

米国経済：個人消費と生産性改善が示す景気の底堅さ

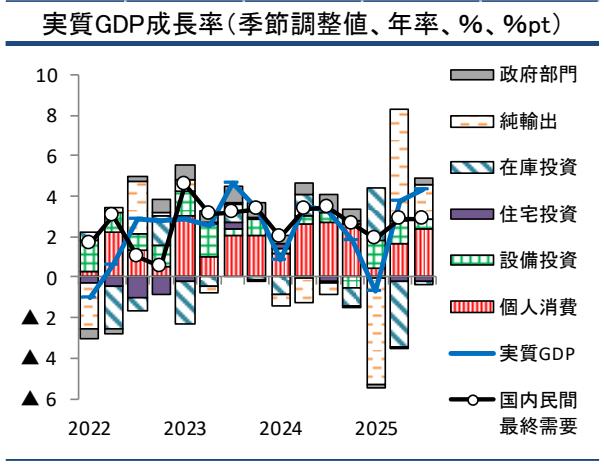
米国経済は、屋台骨である個人消費を中心に、底堅い拡大が続いている。個人消費は、堅調であった昨夏からは増勢が鈍化しているものの、財(モノ)とサービスとともに底堅さを維持している。労働市場の低迷により所得の伸びが鈍化する中でも、株価上昇による資産効果が想定以上に消費を支えているとみられる。また、トランプ関税の価格転嫁が続く中にあっても、サービス価格の伸びが緩やかな鈍化基調にあることが消費を支える要因となっている。先行きについては、資産効果が徐々に弱まり、一旦は雇用・所得環境の悪化が個人消費を下押しすると見込まれる。ただし、春以降はトランプ減税の還付金支払いにより個人消費が支えられ、累積的な利下げの効果やトランプ関税の悪影響が一巡することも背景に、景気は底堅く推移すると予想する。なお、昨年央にかけては労働生産性の伸びが高まった。AI技術の活用が進む「情報」と「専門・事業サービス」産業に加え、「製造業」においても生産性の向上が目立った。その他の業種の生産性の変化が明確ではなく、AI技術の導入の進展度合いについては不透明感が残るが、経済成長のアップサイドリスクとして引き続き注視が必要である。

2025年7~9月期 GDP:内需が堅調拡大

2025年7~9月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+4.4%と2年ぶりの高い伸びとなった（右図）。米国景気の基調を示すと考えられる国内民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の合計）も+2.9%と前期（2025年4~6月期）の+2.9%と同様に、堅調な拡大を続けた。株価上昇による資産効果で個人消費が好調であったほか、AI関連を中心とした設備投資が底堅く推移したことが背景である。

国内民間最終需要の内訳をみると、米国経済の屋台骨である個人消費の7~9月期の伸びは+3.5%と前期（4~6月期）の+2.5%から加速し、堅調な拡大が続いた2024年と同程度の伸びとなった。衣料品など非耐久財の消費が幅広く拡大したことに加え、サービス消費はヘルスケアや娯楽が全体をけん引した。設備投資（2025年4~6月期：+7.3%→7~9月期：+3.2%）は、情報処理機器（+11.7%→+8.8%）やソフトウェアなど知的財産投資（+15.0%→+5.6%）といったAIと関連が深い品目を中心に減速した。もっとも、いずれも底堅い伸びを維持しており、引き続き米国経済の成長を支えている。住宅投資（▲5.1%→▲7.1%）は、住宅ローン金利の高止まりを背景に需要の増勢が弱く、減少が続いた。

外需については、輸出（▲1.8%→+9.6%）が医薬品を中心に持ち直す中で、輸入（▲29.3%→▲4.4%）の減少が続いた。輸入の減少は、1~3月期の財（モノ）の駆け込み輸入からの反動減（2025年1~3月期：+52.0%→4~6月期：▲35.0%→7~9月期：▲7.1%）が続いていることが主因と考えられる。



（出所）CEIC

個人消費：昨夏と比べ増勢鈍化も底堅く推移

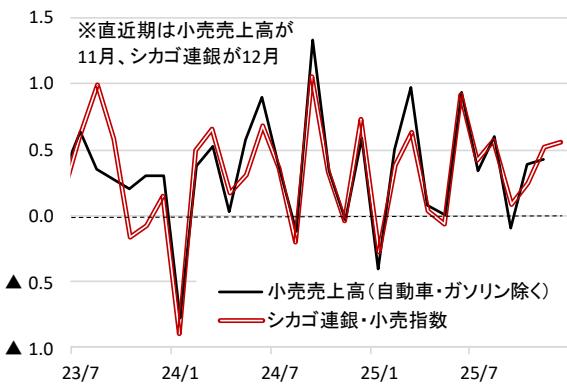
12月の個人消費は底堅い伸びが続いたとみられる。

財（モノ）消費に関し、政府閉鎖の影響で12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¹を確認すると、12月は前月比+0.6%と11月(+0.5%)から伸びを高めた（右図）。インフレ率を勘案した実質ベースでも、12月は+0.3%と11月(+0.2%)から幾分加速した。財消費は、好調であった昨夏からは減速しつつも、底堅さをみせている。

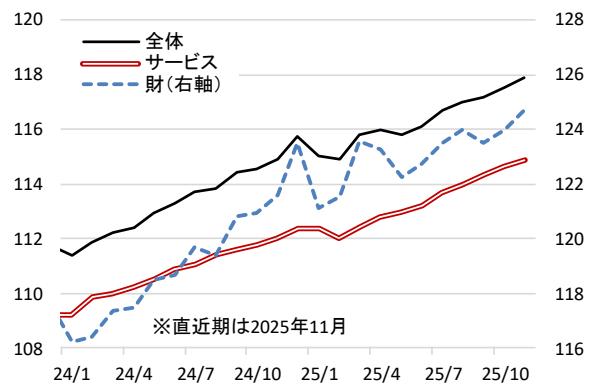
サービス消費も、12月は全体として底堅く推移したとみられる。11月を振り返ると、個人消費支出（PCE）における実質サービス消費は前月比+0.2%と、10月(+0.3%)から幾分減速したものの、底堅い伸びを維持した（右図）。内訳をみると、サービス消費のけん引役である旅行や飲食関連については、交通サービス（10月前月比：+0.6%→11月：▲0.3%）が低迷した一方で、レクリエーション(+0.4%→+0.6%)、飲食・宿泊(▲0.2%→+0.4%)が堅調な伸びとなった。その他の品目についても区々な動きであり、ヘルスケア(+0.2%→+0.5%)が伸びを高めた一方で、金融サービス(+0.8%→+0.0%)、その他サービス(+0.3%→+0.0%)が減速した。12月入り後のサービス消費も底堅さを維持したと考えられる。サービス消費の中で動きが大きい娯楽関連をみると、調査会社STR公表のホテル稼働率は改善したとみられ（11月前年比：▲2.8%→12月：▲0.1%<当社推計>）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数の前年比もプラスに転じた（▲0.9%→+1.0%）。

このように、個人消費の底堅い伸びが続いている一方で、労働市場の悪化により可処分所得の伸びは低迷している（右図）。この背景には、株価上昇を受けた資産効果による消費の押し上げが、想定以上に継続していることが考えられる。その結果、貯蓄率は3.5%と、2022年10月以来の低水準に落ち込んだ。もっとも、消費と可処分所得の水準は、この先収れんしていくと考えられる。2月以降に、トランプ減税（OBBA）の税還付が実施され所得が増加しても、所得の増加ペースほどは消費が拡大しない可能性があることが示唆される。

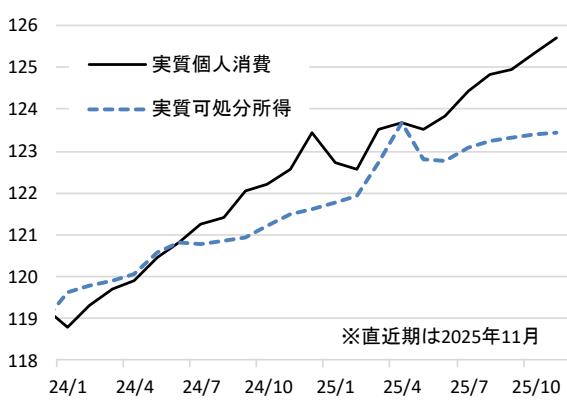
小売・外食売上高（名目ベース、季調済前月比、%）



実質個人消費（2020年2月=100）



実質個人消費と実質可処分所得（2015～19年=100）

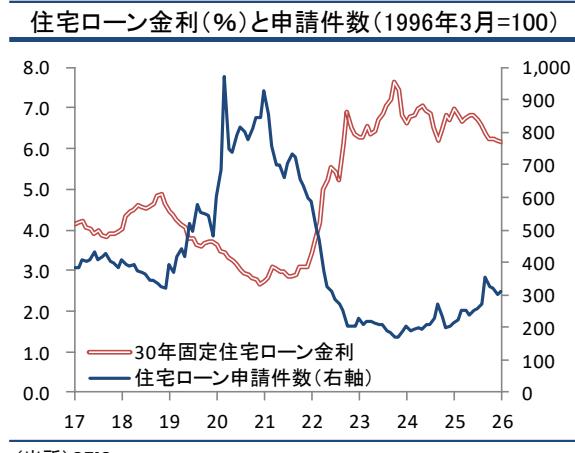
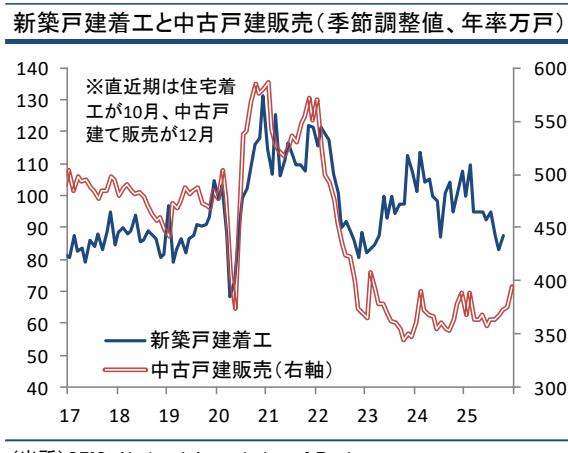


¹ シカゴ連銀が、小売り動向を早期に把握する目的で、クレジットカード取引高、小売店への来店客数、ガソリン販売高、消費者マインドなど各種指標を合成して独自に公表。

住宅投資：12月は金利低下の蓄積を背景に需要増

12月の住宅市場に関し、中古戸建販売（11月前月比： $+1.1\%$ →12月： $+5.1\%$ ）は大幅に増加した（左下図）。ただ、12月の中古戸建販売は年率で395万戸と、コロナ禍前の2019年平均（475万戸）と比べると依然として低水準である。また、昨秋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可能性があり²、足もとで本格的な回復期に入ったと考えるのは早計だろう。

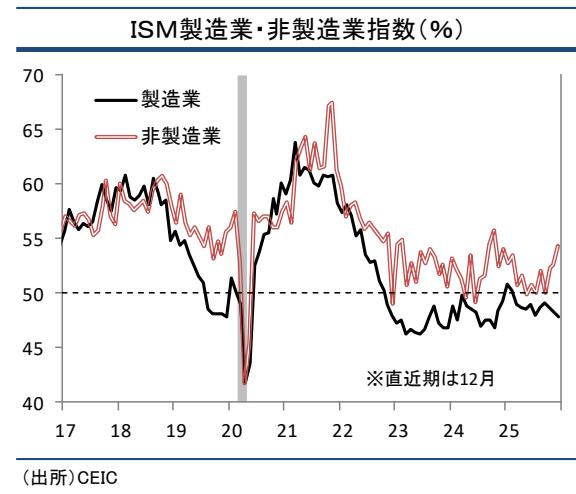
実際、1月入り後の住宅市場は、動意に乏しい状況が続いている。1月入り後の30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）（2025年12月11日：6.2%→2026年1月15日：6.1%）が幾分低下する中、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）は、現時点までの1月平均が309と12月平均（303）から微増にとどまった（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表、50が景況感悪化の境目）は、2026年1月が37と2025年12月（39）から幾分悪化した。コロナ禍前の2019年平均の66と比較しても、低水準で住宅取得意欲は依然小さい。需要が増勢を強めるには、金利の低下が続くことが条件となろう。



企業部門：製造業と非製造業の景況感の差が拡大

12月は、製造業の低迷が続く一方で、非製造業は景況感が改善した。

企業マインドを示すISM指数をみると、製造業は12月が47.9と、11月（48.2）から幾分悪化した（右図）。内訳については、生産状況を示す「生産」（11月：51.4→12月：51.0）が小幅に悪化した一方、先行きの需要の強さを示す「新規受注」（47.4→47.7）が小幅に改善した。「雇用」（44.0→44.9）は改善したもの、拡大・縮小の境目となる50を下回り続けており、製造業の先行きに対する慎重姿勢は強い。幅広い業種が、受注減による景況感の悪化、関税引き上げを受けた収益減少と人員削減などに言及している。現時点では、製造



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。

業は低迷した状態から抜け出せていない。

一方、非製造業のISM指数は12月が54.4と11月(52.6)から上昇し、2024年10月以来の水準まで改善した(前ページ右下図)。「事業活動」(54.5→56.0)と「新規受注」(52.9→57.9)は、いずれも好不況の境目となる50を超えて上昇した。「雇用」(48.9→52.0)も50を超えて拡大水準に入っている。非製造業は先行きに対して積極姿勢に転じたことが窺える。ただ、企業からのコメントをみると、運輸・倉庫は年末商戦が活況であったことに言及しているが、宿泊・飲食や教育など価格高騰を引き続き強調する業種も目立つ。12月の景況感の改善は、価格転嫁の進展が背景にある可能性もあり、需要の持続性には注意が必要と考えられる。

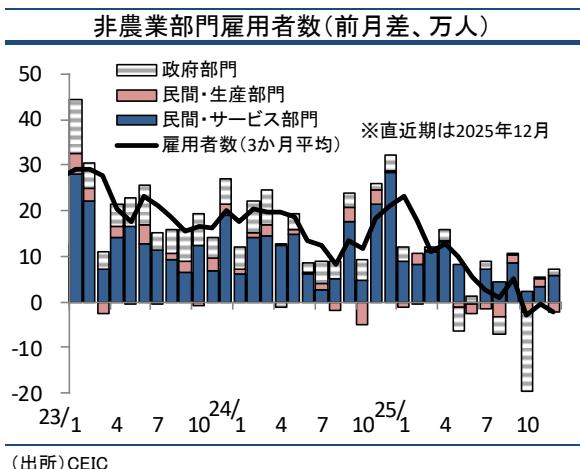
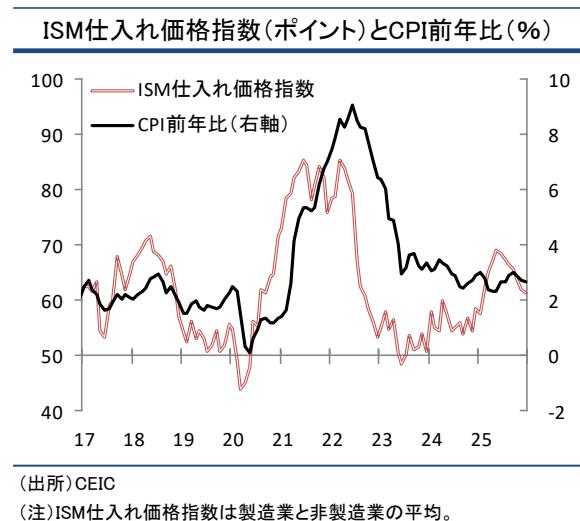
また、企業間の物価上昇圧力については、ISM指数では大きな変化がなかった。価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業(11月:58.5→12月:58.5)は横ばいとなり、非製造業(65.4→64.3)は小幅な低下にとどまった。仕入れ価格の指標は低下傾向にあるものの、製造業と非製造業はいずれも50を超える水準にあり、物価上昇圧力は残存している。企業からのコメントを見ても、トランプ関税を受けた利益率の低下や政策不確実性の高さに引き続き悩まされ続けている。過去の経験則からは、今春頃から消費者物価の伸びが明確に鈍化する³と考えられるが(右図)、それまではトランプ関税が企業活動の重石となる状況が続く見込みである。

雇用情勢: 労働需要の弱さ継続も、失業率低下で悪化一服

12月も労働需要の弱さが続いたが、失業率は悪化が一服するなど、雇用情勢のさらなる悪化は防がれている。

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+5.0万人と、11月の5.6万人からプラス幅が幾分縮小した(右図)。もっとも、雇用者数の伸びは、景気動向の影響を受けづらい教育・医療に集中している。また、雇用者数の伸びについて、単月の変動を除くために3か月平均をみると、10~12月平均は▲2.2万人と減少した⁴。労働需要の原動力が弱い状況が続いている。

雇用者数の内訳をみると、民間部門(11月:+5.0万人→12月:+3.7万人)は伸び幅が縮小した。民間部門の内訳をみ

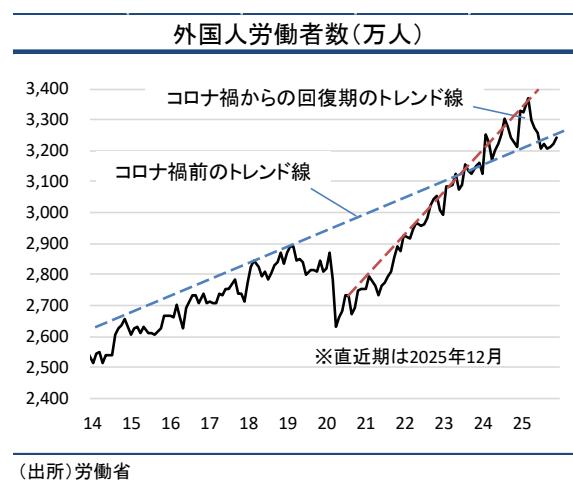
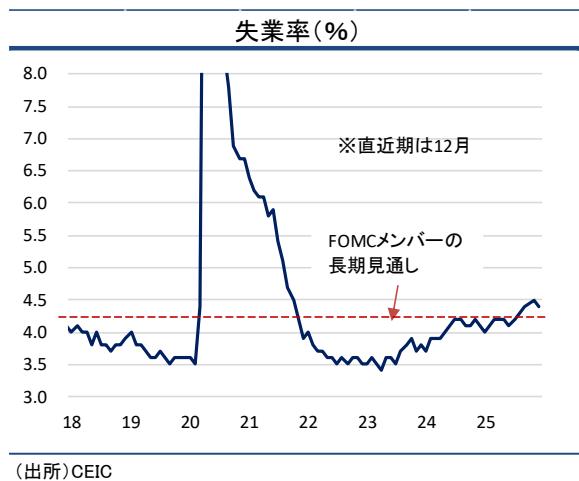


³ ISM仕入れ価格指数の上昇から5か月程度遅れて、CPI(前年比)が上昇する傾向がある。コスト上昇から最終需要までの価格転嫁のラグが背景にあると考えられる。詳細は、2025年6月24日付 Economic Monitor「物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

⁴ 米労働省労働統計局(BLS)が9月9日に年次改定暫定値(確定値は2026年2月公表予定)を発表し、2024年4月~2025年3月の非農業部門雇用者数の増加幅を91.1万人下方修正するとした。また、2025年度入り後の雇用者数の伸びについても、パウエル議長は12月FOMC時の記者会見で「6万人程度過大に評価されている」としている。

ると、生産部門（+1.8万人→▲2.1万人）が、製造業（▲0.2万人→▲0.8万人）のマイナス幅拡大や建設（+2.2万人→▲1.1万人）の減少により、再び減少に転じた。一方、民間のサービス部門（+3.2万人→+5.8万人）はプラス幅が拡大した。教育・医療（+5.9万人→+4.1万人）はプラス幅を縮めたものの、レジャー（▲0.3万人→+4.7万人）の増加が全体を押し上げた。AIと関連が深いと考えられる業種については、情報（▲0.3万人→+0.0万人）と専門・事業サービス（+1.3万人→▲0.9万人）はいずれも低迷した。なお、政府部門は、政府効率化省（DOGE）などによる早期退職プログラムの影響で大幅に減少⁵した10月から回復傾向にある（10月：▲17.4万人→11月：+0.6万人→12月：+1.3万人）。

労働需給に関しては、12月の失業率は4.4%と11月（4.5%）から低下した（左下図）。外国人労働者の増加ペースが落ちるなど労働供給の伸びが鈍化（右下図）する中で、失業率を上昇させないための新規雇用者数（「ブレイクイーブン雇用者数」などと呼称）も低下⁶しており、失業率は上昇し難い状況にある⁷。こうした中で、FOMCメンバーによる長期予想値である4.2%を超える水準が続いている、依然として警戒が必要である。



労働需給を、企業の求人率（求人件数／＜就業者数＋求人件数＞）からみると、11月は4.3%と10月（4.5%）から低下した。求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度を下回り、需給は緩和気味といえる。また、待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2.0%と10月（1.9%）から幾分上昇したが、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を下回る水準に落ち込んでいる。さらに、企業の「採用率」は、11月が3.2%と10月（3.4%）から低下し、2019年平均の3.9%を下回っている。企業の労働需要は大幅に落ち込んでいるものの、採用目線はコロナ禍前と比べて、厳しい状況にある。

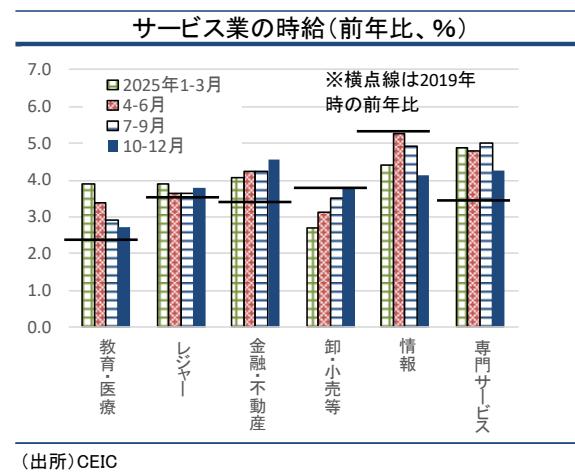
⁵ 米政府効率化省（DOGE）などが政権発足後に打ち出した早期退職プログラムは9月まで給与を支払う条件であり、早期退職者について、雇用統計上は10月以降に失業者として計上されたとみられる。

⁶ ブレイクイーブン雇用者数の試算値は幅広いが、足元では10万人を下回るとの見方が多い。パウエル議長は9月FOMCでの記者会見で、「0～5万人の範囲にあるとの見方もある」と発言。

⁷ 米国の失業率の上昇が緩やかであることの一因として、労働供給の増加ペースの鈍化が挙げられることについては、2025年8月4日付 Economic Monitor 「米国経済：7月雇用統計 労働需要の減速基調鮮明、9月利下げを後押し」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2949/>

12月は失業率が低下して労働需給が幾分引き締まったもとで、賃金上昇圧力が幾分強まった。民間部門の時給の前年比は、12月が+3.8%と11月（3.6%）から上昇した。業種別には、製造業（11月前年比：+4.2%→12月：+4.4%）は高めの伸びが続き、サービス業（+3.6%→+3.7%）も幾分加速した（左下図）。単月の動きをならすため10～12月平均でサービス業の内訳をみると、「教育・医療」の伸び鈍化が続いたほか、AI技術に代替されやすいとみられる「情報」や「専門サービス」の伸びが大幅に縮小した（右下図）。一方、「レジャー」、「金融・不動産」、「卸・小売等」が加速している。「レジャー」や「卸・小売等」は、コロナ禍前の2019年と比べて労働生産性に大きな変化がないことから、賃金上昇率も2019年と同様の伸びに回帰した。これに対して、「金融・不動産」は同業界の収益拡大などで労働生産性が高まっており、さらにAIで代替できない業務領域で多いことから、賃金が加速している可能性がある。

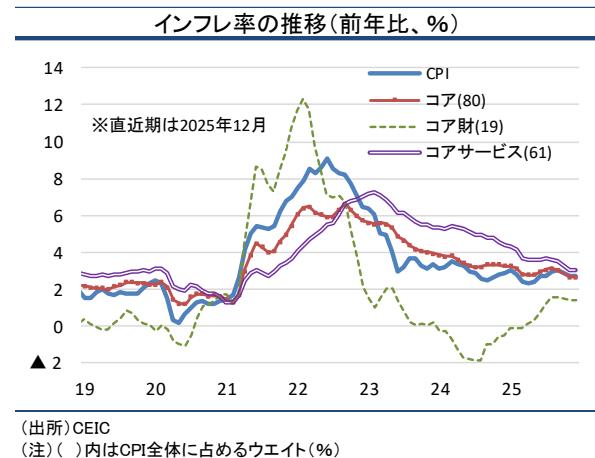


物価：インフレ再燃懸念弱い中で、下げ渋りが継続

12月の消費者物価は、加速の動きは窺えないものの、財（モノ）を中心に高めの伸びが続いている。

消費者物価指数（CPI）は、12月の前年比は+2.7%と、11月（+2.7%）から横ばいとなった（右図）。食品（11月前年比：+2.6%→12月：+3.1%）の伸びが高まった一方で、エネルギー（+4.2%→+2.3%）の伸びが鈍化した。

変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指標は、後述の通り、財とサービスの伸びがいずれも横ばいとなったことから、12月の前年比は+2.6%と11月（+2.6%）から横ばいとなった。全体としては、インフレ率に加速感はないものの、明確に伸びが鈍化したとも考えられず、+2%を超える伸びで下げ渋っているとの評価が適当だろう。



コア指数の財（コア財）の前年比は、12月は+1.4%と11月（+1.4%）から横ばいとなった（前ページ右下図）。内訳をみると、中古車（+3.6%→+1.6%）を中心に、輸送用機器（+1.7%→+0.9%）が伸びを縮めたことが全体を押し下げた（右図）。2025年9月に税額控除制度が廃止となった電気自動車などの需給緩和が影響しているとみられる。一方で、輸送機器以外は、家具・家庭用品（+2.6%→+3.4%）、衣料等（+0.2%→+0.6%）、レクリエーション（+0.6%→+1.2%）、医療品（+1.1%→+1.5%）など、多くの品目で伸びを高めた（右図）⁸。消費者がより安価な商品を選考する中でも、トランプ関税の価格転嫁の動きが残っていることで、コロナ禍前の財価格の伸び（0%程度）と比べて高い上昇率が続いている。

コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、12月は+3.0%と11月（+3.0%）から横ばいとなった（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、12月は+3.2%と11月（+3.0%）から上昇した（右図）。住居費は、主要品目である家賃⁹（11月前年比：+3.0%→12月：+3.1%）と帰属家賃（+3.4%→+3.4%）の伸びは小幅な動きにとどまったものの、ホテル料金（▲5.7%→▲1.8%）のマイナス幅が大幅に縮小した。住居費以外については、教育・コミュニケーション（+2.2%→+1.1%）と運輸（+1.7%→+1.5%）が伸びを縮める一方、レクリエーション（+2.5%→+4.0%）と医療（+3.3%→+3.5%）が伸びを高めるなど、区々の動きとなった。

金融政策：雇用悪化一服で早期利下げ観測後退、政治圧力を巡る混乱続く

1月28~29日のFOMCでは、政策金利が3.5~3.75%に据え置かれる見通しである。雇用悪化が一服していることを背景に、タカ派（利下げに消極的）のFRB高官だけでなく、中立派のNY連銀のウィリアムズ総裁も「目先は追加利下げの必要性が低くなった」との認識を示している。超ハト派のミラン理事などが反対票を投じる可能性はあるが、大きな波乱がなく金利据え置きが決定される公算が大きい。

先行きについては、2025年12月のFOMC参加者による金利見通し（中央値）の通り、年1回程度のペースで利下げが進むことを見込む。今年の利下げ時期については、雇用情勢の悪化が一服している現状を踏まえると、トランプ関税の影響が一巡し、インフレ鈍化がはっきりすることが見込まれる年央となる可能性が高まっている。

⁸ ただ、11月中旬まで続いた政府閉鎖の影響で、11月分は例年より多く年末商戦が始まる月下旬のデータが用いられた可能性があることから、12月の伸びは上方バイアスがかかったとみられる。

⁹ 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/>

ただ、金融政策を巡っては、トランプ政権の政治的圧力というかく乱要因は引き続き大きい。1月上旬には、FRB本部の改修工事費用を巡りパウエル議長に対して召喚状が出され、その後、パウエル氏が自ら動画で反論するという騒動となった。米国内ではパウエル氏寄りの見方が多く、トランプ大統領を支える共和党の議員でもパウエル氏を擁護する動きをみせた。また、1月下旬に行われた、クックFRB理事の住宅ローンの不正利用疑惑を巡る最高裁の口頭弁論では、判事達は同疑惑を理由にクック理事を直ちに解任することには懐疑的な姿勢を示した。そのため、トランプ政権が、クック理事を排除して、別の人物を理事に送り込むことは当面は難しいと考えられる。

さらに、近く指名がなされるとされるFRB次期議長候補を巡っては、トランプ氏が、最有力候補であったハセット氏のNEC委員長への留任を示唆し、ハセット氏が次期議長に就任する可能性が低下した。ハセット氏はトランプ氏の最側近であり、トランプ氏の利下げ要求を受け入れやすいとの警戒が大きかった。以上のことから、足もとでは、FRBが大幅な利下げに追い込まれるリスクはやや低下したとの見方が多い。もっとも、トランプ氏は、大幅利下げに対して強い意欲を持っていることには変わりがない。今後もトランプ氏によるFRBへの利下げ圧力を振り回されることとなろう。

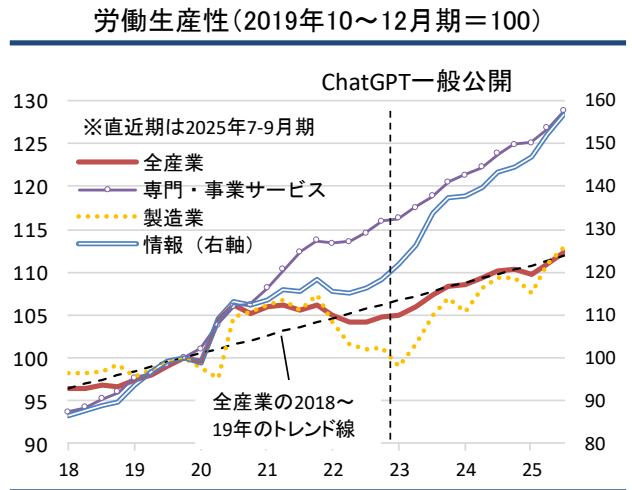
景気見通し：先行きは一旦減速も、減税効果の強まりなどで支えられる見通し

米国経済は、堅調に拡大した2025年央からは増勢が鈍化しているものの、2025年10～12月期も前期比年率で+2%を超える底堅い成長となったとみられる。個人消費は、雇用・所得環境の悪化で下押しされているが、トランプ関税の価格転嫁ペースの遅さと株価上昇の継続に支えられて、全体として底堅い伸びが続いたと考えられる。また、設備投資も増勢は鈍化しているが、グローバル需要を取り込むAI関連投資の増加が続いている。一方で、住宅投資は、住宅ローン金利が引き続き高水準であることが、回復ペースを遅らせている。なお、貿易面では、2025年春にトランプ政権の関税政策を警戒した大幅な駆け込み輸入が医薬品を中心に生じ、その反動減とみられる動きが2025年夏以降に継続している。すなわち、足もとでは、在庫を取り崩しながらも、米国の国内生産の増加が輸入減少を補っているとみられる。2025年10月も輸入が大幅に減少した。2025年10～12月期は国内需要の伸び以上に、国内生産の伸びが大きくなり得ることには注意しておく必要がある。

先行きは、労働市場の悪化とインフレ圧力の継続が重なり、個人消費を中心に景気は一旦減速すると予想する。ただ、2026年春頃からは、これまで需要を抑えてきた要因が和らぐことで、景気は支えられることが見込まれる。第一に、2025年春に本格化したトランプ関税の影響が2026年春頃には概ね一巡し、インフレ圧力が和らぐことが見込まれる。実質所得は改善に向かい、個人消費を支えると考えられる。第二に、2024年秋以降の累計2%pt程度の利下げで、金融引き締め度合いが薄れたことは、株価の上昇も伴って景気を支えるとみられる。第三に、2025年に成立した「トランプ減税」の効果が2026年春以降に本格化することが見込まれる。追加減税の多くは2028年までの時限措置で、年間2000億ドル程度の規模であり、2026年の実質GDP成長率を概ね+0.3～0.5%pt押し上げる可能性がある。2026年末にかけて、米国の巡航速度である実質GDP成長率+2%程度を維持する見通しである。

なお、米国経済の労働生産性（就業 1 時間当たり）は、2025 年央にかけて加速した（1~3 月期前期比年率：▲2.1%→4~6 月期：+4.1%→7~9 月期：+4.9%）。この結果、2025 年央は、雇用者数の伸びが鈍化しているにもかかわらず、経済が堅調に拡大した。労働生産性の水準は、コロナ禍前のトレンド線に戻ったとの見方もできるが、足もとの上昇ペースの速さは注目に値する（右図）。

労働生産性の上昇には AI 技術の導入が関係している可能性が高い。各業種の付加価値と就業者数から算出した労働生産性をみると、AI 技術の活用が進んでいると考えられる「情報」が 2023 年ごろから生産性を加速させ、「専門・事業サービス」もコロナ禍で生じた人手不足を省力化で乗り越え高い生産性を維持している。また、「製造業」においても、2025 年 7~9 月期は生産性の向上が目立った。その他の業種の生産性の変化は明確ではなく、AI 技術の導入の進展度合いについては不透明感が残るが、経済成長のアップサイドリスクとして今後も注視が必要である。



(出所) CEICをもとに伊藤忠総研作成

(注) 労働生産性は就業1時間当たりベース。

各業種は就業者1人当たりベースをもとに推計。