

米国経済：消費堅調で再来するインフレ下げ渋り（改定見通し）

米国経済は、11 月も堅調な個人消費がけん引する状況が続いた。この背景には、底堅い雇用情勢と大統領選後の株価上昇を受けて、消費意欲が高まったことがある。また、自動車等には、①10 月にかけて襲来した大型ハリケーン被害に伴う買い替え需要、②トランプ次期政権による関税引き上げ実施を見据えた駆け込み需要が生じた可能性がある。一方、インフレ率は、財(モノ)とサービスともに下げ渋りが確認されている。こうした経済・物価情勢を背景に、12 月 17～18 日の FOMC では、「政策金利は大幅に引き締めのものではなくなった」として、この先の利下げに慎重な姿勢が示された。金利上昇とそれに伴う株価の調整により、経済には下押し圧力がかかることとなろう。今後は、可処分所得の伸び鈍化により、個人消費の増勢は弱まり、景気は緩やかに減速することが見込まれる。2025 年半ば以降は、トランプ政策の影響が本格化すると予想するが、関税引き上げの実施時期などを巡る不確実性は高く、金融政策の混乱含めリスクは大きい。

金融政策：12 月 FOMC で 3 会合連続の利下げ決定、2025 年以降の利下げペースは急減速の見込み

12 月 17～18 日の FOMC では、0.25%Pt の利下げが決まり、政策金利は 4.25%～4.5%となった。利下げは 9 月 FOMC 以降、3 会合連続となる。パウエル議長は会合後の記者会見で、9 月以降に 1%Pt の利下げを進めたことで、政策金利は「大幅に引き締めのものではなくなった」とし、金融政策を「新しい局面に入った」と位置付けた。そのうえで、今後は、その時点の景気・物価に中立的な金利水準を探りながら、慎重に利下げを進める必要があると述べた。また、トランプ次期政権の政策の影響¹については、一部の FOMC メンバーが考慮し始めていることに言及した。

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、2025 年末が 3.9%（2025 年内に 0.5%Pt の追加利下げに相当）、2026 年末が 3.4%と予想された。9 月 FOMC 時の予想からそれぞれ 0.5%Pt ずつ上方修正されており、足元の景気とインフレ率が想定を上回って推移していることが主な理由とみられる。さらに、トランプ次期政権の政策実現を巡る不確実性の高さも、先行きの利下げ慎重化に寄与していると考えられる。

FOMC参加者の見通し(中央値)

	2024	2025	2026	2027	(%) 長期
経済成長率	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
(9月予想)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
失業率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
(9月予想)	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
(9月予想)	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2.8	2.5	2.2	2.0	—
(9月予想)	2.6	2.2	2.0	2.0	—
政策金利	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0
(9月予想)	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9

(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

¹ トランプ次期政権の政策の多くはインフレ圧力につながると考えられる。詳細は 2024 年 11 月 25 日付 Economic Monitor 「米国経済：来年以降、トランプ政策実現で不確実性高まる（改定見通し）」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2727/>

このように、9月時点の想定より金融引き締めが長期化する見通しであるにもかかわらず、2025年と2026年のインフレ率（PCEデフレーター、コアPCEデフレーター）の予想はいずれも上方修正された。需要の底堅さなどを背景に、インフレが粘着的になっていることが改めて強調された形である。さらに、経済見通しでは、インフレのアップサイドリスクを指摘するFOMCメンバーが急増しており、トランプ次期政権の政策実施への懸念が意識され始めていると考えられる。

先行きを見通すと、まずは、次回の1月29～30日のFOMCでは、利下げが見送られる公算が大きい。雇用情勢が急速に悪化するリスクが低下し、利下げを急ぐ必要性が低下していることが背景である。また、FRBは、現在の政策金利は景気や雇用情勢を強く下押しするほどではない一方で、引き締め水準にあるとも判断している。今後は、インフレが再燃しない限りは利下げをゆっくりと進め、インフレ率が徐々に低下するのを待つ姿勢にあると考えられる。次の利下げは2025年前半に実施されると見込むが、物価動向のみならず、トランプ次期政権の政策遂行を見極めるために、年央近くになると予想する。

個人消費：資産効果に加え、ハリケーン後の買い替え需要等が押し上げ

11月の個人消費は、消費意欲の改善に支えられ、財（モノ）への消費を中心に堅調に推移した。もともと、①大型ハリケーン襲来後の自動車などの買い替え需要や、②2025年以降のトランプ次期政権の関税引き上げを見据えた駆け込み需要も一部寄与しているとみられ、先行きの反動にはやや注意が必要である。

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、11月は前月比+0.4%と、10月（+0.2%）から増勢が強まった（右図）。品目別（販売業態別）では、オンライン販売（+0.1%→+1.8%）やスポーツ（▲0.6%→+0.9%）などの増加が目立った。また、自動車販売（名目ベース：10月前月比+1.8%→11月+2.6%）の大幅増も全体を大きく押し上げた。ただ、自動車販売は、前述の通り、①大型ハリケーン襲来後の買い替え需要や、②2025年の関税引き上げを見据えた駆け込み需要の押し上げが影響しているとみられ、今後の増勢は鈍ると考えられる。

小売・外食売上高（実質ベース、2020年2月＝100）



（出所）CEIC

11月のサービス消費は、財消費が加速した影響で、幾分手控えられたとみられる。個人消費支出（PCE）における実質サービス消費をみると、11月は前月比+0.1%と10月（+0.2%）から伸びが鈍化した。品目別には、レクリエーション（10月前月比：▲0.5%→11月：+1.2%）が前月対比で大幅増に転じた一方、飲食・宿泊（+0.6%→▲0.6%）が減少に転じるなど、引き続き方向感がない。ただ、寄与度の大きいヘルスケアなどは安定した増加を続けており、全体としては底堅さを維持している。

11月の個人消費が堅調さを維持したことの背景として、消費意欲の高まりが挙げられる。これは、大型ハリケーン後の買い替え需要などの特殊要因を除けば、底堅い雇用情勢や株価上昇を受けた資産効果が背景と考えられる。消費者マインドをみると、コンファレンスボードによる消費者信頼感指数が11月は111.7と2023年7月以来の水準まで改善し（2024年1～6月平均：102.6→7～9月平均：102.2→10月：109.6→11月：111.7）、消費性向も上昇基調にある（2024年1～6月平均：91.1%→7～9月平均91.9%→10月

91.8%)。なお、消費者マインドを示す別の指標であるミシガン大学の消費者態度指数は、12月も大幅に改善した(10月:70.5→11月:71.8→12月:74.0)。ただ、関税引き上げによるインフレ再燃を見据えて足元の購買意欲が高まったことが影響したとの見方があり、先行きの消費者マインドを示す「期待指数」は悪化した。12月の消費者マインドは、幾分改善した程度というのが実態であろう。

住宅投資:11月は需給ともに増加も、住宅市場の停滞感は継続

住宅市場をみると、11月の中古戸建販売は前月比+5.0%と10月(+3.5%)から増加した(右図)。もっとも、夏から秋口にかけての住宅ローン金利低下による需要の持ち直しが、遅れて確認されているとの見方が多い²。中古戸建販売の、年後半(7~11月)の平均は、年前半(1~6月)から▲4%超減少しており、需要は引き続き低迷していると判断できる。供給面をみると、住宅着工戸数(戸建て)が、11月は+6.4%と10月(▲9.1%)から増加した(右図)。大型ハリケーンによる着工の遅れを取り戻す特殊要因が押し上げたとみられる。なお、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。

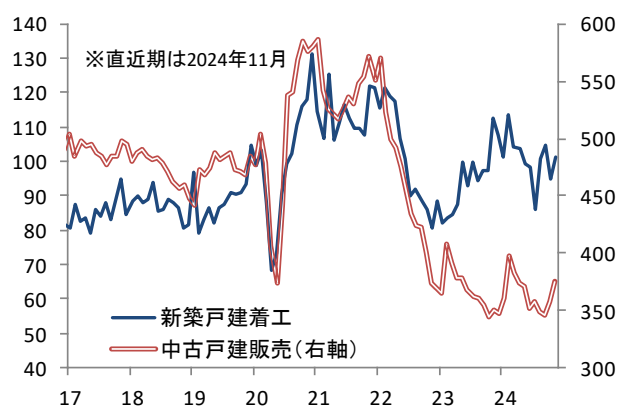
12月も住宅市場は低迷した状態が続いたとみられる。高止まりする長期金利の影響で、30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)は高止まり(11月15日:6.8%→12月20日:6.7%)している(右図)。住宅ローン申請件数(米抵当銀行協会(MBA)公表、1990年3月=100)は、12月にかけてやや持ち直したが(11月平均:200→12月平均:225)、歴史的な低水準からは抜け出せていない(右図)。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数(全米建設業協会(NAHB)公表、50が景況感悪化の境目)は、12月は46と11月(46)から横ばいとなった。住宅市場は、長期金利の水準が切り下がるまでは、回復に弾みがつかない状況が続くと考えられる。

企業部門:製造業低迷・非製造業拡大の状況続く

企業部門は、11月も製造業が低迷する一方、非製造業が拡大基調にあるという姿が続いている。

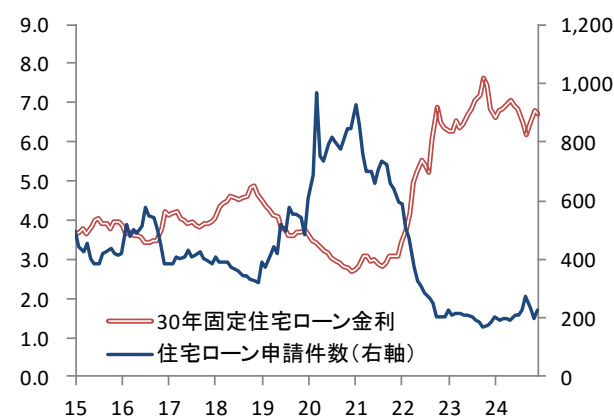
企業のマインドを示すISM指数をみると、製造業は11月が48.4と10月(46.5)から上昇した(次ページ右上図)。景況悪化の境目となる50を下回る状況が続いているものの、悪化度合いが幾分和らいだ。指

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

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



(出所)Bloomberg、CEIC

² 住宅販売は取引完了まで時間がかかることが多いことが背景。

数の内訳を見ると、先行きの需要の強さを示す「新規受注」

(10月：47.1→11月：50.4) が8か月ぶりに50を上回った。「在庫」(42.6→48.1) も上昇し、在庫圧縮ペースが和らいでいることから、企業が先行きに対して楽観的に傾きつつある姿が窺える。ただし、企業からのコメントは、受注増を示すものがある一方、事業の減速を示唆する声も依然多く、製造業全体として景況感が改善するには時間がかかると考えられる。

一方、非製造業のISM指数は、11月が52.1と10月の56.0から低下した(右図)。「事業活動」(57.2→53.7)と「新規受注」(57.4→53.7)が低下したことが背景である。景況悪

化の境目となる50を上回っており、非製造業の事業活動は拡大基調にあるが、11月はそのペースが落ちていたことが示された。また、「入荷遅延」(56.4→49.5)も大幅に低下した。①10月に盛り上がったサービス消費の落ち着きに加え、②大型ハリケーン襲来に伴う、サービスに必要な商品の納品遅延の影響が収まったことが示された。非製造業は安定した状況にあると考えられる。

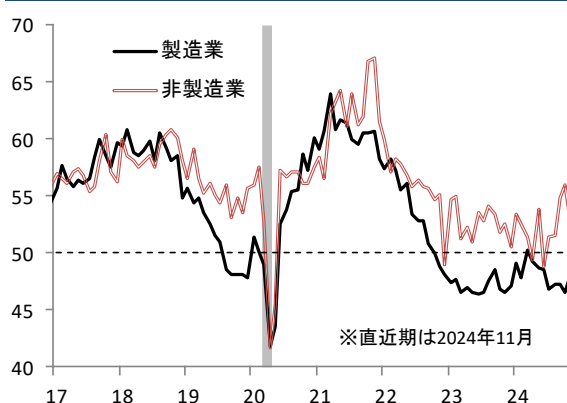
11月の鉱工業生産指数は前月比で▲0.1%と、10月(▲0.4%)から引き続き低下した(右図)。鉱業(10月前月比：▲0.1%→11月：▲0.9%)や公益(+1.3%→▲1.3%)の低下が全体を押し下げた。一方、全体の8割弱を占める製造業(▲0.7%→+0.2%)はプラスに転じたが、10月にかけての大型ハリケーンなどによる生産減の影響を相殺しきれていない。特に、航空機関連(9月前月比：▲8.0%→10月：▲6.7%→11月：▲2.6%)は、ボーイング社のストライキ終了後の生産回復があるにもかかわらず低下が続いた。航空機関連は、ボーイング社のストライキを受けて、関連会社が雇用者数を減らすなど、供給力に影響が出ている可能性がある。

雇用情勢：労働需給は正常化も、賃金上昇率は下げ渋り

11月の雇用情勢は、労働需給が全体としてバランスの取れた状況にあることが確認された。ただ、一部業種で人手不足が残存している可能性があり、サービス分野の賃金上昇率は引き続き下げ渋っている。サービス価格に対する影響には注意が必要である。

11月の雇用統計(事業所調査)は、大型ハリケーンなど特殊要因の剥落により、非農業部門全体の雇用者数が前月差+22.7万人と、10月(+3.6万人)から増加幅が大幅に拡大した(次ページ右上図)。内訳をみると、政府部門(10月前月差：+3.8万人→11月：+3.3万人)は伸びが幾分鈍化した一方、民間部門(▲0.2万人→+19.4万人)が大幅増に転じた。民間部門では、ボーイングのストライキが終結を背景に、

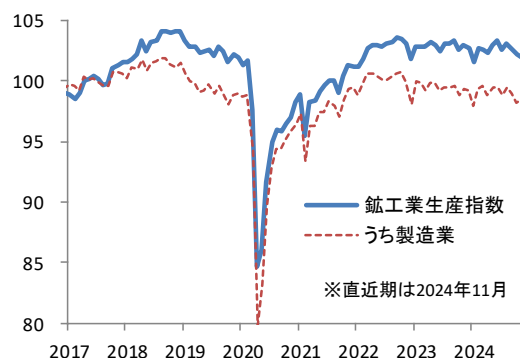
ISM製造業・非製造業指数(%)



(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)



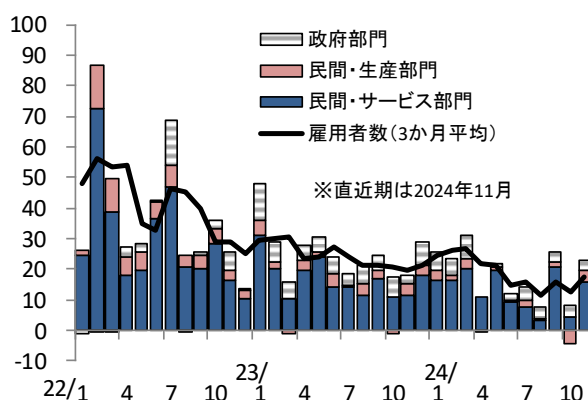
(出所)CEIC

生産部門が11月は前月差+3.4万人と10月（▲4.4万人）から増加に転じた。また、サービス部門は、11月は前月差+16.0万人と10月（+4.2万人）からプラス幅が拡大した。生産部門の労働需要の影響を受けやすい人材派遣サービス（▲3.3万人→+0.2万人）の持ち直しが全体を押し上げたほか、大型ハリケーンの影響剥落からレジャー（+0.2万人→+5.3万人）などが高い伸びとなったことが背景である。雇用者数の増加幅は、ハリケーンなど特殊要因の影響で動きが激しくなったものの、9～11月の3か月平均では+17.3万人と雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度に戻っており、労働需要は底堅さを維持している。

一方で、雇用統計（家計調査）では、11月は雇用者数が前月差▲35.5万人と10月（▲36.8万人）に続き減少した。家計調査で示される労働需要は、事業所調査のものと異なり頭打ちした状況にある（右図）。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³ほか、急増する移民を十分に補足できていない問題点が指摘されている。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る必要がある。こうした中、家計調査をもとにした失業率は、11月の失業率は4.2%と10月（4.1%）から幾分上昇した。足元では、労働需要と労働供給の鈍化が概ねバランスしており、失業率はこの半年間4.1～4.3%で推移するなど、雇用情勢の悪化は限定的である。

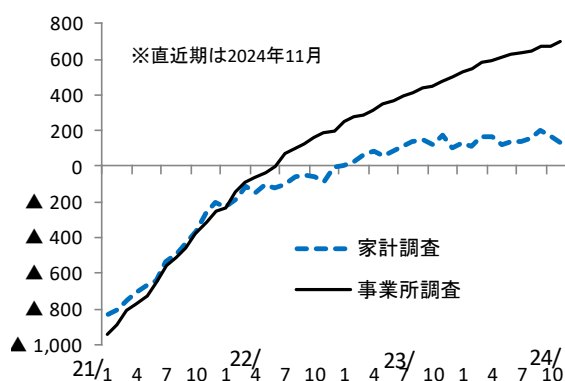
労働需給を企業の求人率（求人件数／＜就業者数＋求人件数＞）から確認すると、10月は4.6%と9月（4.4%）から再び上昇し、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%を幾分上回った（右図）。処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」も、10月は2.1%と、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を引き続き下回ったものの、9月（1.9%）から幾分上昇し、下げ止まり感が窺える。労働需給は緩和し過ぎず、バランスの取れた状況にある。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所) CEIC

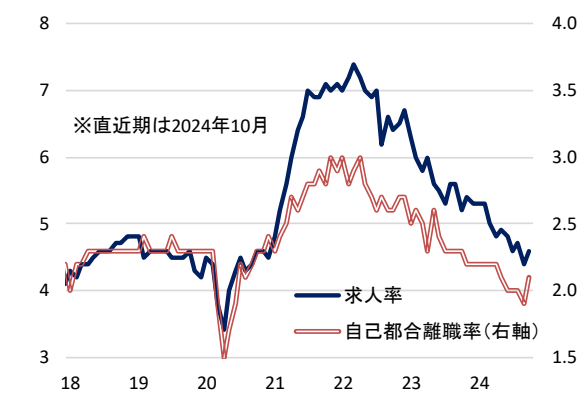
コロナ直前からの雇用者数の変化(万人)



(出所) CEIC

(注) コロナ直前(2020年2月)の雇用者数からの増減。

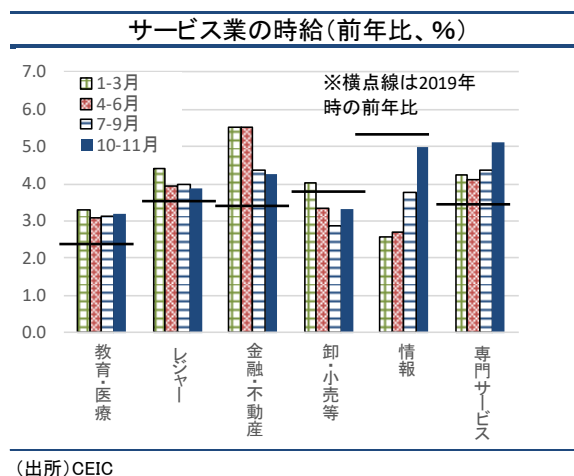
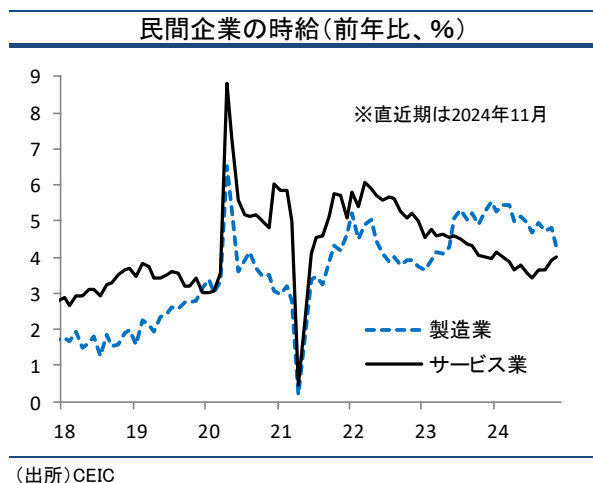
求人率と自己都合退職離職率(%)



(出所) CEIC

³ 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/>

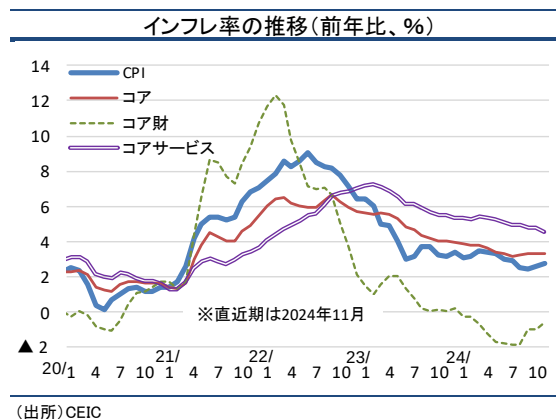
労働需給緩和の動きに一服感がある中で、11月の民間部門の時給は、前年比が+4.0%と10月(+4.0%)から横ばいとなった。業種別では、製造業(10月前年比: +4.8%→11月: +4.3%)の時給の伸びが大幅に鈍化した一方、物価上昇率に対する影響が大きいサービス業の時給は、11月が+4.0%と7月の+3.4%を底に緩やかな伸び拡大が続いている(左下図)。サービス業の内訳をみても、多くの業種で、賃金の伸びが横ばい、ないしは拡大している状況が窺える(右下図)。労働需給のひっ迫は概ね解消したとみられるものの、賃金の伸びは下がりきっておらず、特にサービス価格への波及には注意が必要である。



物価:インフレ率の低下ペース鈍化

11月の消費者物価の上昇率は、低下基調をкаろうじて維持しているものの、低下ペースは鈍化している。

消費者物価指数(CPI)の11月の前年比は、ガソリンなどエネルギー関連のマイナス幅の縮小を主因に、2か月連続で上昇した(10月前年比: +2.6%→11月: +2.7%) (右図)。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、11月の前年比が+3.3%と10月の+3.3%から横ばいとなった。コア指数を前月比でみても、11月は+0.3%と10月(+0.3%)と同様に、年率換算では+3%を超えるやや高めの伸びとなった。

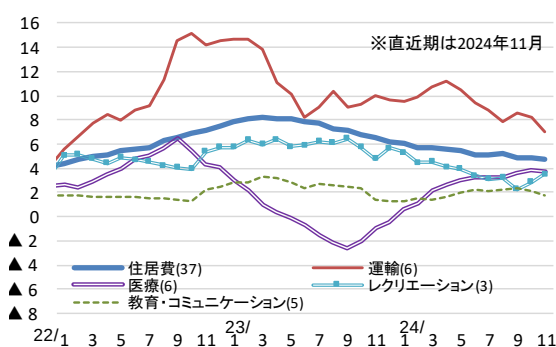


コア指数のうち、財(モノ)は、11月の前年比が▲0.6%と10月(▲1.0%)からマイナス幅が縮小した。前月比でみても、+0.3%と2023年5月以来の高い伸びとなった。内訳をみると、11月は新車価格と中古車価格が加速した影響が大きい。自動車価格の上昇は、前述の通り、大型ハリケーン後の需給のひっ迫などが影響したと考えられる。財価格は、世界的に供給制約が解消⁴した状態が続いていることを背景に、FRBのインフレ目標である+2%の上昇率を安定的に超えていく可能性は低い。ただ、関税引き上げ実施を見据えた駆け込み需要が強まる状況も考えられ、自動車などその影響を受けやすい財の価格加速リスクには注意が必要である。

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。

コア指数のサービス（コアサービス）は、11月の前年比が+4.6%と10月（+4.8%）から低下した。もっとも、前月比でみると、11月は+0.3%とやや高めの伸びが続いており、下げ渋り感がある。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、11月は前年比が+4.7%と10月（+4.9%）から低下した（右図）。住居費の主要品目である家賃（10月前年比：+4.6%→11月：+4.4%）と帰属家賃（+5.2%→+4.9%）の伸び鈍化が続いた⁵。一方、住居費以外のサービス価格の前年比は、品目によって区々な状況が続いている。11月は、各種会員費の値上げにけん引されて、レクリエーション（+2.8%→+3.5%）が加速した一方、運輸（+8.2%→+7.1%）や教育・コミュニケーション（+2.1%→+1.8%）などの伸び鈍化が続いた。サービス価格は、労働コストの伸びが鈍化しているものの、堅調なサービス消費が価格を下支えしており、伸び鈍化のペースは引き続きゆっくりである。

コアサービス(前年比、%)



(出所) CEIC

(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

景気見通し: トランプ次期政権の関税引き上げ策などの影響で、景気の振幅が大きくなる見込み

米国経済は、個人消費に支えられて堅調に推移している。個人消費は、株価上昇を背景とした資産効果が引き続き支えているとみられ、2024年前半に一旦低下した消費意欲は足元にかけて再び活発化している。そして、株価上昇の背景には、トランプ次期政権の規制緩和や減税などの政策に対する期待感があると考えられる。もっとも、雇用情勢が緩やかな悪化基調にある中では、個人消費も緩やかな減速基調を辿る公算が大きい。そうした中で、2025年は、トランプ次期政権による関税引き上げ策や移民政策の厳格化などの影響により、物価動向は不安定になり、景気の振幅は大きくなることが予想される。

2025年前半には、労働市場の冷え込みと消費者向けローン金利の高さなどを背景に、個人消費は緩やかに減速することが見込まれる。住宅投資は、長期金利の高止まりから低迷が続くと考えられる。一方で、企業による設備投資は、依然高い借り入れコストが需要を下押しするものの、トランプ次期政権による規制緩和や先行きの追加減税に対する政策期待が需要を下支えすると予想する。

2025年後半にかけては、トランプ次期政権の中国向けの関税引き上げ策が段階的に実施され、その影響が強まると想定する。インフレ率に上昇圧力がかかり、個人消費は下押しされることとなろう。また、FRBはインフレ再燃への懸念

米国経済見通し

	2023	2024	2025	2026
GDP	2.9	2.8	2.1	1.7
個人消費	2.5	2.7	2.2	1.7
設備投資	6.0	3.9	2.8	2.6
住宅投資	▲ 8.3	4.1	0.8	1.5
在庫投資	(▲ 0.4)	0.1	0.0	0.0
純輸出	0.5	(▲ 0.5)	(▲ 0.2)	(▲ 0.2)
輸出	2.8	3.4	2.5	1.6
輸入	▲ 1.2	5.5	3.2	2.1
政府消費	2.9	2.3	1.5	1.0
公共投資	7.5	6.9	2.6	1.6
失業率	3.8	4.2	4.2	4.2
PCEコア	2.9	2.8	2.4	2.2
長期金利	4.4	4.3	4.2	4.2

(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

⁵ CPIの家賃は既存契約分だが、民間業者把握の新規契約分の前年比は既にコロナ禍前と同様の伸びまで低下しており、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/>

から、利下げの実施に対して一段と慎重になると予想する。長期金利の高止まりによる投資需要への下押し圧力や、株価下落を受けた資産効果の剥落で個人消費は下押しされることが見込まれる。さらに、移民政策の厳格化による影響が広がり、消費者としての移民の人数の増加ペースが鈍化することも、個人消費を下押しすると考えられる。景気は一段と悪化するだろう。

2026 年頃からは、トランプ次期政権が掲げる追加減税策の影響により、国内需要が押し上げられると見込む。これは、2025 年末に期限が切れるトランプ減税の延長と併せて、追加減税策⁶の多くが 2025 年中に成立するとの想定に基づいている。追加減税策により、個人消費を中心に国内需要が押し上げられ、2025 年中の景気減速分を取り戻すと予想する。一方で、トランプ減税の延長と追加減税策の成立により、財政悪化懸念が熾り続け、長期金利は高止まりすることが見込まれる。借り入れコストの高止まりから、景気の持ち直しの勢いは抑えられることとなろう。

以上の見通しは、トランプ次期政権の政策実施の範囲や時期などに関して、現時点の情報をもとに、当社が暫定的に置いた前提に基づいたものである。政策実施に関する不確実性は高く、特に関税引き上げ策については、対象国の反応や米国内企業の反応など、影響を及ぼす要因が多い。実際に、関税引き上げ策については、11 月 25 日、トランプ次期大統領は自身の SNS 上で、中国、メキシコ、カナダに対する関税を引き上げる方針を突如発表⁷し、現時点では予断を許さない状況が続いている。今後も、トランプ次期政権の政策実施を巡って、不透明な状況が続くと考えられる。さらに、FRB が金融政策を誤り、インフレ再燃および景気のオーバーキル（過度な抑制）を引き起こすリスクが高まったことにも注意が必要である。トランプ次期政権の政策の多くはインフレ圧力をもたらすとみられるが、政策実施の不確実性の高さは、金融政策の難易度を高めると考えられる。

⁶ 残業代非課税、社会保障給付の非課税、チップ非課税、法人税引き下げなど、今後 10 年間で 3.8 兆ドル程度の規模（超党派のシンクタンク CRFB＜責任ある連邦予算委員会＞試算）。

⁷ 詳細は 2024 年 12 月 9 日付 Economic Monitor 「中墨加向け制裁関税発表、米国物価へのインパクト大きい」 参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2024/2738/>