Jul 29, 2024　No.2024-035
上席主任研究員 髙橋尚太郎　03-3497-3656 takahashi-sho@itochu.co.jp

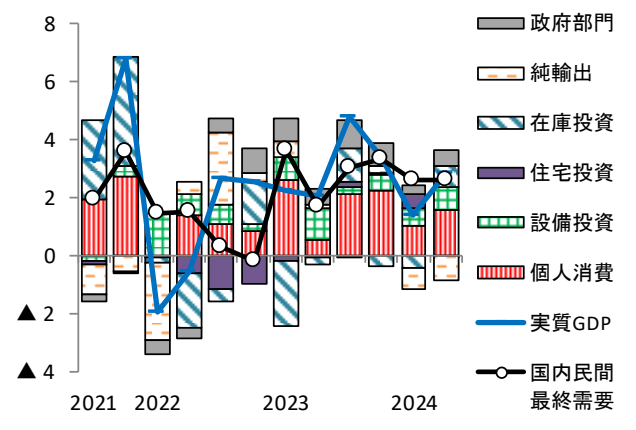
米国経済：景気は堅調も過熱感薄く、インフレ鈍化が継続

4～6 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は＋2.8%と 1～3 月期の＋1.4%から伸びを高め、景気の基調を示す国内民間最終需要も＋2.6%堅調な伸びとなった。国内需要は、価格下落による財（モノ）の消費増や変動の激しい品目の設備投資増が全体を押し上げたものの、それらを差し引いても景気の底堅さが確認された。また、インフレ率は、サービス業を中心とした労働コストの伸び鈍化を背景に、6 月にかけて低下基調にある。景気が急速に悪化する懸念が低下したもとで、FRB は、インフレ鈍化の進捗と景気過熱懸念が小さいことを確認して、9 月 FOMC で利下げを開始することとなろう。秋にかけて景気は減速すると見込むが、利下げが実際に開始されれば、金融環境は緩和方向に向かい、年末にかけて景気は押し上げられると予想する。

4～6 月期 GDP:財消費と機械投資の急増に支えられ堅調推移

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で＋2.8%と 1～3 月期の＋1.4%から加速した。米景気の基調を示す、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をみても、4～6 月期の伸びは＋2.6%と 1～3 月期の＋2.6%から横ばいとなり、景気の底堅さが確認された。

実質GDP成長率（季節調整値、年率、%、%pt）



（出所）CEIC

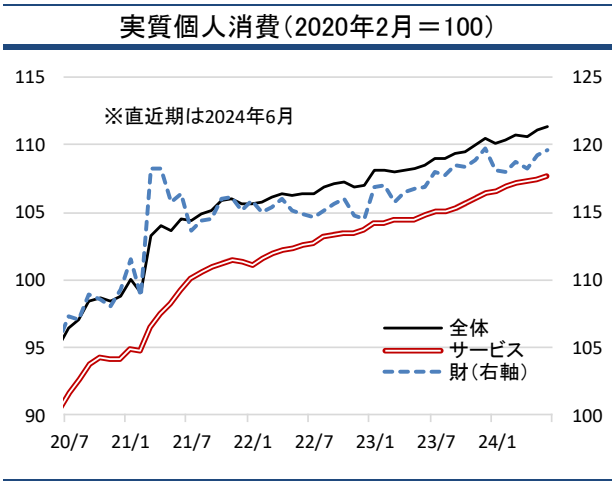
国内民間最終需要の内訳をみると、景気の柱である個人消費が、4～6 月期は＋2.3%と 1～3 月期の＋1.5%から伸びを高めた。個人消費の内訳は、サービス消費（1～3 月期：＋3.3%→4～6 月期：＋2.2%）が飲食・宿泊の増勢の弱さなどを背景に減速した一方、財（モノ）消費（▲2.3%→＋2.5%）が増加に転じ全体を押し上げた。財消費は、自動車関連やガソリンなど価格が下落傾向にあった品目が中心となり増加した。また、企業の設備投資は、建設投資が減少に転じ（＋3.4%→▲3.3%）、ソフトウェアなどの知的財産投資の伸びが鈍化（＋7.7%→＋4.5%）した一方、機械投資が大幅に加速（＋1.6%→＋11.6%）したことで、4～6 月期は＋5.2%と 1～3 月期の＋4.4%から幾分伸びを高めた。ただ、機械投資を押し上げた輸送機器の大幅増（▲18.0%→＋49.8%）は、変動の激しい航空機の寄与が大きいとみられ、先行きの反動減には注意が必要である。住宅投資は、住宅ローン金利の高止まりによる販売低迷に加え、在庫不足を補う動きも鈍り始めたことから、減少した（＋16.0%→▲1.4%）。

2%を上回る堅調な成長率は、雇用情勢の悪化を背景に景気が急速に減速するという懸念を払拭する内容である。一方で、物価上昇率は引き続き低下基調（PCE デフレーター：2023 年＜前年比＞＋3.7%→2024 年 1～3 月期＜前期比年率＞＋3.4%→4～6 月期＜前期比年率＞＋2.6%、コア PCE デフレーター：＋4.1%→＋3.7%→＋2.9%）にあり、景気の過熱感は薄い。4～6 月期の実質 GDP の結果は、米国経済がソフトランディングに向かう方向性に沿った内容と判断できる。

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。

個人消費：6 月はインフレ鈍化に支えられて底堅さ維持

6 月の個人消費支出（PCE）は、前月比＋0.2%と堅調であった 5 月（前月比＋0.4%）からは伸びが鈍化したものの、引き続き底堅く推移した。



（出所）CEIC

6 月の個人消費支出の内訳をみると、財消費（5 月前月比＋0.9%→6 月＋0.2%）は、自動車の反落（＋4.1%→▲5.0%）などを主因に伸びが鈍化したものの、衣料品を中心とした非耐久財（＋0.1%→＋0.5%）の堅調さに支えられ、引き続き底堅さを維持した。一方、サービス消費（＋0.2%→＋0.2%）の伸びは 5 月からおおむね横ばいとなった。ただ、内訳をみると、金融サービス（▲0.1%→＋0.4%）や学費などの品目が全体を支えたとみられ、消費意欲の影響が大きい輸送サービス（＋1.9%→＋0.2%）やレクリエーション（＋0.6%→＋0.1%）の伸びは大幅に鈍化した。価格が下落ないしは価格の伸びが鈍化している品目で底堅い消費が維持されたが、旅行など選択的支出に対する消費意欲は鈍っていると考えられる。

今後の消費動向を見通すために、4～6 月期の個人消費（前期比：1～3 月期＋0.4%→4～6 月期＋0.6%）を実質可処分所得と消費性向に分解して振り返ると、4～6 月は消費性向の上昇が、堅調な消費増の主因であった。すなわち、雇用者数の増加ペース鈍化（＋0.5%→＋0.3%）と賃金の伸び鈍化（週給賃金：＋1.0%→＋0.6%）などを背景に、名目ベースの可処分所得の伸びは鈍化した（＋1.2%→＋0.9%）。このため、PCE デフレーターの伸びが鈍化（＋0.8%→＋0.6%）したものの、実質可処分所得の伸びは鈍化した（＋0.3%→＋0.2%）。そうした中、6 月にかけての株価上昇による資産効果[1]や、可処分所得の伸びが鈍化するもとでも消費水準を維持する動きが続いたとみられ、消費性向が上昇し（2023 年 10～12 月平均：92.5%→2024 年 1～3 月平均：92.5%→4～6 月平均：92.8%＜2019 年平均：89.2%＞）、個人消費の堅調さが維持された。

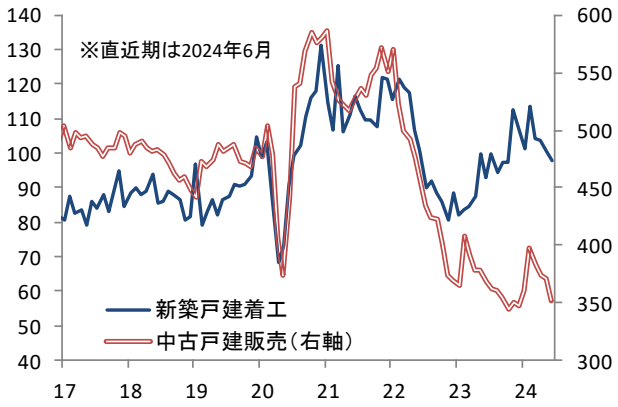
7 月以降は、消費性向の更なる上昇は見込み難いと予想する。これは、①株価は長期金利の高止まりを受けて上昇の勢いが弱く、資産効果が期待しづらくなっていること、②消費者向けの各種ローンへの金利支払い負担は高止まりし（可処分所得比：1～3 月平均 2.5%→4～6 月平均 2.5%＜2019 年平均：2.1%＞）、クレジットカードや自動車ローンなどの延滞率が上昇傾向にあるなど、消費者負担が増していることが背景である。実際、消費者マインドは、カンファレンスボードの消費者信頼感指数（1～3 月平均：106.3→4～6 月：99.7＜2019 年平均：128.3＞）とミシガン大学消費者景況感指数（1～3 月：78.4→4～6 月：70.6→7 月：66.0＜2019 年平均：96.0＞）のいずれも足元で悪化している。また、実質可処分所得の伸びは緩やかに鈍化することが見込まれる。PCE デフレーターの伸びが横ばいで推移する中、雇用情勢が緩やかに悪化して名目可処分所得の伸びが鈍化するとみられることが背景である。個人消費は、良好な家計資産の状況に支えられて腰折れする兆しはないが、緩やかに伸びが鈍化すると考えられる。

[1] 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：低調な住宅販売と在庫不足感の解消で、住宅着工はピークアウト

住宅市場は、中古戸建販売が 6 月は前月比▲5.1%と 5 月（▲0.8%）から減少した。30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が、5 月初旬を直近ピークに低下したものの、7%を幾分下回る水準で高止まったことが、需要を下押ししたとみられる。また、住宅着工戸数（戸建て）も、低調な住宅販売を背景に、6 月は前月比で▲2.2%と、5 月（▲3.4%）から減少が続いた。また、住宅在庫の不足感を背景とした建設需要の押し上げ効果も剥落しつつある。実際、中古住宅の在庫は、6 月は販売件数の 3.8 か月分と、コロナ禍前（2019 年平均 3.9 か月分）対比で在庫不足感が概ね解消されている。

新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



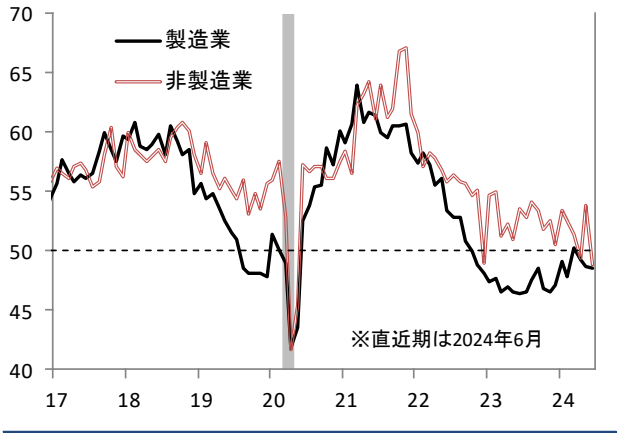
（出所）CEIC

7 月入り後も住宅市場は低迷が続くと考えられる。30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は小幅な低下にとどまり（6 月 21 日：6.9%→7 月 19 日：6.8%）、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990 年 3 月＝100）もほぼ動きがない（6 月平均：209→7 月中旬までの平均：210）。このため、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、50 が景況感悪化の境目）は、7 月は 42 と 6 月（43）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。住宅市場は底入れしたと考えられるものの、本格的な回復には更なる金利低下が必要となると考えられる。

企業部門：製造業と非製造業の景況感がそろって低迷

企業の景況感は低迷している。製造業のマインドを示す ISM 製造業指数は、6 月は 48.5 と 5 月（48.7）に続き、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」（5 月：50.2→6 月：48.5）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（45.4→49.3）がいずれも 50 を下回った。また、ISM 非製造業指数は、6 月は 48.8 と 5 月（53.8）から大幅に低下した。「事業活動」（61.2→49.6）と「新規受注」（54.1→47.3）がいずれも大幅に低下した。企業からのコメントをみても、需要鈍化を示唆するものが増加している。非製造業の景況感は変動が大きく、6 月の急悪化は多少割り引く必要があるものの、緩やかな悪化基調にあると考えられる。

ISM製造業・非製造業指数（%）

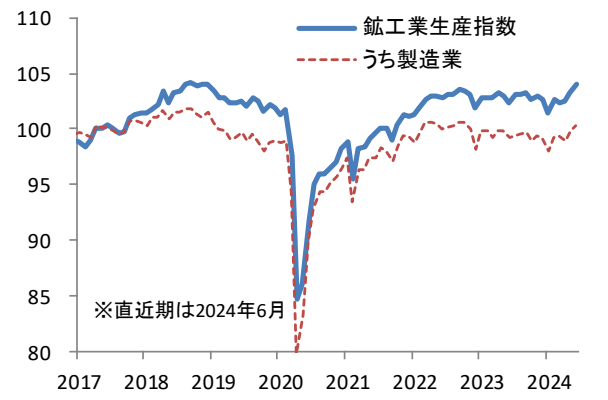


（出所）CEIC
（注）シャドーは景気後退期。

そうした中、雇用情勢を示す「雇用」は、製造業（51.1→49.3）と非製造業（47.1→46.1）いずれも悪化した。人手不足が解消方向にあることを踏まえると、企業による労働需要の鈍化を示唆していると考えられる。また、価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業（57.0→52.1）と非製造業（58.1→56.3）のいずれも低下傾向にある。「仕入れ価格」は両業種ともに引き続き 50 を超え、価格上昇圧力が残存しているが、賃金コストの伸び鈍化など、足元ではその圧力が和らぎつつあることが窺える。

6 月の鉱工業生産指数は前月比で＋0.6%と、5 月（＋0.9%）から引き続き上昇した。全体の 8 割弱を占める製造業も、5 月は前月比＋0.4%と 5 月（＋1.0）から上昇した。製造業の内訳をみると、乗用車を中心とした輸送機器（5 月前月比：＋0.2%→6 月：＋1.5%）、化学製品（＋2.0%→＋1.2%）の上昇が全体をけん引した。乗用車の生産増は、2021 年ごろにかけて半導体不足により生産が落ち込んだ後の、在庫復元の動きが背景にあるとみられる（2021 年平均：98.4→2022 年平均：108.5→2023 年平均：117.7→2024 年 1～6 月平均：121.8＜2017 年平均＝100＞）。ただ、自動車販売には頭打ち感があることや、製造業の景況感は引き続き弱いことを踏まえると、自動車生産の増勢が続くことには不確実性がある。鉱工業生産が安定的に増加するのは、財消費の底打ちが確認されることが条件になるだろう。

鉱工業生産指数の推移（2017年＝100）



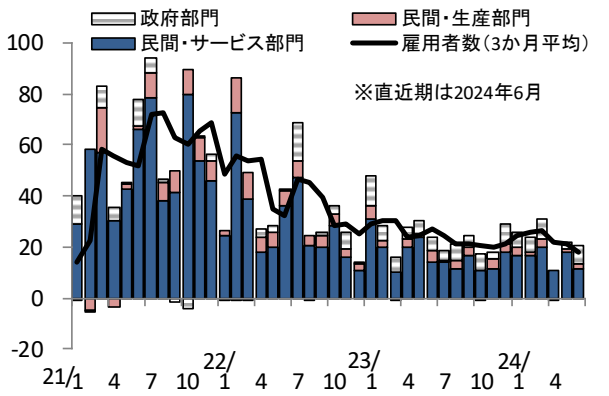
（出所）CEIC

雇用情勢：労働需要が鈍化し、雇用情勢は緩やかな悪化基調

依然として底堅い雇用拡大が続いているものの、労働需給のひっ迫感が解消に向かう中で、雇用情勢は緩やかな悪化基調にある。

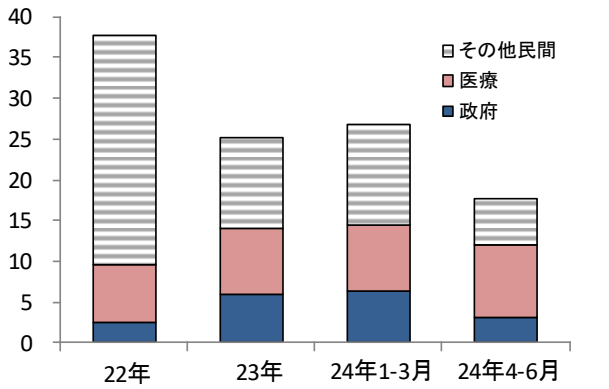
6 月の雇用統計（事業所調査）は、非農業部門全体の雇用者数が＋20.6 万人と、5 月（＋21.8 万人）から増加幅が幾分縮小した。民間部門（5 月：＋19.3 万人→6 月：＋13.6 万人）の伸びが縮小する中で、政府部門（＋2.5 万人→＋7.0 万人）の伸び拡大が全体を下支えした。民間部門の内訳をみると、生産部門（＋1.2 万人→＋1.9 万人）の伸びが幾分高まった一方、サービス部門（＋18.1 万人→＋11.7 万人）は、堅調な雇用増が続く医療（＋8.3 万人→＋8.2 万人）を除いて、多くの業種で伸びが鈍化ないしはマイナスとなった。また、単月の変動を除くために 3 か月平均をみると、4～5 月分が合計で 11.1 万人下方修正されたこともあり、4～6 月平均は＋17.7 万人と 1～3 月平均の＋26.7 万人から大幅に低下した。引き続き雇用環境改善の目安とされる＋15～20 万人程度の伸びを続けているものの、3 か月平均でみると 2020 年 11 月～2021 年 1 月の＋14.1 万人以来の低い伸びとなった。また、雇用が拡大している業種にも偏りがあり、4～6 月の雇用増のうち 7 割弱が、景気の影響を受けづらい医療と政府部門によるものである。移民の流入増で労働供給力が押し上げられていることを踏まえると、企業の労働需要は弱まり、雇用拡大のペースは

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



（出所）CEIC

非農業部門雇用者数（平均前月差、万人）

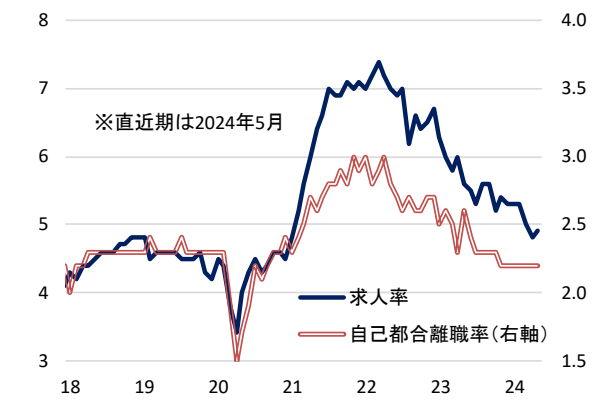


（出所）CEIC

鈍化してきていると考えられる。

労働需給については、6 月の失業率は 4.1%と 5 月（4.0%）から幾分上昇し、2021 年 11 月以来の高水準となった。6 月 FOMC で FOMC メンバーが長期の失業率と見通した 4.2%と概ね達した。外国人労働者を中心に労働供給の増加が旺盛で、企業の労働需要を徐々に吸収しきれない状況が生まれてきていると考えられる。一方で、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＞）からみると、相対的に人手不足感が強いと考えられる医療や専門サービスを中心に、5 月は 4.9%と 4 月の 4.8%から幾分上昇した。雇用確保がしやすくなっている状況を受け、企業が短期的に雇用確保の動きを強めたとみられる。ただ、5 月の求人率上昇は、3 月以降の急低下からの反動程度の動きであり、コロナ禍前の水準（2019 年平均：4.5%）に向かう動きが途切れたとは考え難い。自己都合での離職率はコロナ禍前を下回る水準が続き（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弱まり、売り手市場感は薄れている。労働需給は緩和の動きが続いていると考えられる。

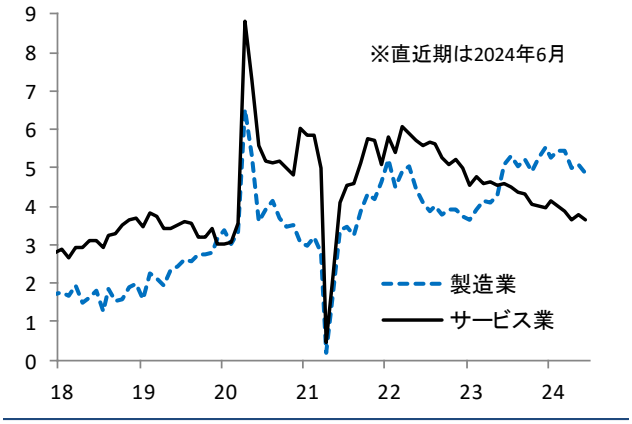
求人率と自己都合退職離職率（%）



（出所）CEIC

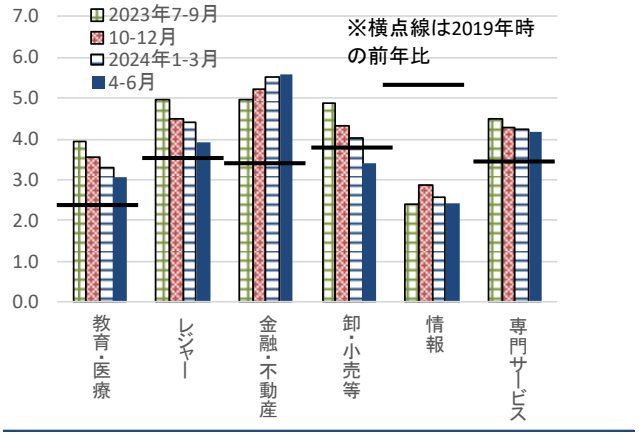
上記の通り労働需給が緩和方向にある中で、6 月は賃金上昇圧力が和らいだ。6 月の民間部門の時給は、前年比が＋3.9%と 5 月（＋4.1%）から低下し、業種別では、製造業（5 月前年比：＋5.1%→6 月：＋4.8%）とサービス業（＋3.8%→＋3.6%）のいずれも低下した。また、物価上昇率への影響から注目が集まるサービス業については、単月の変動を除いた 3 か月平均でみても、4～6 月平均の前年比は＋3.7%と 1～3 月平均の＋4.0%から伸びが縮小した。業種別では、金融・不動産（1～3 月平均前年比：＋5.5%→4～6 月平均：＋5.6%）が幾分上昇率を高めたものの、卸・小売等（＋4.0%→＋3.4%）やレジャー（＋4.4%→＋3.9%）、教育・医療（＋3.3%→＋3.0%）など、個人消費との関係が深いと考えられる多くの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。

民間企業の時給（前年比、%）



（出所）CEIC

サービス業の時給（前年比、%）

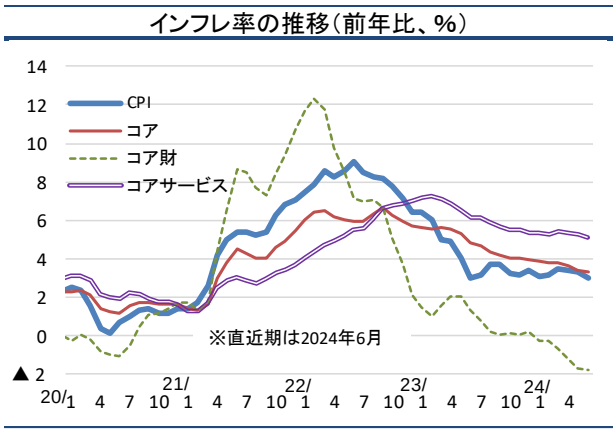


（出所）CEIC

物価：インフレ鈍化続く

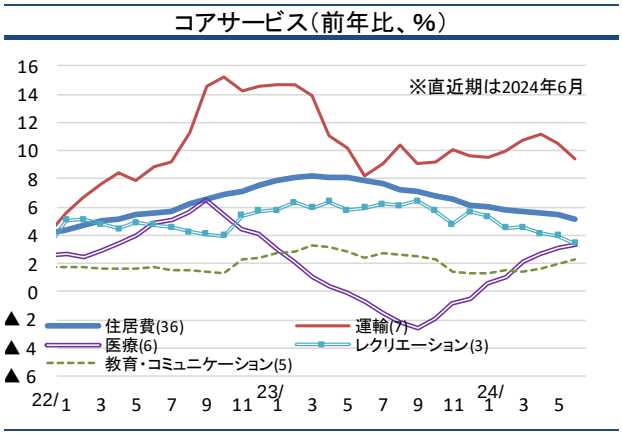
6 月の物価関連指標からは、5 月に続きインフレ沈静化に向けた進捗が確認された。

消費者物価指数（CPI）の 6 月の前年比は、幅広い品目の価格の伸び鈍化ないしは価格下落により、3 か月連続で低下した（5 月前年比＋3.3%→6 月＋3.0%）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、6 月の前年比が＋3.3%と 5 月の＋3.4%から低下した。コア指数を、より直近の動きを表す 3 か月前比年率でみると、6 月は＋2.1%と 5 月（＋3.3%）から大幅に伸びが鈍化した。瞬間的にではあるが FRB の目標である＋2%の伸びと同水準となった。



（出所）CEIC

コア指数のうち、財（モノ）は、6 月の前年比が▲1.8%と 5 月（▲1.7%）からマイナス幅が幾分拡大した。内訳をみると、新車や中古車を中心に、伸びが鈍化ないしはマイナス幅が拡大した。原油価格が安定的に推移し、世界的な供給制約も解消[2]した状態であり、製造コストの上昇圧力は限定的な状況が続いている。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。



（出所）CEIC
（注）（ ）内はCPI全体に占めるウエイト（%）

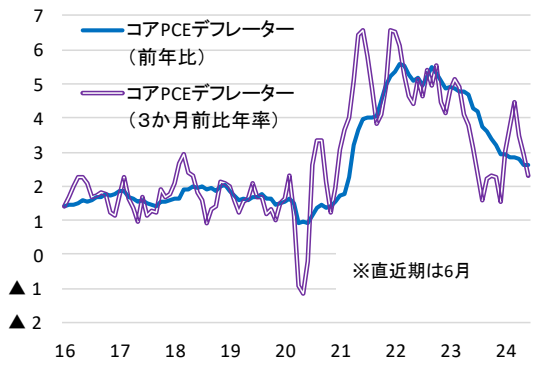
コア指数のサービス（コアサービス）は、6 月の前年比が＋5.1%と 5 月（＋5.3%）から低下した。内訳をみると、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費が、6 月は前年比が＋5.2%と 5 月（＋5.4%）から低下した。住居費の主要品目である家賃（5 月前年比：＋5.3%→6 月＋5.1%）と帰属家賃（＋5.7%→＋5.4%）が、民間業者が把握する新規契約分の家賃の伸び鈍化に遅れる形で、緩やかに伸びが縮小し続けていることが背景である[3]。住居費以外のサービス価格の前年比は、医療（＋3.1%→＋3.3%）などが上昇した一方、運輸（＋10.5%→＋9.4%）やレクリエーション（＋3.9%→＋3.4%）などが大幅にプラス幅を縮小し、全体としては伸びが鈍化した。サービス価格が沈静化に向かう動きは、前月対比でみるとより顕著であり、多くの業種で伸びが鈍化ないしはマイナスが続いた。景気の過熱感が薄れていることに加え、労働コストの伸びは鈍化基調にあることから、サービス分野の価格上昇圧力は着実に和らいでいる。

[2] 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。

[3] 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/

なお、FRB がインフレ指標として重視する、PCE デフレーターと、価格変動が激しい食品とエネルギーを除いたコア PCE デフレーターは、それぞれ 6 月の前年比が＋2.5%と＋2.6%と、FRB が目標とする＋2%をやや上回ったままであるが、より直近の動きを表す 3 か月前比年率でみると、それぞれ＋1.5%と＋2.3%と低い伸びとなった。FRB がインフレ沈静化の進捗に自信を深める内容であり、年内の利下げ開始の確度は高まったと考えられる。

コアPCEデフレーターの伸び（%）



（出所）CEIC

金融政策：利下げ開始を後押しする情報発信増加

7 月入り後、FOMC メンバーからは、現在の経済・物価情勢が望ましい姿に近づいていることを示唆する情報発信が増加した。パウエル FRB 議長は、7 月 15 日のイベントで、「金融政策は今後のデータ次第（data dependent）」というスタンスを維持したものの、4～6 月期は「インフレ沈静化に向けた自信がやや高まった」と評価した。また、ハト派とされるクーグラーFRB 理事が、足元のインフレ鈍化や賃金の伸び鈍化を背景に「年内の利下げ開始が適当」と発言しただけでなく、タカ派とされるウォラーFRB 理事も「利下げが近づきつつある」と述べた。

当社は、9 月 FOMC（9 月 17～18 日）に利下げが開始されるとの予想を維持する。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見込んでいる。9 月 FOMC までの追加の 2 か月程度のインフレ関連指標は、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 か月毎の緩やかなペースで利下げが進むと予想する。

景気見通し：秋にかけて景気は緩やかに悪化も、9 月 FOMC の利下げが景気を下支え

米国経済は 4～6 月期も堅調さを維持した。ただ、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、雇用情勢が本格的に悪化し始める状況に近づいている。また、足元にかけては、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。この先、実質可処分所得の伸び鈍化と消費意欲の低迷が重なり、個人消費は減速するだろう。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ている。4～6 月期の機械投資を押し上げた航空機などは減少に転じることが見込まれ、設備投資は全体として減速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弱まるもとで、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 月期の実質 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＋2.5%程度のペースが続くと予想する。人手不足が緩和する動きが続き、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。