Nov 25, 2025　No.2025-076　上席主任研究員 髙橋尚太郎　080-8217-8249 takahashi-sho@itochu.co.jp

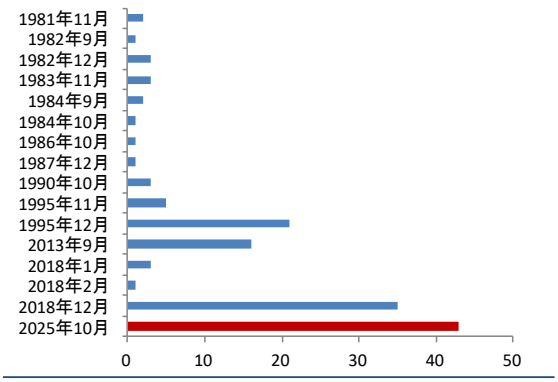
米国経済：資産効果弱まり、個人消費は増勢鈍化へ

個人消費について、小売・外食売上高と同様の動きをするシカゴ連銀小売指数は、10 月は底堅く増加したものの、軟調であった 9 月を補うほどの勢いはなかった。労働市場の減速が続くもとで、株価上昇鈍化による資産効果の弱まりが影響していると考えられる。来春ごろまではトランプ関税によるインフレ圧力が残存し、実質ベースの所得を押し下げることから、個人消費の減速が続く見込みである。こうした中、FRB 高官の一部からは、政府閉鎖に伴う経済統計の公表遅延で雇用情勢などが把握し難いことなどを理由に、12 月 FOMC での利下げに対して慎重な情報発信がなされた。12 月利下げの要否を巡る合意形成が難しく、反対票が出る可能性がある。景気に対するリスクについては、政府閉鎖の年末商戦への悪影響と米中対立激化のいずれも回避したものの、今年末にオバマケア補助金が打ち切られる公算が大きい。保険料負担が大幅に増加し、個人消費を下押しする懸念があり注意が必要である。

政府閉鎖：年末商戦への悪影響は回避も、複数のリスク残す

政府機関の一部閉鎖は、2026 年 1 月 30 日までのつなぎ予算が成立したことで、11 月 12 日に終了した。43 日間に渡り歴代最長となったが（右図）、11 月 27 日の感謝祭前に終了し、航空便なども正常化に向かっていることから、年末商戦や旅行が大混乱に陥る最悪の事態は避けられた。

1980年以降の政府閉鎖の長さ（日）



（出所）メディア情報

この間の経済的影響について、議会予算局（CBO）は、①政府職員の給与支払いの遅れ、②政府支出の遅れなど政府部門の要因で、10～12 月期の実質 GDP（前期比年率）が 1.5%pt 押し下げられると試算している。景況感の悪化や政府サービスの滞りが民間部門に及ぼす悪影響も考慮すると、10～12 月期の実質 GDP を相応に押し下げたことは確実だろう。

先行きについて、CBO は、政府職員給与の遡及支払いや政府支出の回復で 2026 年 1～3 月期以降の実質 GDP が押し上げられ、最終的な影響は 2026 年末の実質 GDP を約▲0.04%押し下げる程度にとどまると試算している。もっとも、政府閉鎖に関連した景気下押しのリスクは残存している。第一に、つなぎ予算成立の結果、最大の争点であった医療保険制度改革法（オバマケア）の補助金が年末に打ち切られる可能性が高くなった[1]。中低所得者層の多くは、保険料負担の大幅増ないしは保険を受けることができない状況となり、個人消費を下押しする懸念がある。第二に、今後も政府閉鎖が発生する懸念がある。民主党は医療保険政策を重要テーマに掲げて中間選挙に臨むとみられ、つなぎ予算の期限が近づくたびに共和党との間で争いが生じる公算が大きい。政府閉鎖が繰り返されて、経済活動の混乱が続く事態が懸念される。

[1] 上院では、補助金延長に関して 12 月に改めて採決を実施する予定だが、超党派での協力は進んでいない。また、下院では採決の実施すら決まっていない。

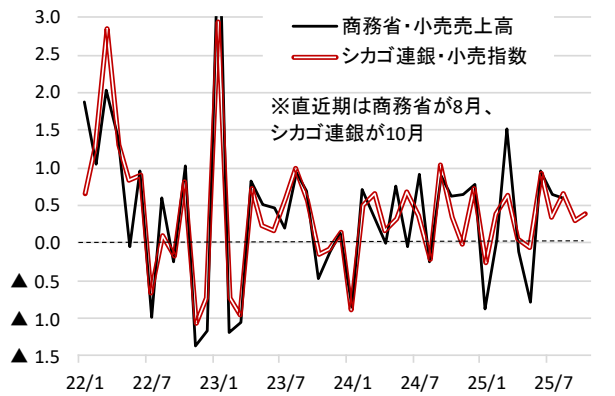
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

個人消費：資産効果が薄れ、消費の増勢が弱い状況続く

10 月の個人消費は、増勢の弱さが続いたとみられる。

財（モノ）消費に関し、政府閉鎖の影響で 10 月の小売・外食売上高の公表が遅れているため、同様の動きをするシカゴ連銀の小売指数[2]を確認すると、10 月は前月比＋0.4%と 9 月（＋0.3%）から幾分加速した（右図）。インフレ率を勘案した実質ベースでも、10 月は＋0.3%と 9 月（▲0.2%）からプラスに転じた。もっとも、9 月の減少を穴埋めするほどの勢いなく、財消費は減速基調にある。

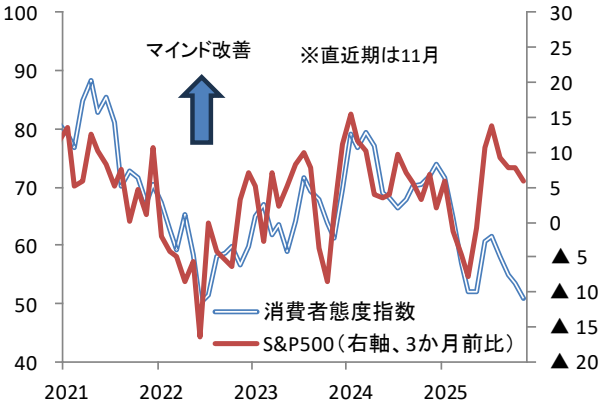
小売・外食売上高（名目ベース、季調済前月比、%）



（出所）CEIC

サービス消費も、10 月は増勢が弱まった可能性がある。サービス消費をけん引する旅行関連をみると、調査会社 STR 公表のホテル稼働率は減少幅が拡大した（9 月前年比：▲1.9%→10 月：▲2.4%）。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大幅に拡大しているが（＋0.5%→＋4.0%）、ホテル稼働率の低さとの整合性は取れず、政府閉鎖を受けた政府職員の一時帰休が影響した可能性がある[3]。

消費者マインド（ポイント）と株価上昇率（%）



（出所）CEIC
（注）消費者態度指数はミシガン大学調査。

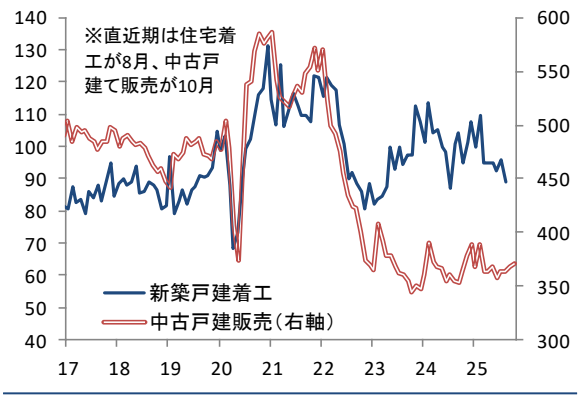
足もとの個人消費の増勢の弱まりは、資産効果が薄らいできたことが背景にあると考えられる。S&P500 の 3 か月前比は、7 月の＋14%をピークに足元では＋6%程度まで鈍化している（右図）。当社では株式の資産価値（実質ベース）が 10%増加すれば、消費性向[4]が＋0.4%pt 増加すると試算している。株価の上昇率縮小で、資産効果による個人消費の押し上げ効果はかなり弱まったと考えられる。11 月のミシガン大学調査による消費者態度指数（10 月：53.6→11 月：50.3＜1966 年＝100＞）は、株価の伸び鈍化と同様に 7 月をピークに悪化が続き、今年入り後最悪となった[5]。個人消費は、雇用・所得環境の悪化が強まることが見込まれる。

[2] 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。
[3] なお、航空機利用者数は、11 月入り後に大幅に減少している。政府機関の一部閉鎖に伴い、無給となった航空管制官の欠勤が増えたことなどから、安全性の担保を理由に 7 日から減便していたことが影響したとみられる。
[4] 消費性向は個人が消費に費やす可処分所得の割合。ここでは、名目個人消費を名目可処分所得で除したものを消費性向とした。消費性向と資産価格の関係については、2025 年 9 月 26 日付 Economic Monitor「米国経済：労働市場の悪化続くも、資産効果で個人消費の底堅さ継続」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3003/
[5] 消費者態度指数と株価の伸びの関係は、2024 年以前と 2025 年以降で大きな段差が生じている。トランプ政権が誕生したことで、民主党支持者の回答が大幅に悪化したことが直接の影響とみられ、現在の水準の低さは割り引いてみる必要がある。

住宅投資：販売市場は動意が薄い状況

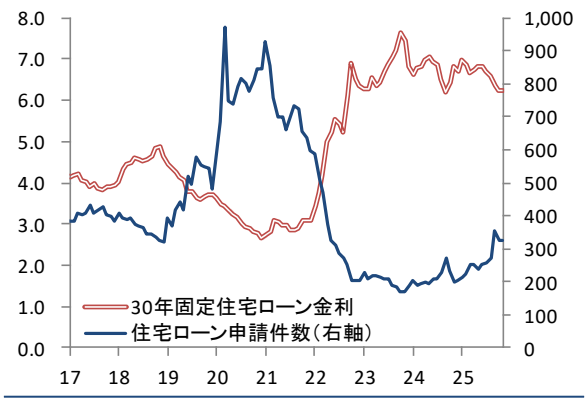
10 月の住宅市場に関し、中古戸建販売（9 月前月比：＋1.4%→10 月：＋0.8%）は増加した（左下図）。住宅ローン金利が幾分低下したことが需要を支えた。ただ、11 月入り後の住宅市場は、再び動意が薄い状況になったとみられる。11 月入り後の 30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）（10 月 17 日：6.3%→11 月 24 日：6.2%）が概ね横ばいで推移する中、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990 年 3 月＝100）は、現時点までの 11 月平均が 326 と 10 月平均（326）から横ばいとなった（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50 が景況感悪化の境目）は、11 月が 38 と 10 月（37）から改善が続いたが、2024 年平均の 45 と比べても低水準で住宅取得意欲は依然小さい。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つかないと考えられる。

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、National Association of Realtors

住宅ローン金利（%）と申請件数（1996年3月=100）



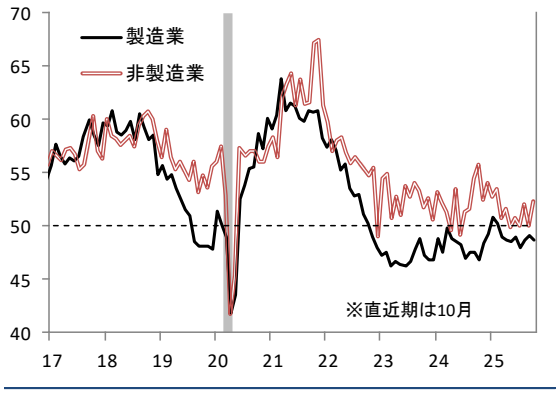
（出所）CEIC

企業部門：景況感は小幅な改善悪化を繰り返す状況

10 月の企業の景況感は、大幅な景気悪化懸念が小さい一方で、盛り上がりにも欠ける状況が続いている。

企業のマインドを示す ISM 指数をみると、製造業は 10 月が 48.7 と、9 月（49.1）から幾分悪化した（右図）。内訳については、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（9 月：48.9→10 月：49.4）が幾分改善した一方で、生産状況を示す「生産」（51.0→48.2）が悪化した。「雇用」（45.3→46.0）は幾分改善したものの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。企業のコメントをみても、需要の減退を中心とした事業環境の悪化に言及する業種が増加した。一方、非製造業の ISM 指数は 10 月が 52.4 と 9 月（50.0）から改善した（右図）。「事業活動」（49.9→54.3）と「新規受注」（50.4→56.2）はいずれも大幅に改善し、9 月に悪化した需要が回復したことが示されている。ただ、非製造業の景況感は改善と悪化を繰り返し、不安定さが増している。また、非製造業の「雇用」（47.2→48.2）は改善傾向にあるものの、引き続き 50 を下回る低水準にある。非製造業も先行きに対する慎重姿勢を払拭しきれていないと考えられる。

ISM製造業・非製造業指数（%）



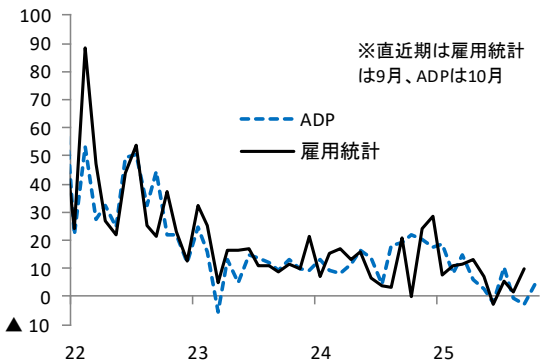
（出所）CEIC
（注）シャドーは景気後退期。

雇用情勢：10 月にかけて労働需要回復も、需給緩和トレンドは変わらず

労働市場に関して、9 月の雇用統計[6]をみると、雇用者数は、民間サービス部門を中心に前月差＋11.9 万人と底堅く増加した。ただ、これは労働供給が増加したことが寄与したと考えられる。9 月の失業率は 4.4%と 2021 年 10 月以来の高水準となり、労働需給は緩和が続いていることが改めて示された。

10 月は、雇用統計の公表が遅れているため、比較的強い相関を持つ ADP（Automatic Data Processing 社）による公表データ（「ADP 雇用統計」と呼称）で確認する。ADP 雇用統計における民間部門雇用者数の増加幅は、10 月は＋4.2 万人と 9 月（▲2.9 万人）から増加に転じた（右図）。もっとも、3 か月平均でみると、8～10 月は＋0.3 万人と、2～4 月の＋9.7 万人、5～7 月の＋3.7 万人から伸び幅が縮小傾向にある。労働需要は減速基調にあるとみておくべきだろう。10 月の内訳をみると、教育・医療（9 月：＋3.2 万人→10 月：＋2.5 万人）が減速しつつも底堅い伸びとなったほか、商業・輸送（▲0.6 万人→＋4.7 万人）が増加に転じた。一方、AI 化による労働需要の下押しの影響を受けやすいとされる、専門・ビジネスサービス（▲0.6 万人→▲1.5 万人）や情報（＋0.1 万人→▲1.7 万人）は減少した。

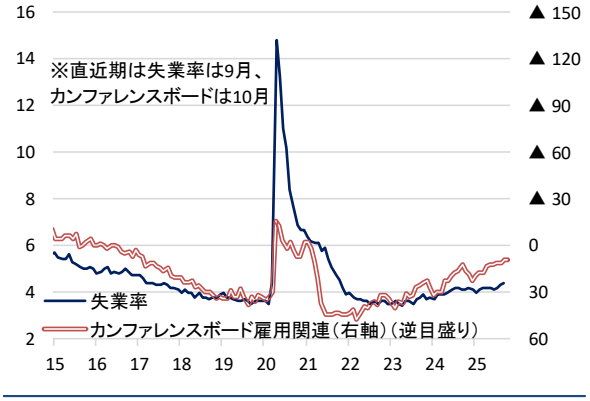
民間部門雇用者数（前月差、万人）



（出所）CEIC

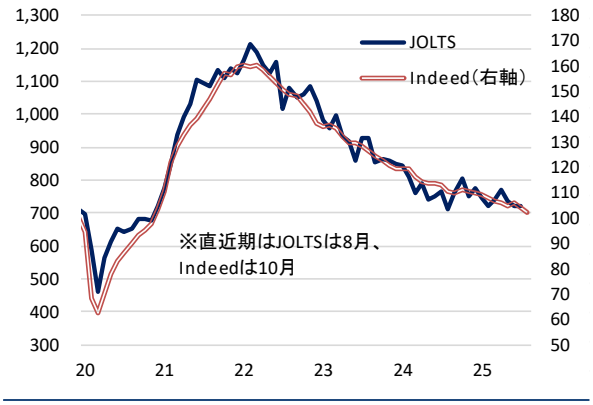
労働需給に関しても、10 月は雇用統計における失業率が確認できないため、比較的強い相関関係があるカンファレンスボード消費者信頼感指数の雇用関連指標で確認する。カンファレンスボード消費者信頼感指数において、「求職が潤沢」と答えた消費者の割合から「職探しが大変」の割合を差し引いた値は、10 月は 9.4%pt と 9 月（8.7%pt）から幾分上昇しており、雇用機会が増加したことが示された（左下図）。もっとも、この指数は今年入り後から悪化傾向にあり、単月の動きで改善に転じたとは判断できない。実際、労働需給を示す求人件数は、政府閉鎖により公表が遅れているが、それと同様の動きをする Indeed 社の指数は 10 月が 102.1 と 9 月（103.8）から低下した（右下図）。また、米調査会社チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマスの集計では、10 月の人員削減計画数が 15.3 万人と、物流や情報技術を中心に 9 月（5.4 万人）から大幅に増加した。労働需給は引き続き緩和方向にあると考えておくべきだろう。

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

求人件数（万件、ポイント＜2020年=100＞）



（出所）CEIC

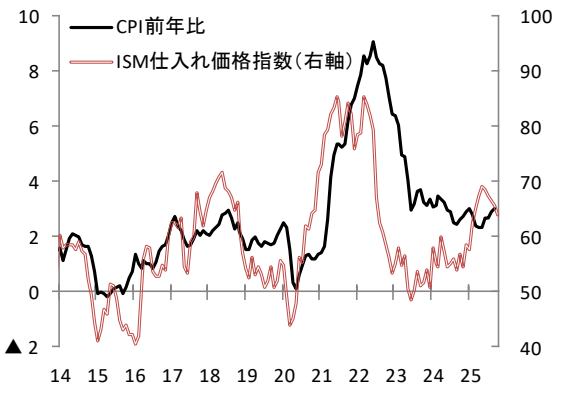
[6] 政府閉鎖の影響により 1 か月半遅れで公表された。

物価：製造業の物価上昇圧力は徐々に和らぐも、非製造業は依然として強い

10 月は政府による物価関連統計の公表が遅れているため、民間データ等で物価状況を確認する。

企業間の価格動向をみると、トランプ関税による物価上昇圧力が根強いことを示唆している。前述の 10 月の ISM 指数の内訳である企業の「仕入れ価格」をみると、製造業（9 月：61.9→10 月：58.0）が引き続き低下した。製造業のコスト上昇圧力は今春に急激に強まったが、足もと緩和し始めているとみられる。一方で、非製造業（69.4→70.0）の「仕入れ価格」は高止まりしている。物価上昇圧力が、個人消費に近い卸・小売やサービス業で強まっていることが考えられる。過去の経験則からは、製造業と非製造業の「仕入れ価格」の動きから 5 か月程度遅れて消費者物価指数（CPI）の前年比が動く傾向がある[7]（右図）。物価上昇圧力は全体として依然として強く、当面の間 CPI 前年比は上昇を続け、緩やかに低下するのは来春以降と見込む。

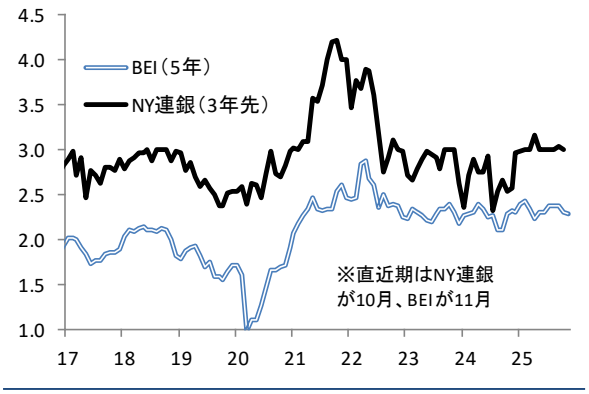
CPI（前年比）とISM仕入れ価格指数（ポイント）



（出所）CEIC
（注）ISM仕入れ価格指数は製造業と非製造業の平均。

また、米国国民や金融市場が見込む将来のインフレ率は、安定して推移している。NY 連銀が公表した 3 年先の予想インフレ率は、10 月が＋3.0%と 9 月（＋3.0%）から横ばいとなった（右図）。金融市場が推計する 5 年間の予想インフレ率を示すブレーク・イーブン・インフレ率（BEI）も横ばい圏内で推移している（9 月平均：2.4%→10 月：2.4%→11 月：2.4%）。足元では、インフレ懸念が強まっている状況にはないと考えられる。もっとも、コロナ禍前となる 2017 年～2019 年平均の NY 連銀予想インフレ率（3 年先）が 2.8%、BEI（5 年）が 1.8%であったことと比較すると、予想インフレ率の水準は幾分切り上がっている。国内需要の増加増に伴って、物価上昇が生じやすい状況が続いていると考えられる。

予想インフレ率（前年比、%）



（出所）CEIC

金融政策：FOMC メンバー内の意見の相違が改めて表面化

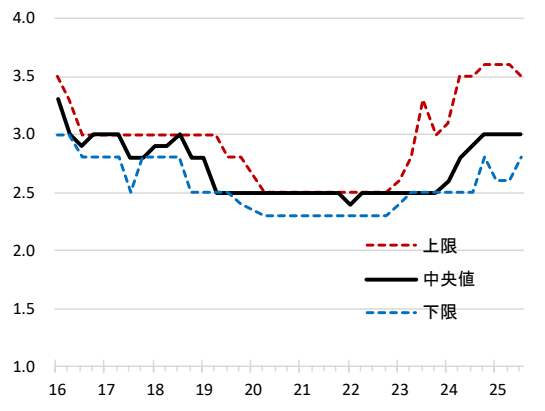
FRB は 10 月 28～29 日の FOMC で 0.25%pt の利下げを実施し、政策金利を 3.75～4.0%とした。会合後の記者会見で、パウエル議長は「現在取得可能なデータをみる限り、今夏から経済のトレンドが変わっていない」と述べ、9 月 FOMC で実施した雇用悪化懸念を背景とした予防的利下げが継続された形となった。一方で、先行きについては、インフレ加速と雇用悪化の両リスクに関して、FOMC メンバー内で意見が分かれていることを示唆した。今後のデータを見極めて政策を決定する姿勢を改めて強調し、12 月 9～10 日の FOMC での利下げ継続を既定路線として織り込んでいた金融市場をけん制する形となった。

[7] 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「米国経済：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/

11 月入り後は、地区連銀総裁を中心に、12 月 FOMC での利下げに対する慎重姿勢を示す情報発信が目立った。ただ、地区連銀総裁の多くは、9 月に公表された FOMC メンバーの経済見通しで、既にタカ派的な金利見通しを置いていたと考えられる[8]。政府閉鎖の影響で政府統計の多くが公表されず、経済実態を把握し難い状況が続いた中で、改めて自身の考えを表明している面があるだろう。他方で、パウエル議長を中心とした FRB 理事は、①12 月 FOMC での利下げ継続を示唆するメンバーと、②政策決定は今後のデータ次第との考えを繰り返すメンバーが混在している。FOMC で投票権を持つのは、FRB 理事 7 名と地区連銀総裁 12 名のうちの 5 名であり、12 月は利下げ派と据え置き派の人数は拮抗した状況にあると考えられる。

当社では、労働市場が減速基調にあるとの見方を背景に、12 月 FOMC でも予防的利下げが継続されると予想している。12 月に利下げが実施されても、政策金利は 3.5～3.75%と、FOMC メンバーの多くが予想する中立金利を幾分上回る水準となる（右図）。この金利水準であれば、雇用悪化リスクがかなり和らげられる一方で、若干の引き締め水準を維持すると考えられる。ただし、12 月 FOMC までに公表される経済統計が残り少ないことから、FOMC メンバーにおける十分な合意形成ができず、政策変更が先送りになる可能性は少なからずある。いずれにしても、来春までには追加利下げが実施され、その後は改めて中立金利の議論を深めつつ、利下げの着地点を探りながら政策決定をしていく方針が取られると見込む。

FOMCメンバーが予想する中立金利（%）



（出所）FRB
（注）この図表での上限から下限の幅は、FOMCメンバーによる中立金利見通しの第1四分位数と第3四分位数の幅。

景気見通し:トランプ関税の下押し圧力が強まる見込み

米国経済の先行きについて、前述の通り、政府閉鎖が終了したことで、年末商戦に大混乱が生じるリスクが回避されたほか、米中対立が激化し景気を下押しするリスクは米中首脳会談の実現で一旦低下した。トランプ関税についても、食料品の一部が相互関税の対象から外れることが決まった[9]。トランプ政権がインフレ圧力に対して配慮していると考えられる。一方で、政府閉鎖の終了と引き換えに、オバマケアの補助金が打ち切られ、家計の費用負担は増加する可能性が高くなった。米国経済に対する下振れリスクは残っている。

そうした中、個人消費を取り巻く環境は、雇用情勢の悪化は続き、インフレ圧力も残存している。また、①利下げ観測の後退、②ハイテク株の上昇一巡が背景に、株価の上昇ペースが鈍化しており、資産効果を通じた個人消費の増勢は弱まっていると考えられる。AI 関連のインフラ投資は当面続き景気を支えるとみられるが、トランプ関税の影響が残る来春頃までは、個人消費を中心に景気減速が続くだろう。その後は、追加減税の効果が強まりも追い風に、景気は回復に向かうと予想する。

[8] 9 月 FOMC に関する詳細は、2025 年 9 月 18 日付 Economic Monitor「米国経済：9 月 FOMC 意見の相違を抱えながら、利下げ再開に舵」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3000/
[9] トランプ大統領は、11 月 14 日、コーヒーや牛肉、バナナなど 220 品目超の食料品を対象に相互関税を撤廃する大統領令に署名した。