

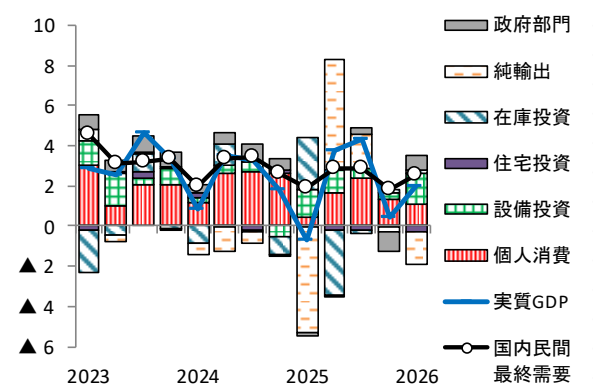
## 米国経済：インフレで消費足踏み、AI 投資の牽引が顕著（改定見通し）

米国ではエネルギー高を背景にインフレ圧力が強まっている。4月の消費者物価指数をみると、エネルギー高の影響はガソリン価格などが中心で2次的な波及は限定的にとどまっているが、企業のマインド調査では将来の消費者物価に波及し得る「仕入れ価格」が急激に上昇している。米国経済の屋台骨である個人消費は、トランプ減税の押し上げ効果がインフレによる実質所得の目減りで相殺され、増勢の弱い状況が続いている。一方で、AI関連を中心とする設備投資は堅調である。米国経済は全体として底堅さを維持しており、労働市場の悪化懸念も和らいでいる。こうした状況下で、FRBはインフレへの警戒姿勢を一段と強めており、FOMCメンバーからは利下げ継続を示唆するメッセージの修正を求める声も出ている。先行きは、原油価格が下落に向かう前提に立っても、夏ごろにかけてはインフレ加速が景気を下押しする状態が続くと予想する。景気が再び勢いを取り戻すには、インフレがピークアウトし、金利低下によって内需の重石が外れることが条件となろう。

## 1～3月期 GDP: AI 関連投資がけん引も、輸入依存の強さも確認

1～3月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率で+2.0%と前期（2025年10～12月期）の+0.5%から加速した（右図）。財政支出の反動増（昨秋の政府閉鎖による財政支出減を補う動き）（2025年10～12月期：▲5.6%→2026年1～3月期：+4.4%）が全体を押し上げた。また、米国景気の基調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）も+2.5%と前期の+1.8%から加速した。主因はAI関連などの設備投資の拡大だが、後述の通りその多くを輸入に依存したとみられ、米国経済の成長力としては割り引いて評価する必要があるだろう。

実質GDP成長率（季節調整値、年率、%、%pt）



(出所)CEIC

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は+1.6%（前期：+1.9%）と伸びが鈍化した。耐久財・非耐久財共に低迷した財消費（+0.3%→▲0.1%）に加え、サービス消費（+2.7%→+2.4%）も娯楽関連を中心に減速した。また、住宅投資（▲1.7%→▲8.0%）は、住宅ローン金利の高止まりを背景に需要の落ち込みが続いた。一方、設備投資（+2.4%→+10.4%）は堅調に拡大した。情報処理機器（+37.0%→+43.4%）やソフトウェアなどの知的財産投資（+5.4%→+13.0%）といったAI関連品目が全体を大きくけん引しており、AI関連の需要が米国経済の成長を支える構図となっている。

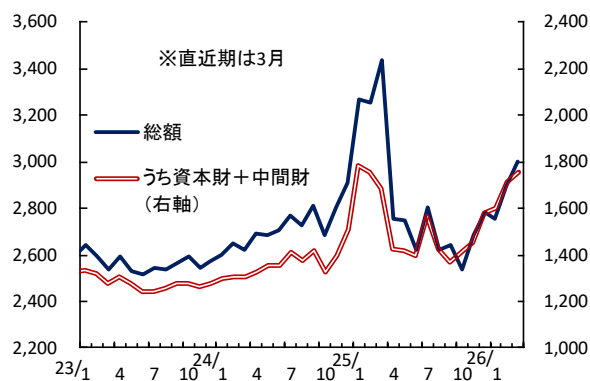
ただし、1～3月期のAI関連投資は輸入への依存度が大きかったとみられる。外需については、輸入（▲1.0%→+21.4%）が輸出（▲3.2%→+12.9%）を大幅に上回るペースで増加し、純輸入の悪化が成長率を▲1.3%pt程度押し下げた。輸入増の大部分は資本財と中間財を中心とする財（モノ）であり（右図）、設備投資のGDPの押し上げ寄与+1.39%ptのうち、ソフトウェア等を除く機械・構造物投資の大半は輸入で賄われたと推測される。特に、AI関連品目<sup>1</sup>の輸入増加幅は約190億ドルと試算され、財輸入の増加幅（640億ドル）の3分の1弱を占める。1～3月期のAI関連投資の拡大は、かなりの部分を輸入に依存しており、米国経済の自律的な拡大という点では割り引いてみる必要がある。

### 個人消費：インフレ加速で下押し圧力強まる

4月の個人消費は増勢の弱さが続いた。

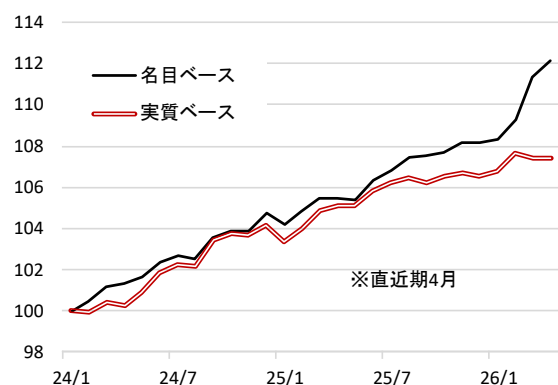
財（モノ）消費の指標となる小売・外食売上高は、4月に前月比+0.5%（3月：+1.6%）、変動の大きい自動車を除いたベースでも同+0.7%と堅調に増加した（右図）。もともと、価格高騰に伴うガソリン売上高の急増（3月前月比：+13.7%→4月：+2.8%）に押し上げられた面が強く、当社が推計<sup>2</sup>した物価上昇分を除いた実質ベースでは、4月は前月比+0.0%と3月（▲0.2%）から横ばいにとどまった（右図）。名目ベースの品目別動向をみると、スポーツ・玩具（+0.2%→+1.4%）やオンライン販売（+0.8%→+1.1%）などが堅調だった一方、衣料品（+0.5%→▲1.5%）や家具・家電（+2.1%→▲0.6%）などが減少に転じた。価格上昇を見据えた先回り購入の反動減が今後生じる可能性も考慮すると、財消費全体の増勢は弱まっていると考えられる。

米国の輸入額(季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC  
(注)通関ベースの財の輸入額。

小売・外食売上高(除く自動車、2024年初=100)

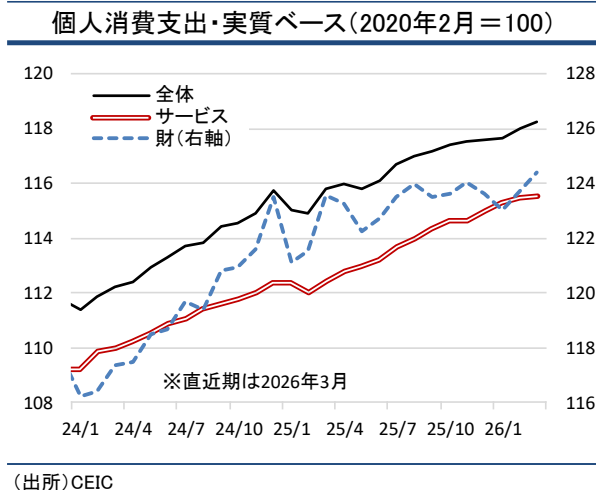


(出所)CEIC  
(注)実質ベースはシカゴ連銀・小売指数の消費者物価を用いて推計。

<sup>1</sup> コンピュータ・同部品、IC、電源設備などをAI関連と考えた。各系列は非季節調整値のため、公表されている財輸入の季節調整値を用いた季節調整係数により、各系列の季節調整値を算出した。また、品目別系列は2月までが公表されているため、3月は資本財と中間財の前月比を用いて推計した。

<sup>2</sup> シカゴ連銀が実質小売指数を算出する際に用いている消費者物価をもとに当社推計。

サービス消費も徐々に増勢が鈍化している。3月の実質サービス消費（個人消費支出（PCE）ベース）は前月比+0.1%と、2月（+0.1%）と同様に低い伸びとなった（右図）。内訳をみると、公共料金の下落幅拡大（2月前月比：▲0.8%→3月：▲2.7%）が全体を押し下げた。景気に敏感な旅行・飲食関連は、レクリエーション（▲0.5%→+0.4%）が持ち直す一方、交通サービス（+1.6%→▲0.5%）や飲食・宿泊（+0.2%→+0.0%）が低調であり、全体としては勢いに欠ける。4月以降も娯楽関連の減速は続いていると考えられる。調査会社 STR 公表のホテル稼働率は伸びが鈍化し（3月前年比：+2.1%→4月：+1.5%＜当社推計＞）、米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年比でマイナスに転じた（+1.7%→▲0.7%）。

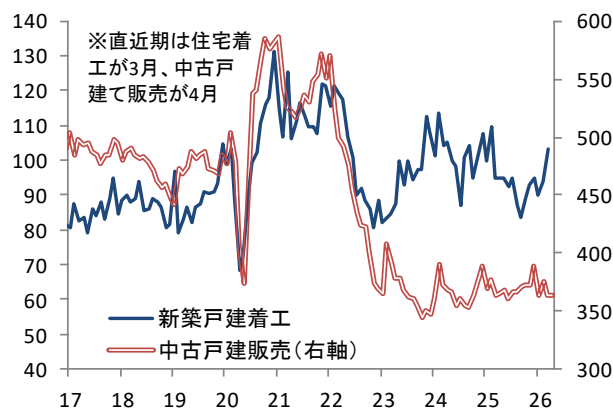


## 住宅投資:金利高止まりによる需要下押し継続

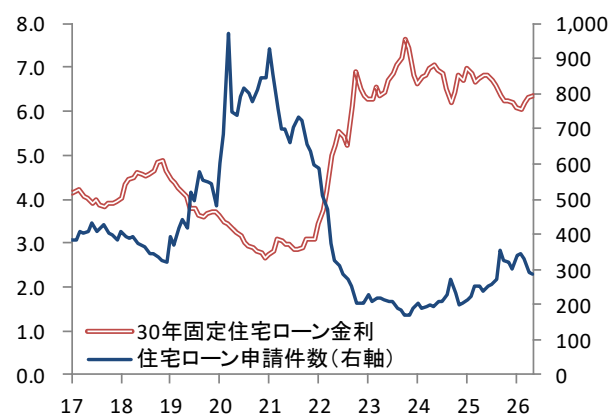
住宅市場では、4月の中古戸建販売が前月比+0.0%（3月前月比：▲3.2%）と横ばいにとどまった（左下図）。供給面をみると、3月の住宅着工戸数（戸建て）は厳冬による落ち込みの反動で前月比+9.7%と急増したものの（左下図）、先行指標である住宅許可件数は同▲3.8%と減少しており、基調としては伸び悩んでいる。3月以降は、インフレ懸念や利下げ観測の後退で住宅ローン金利が上昇基調にあり、需要を下押しする状況が続いている。

5月に入っても、金利高止まりによる需要下押し圧力に変化はない。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）（4月16日：6.3%→5月14日：6.4%）は幾分上昇し（右下図）、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）の5月平均（現時点）は288と、直近ピークの2月平均（347）から減少が続いている（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）は、5月が37と4月（34）から幾分改善したが、好不況の節目である50を大きく下回る水準から脱していない。

新築戸建着工と中古戸建販売(季節調整値、年率万戸)



住宅ローン金利(%)と申請件数(1996年3月=100)



## 企業部門:景況感は引き続き良好、コスト上昇圧力に強い懸念

4月の企業の景況感は、製造業・非製造業ともに良好な状態を維持した。

景況感の指標となるISM指数をみると、製造業は4月が52.7と3月(52.7)から横ばいとなり、拡大・縮小の境目である50を上回り続けている(右図)。足元の「生産」(3月:55.1→4月:53.4)は低下したものの、先行きの需要を示す「新規受注」(53.5→54.1)は上昇した。一方、非製造業のISM指数は4月が53.6と3月(54.0)からおおむね横ばいで堅調さを維持した(右図)。内訳では、「新規受注」(60.6→53.5)が低下した一方、「事業活動」(53.9→55.9)が上昇した。

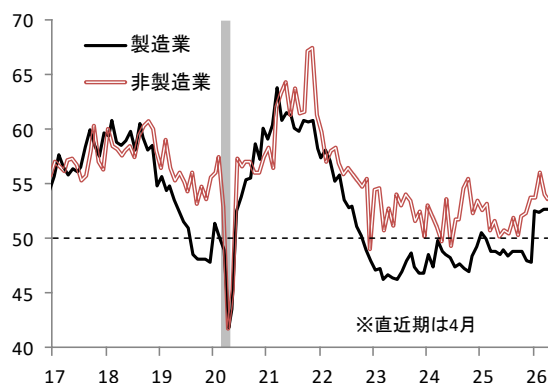
懸念されるのは、中東情勢悪化に伴うエネルギー高が、企業間の物価上昇圧力を急激に強めている点である。企業間の価格動向を示す「仕入れ価格」は、製造業(3月:78.3→4月:84.6)がコロナ禍の財インフレがピークに達した2022年春以来の水準へ急上昇し、非製造業(70.7→70.7)も高止まりしている(右図)。企業のコメントでも、「化学製品」「金属加工製品」「運輸・倉庫」「公益事業」などで、輸送・原材料コストの上昇による需要圧迫への懸念が示されている。企業間の物価上昇圧力が消費者物価に波及するまでには数か月を要することが多い<sup>3</sup>。今後、企業がコスト増を価格転嫁できなければ収益悪化を通じて雇用に悪影響が及び、逆に、価格転嫁が進めばインフレ圧力となって最終需要を下押しする。エネルギー高が实体经济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:労働需要は低位安定

4月は底堅い労働需要を背景に、雇用悪化懸念は引き続き和らいだ。

4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は前月差+11.5万人と底堅く増加した(右図)。単月の変動を均した3か月平均でも+4.8万人の伸びとなっている。現在、外国人労働者などの労働供給の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

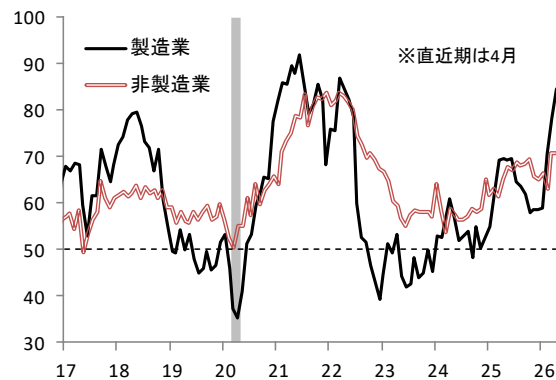
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドウは景気後退期。

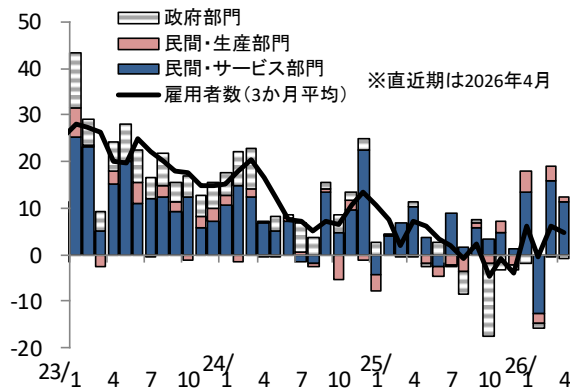
ISM製造業・非製造業指数(仕入れ価格、%)



(出所)CEIC

(注)シャドウは景気後退期。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



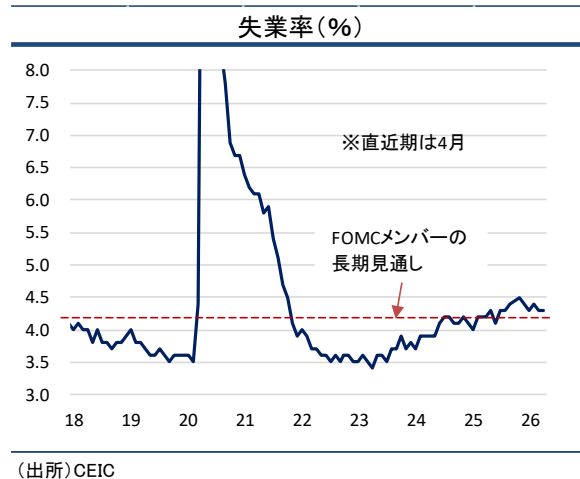
(出所)CEIC

<sup>3</sup> 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/>

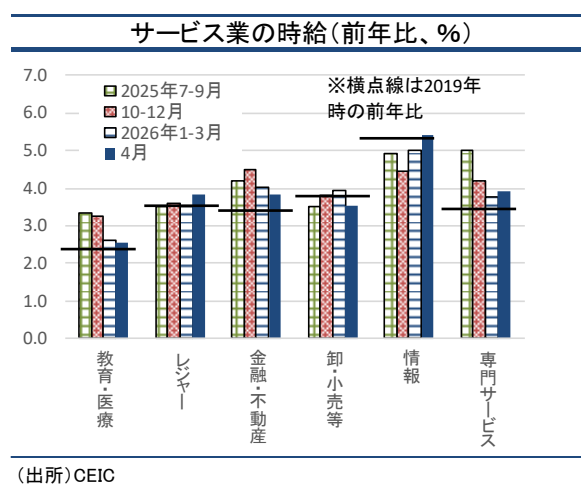
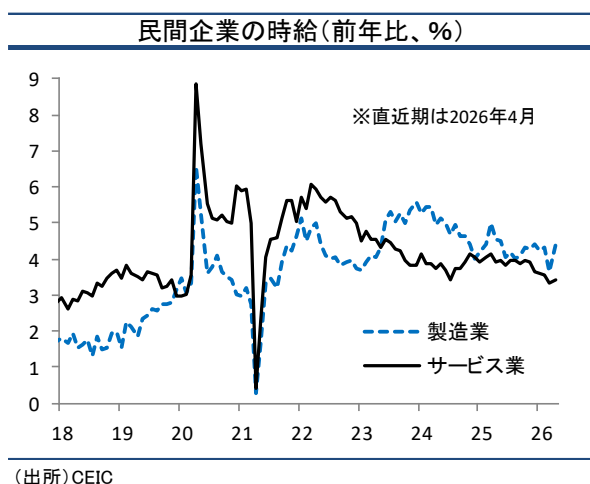
レイクイーブン雇用者数<sup>4</sup>と呼称) はゼロ近辺と推計されている。これを踏まえると、足元の雇用増のペースは、失業率を上昇させず、労働市場の安定化につながるものと考えられる。

業種別では、民間部門 (3月: +19.0万人→4月: +12.3万人) がペースを鈍化させつつも堅調に増加した。生産部門 (+3.3万人→+1.0万人) とサービス部門 (+15.7万人→+11.3万人) とともにプラスを維持している。サービス部門の内訳では、教育・医療 (+9.1万人→+5.4万人) が引き続き堅調だったほか、輸送・倉庫 (+2.1万人→+3.0万人) や小売 (+1.9万人→+2.2万人) の増加が全体を押し上げた。

労働需給は、4月の失業率が4.3%と3月(4.3%)から横ばいとなり、需給悪化懸念は和らいだ(右図)。ただし、中高齢者を中心とした労働参加率の低下(2月: 62.0%→3月: 61.9%→4月: 61.8%)が失業率を押し下げている面もあり、労働市場が改善方向に転じたとみるのは早計である<sup>5</sup>。企業の労働需要には弱さが残る。3月の求人率(求人件数/＜就業者数+求人件数＞)は4.1%と、2月(4.2%)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、処遇改善等を見込んだ転職動向を示す「自己都合での離職率」は2.0%、企業の「採用率」は3.5%と、いずれもコロナ禍前の2019年平均(自己都合での離職率: 2.3%、採用率: 3.9%)を下回っており、企業の採用意欲は依然として慎重である。



賃金動向については、4月の民間部門時給が前年比+3.6%(3月: 3.4%)と伸びを高めた。製造業(1月前年比: +3.7%→2月: +4.4%)とサービス業(+3.3%→+3.4%)ともに伸びを高めた(左下図)。もっとも、数か月単位のトレンドでみると、サービス業の賃金上昇率はコロナ禍前の水準で安定しつつあり(右下図)、賃金由来のインフレ再燃の兆しは窺えない。



<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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/>

**物価:エネルギー価格が加速し、航空運賃などへの波及も続く**

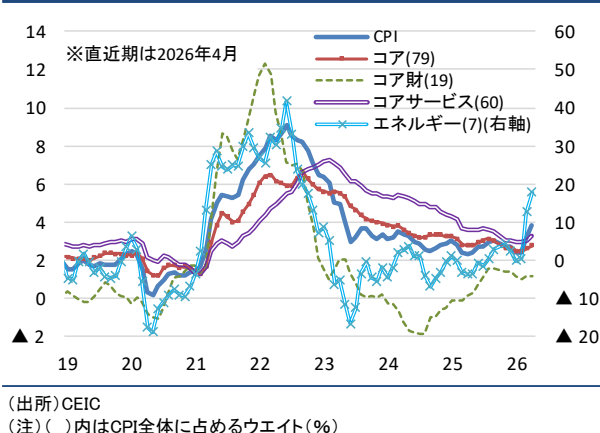
4月の消費者物価は、エネルギー価格の急騰が引き続き全体を押し上げた。

4月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.8%（3月：+3.3%）と引き続き加速した（右図）。ガソリン価格（3月前年比：+18.9%→4月：+28.4%）を中心としたエネルギー価格の急騰（+12.5%→+17.9%）が全体を強く押し上げた。また、食品・エネルギーを除くコア指数も、エネルギー高の一部品目への波及や昨年の政府閉鎖に関連する統計処理の影響が加わり、4月の前年比は+2.8%（3月：+2.6%）と幾分加速した。

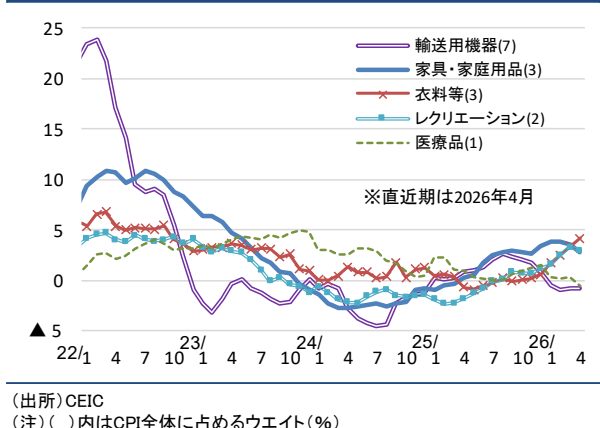
コア指数の内訳をみると、財（コア財）は前年比+1.1%と3月（+1.2%）から幾分減速した（右上図）。トランプ関税の影響を受けやすい品目では、衣料等（3月前年比：+3.4%→4月：+4.2%）が加速を続けた一方、レクリエーション用品（+3.3%→+3.0%）や家具・家庭用品（+3.6%→+2.8%）が減速するなどまちまちであり、価格転嫁の動きはピークを過ぎたことが窺える（右図）。もっとも、今後はエネルギー高に伴う輸送・原材料コストの転嫁が見込まれる。財価格はコロナ禍前の伸び（0%程度）と比べて高い上昇率が続く公算が大きい。

コア指数のサービス（コアサービス）は前年比+3.3%と3月（+3.0%）から加速した。航空燃料費の高騰を受けた航空運賃の引き上げ（3月前年比：+14.9%→4月+20.7%）が運輸全体を押し上げた（+4.1%→+4.3%）。また、コアサービスの半分強のシェアを占める住居費も、主要品目である家賃（+2.6%→+2.8%）と帰属家賃（+3.1%→+3.3%）の伸びが高まり、前年比+3.3%と3月（+3.0%）から加速した（右図）。ただし、これは、昨秋の政府閉鎖に伴う統計上の問題で低く推計されていた影響が剥落した面があり<sup>6</sup>、割り引いてみる必要がある。住居費以外のサービス価格は、レクリエーション（+1.6%→+1.9%）が加速した一方、医療（+3.7%→+3.2%）が伸びを縮めるなど全体として横ばい圏内にある。賃金由来のサービスインフレに加速感は窺えない。

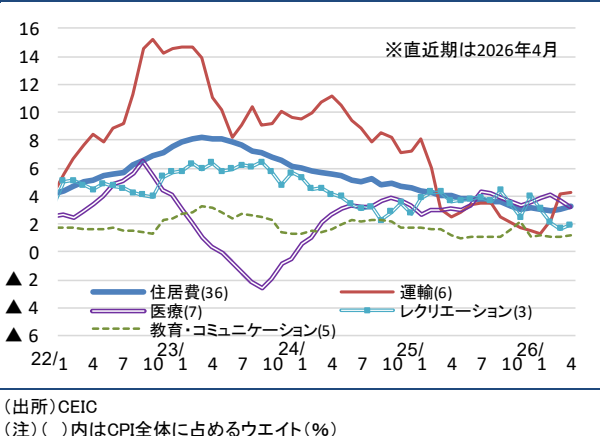
インフレ率の推移(前年比、%)



コア財(前年比、%)



コアサービス(前年比、%)



<sup>6</sup> 詳細は 2025 年 12 月 22 日付 Economic Monitor 「米国経済：雇用悪化が景気を下押しする局面へ（改定見通し）」参照。  
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/3071/>

**金融政策：エネルギー高の影響懸念から、FRB のタカ派姿勢さらに高まる**

4月28～29日のFOMCでは、政策金利が3.50～3.75%に据え置かれた。ただ、政策決定に対して4人のFOMCメンバーが反対票を投じる異例の展開となった。反対票のうち1人はミラン理事でこれまで通り利下げを主張した。残りの3人は金利据え置きには賛成しつつも、声明文に利下げ継続を示唆する「緩和バイアス」を残すことに反対した。具体的には、フォワードガイダンスとして発表する内容に関して、利上げの可能性も含めて記載するよう主張したとみられる。FOMC全体としては、雇用悪化への懸念が後退し、インフレへの警戒姿勢を強めていることが示唆される。

会合後の記者会見でパウエル議長は、5月15日の議長任期満了後も、自身に対する捜査が透明性をもって完全に終結するまでは理事として留任する意向を示した。背景にはFRBの独立性に対する問題意識があり、トランプ政権の政治圧力に対する防波堤となる意思があると考えられる。パウエル氏はFRBへの法的脅威に言及し、中央銀行の独立性が「危機に瀕している」と警告した。

近日中にはトランプ大統領の指名を受けたウォーシュ元FRB理事が新議長に就任する見込みである。もともと、ウォーシュ新体制下でも直ちに金融政策方針が転換されることはなく、当面はエネルギー高の影響を見極める姿勢が維持される公算が大きい。4月FOMCで示された通り、連銀総裁らのタカ派姿勢は一段と強まっており、FOMC全体の重心もインフレ警戒へとシフトしている。雇用市場に安定感があり、インフレ関連指標に加速感がみられる間は、利下げ再開のハードルは高いと考えられる。

**景気見通し：中東情勢混乱を背景に、夏まではインフレ加速が景気を下押し**

先行きの米国経済について、前提となる中東情勢は「徐々に改善に向かい、原油価格は緩やかに下落する」とのメインシナリオを維持する。ただし、情勢改善の時期は当初の見通しより後ずれしており、夏ごろにかけてはエネルギー高に伴うインフレ加速が景気を下押しする状況が続くだろう。

景気の屋台骨である個人消費は、トランプ減税による押し上げ効果と、雇用鈍化とエネルギー高によるインフレ加速という下押し圧力が交錯している。中東情勢の不透明感から、エネルギー価格は少なくとも2～3か月は高止まりする可能性が高い。インフレによる下押し圧力を受け、夏ごろまでは個人消費の増勢は弱い状態が続くとみられる。株価上昇による資産効果の下支えはあるものの、個人消費の伸びは前年比で+2%程度を維持するのがやっとなと予想される<sup>7</sup>。

住宅市場も、インフレ懸念に伴う長期金利の高止まりが必要を下押しする公算が大きい。さらに、エネルギー高が輸

米国経済見通し

|       | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| GDP   | 2.8    | 2.1    | 2.1    | 2.0    |
| 個人消費  | 2.9    | 2.6    | 1.9    | 2.0    |
| 設備投資  | 2.9    | 4.1    | 5.1    | 2.7    |
| 住宅投資  | 3.2    | ▲2.2   | ▲3.0   | 1.6    |
| 在庫投資  | (▲0.0) | (▲0.1) | (▲0.0) | 0.1    |
| 純輸出   | (▲0.5) | (▲0.2) | 0.0    | (▲0.2) |
| 輸出    | 3.6    | 1.6    | 4.1    | 1.6    |
| 輸入    | 5.8    | 2.7    | 2.8    | 2.1    |
| 政府消費  | 3.3    | 0.6    | 0.6    | 1.0    |
| 公共投資  | 5.9    | 3.2    | 0.9    | 1.6    |
| 失業率   | 4.1    | 4.5    | 4.2    | 4.1    |
| PCEコア | 3.0    | 3.0    | 3.0    | 2.2    |
| 長期金利  | 4.4    | 4.1    | 4.2    | 4.1    |

(出所) CEIC, BEA

(注1) オレンジ色の部分は伊藤忠総研予測

(注2) 在庫投資、純輸出はGDPへの寄与度

(注3) 失業率、PCEコア前年比、長期金利は年末値

<sup>7</sup> 詳細は2026年5月7日付 Economic Monitor 「米国経済：個人消費は雇用停滞で増勢鈍化、株価調整による下方リスク」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3225/>

送・原材料コストの上昇を通じて住宅価格や関連商品の価格を押し上げ、需要回復の勢いを削ぐことが想定される。

一方、設備投資はグローバル需要を背景に、AI 関連が堅調さを維持するとみられる。IEEPA（国際緊急経済権限法）に基づくトランプ関税が違憲となったことに伴う還付金支払いも、企業の資金環境を改善させ、設備投資の追い風となる。AI 関連を中心とした企業の良好な収益環境は、株価上昇による資産効果を通じて個人消費を下支えするだろう。

これらを踏まえると、夏ごろまでは個人消費の増勢が弱いものの、設備投資の下支えにより前期比年率で+2%程度の成長を維持すると見込まれる。ただし、その間には中東情勢の悪化やインフレ加速、金利の高止まりなどが株価の調整を招き、資産効果が弱まるリスクに注意が必要である。その後、インフレがピークアウトすれば個人消費が勢いを取り戻し、利下げ再開が視野に入ること、住宅投資や設備投資にも追い風が吹くと予想する。