

米国経済：個人消費に減速感、トランプ関税を巡る不透明感が懸念

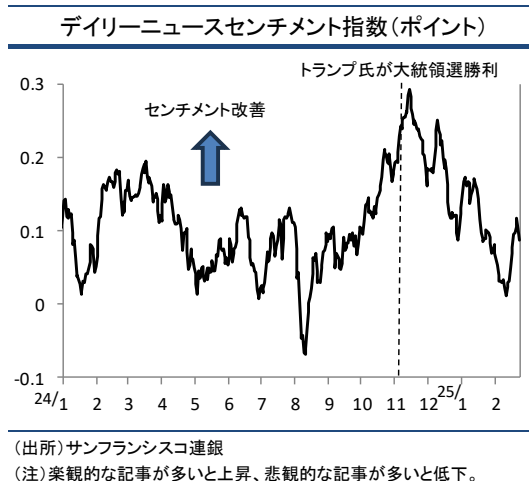
米国経済の柱である個人消費に減速感がある。関税引き上げを警戒した昨年末にかけての駆け込み消費からの反動減の可能性があるほか、株価の伸び悩みやインフレ下がりによる消費者マインドの悪化が影響していると考えられる。この先は、雇用情勢が徐々に冷え込むもで、個人消費は減速が続くことが見込まれる。こうした中、トランプ新政権は関税政策を巡る動きを活発化している。現時点で発動済みの10%の対中追加関税の影響だけであれば、底堅さを保つ米国経済は十分吸収可能と考えられる。しかしながら、トランプ氏はその他にも複数の関税引き上げ策を示しており、米国の産業界はトランプ関税の影響を受けることへの不安を強めているとみられる。関税引き上げが発動された場合の米国経済への直接的な影響に加え、政策不透明感の強まりによる企業の投資意欲の減退や金融市場の混乱が懸念される。

トランプ 2.0 政策動向：関税政策を巡る不透明感強まる

第2次トランプ政権は、1月20日の政権発足直後から大規模な政策転換を進めている。足元では、関税政策を巡る動きが活発化しており、経済への悪影響が懸念される状況にある。

米国の2024年の輸入金額は米商務省ベースで約3.3兆ドルであった。トランプ政権は、2月4日に、米国における合成麻薬流入などの問題を引き起こしているとして、中国からの全輸入品（2024年<米商務省ベース>：約4400億ドル）に対し、10%の追加関税を賦課した。一方、メキシコからの全輸入品（約5100億ドル）とカナダからの全輸入品（約4100億ドル）に対する25%の追加関税は、3月4日まで発動が延期されたが、不法移民と合成麻薬の問題に対する両国の取り組み次第という条件を付けており予断を許さない状況が続く。また、2月10日には、第1次トランプ政権時に実施した関税政策を強化する形で、鉄鋼・アルミ製品の輸入（約1100億ドル¹）に対する25%の関税賦課を発表した（3月12日発動予定）。さらに、2月13日には、貿易相手国と同水準の関税率に引き上げる「相互関税」の導入に向けた調査を進める大統領覚書に署名した。そして、翌2月14日には、自動車輸入（約2200億ドル²）に対して、4月2日頃の関税賦課を検討していることを明らかにした。

このように、トランプ氏が示す関税政策は多岐にわたり、それぞれの関係も不明瞭である。また、個別の関税引き上げ策の目的が曖昧なことが多く、実施の確度や対象範囲について不透明感が残る。底堅さを維持する米国経済にとって、現時点で発動済みの10%の対中追加関税だけであれば十分吸収可能と考えられる³。ただ、その他に挙げられている関税引き上げ策が実



¹ 今後公表される詳細な関税対象品目を勘案しない概算ベース。ただし、豪州は関税賦課の対象国から除外される可能性。

² 今後公表される詳細な関税対象品目を勘案しない概算ベース。半導体と医薬品に対しても関税が賦課される方針との報道。

³ 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/>

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。

際に発動されれば、米国経済に対する下押し圧力は格段に強まる。また、個別セクターにとっては関税対象となることへの恐れが強い。先行きの政策不透明感が強まるだけで、企業の経営判断に悪影響を及ぼしているとの指摘は多い。トランプ政権に対するメディアの評価もネガティブなものに変わりつつある。サンフランシスコ連銀のデイリーニュースセンチメント指数⁴によると、経済分野の新聞記事のムードは悪化傾向にある（前ページ右下図）。関税引き上げによる物価上昇圧力など経済への直接的な影響に加え、政策不透明感の強まりによる、企業の投資意欲の減退や金融市場の混乱にも注意を払う必要があるだろう。

10～12 月期 GDP: 好調な個人消費がけん引し、堅調拡大

2024 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で +2.3%と 7～9 月期の +3.1%から減速した（右図）。もっとも、実質 GDP から輸出入と在庫投資、政府部門の影響を除いた国内民間最終需要は、10～12 月期の伸びが +3.2%と 7～9 月期の +3.4%から大幅増が続いており、米景気の基調は引き続き堅調であった。

国内民間最終需要の内訳をみると、景気の柱である個人消費が、10～12 月期は +4.2%と 7～9 月期の +3.7%から一段と伸びを高めた。個人消費は、自動車を中心とした耐久財（7～9 月期前期比年率：+7.6%→10～12 月期：+12.1%）の増加が加速しており、トランプ政権による先行

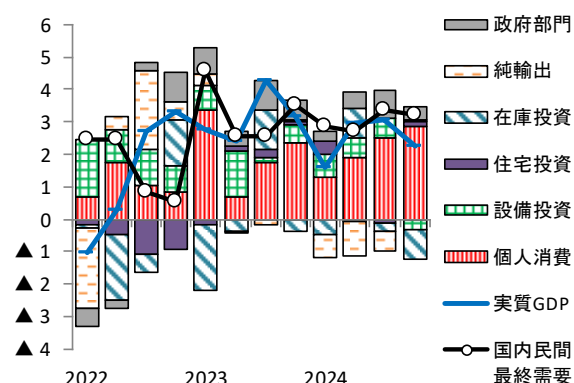
きの関税引き上げ実施を警戒した駆け込み消費も後押ししたと考えられる。住宅投資（▲4.3%→+5.3%）は、利下げ開始を受けて住宅ローン金利が 10 月頃に一旦大幅に低下したことを追い風に増加した。一方、企業の設備投資は、ソフトウェアなどの知的財産投資（+3.1%→+2.6%）の底堅い伸びが続いているものの、金融引き締めの影響で機械投資（+10.8%→▲7.8%）と建設投資（▲5.0%→▲1.1%）が低迷した。

個人消費: 消費者マインドが悪化し、個人消費は減速方向に

1 月の個人消費は低迷したとみられる。消費者マインドが悪化しており、個人消費は減速方向にあることが示唆される。

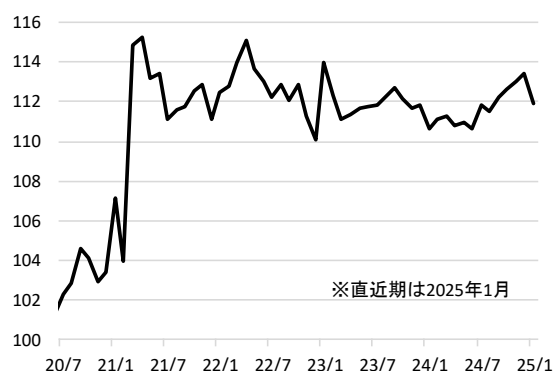
財消費を中心とする小売・外食売上高をみると、インフレ率の影響を除いた実質ベース（セントルイス連銀試算）で、1 月は前月比▲1.3%と、12 月（+0.4%）から大幅な減少に転じた（右図）。品目別（販売業態別）では、自動車販売（<名目ベース>12 月前月比：+0.9%→1 月前月比：▲2.8%）やスポーツ・玩具等（+3.2%→▲4.6%）、家具・家電（+1.2%→▲1.3%）など、トランプ政権による関税引き上げの影響が警戒される品目が減少に転じた。12 月にかけて先行きの値上げを見越した駆け込み需要があり、1 月はその反動

実質GDP成長率(季節調整値、年率、%、%pt)



(出所)CEIC

小売・外食売上高(実質ベース、2020年2月=100)



(出所)CEIC

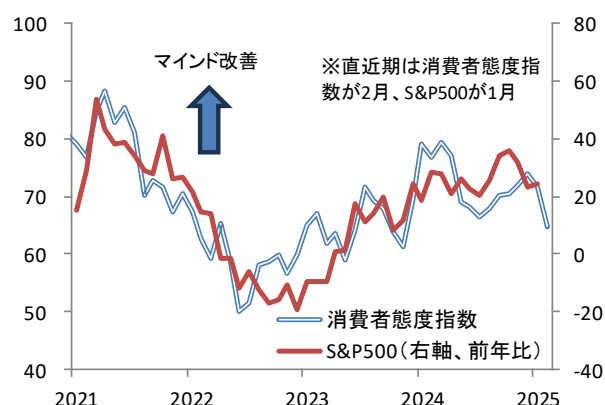
⁴ サンフランシスコ連銀は、新聞記事のテキスト分析を行い、日次の景気のセンチメント（景況感）指数を作成・公表。

減が出た可能性がある。また、建材・園芸（▲1.6%→▲1.3%）は減少が続いており、1月の寒波が消費を下押しした可能性がある。以上のように、1月の小売・外食売上高の大幅減は特殊要因によるところが大きい、そうした影響を除くために3か月平均でみても、小売・外食売上高は減速してきている（2024年8月～10月前期比：+0.9%→2024年11月～2025年1月：+0.6%）。

サービス消費についても1月は伸びが鈍化した可能性が高い。12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前月比+0.3%と11月（+0.2%）から加速した。品目別には、レクリエーション（11月前月比：+1.0%→12月+0.1%）などが減速したものの、交通（+0.9%→+2.2%）や宿泊（+0.3%→+0.8%）の増加が全体を押し上げた。もっとも、1月のサービス消費は、増勢が弱まったとみられる。サービス消費のけん引役である旅行関連については、調査会社STR公表のホテル稼働率（12月前年比：+1.1%→1月：+1.0%）は伸びが幾分鈍化し、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の伸び（+6.5%→+1.7%）も大幅に伸びが縮小した。1月の小売・外食売上高に含まれる外食は好調であったが、サービス消費全体としては減速したと考えられる。

1月の個人消費の減速は、好調であった12月からの反動減に加えて、資産効果の剥落による影響が考えられる。米国の株価は、トランプ新政権の関税政策が混乱していることの影響もあり、12月以降は上昇と下落を繰り返し、結果として概ね横ばいで推移している。このため、これまで個人消費を押し上げてきた株価上昇による「資産効果」が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。ミシガン大学による消費者態度指数は、2月には引き続き悪化し（12月：74.0→1月：71.7→2月：64.7<1966年=100>）（右図）、2023年11月以来の低水準となった。ミシガン大学は、消費者マインドの悪化には、関税政策が物価水準を押し上げることへの懸念も影響しているとしている。この先は、消費者マインドの悪化に加え、雇用情勢も徐々に冷え込むもとで、個人消費は増勢が弱まると予想する。

消費者マインドと米国株価



(出所) CEIC

(注) 消費者態度指数はミシガン大学調査。

住宅投資：住宅ローン金利高止まりで回復に弾み付かず

住宅市場をみると、1月の中古戸建販売は前月比▲5.2%と12月（+2.6%）から減少した（右図）。住宅市場は、昨年9月に利下げが開始されたことで底入れしたが、その後の住宅ローン金利の低下が限定的であることから回復の勢いは弱い。供給面をみると、住宅着工戸数（戸建て）が、1月は▲8.4%と12月（+6.2%）から減少した（右図）。需要の回復に弾みがつかないほか、1月の記録的な寒さが着工を遅らせたとみられる。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。

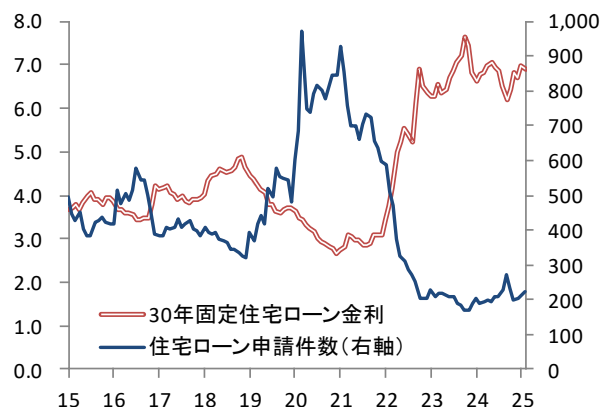
新築戸建着工と中古戸建販売（季節調整値、年率万戸）



(出所) CEIC、Bloomberg

2月の住宅市場も停滞感が続いているとみられる。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）も高止まりが続いている（1月16日：7.0%→2月13日：6.9%）（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2月平均が222と1月平均（212）から幾分増加したものの、依然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、2月は42と1月（47）から低下し、10か月連続で50を下回る「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。

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



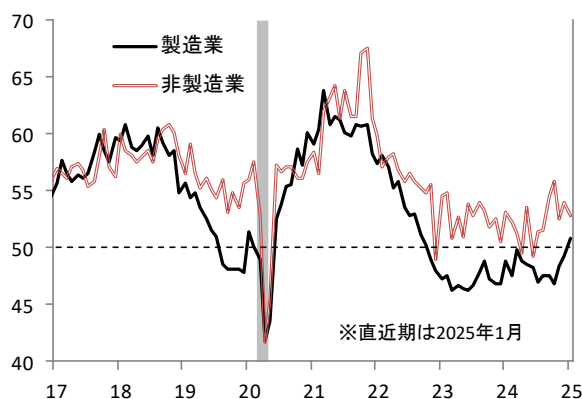
(出所) Bloomberg、CEIC

企業部門：製造業の業況改善

1月の企業の業況は、製造業の改善が続く一方で、非製造業の増勢鈍化が示された。

企業のマインドを示すISM指数をみると、製造業は1月が50.9と12月（49.2）から引き続き改善した（右図）。景況悪化の境目となる50を上回り、2022年9月以来の水準に達した。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」（12月：49.9→1月：52.5）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（52.1→55.1）はともに50を上回って上昇を続けており、需要改善の実感が強まる様子が窺える。このことは、「雇用」（45.4→50.3）や「価格」（52.5→54.9）が上昇していることから示唆される。さらに、「入荷遅延」（50.1→50.9）が上昇しつつ「在庫」（48.4→45.9）が低下していることから、需要増に生産が間に合っていない姿勢から窺える。ただ、これはロサンゼルス山火事や寒波などの天候要因により、一時的に供給が鈍ったことも影響しているだろう。

ISM製造業・非製造業指数(%)



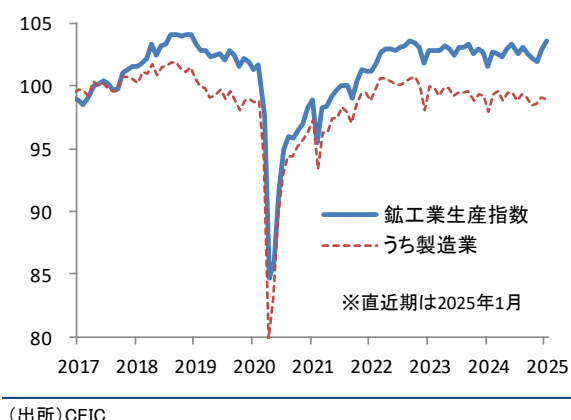
(出所) CEIC

(注) シャドローは景気後退期。

一方で、非製造業のISM指数は、1月は52.8と12月の54.0から低下した（右上図）。「事業活動」（58.0→54.5）と「新規受注」（54.4→51.3）がいずれも低下し、需要増の勢いが鈍り始めているとみられる。後述する通り、一部のサービス業では賃金上昇率の高止まりが続いており、賃金コストが価格上昇圧力になっていると考えられる。1月の「価格」は60.4と12月（64.4）から低下したとはいえ、引き続き高水準にあり、消費意欲の減退を招いている可能性がある。

1月の鉱工業生産指数は前月比で+0.5%と、12月（+1.0%）から上昇を続けた（右図）。ただし、これは寒波の到来を受けて発電などの公益（12月前月比：+2.9%→1月：+7.2%）が大幅に上昇したことが背景である。全体の8割弱を占める製造業は、自動車（▲2.7%→▲7.6%）の大幅低下が全体を押し下げ、1月の前月比は▲0.1%と低下した。製造業は、昨年10月の大型ハリケーン直後は挽回生産が続いたが、今年入り後は再び勢いが鈍っている。製造業の生産は、半導体関連などを除いて2022年をピークに低下傾向にあり未だ反転の兆しがない。鉱工業生産は、全体として伸び悩みが続いていると評価できる。

鉱工業生産指数の推移（2017年=100）

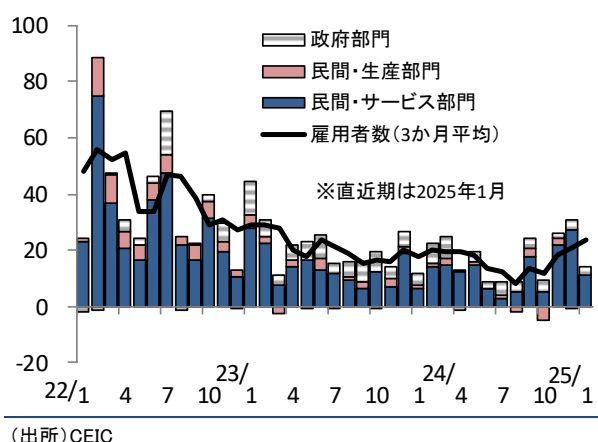


雇用情勢：雇用情勢は良好、一部サービス業では賃金上昇率高止まり

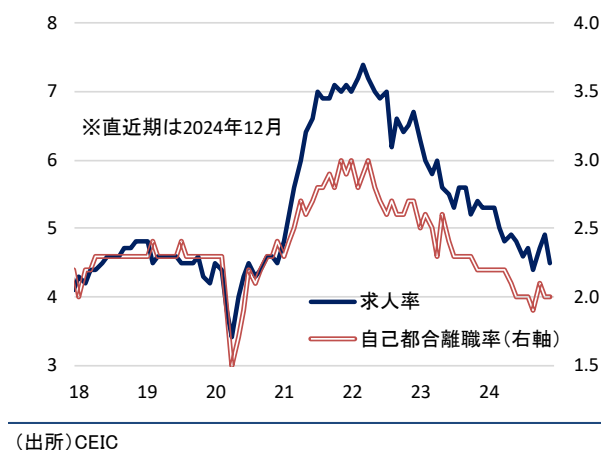
雇用情勢は1月も良好さを保った。雇用者数の伸びが底堅く、失業率はFRBが長期の失業率と予想する4.2%を引き続き下回った。

1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+14.3万人と、12月（+30.7万人）から増加幅が縮小した（右図）。内訳をみると、政府部門（12月前月差：+3.4万人→1月：+3.2万人）が安定した伸びを続ける中、民間部門（+27.3万人→+11.1万人）の増加幅が縮小した。民間部門は、生産部門（▲0.2万人→+0.0万人）がほぼ横ばいとなる中、サービス部門（+27.5万人→+11.1万人）のプラス幅が縮小した。サービス部門は、教育・医療（+8.2万人→+6.1万人）が底堅い伸びとなったが、その他の業種は大幅に伸びが鈍化、ないしは減少した。中でも、レジヤ（+4.9万人→▲0.3万人）は2024年6月ぶりに減少した。このように、1月はサービス部門を中心に労働需要が鈍化した。これは12月の大幅増からの反動に加え、ロサンゼルス山火事など特殊要因が影響したと考えられる。単月の振れを除くために3か月平均でみると、2024年11月～2025年1月の平均では+23.7万人と雇用環境改善の目安とされる+15～20万人程度を上回っている。労働需要は底堅く推移していると評価できる。

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



求人率と自己都合退職離職率（%）

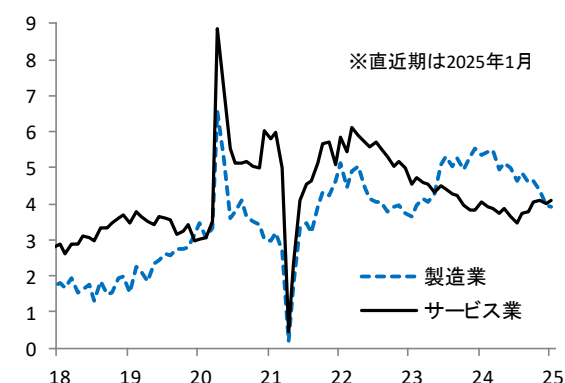


労働需給に関し、雇用統計（家計調査）では、1月の失業率が4.0%と12月（4.1%）から幾分低下した。ただ、1月は人口動態に関する年次改定があり、12月の失業率と単純な水準比較はできない。そのため、1月も、FRBが引き続き長期の失業率と予想する4.2%近辺で安定して

いるとの評価が妥当だろう。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＞）からみると、12月は4.5%と11月（4.9%）から低下した（前ページ右下図）。求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%に再び戻り、求人面からみても需給は概ねバランスしていると評価できる。ただし、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、12月は2.0%とコロナ禍前の2019年の平均である2.3%を引き続き下回り（前ページ右下図）、企業の「採用率」も、12月は3.4%と2019年平均の3.9%を引き続き大幅に下回っている。企業の採用への目線が厳しい状況が続いており、労働需要は緩やかな鈍化方向にあると考えられる。

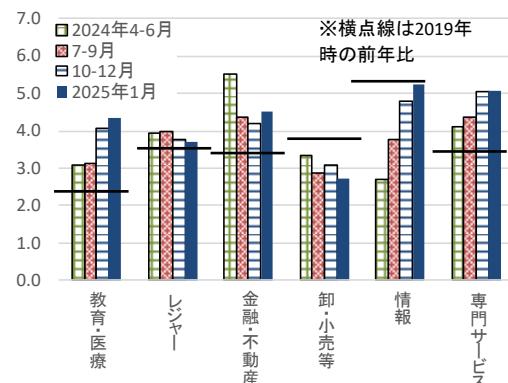
1月の民間部門の時給は、前年比が+4.1%と12月（+4.1%）から横ばいとなった。前月比でみると1月は+0.5%と12月（+0.3%）から加速し、賃金上昇圧力の強まりが窺える。業種別には、製造業の前年比が鈍化傾向にあるが、サービス業の伸びは、2024年7月を底に上昇し、足元では+4%とコロナ禍前の2019年の平均である+3.5%を上回ったまま横ばいで推移している（左下図）。これは、サービス業では労働需給に偏りがあり、一部業種で賃金の伸びが高止まりしていることが影響していると考えられる。サービス業の内訳をみると、人手不足が解消した「卸・小売」の前年比がコロナ禍前の2019年を下回る一方、人手不足感が残る「専門サービス」や「教育・医療」の前年比は、コロナ禍前の2019年時を超えたまま上昇している（右下図）。賃金上昇率がコロナ禍前の水準まで低下するにはまだ時間がかかり、賃金コストがサービス価格に波及しないか注視すべき状況が続いている。

民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)



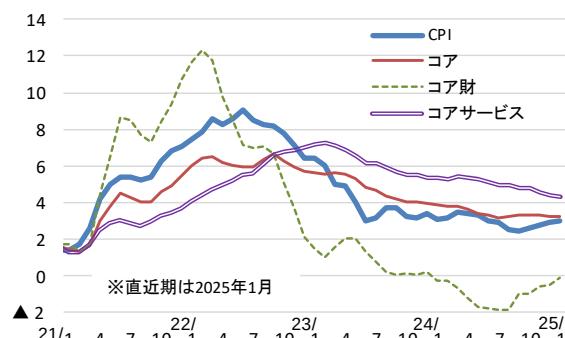
(出所)CEIC

物価：自然災害などが物価を押し上げたほか、企業の強気な価格設定も窺える

1月の消費者物価指数は伸びが加速した。1月は自然災害など様々な特殊要因が影響しているとみられるが、それらを差し引いても、消費者物価の伸びは下げ渋ったと評価できる。昨年末にかけての堅調な消費を受けて、1月は企業がやや強気な価格設定をしたことが示唆される。

消費者物価指数（CPI）の1月の前年比は+3.0%と、12月の+2.9%からプラス幅を拡大した（右図）。プラス幅拡大は4か月連続となる。鳥インフルエンザの発生で卵の価格が

インフレ率の推移(前年比、%)

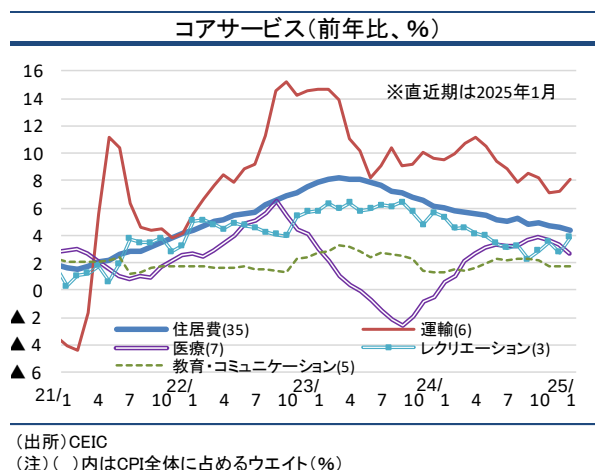


(出所)CEIC

急騰したことなどから、食品価格（12 月前年比：+2.5%→1 月：+2.5%）の高止まりが続いているほか、ガソリンなどエネルギー関連の上昇が全体を押し上げた（▲0.5%→+1.0%）。また、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数をみても、1 月は前年比が幾分上昇した（12 月前年比：+3.2%→1 月：+3.3%）（前ページ右下図）。

コア指数のうち、財（モノ）の前年比は、1 月は▲0.1%と 12 月（▲0.5%）からマイナス幅が縮小した（前ページ右下図）。前月比でみても、1 月は+0.3%と 12 月（▲0.0%）から上昇に転じた。内訳をみると、新車価格の伸びは概ね横ばい（12 月前年比：▲0.4%→1 月：▲0.3%）となったものの、中古車価格（▲3.3%→+1.0%）は前年比でプラスに転じた。また、医療品（+0.5%→+2.3%）やたばこ（+6.7%→+6.8%）などの価格も高めの伸びとなった。財価格は、世界的に供給制約が解消⁵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。ただ、関税引き上げを警戒した昨年末の駆け込み需要や 1 月のロサンゼルスでの大規模な山火事の影響により、1 月は中古車など一部品目の価格に上昇圧力が強まった可能性がある。

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、1 月は+4.3%と 12 月（+4.4%）からプラス幅が幾分縮小した（前ページ右下図）。もっとも、前月比では、1 月は+0.5%と 12 月（+0.3%）から伸びが加速しており、価格上昇圧力はむしろ強まった。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の前年比は、1 月は+4.4%と 12 月（+4.6%）から低下が続いた（右図）。住居費の主要品目である家賃（12 月前年比：+4.3%→1 月：+4.2%）と帰属家賃（+4.8%→+4.6%）の伸び鈍化が続いたことが背景である⁶。一方、住居費以外のサービス価格の前年比は、1 月は全体として伸びが加速した。医療（+3.4%→+



2.7%)は伸びが鈍化したが、運輸（+7.3%→+8.0%）やレクリエーション（+2.7%→+3.8%）の伸びが高まった。運輸のプラス幅拡大は自動車保険の加速が主因であり、ロサンゼルスでの山火事が影響したと考えられる。他方、レクリエーションについては、ケーブルテレビ契約や各種サブスクリプションなどが全体を押し上げており、昨年末にかけての底堅い需要を受けた、企業の強気な価格設定が窺える。1 月のサービス価格は、自然災害という特殊要因が全体を押し上げた面はあるが、昨年にかけての堅調な個人消費を背景に一部企業が価格上昇を進めたとみられる。

金融政策：FRB は利下げを急がない姿勢を強調

1 月 28～29 日の FOMC では政策金利を 4.25～4.5%に据え置くことが決定された。声明文や会合後のパウエル議長の記者会見では、労働市場の底堅さが強調され、利下げを急ぐ必要がない姿勢を改めて示された。また、トランプ新政権の政策動向について、パウエル議長は「FRB は様子見している (wait and see)」

⁵ 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。

⁶ 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/>

と述べ、金融政策の判断のスピードに影響を及ぼしていることを暗に示唆した。

その後も、FRB 高官からは金利据え置きを正当化する旨の情報発信が続いている。パウエル議長は、2月11～12日の議会証言で「金融引き締め具合は低下しており、利下げを急ぐ必要がない」との表現を繰り返した。これに前後して、クリーブランド連銀のハマック総裁、ダラス連銀のローガン総裁、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁、サンフランシスコ連銀のデリー総裁、ウォラー理事からは、「当面の間は金利据え置きが望ましい」との旨の発言が立て続けになされた。トランプ大統領が、2月12日に「関税引き上げと連動して金利が引き下げられるべきだ」と主張するなど、不規則に金融政策に介入する動きをみせることに対して、意図したかどうかは不明だが FRB として防壁を作る格好となった。

一方で、ウォラー理事は、2月17日の講演で、「トランプ政権の関税政策による物価面の影響は軽度にとどまる」、「トランプ政権の政策不確実性によって金融政策の判断を遅らせるべきではない」との見解を示した。先行きの利下げのための地ならしや、トランプ政権の政策に対する不安が過度に広がらないようにとの配慮もあると考えられる。

当社は、この先トランプ政権の関税政策の経済への影響が強まるもと、インフレは下げ渋りつつも景気減速が進むと想定し、今年央頃に追加利下げが実施されるとの予想を維持する。

景気見通し: 今年前半は緩やかに減速、年後半は関税引き上げの影響強まり更なる減速へ

米国経済は減速方向にある。個人消費は、良好な雇用・所得環境に支えられているものの、株価の伸び悩みなどにより消費者マインドが悪化し、増勢が弱まっている。この先雇用情勢が徐々に冷え込むもとで、個人消費は緩やかな減速を続けることが見込まれる。企業の設備投資は、ソフトウェアなどの知的財産投資の増加が続いているが、金融引き締めの影響により機械投資や構造物投資が減速基調にある。住宅投資は、住宅ローン金利の高止まりにより回復の勢いが弱い。また、供給面については、外国人労働者を中心に労働供給の増加ペースが鈍化し、労働生産性の伸びも頭打ち感があることから、供給力の増加ペースが鈍りつつある。このため、需給の緩和ペースは緩やかであり、インフレ率の低下はゆっくりとしたものになるだろう。2025 年前半は、米国の経済成長率は巡航速度とされる+2%程度に向けて伸びが鈍化すると見込む。

2025 年後半は、トランプ政権の関税政策による景気下押しの影響が強まると予想する。現時点では、①中国に対する関税引き上げの動きが続くほか、②鉄鋼・アルミ製品に対する関税引き上げ、③自動車関連の何らかの関税引き上げが実施されることなどが想定される。今年央にかけて、これらの関税引き上げが発動され、一部の国から対抗措置が実施されれば、インフレ圧力の強まりや輸出の減少により米国経済に下押し圧力がかかることが見込まれる。また、株価下落などを通じた消費者マインドの悪化や政策不透明感に伴う設備投資意欲の減退なども懸念される。2025 年後半の米国の経済成長率は、+2%を下回るまで減速すると予想する。