

米国経済：原油高が消費の重石に、企業間で高まるインフレ圧力

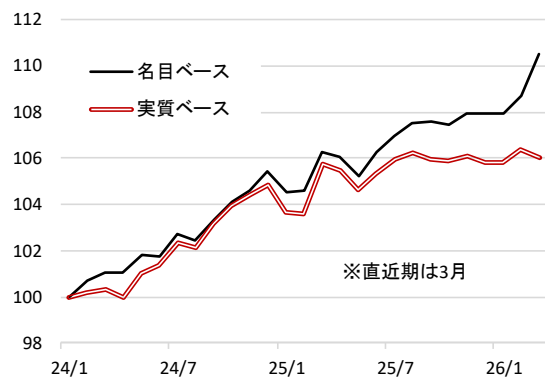
米国経済は国内需要の増勢鈍化が続いている。3月の小売売上高は前月比+1.7%と大幅に増加したが、ガソリン価格高騰の影響を除いた実勢は力強さを欠く。住宅市場も住宅ローン金利の再上昇を受けて需要が低迷しており、堅調なAI需要に支えられた設備投資も景気全体をけん引するには至っていない。物価面では、4月に入り原油価格が下落に転じたものの、輸送・原材料コスト上昇の価格転嫁はこれから本格化することが見込まれ、企業間では早くもインフレ圧力が強まる兆しがある。こうしたインフレ再燃への警戒感から、FRBは少なくとも夏ごろまでは政策金利を据え置く公算が大きい。先行きについては、原油価格の緩やかな下落を前提としても、年央にかけて景気の増勢は弱い状態が続くと予想する。トランプ減税による所得増や原油価格のピークアウト、株価の持ち直しが下支えとなる一方、インフレの広がりや金利の高止まりが内需の重石となると見込む。景気の増勢が再び強まるのは、利下げ再開が視野に入る夏以降になると予想する。

個人消費：中東情勢悪化による下押しとトランプ減税の押し上げが交錯

3月の個人消費は、全体として増勢の弱さが継続した。

財（モノ）消費の指標となる小売・外食売上高は、3月に前月比+1.7%（2月：+0.7%）とプラス幅が大幅に拡大した（左下図）。もっとも、これは価格高騰に伴うガソリン消費の急増（2月前月比：+1.3%→3月：+15.5%）による押し上げ効果が大きく、当社が試算¹した物価上昇分を除いた実質ベースでは、3月は前月比▲0.3%と2月（+0.5%）から減少した（左下図）。名目ベースの品目別動向をみると、家具・家電（+0.2%→+1.6%）や建材・園芸（+0.6%→+0.7%）、飲食料品（▲1.2%→+0.7%）が堅調に増加した一方で、衣料品（+2.8%→+0.0%）やスポーツ・玩具（+0.7%→+0.0%）は伸び悩んだ。エネルギー高に伴う価格上昇を見据えた先回り購入の可能性を考慮しても、財消費全体の増勢は力強さを欠いたと考えられる。

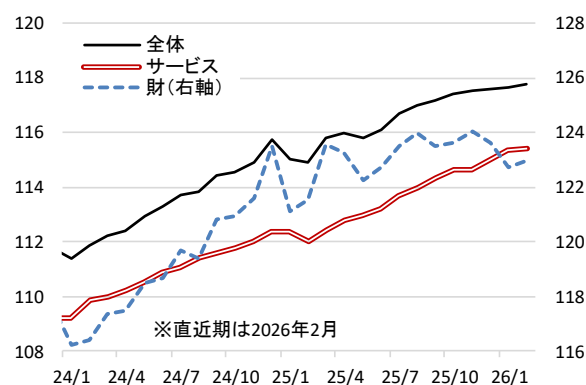
小売・外食売上高(2024年初=100)



(出所)CEIC

(注)実質ベースはシカゴ連銀・小売指数の消費者物価を用いて試算。

個人消費支出・実質ベース(2020年2月=100)

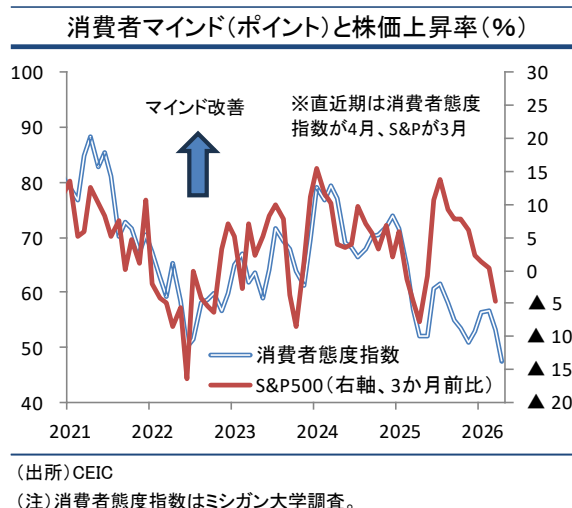


(出所)CEIC

¹ シカゴ連銀が実質小売を算出する際に用いている消費者物価をもとに当社試算。

サービス消費も、徐々に増勢が鈍化している。個人消費支出（PCE）における2月の実質サービス消費は前月比+0.1%と、1月（+0.3%）から伸びが縮小した（前ページ右下図）。内訳をみると、公共料金（1月前月比：+1.6%→2月：▲1.2%）の下落が全体を押し下げた。景気に敏感な旅行や飲食関連については、レクリエーション（+0.1%→▲0.4%）が減少する一方、交通サービス（▲0.9%→+0.7%）や飲食・宿泊（▲0.3%→+0.1%）が持ち直すなど、まちまちの動きとなった。3月入り後も、娯楽関連は底堅さを維持しつつも、増加ペースが落ちたと考えられる。調査会社STR公表のホテル稼働率は緩やかに伸びが鈍化し（2月前年比：+2.3%→3月：+2.1%＜当社推計＞）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数も前年比が低下した（+2.1%→+1.7%）。

3月の個人消費動向の背景には、中東情勢悪化による悪影響と、トランプ減税による下支えの交錯がある。中東情勢の悪化は、①ガソリン高による実質所得の目減り、②株価下落による消費者マインドの悪化を招いた。②消費者マインドについては、4月のミシガン大学調査による消費者態度指数（3月：53.3→4月：47.6＜1966年=100＞）は、原油高騰や軟調な株価と連動するように悪化が続いた²。（右図）。一方、2025年に成立したトランプ減税は、納税額減少や春に集中する税還付などを通じて、家計所得を2026年中に昨年対比1,000億ドル超（年間の総可処分所得の0.4%程度）押し上げる見込みである。3月時点の還付額は300億ドル程度³であり、納税額減少などを含めると相応の所得増効果があったと推測される。4月以降は、減税による所得増や株価の持ち直しによる消費者マインドの改善が期待されるものの、エネルギー高に起因する輸送・原材料コストの増加により、幅広い物価上昇が重石となることを見込まれる。個人消費の増勢は弱い状況が続くだろう。



住宅投資:金利再上昇で回復は後ずれ

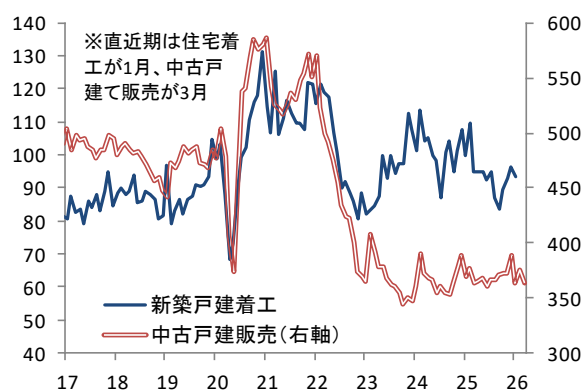
住宅市場に関し、3月の中古戸建販売が前月比▲3.5%（2月：+3.3%）と、2025年6月以来の水準まで減少した（次ページ左上図）。2月までは緩やかな回復基調にあったが、3月入り後は利下げ観測の後退に伴う住宅ローン金利の上昇が、需要を下押しした。

4月に入っても高止まりする住宅ローン金利が需要を下押ししたとみられる。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）（3月19日：6.2%→4月16日：6.3%）は幾分上昇し（次ページ右上図）、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4月平均が279と3月平均（331）から急減した（次ページ右上図）。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）も、4月が34と3月（38）から悪化した。住宅市場の本格的な回復は再び後ずれしたと考えられる。

² 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。

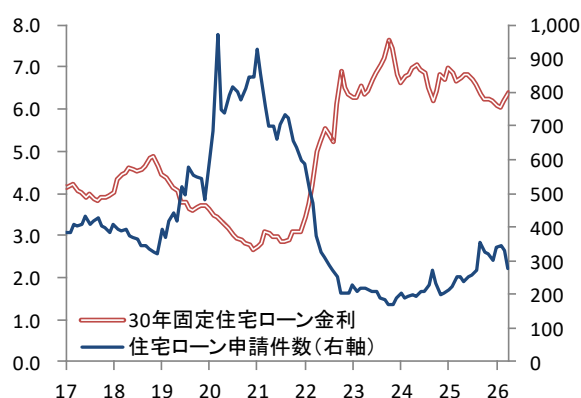
³ 2026年中に1000億ドル超とされる推計値との乖離については、推計値が過大であった可能性がある一方で、納税額の減少や4月以降の税還付の増加により最終的な減税規模は推計通りとの見方も多い。

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

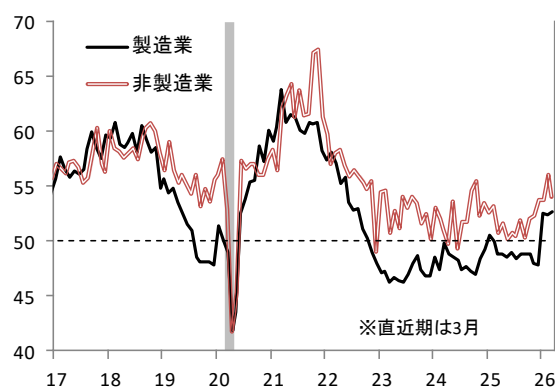
企業部門:景況感は良好な一方、原油高によるインフレ圧力が急増

3月の企業の景況感は、製造業と非製造業ともに良好な状態が維持された。

企業の景況感の指標となる ISM 指数をみると、製造業は3月が 52.7 と2月(52.4)から小幅に上昇し、拡大・縮小の境目である 50 を上回り続けている(右図)。先行きの需要を示す「新規受注」が低下(2月:55.8→3月:53.5)したものの、生産の現状を示す「生産」が上昇した(53.5→55.1)。一方、非製造業の ISM 指数は3月が 54.0 と2月(56.1)から低下した(右図)。「事業活動」(59.9→53.9)の低下が背景だが、「新規受注」(58.6→60.6)が2023年2月以来の高水準となり、基調としては堅調である。

そうした中、中東情勢悪化に伴うエネルギー高が、企業間の物価上昇圧力を急激に強めていることが懸念される。企業間の価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業(2月:70.5→3月:78.3)と非製造業(63.0→70.7)ともに2022年以來の水準まで急上昇した(右図)。企業のコメントをみても、「化学製品」、「プラスチック・ゴム製品」、「運輸・倉庫」、「卸売業」などの業種が輸送・原材料コストが上昇していることを示しているほか、他業種でも先行きに懸念を強めている。企業間の物価上昇圧力が消費者物価で確認されるまでには数か月を要することが多い⁴。今後、企業がコスト増を価格転嫁できなければ収益悪化から雇用への悪影響が懸念される。逆

ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

ISM製造業・非製造業指数(仕入れ価格、%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

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/>

に、価格転嫁が進めば、インフレ圧力となり最終需要を下押しする。エネルギー高が実体経済にどのような経路で影響を及ぼすか注視が必要である。

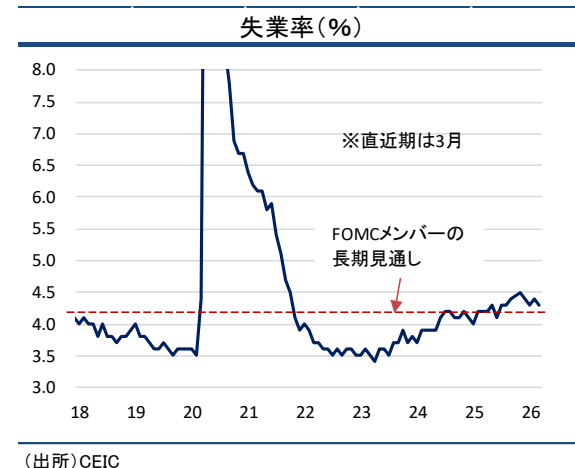
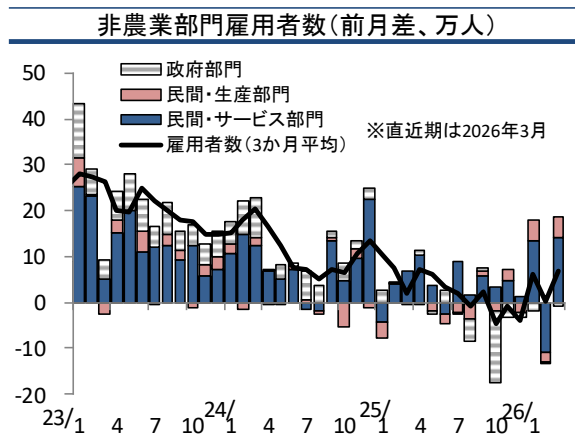
雇用情勢:労働需要の底堅さ確認

3月は失業率が低下し雇用情勢の悪化懸念が和らいだ。

労働需要に関して、3月の雇用統計（事業所調査）では、非農業部門全体の雇用者数が前月差+17.8万人と大幅に増加した（右図）。これは、2月の大寒波や医療分野のストライキを背景とした減少（▲13.3万人）からの反動という側面が大きいものの、単月の変動を均した3か月平均でも+6.8万人と底堅い伸びを維持した。現在、外国人労働者などの労働供給伸びが鈍化しており、失業率を上昇させないための雇用者数の伸び（「ブレイクイーブン雇用者数⁵」と呼称）はゼロ近辺と推計されている。足元の雇用増のペースは、失業率を上昇させず、労働市場の安定化につながるものと考えられる。

業種別では、民間部門（2月：▲12.9万人→3月：+18.6万人）が大幅な増加に転じた。生産部門（▲2.0万人→+4.3万人）とサービス部門（▲10.9万人→+14.3万人）が、いずれも増加に転じた。サービス部門については、前述の通り特殊要因剥落の影響も大きく、医療関係者のストライキの解消で教育・医療（▲4.2万人→+9.1万人）が増加に転じたほか、寒波の悪影響が解消した輸送・倉庫（▲4.8万人→+2.1万人）やレジャー（▲1.1万人→+4.4万人）などの増加が全体を押し上げた。

労働需給は、3月の失業率が4.3%と2月（4.4%）から低下し（右図）、需給が幾分引き締まった。ただし、中高齢者を中心に労働参加率の低下（1月：62.1%→2月：62.0%→3月：61.9%）が続いていることの影響もあり、労働市場が改善傾向にあるとまでは言い難い⁶。実際、2月の企業の求人率（求人件数/＜就業者数+求人件数＞）は4.2%と、1月（4.4%）から低下し、コロナ禍前の2019年の平均である4.5%程度を下回っている。また、2月の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1.9%と1月（2.0%）から低下し、2月の企業の「採用率」も3.1%と1月（3.4%）から低下した。企業の採用意欲は依然として慎重である。

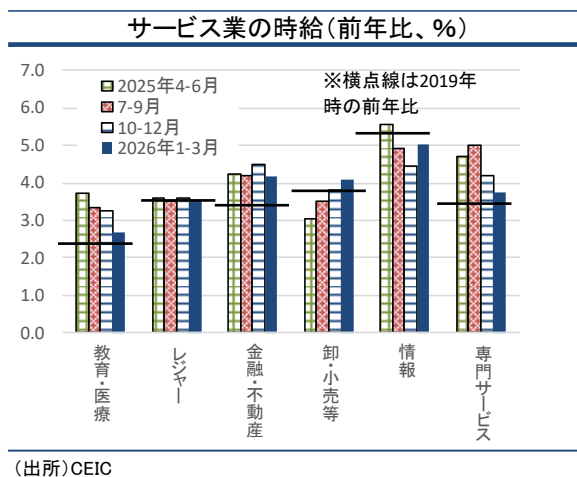
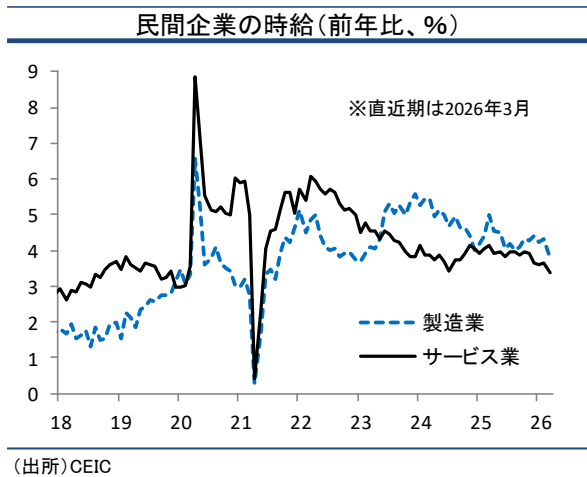


⁵ パウエル議長は3月 FOMC での記者会見で「ブレイクイーブン雇用者数はゼロといえる (You can say the breakeven is zero)」と発言、その後 FRB から公表された調査レポート (Seth Murray and Ivan Vidangos (2026). FEDS Notes: Labor force growth, breakeven employment, and potential GDP growth) でも同様の試算結果が示されている。

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/>

賃金動向については、3月の民間部門時給の前年比が+3.5%（2月：3.8%）と伸びが鈍化した。製造業（1月前年比：+4.3%→2月：+3.8%）とサービス業（+3.7%→+3.4%）の伸びがいずれも鈍化した（左下図）。サービスインフレと連動しやすいサービス業の賃金上昇率も、一部業種を除いてコロナ禍前の水準に近づきつつあり（右下図）、賃金由来のインフレ再燃の兆しは窺えない。

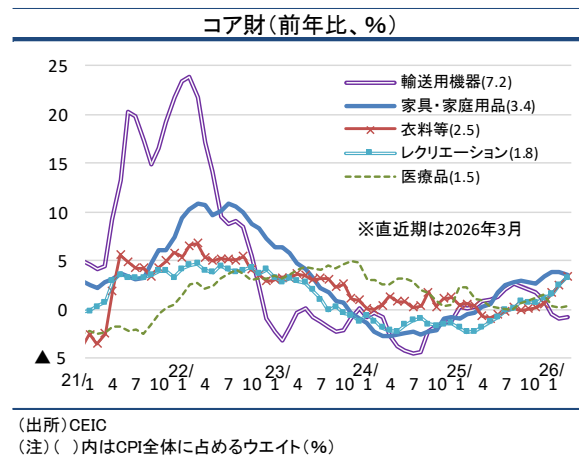
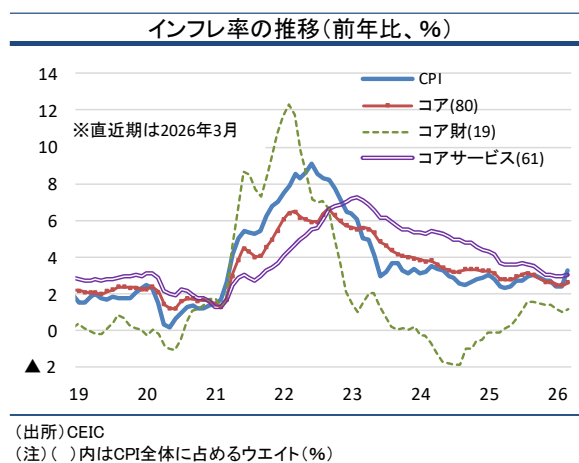


物価:ガソリン価格高騰が全体を押し上げ、コア指数も関税影響で下げ渋る

3月の消費者物価は、エネルギー価格高騰を受けて大幅に伸びを高めた。

3月の消費者物価指数(CPI)は、前年比+3.3%と2月(+2.4%)から大幅に加速した(右図)。ガソリン価格(2月前年比:▲5.6%→3月:+18.9%)を中心としたエネルギー価格の急騰(+0.5%→+12.5%)が全体を強く押し上げた。一方、食品・エネルギーを除くコア指数は、現時点でエネルギー高の影響は限定的であったものの、トランプ関税の価格転嫁が影響し、3月は+2.6%と2月(+2.5%)から小幅に加速した。

コア指数の内訳をみると、財(コア財)は前年比+1.2%と2月(+1.0%)から幾分加速した(右上図)。輸送用機器(2月前年比:▲0.9%→3月:▲0.9%)の下落ペースが底打ちしたことに加え、トランプ関税の影響を受けやすい衣料等(+2.5%→+3.4%)やレクリエーション用品(+2.5%→+3.3%)の価格の伸びが加速した(右図)。今後はエネルギー高に伴う輸送・原材料コストの転嫁が見込まれる。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く公算が大きい。



コア指数のサービス（コアサービス）は前年比+3.0%と2月（+2.9%）から幾分加速した。航空燃料費の高騰を受けて、先行きの燃料コスト転嫁を見越した航空運賃の引き上げ（2月前年比：+7.1%→3月+14.9%）が運輸全体を押し上げた（+2.2%→+4.1%）。一方、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、ホテル宿泊料金（▲1.1%→+2.6%）がプラスに転じたものの、主要品目である家賃（+2.7%→+2.6%）と帰属家賃（+3.2%→+3.1%）の伸び鈍化が続いており、全体としては+3.0%と2月（+3.0%）から横ばいとなった（右図）。住居費以外のサービス価格も、賃金コストの落ち着きを背景に、レクリエーション（+2.1%→+1.6%）や医療（+4.1%→+3.7%）が伸びを縮めるなど、総じて鈍化基調を維持した。

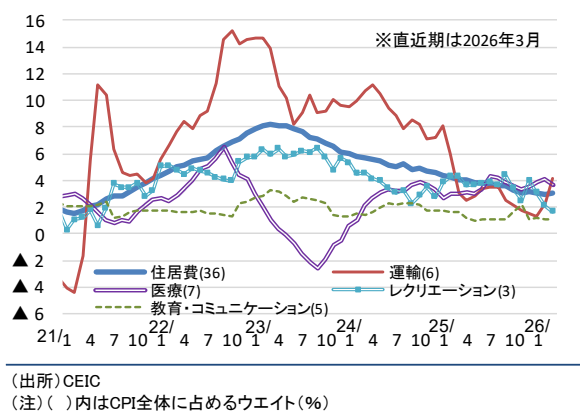
金融政策：影響見極めのため、当面は金利据え置きが続く見込み

4月28～29日のFOMCでは、政策金利が3.5～3.75%に据え置かれる公算が大きい。3月FOMCでは、中東情勢悪化とエネルギー価格上昇による影響の不確実性が高いとして、政策判断に慎重な姿勢が示された。その後のFRB高官の間では、タカ派（利下げに慎重）とハト派（利下げに積極的）の濃淡はあるものの、「中東情勢やエネルギー高が雇用・物価に与える影響を見極めるまでは金利を据え置くべき」との見解ではほぼ一致している。4月FOMCでは目立った反対がなく政策金利が据え置かれるだろう。

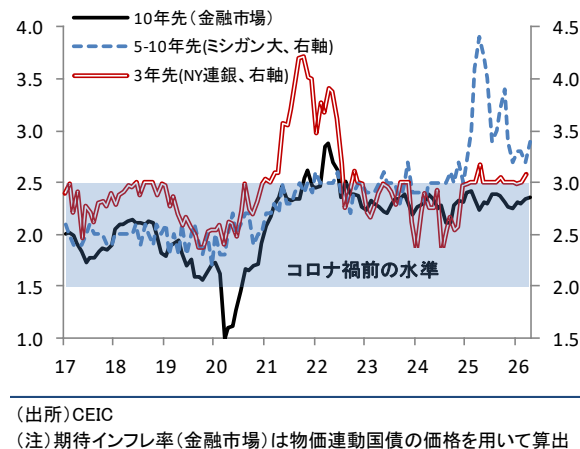
FRB高官は、エネルギー高が、①輸送・原材料コストの上昇を通じて様々な財・サービスに波及することだけでなく、②賃金インフレにもつながる期待インフレの上昇リスクに懸念を示す向きが多い。FRBがこうした懸念を強めるのは、中東情勢の先行きがとりわけ不透明であるだけでなく、2022年の原油高騰後に大幅利上げに追い込まれた経験や、2%超のインフレが長期化してインフレ期待が上昇しやすいとの懸念が背景にあると考えられる⁷。

先行きの利下げ再開時期については、中東情勢が今後改善に向かうという想定のもとで、夏ごろとする当社予想を維持する。当社では、①エネルギー高が様々な財・サービスの価格を一定程度押し上げることは避けられないものの、②労働市場に過熱感がない現状において、賃金インフレが生じる可能性が低いと予想する。むしろ、ガソリン高による個人消費の減速が雇用を悪化させ、賃金上昇圧力を削ぐ可能性があると思われ。ただし、長期の期待インフレ率はコロナ禍前よりやや高い水準にあり（右図）、FRBが安定を確認するまでには数か月要するとみていることから、利下げの再開は夏ごろになると予想する。

コアサービス(前年比、%)



長期の期待インフレ率(前年比、%)



⁷ 詳細は、2026年4月2日付 Economic Monitor 「米国経済：FRBは原油高の影響見極めのため利下げを休止」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3187/>

景気見通し: インフレ加速と金利高止まりにより、年央にかけて増勢鈍化

1～3月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は、財政支出の反動増（昨秋の政府閉鎖解消に伴うもの）に支えられ、+2%台半ばとなると予想する。しかしながら、景気の実勢を示す国内民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の合計）は+1%台前半にとどまり、2025年10～12月期の+1.8%から鈍化する見込みである。個人消費は、トランプ減税の還付支払い等による押し上げがあるものの、①雇用情勢の停滞、②ガソリン価格の高騰、③株価下落による資産効果の弱まりによって減速が続いたとみられる。住宅市場は、インフレ懸念の強まりを受けた長期金利の上昇が、需要を下押しした公算が大きい。一方、設備投資は、良好な企業の景況感や AI 関連需要の継続を背景に、堅調さを維持したとみられる。

先行きについて、「中東情勢は徐々に改善に向かい、原油価格は緩やかに下落する」との前提を維持する。ただ、そうした前提条件のもとでも、年央にかけて景気増勢はやや弱い状態が続くと予想する。個人消費は、トランプ減税による所得押し上げ、原油価格のピークアウト、株価の持ち直しがプラスに働く一方、輸送・原材料コスト増によるインフレの広がり下押しすると見込む。また、インフレへの警戒感から、FRB の利下げが夏以降に後ずれすることで長期金利が高止まりし、住宅投資やハイテク関連以外の設備投資の重石となるだろう。年央にかけての経済成長率は+1%台後半にとどまり、景気増勢が再び強まるのは、利下げの再開が視野に入る夏以降になると予想する。