

米国経済：個人消費を中心に内需が底堅く、労働市場の冷え込みも一服

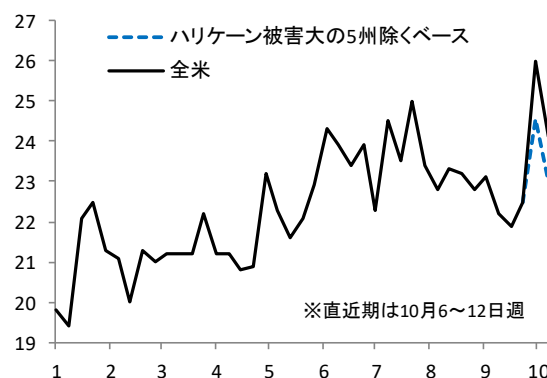
米国経済は国内需要が底堅く推移している。個人消費は、インフレ率が低下する中で、生活必需品を中心として増勢を維持。9月は労働市場の冷え込みが一服したことも、個人消費を支えたとみられる。また、企業の設備投資は、景気の底堅さを背景に増加が続いている。7～9月期の実質GDP成長率(前期比年率)は、前期(4～6月期)の+3.0%に続き、米国経済の巡航速度である+2%を超える可能性が高い。もっとも、人手不足は概ね解消しており、先行きは、労働市場の冷え込みが続くことで、個人消費が下押しされる見通しである。また、足元では、利下げペースが緩やかになるとの見方が強まり、長期金利が上昇していることも、住宅投資や企業活動の回復ペースを遅くするだろう。年末にかけて、景気は緩やかに減速すると予想する。なお、大型ハリケーンの影響で経済指標に歪みが生じており、金融政策の判断は一段と難しくなっている。利下げが遅れ、景気が過度に犠牲になることは引き続きリスクである。

ハリケーンの影響：雇用関連を中心に経済指標に歪み

9月26日夜、過去最大規模とされるハリケーン「ヘリーン」が米国を襲来した。ヘリーンは、フロリダ州から上陸し、南部の複数州に大きな被害をもたらした。

その影響は経済指標でも既に確認されている。ハリケーンにより就労できなくなった労働者が増加したとみられ、被害が大きかったフロリダ州、ノースカロライナ州、サウスカロライナ州、ジョージア州、テネシー州の9月29日～10月5日週の新規失業保険申請件数(季節調整済み、当社試算)は、5州合計で前週から約1.4万人の大幅な増加となった。全米の新規失業保険申請件数(季節調整済み)は、ヘリーンの影響に加え、製造業の一時解雇など¹が全体を押し上げ、9月29日～10月5日週は26.0万人と、9月22日～29日週の22.5万人から大幅に増加した(右図)。また、後述する通り、9月の鉱工業生産指数が低下するなど、製造業の生産面でも影響がみられた。

新規失業保険申請件数(季節調整済み、万人)



(出所)CEIC

(注)ハリケーンの影響が大きい州は、報道情報などからフロリダ、ノースカロライナ、サウスカロライナ、ジョージア、テネシーとした。各州の季節調整値はSTL分解を用いた伊藤忠総研試算。

ヘリーンによる雇用情勢への影響は一時的なものと考えられる。実際、ヘリーンが過ぎ去った10月6日～12日週には、影響が大きかった南部州を中心として、新規失業保険申請件数は24.1万人まで減少した。ただ、ヘリーンが、実態としての雇用情勢の強弱を見え難くしていることは確かである。また、ヘリーンによる一時的な生産減が物価面に及ぼす影響にも注意が必要である。今後も、10月9日にフロリダ州に上陸した大型ハリケーン「ミルトン」が経済指標を歪める可能性があり、11月6～7日FOMCでの金融政策判断を難しくすると考えられる。

¹ ミシガン州での製造業での一時解雇やワシントン州でのボーイングのストライキが影響した模様。

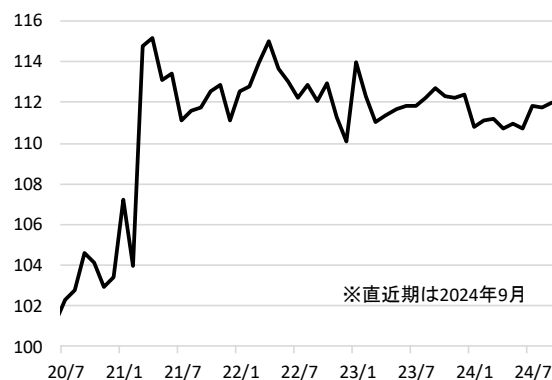
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

個人消費: 堅調な必需品需要が全体を押し上げ

9月の個人消費は、必需品への支出増が全体を押し上げ、底堅い状況が続いている。

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（セントルイス連銀試算）で、9月は前月比+0.3%と、8月（▲0.1%）から増加した（右図）。品目別（販売業態別）では、ヘルスケア（名目ベース：8月前月比+0.6%→9月+1.1%）や飲食料品（▲0.5%→+1.0%）など必需品の増加が全体を押し上げた。一方、選択的支出は、衣料品（▲0.8%→+1.5%）が大幅増となったのに対し、家具・家電製品（▲0.9%→▲2.2%）の減少が続くなど品目により区々だが、数か月を通してみると冴えない動きが続いている。全体としては、消費者の節約志向が続く中で、物価の伸び鈍化を後押しに、生活必需品への消費が増勢を強めているとみられる。

小売・外食売上高（実質ベース、2020年2月＝100）



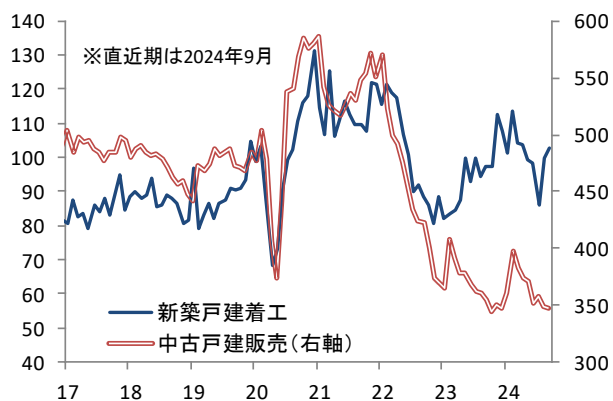
（出所）CEIC

サービス消費についても全体として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、8月の伸びは前月比+0.2%と7月（+0.1%）から幾分加速した。品目別には、飲食・宿泊（7月前月比+0.2%→8月▲0.1%）が減少に転じた一方、輸送サービス（▲0.1%→+0.5%）やレクリエーション（+0.3%→+1.3%）が持ち直すなど方向感がないが、全体としては底堅い状況が続いている。ただ、9月は、サービス消費の増勢が弱まっているとみられる。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（8月前年比+1.5%→9月▲2.5%）が再び前年比マイナスに落ち込んだほか、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸び（+5.4%→+1.7%）が大幅に縮小するなど、財消費でみられてきた節約志向がサービス消費にも及び始めている可能性がある。雇用情勢の冷え込みに応じて、緩やかな個人消費の伸び鈍化が続くことが見込まれる。

住宅投資: 住宅ローン金利上昇が再び需要を下押し

住宅市場をみると、9月の中古戸建販売は前月比▲0.6%と8月（▲2.5%）から幾分減少した（右図）。住宅ローン金利の一段の低下基調にあった中、様子見姿勢が勝ったと考えられる。ただ、供給面では、住宅着工戸数（戸建て）が、9月は+2.7%と8月（+16.1%）から増加が続いた。中古住宅の在庫は、販売件数の約4か月分とコロナ禍前（2019年平均3.9か月分）と同水準に戻り、在庫不足を補うための建設需要は弱まっているが、今後の販売需要の増加を期待した建設需要が続いたと考えられる。

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

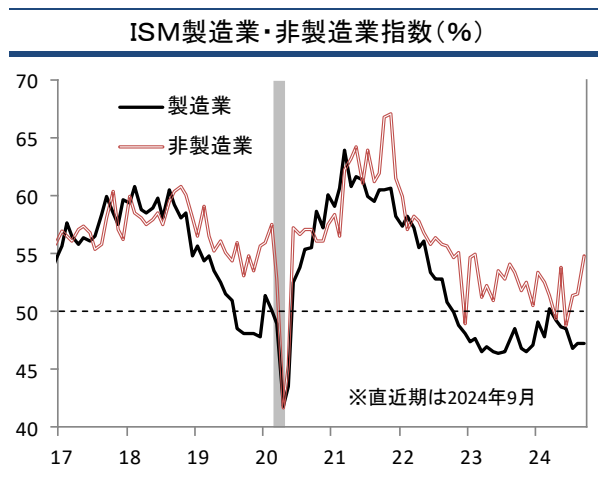
もともと、10月は、住宅販売の持ち直しの動きが止まった可能性が高い。長期金利の再上昇を受けて、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）が上昇（9月13日：6.2%→10月18日：6.4%）していることが背景である。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、

50 が景況感悪化の境目）は、10 月は 43 と 9 月（41）から改善が続いているものの、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990 年 3 月＝100）は再び減少（8 月平均：230→9 月平均：272→10 月中旬までの平均：254）するなど販売が手控えられていることが窺える。住宅市場は、長期金利が再び低下に向かうまでは、停滞した状況が続く見込みである。

企業部門：景況感悪化は一服も、雇用への消極姿勢窺える状況

企業の景況感は、製造業で低迷が続いている一方、非製造業では改善の兆しが窺えた。

企業のマインドを示す ISM 指数をみると、製造業は 9 月が 47.2 と 8 月（47.2）から横ばいとなった（右図）。製造業は、今年の 3 月を除き、2 年近く景況感悪化の境目となる 50 を下回り続けており、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」（8 月：44.8→9 月：49.8）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（44.6→46.1）は低水準ながら改善した。また、「在庫」（50.3→43.9）が低下したことは在庫圧縮が進んだ良い兆候である。しかしながら、「価格」（54.0→48.3）と「雇用」（46.0→43.9）がそろって低下したことは、価格上昇余地が小さくなる中で、賃金コストの圧縮姿勢が強まっていることを示唆している。企業からのコメントを見ても、「低迷する需要」とそれに伴う「価格の伸び悩み」を示すコメントが散見されており、製造業のマインド改善には時間がかかると考えられる。



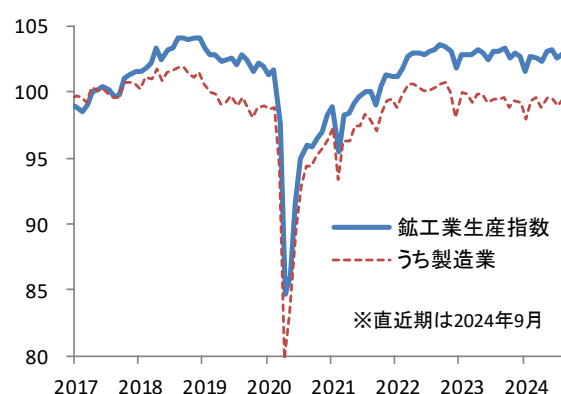
(出所) CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

一方で、非製造業の ISM 指数は、9 月が 54.9 と 8 月の 51.5 から上昇した。「事業活動」（53.3→59.9）と「新規受注」（53.0→59.4）がいずれも大幅に改善しており、需要が強まった様子である。企業からのコメントをみると、選挙を巡る不透明感などが懸念材料として挙がっているものの、利下げ開始が好感されている節が窺える。もっとも、製造業と同様に、「雇用」は 9 月 48.1 と 8 月（50.2）から低下しており、賃金コストの圧縮姿勢が強まっている。人手不足が概ね解消する中で、需要の持ち直しが雇用情勢の改善につながりづらくなっていることには注意が必要だろう。

9 月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.3%と、8 月（＋0.3%）から低下した（右図）。全体の 8 割弱を占める製造業が、大型ハリケーン「ヘリー」の襲来や 9 月中旬以降のボーイング社でのストライキの影響から、9 月は▲0.4%と 8 月（＋0.5%）から低下したことが背景である。製造業の内訳をみると、非耐久財が前月比＋0.2%と上昇したのに対し、耐久財は、ヘリーの影響で自動車（8 月前月比＋16.8%→9 月▲3.5%）など幅広く低下したほか、ボーイング社のストライキにより航空機関連（＋1.9%→▲8.3%）が大幅に低下した。公表元の FRB は、ヘリー

鉱工業生産指数の推移(2017年＝100)



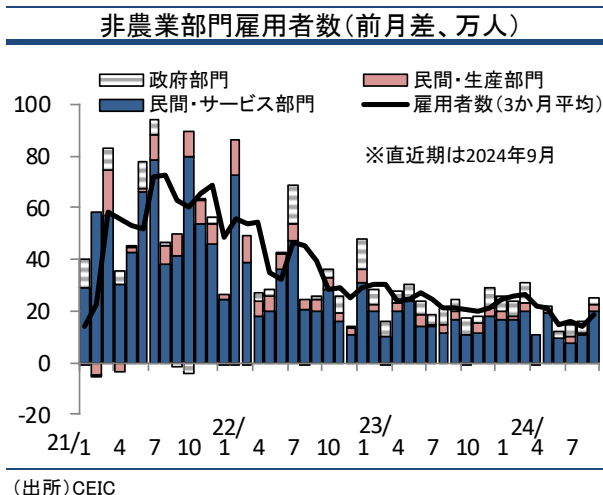
(出所) CEIC

ンとストライキの影響を除けば、鉱工業生産指数は上昇したと述べており、生産がこのまま大きく落ち込む方向にはない。ただ、10月の生産にも、大型ハリケーン「ミルトン」とストライキによる影響が続くことが見込まれ、供給網の混乱が価格面に波及するか注視される。

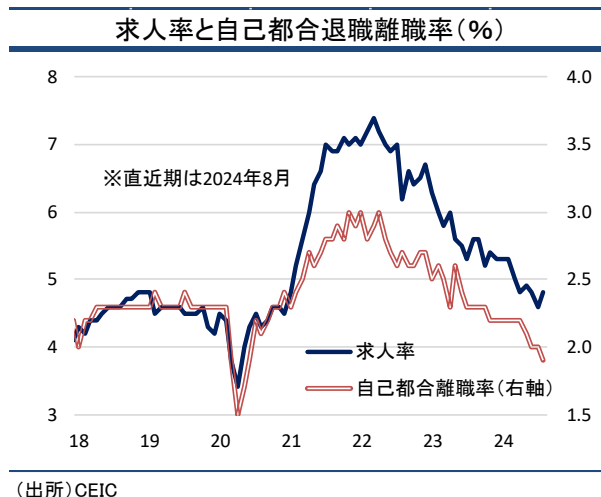
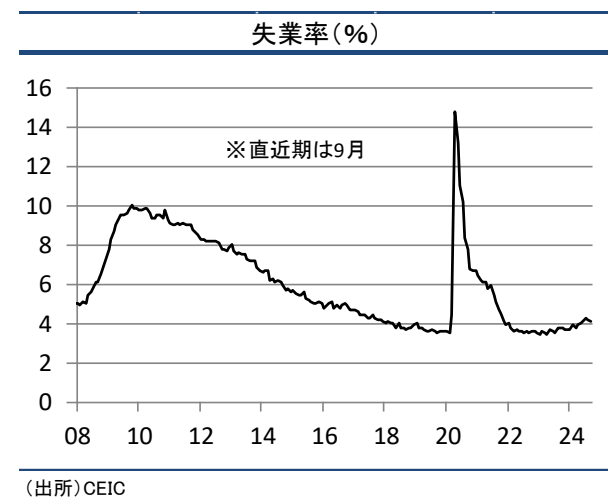
雇用情勢:9月は底堅く、急速な悪化懸念が大幅後退

米国の9月の雇用統計は、雇用者数は前月からの増加幅が拡大し、賃金上昇率も下げ渋るなど、労働市場の底堅さが窺える内容となった。

9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+25.4万人と、8月（+15.9万人）から増加幅が大幅に拡大した（右図）。政府部門（8月：+4.5万人→9月：+3.1万人）の伸びが幾分鈍化した一方、民間部門（+11.4万人→+22.3万人）が伸びを高めた。民間部門の内訳をみると、生産部門（+0.5万人→+2.1万人）の伸びが幾分高まったほか、サービス部門（+10.9万人→+20.2万人）は、レジャー（+5.3万人→+7.8万人）や教育・医療（+6.0万人→+8.1万人）を中心に、多くの業種で伸びを高めた。単月の変動を除くために3か月平均をみても、6～9月平均は+18.6万人となり、雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度の伸びに戻り、底堅い労働需要が確認された。



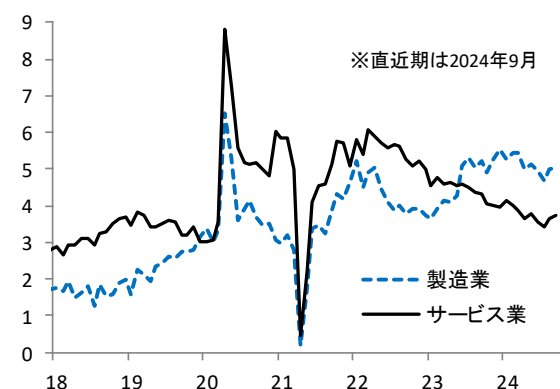
こうした労働需要の持ち直しを受けて、9月の失業率は4.1%と8月（4.2%）から低下した。7月の4.3%を直近ピークに2か月連続で低下しており、9月FOMCにおいて、FOMCメンバーが長期の失業率と見通した4.2%を下回る水準に戻った。失業率が急上昇する状況ではなく、むしろ雇用情勢は幾分改善した（左下図）。また、労働需給を企業の求人率（求人件数／＜就業者数+求人件数＞）から確認しても、8月は4.8%と7月（4.6%）から上昇し、需給緩和の動きが一服した（右下図）。ただし、8月の求人率の上昇は、7月にやや大幅に低下したことの反動という面があり、低下トレンドは続いていると考えられる。また、処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」は、8月は1.9%と、コロナ禍前の



2019年の平均である2.3%から低下幅を広げ、コロナ禍の景気下押しの影響が強かった2020年6月以来の水準となった。さらに、企業の「採用率」は、8月は3.3%と2019年平均の3.9%を大幅に下回っている。企業は底堅い労働需要を見せる一方で、労働者への目線が厳しくなっていることが窺える。

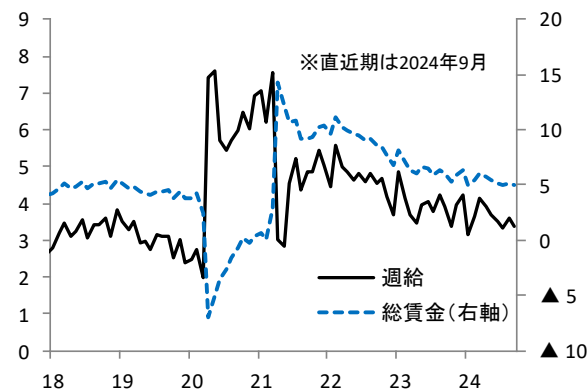
9月は労働需給がやや引き締まったことを背景に、9月の民間部門の時給は、前年比が+4.0%と8月（+3.9%）から幾分上昇した。業種別では、製造業（8月前年比：+5.0%→9月：+5.0%）とサービス業（+3.7%→+3.7%）は横ばいとなったが（左下図）、建設業（+4.4%→+4.6%）の上昇が全体を押し上げた。ただ、単月の動きを除くため7～9月の3か月平均でみると、民間部門は前年比が+3.8%と4～6月平均の+3.9%から低下した。民間部門のうち、物価上昇率に対する影響から注目が集まるサービス業は、情報（4～6月平均前年比：+2.7%→7～9月平均：+3.5%）や専門・事業サービス（+4.1%→+4.4%）が上昇率を高めたものの、卸・小売等（+3.3%→+2.9%）や金融・不動産（+5.5%→+4.4%）が低下するなど区々であり、全体としては伸びが幾分鈍化した（+3.7%→+3.6%）。なお、週の平均労働時間が減少幅を広げたことから（8月前年比：▲0.3%→9月：▲0.6%）、週給の伸びは鈍化し（+3.6%→+3.4%）、総賃金（雇用者数×週給）の伸びも鈍化傾向にある（+5.2%→5.0%）（右下図）。企業に対する賃金コスト圧力は低下傾向にあると考えられる。

民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

民間企業の週給と総賃金(前年比、%)



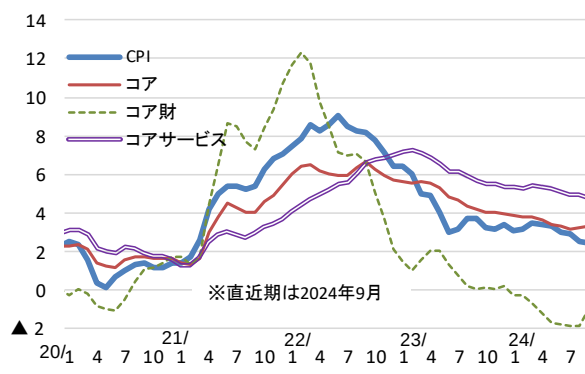
(出所)CEIC

物価:財(モノ)価格が上昇し、インフレ率は幾分下げ渋り

9月の消費者物価は全体としては鈍化基調を維持したものの、財(モノ)価格が上昇に転じるなど一部に下げ渋りの動きがみられた。

消費者物価指数(CPI)の9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、6か月連続で低下した(8月前年比+2.5%→9月+2.4%) (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、財(モノ)価格の上昇を主因に、9月の前年比が+3.3%と8月の+3.2%から幾分上昇した。

インフレ率の推移(前年比、%)

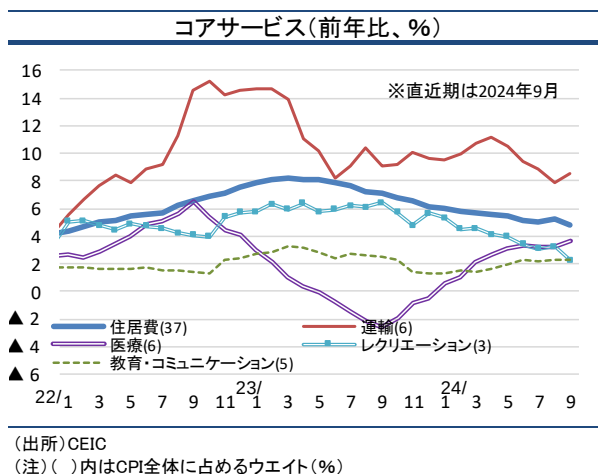


(出所)CEIC

コア指数のうち、財(モノ)は、9月の前年比が▲1.0%と8月(▲1.9%)からマイナス幅が縮小した。前月比では9月は+0.2%と8月(▲0.2%)から上昇しており、下落基調が一服した。内訳をみると、医

療品などの価格下落が続いたものの、全体に占める割合が大きい、衣料品や新車、中古車が上昇したことが全体を押し上げた。ただ、足元で原油価格が比較的落ち着いており、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。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、9月の前年比が +4.7% と 8月（+4.9%）から低下した。もっとも、前月比でみると、9月は +0.4% と 8月（+0.4%）と同様にやや速い価格上昇ペースが続いている。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、9月は前年比が +4.9% と 8月（+5.2%）から低下した（右図）。これは、住居費の主要品目である家賃（8 月前年比 +5.0% → 9月 +4.9%）と帰属家賃（+5.4% → +5.2%）の伸びが鈍化³したほか、ホテル宿泊価格の伸びがマイナスに転じた（+1.8% → ▲3.7%）ことが背景である。一方、住居費以外のサービス価格の前年比は、レクリエーション（+3.2% → +2.2%）が低下したものの、運輸（+7.9% → +8.5%）や医療費（+3.2% → +3.6%）など伸びが高まる業種が多くなった。サービス価格は、労働コストや住居費の伸びが鈍化しているものの、底堅いサービス消費による下支えも続いており、伸び鈍化のペースは引き続きゆっくりである。



金融政策: 利下げペースを巡る FOMC メンバーの意見分かれる

金融政策に関して、雇用悪化のリスクにも配慮しつつ、中立的な金利水準に向けて利下げを進めていく方向にあることには、FRB 内でも合意形成が進んでいるとみられる。ただ、9月 FOMC の経済見通しを見る限り、利下げペースに関しては様々な意見があると考えられる。2024 年は 11 月と 12 月の FOMC を残すのみであるが、同経済見通しでは、0.5% の追加利下げと予想する FOMC メンバーが 9 人であったのに対し、0.25% と予想するメンバーが 7 人と拮抗していた。

足元で景気の底堅さが改めて確認される中で、利下げペースに関して FOMC メンバーの意見の相違が目立っている。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁やサンフランシスコ連銀のデイリー総裁などは、着実に利下げを進めることを示唆した。一方で、アトランタ連銀のボスティック総裁が「11 月 6～7 日の FOMC で利下げを一旦休止すべきかもしれない」と述べるなど、利下げに対する消極的な発言も散見されている。11 月 FOMC では、大型ハリケーンの影響で歪みが生じた経済指標を判断材料とせざるを得ないことから、政策判断は難しく、議論は紛糾すると考えられる。

当社は、インフレ鈍化と雇用情勢の緩やかな悪化が続いているとの見方から、今年内 2 回の FOMC でそれぞれ 0.25%Pt ずつの利下げが実施され、来年以降も 3% 台前半に向けて緩やかに利下げが進むと予想

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、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/>

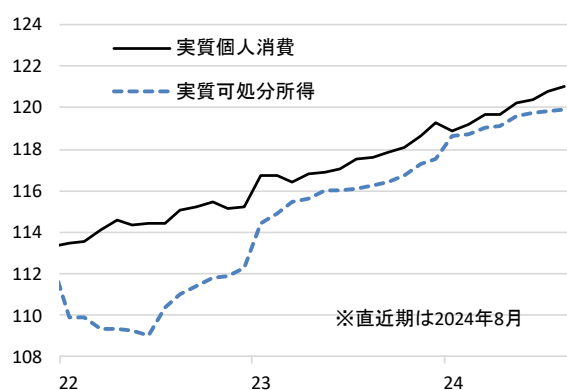
している。しかしながら、パウエル FRB 議長は、金融政策について「データ次第」との姿勢を崩さず、政策の柔軟性と自由度の確保に努めている。今回の利下げ局面では、通常の 0.25%Pt の利下げがコンスタントに実施される可能性は必ずしも高くないと考えられる。今後、利下げ休止後の大幅利下げ実施など、不規則に政策金利の水準が切り下がっていくことも視野に入れておくべきだろう。

景気見通し: 底堅い景気とインフレ鈍化が併存

米国経済は国内需要が底堅く推移している。個人消費は、低中所得層を中心に消費者向けローンの支払い負担増などの下押し圧力があるものの、インフレ鈍化が支えとなって生活必需品を中心に増勢が維持されている。また、9 月は、雇用情勢の冷え込みが一服したほか、利下げを追い風に株価が堅調に推移したことも個人消費を押し上げたとみられる。設備投資は、ソフトウェア投資など知的財産投資の増加が続いているほか、景気の底堅さを背景に機械投資の増加も続いている。住宅投資は、在庫不足解消の動きが収まる中で、住宅ローン金利の水準が切り下がるまでは停滞することが見込まれるが、景気全体への影響は限定的である。7～9 月期の実質 GDP 成長率は、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い。

もっとも、人手不足は概ね解消しており、先行きは、労働市場の冷え込みが続くことで、個人消費が下押しされる見通しである。また、個人消費は、株価上昇などによる資産効果で幾分押し上げられているとみられ、過去のトレンドと比較すると、可処分所得をやや上回って推移⁴している。株価の上昇ペースが落ちれば、資産効果も徐々に剥落していくこととなろう。一方で、インフレの再燃懸念は引き続き小さいと予想する。これは、足元の底堅い景気は、労働生産性の高さに支えられている面があり、賃金面からのインフレ圧力が強くないと考えられることが背景である⁵。今後も、着実に利下げが進むことで、住宅ローン金利や企業の資金調達コストの上昇余地は限られ、住宅投資や企業活動が持ち直すことで、個人消費の増勢鈍化による景気悪化を和らげ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。

実質個人消費と実質可処分所得(2015～19年=100)



(出所)CEIC

⁴ 9 月下旬に、国民経済計算が年次改定され、消費と所得の乖離は縮小したが、それでも両者の乖離は幾分残っている。詳細は、2024 年 10 月 7 日付 Economic Monitor 「米国経済：9 月雇用統計 労働市場の急速な悪化懸念が後退」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2683/>

⁵ 同上