続いている。内訳をみると、新車や中古車、医療品を中心に、伸びが鈍化ないしはマイナス幅が拡大した。足元では原油価格が上昇基調にあるが、世界的な供給制約が解消<sup>3</sup>した状態が続いていることから、製造コストへの影響は限定的とみられる。財価格がFRBのインフレ目標である+2%の上昇率を超えていく可能性は引き続き低いと考えられる。

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、3月の前年比が+5.4%と2月（+5.2%）から上昇した。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、3月は前年比が+5.7%と2月（+5.7%）から横ばいとなった。住居費の主要品目である家賃と帰属家賃の伸び鈍化の動きは続いているものの<sup>4</sup>、そのペースは非常に緩やかである。また、住居費以外のサービスのインフレ率は全体として伸びが高まった。ただ、3月のサービス価格は、医療（+1.1%→+2.1%）と運輸（+9.9%→+10.7%）が押し上げており、その中でも、病院サービス、ホームケア、自動車修理、自動車保険といった品目に集中している。これらの品目は、これまでの人件費や自動車価格の上昇のコストを価格転嫁させていると考えられ、現在の景気と関係が深いと考えられるレクリエーション（+4.5%→+4.5%）や教育・コミュニケーション（+1.5%→+1.4%）の伸びは横ばいである。インフレ上昇圧力が強まり、サービス価格が加速する状況までには至っていないと考えられる。

## 金融政策：FRBの早期利下げに対する消極姿勢強まる

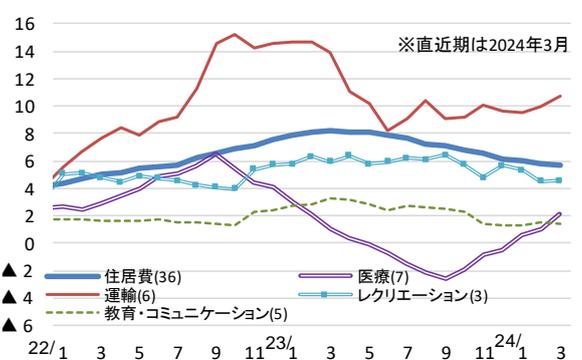
インフレ下げ渋り、底堅い雇用情勢、堅調な景気を示す経済指標が続いていることを受けて、FRBの早期

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

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(%)

<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。

<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/>

利下げに対する消極姿勢が強まっている。FRBのパウエル議長は、4月16日の討論会で「インフレ率が2%に向けて鈍化する確信を得るには予想以上に時間がかかりそう」と述べ、早期の利下げ開始に後ろ向きととられる発言をした。パウエル議長は、3月FOMCで、「インフレ再燃リスクと過度な金融引き締めによる景気悪化リスクのバランスが重要」としてきたが、インフレ抑制を重視する姿勢を改めて強めた形である。また、NY連銀のウィリアムズ総裁は、パウエル議長と同様に金融政策に対してハト派（景気重視）とタカ派（物価重視）の中間的な立場にあるとされるが、4月18日の講演では「利下げの緊急性は感じていない」と述べた。その他の多くのFRB高官も同様の発言をしており、FRB全体で早期利下げに対する後ろ向きのスタンスが強まっている。

当社は、FRBの早期の利下げに対する消極姿勢の強まりを受けて、2024年6月としてきた利下げ開始の予想時期を7月と修正する。ただ、インフレ下げ渋りにより、実質可処分所得の伸びは鈍化している。また、足元のFRBのタカ派姿勢の強まりにより、長期金利は上昇し、株価が下落するなど消費意欲を下押しする要因も増加している。今年半にかけて、景気は鈍化し、インフレ再燃の懸念が薄れる中で、FRBは改めて景気を重視するスタンスとのバランスを取り始めると考えられる。2024年を通じては0.75%程度の利下げが実施されると予想する。

### **景気見通し: 1~3月期は堅調な成長率となるも、インフレ下げ渋りと株価下落で2024年半にかけては減速へ**

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、3月にかけては、①雇用情勢が堅調で、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たことが背景である。こうしたもとの、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、年半にかけて景気は緩やかに減速すると見込む。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可処分所得の伸び鈍化、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。特に、足元では、インフレ下げ渋りを受けて、利下げ開始が遅くなるとの観測から長期金利が上昇し、株価も調整色を強めたことで、個人消費を下押しする圧力は強まったと考えられる。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の、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。最終需要の伸び悩みを受けて、企業の労働需要が弱まり、雇用情勢の悪化が家計の可処分所得を押し下げ、個人消費は一段と減速すると考えられる。年半にかけて経済が減速すれば、足元で強まるインフレ再燃懸念は払しょくされると予想する。7月頃にはFRBの利下げが開始され、そ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、年半以降は内需が下支えされることとなろう。年末にかけては成長率が再び伸びを高める見込みである。

なお、労働供給のうち、移民を中心とした外国人労働者の流入数は、3月は幾分減少したが、依然としてコロナ禍前のトレンドを大幅に上回る状況には変わりがない。当社は、米国経済の巡航速度に影響する労働力人口について、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合法移民が一旦流入した可能性があること、③不法移民の流入に対する規制強化の動き<sup>5</sup>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、成長率を押し上げ得る要因として、引き続き動向を注視する必要がある。

外国人労働者数(万人)



(出所)労働省

<sup>5</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が、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。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、外国人労働者の増加につながっている。