

## 米国経済：景気は堅調さを維持も、労働供給に鈍化の兆し

米国経済は引き続き堅調に推移している。昨年12月の個人消費は、大型ハリケーン襲来後の買い替え需要等が弱まる中でも、底堅い雇用情勢に支えられて増勢を維持した。また、企業の設備投資は、減速方向ながらもソフトウェア投資が全体を支えているとみられる。昨年10～12月期の実質GDP成長率(前期比年率)は、個人消費を中心とした国内需要にけん引されて、巡航速度とされる+2%程度を超える見込みである。また、インフレ率は昨年11月にかけて下げ渋ったものの、12月は再び低下基調が確認され、米国経済がソフトランディングに向かう動きは崩れていない。ただし、外国人労働者の増加ペースは鈍っており、雇用者数の伸び鈍化につながる可能性がある。先行きは、個人消費に対する雇用・所得面の支えが弱まり、緩やかな景気減速が続くと見込む。当面のリスクは、株価の調整などをきっかけに、消費マインドが悪化し始めることであろう。まずは、関税引き上げ策を中心としたトランプ政権の政策不確実性が、金融市場に及ぼす影響について注視される。

### 個人消費：雇用情勢の改善を背景に、年末にかけても底堅さを維持

12月の個人消費は底堅く推移した。11月大統領選直後の株価上昇による資産効果や大型ハリケーン襲来後の買い替え需要などの特殊要因は弱まったとみられるが、個人消費の増勢を弱めるほどの逆風にはなっていない。

財消費を中心とする小売・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、12月は前月比+0.1%と、11月(+0.5%)から増勢が鈍化した(右図)。品目別(販売業態別)では、スポーツ・玩具等(<名目ベース>11月前月比:▲0.3%→12月:+2.6%)や家具・家電(+1.1%→+1.6%)が堅調に増加したものの、自動車販売(+3.1%→+0.7%)の伸び鈍化や建材・園芸(▲0.8%→▲2.0%)の減少などが全体を押し下げた。もっとも、振れの大きい自動車販売や建材・園芸、ガソリン、飲食店といった品目を除いたベースでは増勢を維持しており、年末にかけての財消費は堅調であったと判断できる。

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底堅さを維持している。11月を振り返ると、個人消費支出(PCE)における実質サービス消費は、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%)が大幅増に転じた一方、ヘルスケア(+0.3%→+0.2%)の伸びが鈍化し、飲食・宿泊(+0.6%→▲0.6%)が減少に転じるなど、引き続き方向感が窺えない。その後、12月は、サービス消費は増勢を維持したと考えられる。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(11月前年比:+1.7%→12月:+1.1%)は幾分伸びが鈍化したものの、米国運輸保安局(TSA)公表の航空機利用者数の伸び(+0.2%→+6.5%)は大幅に伸びを

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。見直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。

高めた。12月の小売・外食売上高に含まれる外食はやや低迷したが、サービス消費全体としては底堅く推移したとみられる。

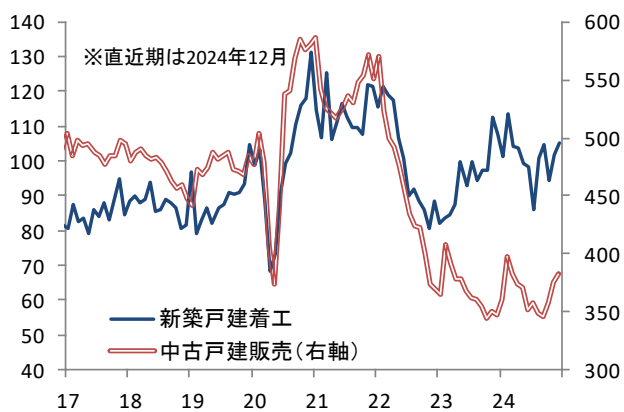
12月の個人消費の底堅さは、雇用・所得環境の改善に支えられた面が大きいだろう。後述する通り、12月は雇用者数が大幅に増加し、米国全体の所得も堅調に増加した。一方で、株価は、12月以降は上昇と下落を繰り返しており、資産効果による個人消費の押し上げは期待し難くなっていると考えられる。こうした状況は、消費者マインドからも確認できる。ミシガン大学の消費者態度指数は、1月にはやや悪化し（11月：71.8→12月：74.0→1月：73.2）、特に先行きの消費者マインドを示す「期待指数」は悪化を続けている（76.9→73.3→70.2）。この先は、雇用情勢が徐々に冷え込むもとの、消費者マインドの良好さが失われて、個人消費は増勢が弱まると予想する。

### 住宅投資：12月は改善継続も、住宅ローン金利の高止まりが重石

住宅市場をみると、12月の中古戸建販売は前月比+2.2%と11月（+5.0%）に続き増加した（右図）。住宅の在庫不足感が薄れ、販売が促進されたとみられる。もっとも、昨年後半（7～12月）の中古戸建販売の平均は、昨年前半（1～6月）から約▲3%減少しており、ならしめてみると依然低い水準にある。住宅販売が堅調に回復してきたと判断するのは早計であろう。供給面をみると、住宅着工戸数（戸建て）が、12月は+3.3%と11月（+7.7%）から増加を続けた（右図）。10月の大型ハリケーンによる着工の遅れを取り戻す動きが続いたとみられる。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。

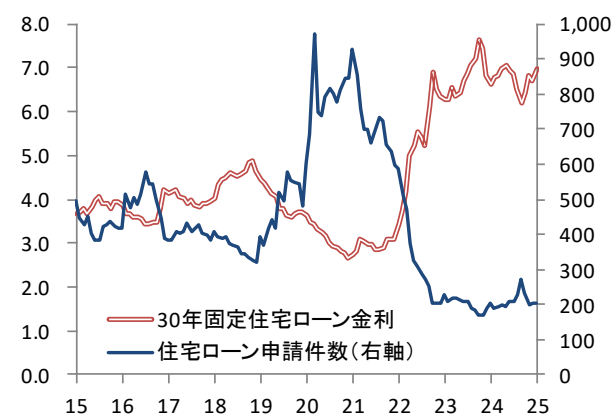
1月の住宅市場は、回復に弾みのつかない状況が予想される。高止まりする長期金利の影響で、30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）も高止まりが続いている（12月20日：6.7%→1月17日：7.0%）（右図）。その結果、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、現時点までの1月平均が206と12月平均（206）から横ばいとなり、歴史的な低水準から抜け出せていない（右図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50が景況感悪化の境目）は、1月は47と9か月連続で「不調」の状況となった。住宅市場は、長期金利の水準が切り下がるまでは、大幅な改善が期待しづらいと考えられる。

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

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



(出所)Bloomberg、CEIC

## 企業部門:製造業の業況悪化和らく

12月の企業の業況は、非製造業が引き続き拡大方向にある。また、製造業についても、堅調な財（モノ）消費を背景に、悪化度合いが和らいだ。

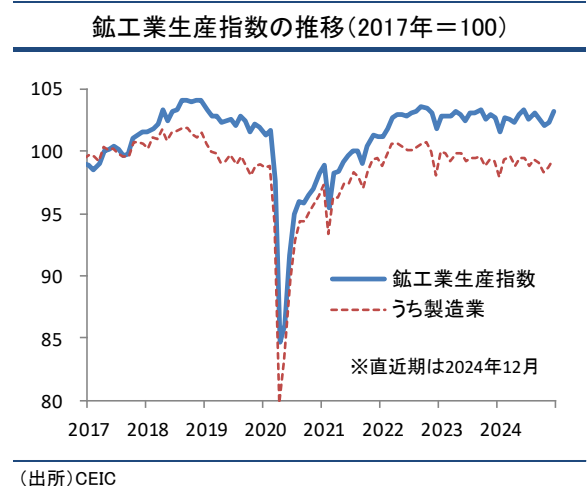
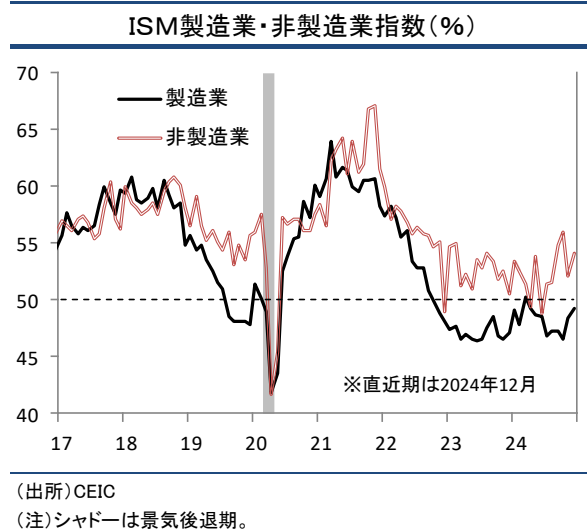
企業のマインドを示すISM指数をみると、製造業は12月が49.3と11月（48.4）から上昇した（右図）。景況悪化の境目となる50を下回る状況が続いているものの、悪化度合いが徐々に和らいでいる。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（11月：46.8→12月：50.3）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（50.4→52.5）はともに上昇しており、足元で製造業が需要の改善を感じている様子が窺える。ただし、「雇用」（48.1→45.3）は50を下回り引き続き縮小傾向にある状況を示している。製造業は雇用者数を増やすほどに、将来の事業活動に自信を持っていないことが示唆される。

また、非製造業のISM指数も、12月は54.1と11月の52.1から上昇した。「事業活動」（53.7→58.2）と「新規受注」（53.7→54.2）はいずれも上昇し、需要の増加が続いていることが示唆される。こうした中、サービスを中心とした非製造業の一部では、やや過熱感が生じている可能性がある。非製造業では、「価格」が12月は64.4と2023年2月以来の水準まで上昇した。後述する通り、足元では、一部のサービス業で賃金上昇率の上昇が続いており、賃金コストが価格を押し上げることが懸念される。

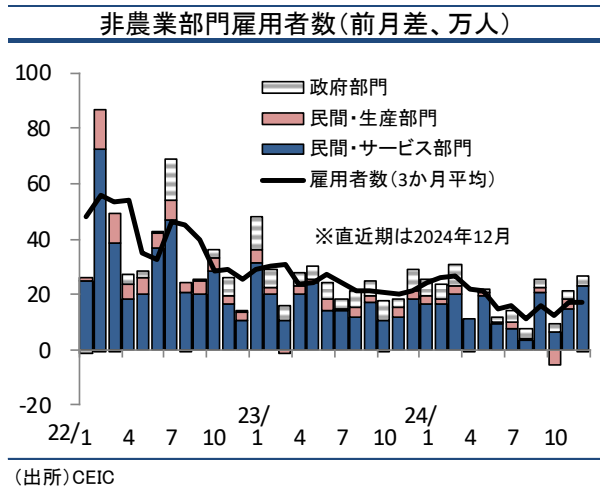
12月の鉱工業の生産状況は、堅調な国内需要を背景に改善した。12月の鉱工業生産指数は前月比で+0.9%と、11月（+0.2%）に続いて上昇した（右図）。全体の8割弱を占める製造業は、10月にかけての大型ハリケーンなどによる生産減からの挽回生産が続いたと考えられ、2か月連続で大幅なプラスとなった（11月前月比：+0.5%→12月：+0.6%）。また、ボーイング社のストライキにより昨年11月にかけて生産が大幅に落ち込んだ航空機関連は、12月は前月比+10.2%と大幅に増加し、生産回復の遅れに対する懸念が和らいだ。その他、鉱業（▲0.5%→+1.8%）や公益（▲0.7%→+2.1%）なども増加に転じた。

## 雇用情勢:12月は堅調な労働需要を確認、一部のサービス業で賃金上昇率高止まり

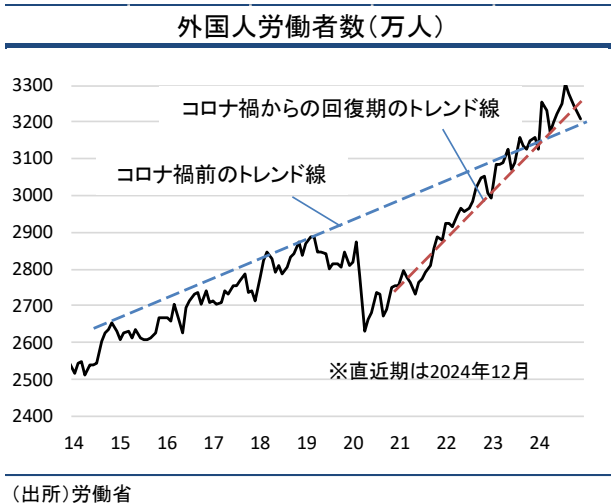
12月は堅調な労働需要が示され、雇用悪化の懸念は一段と和らいだ。労働市場は全体としてバランスの取れた状況にあると考えられるが、外国人労働者を中心に労働供給のペースが鈍化する兆しがあり、再び人手不足が生じることへの懸念が燦る。



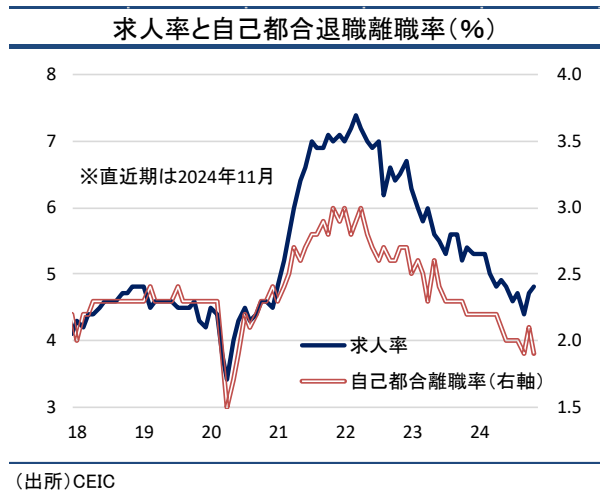
12月の雇用統計（事業所調査）は、非農業部門全体の雇用者数が前月差+25.6万人と、11月（+21.2万人）から増加幅が拡大した（右図）。10～12月の3か月平均でも+17.0万人と雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度の範囲となり、労働需要は堅調さを維持している。内訳をみると、政府部門（11月前月差：+3.0万人→12月：+3.3万人）が安定した伸びを続ける中、民間部門（+18.2万人→+22.3万人）の増加幅が拡大した。民間部門では、生産部門が12月は前月差▲0.8万人と11月（+3.4万人）から減少した一方、サービス部門は、12月は前月差+23.1万人と11月（+14.8万人）からプラス幅が拡大した。サービス部門は幅広い部門で増加し、教育・医療（+8.7万人→+8.0万人）やレジャー（+5.2万人→+4.3万人）が底堅く推移したほか、小売（▲2.9万人→+4.3万人）と専門・事業サービス（+0.9万人→+2.8万人）が堅調に増加した。



労働需給の状況に関し、雇用統計（家計調査）では、12月の失業率が4.1%と11月（4.2%）から幾分低下し、需給が幾分引き締まったことが示唆された。失業率はこの半年間4.1～4.3%で推移しており、FRBが長期の失業率と予想する4.2%近辺で安定している。雇用情勢の悪化は限定的であるといえるだろう。一方で、これまで労働供給の増加をけん引してきた外国人労働者は増加ペースが鈍化し始めている（右図）。バイデン政権の不法移民規制が昨夏以降に厳格化したことが背景にあると考えられる。足元の堅調な国内需要により、労働需要が堅調さを維持する中で、労働需給が引き締まりやすい状況にあることには注意が必要である。



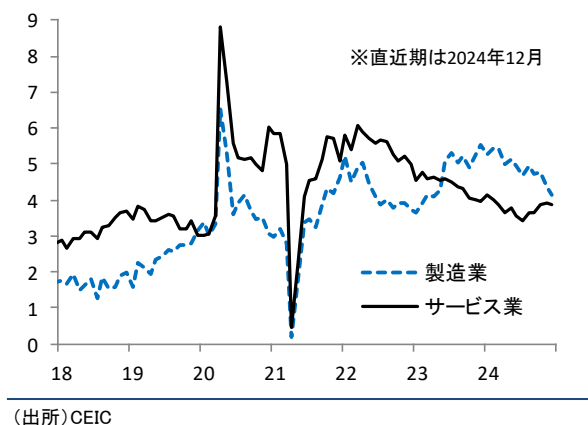
なお、労働需給を、企業の求人率（求人件数／<就業者数+求人件数>）からみても、11月は4.8%と10月（4.7%）から幾分上昇した（右図）。求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%を幾分上回り、需給がやや引き締まった状況にあると考えられる。もっとも、処遇改善等を見込んだ転職の動きを示す「自己都合での離職率」は、11月は1.9%と10月（2.1%）から再び低下し、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を引き続き下回った。さらに、企業の「採用率」も、11月は3.3%と10月（3.4%）から幾分低下し、引き続き2019年平均の3.9%を大幅に下回っている。企業の採用への目線が厳しくなる動きは継続しており、人手不足が深刻化している状況にはないと考えられる。



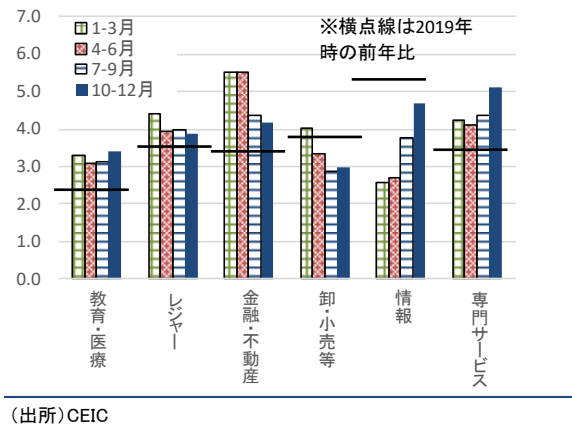


労働需給に幾分ひっ迫感があるものの、12月の民間部門の時給は、製造業（11月前年比：+4.4%→12月：+4.1%）の時給の伸び鈍化が続いたことで（左下図）、前年比が+3.9%と11月（+4.0%）から幾分低下した。ただ、物価上昇率に対する影響が大きいサービス業の時給は、12月の前年比が+3.9%と11月（+3.9%）から横ばいとなり、コロナ禍前の2019年の平均である+3.5%を上回っている（左下図）。サービス業の内訳をみると、求人率が高く人手不足感が残る「専門サービス」や「教育・医療」の前年比が、コロナ禍前の2019年時の水準を超えたまま上昇している（右下図）。労働需給のひっ迫は概ね解消し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。

民間企業の時給(前年比、%)



サービス業の時給(前年比、%)

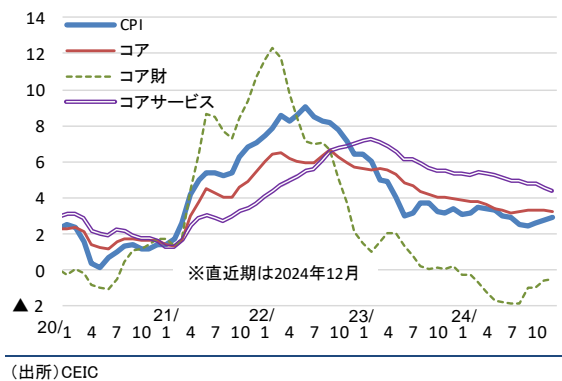


**物価：インフレ率は幅広い品目で緩やかに低下**

12月の消費者物価指数は、幅広い品目で伸びが鈍化し、緩やかながらもインフレが鈍化基調を辿っていることが確認された。

消費者物価指数（CPI）の12月の前年比は、3か月連続で上昇した（11月前年比：+2.7%→12月：+2.9%）（右図）。ただし、これは変動の大きいガソリンなどエネルギー関連のマイナス幅縮小が続いていることが背景である。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数は、12月の前年比が+3.2%と11月の+3.3%から幾分低下した。コア指数を前月比でも、12月は+0.2%と11月（+0.3%）から幾分低下し、年率換算では+2%台後半となった。2%程度の目標に対してはまだ高い伸びではあるが、鈍化基調は維持していると考えられる。

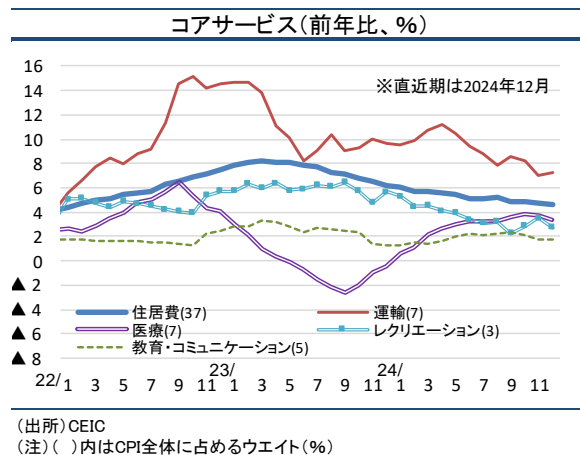
インフレ率の推移(前年比、%)



コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、12月が▲0.5%と11月（▲0.6%）からおおむね横ばいとなった。前月比でみると、12月は+0.1%と11月（+0.3%）から低下し、財価格の伸びは再び鈍化したと判断できる。内訳をみると、12月は新車価格と中古車価格の高い伸びが続いた一方、アパレルや医療品、アルコール、たばこなど主要品目の価格が低い伸びとなった。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の影響が続いたと考えられるが、財価格全体への影響は和らいでいる。財価

格は、世界的に供給制約が解消<sup>1</sup>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%の上昇率を超えていく可能性は低い。

コア指数のサービス（コアサービス）は、12月の前年比が+4.4%と11月（+4.6%）から低下した。前月比では、12月は+0.3%と11月（+0.3%）と同様にやや高めで推移しているものの、価格が加速する懸念は和らいだ。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、12月は前年比が+4.6%と11月（+4.7%）から幾分低下した（右図）。住居費の主要品目である家賃（11月前年比：+4.4%→12月：+4.3%）と帰属家賃（+4.9%→+4.8%）の伸び鈍化が続いたことが背景である<sup>2</sup>。一方、住居費以外のサービス価格の前年比は、品目により区々だが、12月は全体として伸びが鈍化した。運輸（+7.1%→+7.3%）が幾分伸びを高めたが、医療（+3.7%→+3.4%）やレクリエーション（+3.5%→+2.7%）は伸びが鈍化した。この間、教育・コミュニケーション（+1.8%→+1.8%）は+2%程度の伸びで安定して推移している。サービス価格の上昇率は、全体として緩やかな低下基調にあると考えられる。



### 金融政策:先行きの金融政策を巡り、FRB 内で異なるスタンス目立つ

先行きの金融政策について、FRB 高官の中で異なるスタンスが目立ち始めている。ボウマン理事は、利下げについて「最終段階」との認識を示すなどタカ派的（金融引き締め政策に積極的）な意見を強めている。一方、ウォラー理事は、インフレは鈍化基調との見方を維持し、利下げの継続を示唆する。ボウマン理事は昨年9月の利下げにただ一人反対票を投じて存在感を発揮、ウォラー理事は米国のソフトランディングの道筋を理論面で支えてきたことが高く評価されている<sup>3</sup>。両理事に代表されるFRB内での意見の相違は、堅調な景気が物価押し上げるほど過熱感があるのかという点にあるだろう。12月FOMCの経済見通しでは、2025年に利上げが必要としているFOMCメンバーはいないが、次の利下げの時期についてはまだ統一の見解が醸成されていないと考えられる。

当社は、まずは1月28~29日のFOMCでは、政策金利が据え置かれると予想する。昨年12月のCPIとPPIでインフレ鈍化基調が確認されたことから、インフレ下げ渋りの懸念は和らいでいる。もっとも、12月FOMCにおけるFOMCメンバーの経済見通しからは、インフレ動向の不確実性が高く、アップサイドのリスクがあると考えられる向きがFRB内で増えていることが分かる。インフレ動向に影響を及ぼす可能性が高いトランプ政権の政策動向がはっきりしないこともあり、今年央頃までは、FRBの様子見姿勢が続くと予想する。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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/>

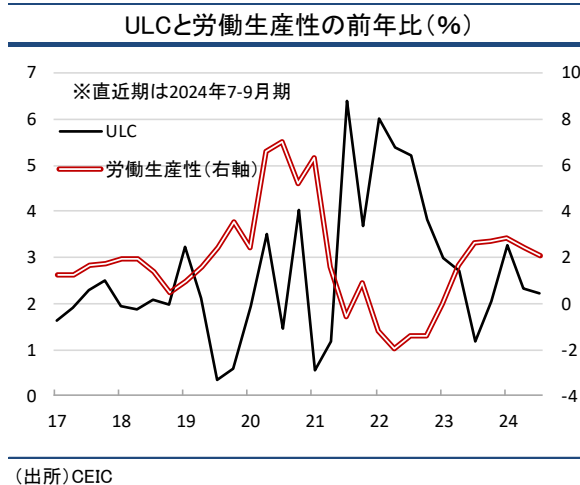
<sup>3</sup> ボウマン理事とウォラー理事は、第1次トランプ政権時に指名された経緯もあり、FRB内での影響力は今後も大きいと予想される。

## 景気見通し: ソフトランディングシナリオ維持、消費者マインドの悪化がリスク

米国経済は堅調に推移している。昨年10～12月期の実質GDP成長率（前期比年率）は、堅調な個人消費が全体を押し上げ、巡航速度とされる+2%程度を超えることが見込まれる。雇用情勢も足元では悪化が一般し、むしろ需給が逼迫している分野もある。ただ、全体としては安定した雇用情勢が続き、インフレ鈍化も緩やかに続いているとの評価である。ソフトランディングに向かう姿は崩れていない。

+2%を超える堅調な経済成長とインフレ鈍化が両立していること背景には、旺盛な労働供給と生産性の伸びがある。2024年にかけては、移民を中心とした外国人労働者の増加が労働供給を押し上げた。他方で、労働生産性が相対的に高い業種の就業者シェア上昇が産業全体の労働生産性を押し上げ、賃金面での物価上昇圧力を示すユニット・レーバークスト（ULC）（＝名目雇用者報酬／実質GDP＝単位時間当たり名目雇用者報酬／労働生産性＜単位時間当たりの実質GDP＞）を抑制してきたとみられる<sup>4</sup>。ただ、前述した通り、外国人労働者数の伸びは鈍化傾向にある。また、生産性の動向は、AI活用の広がりなどが生産性に及ぼす影響などは予想が困難だが、業種間の就業者シェアの変化に関しては長く続くものではないと考えられる。実際、労働生産性の伸びも頭打ち感が出てきている（右図）。この先は、労働生産性の伸び鈍化に伴って、雇用者報酬の伸びも鈍化していくこととなる。

先行きは、雇用・所得環境が個人消費を押し上げる姿は徐々に弱まっていくと見込む。また、消費者マインドの改善につながってきた資産効果が剥落して、個人消費の増勢が弱まるというリスクも抱える。足元では株価が全体として上昇基調にあるが、トランプ政権の関税引き上げ策などの政策を巡って不安が高まれば、株価が調整する可能性があり注意が必要である。住宅投資は底打ちしているものの、長期金利の高止まりが続くという想定のもとで、回復に弾みが見つからない状況が続くだろう。設備投資は、トランプ政権の規制緩和などへの期待が下支えするが、依然高い借入れコストを背景に減速基調を辿ると予想する。米国経済は、年前半は緩やかに減速すると見込む。



<sup>4</sup> 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/uploads/em20241007\\_2024-048\\_USA\\_Employment.pdf](https://www.itochu-research.com/ja/uploads/em20241007_2024-048_USA_Employment.pdf)