

## 米国経済：労働市場の正常化進み、インフレ再燃懸念後退（改定見通し）

4月の小売売上高は実質ベースで減少に転じ、堅調に推移してきた個人消費に増勢鈍化の兆しがある。この背景として、資産効果で強まってきた消費意欲が頭打ちし始めていることが考えられる。この先、労働需給のひっ迫が解消に向かう中で、可処分所得の伸びも鈍化し、個人消費は緩やかな減速が続くと見込む。また、インフレ下げ渋りの主因であったサービス価格は、4月の消費者物価指数では伸びが鈍化し、インフレ再燃懸念は後退した。サービス価格に影響を及ぼす賃金上昇率は着実に低下しており、インフレ率は緩やかな低下基調を辿ることとなる。FRBは、早期の利下げ開始への消極姿勢を保っているが、今夏にかけてインフレ鈍化と景気減速を確認した後、利下げを開始すると予想する。

### 1～3月期 GDP: 成長率低下も、個人消費を中心とした国内需要は堅調

1～3月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+1.6%と昨年10～12月期の+3.2%から減速した。ただし、1～3月期の成長率低下は、輸入の大幅増と在庫投資の伸び鈍化が主因であり、底堅い国内需要の裏返しとも考えられる。実質 GDP から輸出入と在庫投資、政府部門の影響を除いた、国内民間最終需要<sup>1</sup>の伸びは、1～3月期が+3.1%と昨年10～12月期の+3.3%からほぼ変わらず、景気は引き続き堅調であったと判断できる。

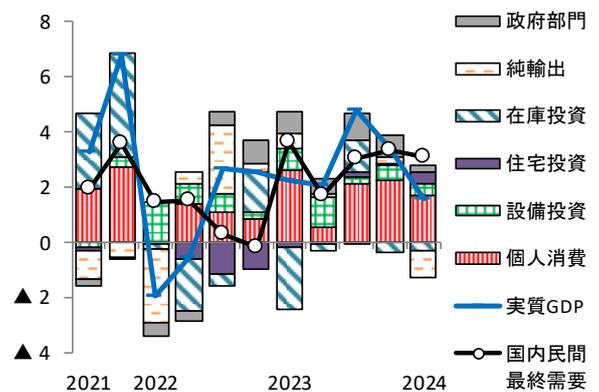
主な需要動向をみると、景気の柱である個人消費が、1～3月期は+2.5%と昨年10～12月期の+3.3%からプラス幅を縮めるも、引き続き底堅い増勢を維持した。個人消費

の内訳は、財消費（昨年10～12月期前期比年率：+3.0%→1～3月期：▲0.4%）が、自動車関連やガソリンの大幅減を背景に反落した一方、サービス消費（+3.4%→+4.0%）は堅調さを維持した。インフレ率が下げ渋り、実質可処分所得の伸びが鈍化するも、資産効果などを背景に堅調な消費意欲が続いたと考えられる。また、企業の設備投資は、資金調達環境が引き続き厳しいと考えられるが、底堅い最終需要を背景に緩やかな伸び鈍化にとどまった（+3.7%→+2.9%）。住宅投資は、3月にかけての住宅ローン金利低下を受け、需要の底入れと在庫不足を補う動きの強まりから、大幅に加速した（+2.8%→+13.9%）。

### 個人消費: 4月は消費者マインド悪化で減速方向

4月の個人消費は、財（モノ）消費の停滞を主因に減速したとみられる。財消費を中心とした小売・外食売上高は、インフレ率の影響を除いた実質ベース（セントルイス連銀試算）で、4月は前月比▲0.3%と、3月（+0.3%）から減少した。寒波による年初の大幅減から回復しきる前に頭打ちとなり、増勢は弱い。

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。

品目別（販売業態別）では、家電製品や建材・園芸が増加したものの、スポーツ・玩具などの減少のほか、3月に大幅に増加していた、オンラインや一般小売店の反動減が全体を押し下げた。

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、3月は前月比+0.2%と2月（+0.6%）から減速した。内訳をみると、ヘルスケアや金融サービス、スポーツ観戦などのレクリエーションが増加した一方、公共交通機関や海外旅行などの減少が全体を下押しした。4月も、サービス消費は増加基調を維持したとみら

れるが、力強さはない。4月の小売・外食売上高に含まれる外食サービスは、1月の大幅減以降の緩やかな回復にとどまる（名目ベース：1月前月比▲0.9%→2月+0.1%→3月▲0.1%→4月+0.2%）。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が持ち直しているが（3月前年比▲2.5%→4月+1.2%）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸びは縮小するなど（3月前年比+6.8%→4月+5.7%）、品目により需要の強さは区々である。

今後の消費動向を見通すために1~3月期の個人消費（前期比：昨年10~12月期+0.8%→1~3月期+0.6%）を振り返ると、1~3月は消費性向の上昇が消費の押し上げに寄与したことが確認できる。すなわち、所得面では、堅調な雇用増を背景に名目ベースの可処分所得は増勢を維持したが（+1.0%→+1.1%）、PCEデフレーター（+0.5%→+0.8%）が下げ渋ったことで、実質可処分所得の伸びが鈍化した（+0.5%→+0.3%）。そうした中、消費性向が上昇したことで（2023年10~12月平均：92.2%→2024年1~3月平均：92.5%<2019年平均：89.2%>）、個人消費の堅調な増勢が維持された形である。そして、消費性向の上昇の背景には、3月にかけての株価上昇や住宅価格の高止まりによる資産効果があったと考えられる<sup>2</sup>。4~6月期は、インフレ率が再び鈍化し、実質可処分所得は1~3月期と同程度の伸びが見込まれるが、消費性向の更なる上昇は見込み難いと予想する。これは、①株価は長期金利の高止まりを受けて上昇の勢いが弱く、資産効果が期待しづらくなっていること、②消費者向け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%<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。実際に、4月以降の消費者マインドは、カンファレンスボードの消費者信頼感指数（3月：103.1→4月：97.0<2019年平均：128.3>）とミシガン大学消費者景況感指数（3月：79.4→4月：77.2→5月：67.4<2019年平均：96.0>）のいずれも悪化している。雇用情勢は良好で個人消費が腰折れする兆しはないが、緩やかな伸び鈍化が続くと考えられる。

小売・外食売上高（実質ベース、2020年2月=100）



(出所)CEIC

<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し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/>

## 住宅投資:金利高止まりで増勢弱い

住宅市場は、中古戸建販売が4月は前月比▲2.1%と3月(▲3.8%)に続き減少し、住宅着工戸数(戸建て)も、4月は前月比で▲0.4%と、3月(▲8.7%)からわずかながら減少した。4月にかけて長期金利が再上昇し、30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)も昨年12月以来となる7%台まで高まったことで、住宅市場の回復の動きは一服した。

5月入り後も、住宅市場の増勢は弱いと考えられる。住宅ローン申請件数(米抵当銀行協会(MBA)公表、1990年3月=100)は概ね横ばい(4月平均:197→5月中旬までの平均:199)だが、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、5月は45と4月(51)から低下した。30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)は7%程度で高止まりしており(4月19日:7.1%→5月17日:7.0%)、当面は住宅購入を先送りする動きが続くと考えられる。住宅市場は底打ちした公算が大きいだが、回復の動きは弱い状態が続くだろう。

## 企業部門:企業の景況感は低迷、鉱工業生産の増勢は引き続き弱い

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、4月は49.2と3月(50.3)から低下し、再び景況悪化の境目となる50を下回った。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」(3月:54.6→4月51.3)は勢いが鈍りながらも50を上回った一方、先行きの需要の強さを示す「新規受注」(51.4→49.1)は50を下回った。4月の軟調な小売売上高に示される通り、財(モノ)消費が安定的に増加する状況にはなく、製造業の景況感の改善は緩やかなペースにとどまるとみられる。一方で、ISM非製造業指数は、4月は49.4と3月(51.4)から低下し、16か月ぶりに50を下回るまで悪化した。「事業活動」(57.4→50.9)が大幅に低下したことに加え、「新規受注」(54.4→52.2)も徐々に水準を切り下げており、需要の増勢は弱まっていると考えられる。さらに、「雇用」は、3月の48.5から4月は45.9と一段と低下し、2023年12月以来の低さとなった。需要が鈍化する一方で、旺盛な労働供給が続くことで、人手不足の解消が進んでいることが示唆される。

こうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業(55.8→60.9)と非製造業(53.4→59.2)のいずれも上昇した。製造業は、今年入り後4か月連続で50を超えており、財消費が頭打ちして価格転嫁が難しくなる中でも、価格上昇圧力が燻り続けていることには注意が必要である。また、非製造業も、底堅い需要や賃金コストを背景に、価格上昇圧力が残存する状況にあると考えられる。

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(%)

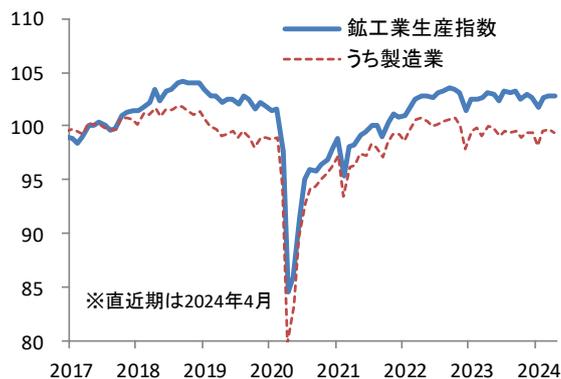


(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

4月の鉱工業生産指数は前月比で+0.0%と、3月(+0.1%)から横ばいとなった。全体の8割弱を占める製造業は、4月は前月比▲0.3%と3月(+0.2%)から低下した。製造業の内訳をみると、耐久財は輸送用機器の上昇が、非耐久財は石油・石炭製品の上昇が2~3月の指数を押し上げてきたが、これらが反落したことで、耐久財(3月前月比: +0.1%→4月: ▲0.5%)と非耐久財(+0.2%→▲0.1%)はいずれも低下した。このように、製造業を中心とした鉱工業生産の勢いは弱く、2022年以降の水準を超える勢いはない。鉱工業の稼働率をみても、1~4月平均で78.3%と2023年平均の79.3%から水準が切り下がっており、需給は緩和した状態にあると考えられる。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)

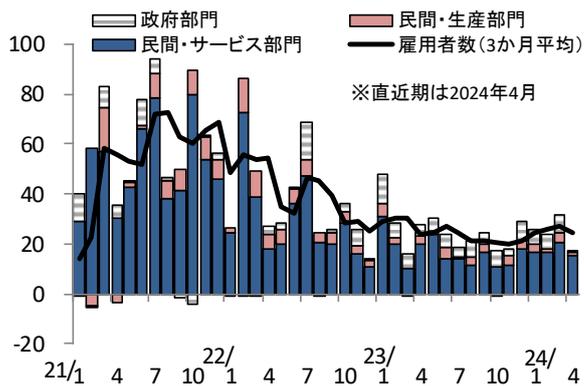


(出所)CEIC

### 雇用情勢:労働需要の伸びが一服、賃金の伸び鈍化続く

4月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体が+17.5万人と、3月(+31.5万人)から大幅に伸びが縮小した。単月の変動を除くために3か月平均をみると、4月にかけて月平均20万人超の堅調な雇用増を維持したが(2023年8~10月平均: +20.7万人→2023年11月~2024年1月: +24.3万人→2~4月: +24.2万人)、労働需要の加速懸念は後退した。4月の雇用増の内訳をみると、民間部門(3月: +24.3万人→4月: +16.7万人)と政府部門(+7.2万人→+0.8万人)はいずれも伸びが縮小した。民間部門は、生産部門(+3.9万人→+1.4万人)の増加幅が2023年7月以来まで縮小し、サービス部門では、教育・医療(+8.8万人→+9.5万人)の堅調な雇用増が続いた一方、レジャー(+5.3万人→+0.5万人)を中心に多くの部門で増加幅が縮小した。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

求人率と自己都合退職離職率(%)



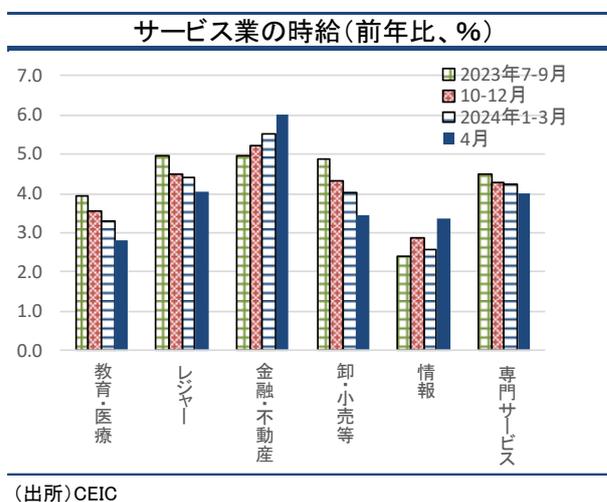
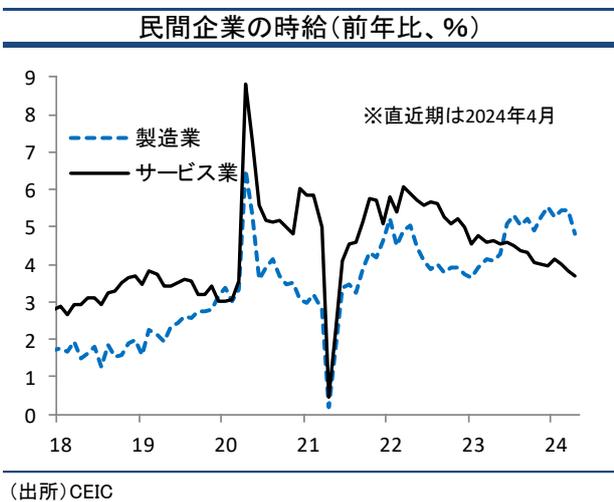
(出所)CEIC

労働需要の伸び鈍化を背景に、4月の失業率は3.9%と3月(3.8%)から幾分上昇した。失業率は依然低水準ながら、FOMCメンバーが長期平均と予想する4%程度に向けて上昇基調にあり、労働需給のひっ迫感は和らぎつつあると考えられる。また、労働需給のひっ迫度を求人率(求人件数/＜就業者数+求人件数＞)からみても、3月は5.1%と2月の5.3%から低下し、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た。業態別では、不動産や医療など一部のサービス業の求人率は高止まりしているが、建設業や卸・小売などコロナ禍前の求人率を下回る業種も散見され、労働需給がひっ迫した状況は和らぎつつある。さらに、既に

さらに、既に

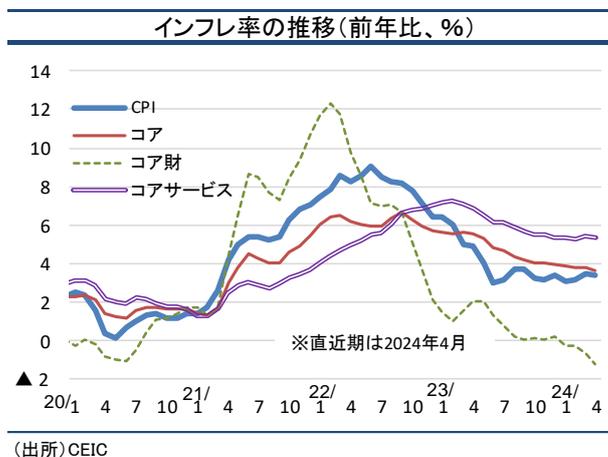
コロナ禍前を下回る水準にある自己都合での離職率は、3月は一段と低下した（2月：2.2%→3月：2.1% <2019年平均：2.3%>）。処遇改善等を見込んだ転職の動きは正常化し、売り手市場感は薄れていると考えられる。

労働需給の緩和を背景に、賃金の伸びも鈍化方向にある。4月の民間部門の時給は、前年比が+3.9%と3月（+4.1%）から幾分低下し、より直近の動きを表す3か月前比年率も、4月は+2.8%と3月以前の+4%程度の伸びから大幅に低下した。時給の伸びを業種別にみると、サービス業の低下が続いたほか（+3.8%→+3.7%）、製造業の伸びは大幅に縮小した（3月前年比：+5.5%→4月：+4.8%）。サービス業の内訳をみると、金融・不動産（1～3月平均前年比：+5.5%→4月前年比：+6.0%）と情報（+2.6%→+3.4%）は上昇率を高めたが、教育・医療（+3.3%→+2.8%）やレジャー（+4.4%→+4.0%）、卸・小売等（+4.0%→+3.4%）など、より個人消費との関係が深いと考えられる分野での伸び鈍化が目立った。業種ごとの労働供給の多寡に差があるものの、賃金の伸び鈍化の動きは全体として維持されている。



**物価：高めの上昇率が続くも、インフレ再燃懸念は後退**

消費者物価指数（CPI）の4月の前年比は、財（モノ）価格の下落に加え、サービス価格の上昇幅が縮小したことから、3か月ぶりに低下した（3月前年比+3.5%→4月+3.4%）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、4月の前年比が+3.6%と3月の+3.8%から低下し、より直近の動きを表す3か月前比年率でも、4月は+4.1%と3月（+4.5%）から伸びが鈍化した。インフレ率は依然高水準ながら、低下基調は維持されていると判断できる。

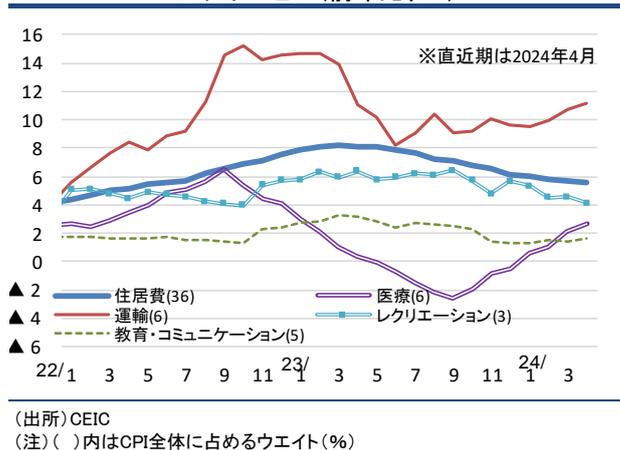


コア指数のうち、財（モノ）は、4月の前年比が▲1.3%と3月（▲0.7%）からマイナス幅が拡大した。内訳をみると、新車や中古車、アルコールなどの、伸びが鈍化ないしはマイナス幅拡大が目立った。原油

価格が安定的に推移し、世界的な供給制約も解消<sup>3</sup>した状態が続いていることから、製造コストの上昇圧力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。

コア指数におけるサービス（コアサービス）は、4月の前年比が+5.3%と3月（+5.4%）から幾分低下した。内訳をみると、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、4月は前年比が+5.5%と3月（+5.7%）から低下した。住居費の主要品目である家賃と帰属家賃が、民間業者が把握する新規契約分の家賃の伸び鈍化に遅れる形で、緩やかに上昇率が低下し続けていることが背景である<sup>4</sup>。一方、住居費以外のサービス価格は、レクリエーション（3月前年比：+4.5%→4月：+4.1%）の伸びが鈍化した一方、医療（+2.1%→+2.7%）や運輸（+10.7%→+11.2%）の伸びが高まるなど区々であった。しかしながら、3月のサービス価格を押し上げた、病院サービス、ホームケア、自動車修理、自動車保険の加速が収まりつつあり、前月対比では、多くの業種で伸びが鈍化した。労働コストの伸びが鈍化基調にあるもとで、サービス価格は加速する状況にはなく、インフレ圧力が緩やかに和らいでいると考えられる。

コアサービス(前年比、%)



### 金融政策:パウエルFRB議長は、早期利下げと追加利上げの観測を同時にけん制

4月30日～5月1日のFOMCでは、政策金利を6会合連続で5.25～5.50%に据え置くことを決定した。今年入り後にインフレ率が下げ渋る状況が続いたことを背景に、パウエルFRB議長は会合後の記者会見で、「インフレ率が+2%で持続的に推移するとの確信が持てるまで、利下げは適切でない」と述べ、早期利下げに対する消極的な姿勢を改めて示した。一方で、追加利上げに関しても、「企業の求人数が減少するなど、現在の金融政策は需要を抑制している」、「利上げに踏み切るには、政策スタンスが十分に制約的でないという説得力のある証拠が必要」として、現時点では利上げの可能性が低いことを示唆した。また、雇用情勢の急速な悪化も利下げ開始の条件となり得るとの見解も改めて示した。FRBは、現行の短期金利および長期金利の水準は、引き締めめであるとともに、先行きの機動的な政策変更にとって望ましい位置にあるとみなしていると考えられる。この先、インフレ鈍化や景気減速を示す経済指標が続くまでは、現在の金利水準が維持するよう、金融市場とのコミュニケーションを図ると予想する。

また、今回の会合では、量的引き締め（QT）のペースを6月から減速させることを決定した。FRBが保有する住宅ローン担保証券（MBS）の縮小ペースは350億ドル/月で維持した一方、米国債の削減額の上限を600億ドル/月から250億ドル/月に引き下げる方針が示された。この狙いは、国債購入に充て

<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/>

られる民間資金を減らし、民間の余剰資金を増やすことで、債券市場や短期金融市場の混乱を回避することとみられる<sup>5</sup>。今後は、バランスシートの最終的な規模に向けて QT は継続される方針だが、金融市場の混乱を回避するよう、QT 終了を視野に入れた政策検討が進められていくこととなろう。

### 景気見通し: 秋にかけて緩やかな景気減速とインフレ圧力の後退が進む

米国経済は、個人消費を中心に国内需要の緩やかな減速が続くとみられる。個人消費は、①金利高止まりを背景とした株価伸び悩みによる消費意欲の減退、②消費者向けローンの支払い負担増により、増勢が弱まることとなろう。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予想する。また、企業の設備投資は、金融引き締めによる厳しい資金調達環境が続くも、バイデン政権の経済対策の影響が一服し、個人消費の伸び悩みを受けて停滞することが見込まれる。住宅投資は、在庫不足を補う動きが続くとみられるが、住宅ローン金利の高止まりにより販売需要の増勢は弱く、緩やかな回復にとどまるだろう。7～9月期にかけて、実質 GDP 成長率は前期比年率で+1%台半ばまで減速し、米国の巡航速度とされる+2%程度を下回ると予想する。

物価については、FRB が重要視する PCE デフレーターの前年比は+2%台半ば程度から緩やかながら低下基調を維持するだろう。景気の過熱感が薄れるも、労働需給ひっ迫の解消が着実に進み、労働コストによるインフレ圧力が後退することが背景である。労働需給については、金融引き締めにより企業の労働需要が抑えられるも、労働力人口の増加により人手不足が解消する動きが続いている。この先も労働需給を示す「求人率」(求人数/＜就業者数+求人数＞)は緩やかに低下し、これに伴って、賃金上昇率の鈍化が続くことが見込まれる。FRB は、インフレ率を押し上げてきたサービス価格について、労働コストによるインフレ圧力が薄れることを確認し、7月 FOMC で利下げを開始することを見込む。長期金利の低下や株価上昇など金融環境は改善し、10～12月期には国内需要が持ち直して、実質 GDP 成長率は+2%程度まで加速すると見通す。

2025 年以降の米国経済は、今秋の大統領選の結果に影響を受けるが、バイデン政権が続くことを前提にすれば、インフレ鈍化と金融引き締めの修正が着実に進むもと、実質 GDP 成長率は巡航速度である+2%

米国経済見通し

	2023	2024	2025	2026
GDP	2.5	2.4	1.8	1.9
個人消費	2.2	2.4	1.9	2.0
設備投資	4.5	2.5	2.6	2.7
住宅投資	▲ 10.6	4.9	1.1	1.5
在庫投資	(▲ 0.4)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	0.0
純輸出	0.6	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)
輸出	2.6	1.6	1.5	1.6
輸入	▲ 1.7	2.5	1.6	2.1
政府消費	2.7	1.6	1.0	1.0
公共投資	9.4	5.9	1.6	1.6
失業率	3.8	4.1	4.1	4.2
PCEコア	3.2	2.6	2.2	2.0
長期金利	4.4	4.1	4.2	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

賃金上昇率と求人率(%)



(出所) CEIC

(注) 賃金上昇率は雇用コスト指数・賃金の前年比。

求人率(民間ベース)は求人数/求人数+雇員数。

<sup>5</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/>

程度で緩やかに加速する見通しである。ただ、2026年は、2017年に成立したトランプ減税の一部失効（個人所得税の最高税率引き下げや税額控除拡大などの措置が2025年に期限）により、個人消費を中心に成長率が押し下げられることが見込まれる。CBOは一部失効による増税効果が2026年で1,470億ドル程度と試算<sup>6</sup>しており、2026年時の名目GDPの0.5%程度に相当する。バイデン政権は、「トランプ減税」の扱いについて、「低中所得者層への実質増税を避けつつ、富裕層向けの減税措置などは続けない」との方針を示している。トランプ減税の一部失効のうち、半分程度がそのまま失効すると想定し、消費性向なども勘案すると、2026年の実質GDP成長率は▲0.2%程度押し下げられることとなろう。金融引き締め修正の進捗で景気は押し上げられるが、トランプ減税の一部失効でその影響が相殺されることで、2026年の実質GDP成長率は+1.9%にとどまると予想する。

---

<sup>6</sup> CBOの分析は、正確には、トランプ減税が一部失効することを中心的なシナリオと置き、減税が延長された場合の財政赤字の拡大幅を試算したものである。