

米国経済：堅調な雇用拡大で人手不足緩和、インフレ鈍化へ

5月の消費者物価指数は、幅広い品目で価格の伸びが鈍化し、インフレ沈静化への期待が強まった。これは、堅調な雇用拡大で人手不足が緩和し、サービス業を中心に労働コストが低下していることが背景である。また、良好な雇用情勢は、可処分所得の増加を通じて景気を支えている。ただ、家計の消費意欲は更なる上昇が見込み難く、米国経済の柱である個人消費の増勢は弱まっている。FRBは、金融引き締めが景気を過度に悪化させるリスクを見据え、インフレ動向を注視しつつも、予防的に利下げを開始するタイミングを探ることとなる。金融政策の自由度確保のため、6月FOMCでは早期利下げへの消極姿勢が維持されたが、インフレ鈍化が進捗すれば、9月にも利下げが開始され、年末にかけて景気は押し上げられると見込む。

金融政策：年内の金利見通し上方修正も、来年以降の利下げペースが速まる方向性を示唆

6月11～12日のFOMC¹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7会合連続となる。

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）²。政策金利は、2024年末が5.1%（現状の5.4%から0.25%Pt程度の利下げに相当）と予想され、3月FOMC時の予想であった4.6%から上方修正された。この理由としては、1～3月にインフレ率が下げ渋ったことが大きいと考えられ、インフレ率の見通しは上方修正された（2024年第4四半期のPCEデフレーター前年比：3月時+2.4%→6月時+2.6%、コアPCEデフレーター：+2.6%→+2.8%）。ただ、

来年以降のインフレ率は着実に低下することが見込まれ、利下げペースが幾分速まることで、2026年末の政策金利の見通しは+3.1%と3月時から変わらない水準となった。

米国景気の底堅さについて、FRBは一段と自信を深めている。今年の利下げ幅の予想は3月時から縮小されたが、そのもとでも、2024年第4四半期の実質GDP成長率（前年同期比）の予想は3月時から横ばいとなった。また、失業率についても、3月時の見通しから概ね変更はなく、良好な雇用情勢が保たれるとの見方は不変である。2025年以降もFRBが長期の実質GDP成長率とする+1.8%を若干上回る成長が

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
（3月予想）	2.1	2.0	2.0	1.8
失業率	4.0	4.2	4.1	4.2
（3月予想）	4.0	4.1	4.0	4.1
PCEデフレーター	2.6	2.3	2.0	2.0
（3月予想）	2.4	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.8	2.3	2.0	—
（3月予想）	2.6	2.2	2.0	—
政策金利	5.1	4.1	3.1	2.8
（3月予想）	4.6	3.9	3.1	2.6

（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

¹ 6月FOMCの結果については、2024年6月13日付Economic Monitor「米国経済：6月FOMC 金融政策の自由度を引き続き確保」にも記述した。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2618/>

² ただし、本日のFOMC出席者による経済見通しには、市場予想を大幅に下回る上昇率となった5月CPI（FOMC中に公表）の結果が、十分に反映されていない可能性が高いことは注意が必要である。パウエル議長の記者会見では、5月CPIを踏まえて経済見通しにどの程度変更があったか問われ、変更が少なかった旨の回答がなされた。

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。

続くもとで、2026 年にかけてインフレ率が目標である+2%に沈静化するシナリオが維持された。

パウエル FRB 議長は、会合後の記者会見で、「現在の政策金利は引き締め領域にある」として、追加利上げの可能性が低いことを強調した。同時に、「労働市場は持ちこたえている」として、現時点では、労働市場の変調が早期利下げにつながる可能性が低いことも暗に示した。他方で、「一旦利下げが開始されれば、長期金利にも影響が及び、金融環境が緩むことになる」と述べ、(利下げの回数より)利下げ開始の決定自体が重要であることを強調した。そうしたこともあって、パウエル議長は、一貫して「金融政策は今後のデータ次第 (data dependent)」というスタンスを崩さず、利下げ開始時期についての情報を排除することで、引き続き政策の自由度を確保することに終始した。

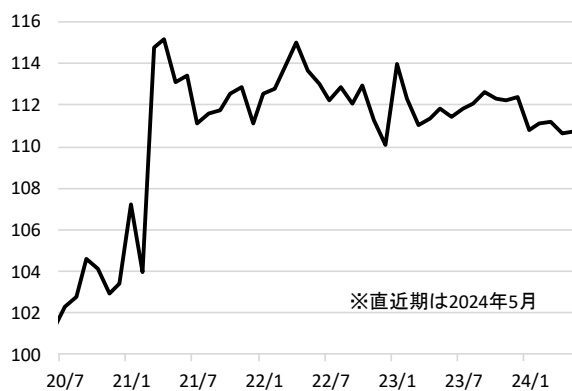
当社は、利下げ開始の予想時期を、7 月 FOMC (7 月 30~31 日) から 9 月 FOMC (9 月 17~18 日) に変更する。インフレ再燃懸念が後退してから間もないことに加え、労働市場は堅調さを維持しており、今後 1~2 か月中に利下げ開始に踏み切るとは難しい状況にあると判断した。もっとも、FRB は、金融引き締めが景気を過度に悪化させるリスクを見据え、予防的に利下げを開始するタイミングを引き続き探っていると考えられる。当社は、労働コストによる物価上昇圧力が減じていることを背景に、インフレ率は低下基調を辿ると予想しているが、9 月 FOMC までには、新たに 3 か月程度のインフレ関連指標が公表され、FRB が「インフレ率が持続的に+2%に向かっている」と自信を深めるには十分な情報量と考える。9 月 FOMC で利下げが開始され、その後は、インフレ鈍化の進捗を確認しながら、3~4 か月毎のゆっくりとしたペースで利下げが進むと予想する。

個人消費:財(モノ)消費中心に、増勢の弱さ続く

5 月の個人消費は、低迷した 4 月から持ち直すものの、財(モノ)消費を中心に増勢は弱いとみられる。

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、5 月は前月比+0.1%と、4 月(▲0.5%)から小幅の増加にとどまった。品目別(販売業態別)では、スポーツ・玩具が前月の大幅減から持ち直した一方、ガソリンは減少に転じるなど、前月からの反動が幅広い品目で確認された。ただ、そうした単月の動きを除くと、家具・家電製品などの選択的支出の増勢は弱く、消費者の購買意欲が低下している姿が窺える。

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、4 月は前月比+0.1%と 3 月(+0.2%)から幾分減速した。内訳をみると、電気代などが増加した一方、病院などのヘルスケアが伸びを縮め、映画館やスポーツ観戦などのレクリエーションが減少した。その後、5 月のサービス消費は、幾分伸びを高めたとみられる。サービス消費のけん引役である旅行関連について、ホテル専門の調査会社 STR 公表のホテル稼働率がプラス幅を拡大したほか(4 月前年比+1.2%→5 月+1.5%)、米国運輸保安局(TSA)公表の航空機利用者数の伸びは幾分拡大するなど(+5.7%→+6.8%)、需要が幾分強まった。ただ、5 月の小売・外食売上高に含まれる外食サービスは、1 月の大幅減以降はおおむね横ばいで推

移（名目ベース：1 月前月比▲0.9%→2 月+0.1%→3 月▲0.1%→4 月+0.4%→5 月▲0.4%）するなど、品目により増勢は弱まっている。サービス消費全体としての動向は不安定さを増している。

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+0.5%）を振り返ると、1～3 月は所得の増加が堅調な消費の主因であった³。すなわち、名目ベースの可処分所得が堅調な雇用増を背景に大幅に増加したこと（+0.7%→+1.3%）、PCE デフレーター（+0.4%→+0.8%）が加速する中でも、実質可処分所得の伸びは拡大した（+0.2%→+0.5%）。そうした中、消費性向が高止まりし（2023 年 7～9 月平均：91.9%→2023 年 10～12 月平均：92.5%→2024 年 1～3 月平均：92.5%＜2019 年平均：89.2%＞）、個人消費の底堅さが維持された。そして、消費性向の高止まりの背景には、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⁴。

4～6 月期は、PCE デフレーターの影響が再び低下したこと、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。一方で、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：2.5%→2.4%＜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 月の消費性向は 92.8%と 3 月（92.8%）から横ばいとなり、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（1～3 月平均：106.3→4～5 月：99.8＜2019 年平均：128.3＞）とミシガン大学消費者景況感指数（1～3 月：78.4→4～6 月：70.6＜2019 年平均：96.0＞）のいずれも足元で悪化している。個人消費は、良好な個人消費に支えられて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。

住宅投資：金利動向に振らされる脆弱な状況

住宅市場は、中古戸建販売が 5 月は前月比▲0.8%と 4 月（▲2.1%）から幾分減少し、住宅着工戸数（戸建て）も、5 月は前月比で▲5.2%と、4 月（▲0.5%）から減少が続いた。30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は、5 月にかけて 7%程度の水準で高止まり、住宅市場の回復の動きを下押しした。

6 月入り後は、住宅市場はやや持ち直しの動きが出ていると考えられる。インフレ再燃懸念が後退し長期金利が低下したことで、30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）もピークアウトした（5 月 17 日：7.0%→6 月 21 日：6.9%）。これに反応して、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990 年 3 月＝100）は増加した（5 月平均：194→6 月中旬までの平均：209）。

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

³ 4 月 PCE の公表時に、1～3 月期の個人消費、PCE デフレーター、実質可処分所得などが修正されたため、2024 年 5 月 27 日付 Economic Monitor「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）」（<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2603/>）の記述を修正した。

⁴ 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/>

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、6月は43と5月（45）から幾分低下し、市場の景況感が悪化した状況から抜け出せていない。住宅市場は底打ちしたと考えられるものの、金利動向に影響を受ける力弱い状態が続くだろう。

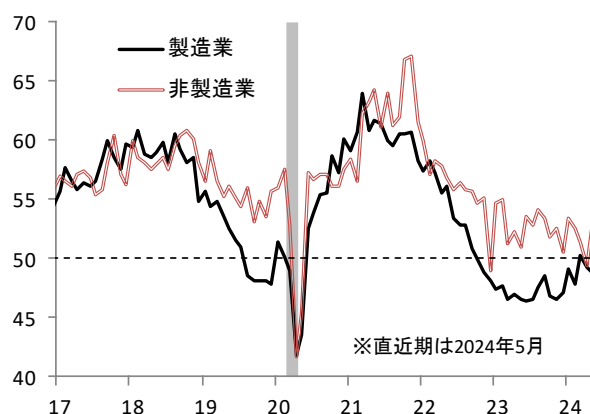
企業部門：製造業は生産増も、マインドが再び低迷

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、5月は48.7と4月（49.2）から幾分低下した。3月は景況悪化の境目となる50を上回るなど底入れの動きが窺えたが、再び低迷している。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（4月：51.3→5月：50.2）は辛うじて50を上回る水準まで低下したほか、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（49.1→45.4）は昨年5月の水準まで落ち込んだ。5月の小売売上高に示される通り、財（モノ）消費の増勢は弱く、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、5月は53.8と4月（49.4）から大幅に上昇した。5月の「事業活動」が61.2と2022年11月以来の高水準になったことが主因である。ただ、低水準であった4月（50.9）からの反発という側面が大きいとみられ、「新規受注」（52.2→54.1）の上昇は比較的小幅にとどまった。また、「雇用」は5月が47.1と4月（45.9）から上昇したものの、4か月連続で50を下回り労働需要に減速感がある。企業からのコメントをみても、「金利上昇による景気への逆風」や「景気に対する不確実性の高まり」、「雇用に対する慎重な姿勢」などが示されており、企業の景況感が大幅に改善したとは考え難い。

5月の鉱工業生産指数は前月比で+0.9%と、4月（+0.0%）から大幅に上昇した。全体の8割弱を占める製造業も、5月は前月比+0.9%と4月（▲0.4%）から持ち直した。製造業の内訳をみると、家具（4月前月比：+1.3%→5月：▲2.6%）などが下落したものの、機械（▲0.9%→+2.3%）の上昇が全体をけん引しており、底堅い設備投資が5月の生産増の背景にあると考えられる。もっとも、鉱工業生産指数は2022年秋の水準を超えておらず、生産は頭打ち感が強いとの全体像を変えるものではない。鉱工業の稼働率をみても、5月は78.7%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である。

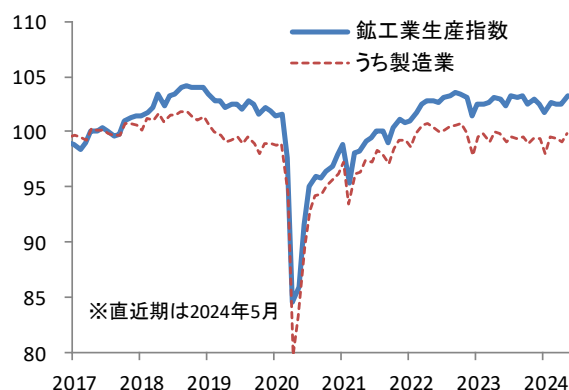
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

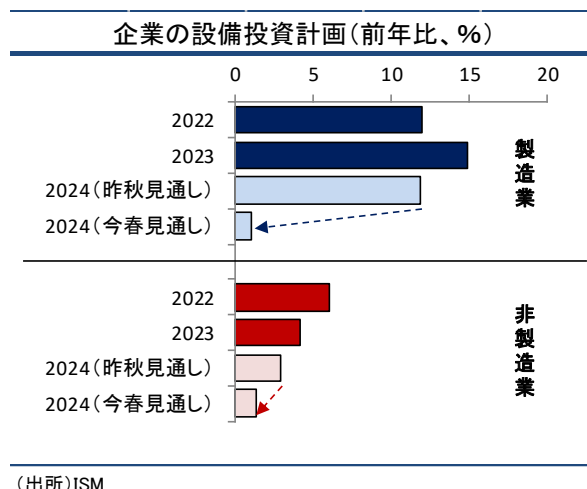
(注)シャドーは景気後退期。

鉱工業生産指数の推移(2017年=100)



(出所)CEIC

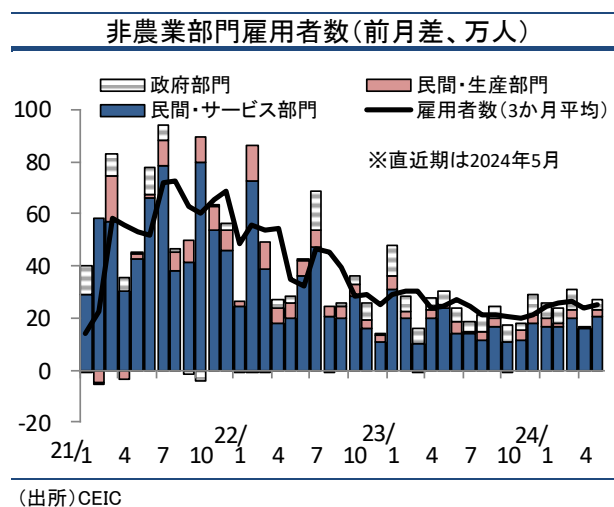
ISM が 5 月に公表した半期経済予測⁵では、企業が設備投資に後ろ向きになっている姿が示された。同予測によると、製造業の 2024 年の設備投資計画は、昨秋には+11.9%と回答されていたが、今年 5 月の調査で+1.0%と下方修正された。また、サービス業の 2024 年の設備投資計画も、昨秋の+2.9%から 5 月には+1.4%と下方修正された。同予測における設備投資計画は頻繁に修正されるが、今回の修正幅は大きく、設備投資意欲が大幅に後退していることが窺える。前回予測時の昨秋は、製造業はバイデン政権による経済政策の追い風を受けている時期であり、また、2024 年の金利低下への期待が高まっていたこともあり、強気な設備投資計画が想定されていたことは自然である。ただ、その後、早期利下げ観測が後退し、長期金利が高止まる中で、投資の先送りが広がっていると考えられる。他の調査でも、製造業における設備投資見通しの下方修正が散見されており、先行きの設備投資の増勢は鈍化することが示唆される。



雇用情勢: 堅調な雇用増が景気を支え、人手不足の緩和も進捗

堅調な雇用拡大は、①景気を押し上げながら、同時に、②人手不足の緩和の進捗につながっている。労働需給のひっ迫感は和らいでおり、雇用情勢はコロナ禍前の環境に戻りつつある。

5 月の雇用統計(事業所調査)は、非農業部門全体の雇用者数が+27.2 万人と、4 月(+16.5 万人)から増加幅を拡大した。民間部門(4 月: +15.8 万人→5 月: +22.9 万人)と政府部門(+0.7 万人→+4.3 万人)がともに伸びが拡大し、民間部門の内訳をみても、生産部門(+0.0 万人→+2.5 万人)とサービス部門(+15.8 万人→+20.4 万人)がいずれも伸びを高めるなど、広い範囲で堅調な雇用拡大が確認された。また、単月の変動を除くために 3 か月平均をみても、5 月にかけて月平均 20 万人超の伸びが維持され(2023 年 9~11 月平均: +19.8 万人→2023 年 12 月~2024 年 2 月: +26.1 万人→3~5 月: +24.9 万人)、堅調な雇用拡大が崩れる兆しはない。



一方で、雇用統計(家計調査)では、雇用者数が▲40.8 万人減少し、雇用統計(事業所調査)と異なる姿が示された。家計調査は事業所調査と比べてサンプル数が少なく、データの振れ幅が大きいなどの留意点がある⁶ほか、急増する移民を十分に補足できていない可能性も指摘されている。一方で、家計調査は、1 人で複数の企業から給料を得た場合は重複して計上しないなどの特徴があり、各世帯の収入源の有無をより正確に示している可能性も考えられる。雇用情勢に変調がないか、事業所調査と併せて引き続き注視す

⁵ ISM が企業の生産能力、設備投資計画、雇用状況などを把握するために、半年毎に調査を実施。設備投資計画は、調査回答先の設備投資計画を加重平均して試算。

⁶ 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/>

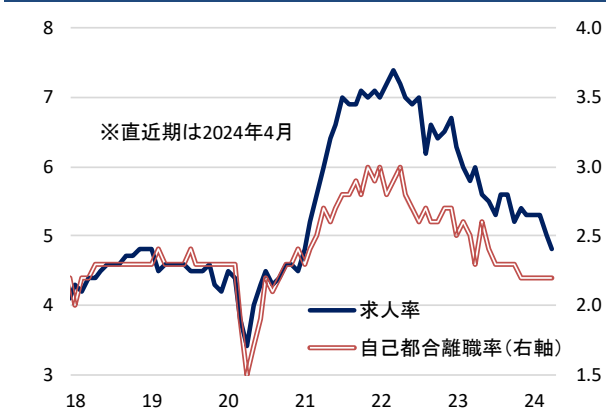
る必要があろう。家計調査における雇用者数と失業者数をもとにした失業率は、5月の失業率は4.0%と4月（3.9%）から2か月連続で上昇した。失業率は、FOMCメンバーが長期平均と予想する4%程度と概ね同じ水準となり、労働需給のひっ迫感は和らぎつつあることが示唆される。

また、労働需給のひっ迫度合いを求人率（求人件数／＜就業者数＋求人件数＞）からみても、4月は4.8%と3月の5.0%から低下し、コロナ禍前の水準（2019年平均：4.5%）に一段と近付いた。業態別では、不動産や教育・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ものの、建設業や卸・小売等などコロナ禍前の求人率を下回る業種も散見された。さらに、自己都合での離職率はコロナ禍前を下回る水準が続く（3月：2.2%→4月：2.2%＜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。

なお、求人率は、「労働需給バランス」（労働需要＜雇用者数＋求人数＞と労働供給＜労働力人口＞の差と定義）と強い関係がある。2022年春に開始された金融引き締め以降、雇用者数の増加が求人数の減少につながる状況が続き、労働需要の伸びは抑えられている。一方で、労働供給は、労働参加率の上昇や外国人労働者の増加で、一貫して増加してきた。この結果、2022年春には600万人程度まで拡大していた労働需給バランスは、現状160万人程度まで縮小した。今後も労働需要が横ばいで推移し、労働供給がコロナ禍前と同様のペースで増加（170万人程度／年）すれば、2024年内には、コロナ禍前と同程度の労働需給バランス（100万人程度）に戻ることが見込まれる。すなわち、2024年内には、労働需給がひっ迫した状況は概ね解消する見通しである。

上記の通り労働需給は緩和方向にあるが、5月単月では堅調な労働需要を背景に、賃金上昇圧力が幾分強まった。5月の民間部門の時給は、前年比が+4.1%と4月（+4.0%）から幾分上昇し、業種別では、製造業（4月前年比：+5.0%→5月：+5.1%）とサービス業（+3.7%→+3.9%）のいずれも拡大した。ただ、単月の変動を除くため4～5月平均の前年比をみると、サービス業は+4.0%と、1～3月平均の4.2%から伸びが縮小した。業種別では、金融・不動産（1～3月平均前年比：+5.5%→4～5月平均：+5.9%）と情報（+2.6%→+2.8%）が上昇率を高めたものの、卸・小売等（+4.0%→+3.6%）やレジャー（+4.4%→+4.0%）、教育・医療（+3.3%→+2.8%）など、個人消費との関係が深いと考えられる分野での伸びが鈍化した。労働コストによるサービス価格の上昇圧力は弱まりつつあると考えられる。

求人率と自己都合退職離職率(%)



(出所)CEIC

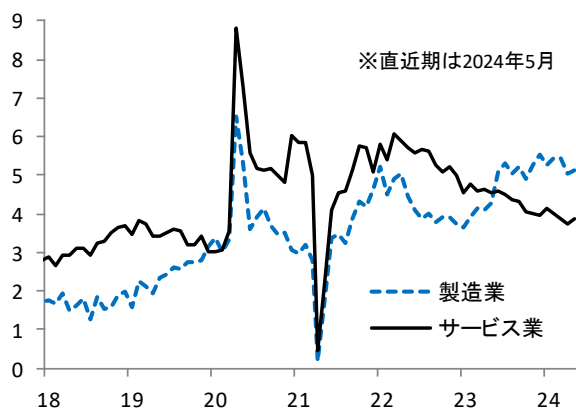
労働需要と労働供給(千人)



(出所)CEIC

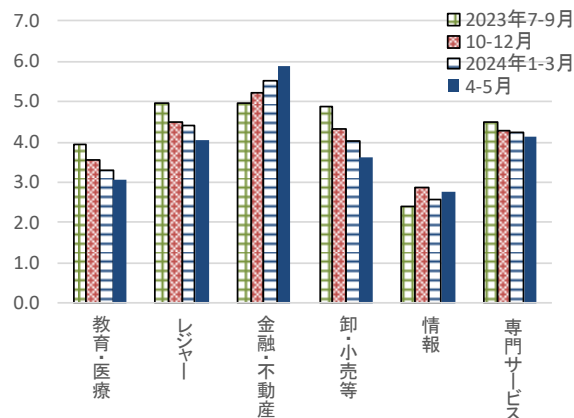
(注)雇用者数と労働力人口は家計調査ベース。

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:5月は幅広くインフレ鈍化を確認

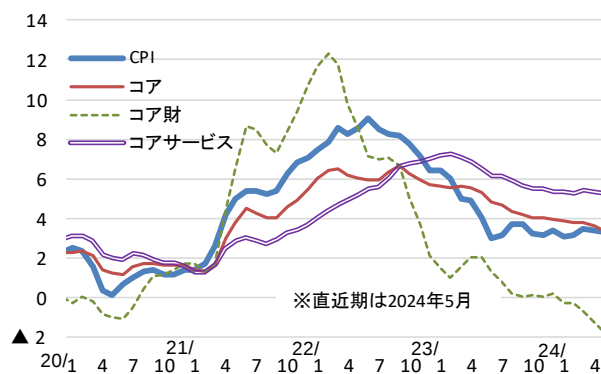
5月の物価関連指標からは、インフレ下げ渋り懸念が後退し、再びインフレ沈静化に向かう姿が示された。

消費者物価指数(CPI)の5月の前年比は、財(モノ)価格の下落が全体を押し下げ、2か月連続で低下した(4月前年比+3.4%→5月+3.3%)。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、5月の前年比が+3.4%と4月の+3.6%から低下し、より直近の動きを表す3か月前比年率では、5月は+3.3%と4月(+4.1%)から大幅に伸びが鈍化した。

コア指数のうち、財(モノ)は、5月の前年比が▲1.7%と4月(▲1.3%)からマイナス幅が拡大した。内訳をみると、新車や衣料品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⁷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。

コア指数のサービス(コアサービス)は、5月の前年比が+5.3%と4月(+5.3%)から横ばいとなった。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、5月は前年比が+5.4%と4月(+5.5%)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、緩やかに伸びが縮小し続けていることが背景である⁸。住居費以外のサービス価格は、前年比はおおむね横ばいだったものの、前月対比では、多くの業種で伸びが鈍化ないしはマイナスとなり、

インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

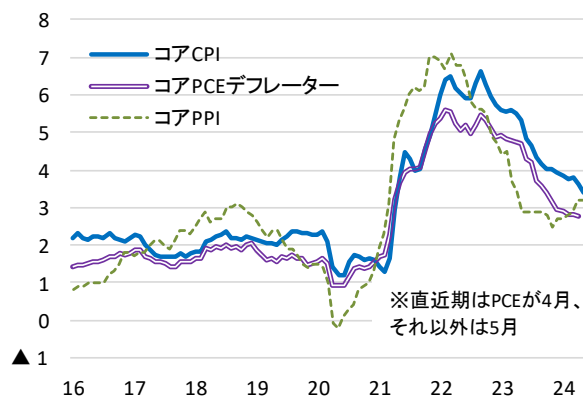
⁷ 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数(GSCPI)」(NY 連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫)は、2023年秋以降は0程度で推移し、供給制約が解消した状態にあることが示されている。

⁸ 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を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/>

価格の落ち着きが鮮明となった。特に、春先のサービス価格を押し上げていた、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ったことが大きく寄与した。労働コストの伸びは鈍化基調にあることから、サービス価格は加速する状況にはなく、インフレ圧力が着実に緩やかに和らいでいると考えられる。

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、5月は+3.2%と4月（+3.2%）から横ばいとなった。前月比でみると、5月は+0.0%となり、1～4月（前月比平均+0.4%）から大幅に鈍化した。5月のCPIとPPIの伸び鈍化を受けて、両指数と関係が深い5月のPCEデフレーター（6月28日公表予定）の伸びも鈍化することが見込まれる。当社の試算では、コアPCEデフレーターの前年比は4月の+2.8%から5月は2.6%と低下し、前月比は4月の+0.2%から5月は+0.1%に低下する予想である。PCEデフレーターは、FRBが最も重視するインフレ指標であり、FRBがインフレ沈静化の進捗に自信を深めることとなろう。

物価関連指標（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。

景気見通し：インフレ鈍化継続で秋には利下げ開始、年末にかけて景気は加速

米国経済は底堅さを維持している。4月以降は、家計の可処分所得の増加ペースは鈍化しているものの、インフレ率が低下ペースを速めたことで、実質可処分所得が押し上げられている。もっとも、消費意欲は、①金利高止まりを背景とした株価伸び悩み、②消費者向けローンの支払い負担増により、頭打ち感が強まっている。また、足元の堅調な雇用増は人手不足を解消に向かわせており、企業の労働需要が鈍る時期が近づいていることを示唆している。この先、消費意欲の低迷と実質可処分所得の伸び鈍化が重なり、個人消費は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とで、バイデン政権の経済対策の影響が一服し、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デフレーターは、コア指数の前月比年率が、春ごろの+3.5%程度から+2.5%程度に減速すると予想する。人手不足が緩和する動きが続く、労働コストによるインフレ圧力が後退していることが背景である。FRBは、労働コストによるインフレ圧力が薄れることを確認し、9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。