

米国経済：原油高とタカ派的なFRBで高まる景気下振れリスク

米国経済は、個人消費の増勢が弱いものの、企業の景況感は改善の動きがあり、全体としては底堅さを維持している。もっとも、3月以降は、イラン情勢の悪化を背景とした原油高を受け、ガソリン価格が高騰し、個人消費を下押ししていると考えられる。3月FOMCでは、原油高が及ぼす影響を見定めるために様子見姿勢が強調されたが、景気よりインフレに対する懸念が多く示され、利下げ時期が後ずれする公算が大きくなった。株価は、原油高や金利上昇を受けて軟調に推移しており、昨年中に個人消費を押し上げた資産効果が剥落し始めている。先行きは、4月中にイラン情勢が改善に向かうことを前提とすれば、トランプ減税を受けた春の還付金支払いによる個人消費の押し上げもあり、景気は底堅く推移すると予想する。一方で、原油高が長期化すれば、コスト増から様々な財・サービスの価格が押し上げられるほか、インフレ期待が上昇し物価上昇が加速するリスクも無視できなくなる。FRBの利下げ見送りが続くことも逆風となり、景気の下押し圧力が強まると考えられる。

金融政策：供給ショックで様子見姿勢を強調も、タカ派的な姿勢を示唆

3月17～18日のFOMCでは、政策金利を3.5～3.75%に据え置くことを決定した。パウエルFRB議長は、会合後の記者会見で、イラン情勢の混乱に伴う原油高が物価と景気に及ぼす影響について、見通しの不確実性が高いことを強調した。もっとも、景気に対しては生産性向上も手伝って比較的楽観的な見方を示す一方、インフレに関しては「エネルギー価格上昇を簡単に無視すべきでない」と述べるなどの懸念を示した。そのうえで「インフレの状況に改善がなければ利下げしない」「(メインシナリオではないが)利上げの可能性も話題になった」などと述べ、タカ派的(利下げに消極的)な見方を示した。

今会合ではFOMCメンバーによる経済見通し(中央値)がアップデートされた(右表)¹。実質GDP成長率(各年の第4四半期の前年同期比)の見通しは、2028年にかけて上方修正された(2026年：12月時+2.3%→今回+2.4%、2027年：+2.0%→+2.3%、2028年：+1.9%→+2.1%)。一方で、失業率(各年の第4四半期)の予想はほぼ横ばいとなった。雇用情勢の見通しが特段改善しないもとの、成長率の見通しが高まっており、12月の経済見通しに続き、資本装備率の上昇などによる生産性の向上が示唆される内容となった。

FOMC参加者の見通し(中央値)

| | (%) | | | |
|-------------|------|------|------|-----|
| | 2026 | 2027 | 2028 | 長期 |
| 経済成長率 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| (12月予想) | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| 失業率 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.2 |
| (12月予想) | 4.4 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| PCEデフレーター | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| (12月予想) | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| コアPCEデフレーター | 2.7 | 2.2 | 2.0 | — |
| (12月予想) | 2.5 | 2.1 | 2.0 | — |
| 政策金利 | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| (12月予想) | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.0 |

(出所)FRB

(注1)政策金利は年末値、それ以外は第4四半期

(注2)経済成長率は実質GDP前年比、PCEデフレーターは前年比

¹ パウエル議長は記者会見時の質疑応答で、イラン情勢は極めて不確実として、今回の経済見通しが原油高などの経済・物価に対する影響を十分に織り込み切れていないことを暗に示した。

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。

PCE デフレーター（各年の第 4 四半期の前年同期比）の見通しは、原油高を受けて、2027 年にかけて上方修正された（2026 年：12 月時+2.4%→今回+2.7%、2027 年：+2.1%→+2.2%）。さらに、コア PCE デフレーターの見通しも同様に上方修正され（+2.5%→+2.7%、+2.1%→+2.2%）、原油高が様々な財・サービスの価格押し上げに寄与する状況を示した。

成長率と物価の見通しがいずれも上方修正されたにもかかわらず、政策金利の見通しは 12 月時点の予想から変更がなく、2026 年末が 3.4%、2027 年末に 3.1%と予想された（2026 年と 2027 年にそれぞれ 1 回の 0.25%pt の追加利下げ実施に相当）。もっとも、これは 19 人の FOMC 参加者の中央値であり、ドットチャートからは、2026 年に 0.5%pt 以上の利下げを予想した FOMC 参加者が、8 人から 5 人に減少したことが示された。イラン情勢を受けて、景気悪化よりインフレを懸念する向きが多いことが窺える。

先行きについては、当然ながらイラン情勢に大きく左右される。イラン情勢が 4 月上旬に改善し始めるとの想定のもとでも、今後数か月は原油高が続く公算が大きい。原油高の影響がインフレ期待などに及んでいないことを各種指標で見極めることに数か月要し、FRB は夏ごろに利下げを再開すると予想する。

一方で、イラン情勢の悪化が長期化するリスクも高まっている。FRB の過去約 20 年の政策反応をみると、原油高でインフレと景気悪化の両方が懸念される中で、結果として利下げ方向の圧力に作用することが多かった²。ただ、それは、原油高がインフレ期待に影響が及ばないことに自信を深めていたことが背景にあると考えられる。今回は、①5 年に及ぶ+2%超のインフレ、②トランプ関税の価格転嫁の継続、③トランプ政権による FRB の独立性侵害など、インフレ期待に影響を及ぼし得る要因が多い。また、FOMC メンバーの中には、2022 年のロシア・ウクライナ戦争に伴う原油高が、コロナ禍からの回復期のインフレ高進の一因になったと考えている人物も存在するだろう。FOMC の中で最もハト派のメンバーの一人であるウォラー理事ですら、原油高の長期化がインフレ期待に及ぼす影響を懸念し始めている。今後、期待インフレが上昇し、コアインフレも上昇し始めた場合には、利上げに転じる可能性も無視できない。その場合、株価下落なども伴って景気下押しの圧力は大きく、再び利下げに追い込まれるなどの不安定な政策運営になるリスクが高まるだろう。

個人消費：増勢の弱い状況続く

2 月の個人消費は増勢が弱い状況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 2 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³を確認すると、2 月は前月比+0.1%と 1 月（+0.0）からやや伸びを高めた

² 下記の通り、過去 20 年間の FF 金利を各種経済変数で説明すると、ガソリン価格上昇は FF 金利を押し下げるよう影響していた可能性が確認できる。

$$\begin{aligned} \text{FF 金利} = & \text{中立金利} - 2.78^{***} + 0.89^{***} \times \text{インフレギャップ} - 0.15^{***} \times \text{失業率ギャップ} \\ & (-5.43) \quad (9.92) \quad (-3.48) \\ & + 1.02^{***} \times \text{期待インフレ率} - 0.06^{***} \times \text{ガソリン価格上昇により推計。} \\ & (4.05) \quad (-9.90) \end{aligned}$$

中立金利：FOMC 経済見通しと HLM モデルから算出、インフレギャップ：コア PCE デフレーターとインフレ目標 2%の差、失業率ギャップ：失業率と NAIRU（FRB、CBO から推計）の差、期待インフレ率：10 年物ブレイクイーブンインフレ率、ガソリン価格上昇：ガソリン価格の前年比（マイナスの場合は 0 とする）

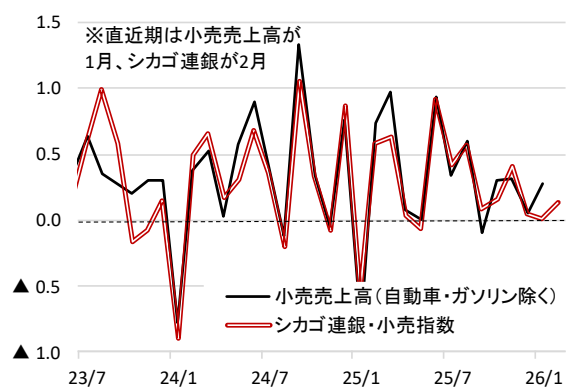
推計期間は 2006 年 1 月から 2026 年 1 月。括弧内は t 値。***は 1%有意。Adjusted R²：0.56

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。

(次ページ左上図)。もっとも、インフレ率を勘案した実質ベースでは、2月は▲0.1%と1月(+0.0%)から減少した。財消費は増勢が弱い状況が続いている。

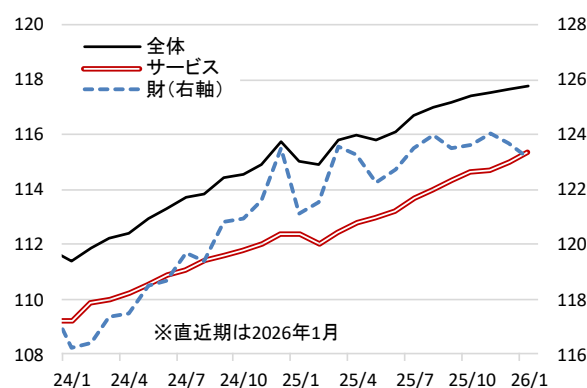
サービス消費は引き続き底堅く推移したとみられる。1月を振り返ると、個人消費支出(PCE)における実質サービス消費は前月比+0.3%と、12月(+0.3%)と同様に堅調な伸びを維持した(右下図)。ただし、内訳をみると、全体を押し上げたのは、住宅・公共料金(+0.4%→+0.4%)や金融・保険(+0.2%→+0.6%)であり、景気に敏感な旅行や飲食関連については、交通サービス(12月前月比:+0.5%→1月:▲0.4%)、レクリエーション(+0.2%→▲0.2%)、飲食・宿泊(▲0.8%→▲0.2%)がいずれも減少した。2月入り後のサービス消費は娯楽関連が復調して、全体でも底堅さを維持したと考えられる。調査会社STR公表のホテル稼働率は改善したとみられ(1月前年比:▲0.2%→2月:+1.9%<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幅を拡大した(+0.9%→+2.1%)。

小売・外食売上高(名目ベース、季調済前月比、%)



(出所)CEIC

実質個人消費(2020年2月=100)



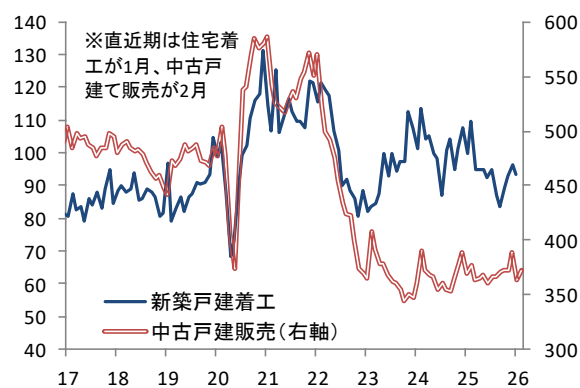
(出所)CEIC

住宅投資: 足元の金利再上昇が回復の力を削ぐ見込み

住宅市場に関し、中古戸建販売(1月前月比:▲6.2%→2月:+2.5%)は2月にかけて増加した(右図)。中古戸建て販売は、2月までの住宅ローン金利低下を背景に、緩やかに増加している。一方で、供給サイドについては、新築戸建着工(12月前月比:+3.3%→1月:▲2.8%)は区々な状況が続いた(右図)。需要が回復する中でも、供給面が制約になりつつある状況が窺えた。

3月入り後の住宅市場は、利下げ観測後退を背景とした金利上昇から、需要に押し下げ圧力がかかっているとみられる。まず、30年固定住宅ローン金利(フレディマック発表)

新築戸建着工と中古戸建販売(季節調整値、年率万戸)

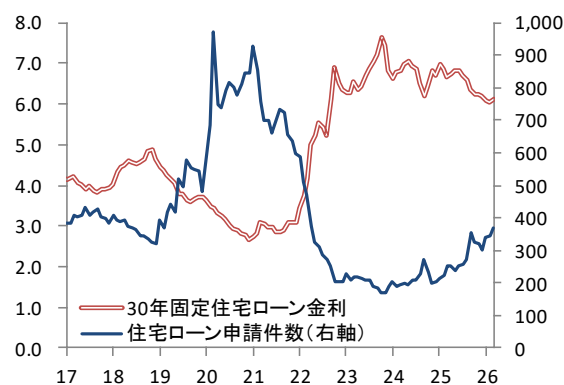


(出所)CEIC、National Association of Realtors

(2月19日:6.0%→3月19日:6.2%)は再

び上昇に転じている（右図）。そうした中で、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3月平均が368と2月平均（347）から増加したが（右図）、週ベースでみると3月13日には前週から大幅に減少した。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、3月が38と2月（37）から幾分改善したが、コロナ禍前の2019年平均（66）対比で、低水準で住宅取得意欲は依然小さい。足元の金利上昇が、住宅市場の改善の力を削がないか、注意が必要だろう。

住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



(出所)CEIC

企業部門：良好な景況感も、トランプ関税と原油高が懸念

2月は製造業と非製造業ともに良好な景況感が確認された。ただ、業種によりまだら模様で不安定さが付き纏う。この先は、原油高やトランプ関税の不確実性⁴によりマインド悪化に転じる懸念がある。

企業マインドを示すISM指数をみると、製造業は2月が52.4と、1月（52.6）から幾分低下したものの、拡大・縮小の境目となる50を引き続き上回った（右図）。内訳については、生産状況を示す「生産」（1月：55.9→2月：53.5）と先行きの需要の強さを示す「新規受注」（57.1→55.8）も低下したが、いずれも50を上回る水準を維持した。そうした中、価格動向を示す「仕入れ価格」が2月は70.5と1月（59.0）から急上昇し、2022年6月以来の水準となった。ISMは鉄鋼・アルミニウム価格の上昇が主な要因としている。企業からのコメントをみても、トランプ関税によるコスト上昇などに関する言及が増加している。景況感が改善するも、これまで抑えられてきた価格転嫁の動きが再燃している可能性があるほか、一部トランプ関税が違憲となり不確実性が高まっていることを嫌気していると考えられる。また、足元の原油価格上昇は、企業間の価格上昇圧力を一層強める公算が大きい。インフレ圧力の強まりには注意が必要である。

ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドウは景気後退期。

一方、非製造業のISM指数は2月が56.1と1月（53.8）から上昇し、2022年7月以来の水準まで改善した（右上図）。「事業活動」（57.4→59.9）と「新規受注」（53.1→58.6）はいずれも上昇し、好不況の境目となる50を大幅に超える水準となった。「雇用」（50.3→51.8）も50を超えて拡大水準にあり、非製造業は積極姿勢を維持していることが窺える。企業からのコメントをみると、公益事業や卸売業などは業績の堅調さを示しているが、建設や鉱業などはトランプ関税による悪影響について引き続き言及しており、業種により濃淡がある。この先原油価格上昇の悪影響が生じる可能性が高いことも踏まえると、2月ほどの高水準は期待し難いだろう。

⁴ 詳細は、2026年3月6日付 Economic Monitor 「米国経済：違憲後のトランプ関税、不確実性残しながらマイルド路線」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3151/>

雇用情勢:労働需要の弱さ継続

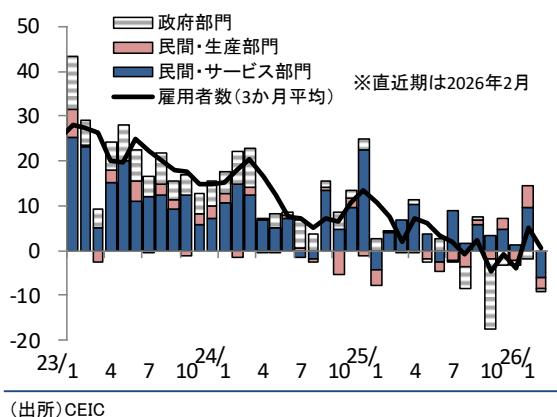
2月の労働需要は弱く、雇用情勢が改善に転じたという期待は後退した。

2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▲9.2万人と減少した（右図）。2月単月では、大寒波の影響や医療分野のストライキが影響しているほか、1月の大幅増（+12.6万人）からの反動減の側面が大きいと考えられる。ただし、単月の変動を除くために3か月平均をみても、2025年12月～2026年2月平均は+0.6万人と低い伸びが続いている。労働需要は底打ちしているとみられるものの、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（1月：+14.6万人→2月：▲8.6万人）は減少に転じた。内訳をみると、生産部門（+5.1万人→▲2.5万人）が、製造業（+0.5万人→▲1.2万人）や建設（+4.8万人→▲1.1万人）の減少により再び減少に転じた。また、サービス部門（+9.5万人→▲6.1万人）も減少に転じた。医療関係者によるストライキにより教育・医療（+12.9万人→▲3.4万人）がマイナスに転じた要因が大きいが、専門・事業サービス（+1.8万人→▲0.5万人）や寒波の影響を受けやすいレジャー（▲1.2万人→▲2.7万人）など幅広い業種で減少した。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した昨年10月以降も減少が続いている（▲2.0万人→▲0.6万人）。

労働需給に関しては、2月の失業率は4.4%と1月（4.3%）から再び上昇した（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⁵」などと呼称）も低下しているが、2月の労働需要の弱さは失業率を再び押し上げた形である⁶。失業率は、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おり、依然として警戒が必要である。

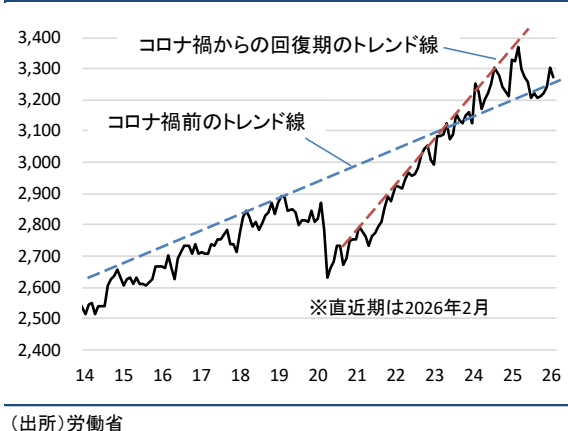
非農業部門雇用者数(前月差、万人)



失業率(%)



外国人労働者数(万人)



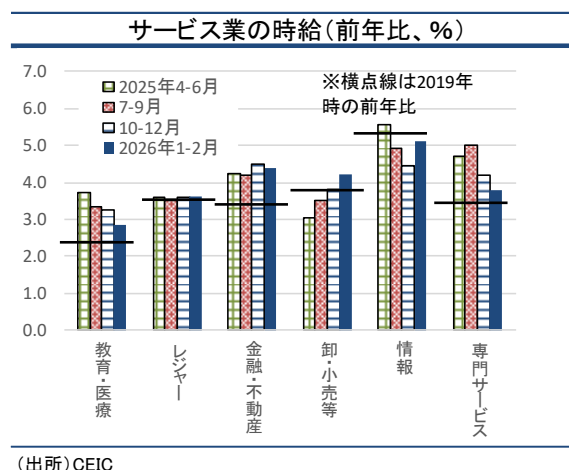
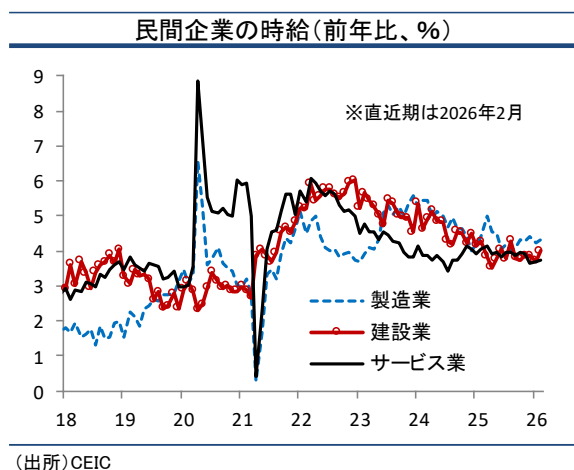
⁵ ブレイクイーブン雇用者数の試算値は幅広いが、パウエル議長は3月FOMCでの記者会見で、「ブレイクイーブン雇用者数はゼロといえる（You can say the break even is zero）」と発言している。

⁶ 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/>

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、1月は4.2%と12月(4.0%)から上昇した。ただ、求人率は、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度を依然として下回っており、労働需給は緩和気味といえる。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」も、1月は2.0%と12月(2.0%)から横ばいとなり、コロナ禍前の2019年の平均である2.3%を下回る水準が続いている。さらに、企業の「採用率」も、1月が3.3%と12月(3.3%)から横ばいとなり、2019年平均の3.9%を下回る水準が続いている。企業の採用意欲は、コロナ禍前対比やや厳しい状況のまま停滞している。

2月の賃金上昇圧力については、民間部門の時給の2月の前年比は+3.8%と1月(3.7%)から幾分上昇した。失業率が上昇し労働需給は全体として幾分緩和したものの、一部業種で人手不足感が払拭しきれないとみられる。業種別には、外国人労働者の流入鈍化の影響を受けやすい製造業(1月前年比：+4.2%→2月：+4.3%)や建設業(+3.7%→+4.0%)が幾分加速した(左下図)。一方、サービス業(+3.7%→+3.7%)は横ばいとなった。サービス業の内訳を単月の動きをならすため1~2月平均でみると、「教育・医療」や「専門サービス」の伸び縮小が続いた一方、「卸・小売等」と「情報」が加速するなど業種により区々な動きとなった(右下図)。



物価:トランプ関税の価格転嫁を受け、下げ渋り続く

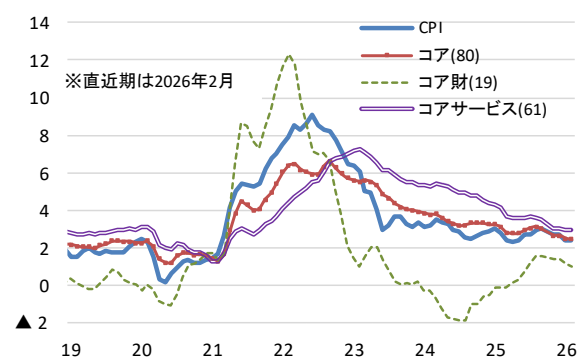
2月の消費者物価は、全体として緩やかな伸び鈍化が続いたが、トランプ関税の価格転嫁が根強く残る状態にある。さらに、3月以降はイラン情勢悪化に伴うエネルギー価格上昇から、消費者物価は再び伸びが高まる見込みである。

消費者物価指数（CPI）は、2月の前年比は+2.4%と、1月（+2.4%）から横ばいとなった（右図）。変動の大きい食品・エネルギーを除くコア指数も、2月の前年比は+2.5%と1月（+2.5%）から横ばいとなった。全体としては加速感がないが、一部の品目にはトランプ関税の価格転嫁が収まらず、+2%を超える伸びで下げ渋っている。

コア指数の財（コア財）の前年比は、2月は+1.0%と1月（+1.1%）から幾分低下した（右図）。内訳をみると、中古車（1月前年比：▲2.0%→2月：▲3.2%）を中心に、輸送用機器（▲0.5%→▲0.9%）がマイナス幅を拡大し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、衣料等（+1.7%→+2.5%）、レクリエーション（+1.5%→+2.5%）、家具・家庭用品（+3.8%→+3.9%）といった品目の伸びが高まった。これらはトランプ関税の影響が大きく、消費者がより安価な商品を選考する中でも、価格転嫁の動きが収まっていない。財価格は、コロナ禍前の伸び（0%程度）と比べて高い上昇率が続いている。

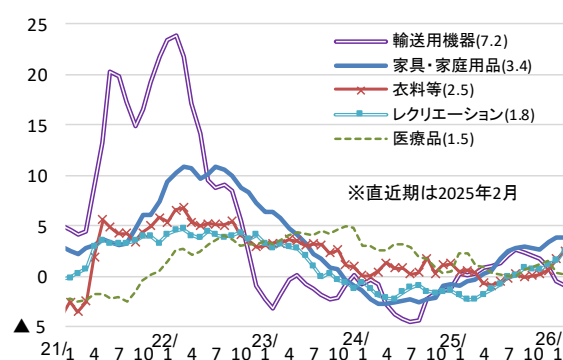
コア指数のサービス（コアサービス）の前年比は、2月は+2.9%と1月（+2.9%）から横ばいとなった（右上図）。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費の前年比は、2月は+3.0%と1月（+3.0%）から横ばいとなった（右図）。住居費は、主要品目である家賃⁷（1月前年比：+2.8%→2月：+2.7%）と帰属家賃（+3.3%→+3.2%）の緩やかな伸び鈍化が続いている。一方、住居費以外については、レクリエーション（+3.1%→+2.1%）が伸びを縮めた一方、運輸（+1.3%→+2.2%）と医療（+3.9%→+4.1%）が伸びを高めるなど、区々の動きとなった。

インフレ率の推移(前年比、%)



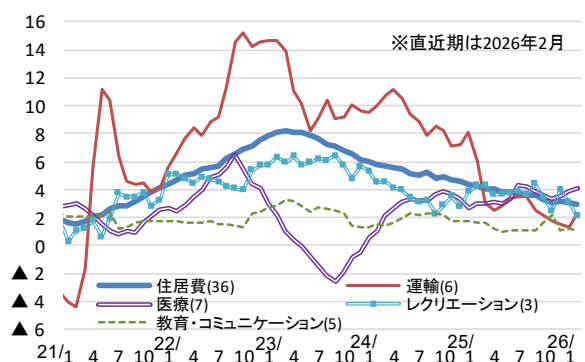
(出所)CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

コア財(前年比、%)



(出所)CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

コアサービス(前年比、%)



(出所)CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウエイト(%)

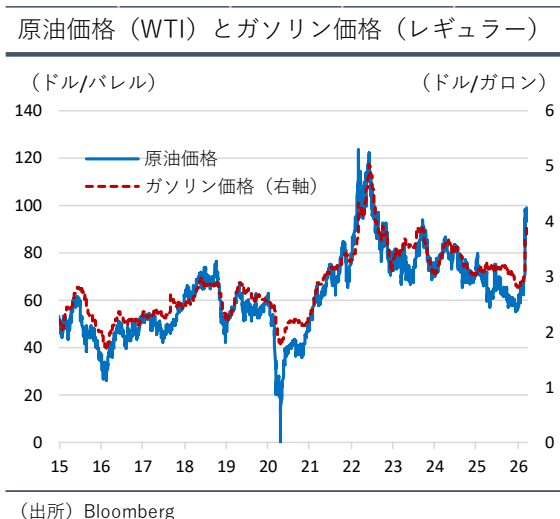
景気見通し:メインシナリオは春以降も底堅く推移、リスクは原油高の長期化とFRBのタカ派色の強まり

米国経済は減速しつつも底堅く推移している。2025年10~12月期の実質GDP成長率(前期比年率)は、政府閉鎖を受けた財政支出の減少を主因に+0.7%と前期(+4.4%)から大幅に減速したが、国内民間最終需要(個人消費、設備投資、住宅投資の合計)は+1.9%と+2%程度の底堅い伸びを維持した。2026年

⁷ 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/>

入り後も、個人消費は増勢が弱まっているものの、企業部門の景況感は改善し設備投資は堅調に推移しているとみられる。2026年1~3月期の実質GDP成長率（前期比年率）は、政府閉鎖解消に伴う財政支出の反動増も加わって、+3%程度に加速すると予想する。

その後は、イラン情勢と原油価格の動向に大きな影響を受ける。現時点では、4月中にイラン情勢が改善に向かうと想定し、トランプ減税を受けた春の還付金支払いによる個人消費の押し上げもあり、景気は底堅く推移すると予想する。もっとも、ガソリン価格はすでに大幅に上昇しており（右図）、実質可処分所得の減少を通じて、個人消費を下押しし始めているとみられる。また、株価も原油高と金利上昇の影響で軟調に推移しており、昨年中にみられた資産効果は弱まっている。春以降の景気はイラン情勢悪化前に想定していたものより勢いが弱くなるだろう。



なお、イラン情勢は極めて不確実性が高く、原油高が長期化する可能性がある。その場合、コスト増から様々な財・サービスの価格が押し上げられるほか、インフレ期待が上昇し物価上昇が加速するリスクも無視できなくなる。その場合は、FRBの利下げ見送りが続くことも景気の逆風となる。また、トランプ関税には再び不透明感が漂い、企業の投資意欲に悪影響を及ぼす可能性がある⁸。景気の下振れリスクが高まる状況にあると考えられる。

⁸ 詳細は、2026年3月6日付 Economic Monitor 「米国経済：違憲後のトランプ関税、不確実性残しながらマイルド路線」 参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3151/>