

米国経済：乖離する個人消費の底堅さと労働市場の冷え込み

米国経済は、底堅い個人消費に支えられて堅調に推移している。一方で、雇用情勢は緩やかな悪化方向にあり、企業の景況感も冷え込んだ状況が続くなど、ちぐはぐさが目立ち始めている。今後、労働市場の冷え込みが個人消費の調整を迫ることで、更なる雇用悪化につながる懸念が増している。そうした中で、FRB は、雇用情勢への支援を強く打ち出す形で、9 月 FOMC で 0.5%Pt の大幅利下げを決定し、今後も利下げを着実に進めることを示唆した。8 月はサービス価格の上昇率が幾分下げ渋ったが、労働コストの上昇圧力は弱く、引き続きインフレの再燃懸念が小さいことが利下げの継続を後押ししよう。先行きは、金利低下を受けて住宅投資や企業活動が持ち直し、個人消費の増勢鈍化による景気悪化を緩和することが見込まれる。

金融政策:9 月 FOMC で 0.5%Pt の大幅利下げ決定、雇用情勢の支援を強調

9 月 17～18 日の FOMC では、0.5%Pt の利下げが決まり、政策金利は 4.75%～5.0%となった。4 年半ぶりの利下げ決定であったほか、通常の利下げ幅 0.25%Pt の倍である 0.5%Pt の大幅利下げとなった。

声明文では、「雇用とインフレ目標実現に向けたリスクは概ねバランスした」と記述された。また、FRB が強くコミットする対象として、「インフレ目標達成」だけでなく、「最大雇用の支援」の文言が加わった。FRB が課せられている 2 つの使命 (dual mandate) は、「物価安定」と「最大雇用」の達成である。これまで、2 年超の間、雇用悪化の懸念が相対的に小さかったことから、インフレ沈静化に注力してきたが、今会合で 2 つの使命の達成を改めて強く宣言した形である。

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)。政策金利は、2024 年末が 4.4% (2024 年内に 0.5%Pt の追加利下げに相当) と予想され、6 月 FOMC 時の予想であった 5.1%から大幅に下方修正された。この理由としては、足元にかけて、インフレ鈍化と雇用情勢の冷え込みが想定以上に進んだことが大きいと考えられる。実際に、インフレ率の見通しは下方修正され (2024 年第 4 四半期の PCE デフレーター前年

FOMC参加者の見通し(中央値)					
	2024	2025	2026	2027	(%) 長期
経済成長率	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
(6月予想)	2.1	2.0	2.0	—	1.8
失業率	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
(6月予想)	4.0	4.2	4.1	—	4.2
PCEデフレーター	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
(6月予想)	2.6	2.3	2.0	—	2.0
コアPCEデフレーター	2.6	2.2	2.0	2.0	—
(6月予想)	2.8	2.3	2.0	—	—
政策金利	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
(6月予想)	5.1	4.1	3.1	—	2.8

(出所)FRB

(注1)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

比: 6 月 FOMC 時+2.6%→今会合+2.3%、コア PCE デフレーター: +2.8%→+2.6%)、失業率の見通しは上方修正された (4.0%→4.4%)。特に、失業率については、FOMC メンバーが長期の失業率とする 4.2%を今年中に上回る予想となった。2025 年末にかけて緩やかに 4.2%に上昇していくと予想していた 6 月 FOMC 時の状況からは一変しており、これが今会合での大幅利下げの背景にあったと考えられる。

2025 年以降の見通しについては、政策金利は、2025 年末が 3.4%、2026 年末が 2.9%と予想された。6 月時点の予想と比較し、かなり速いペースで利下げが進み、2026 年中にも FOMC メンバーが長期の政策金利と予想する 2.9%に達することが示唆された。上記の通り、6 月時に想定していた以上にインフレ鈍化と雇用悪化が進んでいる可能性があることから、金融引き締めの影響が十分に出ていると判断し、利下げを急ぐ必要があるとの見方に修正したとみられる。これにより、雇用悪化が大幅に進むことを防ぎ、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「ソフトランディング」のシナリオを維持した形である。

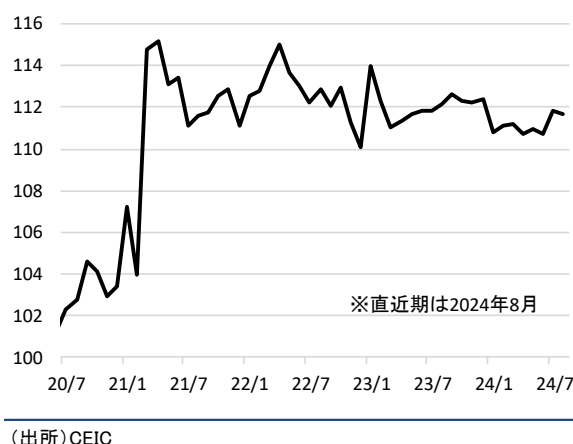
パウエル FRB 議長は、会合後の記者会見で、現状の景気と雇用の底堅さを強調し、これを維持するために「より中立的な政策スタンスへと再調整 (recalibrate) する」と述べた。そして、今回の 0.5%Pt の大幅利下げの決定を、この先政策が後手に回らないための現在の最適解であり、景気悪化懸念の強まりが原因でないことを説明した。このように、大幅利下げをあくまで再調整プロセスの一環と位置付けることで、この先の利下げの幅やタイミングの自由度と柔軟性を維持した印象である。

個人消費:財(モノ)とサービスともに底堅さを維持

8 月の個人消費は、財 (モノ) とサービスともに底堅さを維持したとみられる。

財消費を中心とした小売・外食売上高をみると、インフレ率の影響を除いた実質ベース (セントロイス連銀試算) で、8 月は前月比▲0.1%と、大幅増となった 7 月 (+1.0%) の反動で幾分減少した (右図)。品目別 (販売業態別) では、家具・家電製品 (名目ベース: 7 月前月比 +1.5%→8 月▲0.9%) や衣料品 (+0.1%→▲0.7%) など選択的支出の多くが減少したが、ヘルスケア (+1.7%→+0.7%) などの必需品の増加が全体を下支えした。なお、生産動向の影響が大きい自動車・同部品 (+4.4%→▲0.1%) が引き続きかく乱要因となっている。全体としては、選択的支出の増勢が鈍る一方、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続いているとの評価である。

小売・外食売上高 (実質ベース、2020年2月=100)



サービス消費についても底堅く推移している。個人消費支出 (PCE) における実質サービス消費をみると、7 月の伸びは前月比 +0.2%と 6 月 (+0.3%) から幾分鈍化したものの、増加基調を維持した。消費意欲の影響が大きい品目をみると、飲食・宿泊 (6 月前月比 +0.1%→7 月 +0.3%) が持ち直したものの、輸送サービス (+0.4%→+0.3%) やレクリエーション (+0.7%→+0.4%) の伸びが引き続き鈍化するなど区々であった。8 月も、サービス消費の増加ペースは大きくは変わ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、調査会社 STR 公表のホテル稼働率 (7 月前年比▲0.5%→8 月 +1.5%) が前年比プラスに持ち直した一方、米国運輸保安局 (TSA) 公表の航空機利用者数の伸び (+5.6%→+5.4%) は幾分縮小するなど、全体として増勢の変化は窺えない。所得の伸びが鈍化する中でも、現状は消費意欲が損なわれず、むしろ消費割合が増やす形で、これまでと同じペースの消費活動を維持しているとみられる。

住宅投資:9月からの回復が期待

住宅市場をみると、8月の中古戸建販売は前月比▲2.8%と7月(+1.7%)から減少した(右図)。住宅ローン金利が低下し、住宅ローンの申請も増加傾向にあったが、8月時点では景況感が十分に改善していなかったことが影響したとみられる。一方、住宅着工戸数(戸建て)は、大幅に減少した7月(▲12.8%)からの反動もあり、8月は前月比で+15.8%と大幅に増加した。ただ、中古住宅の在庫は、8月は販売件数の3.9か月分とコロナ禍前(2019年平均3.9か月分)と同水準に戻っており、今年前半にかけてみられた在庫不足を補うための建設需要は弱まっている。着工件数は、今後は、販売動向と同様の動きをたどると考えられる。

9月は、住宅販売の持ち直しの動きが強まることが期待できる。30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)の低下が続き(8月16日:6.5%→9月13日:6.2%)、住宅ローン申請件数(米抵当銀行協会(MBA)公表、1990年3月=100)が大幅に増加(7月平均:208→8月平均:230→9月中旬までの平均:250)していることが背景である。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)も、9月は41と8月(39)から幾分上昇し、今後も改善が期待できる。9月以降は住宅販売の持ち直しが進むと予想する。

企業部門:景況感の冷え込み続く

企業の景況感は低迷した状況から抜け出せていない。

企業のマインドを示すISM指数は、製造業と非製造業ともに8月は幾分上昇した(製造業:7月46.8→8月47.2、非製造業:51.4→51.5)(右図)。ただ、製造業は、今年の3月を除き、2年近く景況悪化の境目となる50を下回っており、景況感の冷え込みが長期化している。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」(7月:45.9→8月:44.8)と先行きの需要の強さを示す「新規受注」(47.4→44.6)がいずれも悪化した。さらに、「在庫」(44.5→50.2)が上昇したことは、意図せざる在庫積み増しが起こったことを示唆している。企業からは「受注の弱さ」を示すコメントが増加し、その理由に「大統領選前の不確実性が受注先送りにつながっている」「選挙が終わるまで回復は期待できない」などの声が散見され、大統領選を巡る不透明感が影響していることが窺える。また、非製造業のISM指数も8月は51.5と、7月(51.4)と同様、辛うじて50を上回るにとどまっており、回復基調にはない。内訳をみると「事業活動」(54.5→53.3)が悪化した一方、「新規受注」(52.4→53.0)がやや改

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

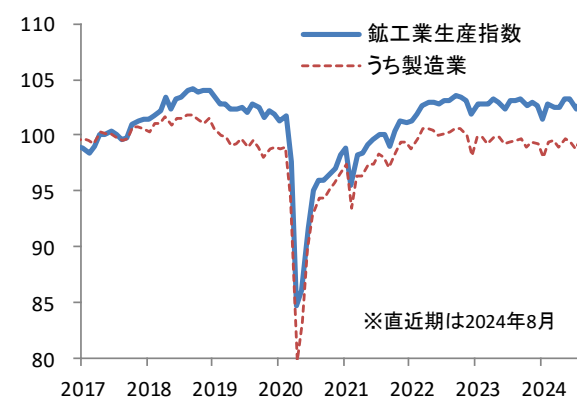
(注)シャドーは景気後退期。

善するなど、まだら模様の内容であった。企業からのコメントでも、業種によって需要の強弱に関する見方が分かれている。

雇用情勢を示す「雇用」については、製造業が8月は46.0と引き続き低水準であるほか、非製造業は8月が50.2と7月（51.1）から低下し、雇用情勢に改善がないことが示された。また、価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業（52.9→54.0）と非製造業（57.0→57.3）ともに8月は上昇した。インフレ圧力の残存には注意が必要ながら、両業種とも労働コストの伸びは鈍化している。今春をピークとした、「仕入れ価格」の低下基調を変えるほどのものではないと判断できる。

8月の鉱工業生産指数は前月比で+0.8%と、大型ハリケーン「ベリル」などの影響で大幅に落ち込んだ7月（▲0.9%）から持ち直した（右図）。全体の8割弱を占める製造業は、8月は+0.9%と7月（▲0.7%）から大幅に増加した。製造業の内訳をみると、非耐久財が前月比▲0.2%と減少したのに対し、耐久財が+2.1%と全体を押し上げた。ただ、耐久財の増加の多くは、乗用車を中心とした輸送機器（7月前月比：▲5.9%→8月：+6.5%）の反動増であり、7月の一時的な操業停止の影響が剥落したことが大きく影響している。製造業の生産状況からは、景気悪化が深まる様子はないが、増勢が強まる方向感も窺えない。鉱工業生産が安定的に増加するのは、財消費の底打ちがはっきりと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)



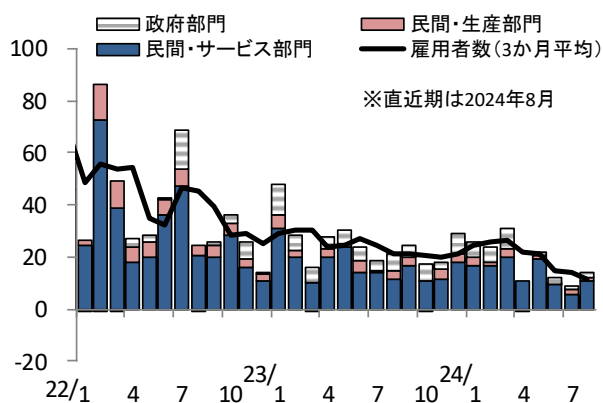
(出所)CEIC

雇用情勢:緩やかな冷え込み続く

雇用情勢は、企業の労働需要が弱まり、緩やかな冷え込みが続いた。

8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+14.2万人と、7月（+8.9万人）から増加幅が拡大した（右図）。内訳をみると、民間部門（7月：+7.4万人→8月：+11.8万人）と政府部門（+1.5万人→+2.4万人）の伸びがともに7月から拡大した。民間部門のうち生産部門は、建設（+1.3万人→+3.4万人）の増加幅が拡大したものの、輸送機械を中心に製造業（+0.6万人→▲2.4万人）が減少したことで、全体として増加幅が幾分縮小した（+2.0万人→+1.0万人）。一方、サービス部門は、レジャー（+2.4万人→+4.6万人）の増加幅が拡大したほか、金融・不動産（▲0.1万人→+1.1万人）や専門・事業サービス（▲1.3万人→+0.8万人）の反動増を背景に、増加幅が拡大した（+5.4万人→+10.8万人）。このように、労働需要は8月単月では増加したものの、数か月単位で見た労働需要は鈍化傾向にある。単月の振れを排除するために、雇用者数の増加幅を3か月平均でみると、6月の雇

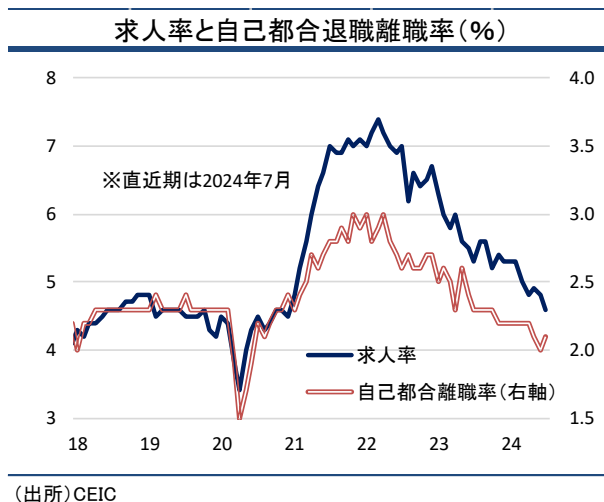
非農業部門雇用者数(前月差、万人)



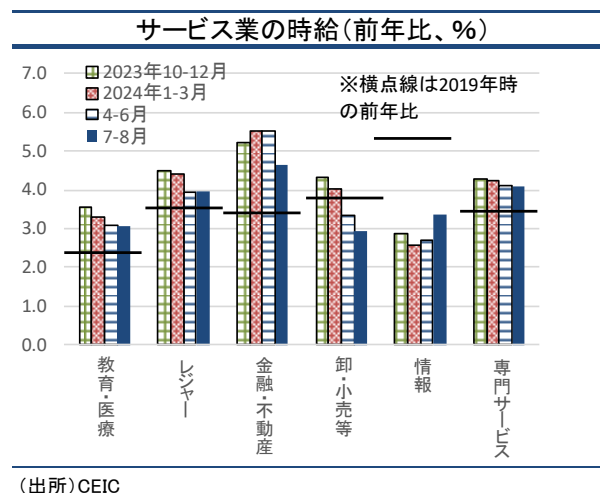
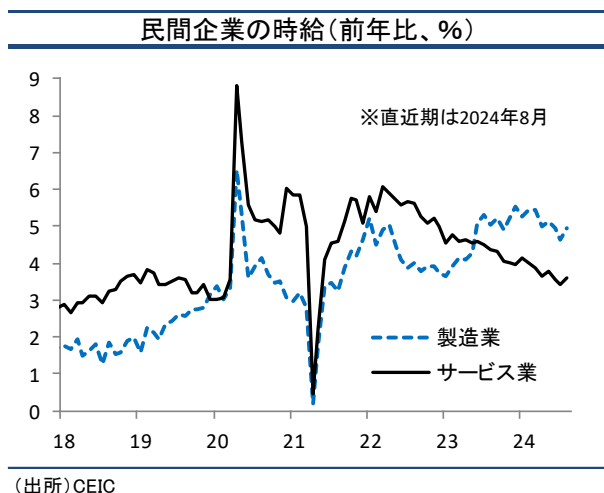
(出所)CEIC

用者数の増加幅が+17.9万人から+11.8万人に、7月が+11.9万人から+8.9万人に下方修正されたことが大きく影響し、6～8月平均で+11.6万人と低水準となった。2023年度（2023年4月～2024年3月）平均の+24.2万人¹、2024年4～6月平均の+14.7万人と比べて水準が切り下がっており、基調として労働需要が弱まっていることは明らかである。

労働需給に関して、雇用統計（家計調査）における失業率は、8月は4.2%と7月（4.3%）から幾分低下した。上記の8月の事業所調査の結果と同様、家計調査でも、8月はパートタイムを中心に雇用者数の増加幅が拡大したことが背景である。ただ、上記の通り労働需要は減速基調にあり、失業率の上昇が止まったとは判断できない。労働需給を企業の求人率（求人件数／＜就業者数+求人件数＞）から確認すると、7月は4.6%と8月（4.8%）から低下し、需給緩和が続いた（右図）。民間部門に限れば、7月は4.7%と2019年平均の4.8%を下回るまで低下している。製造業や金融・不動産、教育・医療などの求人率が2019年平均を引き続き上回る一方で、建設や卸・小売等、レジャーなど2019年の求人率を下回る業種が増えており、産業全体でみた人手不足は収まったと考えられる。また、処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」をみても、コロナ禍前を下回る水準が続き（6月：2.0%→7月：2.1%＜2019年平均：2.3%＞）、売り手市場感は引き続き薄い。雇用情勢は概ね正常化し、むしろ冷え込みが懸念される状況にあるといえる。



上記の通り、8月単月では労働需要が持ち直し、賃金の上昇圧力は一時的に強まったとみられる。8月の民間部門の時給は、前年比が+3.8%と7月（+3.6%）から上昇し、業種別では、製造業（7月前年比：+4.6%→8月：+4.9%）とサービス業（+3.4%→+3.6%）のいずれも上昇した（左下図）。ただ、民間部門の時給は、7～8月平均では前年比が+3.7%であり、1～3月平均の+4.2%、4～6月平均の+3.9%から着実に低下傾向にある。特に、労働コストの観点で注目が集まるサービス業については、7～8月平均の



¹ 8月21日発表の米労働省の年次改定（速報値）によれば、2023年度（2023年4月～2024年3月）の雇用者数の増加幅は81.8万人の下方修正がなされる推計となった。単純に各月6.8万人の下方修正がなされれば、2023年度平均の雇用者数の増加幅は17.4万人と試算されることになる。年次改定値は2025年2月に確報値が公表される。

前年比は+3.5%と4～6月平均の+3.7%から伸びが縮小した。業種別では、卸・小売等（4～6月平均前年比：+3.3%→7～8月平均：+2.9%）や金融・不動産（+5.5%→+4.6%）が着実に上昇率を縮小した（前頁右下図）。労働コストによるサービス価格の上昇圧力は弱まる方向にあると考えられる。

物価：8月はサービス価格の伸びが幾分下げ渋り

8月は一部のサービス価格の伸びに下げ渋りの動きがみられた。

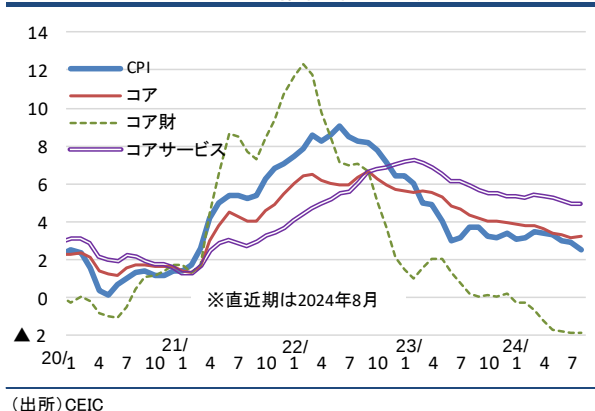
消費者物価指数（CPI）の8月の前年比は、ガソリンなどのエネルギー関連の価格下落を背景に、5か月連続で低下した（7月前年比+2.9%→8月+2.5%）（右図）。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、8月の前年比が+3.2%と7月の+3.2%から横ばいとなった。

コア指数のうち、財（モノ）は、8月の前年比が▲1.9%と7月（▲1.9%）からマイナス幅が横ばいとなった。ただ、前月比では8月は▲0.2%と7月（▲0.3%）から下落しており、財価格は全体として下落基調が続いている。内訳をみると、新車や中古車の価格が下げ止まりつつあ

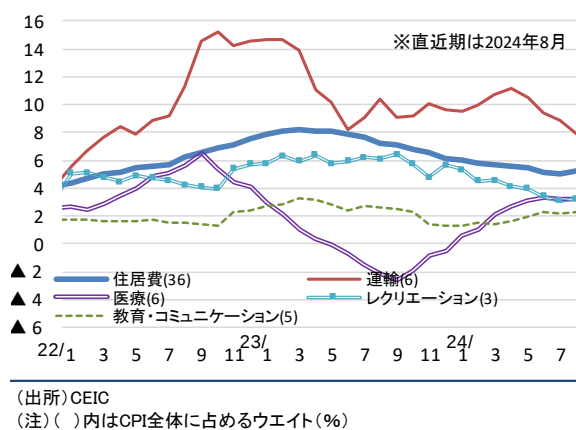
る一方で、医療品の価格下落などが全体を押し下げた。足元で原油価格が水準を幾分切り下げ、世界的な供給制約が解消²した状態であることから、製造コストの上昇圧力が弱い状況が続いている。また、最終需要の伸び鈍化を背景に、価格転嫁の動きも弱まっているとみられる。

コア指数のサービス（コアサービス）は、8月の前年比が+4.9%と7月（+4.9%）から横ばいとなった。前月比でも、8月は+0.4%と7月の+0.3%から加速しており、全体としてやや下げ渋った。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が、8月は前年比が+5.2%と7月（+5.1%）から幾分上昇した（右図）。住居費の主要品目である家賃（7月前年比：+5.1%→8月+5.0%）の伸びが幾分低下したものの、帰属家賃（+5.3%→+5.4%）の伸びが幾分上昇したことが背景である。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³ものの、足元2か月はやや高い伸びとなった。また、住居費以外のサービス価格の前年比も、医療費（+3.3%→+3.2%）や教育・医療（+2.2%→+2.3%）など多くの業種でおおむね横ばいとなった。サービス価格は、労働コストの伸びが鈍化基調にあることから、上昇圧力が減退してきているものの、8月は底堅い最終需要を受けて伸び鈍化の動きが一服した。

インフレ率の推移(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)

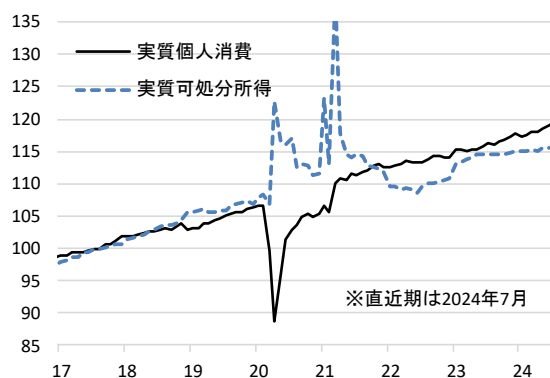


² 世界の供給網のひっ迫度合いを数値化した指標である「グローバル・サプライチェーン圧力指数（GSCPI）」（NY 連銀公表、値が大きいほどサプライチェーンがひっ迫）は、2023年秋以降は0程度で推移し、供給制約が解消しているが示されている。

³ 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/>

景気見通し: 個人消費の減速懸念残るも、利下げの継続が景気を下支え

米国経済は、底堅い個人消費を背景に堅調さを維持している。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など、増勢が弱まる条件がそろっているものの、所得に対する消費割合を増やす形で増加ペースを維持している(右図)。また、設備投資は、企業の景況感が芳しくないものの、最終需要の底堅さが投資意欲を維持し、ソフトウェア投資などの安定的な投資増も続いていることから、現時点では堅調さを維持している。住宅投資は、年前半にかけての在庫不足解消の動きが収まり、その反動減の動きが出るとみられるが、景気全体への影響は限定的である。7~9月期の実質

実質個人消費と実質可処分所得 (2015~19年=100)

(出所)CEIC

GDP 成長率は、前期比年率で+1%台半ばに低下すると見込んできたが、底堅い国内需要を受けて、潜在成長率とされる+2%程度を上回る堅調な伸びを続ける可能性が高まっている。

もっとも、先行きをみると、労働市場の冷え込みが個人消費の調整を迫ることで、更なる雇用悪化につながる懸念が増している。そうした中で、FRB は、雇用情勢への支援を強く打ち出す形で、9月 FOMC で 0.5%Pt の大幅利下げを決定し、今後も利下げを着実に進めることを示唆した。8月 はサービス価格の上昇率が幾分下げ渋ったが、労働コストの上昇圧力は弱まり、インフレの再燃懸念が引き続き小さいことが利下げの継続を後押ししよう。まずは、金利低下を受けて住宅投資や企業活動が持ち直し、個人消費の増勢鈍化による景気悪化を緩和することが見込まれる。今年末にかけても、景気が大きく減速する状況は避けられる見通しである。