

## 米国経済：底堅い景気が続く中、懸念される今後のインフレの広がり

米国では雇用情勢が安定感を増しており、個人消費は高所得者頼みの状況から、中低所得者層の所得改善にも支えられる状況に戻る兆しがある。その背景として、AI ブームによる堅調な設備投資や AI 関連株の上昇が景気を押し上げ、労働市場の改善につながっていると考えられる。物価面をみると、エネルギー高が消費者物価に及ぼす影響は、現時点ではガソリン価格や航空運賃など直接的なものが中心である。もともと、企業間のインフレ圧力は強く、内需の底堅さも後押しとなって、先行きは幅広い財・サービスへ価格転嫁が広がる公算が大きい。FRB はインフレ警戒感を一層強めており、これまでの利下げ継続の方向性から、利上げも選択肢に含めたスタンスへの明確にシフトした。米国経済は、4～6 月期に底堅い内需に支えられて+2%超の成長となった後、年後半はエネルギー価格の下落による景気押し上げと、金利高止まりによる景気の下押しが相殺し合う状況が続くことが見込まれる。

### 金融政策:FOMC 見通しは一段とタカ派化も、ウォーシュ新議長による現状の景気・物価認識の示唆は限定的

6月16～17日のFOMCでは、政策金利を3.5～3.75%に据え置くことが決定された。声明文からは今後の緩和方向を示す表現が削除され、利上げへの転換も視野に入れていることが示唆された。ウォーシュ新FRB議長は会合後の記者会見で、景気や物価の認識について、後述するFOMCメンバーの経済見通しの結果を述べるにとどめ、その背景や自身の考えについての説明は限定的であった。一方で、FRBのコミュニケーションや既存データの活用などに関する5つのタスクフォースを立ち上げ、業務の見直しを図ることを強調した。特にコミュニケーションに関しては、声明文から先行き指針（フォワードガイダンス）の文言が削られたほか、経済見通しにおいてウォーシュ氏自身が政策金利の予想を行わなかったと説明するなど、早くも変化が起きていることが示された。

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）。PCEデフレーターとコアPCEデフレーターは、エネルギー高の深刻化を反映し、2026年第4四半期（前年同期比）の見通しが大幅に上方修正された（PCE：3月時点+2.7%→今回+3.6%、コアPCE：+2.7%→+3.3%）。コアPCEデフレーターの上昇率は2027年分も相応に上方修正されており、価格転嫁の長期化が予想されている。一方、実質GDP成長率や失業率の見通しは大きく変わらなかった。AIブームによる需要増が、インフレ再燃による景気の下押し圧力を相殺していることが窺える。

FOMC参加者の見通し(中央値)

	FOMC参加者の見通し(中央値)			
	(%)			
	2026	2027	2028	長期
経済成長率	2.2	2.3	2.2	2.0
(3月予想)	2.4	2.3	2.1	2.0
失業率	4.3	4.3	4.2	4.2
(3月予想)	4.4	4.3	4.2	4.2
PCEデフレーター	3.6	2.3	2.0	2.0
(3月予想)	2.7	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	3.3	2.5	2.1	—
(3月予想)	2.7	2.2	2.0	—
政策金利	3.8	3.6	3.4	3.1
(3月予想)	3.4	3.1	3.1	3.1

(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

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。

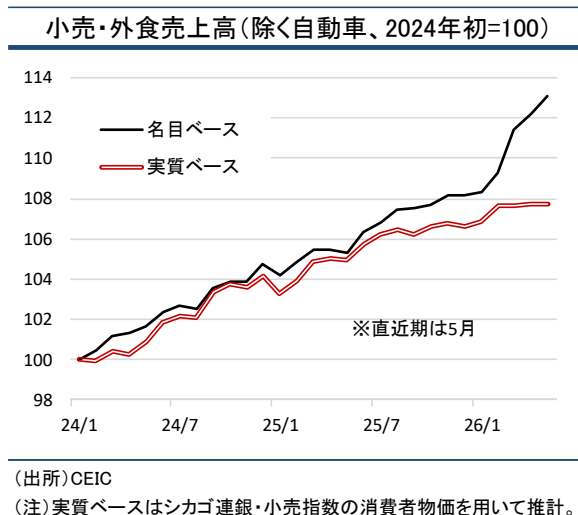
政策金利の見通し（中央値）も大幅に引き上げられた（2026年末：3月時点 3.4%→今回 3.8%、2027年末：3.1%→3.6%、2028年末：3.1%→3.4%）<sup>1</sup>。現在の政策金利は 3.6%（3.5～3.75%）であるため、年内は利上げ方向にあり、来年以降は再び緩やかな利下げ方向に戻る事が示唆された。もっとも、これは FOMC 参加者 19 人のうち、ウォーシュ氏を除いた 18 人の予想中央値である。2026 年に 0.25%pt 以上の利上げを予想した参加者が 9 人いる一方で、据え置きまたは 0.25%pt の利下げを予想した参加者も 9 人おり、意見が真っ二つに分かれている。なお、FOMC 参加者 19 人のうち政策決定の投票権を持つメンバーは 12 人<sup>2</sup>だが、毎年投票権を持つ 7 人の FRB 理事とニューヨーク連銀総裁は、過去の言動から中立派ないしハト派が多いと考えられる。したがって、投票権を持つ参加者に限れば、年内は金利据え置き、来年以降は利下げ方向との予想が過半を占めていた可能性が高い点には留意が必要である。

当社は、年内の政策金利は据え置かれると予想している。足元で原油価格がピークアウトしたことを受け、夏以降の CPI や PCE デフレーターの上昇率は縮小していくと見込まれる。ただし、様々な財やサービスへの価格転嫁はその後も続くため、コアインフレ率の低下は年末近くになるだろう。そのため FRB は、引き締め的な金利水準を維持する必要があると判断するとみられる。FRB が利上げに踏み切るとはリスクシナリオと位置づけているが、その可能性は高まっている。現状、インフレ予想や賃金上昇率はいずれも比較的落ち着いているものの、高インフレが 5 年以上続く中では、これらを抑制しきれないリスクを軽視できない。また、AI ブームを背景に、生産性の向上に先行して設備投資の加速や株高による資産効果が需要を押し上げ、ややインフレ気味に作用している<sup>3</sup>こともリスクを高めている。インフレ予想の上昇や賃金インフレが顕在化すれば、輸送・原材料コストなどの価格転嫁が想定以上に強く、かつ長期化する恐れがあるため注意が必要である。

## 個人消費：インフレと減税効果が相殺し、一進一退ながらも比較的底堅い動き

5 月の個人消費は減速圧力を受けながら、比較的底堅く推移している。

財（モノ）消費の指標となる小売・外食売上高は、5 月に前月比+0.9%（4 月：+0.4%）となり、変動の大きい自動車を除いたベースでも同+0.8%と堅調に増加した（右図）。もっとも、価格高騰に伴うガソリン売上高の急増（4 月前月比：+2.4%→5 月：+3.4%）に押し上げられた面が強い。当社が推計<sup>4</sup>した物価上昇分を除く実質ベースでは、5 月は前月比+0.0%となり、4 月（+0.0%）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、衣料品（▲0.6%→+0.3%）や家具・家電（▲0.3%→+0.4%）が増加に転じた一方、スポーツ・玩具（+1.7%→+0.3%）や飲食料品（+0.7%→+0.0%）などは増勢が



<sup>1</sup> ウォーシュ議長は、金利予想に関し、世界情勢の急速な変化を受けて謙虚に修正していくことが望ましいとの見方を示した。そのうえで、現在のような金利予想が有益でないこと、金利予想を含めた情報発信が見直される見込みであると述べた。

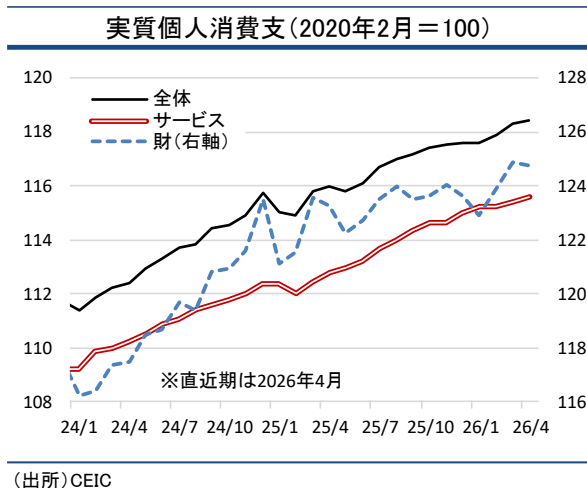
<sup>2</sup> FOMC で金融政策の投票権を持つのは、FRB 理事 7 名、ニューヨーク連銀総裁、その他の地区連銀総裁 4 名の 12 名である。ニューヨーク連銀以外の 11 の地区連銀総裁は毎年 4 名が 1 年交代で投票権を持つ。

<sup>3</sup> 詳細は、2026 年 6 月 12 日付 Economic Monitor 「米国経済：AI ディスインフレ論に逆行するインフレ圧力」参照。  
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3273/>

<sup>4</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。

鈍化した。トランプ減税による消費の押し上げ効果と、インフレによる下押し圧力が相殺し合っている状況にある。

サービス消費は一進一退の状況にある。4月の実質サービス消費（個人消費支出（PCE）ベース）は前月比+0.2%と底堅く増加した。2月が+0.0%、3月が+0.1%と低位の伸びにとどまった後、やや加速している（右図）。内訳をみると、公共料金支払いの減少（3月前月比：▲1.3%→4月：▲0.9%）が引き続き全体を押し下げた。一方、景気に敏感な旅行・飲食関連はやや持ち直した。レクリエーション（+0.2%→+1.1%）が加速したほか、飲食・宿泊（+0.0%→+0.2%）がプラス幅を幾分拡大し、交通サービス（▲0.4%→▲0.2%）もマイナス幅が縮小した。ただし、5月は娯楽関連の増勢が再び鈍化したと考えられる。調査会社STR公表のホテル稼働率は伸びが鈍化し（4月前年比：+1.5%→5月：+1.1%<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ている（▲0.7%→▲0.8%）。

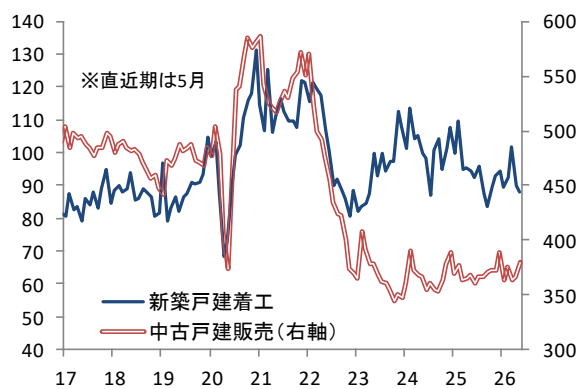


**住宅投資:金利高止まりによる需要下押し継続**

住宅市場では、5月の中古戸建販売が前月比+3.5%（4月：+0.8%）と増加した（左下図）。一方、供給面をみると、5月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比▲1.9%（4月：▲11.6%）と減少が続いている（左下図）。単月の動きを均せば、需要・供給ともにおおむね横ばいの状況が続いており、回復の勢いは弱い。インフレ懸念や利下げ観測の後退によって住宅ローン金利の高止まりが続いており、需要を下押ししている。

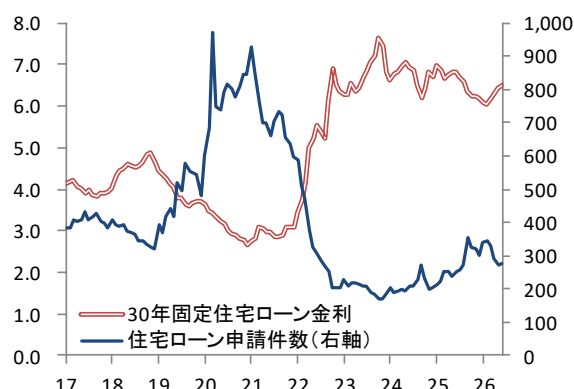
6月以降も、金利高止まりによる需要下押し圧力に変化はない。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は高水準のまま横ばいとなっている（5月14日：6.4%→6月18日：6.5%、右下図）。また、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）の6月平均（現時点）は275と、直近ピークの2月平均（347）から減少したまま横ばいで推移している（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表）は、6月が35と5月（37）から幾分悪化し、好不況の節目である50を大きく下回る水準から脱していない。

新築戸建着工と中古戸建販売(季節調整値、年率万戸)



(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:景況感は需要の堅調さを維持するも、インフレ懸念が併存

5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5月が54.0と4月（52.7）から上昇し、拡大・縮小の境目である50を5か月連続で上回った（右図）。足元の「生産」（4月：53.4→5月：54.3）と先行きの需要を示す「新規受注」（54.1→56.8）がいずれも上昇しており、製造業の業況は良好である。また、非製造業のISM指数も5月が54.5と4月（53.6）から上昇し、堅調さを維持した（右図）。こちらも、足元の「事業活動」（55.9→57.7）と「新規受注」（53.5→57.3）がいずれも上昇している。エネルギー高を受け、先行きの価格上昇を見据えた先回り購入が生じている可能性はあるものの、それを差し引いても業況は底堅いと考えられる。

中東情勢の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状況に変わりはない。企業間の価格動向を示す「仕入れ価格」をみると、製造業（4月：84.6→5月：82.1）は幾分低下したものの、コロナ禍の財インフレがピークに達した2022年春以来の高水準が続いている。非製造業（70.7→71.3）については上昇した（右図）。企業のコメントでも、エネルギー高を受けたコスト増と、それに伴う価格上昇圧力や需要圧迫への懸念が強まっている。懸念を持つ業態は、製造業では「輸送用機器」「機械」「化学製品」「コンピュータ・電子製品」など、非製造業では「宿泊・飲食サービス」「情報通信」「運輸・倉庫」などと、4月よりも業種が拡大していることが窺える。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>5</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。エネルギー高が実体経済にどのような経路で影響を及ぼすか、引き続き注視が必要である。

ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

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。

<sup>5</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/>

## 雇用情勢:労働需要と供給がともに改善し、ひっ迫感なき雇用拡大

5月の雇用情勢は、労働需要の底堅さが窺える内容となった。

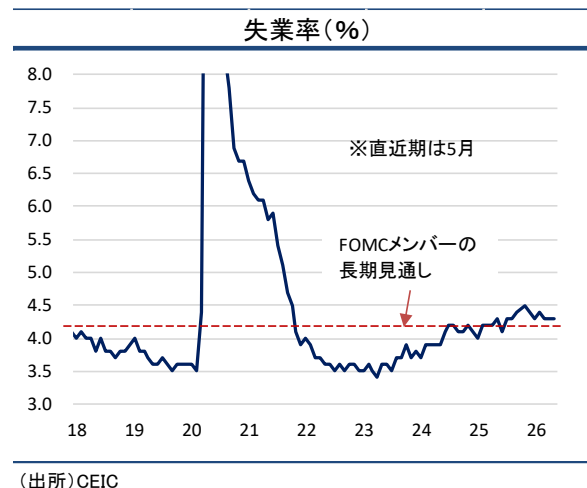
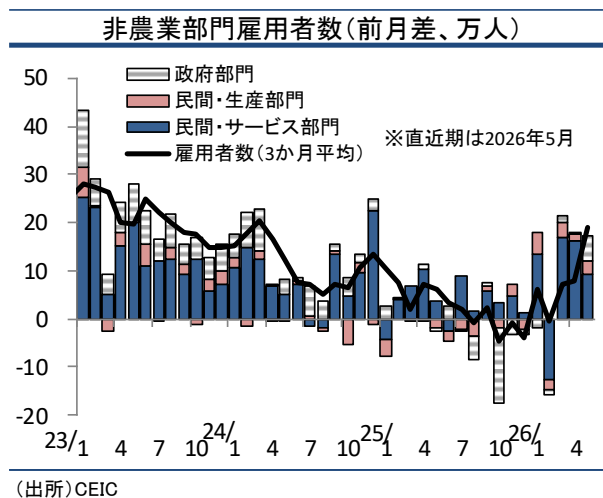
5月の雇用統計（事業所調査）によると、非農業部門全体の雇用者数は前月差+17.2万人と堅調に増加した（右図）。また、3月および4月分がそれぞれ上方修正された（3月：+18.5万人→+21.4万人、4月：+11.5万人→+17.9万人）。その結果、単月の変動を均した3か月平均でも+18.8万人の伸びとなり、2024年3月以来の高水準となった。労働需要は5月にかけて改善したという見方が強まった。

業種別では、政府部門（4月前月差：+0.2万人→5月：+5.2万人）の雇用者数が大幅に伸びを高めた。民間部門

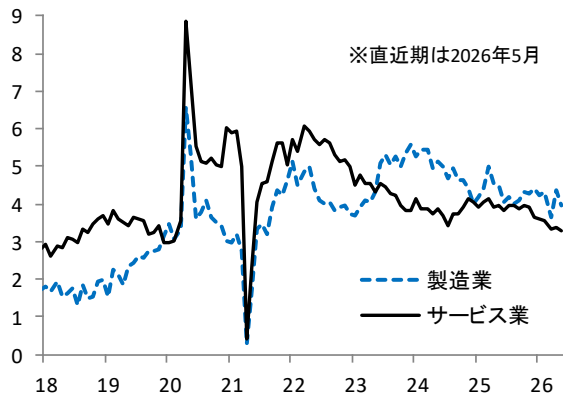
（+17.7万人→+12.0万人）をみると、生産部門（+1.4万人→+2.8万人）のプラス幅が拡大した一方、サービス部門（+16.3万人→+9.2万人）はペースが鈍化しつつも底堅く増加した。サービス部門の内訳では、教育・医療（+5.4万人→+4.0万人）の伸びが幾分鈍化したものの、レジャー（+3.0万人→+7.0万人）が拡大し、全体を押し上げた。ただし、レジャーにおける雇用者数の拡大は、メモリアル・デー（戦没将兵追悼記念日）が例年より早かったという特殊要因が寄与しているとみられ、6月以降の反動減には注意が必要である。

労働需給については、5月の失業率が4.3%と4月（4.3%）から横ばいとなり、需給悪化の懸念は引き続き和らいでいる（右図）。堅調な労働需要にもかかわらず失業率が横ばいとなった背景には、労働供給の改善がある。労働供給の指標となる労働力人口は5月に+8.3万人となった。労働参加率は横ばい（4月：61.8%→5月：61.8%）だったものの、外国人労働者数の前年比マイナス幅が縮小傾向にあること（3月：▲0.9%→4月：▲0.5%→5月：▲0.3%）が寄与している。そのため、労働需給のひっ迫感は依然として薄い。別途公表された雇用動態調査（JOLTS）でも、3月の求人数は大幅に増加したものの、企業の「採用率」や転職動向の活況度を示す「自己都合での離職率」は低位で推移しており、企業の採用目線は依然として厳しいと考えられる。労働需給は過熱している状況にはなく、安定感を高めていると考えるべきであろう。

こうした状況下での賃金動向をみると、5月の民間部門時給は前年比+3.4%（4月：+3.6%）と伸びが低下した。製造業（4月前年比：+4.4%→5月：+4.0%）とサービス業（+3.4%→+3.3%）のいずれも伸びが鈍化している（次ページ左上図）。数か月単位のトレンドでも、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（次ページ右上図）、賃金由来のインフレ再燃の兆しは窺えない。

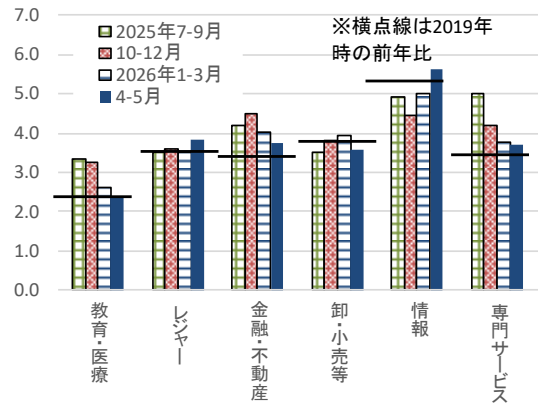


民間企業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

サービス業の時給(前年比、%)



(出所)CEIC

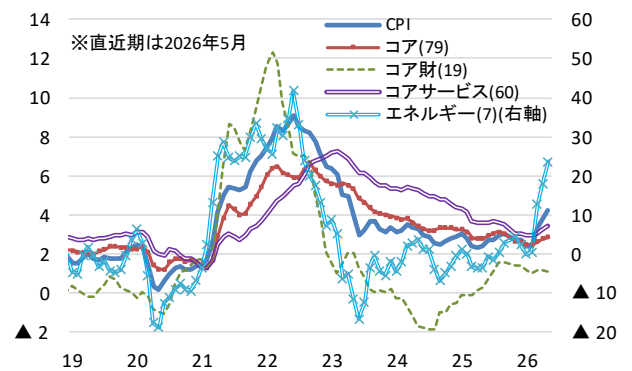
**物価:エネルギー高で全体は加速も、幅広い財・サービスへの波及は現時点で限定的**

5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。エネルギー高の幅広い財・サービスへの波及は、現時点では限定的にとどまった。

5月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.2%(4月:+3.8%)と引き続き加速した(右図)。ガソリン価格(4月前年比:+28.4%→5月:+40.5%)を中心としたエネルギー価格の急騰(+17.9%→+23.5%)が全体を強く押し上げている。また、食品・エネルギーを除くコア指数は、宿泊費など一部のサービス価格が伸びを高めたことから、5月は前年比+2.9%(4月:+2.8%)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4月(+1.1%)から横ばいとなった(右上図)。ランプ関税の影響を受けやすい品目では、衣料等(4月前年比:+4.2%→5月:+4.8%)が加速を続けた一方、レクリエーション用品(+3.0%→+2.6%)や家具・家庭用品(+2.8%→+2.4%)が減速するなど動きはまちまちであり、価格転嫁の動きはピークを過ぎたことが窺える(右図)。現時点で、エネルギー高に伴う輸送・原材料コストの影響は目立たないが、今後は価格転嫁が進むと見込まれるため注視が必要である。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。

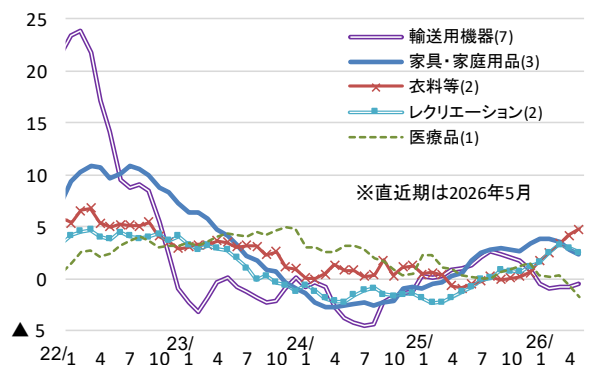
インフレ率の推移(前年比、%)



(出所)CEIC

(注)( )内はCPI全体に占めるウエイト(%)

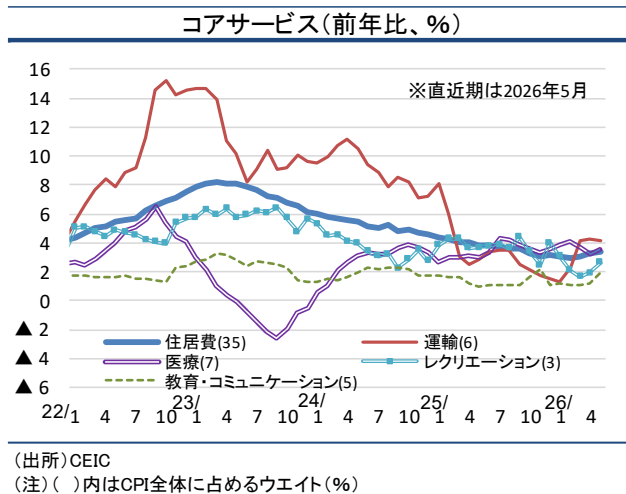
コア財(前年比、%)



(出所)CEIC

(注)( )内はCPI全体に占めるウエイト(%)

コア指数のサービス（コアサービス）は前年比+3.4%と、4月（+3.3%）から幾分加速した。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、宿泊費（4月前年比：+4.3%→5月：+5.1%）が加速したことなどから、前年比+3.4%と4月（+3.3%）から伸びが幾分高まった（右図）。住居費以外のサービス価格をみると、航空燃料費の高騰を受けた航空運賃の引き上げ（+20.7%→+26.7%）が続いたものの、自動車保険が下落（+0.2%→▲2.0%）に転じたことなどから、運輸全体のプラス幅は縮小した（+4.3%→+4.1%）。一方、レクリエーション（+1.9%→+2.6%）、医療（+3.2%→+3.6%）、教育・通信（+1.1%→+1.9%）などが伸びを高めた。賃金由来のサービスインフレへの懸念は依然小さいと考えられるが、輸送コストなどエネルギー高に伴うコスト転嫁の兆しがあることには注意が必要である。



### 景気見通し: 高インフレ下や金利高の逆風下でも、内需は全体として底堅さを維持

米国経済の先行きを見通す上で、前提となる中東情勢に関しては「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、情勢改善の時期は当初の見通しより後ずれした。その結果、エネルギー高により上昇した輸送・原材料コストは、秋ごろにかけて様々な財・サービスに価格転嫁され、その後は影響が和らぐ見通しにある。

他方で、AIブームによる投資需要は想定以上に強く、景気を押し上げている。また、景気改善を受けた雇用情勢の持ち直しは、堅調なAI関連株による資産効果も相まって、個人消費の底堅さにつながっているとみられる。4~6月期の成長率は、高インフレ下にあっても底堅い内需に支えられ、+2%超の成長になる可能性が高まっている。

年後半は、FRBのタカ派スタンスを受けた金利の高止まりが住宅投資や設備投資の向かい風となる。その一方で、ガソリン価格などがピークアウトしていることから、個人消費に追い風が吹くことで景気は支えられるだろう。その結果、年を通じて景気的大幅な減速は避けられ、+2%程度の成長が維持される見通しである。