

米国経済：インフレ懸念は幾分緩和、長期金利の高止まりが重石に

6月の消費者物価では、ガソリン価格の下落だけでなく、幅広い財・サービス価格の伸びも鈍化した。家計の実質購買力が改善し、財(モノ)消費を中心に個人消費が持ち直したほか、企業のコスト上昇懸念も幾分和らいだとみられる。また、労働市場は需給のバランスがとれ、安定感が強まっている。そうした中でも、FRBがタカ派姿勢を維持しており、長期金利の高止まりを通じて、追加利上げがなくても金融引き締め効果が生じている。年後半は、原油価格が一頃より下落したことが個人消費などの追い風となる一方、長期金利の高止まりが投資需要を下押しし、実質GDP成長率は+2%程度で一進一退の推移となることが見込まれる。先行きのリスクとしては、①原油高の再燃、②AIブームを受けたIT関連財の供給制約に伴う価格上昇、③原材料コストの価格転嫁の加速が挙げられる。インフレ圧力が強まれば、金利水準の一段の切り上がりを伴って、内需への下押し圧力が強まるだろう。

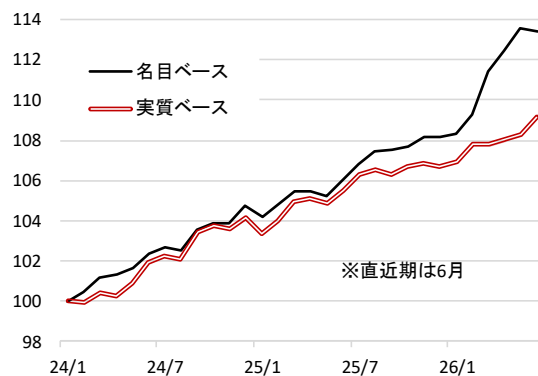
個人消費：ガソリン価格下落を背景に、財消費の増勢強まる

6月の個人消費は、ガソリン価格の下落を受けて実質購買力が改善し、財(モノ)消費の増勢が強まった。

財消費の指標となる小売・外食売上高は、6月に前月比+0.2%(5月：+1.0%)と減速し、変動の大きい自動車を除いたベースでも同▲0.2%と小幅に減少した(右図)。もっとも、価格下落に伴うガソリン売上高の減少(5月前月比：+2.6%→6月：▲5.3%)に押し下げられた面が強い。当社が推計¹した物価上昇分を除く実質ベースでは、自動車を除く小売・外食売上高は、6月は前月比+0.8%となり、5月(+0.2%)から加速した(右図)。名目ベースの品目別動向をみると、衣料品(+0.9%→▲0.3%)や飲食料品(+0.2%→▲0.2%)が減少した一方、スポーツ・玩具(+0.8%→+1.3%)やオンライン販売(+1.4%→+1.9%)など増勢が強まる品目が目立った。

サービス消費は一進一退の状況にある。5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(右図)。3月にかけて低位な伸びが続いたが、5月は4月(+0.2%)と同様の底堅いペースで増加した。内訳をみると、公共料金支払いの反動増(4月前月比：▲1.2%→5月：+1.4%)が全体を押し上げた。一方、景気

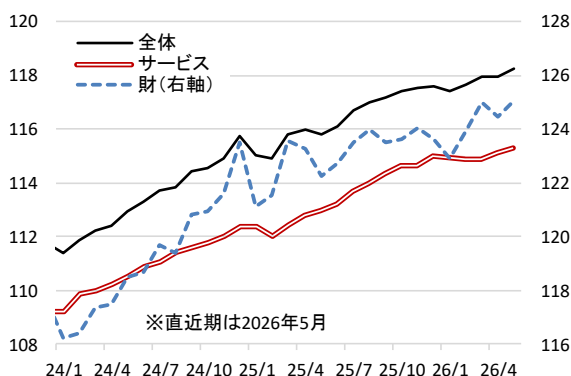
小売・外食売上高(除く自動車、2024年初=100)



(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。

実質個人消費支(2020年2月=100)



(出所)CEIC

¹ 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。

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。見直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。

に敏感な旅行・飲食関連は増勢が弱まった。レクリエーション（+0.4%→+0.3%）が幾分減速したほか、飲食・宿泊（+0.3%→▲0.3%）がマイナスに転じ、交通サービス（▲0.7%→▲0.3%）がマイナス幅を縮めつつも引き続き減少した。6月入り後は娯楽関連がやや持ち直したと考えられる。調査会社 STR 公表のホテル稼働率が改善し（5月前年比：+0.6%→6月：+1.2%＜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でマイナス幅がわずかに縮小した（▲0.8%→▲0.7%）。

住宅投資：住宅ローン金利高止まりで、住宅市場の停滞感が続く

住宅市場では、6月の中古戸建販売が前月比▲2.4%（5月：+4.1%）と減少した（左下図）。供給面をみると、6月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比▲0.2%（5月：▲1.9%）と概ね横ばいとなった（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。インフレ懸念を背景に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。

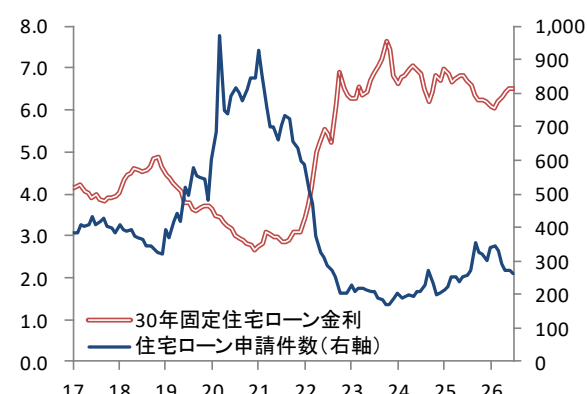
7月以降も、金利高止まりによる需要下押し圧力に変化はない。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は高水準のまま概ね横ばいとなっている（6月18日：6.5%→7月16日：6.6%、右下図）。また、住宅ローン申請件数（米抵当銀行協会（MBA）公表、1990年3月=100）の7月平均（現時点）は263と、直近ピークの2月平均（347）から減少基調で推移している（右下図）。新築住宅販売のセンチメントを示す住宅市場指数（全米建設業協会（NAHB）公表）は、7月が34と6月（35）から幾分悪化し、好不況の節目である50を大きく下回る水準から脱していない。

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)



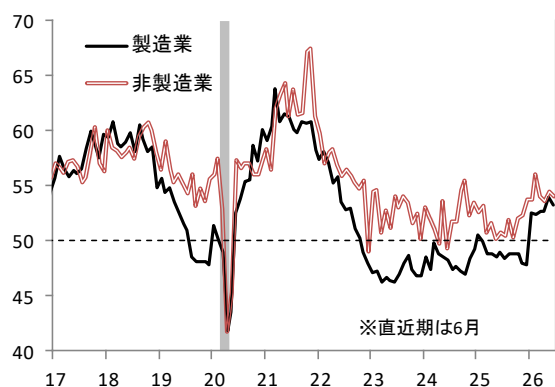
（出所）CEIC

企業部門：景況感は良好を維持、インフレ圧力は和らぐも価格転嫁には注意

6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6月が53.3と5月（54.0）から幾分低下したものの、拡大・縮小の境目である50を6か月連続で上回った（次ページ左上図）。足元の「生産」（5月：54.3→6月：52.2）と先行きの需要を示す「新規受注」（56.8→56.0）はいずれも低下したが、引き続き50を上回っ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、6月が54.0と5月（54.5）から幾分低下したものの、50を上回り堅調さを維持した（次ページ左上図）。「事業活動」（57.7→55.4）と「新規受注」（57.3→55.1）が低下したが、いずれも50を上回っている。

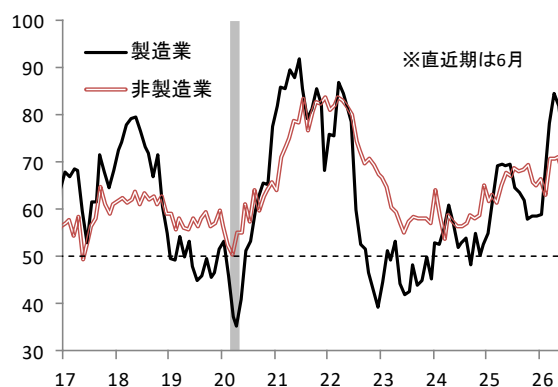
ISM製造業・非製造業指数(%)



(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。

エネルギー高を受けた企業間の物価上昇圧力は、エネルギー価格が一頃より下落したことで、いったん緩和しつつあるとみられる。企業間の価格動向を示す「仕入れ価格」をみると、製造業（5月：82.1→6月：73.0）と非製造業（71.3→67.7）はいずれも低下した（右上図）。企業のコメントをみても、エネルギー高に懸念を示す業態は減少している。もっとも、仕入れ価格の水準は依然として高い。企業の中には、ランプ関税やAI関連の半導体などの価格上昇に対する懸念を示唆する向きが増加していることにも注意が必要である。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²。今春以降のエネルギー高を、企業がどの程度価格転嫁するか、引き続き注視が必要である。

雇用情勢：労働需給はおおむね均衡し、安定感が強まる

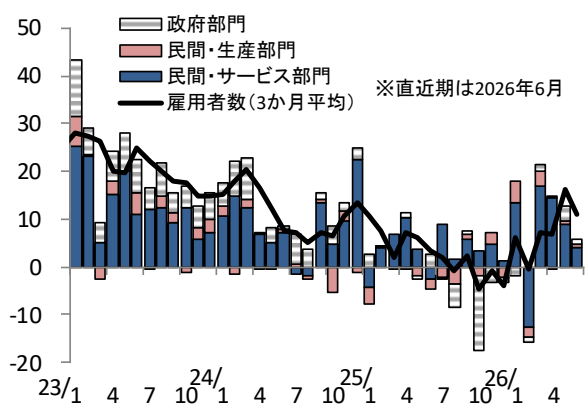
6月の雇用情勢は、労働需給がおおむね均衡し、安定感の強まりがうかがえる内容となった。

6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+5.7万人と増加幅が5月（+12.9万人）から縮小した（右図）。もっとも、単月の変動を均した3か月平均では+11.1万人の伸びとなり、労働需要はなお底堅い。

業種別では、民間部門（5月前月差：+9.7万人→6月：+4.9万人）と政府部門（+3.2万人→+0.8万人）の雇用者数の伸びがいずれも鈍化した。民間部門のうち、生産部門（+0.7万人→+1.0万人）のプラス幅はおおむね横ばいとなる一方、サービス部門（+9.0万人→+3.9万人）は増加ペースが鈍化した。サービス部門の内訳をみると、教育・医療（+4.5万人→+6.9万人）と専門・事業サービス（+1.1万人→+3.6万人）が伸びを拡大した。

専門・事業サービスは、AI活用の進展で昨年にかけて雇用の鈍化がみられていたが、足元数か月は労働需

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

² 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、ランプ関税の企業負担が増加」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

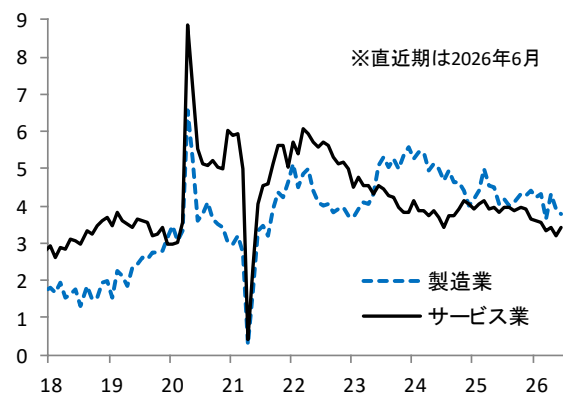
要が回復している。一方、レジャー（+4.0 万人→▲6.1 万人）は減少に転じた。5 月のレジャーにおける雇用者数の拡大は、メモリアル・デー（戦没将兵追悼記念日）が例年より早かったという特殊要因が寄与しているとみられ、その反動減が表れたとみられる。

労働需給については、6 月の失業率が 4.2%と 5 月（4.3%）から幾分低下し、6 月 FOMC の経済見通しで示された自然失業率の 4.2%と一致した。労働需給の悪化懸念は引き続き和らいでいる。ただし、6 月の失業率低下は、労働供給の鈍化による影響が大きいと考えられ、雇用情勢が改善したわけではないことには留意が必要である。労働供給の指標となる労働力人口は、6 月に▲72.0 万人となった。プライムエイジと呼ばれる働き盛りの 25～54 歳の労働参加率が急低下（5 月：83.9%→6 月：83.3%、右図）したことが主因であり、その背景には外国人労働者数の前年比が再びマイナス幅を拡大（4 月：▲0.5%→5 月：▲0.3%→6 月：▲2.1%）

したことが考えられる。別途公表された雇用動態調査（JOLTS）でも、5 月の求人数は高めの水準を維持したものの、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、企業の採用目線は慎重であると考えられる。労働需給は過熱でも悪化でもなく、均衡のとれた形で安定感を高めているとみるべきであろう。

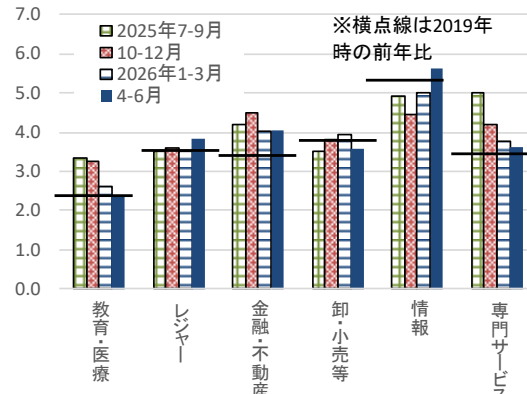
こうした状況下での賃金動向をみると、6 月の民間部門時給は前年比+3.5%（5 月：+3.4%）から幾分上昇した。製造業（5 月前年比：+3.9%→6 月：+3.8%）の伸びが幾分鈍化した一方、インフレ率と関係が強いと考えられるサービス業（+3.2%→+3.4%）が加速した（左下図）。もっとも、数か月単位のトレンドでみると、サービス業の賃金上昇率はコロナ禍前の水準で安定しつつあり（右下図）、賃金由来のインフレ再燃を示す動きは今のところうかがえない。

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:ガソリン価格下落でインフレ鈍化、価格転嫁の広がりもなお限定的

6月の消費者物価は、エネルギー価格がピークアウトしたほか、幅広い財・サービスの価格が鈍化した。

6月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.5%（5月：+4.2%）と大幅に伸びが鈍化した（右図）。ガソリン価格（5月前年比：+40.5→6月：+26.7%）を中心としたエネルギー価格の伸び鈍化（+23.5%→+15.7%）が全体を押し下げた。また、食品・エネルギーを除くコア指数は、財（モノ）とサービスがいずれも伸びが縮小したことから、前年比+2.6%（5月：+2.9%）と減速した。

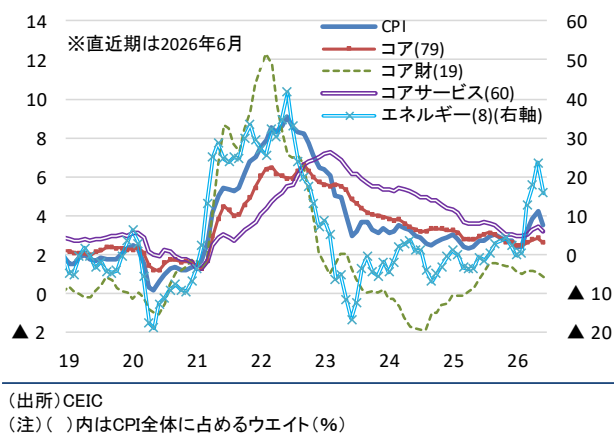
コア指数の内訳をみると、財（コア財）は前年比+0.8%と5月（+1.1%）から伸びが縮小した（右上図）。トランプ関税の影響を受けやすい品目では、娯楽品（5月前年比：+2.6%→6月：+2.9%）が加速を続けた一方、衣料等（+4.8%→+3.9%）や家具・家庭用品（+2.4%→+1.3%）の伸びが大幅に鈍化しており（右図）、価格転嫁の動きは全体としてピークを過ぎたと考えられる。また、現時点では、エネルギー高に伴う輸送・原材料コストの影響も目立っていない。今後は、価格転嫁が進むと見込まれるが、その勢いには不確実性が大きい。

なお、堅調なAI関連投資の影響を受けてメモリ³の需給がひっ迫し、生産者物価指数（PPI）では関連品目が加速している（右図）。消費者物価への波及が懸念される状況にあり⁴、実際に、USBメモリやSDカードを含む「コンピュータソフトウェア・周辺機器」は前年比+17.4%と、5月（+14.5%）から加速を続けている（右図）。一方、PCやスマホなどを含む「IT関連財」の伸びは、6月まではおおむね横ばいとなり、メモリ高の影響ははっきりとは確認されない。ただ、アップルが6月下旬にPCとタブレットの価格引き上げを発表したように、今後はIT関連財の価格への波及が進むと考えられる。このままメモリ価格の上昇基調が続き、PCやスマホに価格転嫁がされれば、PCやスマホの価格は平均で20%程度上昇し、CPIへの押し上げは+0.2%pt程度となる可能性がある。

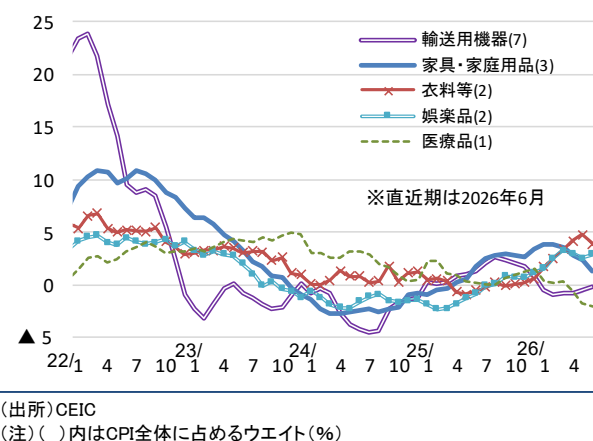
³ ここでは、SSDなどのストレージを含んだ概念として扱う。

⁴ 詳細は、2026年6月12日付 Economic Monitor「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/>

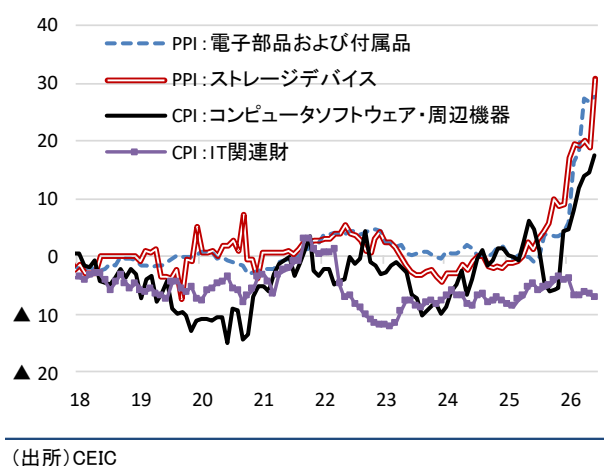
インフレ率の推移(前年比、%)



コア財(前年比、%)

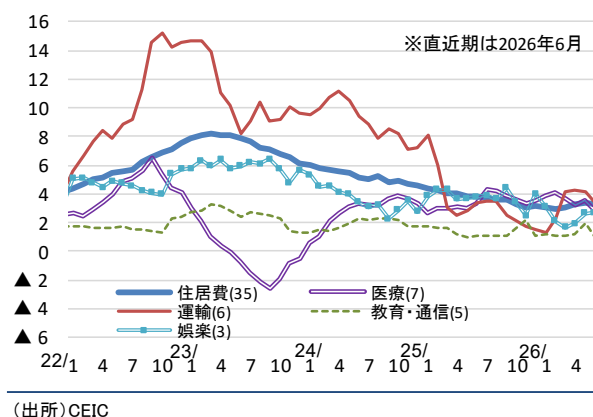


AI関連財の価格上昇率(前年比、%)



コア指数のサービス（コアサービス）は前年比+3.2%と、5月（+3.4%）から減速した。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、内訳となる家賃（5月前年比：+2.9%→6月：+2.8%）や帰属家賃（+3.3%→+3.3%）の伸びがおおむね横ばいであったことから、前年比+3.3%と5月（+3.3%）から横ばいとなった（右図）。住居費以外のサービス価格をみると、航空運賃の加速が収まったほか（+26.7%→+26.5%）、自動車保険の下落（▲2.0%→▲4.1%）が続いたことなどから、運輸全体のプラス幅は引き続き縮小した（+4.1%→+3.4%）。その他、医療（+3.6%→+2.9%）や教育・通信（+1.9%→+1.0%）の伸びが縮小した。医療費は医療保険料金の下落、教育・通信は携帯電話通信料金の下落によるところが大きい。それらの要因を除いても、幅広い品目で伸び鈍化が確認された。賃金由来のサービスインフレに加速感がないほか、輸送コストなどエネルギー高に伴うコスト転嫁の動きも今のところ目立っていない。

コアサービス(前年比、%)



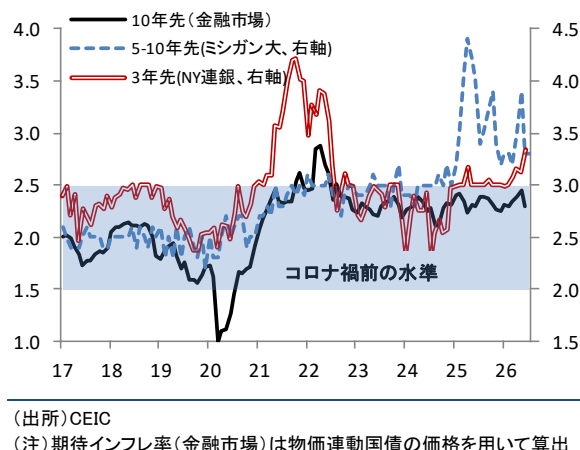
金融政策：インフレ再燃懸念は幾分和らぐも、FRBはタカ派姿勢を緩めず

7月28～29日のFOMCでは、政策金利が3.5～3.75%に据え置かれると予想する。直近6月の経済指標において、インフレ再燃懸念と労働市場の過熱懸念がいずれも和らぐ内容であったことから、FRBはインフレ動向を見極める姿勢を続けるとみられる。

先行きについても、年内の政策金利は据え置かれると予想する。中東情勢が再び不安定化し原油価格は上昇しているが、当社では、こうした情勢は徐々に改善に向かい、原油価格も緩やかに下落するとの見方を中心的なシナリオとしている。その場合、夏以降のCPIやPCEデフレーターの上昇率は縮小を続けることが見込まれる。ただし、既往のエネルギー高の価格転嫁が様々な財やサービスに及ぶため、コアインフレ率の明確な低下は年末近くになり、FRBの利下げ再開も来年以降となると見込む。

FRBが利上げに踏み切ることはリスクシナリオと位置づけているが、その可能性は無視できない。現状、期待インフレ率が大幅に上昇しているわけではなく（右図）、賃金上昇率も落ち着いていることから、本格的なインフレ再燃の状況にはない。ただし、高インフレが5年以上続く中では、インフレを抑制しきれない不安が残る。また、AIブームを背景に、生産性の向上（供給力の拡大）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、インフレ圧力として作用している⁵こともリスクを高めている。FRB高官からもそうしたリスクを警戒する発言が増加している。その結果、利上げ観測が高まることで長期金利が上昇して

長期の期待インフレ率(前年比、%)



⁵ 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/>

おり、実際の利上げに至らずとも金融引き締め効果が生じている面もある。それでも、期待インフレ率の上昇や賃金インフレのリスクが顕在化すれば、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。

景気見通し: 年後半は高金利が景気を抑制、リスクはインフレ圧力の強まり

4～6 月期の実質 GDP 成長率は+2%超の底堅い成長になると予想する。特に、国内民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資）は、+3%程度の堅調な伸びになることを見込む。個人消費は、5 月にかけてのガソリン高により下押し圧力がかった一方、トランプ減税の効果と堅調な株価上昇による資産効果が全体を押し上げたとみられる。また、設備投資は、AI ブームによる力強い関連需要が継続した公算が大きい。

年後半は、長期金利の高止まりが下押し圧力となることを見込まれる。設備投資は、堅調な AI 関連需要の押し上げが継続するが、金利の高止まりなどによって資金調達環境が悪化し、勢いは全体として弱まると予想する。住宅投資も、住宅ローン金利の高止まりにより、引き続き力強さに欠けるだろう。一方、ガソリン価格は一頃より水準を切り下げており、個人消費への逆風は和らいでいる。ただ、エネルギー高の財・サービスへの価格転嫁が続き、インフレ率は下げ渋るだろう。個人消費は底堅さを維持しつつも、勢いに乏しい展開が続く見通しである。実質 GDP 成長率は、+2%程度で一進一退の推移となることが見込まれる。

先行きの景気に対するリスクとしては、コストプッシュ型のインフレ圧力の強まりが挙げられる。①原油高の再燃、②AI ブームを受けた IT 関連財の供給制約や部材不足に伴う価格上昇、③輸送費や原材料高を受けた価格転嫁の加速は、家計の実質購買力を下押しし、個人消費の重石となる公算が大きい。また、先行きの利上げ観測がさらに高まれば、金利水準の切り上がりを通じて、投資需要にも下押し圧力が及ぶだろう。