

米国経済：労働市場の減速が続く中、短期的なリスク増加

米国の9月の労働市場は、ADP などによる民間統計から減速が続いていることが確認された。個人消費は、株価上昇による資産効果が徐々に弱まる中で、雇用・所得環境の悪化によって減速し始めているとみられる。一方で、9月CPIの伸びは、トランプ関税分の価格転嫁の範囲に収まっており、インフレ再燃の懸念は今のところ強まっていない。10月FOMCでは、雇用悪化リスクを警戒した2会合連続の利下げが決定される公算が大きく、年内は予防的利下げが続くことが予想される。こうした中、10月入り後は、注視すべきリスクが増加している。10月1日に始まった政府機関閉鎖は依然終了が見通せず、年末商戦に悪影響が及ぶ可能性を軽視できない。また、米中関係は、ディール成立と対立激化の上下両方のリスクが併存している。先行きの米国経済は、景気のリスクを伴いながら、来春にかけて停滞感が強まると予想する。

米中関係：再不安定化の動き、ディール成立と対立激化の両リスク併存

米中関係は、9月までは比較的安定した状態を維持していたが、10月入り後は再び不安定化した。米国による輸出管理の適用範囲拡大など米中対立の火種となる動きが幾つかみられた中で、対立の最大のきっかけは、中国による10月9日発表のレアアースの輸出規制強化¹であった。米国の軍事産業や半導体産業などで用いられる部材や製造装置、製造過程には多くのレアメタル・レアアースが用いられており、中国はその産出や精錬で圧倒的なシェアを持つ。これまでの数年にわたる米中対立の過程で、中国はレアメタル・レアアースに関する輸出規制を整備・強化し、米国を中心とした西側諸国はそのことに懸念を強めるも、中国依存からの脱却には程遠い状態にあった。そして、中国による今回の輸出規制強化は、米国が第三国経由を含めてレアアースを調達することに大きな制約がかかり得るものと考えられる。6月には中国のレアアース輸出規制の緩和で米中の合意がなされたとされるが、中国がこのような強硬な措置を発表したことで、米国は激しく反応することとなった。

トランプ大統領は、10月10日に、11月1日から100%もの対中追加関税や重要ソフトウェア輸出規制の発動を示唆して中国に対する圧力を強めた。一方で、トランプ氏は、中首脳会談の実施（10月30日実施予定）を否定せず、中国の現状への理解を示す融和的ともとれる発言をしている。また、中国も、今回の輸出規制強化に関して、米国向け輸出禁止の意図がないことを説明し、冷静に交渉を実施しようとする姿勢を見せた。こうした状況を踏まえれば、米中両国のやり取りは、米中首脳会談が実現した際のディールに向けた交渉戦術に過ぎず、大きな混乱に至らずに対立が和らぐというのがメインシナリオとなる。

ただ、中国による10月9日のレアアースの輸出管理強化は、米国の対中強硬策に応じた対応と異なり、自ら強硬な措置に踏み切る姿勢を示すものであった。その背景は不明だが、中国が以前より強気な駆け引きをしている公算が大きい。米国が譲歩する形で、米中間で想定を超えるディールが成立する可能性がある。一方で、米中関係の不安定さが継続するリスクもあり、先行き米国による対中関税引き上げが発動さ

¹ 中国商務部が、①中国国外組織による一部レアアースの輸出に対する規制（即日または12/1～実施）、②採掘・精錬等の技術・設備の輸出規制（即日実施）、③レアアース5種の輸出規制（11/8～実施）を発表。

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。

れるような事態となれば、米国では大幅なインフレ圧力を招いて景気が下押しされることとなろう。今回の米中首脳会談で何らかの合意がなされるか、合意内容は持続性の高いものか注視を要する。

政府閉鎖:年末商戦への悪影響が懸念

米国では、2026 会計年度（2025 年 10 月 1 日～2026 年 9 月 30 日）の歳出法案成立までのつなぎ予算が成立せず、10 月 1 日から政府機関の一部閉鎖に陥った。その後も、度々つなぎ予算の採決が行われているが、医療保険補助金の延長を巡る与野党の対立は根深く、政府閉鎖の状態が続いている。

議会予算局（CBO）の推計によれば、50 万人を超える政府職員が無給で一時帰休の状態にあるとされる。また、その他多くの職員も、無給で一時的な勤務を余儀なくされている。これらの職員は、政府閉鎖が解除されれば、遡及して給与を受け取ることになる。過去の経験からは、政府閉鎖の解除後は需要が押し上げられることで、政府閉鎖による景気への悪影響は軽微にとどまると考えられる²。

ただし、政府閉鎖はこれまでになく長期化の様相を呈している。雇用情勢が悪化し景気が減速基調にある中で、無給の政府職員の消費意欲が低下し、年末商戦が不調に終われば、その後の米国の景気の勢いを削ぐ可能性がある。また、トランプ政権は、政権発足以降に着手してきた政府職員削減を進める強硬姿勢を示している。実際に 10 月中旬までに 4000 人超が人員削減の対象となったとされる。こうした動きが続けば、労働需給が緩み、雇用情勢の悪化が加速するリスクがある。

個人消費:9 月は財(モノ)、サービスともに増勢弱まる

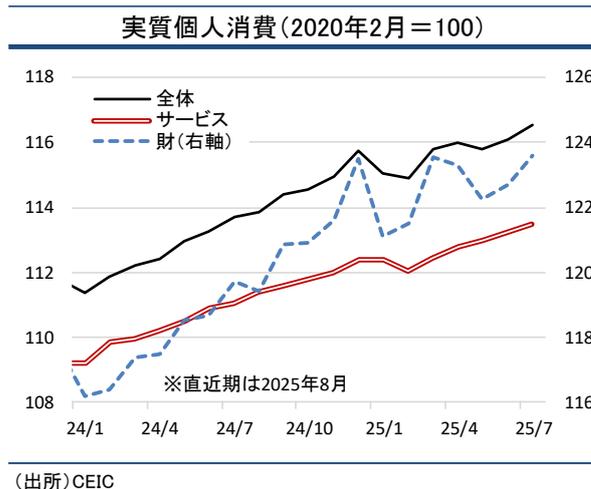
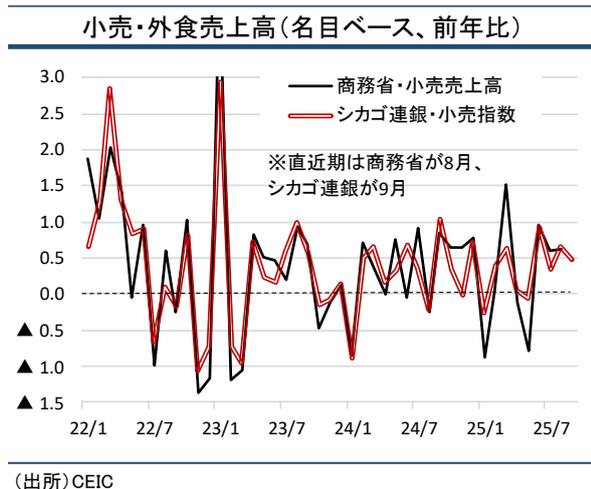
9 月の個人消費は、財（モノ）とサービスともに増勢が弱まったとみられる。

財（モノ）消費に関し、商務省が 9 月の小売・外食売上高を公表していないため、同様の動きをするシカゴ連銀の小売指数³をみると、9 月は+0.5%と 8 月（+0.7%）から減速した（次ページ左図）。インフレ率を勘案した実質ベースでは 9 月は+0.2%と 8 月（+0.3%）から伸びが鈍化した。8 月にかけては、株価上昇を背景とした資産効果でモノの消費は底堅い増加を続けてきたが、その勢いが弱まった。

サービス消費も 9 月は減速したとみられる。8 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+0.2%と、7 月（+0.2%）と同様のペースの増加が続いた（次ページ右図）。内訳をみると、サービス消費のけん引役である旅行や飲食関連については、飲食・宿泊（7 月前月比：+0.0%→8 月：+0.3%）や交通サービス（+0.4%→+1.0%）、レクリエーション（+0.3%→+1.5%）など幅広く伸びを高めた。一方で、コミュニケーションや教育などのその他サービス（+1.0%→+0.1%）が減速し、全体の増加ペースは横ばいとなった。9 月入り後のサービス消費は、8 月対比で減速した可能性が高い。サービス消費をけん引する旅行関連をみると、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の前年比はプラス幅が縮小し（8 月前年比：+1.0%→9 月：+0.5%）、調査会社 STR 公表のホテル稼働率は減少幅が拡大した（▲1.3%→▲1.9%）。

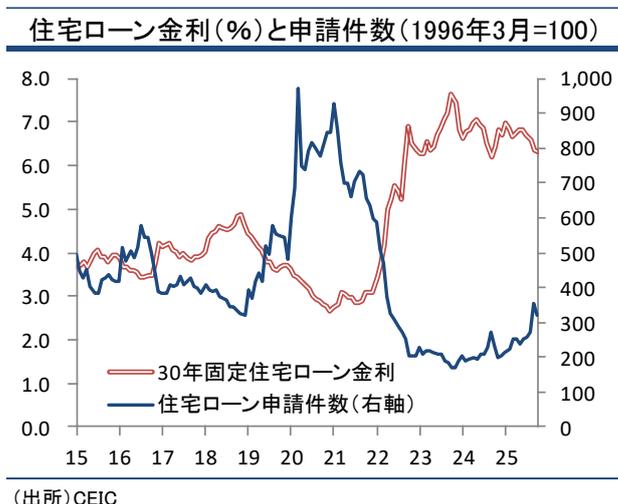
² 2018 年には政府閉鎖が 35 日間続き、38 万人の政府職員が一時帰休したが、CBO の試算では最終的な GDP の押し下げ幅は 0.02%と軽微にとどまった。

³ シカゴ連銀が、小売り動向を早期に把握する目的で、クレジットカード取引高、小売店への来店客数、ガソリン販売高、消費者マインドなど各種指標を合成して独自に公表。



住宅投資:回復に弾みが見つからない状況続く

9月の住宅市場に関し、中古戸建販売(▲0.3%→+1.7%)は増加した(左下図)。住宅ローン金利が低下したことが需要を喚起した。もっとも、10月入り後の住宅市場は、回復の動きが鈍ったとみられる。10月入り後の30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)(9月19日:6.3%→10月17日:6.3%)が概ね横ばいで推移する中、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10月平均が320と9月平均(353)から再び減少した(右下図)。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、10月は37と9月(32)から改善したが、引き続き低水準で住宅取得意欲は低い。住宅ローン金利の水準がはっきりと切り下がるまでは、住宅市場の回復には弾みが見つからない見込みである。



企業部門:製造業が小幅改善の中、非製造業は再悪化

9月は非製造業の景況感が再び悪化し、企業部門全体として景況感は低位横ばいが続いている。

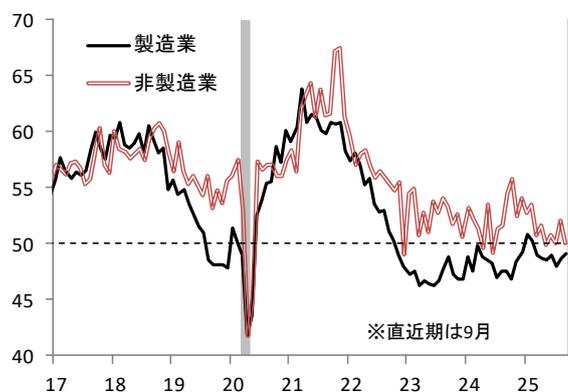
企業のマインドを示す ISM 指数は、製造業は 9 月が 49.1 と 2 か月連続で改善したが、景況悪化の境目となる 50 を引き続き下回った(右図)。指数の内訳を見ると、生産状況を示す「生産」(8 月: 47.8→9 月: 51.0) が改善したのに対し、先行きの需要の強さを示す「新規受注」(51.4→48.9) が悪化した。「雇用」(43.8→45.3) は改善したが引き続き低水準であり、製造業の先行きに対する慎重姿勢が続いているとみられる。一方、非製造業の ISM 指数は 9 月が 50.0 と 8 月(52.0) から悪化した(右図)。「事業活動」(55.0→49.9) と「新規受注」(56.0→50.4) はいずれも 50 程度まで低下し、8 月に盛り上がった需要が再び鈍化したとみられる。「雇用」(46.5→47.2) はやや改善したものの、引き続き 50 を下回る低水準であり、非製造業も先行きに対する慎重姿勢が払しょくできていない様子が窺える。

また、ISM 指数では、トランプ関税による物価上昇圧力が引き続き確認された。価格動向を示す「仕入れ価格」は、非製造業(8 月: 69.2→9 月: 69.4) が高止まりする一方、製造業(63.7→61.9) は低下傾向にある。製造業のコスト上昇圧力は以前ほどではなくなっていると考えられる。もっとも、製造業と非製造業がいずれも 50 を大幅に超える水準にあることには変わりがなく、物価上昇圧力は残存している⁴。企業からのコメントを見ても、情報や小売業などいくつかの業種はコスト上昇圧力に歯止めがかかり始めたことを示唆しているが、それらの業種を除けば、仕入れや運営など各種コストの上昇を懸念する声はむしろ増加している。トランプ関税が企業活動の重石となる状況は続いている。

雇用情勢:労働需要の減速続き、需給は緩和方向

労働市場に関して、政府閉鎖の影響で米労働省が 9 月の雇用統計を公表していないため、民間機関による公表統計で状況を確認する。民間部門の雇用者数の伸びに関しては、雇用統計と ADP (Automatic Data Processing 社) による公表データ(「ADP 雇用統計」と呼称)の相関関係は比較的強い(右図)。ADP 雇用統計における民間部門雇用者数の増加幅は、9 月は▲3.2 万人と 8 月(▲0.3 万人)からマイナス幅が拡大しており、労働需要は弱まっている。内訳をみると、教育・医療(8 月: +1.8 万人→9 月: +3.3 万人)の伸びが拡大した一方、専門・ビジネスサービス(▲0.1 万人→▲1.3 万人)やレジャー・娯楽(+1.0 万人→▲1.9 万人)が減少した。全体の 3 か月平均でも、7~9 月は+2.3 万人と、4~6 月の+2.2 万人と同様に

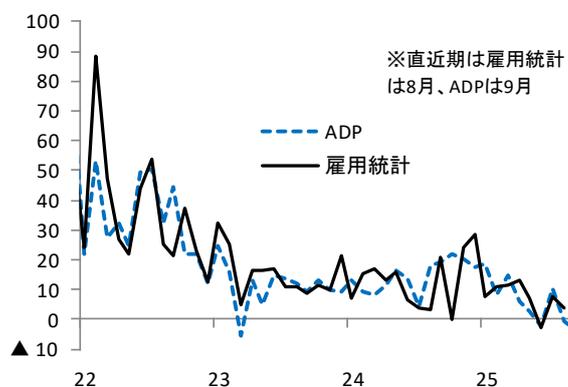
ISM 製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

民間部門雇用者数(前月差、万人)



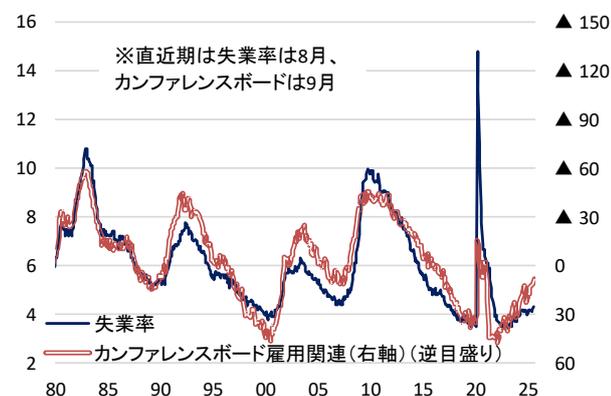
(出所)CEIC

⁴ ISM 仕入れ価格指数の上昇から 5 か月程度遅れて、CPI (前年比) が上昇する傾向がある。コスト上昇から最終需要までの価格転嫁のラグが背景にあると考えられる。詳細は、2025 年 6 月 24 日付 Economic Monitor 「物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

低位であり、1～3月の+13.9万人からは明確に伸びが鈍化している。

労働需給に関しても、9月は雇用統計における失業率が確認できないため、カンファレンスボード消費者信頼感指数の雇用関連指標で確認する。カンファレンスボード消費者信頼感指数において、「求職が潤沢」と答えた消費者の割合から「職探しが大変」と答えた消費者の割合を差し引いた値は、9月は7.8%ptと8月(11.1%pt)から低下しており、雇用機会が減少したことが示されている(左下図)。この指数は、失業率と比較的高い相関関係があることから、9月も失業率は上昇基調と考えられる。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、8月は4.3%と7月(4.3%)から横ばいとなった(右下図)。求人率は、今年前半はコロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度で安定していたが、労働需給の緩みとともに幾分水準を切り下げて推移している。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、8月は1.9%と7月(2.0%)から幾分低下した(右下図)。コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を幾分下回り推移しており、企業の採用目線はコロナ禍前と比べて、厳しい状況にある。

失業率とカンファレンスボード雇用関連(%、ポイント)



(出所)CEIC
 (注)カンファレンスボード雇用関連は、雇用が潤沢と答えた割合 - 雇用が少ないと答えた割合

求人率と自己都合退職離職率(%)



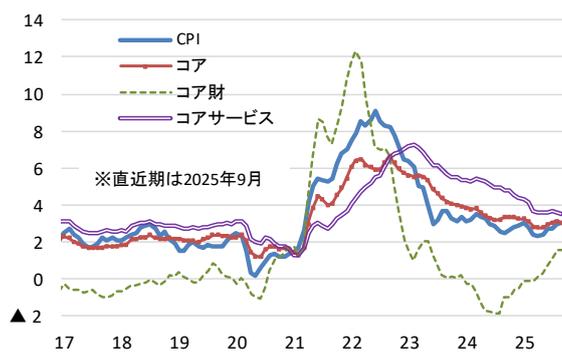
(出所)CEIC

物価: サービス中心に加速感和らぐ

9月の消費者物価は、トランプ関税を財(モノ)に価格転嫁する動きは続いているものの、サービス分野を中心に加速感は和らいでいる。

消費者物価指数(CPI)の9月の前年比は+3.0%と、8月(+2.9%)から上昇した(右図)。一方、変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数では、9月の前年比は+3.0%と、8月(+3.1%)から幾分低下した。足元の加速感を測るために前月比でみると、CPIは+0.3%と8月(+0.4%)から減速し、コア指数も+0.2%と8月(+0.3%)から減速した。9月は、エネルギー価格(前月比+1.5%)の加速が目立ったが、全体として物価が加速する品目は少なく、インフレ再燃懸念は和らいだ。

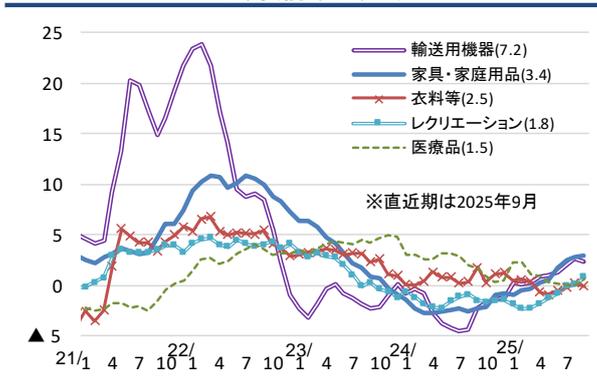
インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

コア指数の財（コア財）の前年比は、9月は+1.5%と8月（+1.5%）からプラス幅が横ばいとなった（前ページ右下図）。前月比でみると9月は+0.2%と8月（+0.3%）から減速した。2019年以前にインフレ率が+2%程度で推移していた時期には、コア財の伸びは0%程度であったことから、足元の財のインフレ圧力は依然強いと判断できる。内訳をみると、中古車の価格下落から輸送用機器（8月前年比：+2.6%→9月：+2.3%）の伸びが低下したが、家具・家庭用品（+2.8%→+3.0%）やレクリエーション（+0.1%→+0.8%）が引き続き伸びを高めた（右図）。衣料等の前年比はマイナスに転じたが（+0.2%→▲0.1%）、前月比では9月が+0.7%と8月（+0.5%）から加速しており、トランプ関税の価格転嫁の動きが強まっているとみられる。

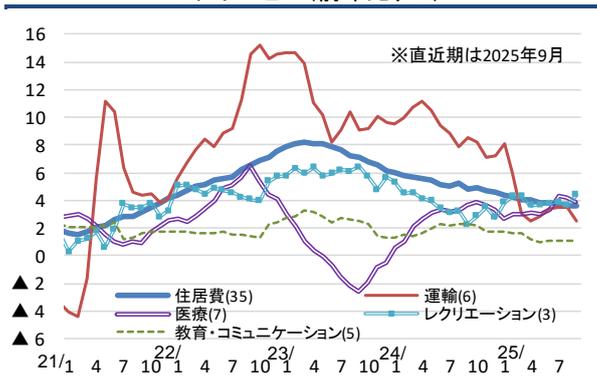
コア財(前年比、%)



(出所)CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、9月は+3.5%と8月（+3.6%）から低下した（前ページ右下図）。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、9月は+3.6%と8月（+3.6%）から横ばいとなった（右図）。住居費の主要品目である家賃（8月前年比：+3.5%→9月：+3.4%）や帰属家賃（+4.0%→3.8%）が低下したが、ホテル料金（▲2.6%→▲0.8%）のマイナス幅が縮小したことが全体を押し上げた。住居費以外については、レクリエーション（+3.6%→+4.4%）の伸びが高まったものの、運輸（+3.5%→+2.5%）や医療（+4.2%→+3.9%）などの伸びが縮小した。前述の通り、労働需給は緩和方向にあり、賃金コストの転嫁による価格上昇圧力が和らいでいる。

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(%)

金融政策:2025年内は予防的利下げが続く見込み

FRBは10月28~29日のFOMCで0.25%ptの利下げを実施し、政策金利を3.75~4.0%にする公算が大きい。パウエル議長は、10月14日の講演で、雇用の伸びが一層鈍化して失業率が上昇する可能性を指摘したうえで、10月FOMCでの利下げを示唆した。実際、労働市場に関して、前述の通りADP雇用統計などの民間統計は労働市場が減速を続けていることを示している。また、物価面では、9月CPIの伸びの高まりは、トランプ関税分の価格転嫁によって押し上げられる程度に収まっている状況を示している。10月FOMCでの利下げ実施はほぼ既定路線である。

今後の金融政策については、インフレ上昇と雇用悪化という金融政策の上下の要因がある程度均衡していることを確認しつつ、3%程度とみられる中立的な金利水準に向けて利下げが進むと考えられる。ただ、

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/>

足元では、インフレ再燃懸念が顕在化していない一方、雇用情勢に関する不透明感が大きく、雇用悪化リスクの大きさが見極め難い状況にある。少なくとも 2025 年内は、雇用悪化リスクが顕在化しないよう、予防的な利下げ実施が続くと予想する。

なお、10 月 FOMC では、量的引き締め (QT) について議論がなされ、停止が決定される可能性がある。パウエル氏は、前述の 10 月 14 日の講演で、「米国の流動性が徐々に引き締めまりつつある」として、「今後数か月で QT を停止する可能性が高い」と述べた。現在の準備預金が GDP の約 10% となり、2019 年初に資金調達圧力が高まった際の同 8% に近付き始めていることを警戒しているとみられる。年末の金融市場の混乱が景気悪化につながることはないよう、10 月 FOMC ないしは、12 月 9~10 日の FOMC で QT の停止が正式に決定されると予想する。

景気見通し: 来春にかけて景気減速続く見込み

7~9 月期の実質 GDP 成長率 (前期比年率) は、AI 関連投資と株価上昇で景気が押し上げられ、巡航速度である +2% を超えた可能性がある。AI 期待が続くもとでは、米国のテック企業の潤沢な資金を背景に、AI 関連のインフラ投資は継続する見込みである。それでも、投資増のペースや株価上昇の勢いは今夏からは鈍化すると考えられ、成長率を押し上げる効果は薄れると見込む。

こうした中で、米国経済を取り巻く環境は、トランプ関税の影響で、雇用・所得環境の悪化とインフレ率の下げ渋りが続いている。今後も、実質可処分所得が目減りし、個人消費への下押し圧力が強まる公算が大きい。2025 年 10~12 月期と 2026 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率 (前期比年率) は、個人消費を中心に国内需要が減速し、米国経済の巡航速度と考えられる 2% 程度を下回る +1% 程度の低成長になると予想する。

米国経済の足元のリスクは、政府閉鎖と米中関係であろう。政府閉鎖については、前述の通り、50 万人超の職員が無給の状態で一時的に帰休しているとされる。景気が減速方向にある中で、政府閉鎖が長期化し 11~12 月を中心とする年末商戦に悪影響が出れば、その後の景気の勢いが削がれる可能性がある。さらに、トランプ政権による政府職員の削減が拡大し、労働需給が緩和し続けることも懸念される。また、米中関係は、ディール成立と対立激化の上下両方のリスクが併存している。可能性は低いものの、米国が中国に追加関税を課すような状況に至れば、貿易面など企業活動が混乱するだけでなく、政策不確実性の強まりから、企業や消費者のマインドは大幅に悪化するだろう。足元で注意すべきリスクが増加してきたことに注意が必要である。