Economic Monitor
Aug 21, 2026　No.2026-072
上席主任研究員　髙橋尚太郎　080-8217-8249 takahashi-sho@itochu.co.jp

伊藤忠総研

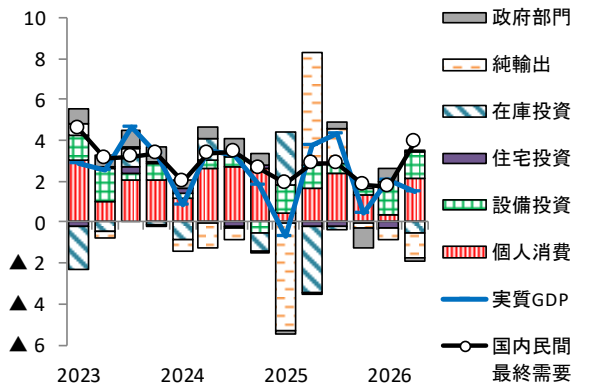
米国経済：金利高止まりが内需を抑え一進一退に（改定見通し）

7 月の小売売上高は、オンライン販売の前倒し需要の剥落による押し下げ効果を除けば、底堅さを維持した。企業の景況感も総じて良好であり、7 月時点では、金利の高止まりやエネルギー高に伴うインフレ圧力が、景気に大きな悪影響を与えている状況はうかがえない。物価面をみると、7 月の消費者物価指数ではエネルギー高の価格転嫁の動きが依然として目立たず、幅広い財・サービスの価格鈍化が優勢であった。雇用情勢は、労働需給が均衡する中で、賃金上昇率がサービス業を中心に鈍化基調にある。コロナ禍前の賃金上昇率を下回る業種も増えており、賃金インフレ再燃の兆しはない。先行きについて、年後半は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。景気の下振れリスクとしては、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。こうした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。2027 年以降は、AI 投資需要の急速な伸びが落ち着く一方で、インフレ鈍化を受けて個人消費が持ち直すため、経済全体としては＋2%程度の成長を維持すると予想する。

4～6 月期 GDP：成長率は減速も、個人消費と設備投資が牽引し国内需要は加速

4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋1.5%と、前期（1～3 月期）の＋2.1%から減速した（右図）。輸入拡大に伴う純輸出のマイナス寄与拡大や、在庫投資の弱さなどが全体を下押しした。一方、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）は、個人消費と設備投資の拡大により＋3.9%と前期の＋1.7%から加速した。中東情勢の緊迫化とそれに伴うエネルギー高が強まった時期にもかかわらず、4～6 月の米国経済は堅調さを維持した。

実質GDP成長率（季節調整値、年率、%、%pt）



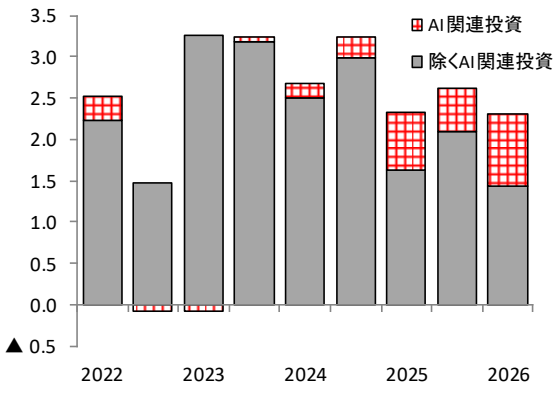
（出所）CEIC

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前期比年率＋3.2%（前期：＋0.5%）と伸びが大幅に拡大した。耐久財・非耐久財共に好調であった財消費（1～3 月期前期比年率：＋0.5%→4～6 月期：＋5.2%）に加え、サービス消費（＋0.5%→＋2.2%）も娯楽関連を中心に持ち直した。トランプ減税による税還付の増加や 6 月にかけての株価上昇による資産効果が個人消費を支えたと考えられる。ただし、エネルギー高に伴う将来の価格上昇懸念から需要の先食いが発生した可能性もあり、今後の反動減には注意が必要だろう。設備投資については、情報処理機器（＋39.9%→＋8.3%）の伸びが鈍化したものの、輸送機器（▲10.7%→＋29.2%）や産業機械（＋4.7%→＋29.0%）が大幅に拡大しており、幅広い分野で設備投資需要が続く構図となっている。住宅投資（▲7.8%→＋1.5%）は幾分持ち直した。もっとも、住宅ローン金利の高止まりが需要を抑制している状況には変わりがなく、増勢が強まったとは考えにくい。

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。

4～6 月期も AI 関連投資が底堅く推移したことで、当社試算では、2026 年前半の国内民間最終需要の伸びの 4 割近くを AI 関連が占めることとなった（右図）。他方で、AI 関連品目の 2025 年後半から 2026 年年前半にかけての輸入増加幅は約 1,150 億ドルに上り（当社試算）、財輸入の増加幅（約 1,600 億ドル）の 7 割程度を占めた。そのため、AI 関連投資による米経済の拡大は、かなりの部分を輸入に依存していることには留意する必要がある。それでも、AI 関連が国内需要を支え、後述する通り企業の景況感が強まっていることや、株価上昇による資産効果が個人消費を支えていることなどを踏まえれば、現在の米経済の大きな柱の一つが AI 関連投資であることは間違いないだろう。

国内民間最終需要（季節調整値、年率、%、%pt）



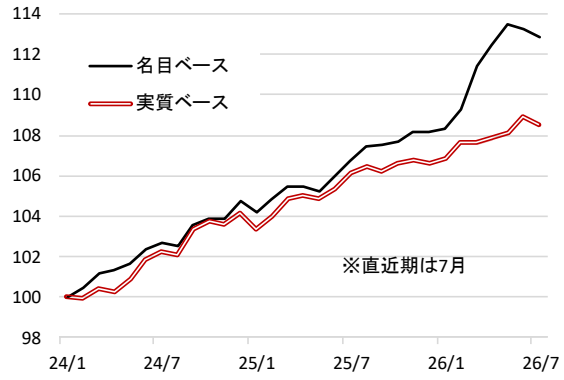
（出所）CEIC
（注1）実質ベース。各年は1～6月と7～12月。
（注2）AI関連投資はコンピュータ機器、コミュニケーション機器、データセンター建設に対する投資の合計として試算。

個人消費：オンラインセールの反動減を除けば、7 月も底堅さを維持

7 月の個人消費は、オンライン販売の前倒し需要の剥落が全体を押し下げたとみられるが、その特殊要因を除けば増勢が維持された。

財消費の指標となる小売・外食売上高は、7 月に前月比▲0.6%（6 月：＋0.2%）と減少し、変動の大きい自動車を除いたベースでも▲0.3%と減少した（右図）。当社が推計[1]した物価上昇分を除く実質ベースでも、自動車を除く小売・外食売上高は前月比▲0.3%となり、好調だった 6 月（＋0.8%）から減少した（右図）。名目ベースの品目別動向をみると、衣料品（▲0.7%→＋1.9%）が持ち直した一方で、オンライン販売（＋0.9%→▲2.2%）が大幅に減少した。この落ち込みは、アマゾンが大型セールを 6 月末に前倒しした影響とみられる。こうした特殊要因を除くため 6～7 月を均してみると、財消費は底堅さを保っていると評価できる。

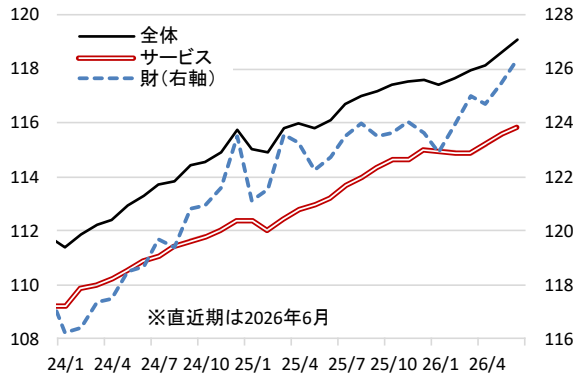
小売・外食売上高（除く自動車、2024年初=100）



（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。

サービス消費も底堅さを維持している。6 月の実質サービス消費（個人消費支出（PCE）ベース）は前月比＋0.3%と着実に増加した（右図）。4 月以降、前月比＋0.3%の堅調な増加ペースが続いている。内訳をみると、公共料金支払いの減少（5 月前月比：＋1.2%→6 月：▲0.6%）が全体を押し下げたが、スポーツ観戦（＋2.4%→＋23.4%）の大幅増がけん引し、その他の多くの品目も底堅く推移した。サッカーワールドカップが 6 月中旬から 7 月中旬にかけて北米

実質個人消費支（2020年2月＝100）



（出所）CEIC

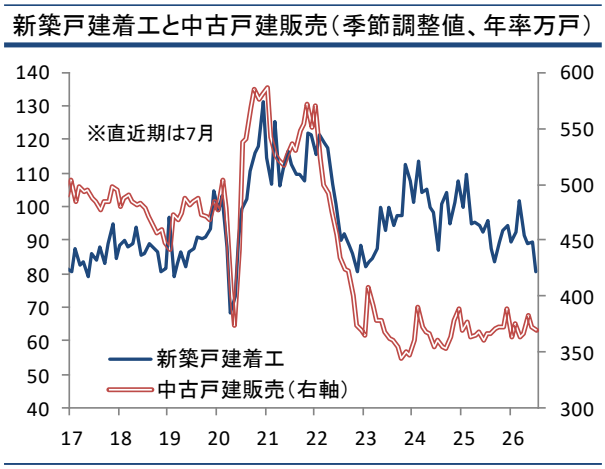
[1] シカゴ連銀が実質小売指数を算出する際に用いている消費者物価をもとに当社推計。

で開催されたことの好影響が表れたと考えられる。7 月入り後の娯楽関連は区々な状況となったとみられる。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幅が拡大した（6 月前年比：▲0.7%→7 月：▲2.7%）が、調査会社 STR 公表のホテル稼働率は良好な状況を維持した（6 月前年比：＋1.6%→7 月：＋1.9%＜当社推計＞）。

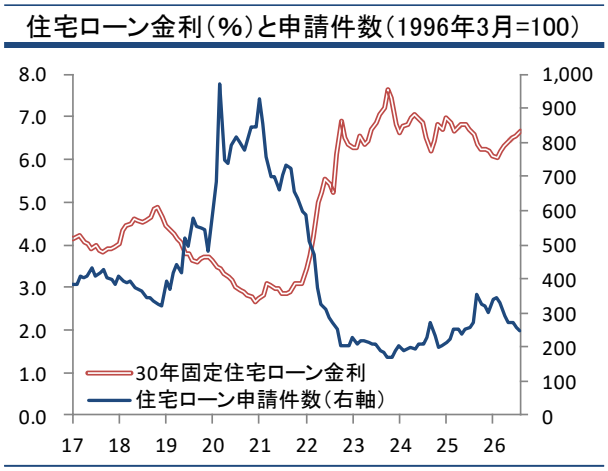
住宅投資：ローン金利の高止まりが需要と供給を継続的に下押し

住宅市場では、7 月の中古戸建販売が前月比▲1.1%（6 月：▲2.4%）と減少した（左下図）。供給面をみても、7 月の住宅着工戸数（戸建て）は前月比▲9.9%（6 月：＋0.9%）と大幅に減少した（左下図）。単月の動きを均せば、需要・供給ともに増勢が弱い状況が続いているが、インフレ懸念を背景に住宅ローン金利の高止まりが足元の需要を一層下押ししている。

8 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）は高水準のまま足元で幾分上昇している（7 月 16 日：6.6%→8 月 20 日：6.7%、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 8 月平均（現時点）は 248 と、直近ピークの 2 月平均（347）から減少基調にある（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、8 月が 35 と 7 月（34）から幾分持ち直したが、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。



（出所）CEIC、National Association of Realtors



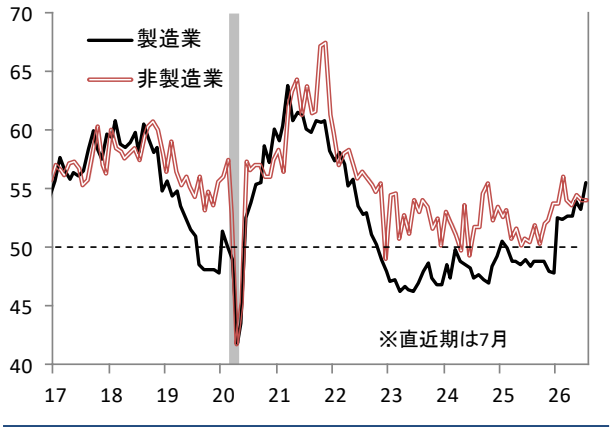
（出所）CEIC

企業部門：景況感は総じて良好、非製造業ではコスト圧力に注意

7 月の企業の景況感は良好な状態が続いた。

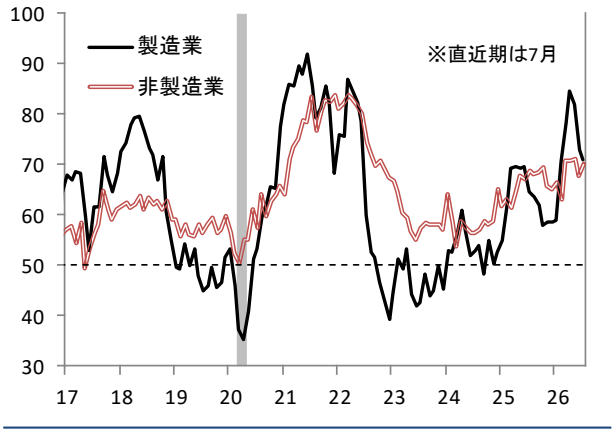
景況感の指標となる ISM 指数をみると、製造業は 7 月が 55.6 と 2022 年 5 月以来の水準まで上昇し、拡大・縮小の境目である 50 を 7 か月連続で上回った（次ページ左上図）。足元の「生産」（6 月：52.2→7 月：58.5）と先行きの需要を示す「新規受注」（56.0→56.7）はいずれも上昇しており、製造業の業況は良好である。また、非製造業の ISM 指数も、7 月が 54.1 と 6 月（54.0）からわずかに上昇し、50 を上回り堅調さを維持した（次ページ左上図）。「事業活動」（55.4→59.1）と「新規受注」（55.1→57.2）がいずれも 50 を超えて上昇し、堅調な需要がうかがえる。

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。

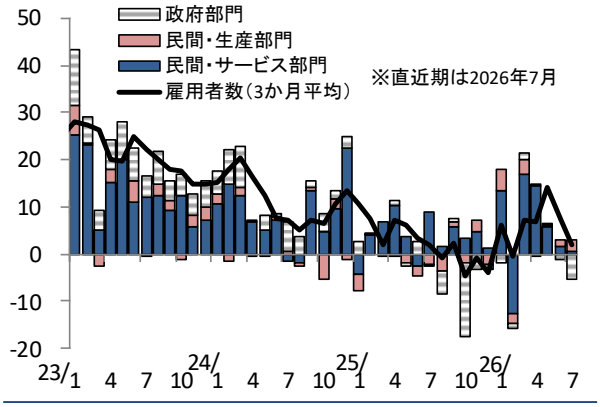
エネルギー高を受けた企業間の物価上昇圧力は、エネルギー価格が一頃より下落したことで、製造業では緩和方向にある。製造業の企業間の価格動向を示す「仕入れ価格」をみると、7 月は 71.1 と高水準ながら 6 月（73.0）から引き続き低下した（右上図）。一方、非製造業の仕入れ価格は、7 月は 70.3 と 6 月（67.7）から再び上昇した（右上図）。企業のコメントをみても、製造業では仕入れ価格の落ち着きに言及する企業が出てきた一方、非製造業では、建設や運輸・倉庫業、卸売業などで価格上昇圧力を懸念する声が根強く、状況改善がうかがえない。企業間の物価上昇圧力が消費者物価に波及するまでには数か月を要することが多い[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：労働需給は均衡を保ち、賃金上昇圧力は緩和方向

7 月の雇用情勢は、労働需給が均衡する中で、賃金の伸び鈍化が続いた。

7 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▲2.3 万人と、6 月（＋2.0 万人）から減少した（右図）。単月の変動を均した 3 か月平均では＋2.0 万人の伸びにとどまり、労働需要は鈍化基調にある。

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



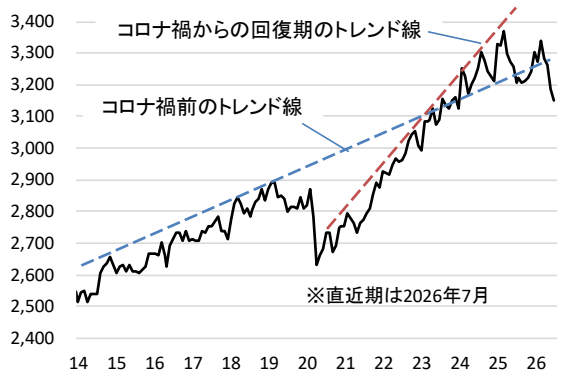
（出所）CEIC

業種別では、民間部門（6 月前月差：＋3.0 万人→7 月：＋3.0 万人）の伸びは横ばいとなったが、政府部門（▲1.0 万人→▲5.3 万人）の雇用者数の減少が全体を押し下げた。民間部門のうち、生産部門（＋1.4 万人→＋2.5 万人）のプラス幅が拡大した一方、サービス部門（＋1.6 万人→＋0.5 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、情報（▲1.3 万人→＋1.1 万人）が持ち直したものの、教育・医療（＋5.4 万人→＋2.5 万人）と専門・事業サービス（＋3.6 万人→＋1.8 万人）を中心に全体として伸びが鈍化した。

[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、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/

労働需給については、7 月の失業率が 4.1%と 6 月（4.2%）から低下し、6 月 FOMC の経済見通しで示された自然失業率の 4.2%を幾分下回った。ただし、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、7 月に▲26.4 万人と 2 か月連続で減少した。その背景には、外国人労働者の流入が細っていることがある（5 月前年比：▲0.3%→6 月：▲2.1%→7 月：▲1.7%、右図）。別途公表された雇用動態調査（JOLTS）でも、6 月の求人率は 4.4%とコロナ禍前の 2019 年の平均（4.5%）と同程度で安定しているものの、企業の「採用率」（6 月：3.4%＜2019 年平均：3.9%＞）や転職動向の活況度を示す「自己都合での離職率」（6 月：2.0%＜2019 年平均：2.3%＞）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、労働供給が鈍化するもとで、過熱でも悪化でもなく、均衡のとれた形にあるとみるべきであろう。

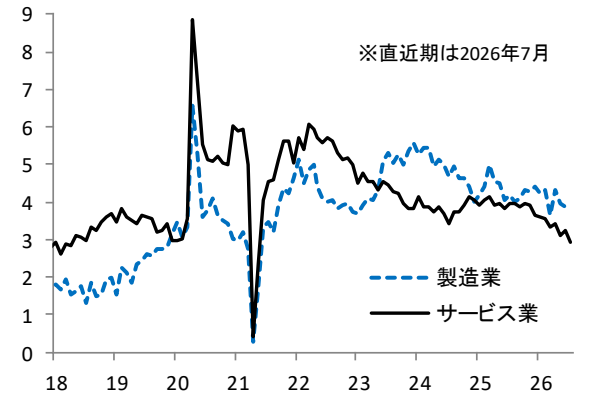
外国人労働者数（万人）



（出所）労働省

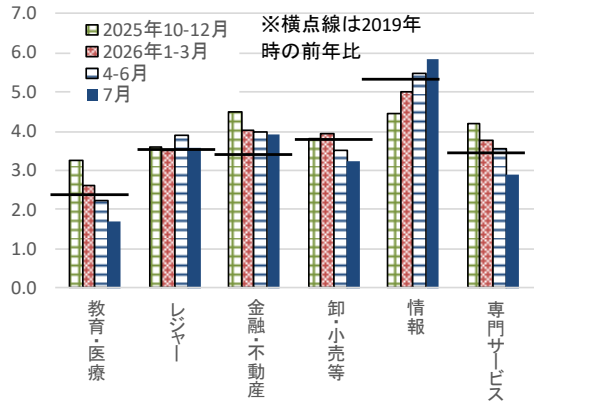
こうした状況下での賃金動向をみると、7 月の民間部門時給は前年比＋3.2%（6 月：＋3.4%）から低下した。製造業（6 月前年比：＋3.9%→7 月：＋3.8%）の伸びが幾分鈍化し、インフレ率と関係が強いと考えられるサービス業（＋3.2%→＋2.9%）も減速した（左下図）。数か月単位のトレンドでみると、サービス業の賃金上昇率はコロナ禍前の水準を下回る業種が増えてきており（右下図）、賃金由来のインフレ再燃を示す動きはうかがえない。

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：エネルギー高の価格転嫁はまだ限定的、幅広い品目でインフレ鈍化

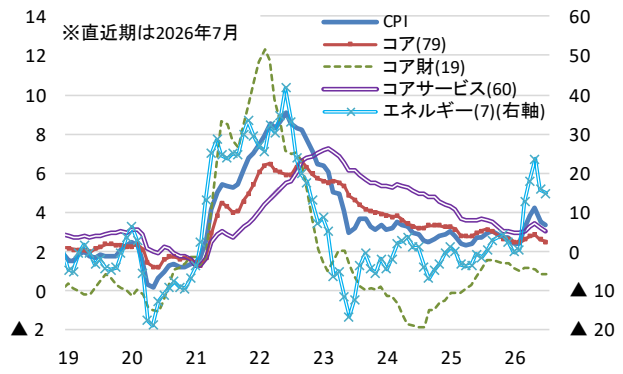
7 月の消費者物価は、エネルギー高の価格転嫁の動きが依然として目立たず、幅広い財・サービスの価格鈍化が優勢であった。

7 月の消費者物価指数（CPI）は前年比＋3.4%（6 月：＋3.5%）と伸びが幾分鈍化した（右図）。ガソリン価格（6 月前年比：＋26.7→7 月：＋24.6%）を中心としたエネルギー価格の伸び鈍化（＋15.7%→＋14.7%）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、サービス価格の伸びが鈍化したことから、前年比＋2.5%（6 月：＋2.6%）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 6 月（＋0.8%）から伸びが横ばいとなった（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（6 月前年比：＋2.9%→7 月：＋3.1%）が加速を続けた一方、衣料等（＋3.9%→＋3.9%）や家具・家庭用品（＋1.3%→＋0.8%）の伸びは鈍化傾向にあり（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。

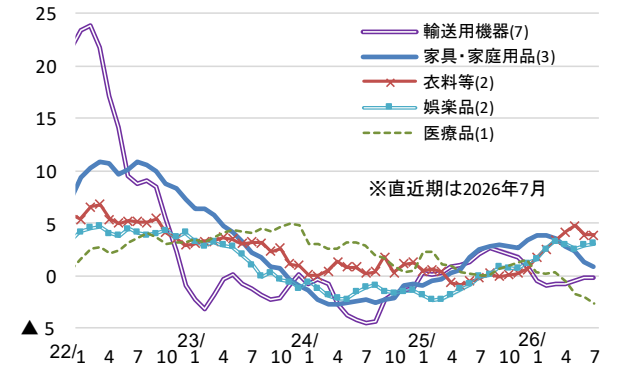
なお、堅調な AI 関連投資の影響を受けてメモリ[3]の需給がひっ迫し、生産者物価指数（PPI）では関連品目の高い伸びが続いている（右図）。消費者物価への波及が懸念される状況にあり[4]、実際に、USB メモリや SD カードを含む「コンピュータソフトウェア・周辺機器」は前年比＋21.2%と、6 月（＋17.4%）から加速を続けている（右図）。また、「IT 関連財」も、PC 等の価格上昇を受けて前年比▲4.8%と、6 月（▲7.2%）からマイナス幅が縮小した。このままメモリ価格の上昇基調が続き、スマホなどにも価格転嫁がされれば、PC やスマホの価格は平均で 20%程度上昇し、CPI への押し上げは＋0.2%pt 程度となる可能性がある。

インフレ率の推移（前年比、%）



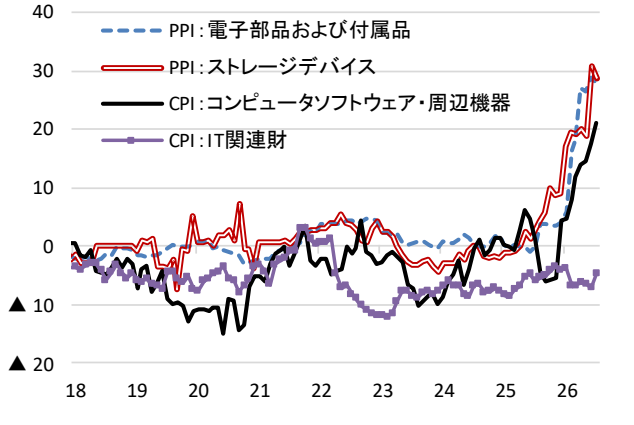
（出所）CEIC
（注）（ ）内はCPI全体に占めるウエイト（%）

コア財（前年比、%）



（出所）CEIC
（注）（ ）内はCPI全体に占めるウエイト（%）

AI関連財の価格上昇率（前年比、%）

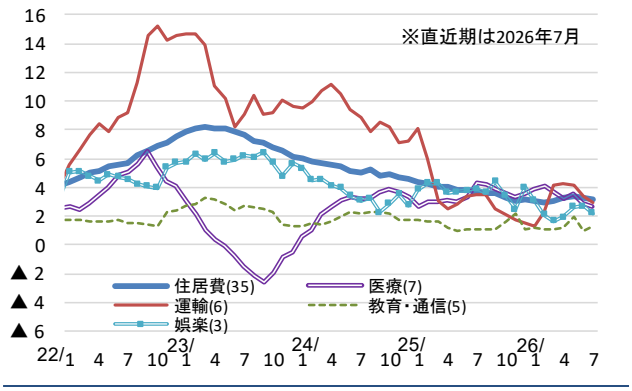


（出所）CEIC

[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「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/

コア指数のサービス（コアサービス）は前年比＋3.0%と、6 月（＋3.2%）から鈍化した。コアサービスの半分強のシェアを占める住居費は、内訳の宿泊料（6 月前年比：＋4.9%→7 月：＋3.0%）の伸びが大幅に鈍化したことから、前年比＋3.2%と 6 月（＋3.3%）から幾分減速した（右図）。住居費以外のサービス価格をみると、航空運賃の伸び縮小（＋26.5%→＋25.5%）や自動車保険の下落（▲4.1%→▲4.5%）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（＋3.4%→＋2.9%）。その他、教育・通信（＋1.0%→＋1.3%）は幾分加速したものの、医療（＋2.9%→＋2.7%）や娯楽（＋2.7%→＋2.2%）が減速するなど、全体として伸びが鈍化傾向にある。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、%）



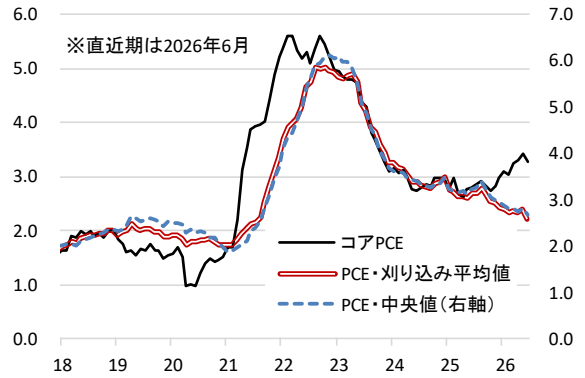
（出所）CEIC
（注）（ ）内はCPI全体に占めるウエイト（%）

金融政策：利上げ観測は幾分後退も、ウォーシュ議長の情報発信に注視

今後の金融政策について、年内は政策金利が据え置かれるとの予想を維持する。当社では、中東情勢が徐々に沈静化に向かい、原油価格も下落していくことを中心的なシナリオとしている。その前提に立てば、インフレ期待や賃金上昇率は落ち着いており、インフレの二次的波及リスクは大きくないとみられる。また、秋の中間選挙を前にして、FRB が積極的な利上げを避けるインセンティブが働きやすい面もあろう。

なお、FRB がインフレ目標とする PCE デフレーターの伸びが CPI 対比で高止まりしており（右図）、そのことが FOMC メンバーのタカ派姿勢を強めている面がある。CPI と PCE デフレーターの動きの違いは、カバレッジや算出方法が異なることが背景にある。ただ、最近の PCE デフレーターは、インフレの実勢以上に上振れているとの見方も増えている。具体的には、株価上昇などで機械的に押し上げられる金融サービスや、PC 付属品の価格上昇などが、過剰に PCE デフレーターを押し上げているとの見方がある。

PCEデフレーター（前年比、%）



（出所）CEIC
（注）刈り込み平均はクリーブランド連銀、中央値はダラス連銀が算出。

実際、9 月公表の PCE デフレーターでは算出方法が見直され、伸びがある程度下方修正される見通しである。また、ウォーシュ議長が重視していることで注目が集まる PCE デフレーターの刈り込み平均値や中央値は、極端な動きをする品目の影響が除かれるため、伸びが落ち着いてきている（右上図）。前述の通り、CPI や賃金の伸び鈍化も相まって、PCE デフレーターの上振れを警戒する見方は薄れていくとみている。

今後のリスクとしては、引き続きイラン情勢の再悪化や AI 需要の強さなどにより、想定以上に価格転嫁が進むことが挙げられる。金利の影響を受けにくい AI 投資の強さや、株価上昇による個人消費の持ち直しがあった場合は、労働需給にひっ迫感が生じる可能性もある。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、長期化する恐れがある。

また、ウォーシュ議長の情報発信にも注意が必要である。7 月 FOMC 後の記者会見において、ウォーシュ氏は物価目標の達成に強くコミットしていると強調しながらも、その手段に関する発言があいまいと受け取られた[5]。その結果、将来のインフレ懸念を示す「期待インフレ率」の上昇が牽引する形で 10 年国債利回りがやや上昇した。こうした状況が続けば、①FOMC メンバーが「FRB の信認低下リスク」に危機感を持って過度にタカ派化する可能性と、②インフレ期待が上昇して金融引き締めによる抑制が必要になる場合の両方が考えられる。まずは、8 月 27～29 日のジャクソンホール会議での発言を注視することとなる。

景気見通し:高金利が年後半の景気を抑制、インフレ再燃リスクに警戒

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、エネルギー高の価格転嫁の動きは引き続きインフレ圧力として意識される。そのため、AI インフレ懸念も加わって、FRB による利上げの可能性が無視できない状況にある。

こうした状況を背景に、長期金利は高止まりしており、国内需要の下押し圧力となることが見込まれる。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、引き続き力強さを欠くだろう。また、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。インフレ率は低下基調にあるが、エネルギー高の財・サービスへの価格転嫁が続き、低下ペースは緩やかとなり、実質可処分所得の改善幅も限定的と考えられることが背景にある。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。

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	2.0	2.1
設備投資	2.9	4.1	6.1	3.1
住宅投資	3.2	▲ 2.2	▲ 3.0	1.7
在庫投資	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.2)	0.1
純輸出	(▲ 0.5)	(▲ 0.2)	0.1	(▲ 0.2)
輸出	3.6	1.6	4.2	1.8
輸入	5.8	2.7	2.3	2.6
政府消費	3.3	0.6	0.2	0.9
公共投資	5.9	3.2	0.7	1.5
失業率	4.1	4.5	4.2	4.1
PCEコア	3.0	3.0	3.3	2.5
長期金利	4.4	4.1	4.6	4.5

（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

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。

[5] 詳細は、2026 年 7 月 31 日付 Economic Monitor「米国経済：7 月 FOMC 予想通りの据え置き、コミュニケーションに課題」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3332/