

米国経済:雇用情勢に陰り、9月利下げ開始で景気下支えへ(改定見通し)

7月の雇用統計は、労働需要の伸びが大幅に落ち込むなど、雇用情勢の悪化方向への転換が示唆された。7月の小売り売上高は堅調で、個人消費は依然底堅い状況にあるが、先行きは所得の伸び悩みが消費の増勢鈍化につながると考えられる。一方で、インフレ率は引き続き低下基調にあり、インフレ再燃懸念は大幅に低下している。そのため、FRBは景気を重視する姿勢を急速に強め、9月FOMCでの利下げ開始はほぼ確実となった。金融市場では、既にFRBによる9月以降の利下げを織り込み、長期金利は水準を切り下げている。実質GDP成長率(前期比年率)は、秋にかけて一旦+1%台半ばまで落ち込むものの、金利低下が景気を下支えするよう働き、年末にかけては潜在成長率とされる+2%にむけて伸びを高めていくと予想する。

金融政策:9月利下げ開始が確実視

7月30～31日のFOMCでは、政策金利の5.25～5.5%への据え置きが決定された。政策金利の据え置きは、8会合連続となる。ただ、声明文やパウエルFRB議長による会合後の記者会見では、「4～6月のインフレ指標はインフレ率が持続的に+2%に向かっているとの自信を深めるもの」「労働市場は過熱した状況から、より正常な状況へ移った」など、インフレ鈍化の進捗と雇用情勢の正常化を示す表現が散見された。また、パウエル議長が「経済は政策金利を引き下げるのに適切な時点に近づいている」と述べ、9月利下げを示唆する情報が散りばめられた会合内容となった。

さらに、8月23日には、パウエル議長がジャクソンホール会議における講演で、①インフレ沈静化への自信が深まっている一方、②雇用情勢はこれ以上の冷え込みを避けるべき状況にあり、③FRBは雇用情勢を支えるためにあらゆることをすると述べた。その上で、パウエル議長は、「現在は利下げすべき時期にある」と明言し、9月FOMCで利下げが開始されることがほぼ確実となった。9月以降は、景気を加熱も冷え込みもさせない金利、いわゆる「中立金利」に向けて利下げが進むことが見込まれる。ただ、急速に利下げを進めることは、逆に金融市場の混乱につながる可能性がある。また、財政支出拡大や大規模な産業政策などに伴う投資需要増により、資金需要が押し上げられ、短期的には中立金利が上がっている可能性¹があるため、この水準を探りながら利下げを進めることも想定される。当社では、FRBは、金融政策の予測可能性を高めるよう、年内は毎会合0.25%の利下げを実施し、来年以降は経済指標や金融市場の動向に応じて利下げペースを微調整していくと予想する。

個人消費:インフレ鈍化に支えられて引き続き底堅く推移

7月の個人消費は、物価の伸び鈍化に支えられて底堅く推移したとみられる。

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、7月は前月比+0.8%と6月(▲0.1%)から大幅に反発した(次ページ右上図)。品目別(販売業態別)では、自動車・部品が、6月のディーラーへのサイバー攻撃で減少したことの反動増(名目ベース:6月

¹ パウエル議長も7月の経済クラブのイベントで、中立金利はコロナ禍前と比べ、「おそらく上昇」したと語っている。

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。

前月比▲3.4%→7月+3.6%)が全体を押し上げた。それ以外では、飲食品やヘルスケアなどの必需品の伸びが高まったほか、家具・家電製品といった一部の選択的支出も持ち直した。ただ、衣料品やスポーツ・玩具が減少し、フードサービスも6月の低調さからの反発は弱いなど、選択的支出は全体として増勢が鈍っていることが窺える。物価の伸びが落ち着いてきたことで、必需品を中心に底堅い消費が維持されているが、消費意欲が強まっているとは考えられない。

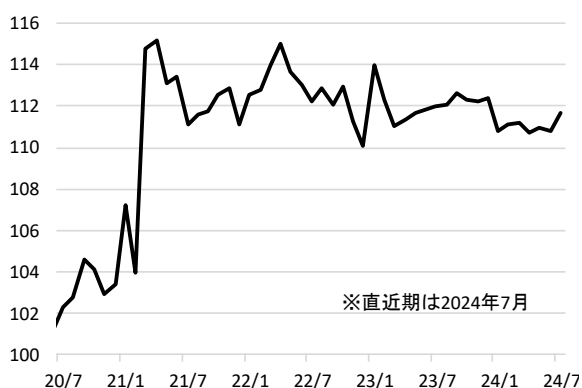
サービス消費について、個人消費支出(PCE)における実質サービス消費をみると、6月の伸びは前月比+0.2%と5月(+0.2%)から横ばいとなった。内訳をみると、金融サービス(▲0.1%→+0.4%)などの品目が全体を支えた一方、消費意欲の影響が大きい輸送サービス(+1.9%→+0.2%)やレクリエーション(+0.6%→+0.1%)の伸びは大幅に鈍化した。7月も、サービス消費の増勢は強まっていないとみられる。サービス消費のけん引役である旅行関連について、ホテル専門の調査会社STR公表のホテル稼働率が前年比でマイナスに転じたほか(6月前年比+0.0%→7月▲0.5%)、米国運輸保安局(TSA)公表の航空機利用者数の伸びは幾分縮小するなど(+6.1%→+5.6%)、増勢が弱まっている姿が窺える。サービス消費は全体として底堅く推移しつつも、選択的支出の動向は不安定さを増している。

住宅投資:住宅ローン金利低下で持ち直しの動き

住宅市場は、住宅着工戸数(戸建て)が、7月は前月比で▲14.1%と、6月(▲0.1%)から大幅に減少した(右図)。中古住宅の在庫は、7月は販売件数の3.6か月分とコロナ禍前(2019年平均3.9か月分)に近付いており、住宅在庫の不足を背景とした建設需要の押し上げ効果は弱まっている。一方で、中古戸建販売は、7月は前月比+1.4%と7月(▲5.1%)から幾分増加した。住宅ローン金利が5月初旬を直近ピークに低下傾向にあることで、住宅販売は持ち直しの動きが出てきている。

8月入り後も、住宅市場に持ち直しの動きが続くことが見込まれる。住宅市場の景況感は、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)が、8月は39と7月(42)から引き続き悪化した。ただ、30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)が低下し(7月19日:6.8%→8月16日:6.5%)、住宅ローン申請件数(米抵当銀行協会(MBA)公表、1990年3月=100)は大幅に増加している(7月平均:208→8月中旬までの平均:233)。今後、利下げ開始を背景に住宅ローン金利の上昇圧力がさらに薄れ、ローン借り換え増加の動きを伴って、住宅市場の改善は続くと考えられる。

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

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：景況感の冷え込み広がる

企業の景況感、緩やかではあるものの、製造業から非製造業にかけて冷え込みが広がっている。

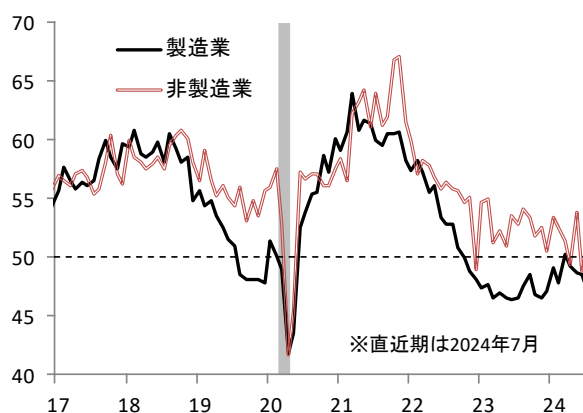
製造業のマインドを示す ISM 製造業指数は、7 月は 46.8 と 6 月（48.5）から低下し、2023 年 11 月以来の低水準となった（右図）。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（6 月：48.5→7 月：45.9）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（49.3→47.4）がいずれも悪化し、いずれも景況悪化の境目となる 50 を下回った。消費者向けと法人向けのいずれの製造業種からも、「7 月から需要が減少している」などのコメントが多く示され、景況感の冷え込みが窺える。一方で、ISM 非製造業指数は、7 月は 51.4 と 6 月（48.8）から上昇した。内訳の「事業活動」

（49.6→54.5）と「新規受注」（47.3→52.4）がいずれも改善したことが主因である。ただ、企業からのコメントをみると、引き続き景気や雇用情勢の減速を示唆するものが多い。非製造業の景況感の変動が大きいものの、緩やかな悪化基調から脱していないと考えられる。

そうした中、製造業では雇用凍結などを通じて人員削減を図っているとみられ、雇用情勢を示す「雇用」は、7 月は 43.4 と 6 月（49.3）から大幅に低下し、2020 年 6 月以来の低水準となった。一方で、非製造業の 7 月の「雇用」は 51.1 と 6 月（46.1）から上昇し、6 か月ぶりに 50 を上回った。ただ、50 を幾分上回る水準に過ぎないほか、企業からのコメントも「労働需要の減速」や「雇用水準の調整」が続いていることを示唆するものが散見されており、非製造業の労働需要の鈍化が底入れしたと判断するには早計であろう。また、価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業（52.1→52.9）と非製造業（56.3→57.0）ともに 7 月は幾分上昇したが、今春をピークとした低下基調を変えるほどのものではない。両業種とも賃金コストの伸びは鈍化しており、価格上昇圧力の強まりが懸念される状況にはないと考えられる。

7 月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.6%と、6 月（+0.3%）から低下した（右図）。全体の 8 割弱を占める製造業も、7 月は前月比▲0.3%と 6 月（+0.0%）から低下した。公表元の FRB は、7 月上旬に南部に上陸した大型ハリケーン「ベリル」の影響が指数全体を▲0.3%pt 押し下げたと試算している。また、自動車・同部品を中心とした輸送機器（6 月前月比：+0.6%→7 月：▲4.8%）の大幅減は、一時的な操業停止が影響したとみられる。8 月はこれらの影響が剥落することで上昇に転じることが見込まれるが、2022 年春の水準を超える勢いはない。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。

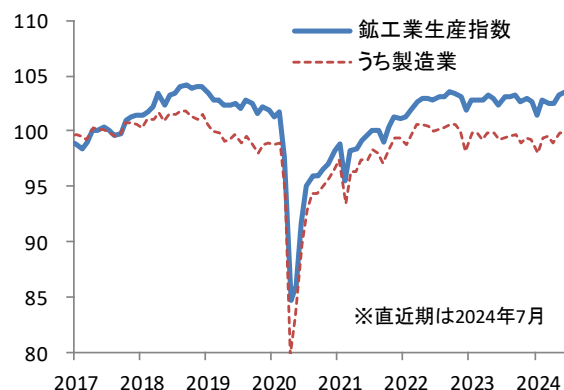
ISM製造業・非製造業指数(%)



(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

雇用情勢：悪化方向への転換が明確に

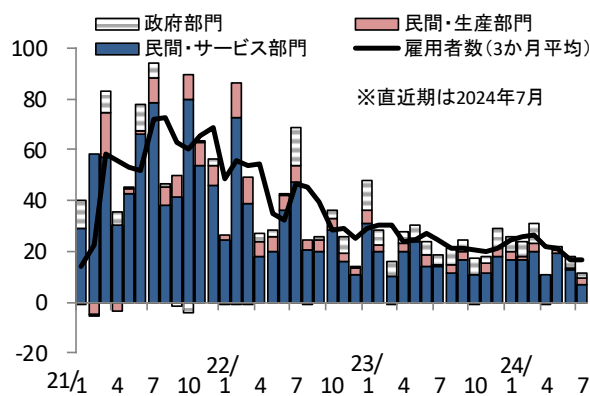
米国の7月の雇用統計は、労働需要の鈍化が強く示唆される内容となった。

7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前月差+11.4万人と、6月（+17.9万人）から増加幅が大幅に縮小した（右図）。内訳をみると、民間部門（6月：+13.6万人→7月：+9.7万人）と政府部門（+4.3万人→+1.7万人）の伸びがともに鈍化した。民間部門では、生産部門（+1.1万人→+2.5万人）の伸びが幾分高まった一方、サービス部門（+12.5万人→+7.2万人）は、6月からの反動があったレジャー（+0.1万人→+2.3万人）や小売（▲1.2万人→+0.4万人）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。

労働需給に関しては、雇用統計（家計調査）における失業率が、7月は4.3%と6月（4.1%）から上昇し、2021年10月以来の高水準となった（右図）。6月FOMCにおいて、FOMCメンバーが長期の失業率と見通した4.2%を超えており、指数上は雇用情勢の悪化が懸念される水準に入った。外国人労働者を中心に労働供給の増加が続く中で、企業の労働需要を吸収しきれない状況が生じてきていると考えられる²。

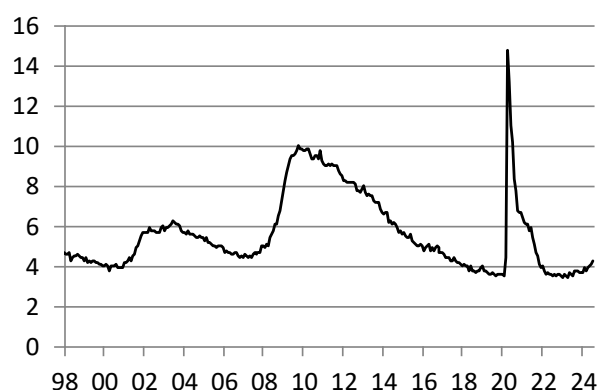
なお、失業率の上昇については、①7月上旬に発生した大型ハリケーン「ベリル」による影響、②移民流入増を中心とした労働供給増による押し上げ効果に留意する必要がある。ただ、①については、雇用統計の公表元である米労働統計局がベリルの影響が軽微であるとしている。実際、ベリルの影響が大きいとされるテキサス州の失業率は6月の4.0%から7月は4.1%と小幅に上昇したにとどまっており、米国全体の失業率上昇には、ベリルの影響はさほど大きくないと考えることが自然だろう。②に関して、7月にかけての失業率上昇は、統計上は、企業による解雇などの労働需要減が主な理由である。すなわち、米国では失業率の上昇ペースが一定以上となると景気後退に陥っているとの経験

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



(出所) CEIC

失業率(%)



(出所) CEIC

過去のサームルール抵触期の失業率上昇との比較

時期	1年前の失業率からの上昇幅(%pt)		
		うち需要要因	うち供給要因
1970年2月	0.8	0.5	0.4
1974年7月	0.7	0.4	0.2
1980年4月	1.1	1.0	0.1
1981年11月	0.8	0.5	0.4
1990年12月	0.9	0.6	0.2
2001年6月	0.6	0.6	0.0
2008年5月	1.0	0.6	0.4
2020年5月	9.6	9.9	-0.3
2024年7月	0.7	0.5	0.2

(出所) CEIC

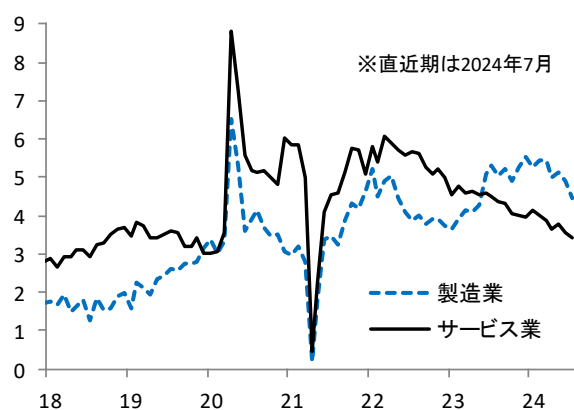
(注) 需要要因は企業側の解雇を理由とした失業率上昇、供給要因は労働者側の自己都合等による離職や労働市場参入による失業率上昇

² 労働需給の現状については、2024年8月5日付 Economic Monitor 「米国経済：7月雇用統計 悪化方向への転換が明確に」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2642/>

則（いわゆる「サム・ルール」）³があり、7月の失業率上昇はこれに抵触したことに注目が集まっていた。このサム・ルール過去の抵触期と比較した場合、足元の失業率上昇は、労働供給増の要因が相対的に大きかったとはいえないことが確認できる（前ページ右下図）。一方で、失業率を算出する雇用統計（家計調査）では、移民の流入増と、それに伴う雇用増の影響を捉え切れていない可能性が指摘されている。このため、米国全体の雇用情勢は、失業率が示すほどには悪化していないことが考えられる。これらを踏まえると、移民流入増が景気を押し上げているものの、米国人を中心に、雇用情勢の悪化が進みだしている状況にあると考えられる。

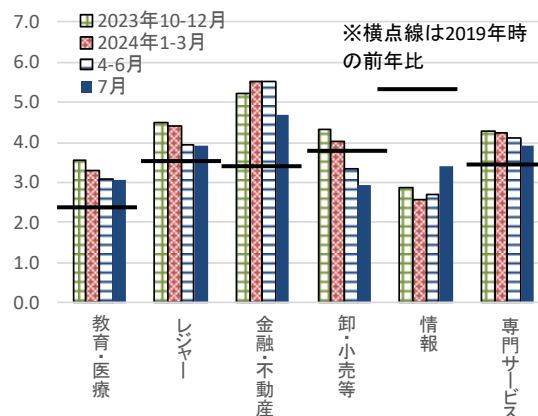
失業率が上昇し、人手不足が解消に向かう方向にある中で、賃金上昇率の低下が続いている。7月の民間部門の時給は、前年比が+3.6%と6月（+3.8%）から低下し、業種別では、製造業（6月前年比：+4.9%→7月：+4.4%）とサービス業（+3.5%→+3.4%）のいずれも低下した（左下図）。特に、物価上昇率と賃金上昇率の関係が大きいサービス業については、情報（4～6月平均前年比：+2.7%→7月：+3.4%）が上昇率を高めたものの、卸・小売等（+3.3%→+3.0%）やレジャー（+4.0%→+3.9%）など、個人消費との関係が深いと考えられる多くの分野での伸びが鈍化した（右下図）。労働コストによる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：インフレ鈍化続き、FRB が利下げに踏み切る情報蓄積

7月も幅広い品目でインフレ率は低下し、FRB が利下げに踏み切るための条件とする、「持続的なインフレ鈍化への確信」を強める内容となった。

消費者物価指数（CPI）の7月の前年比は、幅広い品目における価格の伸び鈍化ないしは価格下落により、4か月連続で低下した（6月前年比+3.0%→7月+2.9%）（次ページ右上図）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、7月の前年比が+3.2%と6月の+3.3%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、7月は+1.6%と6月（+2.1%）から一段と伸びが鈍化した。

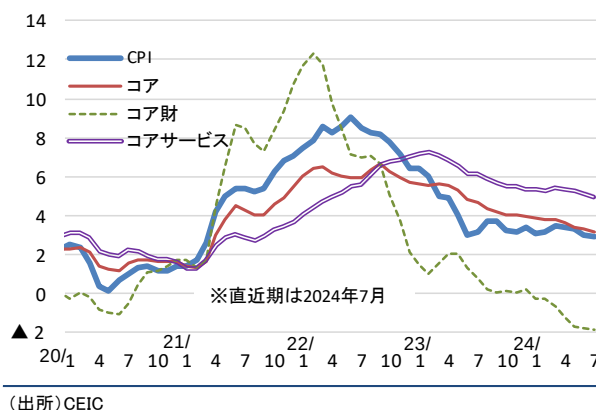
³ 「サム・ルール」とは、過去の米国経済において、直近3か月間の失業率の平均値が過去12か月の失業率の最低値を0.5%ポイント上回った場合、全て景気後退に陥っていたとの経験則である。

瞬間的にはあるが FRB の目標である +2% の伸びを下回った。

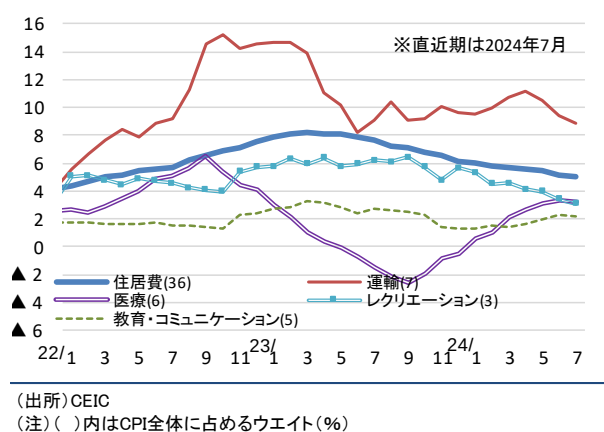
コア指数のうち、財（モノ）は、7 月の前年比が▲1.9%と 6 月（▲1.8%）からマイナス幅が幾分拡大した。内訳をみると、新車や中古車のマイナス幅が拡大したことが目立つ。原油価格が安定的に推移し、世界的な供給制約も解消⁴した状態であり、製造コストの上昇圧力は限定的な状況が続いている。財価格が FRB のインフレ目標である +2% の上昇率を超えていく可能性は引き続き低い。

コア指数のサービス（コアサービス）は、7 月の前年比が +4.9%と 6 月（+5.1%）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、7 月は前年比が +5.1%と 6 月（+5.2%）から幾分低下した（右図）。住居費の主要品目である家賃（6 月前年比：+5.1%→7 月 +5.1%）の伸びは横ばいとなったものの、帰属家賃（+5.4%→+5.3%）の伸びが幾分低下した。家賃や帰属家賃は、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、緩やかな伸び鈍化が続いている⁵。住居費以外のサービス価格の前年比は、医療（+3.3%→+3.3%）などが横ばいとなった一方、運輸（+9.4%→+8.8%）やレクリエーション（+3.4%→+3.1%）などがプラス幅を縮小する業種が多く、全体としては伸びが鈍化した。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。

インフレ率の推移(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)



景気見通し:ソフトランディングの公算大も、金融政策を巡るリスクは残る

米国経済は、国内需要の増勢が弱まることで、秋にかけて減速することが見込まれる。個人消費は、①労働市場の冷え込みを受けた可処分所得の伸び鈍化、②消費者向けローンの支払い負担増により、増勢が弱まるだろう。また、企業の設備投資は、ソフトウェア投資などの安定的な投資増が続くものの、①企業の景況感の弱さ、②金融引き締めによる厳しい資金調達環境が続くもとで、伸びが鈍化する見通しである。住宅投資は、年前半に在庫不足解消の動きによる需要増が続いたことから、その反動減の動きが出ると考えられる。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。

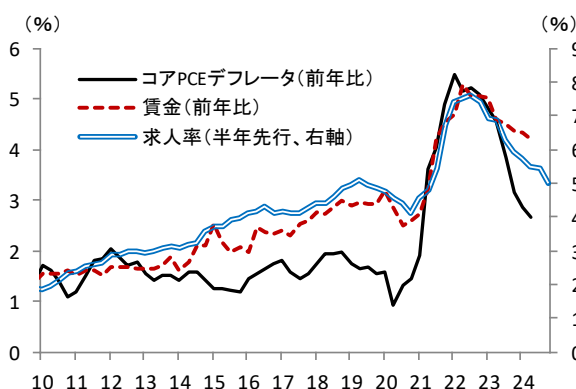
⁴ 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数（GSCPI）」（NY 連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫）は、2023 年秋以降は 0 程度で推移し、供給制約が解消しているが示されている。

⁵ CPI の家賃は既存契約分であるが、既に伸びが鈍化している民間業者把握の新規契約分の動きに遅れて、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/>

物価について、FRB が重要視する PCE デフレーターは、年内はコア指数の前月比年率が+2.5%程度のペースが続く見通しである。これは、労働需給を示す「求人率」（求人数／＜就業者数＋求人数＞）が緩やかに低下し、賃金の伸び鈍化が続くことが見込まれるもとで、労働コストによるインフレ圧力が後退していくと考えられることが背景である（右図）。FRB は、インフレ圧力が薄れることを確認し、9 月 FOMC に利下げを開始し、3%程度とされる中立金利⁶を見据えてコンスタントに利下げを続けることとなるだろう。この結果、幅広い年限で金利の上昇圧力が弱まり、①企業や家計の資金調達環境の改善、②住宅ローン金利の低下、③株価の上昇など金融環境は改善することで、年末にかけて国内需要が押し上げられると予想する。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、民主党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 of 修正が着実に進むだろう⁷。2025 年以降も、実質 GDP 成長率は巡航速度である+2%程度で推移する見通しである（右図）。

先行きの米国経済にとっての下振れリスクとして、①金融政策の混乱、②資産価格の下落が挙げられる。①のリスクについては、FRB が「金融政策はデータ次第」という姿勢を強めてきたことに起因する。この先、雇用情勢の悪化が急速に進む可能性は高くはないものの、一方で、利下げの効果が雇用情勢に波及していくタイミングも不確実である。遅効性の高い雇用関連指標をもとに過度に政策判断がなされる状況は、金融政策が後手に回るリスクがある。また、金融政策が月次の経済指標によって細かく調整されるとの認識が金融市場で続けば、長期金利が変動を繰り返す状況が継続し、経済情勢に対して悪影響が出る。FRB が金融市場とのコミュニケーション改善に失敗すれば、景気のオーバーキルが生じることとなろう。また、②については、株式などの資産価格が調整することにより、資産効果が剥落して個人消費を下押しするリスクである。株価については、大幅に上昇してきた生成 AI 関連銘柄の調整や、地政学リスクの顕在化などの外的ショックが大幅下落のきっかけとなり得る。これまでの堅調な個人消費は、株価上昇や不動産価格の高止まりによる資産効果の寄与が大きいと考えられ⁸、一時的にでも資産価格の

物価と賃金と求人率の関係



(出所) CEIC

(注) 賃金は雇用コスト指数、求人率は民間ベース

米国経済見通し

	2023	2024	2025	2026
GDP	2.5	2.5	1.9	1.9
個人消費	2.2	2.2	1.9	2.0
設備投資	4.5	3.7	2.8	2.7
住宅投資	▲ 10.6	4.3	0.4	1.5
在庫投資	(▲ 0.4)	0.1	0.0	0.0
純輸出	0.6	(▲ 0.3)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)
輸出	2.6	2.0	1.6	1.6
輸入	▲ 1.7	3.4	2.0	2.1
政府消費	2.7	1.8	1.1	1.0
公共投資	9.4	7.8	2.0	1.6
失業率	3.8	4.3	4.2	4.2
PCEコア	2.9	2.8	2.2	2.0
長期金利	4.4	3.7	4.0	4.1

(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

⁶ 6 月 FOMC における FOMC メンバーの経済見通し（中央値）では、長期的な政策金利の見通しは 2.8%であり、本稿ではこれを中立金利とみなしている。

⁷ トランプ減税の一部失効の 2026 年以降の米国経済への影響については、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）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2603/>

⁸ 個人消費における資産効果については、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

調整が深くなれば、個人消費が大幅に減速するきっかけとなろう。米国は利下げ余地が大きく、資産価格を押し上げる力を大きく残すが、最終需要で陰りが出れば、企業マインドも冷え込み、景気への影響が広がることには注意が必要だろう。