

米国経済：インフレ懸念残る中、金利上昇の影響を見極める局面に

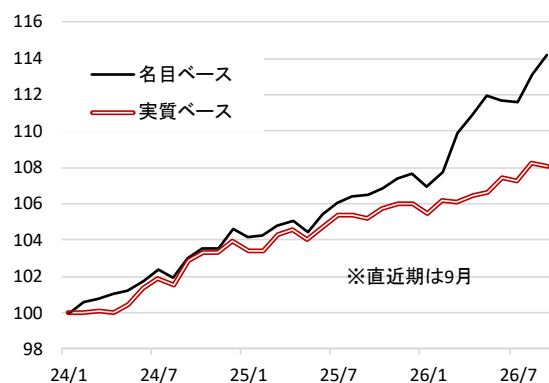
9月の米国経済は、CPIにおいて幅広い品目でインフレ鈍化の足踏みが確認されたほか、企業間のコスト圧力も一段と強まるなど、インフレ懸念が残る状況となった。こうした中でも、国内需要は堅調さを維持した。個人消費はガソリン高の影響を受けつつも増加基調を保ち、設備投資も良好な企業景況感を背景に AI 関連需要がけん引役となったとみられる。もっとも、インフレの粘着性とそれに伴う FRB のタカ派姿勢を受けた長期金利の急上昇は、10月中旬にかけて AI 関連企業の資金調達懸念や株式市場の調整につながる局面も生じさせた。10月 FOMC では、先行きの利上げの方向性を示しながらも、インフレ動向および9月利上げの影響を見極めるため金利を据え置く(タカ派的据え置き)と予想する。先行きは、AI 関連需要による支えが続くものの、高金利の長期化による住宅市場の冷え込みに加え、企業の資金調達コスト増や株価の調整などの金融環境の引き締まりが設備投資や個人消費の下押し圧力となることが見込まれる。10~12月期以降の実質 GDP 成長率は+2%程度で一進一退の推移を辿る見通しである。

個人消費：ガソリン高で伸びは鈍化も、底堅い増加トレンドを維持

9月の個人消費は、ガソリン価格の上昇を背景に減速したが、底堅い増加基調を維持した。

財消費の指標となる小売・外食売上高は前月比+0.8%（8月：+1.3%）と大幅な増加が続ки、変動の大きい自動車を除いたベースでも+0.9%と堅調に増加した（右図）。一方、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・外食売上高は前月比▲0.2%と小幅な減少となった（右図）。ただし、大幅に増加した8月（+0.9%）からの反動減という側面が強く、複数月を均してみれば底堅い増加基調は崩れていない。名目ベースの品目別動向をみると、家具・家電製品（8月前月比：+1.0%→9月：+1.0%）が堅調な増加を維持した一方、ヘルスケア（+1.2%→+0.7%）、建材・園芸（+0.2%→▲0.6%）、衣料品（+0.6%→▲0.0%）など幅広い品目で、8月の堅調な増加から減速ないしは減少に転じた。

小売・外食売上高(除く自動車、2024年初=100)



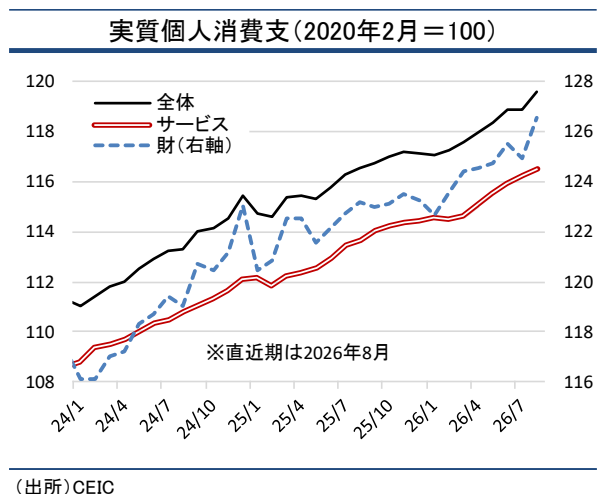
(出所) CEIC

(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。

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。

サービス消費も着実な増加が続いている。8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、4月以降の+0.3~0.4%のペースからは減速したもの、底堅い増加を続けた（右図）。内訳をみると、レクリエーション（7月前月比：+0.2%→8月：▲1.1%）が7月にかけてのワールドカップ開催の反動で減少し、ヘルスケア（+0.3%→+0.2%）が減速した一方、飲食・宿泊（+0.4%→+0.8%）が加速するなど強弱入り混じる展開となった。9月の娯楽・レジャー関連は加速したとみられる。米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年比▲1.2%と8月（▲4.2%）からマイナス幅が縮小し、調査会社 STR 公表のホテル稼働率も増勢を強めた（8月前年比：+0.5%→9月：+3.9%＜当社推計＞）。

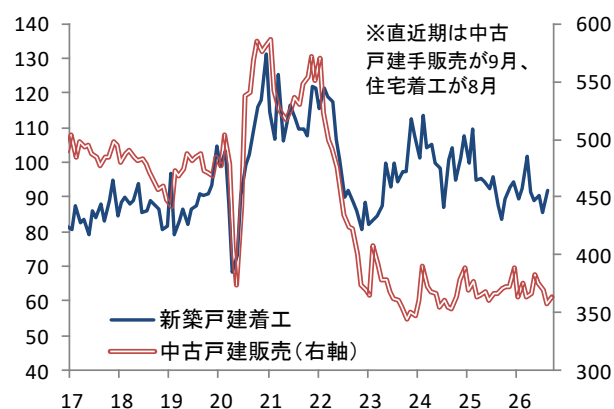


住宅投資：ローン金利は3年ぶりの水準まで急上昇、需要の冷え込み続く

住宅市場では、金利高止まりを主因とする需要の低迷が続いている。9月の中古戸建販売は前月比+2.0%（8月：▲3.3%）と増加したものの、3か月連続の減少後の反発としては力不足であり、減少傾向に歯止めがかかったとは言えない（左下図）。

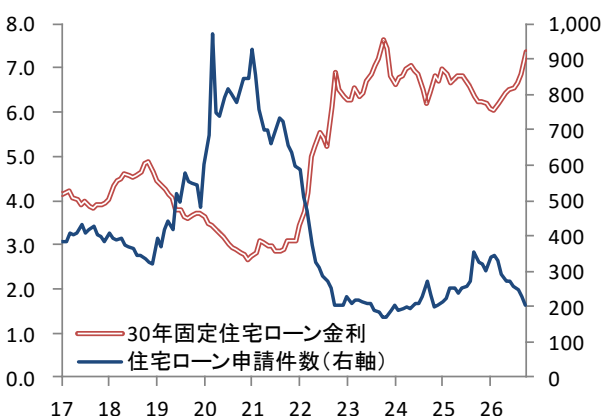
10月以降、住宅需要への下押し圧力は一層強まっている。30年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は2023年秋の水準まで急上昇した（9月17日：7.0%→10月15日：7.4%、右下図）。これを受け、米抵当銀行協会（MBA）公表の住宅ローン申請件数（1990年3月=100）の10月平均（現時点）は202まで低下し、直近ピークである2月（347）から大幅に落ち込んでいる（右下図）。また、住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数も、10月は29と9月（32）から低下し、2012年6月以来の低水準となった。住宅市場の冷え込みは一段と深刻化している。

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：良好な景況感変わらず、エネルギー高等によるコスト圧力強まる

9月の企業の景況感は、製造業・非製造業ともに良好な拡大基調を維持した。

企業の景況感の指標となるISM指数をみると、製造業は9月が54.5と8月（54.6）から概ね横ばいとなり、拡大・縮小の境目である50を9か月連続で上回った（右図）。足元の「生産」（8月：58.3→9月：56.7）が低下したものの、先行きの需要を示す「新規受注」（53.7→55.3）が改善しており、生産活動の拡大の勢いが続いている。非製造業のISM指数も9月は54.9と8月（55.4）から小幅に低下したものの、拡大圏を維持した（右図）。「事業活動」（61.7→56.5）と「新規受注」（60.9→59.8）もともに50を超えており、底堅い需要環境が示された。

一方、企業間のコスト圧力は高止まりが続いている。ISM指数の「仕入れ価格」は、製造業が9月に77.9と8月（71.1）から上昇し、非製造業でも74.0と8月（72.6）から一段と上昇した（右図）。エネルギー価格の上昇が続いたことや、8月下旬以降のカナダとの貿易摩擦激化が主因とみられる。企業のコメントでも、ガソリンやディーゼル価格上昇を受けた輸送コストの増加、カナダ向け追加関税、商品価格の上昇を懸念する声が目立った。川上でのコスト圧力が消費者物価へ転嫁されるまでには一定のラグを要するため²、今後もインフレ圧力としては残存する可能性が高い。

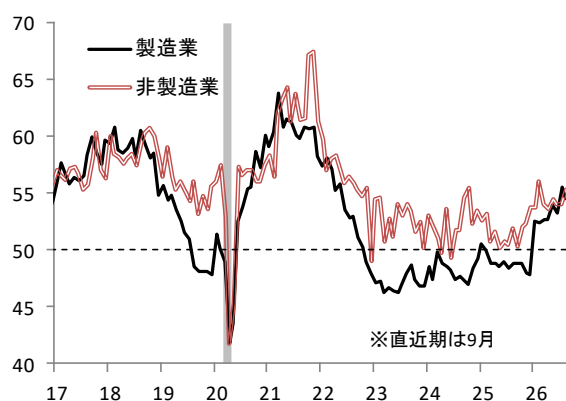
雇用情勢：労働需給は幾分緩和、賃金上昇率は鈍化継続

9月の雇用情勢は、雇用の過熱懸念が後退し、賃金の伸び鈍化傾向が続いた。

9月の雇用統計（事業所調査）における非農業部門全体の雇用者数は前月差+2.9万人と、8月（+13.3万人）から大幅に減速した（右図）。月ごとの振れを均した3か月平均では+5.1万人となり、労働需要は労働供給に応じた安定した伸びを続けていることがうかがえる。

内訳をみると、民間部門（8月前月差：+8.9万人→9月：+4.6万人）が減速し、政府部門（+4.4万人→▲1.7万人）

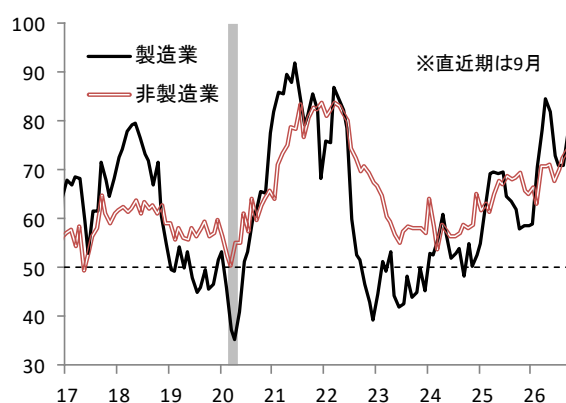
ISM製造業・非製造業指数(%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

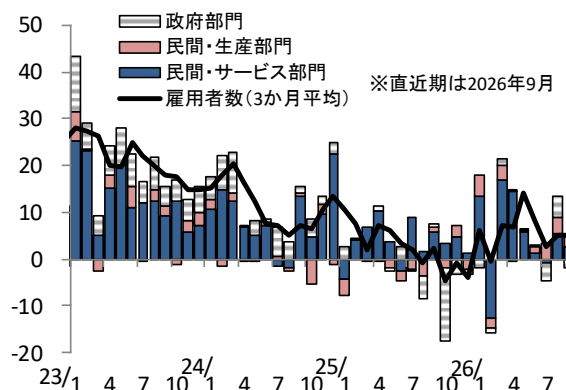
ISM製造業・非製造業指数(仕入れ価格、%)



(出所)CEIC

(注)シャドーは景気後退期。

非農業部門雇用者数(前月差、万人)



(出所)CEIC

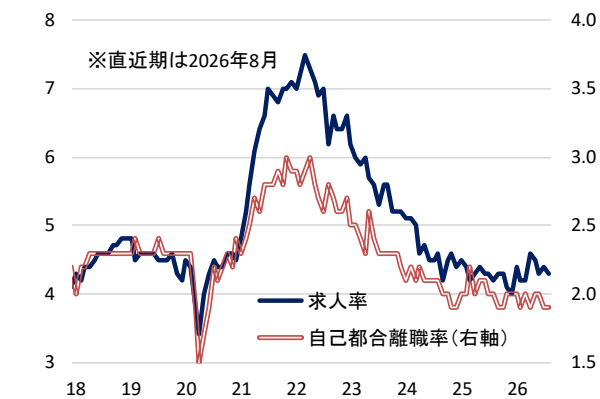
² 詳細は、2025年6月24日付 Economic Monitor「米国経済：物価は無風状態続くも、トランプ関税の企業負担が増加」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2025/2908/>

は減少に転じた。民間部門では、生産部門（+3.4 万人→+1.8 万人）とサービス部門（+5.5 万人→+2.8 万人）がともに伸びが縮小した。サービス部門では、卸小売・輸送・公共（+0.9 万人→+1.8 万人）が加速したものの、その他の幅広い業種で前月から減速ないしは減少した。

労働需給面では、9 月の失業率が 4.2%と 8 月（4.1%）から小幅に上昇し、9 月 FOMC の経済見通しで示された長期の自然失業率の 4.2%と同水準となった。別途公表された 8 月の雇用動態調査（JOLTS）でも、求人率は 4.3%とコロナ禍前の 2019 年の平均（4.5%）をやや下回った（右図）。転職動向の活況度を示す「自己都合での離職率」（8 月：1.9%<2019 年平均：2.3%>、右図）や企業の「採用率」（8 月：3.3%<2019 年平均：3.9%>）も低位にとどまった。労働需給は均衡しつつ、企業の採用意欲は慎重化していると考えられる。

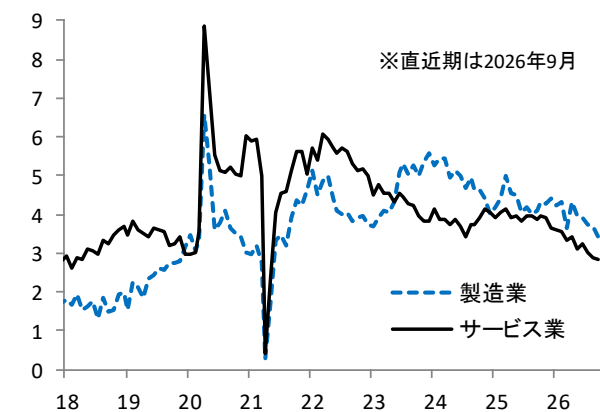
こうした労働需給環境を背景に、賃金の伸びは鈍化を続けている。9 月の民間部門時給は前年比+3.0%（8 月：+3.1%）へと小幅に低下した。インフレと関係が強いと考えられるサービス業（8 月前年比：+2.9%→9 月：+2.8%）は減速し、製造業（8 月前年比：+3.7%→9 月：+3.4%）の伸びも鈍化した（左下図）。サービス業の賃金上昇率トレンドをみると、コロナ禍前の水準を下回る業種が増加しており（右下図）、賃金主導によるインフレ再燃の兆候は依然としてうかがえない。

求人率と自己都合退職離職率(%)



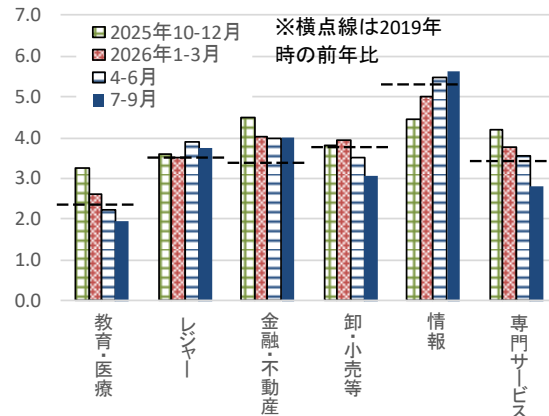
(出所)CEIC

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：コアインフレ率は高止まり、9月も基調的な鈍化ペースが足踏み

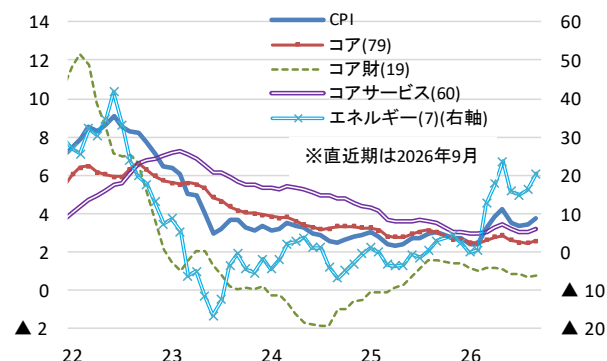
9月の消費者物価は、大幅な加速の動きはないものの、基調的なインフレ鈍化の足踏みが確認される内容となった。

9月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.7%（8月：+3.4%）と伸びを高めた（右図）。ガソリン価格（8月前年比：+27.4→9月：+34.2%）を中心とするエネルギー価格の上昇（+16.3%→+20.4%）が全体を押し上げた。食品・エネルギーを除くコア指数も、前年比+2.6%（8月：+2.4%）と伸びが拡大した。前月比でも+0.3%と前月（+0.3%）に底堅い伸びが続き、インフレ鈍化ペースの停滞を示した。

コア指数の内訳をみると、財（コア財）は前年比+0.7%と8月（+0.7%）から横ばいとなった（右上図）。トランプ関税の影響を受けやすい品目では、衣料等（8月前年比：+3.6%→9月：+3.4%）や家具・家庭用品（+0.6%→+0.2%）の伸びは鈍化したが、娯楽品（+3.1%→+3.6%）は玩具等を中心に再加速した（右図）。もっとも、玩具等は中国からの輸入が多く、9月の米中首脳会談での関税引き下げ合意の対象であることを踏まえれば、先行きは再び鈍化に向かうとみられる。また、中古車価格（▲2.3%→▲1.5%）のマイナス幅縮小も、卸売価格の軟調さを勘案すれば一過性にとどまる公算が大きい。エネルギー高に伴う輸送・原材料コストの財価格への波及は、現時点では想定範囲内といえよう。

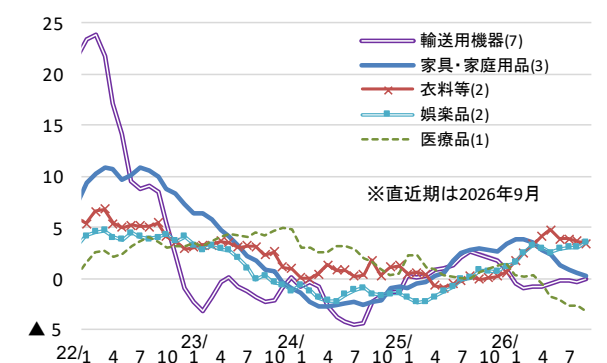
ただし、堅調なAI関連投資に伴うメモリ需給のひっ迫の影響には引き続き注意を要する³。PPIの関連品目（電子部品および付属品、ストレージデバイス等）の上昇率には頭打ち感もみられるが（右図）、消費者物価への波及は継続している。実際、記憶媒体を含む「コンピュータソフトウェア・周辺機器」は前年比+28.4%（8月：+25.4%）と加速が続き、「IT関連財」もPC等の価格上昇を受けて前年比▲2.9%（8月：▲4.3%）とマイナス幅の縮小が続いている（右図）。メモリ高のPCやスマホへの転嫁が進めば、CPI全体を+0.2%pt程度押し上げる可能性がある。

インフレ率の推移(前年比、%)



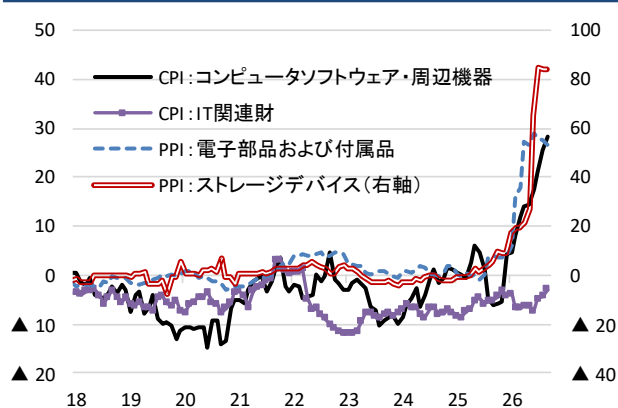
(出所) CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウェイト(%)

コア財(前年比、%)



(出所) CEIC
(注) ()内はCPI全体に占めるウェイト(%)

AI関連財の価格上昇率(前年比、%)



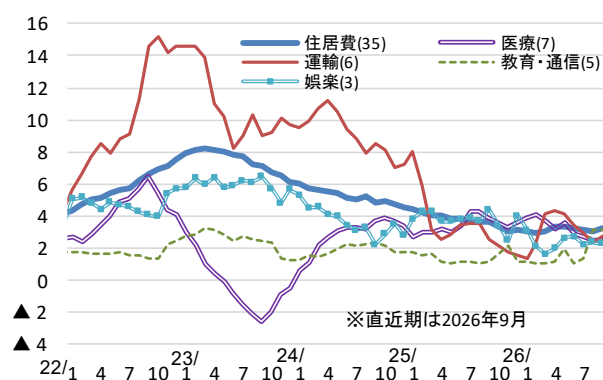
(出所) CEIC

³ 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+3.1%（8月：+3.0%）、前月比+0.4%（8月：+0.3%）と小幅に加速した。シェアの大きい住居費が前年比+3.2%（8月：+3.0%）と4か月ぶりに伸びを高めた（右図）。住居費の内訳となる宿泊料（+3.2%→+4.4%）の大幅加速に加え、家賃（+2.7%→+2.8%）や帰属家賃（+3.1%→+3.3%）も小幅に加速した。軟調な住宅価格や市場の家賃動向からは、住居費が先行き減速を続けることが見込まれるが、粘着性の高さには改めて警戒が必要である。住居費以外のサービス価格は、運輸（+2.4%→+2.7%）が加速したほか、医療（+2.5%→+2.5%）、教育・通信（+3.1%→+3.1%）、娯楽（+2.4%→+2.3%）はおおむね横ばいにとどまった。サービスインフレの減速ペースは足元で緩慢さが目立っており、基調的な低下を確認するには今後のデータを見極める必要がある。

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:10月FOMCはタカ派的据え置きの方算

10月27～28日開催のFOMCでは、政策金利が3.75～4.0%に据え置かれると予想する。9月のCPIやPPIではインフレの粘着性が確認され、追加利上げの必要性がより意識された。一方、FOMC高官からは、追加利上げの可能性を残しつつも、9月利上げ後の経済・物価動向の見極めに時間をかけるべきとの趣旨の意見が相次いでおり、10月の連続利上げへのハードルは上がっている。特に、ウォーシュ議長のもとでFOMCでの議論をリードする役割を担うジェファースンFRB副議長とウィリアムズNY連銀総裁（FOMC副議長）、FRBでの理論的支柱の一人であるウォラー理事が、10月の金利据え置きを示唆したことの影響は大きい。

さらに、10月中旬にかけては、長期金利の上昇や社債スプレッドの拡大がAI関連企業の将来の資金調達懸念や成長不安につながり、株式市場の調整を招くなど金融環境が引き締まった。こうした状況を踏まえ、10月FOMCでは、追加利上げの方向性を維持しながらも金利据え置きを決定する「タカ派的据え置き」となることが考えられる。

先行きのメインシナリオとしては、経済活動と雇用が底堅さを維持し、インフレの鈍化ペースの遅さを確認したうえで、12月FOMCにおいて利上げが実施されると予想する。この見通しは、9月FOMCの経済見通しで多くの参加者が年内の追加利上げを見込んだことと、おおむね整合的である。12月の利上げ後は、利上げの影響を見極める様子見姿勢に移行すると予想する。一方、堅調な経済指標や株高などの緩和的な金融環境が続けば、それを理由に2027年以降も利上げが実施されることが考えられる⁴。金融引き締めが実体経済に及ぼす影響に時間差があるため、利上げの継続が2027年以降の景気を過度に冷え込ませるリスクには留意が必要である。

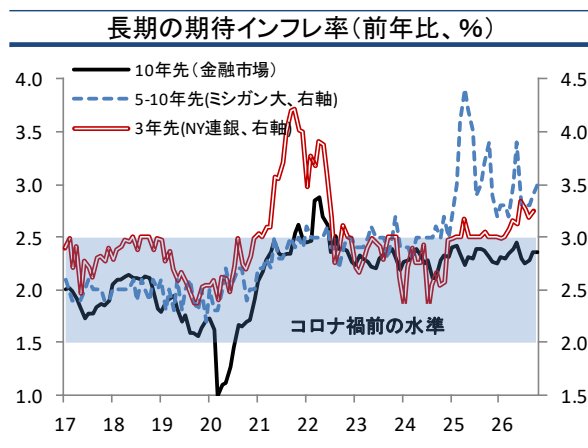
⁴ 金融環境に関するウォーシュFRBの情報発信等は、2026年9月30日付Economic Monitor「米国経済：ウォーシュFRBの政策方針と長期金利上昇の引き締めリスク」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3388/>

景気見通し: AI 需要の景気けん引と、高金利・エネルギー高による景気下押し圧力が交錯

米国経済は、中東情勢を受けたエネルギー高の逆風を抱えつつも、AI 関連を中心とする堅調な設備投資需要に支えられている。エネルギー高の影響は減衰していくことが見込まれるが、底堅い景気がインフレの粘着性を高め、その間に賃金インフレや期待インフレ率（右図）の明確な上昇を招くリスクは以前より強まっている。このため、FRB はタカ派姿勢を強め、10 年国債利回りは 19 年ぶりとなる 5% 超の水準まで上昇するなど、金融環境には引き締まりの圧力が加わっている。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は、好調な AI 関連投資と堅調な個人消費に支えられ、前期比年率で +2% を上回る堅調な伸びとなった公算が大きい。

10 月以降も、AI 関連需要が景気を支える公算が大きい。もっとも、長期金利の高止まりが住宅市場の冷え込みを深刻化させるほか、企業の資金調達コスト増や株価の調整を通じて、設備投資と個人消費への下押し圧力を強めるとみられる。実際、10 月中旬には、金利上昇を背景に、AI 関連企業の資金調達環境への懸念が改めて意識される局面もみられた。加えて、トランプ減税効果の一巡やエネルギー高に伴う実質可処分所得の目減りも重しとなる。今後の実質 GDP 成長率は +2% 程度で一進一退の推移をたどる見込みである。



(出所) CEIC

(注) 期待インフレ率(金融市場)は物価連動国債の価格を用いて算出