Economic Monitor
Nov 25, 2026　No.2026-093
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

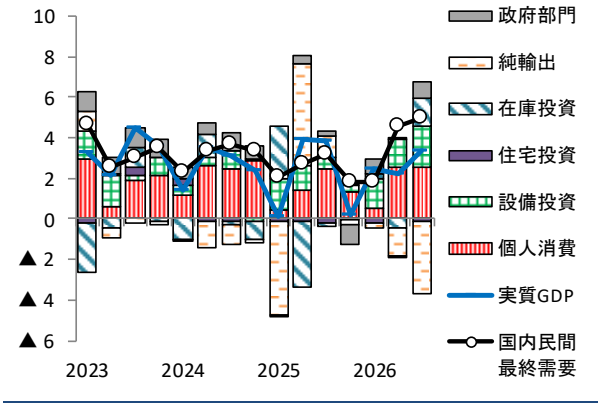
米国経済：景気は堅調に推移も、根強いインフレ圧力に警戒感

10 月の米国経済は、個人消費が底堅さを保ち、企業の景況感も拡大圏を維持するなど堅調に推移した。労働需要も底堅く、雇用環境の急激な悪化懸念は大幅に後退している。一方で、エネルギー高などを背景に川上のコスト圧力は強く、10 月の CPI では堅調な需要も後押しとなって、幅広い財・サービスで価格転嫁の加速の兆しがみられた。FRB 高官の多くがインフレへの警戒感を強め、追加利上げを示唆するなか、長期金利は高止まりが続いている。これにより住宅市場の冷え込みが深刻化しているほか、資金調達コストの上昇を受けて金融市場では AI 投資の収益性に対する懸念がくすぶり続けている。先行きは、金融環境の引き締まりが設備投資や個人消費の重しとなり、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。景気の下振れリスクは、中間選挙や州選挙で勝利した民主党が、AI 関連企業やデータセンター建設に対する逆風を過度に強めることが挙げられる。リスクが顕在化すれば、米国経済のけん引役である AI 投資が想定以上に減速し、株価調整を伴って景気が悪化することが考えられる。

7～9 月期 GDP:個人消費と設備投資が牽引し、国内需要は一段と加速

7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋3.4%と、前期（1～3 月期）の＋2.2%から加速した（右図）。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）は、個人消費と設備投資の拡大により＋4.9%と前期の＋4.6%から一段と伸びを高めた。輸入拡大に伴い純輸出のマイナス寄与が拡大したものの、これは内需の力強さが背景にあると考えられる。7～9 月期の米国経済は堅調に拡大したと評価できる。

実質GDP成長率（季節調整値、年率、%、%pt）



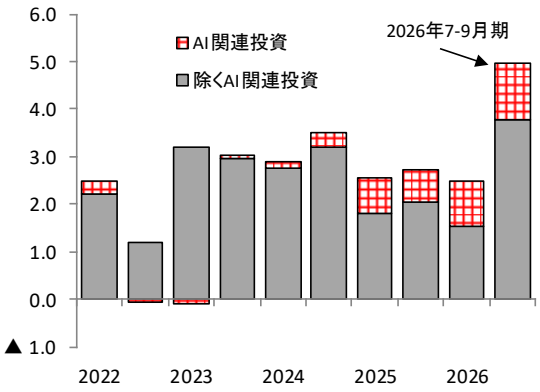
（出所）CEIC

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＋3.8%（前期：＋3.8%）と強い増勢を維持した。財消費（4～6 月期前期比年率：＋4.5%→7～9 月期：＋3.0%）は減速したが、サービス消費（＋3.4%→＋4.1%）が飲食・宿泊を中心に増勢を強めた。8 月頃にかけて株価が上昇基調をたどり、ガソリン価格も比較的安定して推移していたことが消費意欲を支えたと考えられる。設備投資については、輸送機器（＋24.6%→▲7.9%）が減少に転じた一方、情報処理（＋7.6%→＋37.4%）が加速したほか、産業機械（＋27.0%→＋24.7%）が好調さを維持し、ソフトウェア等の知的財産投資（＋9.2%→＋8.4%）も安定的に拡大するなど、幅広い分野で設備投資需要が続く構図となった。一方、住宅投資は、住宅ローン金利の高止まりが需要を抑制し、前期比年率▲3.3%と前期（＋2.8%）からマイナスに転じた。

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。

7～9 月期も AI 関連投資は堅調に推移した。当社試算では、7～9 月期の国内民間最終需要の伸びのうち約 25%を AI 関連が占めている（右図）。AI 関連の寄与率自体は 1～6 月平均から幾分低下したが、これは個人消費の寄与が拡大したことに加え、AI 需要の拡大が経済全体の景況感を押し上げている影響が考えられる。AI 分野と直接の接点が少ない企業においても、先行きの米経済への期待を高めて設備投資を積極化させた可能性がある。もちろん、AI 関連投資の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。ただ、投資需要に広がりがみられている可能性があること、株価上昇による資産効果が個人消費を支えていたことなどを踏まえれば、米国経済のけん引役が引き続き 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）



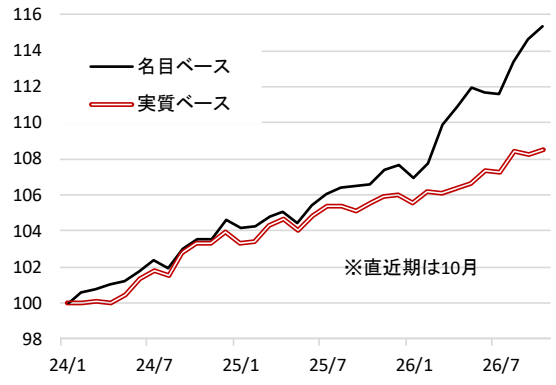
（出所）CEIC
（注1）実質ベース。各年は1～6月と7～12月。
（注2）AI関連投資はコンピュータ機器、コミュニケーション機器、データセンター建設に対する投資の合計として試算。

個人消費：選択的支出に一部弱さも、基調としては底堅く推移

10 月の個人消費は、一部の選択的支出に弱さがみられたが、全体としては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＋0.2%（9 月：＋0.8%）と底堅く推移し、変動の大きい自動車を除いたベースでも＋0.6%と堅調な伸びを示した（右図）。また、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＋0.3%と 9 月（▲0.1%）から増加に転じた（右図）。数か月を均してみれば底堅い増加基調は崩れていない。業態別動向を名目ベースでみると、ヘルスケア（9 月前月比：＋1.0%→10 月：＋1.5%）や無店舗小売（＋1.1%→＋1.2%）の堅調な増加が続いた。一方、家具・家電製品（＋2.2%→▲1.3%）、衣料品（＋0.3%→▲0.7%）、スポーツ・玩具等（▲0.0%→▲0.7%）などが減少した。根強いインフレが懸念される中、選択的支出の性格が強い分野に弱さがみられる。ただし、年末商戦を控えた買い控え・先送りなどの可能性もあり、消費意欲の悪化を示すかは見極めが必要である。

小売・外食売上高（除く自動車、2024年初=100）

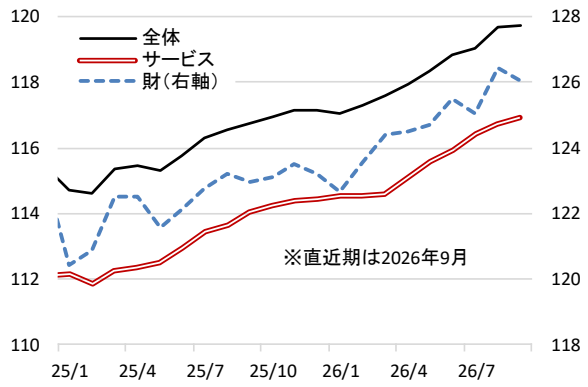


（出所）CEIC
（注）実質ベースはシカゴ連銀・小売指数の消費者物価を用いて推計。

[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。

サービス消費も着実な増加が続いている。9 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の、底堅さを保った（右図）。内訳では、レクリエーション（8 月前月比：▲1.1%→9 月：▲0.8%）や教育サービス（▲0.1%→▲0.4%）の減少が続いた一方、パーソナルケア（＋0.4%→＋0.6%）の伸びが全体を押し上げた。10 月の娯楽・レジャー関連も総じて底堅い動きとみられる。米国運輸保安局（TSA）公表の航空機利用者数は前年比▲1.7%と 9 月（▲1.2%）は小幅にマイナス幅を広げたものの、ホテル稼働率（STR 公表）は前年比＋3.7%（10 月は当社推計）（9 月：＋5.4%）と増勢を概ね維持している。

実質個人消費支（2020年2月＝100）



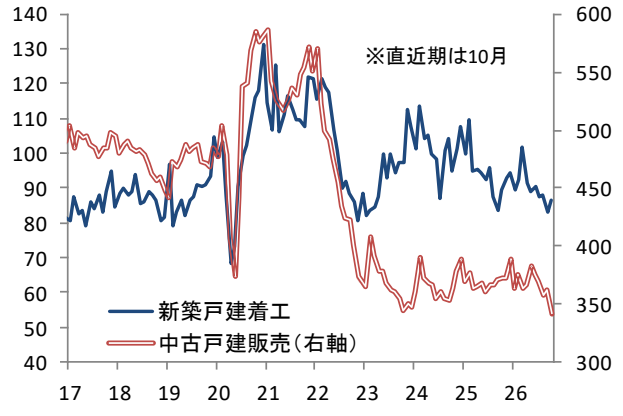
（出所）CEIC

住宅投資：ローン金利の高止まりが重しとなり、需要は歴史的な水準に沈む

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。10 月の中古戸建販売は前月比▲5.8%（9 月：＋1.4%）から大幅に減少し、2010 年以降の低水準となった（左下図）。10 月は長期金利の上昇を背景に、住宅ローン金利が急上昇したことが需要を明確に下押しした形である。供給面では、10 月の新築戸建着工が前月比＋4.0%と 9 月（▲5.8%）の減少からは反発したものの、減少傾向に歯止めがかかったとは言い難い（左下図）。

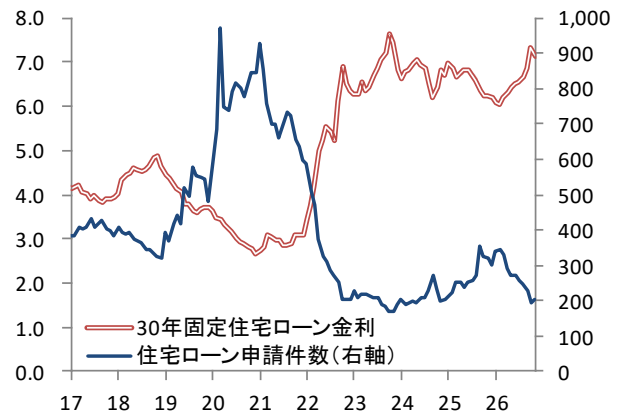
11 月以降も、住宅需要への下押し圧力は続いている。30 年固定住宅ローン金利（フレディマック発表）は 7%超の高水準にある（10 月 15 日：7.4%→11 月 12 日：7.1%、右下図）。これを受け、米抵当銀行協会（MBA）公表の住宅ローン申請件数（1990 年 3 月＝100）の 11 月平均（現時点）は 202 と、直近ピークである 2 月（347）から大幅に落ち込んだ状態が続いている（右下図）。また、住宅建設業者の景況感を示す NAHB 住宅市場指数も、11 月は 25 と 10 月（29）から低下し、2012 年 4 月以来の低水準となった。住宅市場の冷え込みは深刻化している。

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

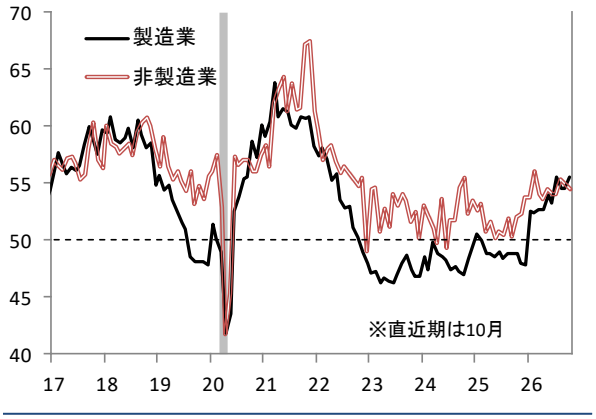
企業部門：製造業を中心に景況感は堅調も、川上のコスト圧力は高止まり

10 月の企業の景況感は、製造業・非製造業ともに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 10 月が 55.5 と 9 月（54.5）から改善した（右図）。拡大・縮小の境目である 50 を 10 か月連続で上回った。特に「生産」（9 月：56.7→10 月：59.0）が 2021 年 11 月以来の水準まで上昇しており、足元の生産活動の勢いが際立つ。また、先行指標となる「新規受注」（55.3→55.5）も高水準で横ばい圏にあり、拡大基調が続いている。一方、非製造業の ISM 指数は、10 月が 54.5 と 9 月（54.9）から小幅に低下した（右図）。「事業活動」（56.5→53.8）と「新規受注」（59.8→55.9）の低下が背景にある。依然として拡大圏にある中で、増勢の強まりが一服した状態と評価できる。

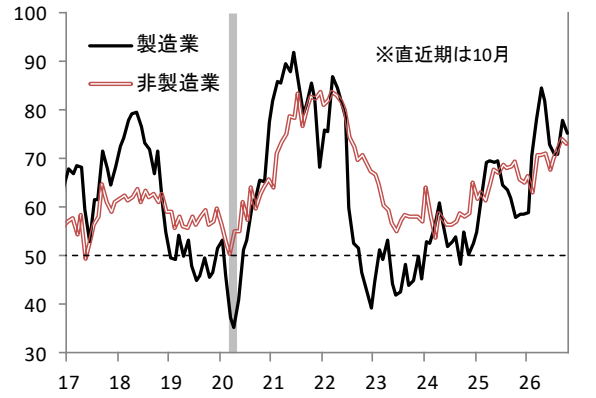
企業間のコスト圧力は高止まりが続いている。ISM 指数の「仕入れ価格」は、製造業（9 月：77.9→10 月：75.2）と非製造業（74.0→73.0）がともに幾分低下したが、依然として高水準にとどまる（右図）。企業のコメントをみると、燃料価格の高騰に加え、関税コストや AI 需要拡大に伴う部材価格の上昇が複合的に作用しており、利益率の圧迫に直面している企業も散見される。川上でのコスト圧力が消費者物価へ転嫁されるまでには一定のラグを要するため[2]、今後もインフレ圧力としては残存する可能性が高い。

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。

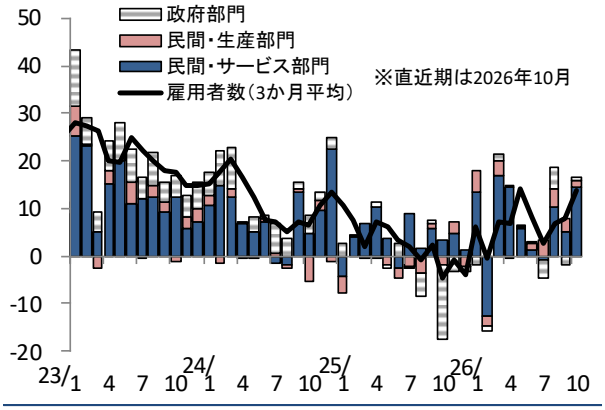
雇用情勢：労働市場は改善の動きも、賃金上昇率は鈍化継続

10 月の雇用情勢は、堅調な労働需要が続いた一方、賃金上昇率は鈍化傾向が続いた。

10 月の雇用統計（事業所調査）では、非農業部門雇用者数は前月差＋16.5 万人と、9 月（＋6.0 万人）から伸びが大幅に加速した（右図）。単月の振れを均した 3 か月平均でも月あたり＋13.7 万人となり、緩慢な労働供給の伸びに対して底堅い労働需要が維持されたことがうかがえる。

内訳をみると、民間部門（9 月前月差：＋7.8 万人→10

非農業部門雇用者数（前月差、万人）



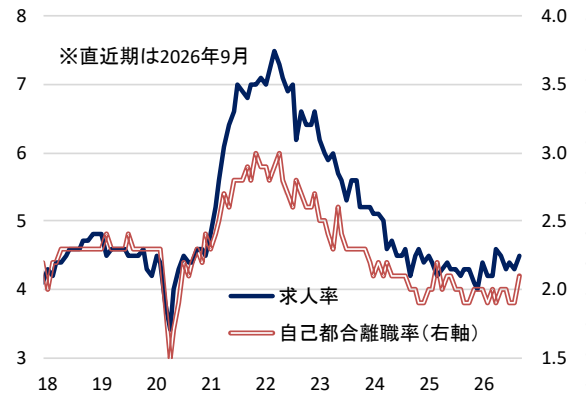
（出所）CEIC

[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/

月：＋15.9 万人）が加速し、政府部門（▲1.8 万人→＋0.6 万人）は増加に転じた。民間部門では、生産部門（＋2.7 万人→＋1.5 万人）が減速する中、サービス部門（＋5.1 万人→＋14.4 万人）が大幅に加速した。サービス部門の改善は広範にわたり、とりわけ専門・事業サービス（＋0.8 万人→＋7.0 万人）や教育・医療（＋2.1 万人→＋5.3 万人）の伸びが目立った。

労働需給面では、10 月の失業率が 4.1%と 9 月（4.2%）から小幅に低下した。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%と同水準が続いている。別途公表された 9 月の雇用動態調査（JOLTS）では、求人率は 4.5%と 8 月（4.3%）から上昇し、コロナ禍前の 2019 年の平均（4.5%）と同水準となった（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%→9 月：2.1%＜2019 年平均：2.3%＞、右図）や企業の「採用率」（3.3%→3.4%＜2019 年平均：3.9%＞）も低位ながら底打ち感がある。企業の採用姿勢は慎重ながらも、悪化には歯止めがかかっている。

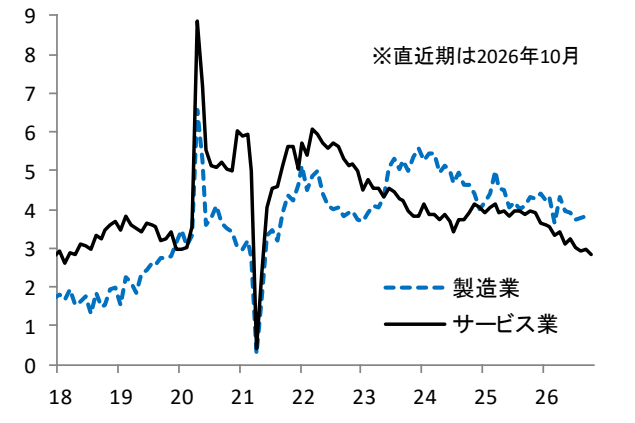
求人率と自己都合退職離職率（%）



（出所）CEIC

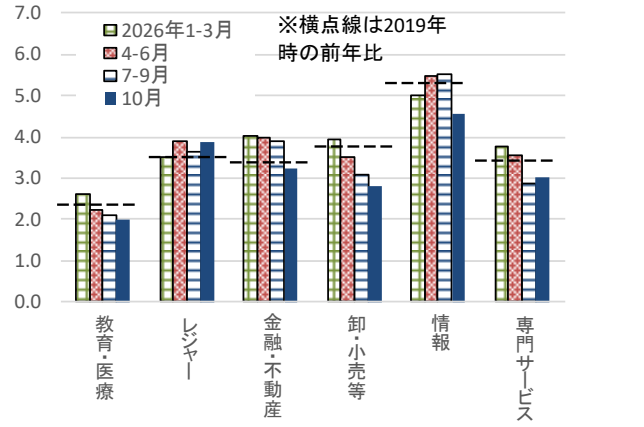
他方、賃金の伸びは鈍化を続けている。10 月の民間部門時給は前年比＋3.1%（9 月：＋3.2%）へと小幅に鈍化した。製造業（9 月前年比：＋3.8%→10 月：＋3.8%）の伸びは横ばいとなった一方、インフレと関係が強いと考えられるサービス業（9 月前年比：＋3.0%→10 月：＋2.8%）は減速した（左下図）。サービス業の賃金上昇率トレンドをみると、コロナ禍前の水準を下回る業種が増加しており（右下図）、賃金主導によるインフレ再燃の兆候は依然としてうかがえない。

民間企業の時給（前年比、%）



（出所）CEIC

サービス業の時給（前年比、%）



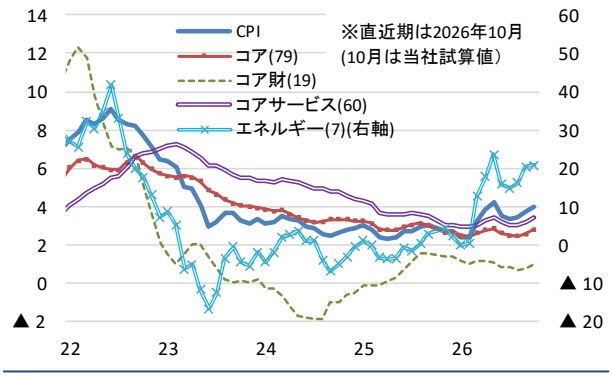
（出所）CEIC

物価：10 月はエネルギー高の価格転嫁の兆し

10 月の消費者物価は、コスト転嫁の進展に伴うインフレ圧力がうかがえる内容となった。

10 月の消費者物価指数（CPI）は、前月比＋0.4%（9 月：＋0.6%）と減速したものの、引き続き高い伸びとなった。エネルギー価格が大幅に減速したものの（9 月前月比：＋5.2%→10 月：＋0.7%）、食品価格の加速（＋0.0%→＋0.5%）が全体を押し上げた。また、食品・エネルギーを除くコア指数も、前月比＋0.3%（9 月：＋0.3%）と高めの伸びが続いた。昨年 10 月の政府閉鎖の影響で前年比は公表されていないが、当社試算では 10 月の消費者物価指数の前年比は＋4.0%（9 月：＋3.7%）、コア指数の前年比は＋2.8%（9 月：＋2.6%）とそれぞれ伸びを高めたと推計される（右図）。

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（%）

コア指数の内訳をみると、財（コア財）は前月比＋0.2%と 9 月（＋0.3%）から小幅に減速した。もっとも、コロナ禍前の 2019 年の平均＋0.0%程度、今年前半の平均＋0.0%程度の伸びと比較すると、2 か月連続で高い伸びが続いた。中古車など 10 月前月比が▲1.2%と 9 月（＋0.7%）から下落する品目も散見されたが、家具・家庭用品（9 月前月比：▲0.2%→10 月：＋0.7%）と医薬品（▲0.7%→＋0.5%）が大幅加速に転じたほか、娯楽品（＋0.9%→＋0.7%）が高い伸びを維持したことが全体を押し上げた。価格が加速した品目は区々だが、輸入財が比較的多く、輸送コスト上昇の価格転嫁が進んだ可能性がある。

また、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]。実際、IT 関連財は、PC・タブレット（9 月前月比：＋1.4%→10 月：＋0.5%）とスマートフォン（＋0.6%→＋0.5%）を中心に、10 月の前月比は＋0.4%と 9 月（＋0.9%）から減速しつつも比較的高い伸びを続けている。メモリ高の PC やスマホへの転嫁がこのまま進めば、CPI 全体の前年比を＋0.2%pt 程度押し上げる可能性がある。

コア指数のサービス（コアサービス）は前月比＋0.3%（9 月：＋0.4%）と小幅に鈍化したものの、コロナ禍前（2019 年平均＋0.25%）を上回って推移している。ウェイトの大きい住居費が前月比＋0.3%（9 月：＋0.3%）と伸びが横ばいとなった。住居費のうち、宿泊料（＋2.0%→＋0.6%）は鈍化したが、主要構成要素である家賃（＋0.2%→＋0.2%）と帰属家賃（＋0.3%→＋0.3%）の伸びは横ばいとなった。住宅価格や市場家賃の落ち着きから先行きは減速が見込まれるものの、住居費の粘着性には警戒を要する。住居費以外のサービス価格は、医療（＋0.3%→＋0.3%）と教育・通信（＋0.0%→＋0.0%）が横ばいとなった一方、運輸（＋0.6%→＋0.8%）と娯楽（＋0.3%→＋0.9%）が加速した。運輸の加速は市内交通が主因であり、タクシーなどがガソリン高を価格転嫁したと考えられる。娯楽はペットサービスや映画入場料など様々な品目が押し上げており、サービス消費の堅調さも背景にあると考えられる。サービスインフレの沈静化に時間を要する公算が大きく、今後のデータを見極める必要がある。

[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/

金融政策：2025 年実施の予防的利下げの巻き戻しが進む

12 月 8～9 日開催の FOMC では、政策金利が 0.25%pt 引き上げられ、4.0～4.25%となると予想する。10 月の CPI ではインフレの粘着性が引き続き確認されたことに加え、堅調な経済活動と雇用情勢が維持されていることから、追加利上げの必要性は高いと考えられる。なお、FOMC での議論への影響力が大きいウォラー理事は、11 月の講演で 0.5%pt の大幅利下げも選択肢に上ると言及した。ただ、これは追加利上げの必要性を明確に示すことで、中間選挙後に低下していた長期金利を押し上げ、金融引き締め効果を確保する狙いもあったと考えられる。その後、株価が大幅に下落し、長期金利もやや上昇したことで金融環境が悪化したことを踏まえれば、12 月 FOMC では 0.25%pt の利上げが多数派となるだろう。

12 月 FOMC での議論は、①エネルギー高のインフレへの影響、②堅調な景気がインフレ圧力を持続させる可能性、③AI ブームが調整されるリスクなどが中心になると考えられる。①エネルギー高については、2027 年央にはインフレに及ぼす影響が弱まるとの見方が多い[4]が、FRB が 11 月に公表した分析[5]では、コロナ禍後は構造変化が起こり、原油価格のコアインフレへの波及度とインフレの持続性が高まったリスクが指摘されている（右図）。輸送コストに直結するディーゼル価格が、精製能力の制約などから高止まりしていることも相まって、二次的波及への警戒感が追加利上げを支持する議論を強めるだろう。一方、②と③については、議論が交錯する可能性がある。AI 関連投資の拡大などを背景に堅調な景気が続けば、需要面からインフレ圧力が持続するおそれがある。他方、金利上昇による資金調達コスト増を背景とした AI 関連投資の収益性に対する懸念や、中間選挙での民主党勝利に伴うデータセンター規制の強化観測から、AI ブームが調整局面に入り、景気が下押しされるリスクも議論されるだろう。

FRB分析による原油価格＋10%のコア物価水準への累積影響（%）

経過期間	コロナ禍前の構造	コロナ禍後の構造（上振れリスク）
4四半期後	＋0.03	**＋0.19**
8四半期後	＋0.04	**＋0.32**
12四半期後	＋0.04	**＋0.36**

（出所）FRB
（注）推計対象は米国や日本などの先進5経済圏。ショックがなかった場合との水準差。

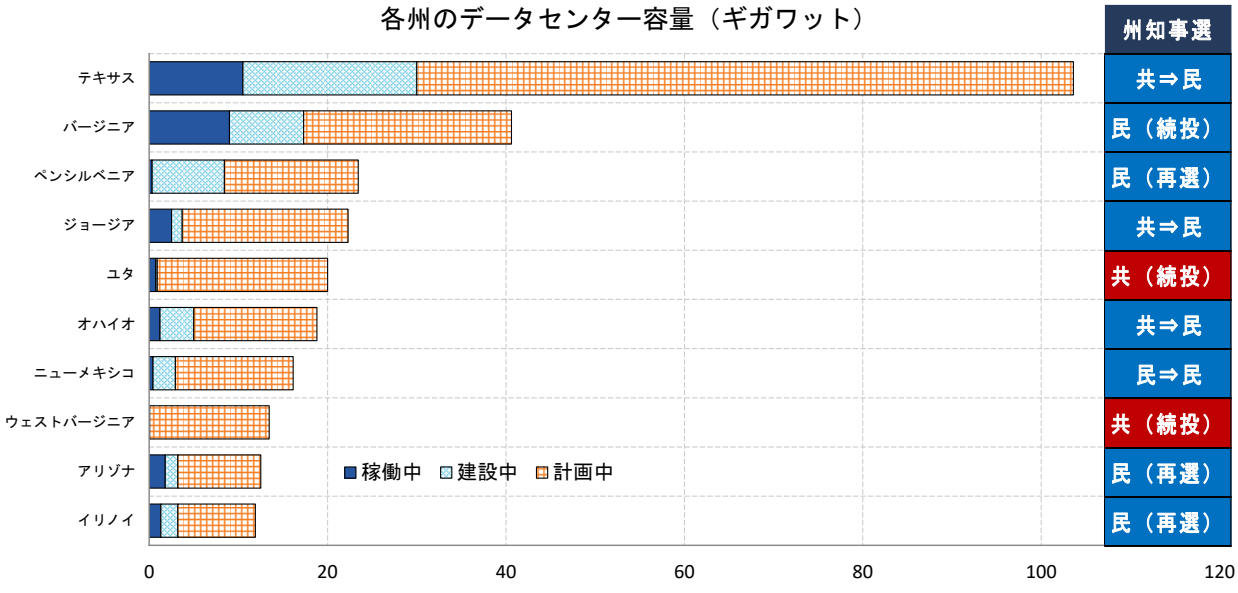
先行きについて当社は、「12 月の利上げ後に様子見姿勢に移行する」との従来予想を修正し、2027 年にも 0.25%pt の追加利上げが実施され、政策金利は 4.25～4.5%に達すると予想する。ウォラー理事は、2025 年後半に実施した計 0.75%の予防的利下げについて、巻き戻す必要性について述べている。インフレの高止まりが続いていることに加え、当時の懸念点であった景気が堅調さを取り戻していることが背景にあると考えられる。その他の FOMC メンバーによる情報発信も同様な内容が増えており、4.25～4.5%を目途に利上げを進める方針が中心的となるだろう。追加利上げの時期は、金融引き締めの影響を見極めるため、2027 年春頃になると見込むが、エネルギー高によるインフレリスクや物価上昇圧力の広がりが一段と強まれば、1 月 FOMC に前倒しされる可能性もある。一方で、AI 関連株価の大幅下落などを契機に金融環境が急激に引き締まり、景気が過度に冷え込むリスクが強まれば、追加利上げが先送りされ、利下げへの転換が早まる可能性もあるだろう。

[4] 当社による分析は、2026 年 10 月 23 日付 Economic Monitor「米国経済：エネルギー高のインフレ影響（BB モデルによる検証）」参照。https://www.itochu-research.com/ja/report/2026/3420/
[5] De Michelis, A. et al. (2026), "The Effect of Oil Prices on Core Inflation: Recent Evidence from the Advanced Economies," FEDS Notes (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, November 9).

景気見通し:高金利と規制が AI 投資の勢いを抑制するリスク

米国経済の先行きをみると、AI 関連の旺盛なインフラ需要と安定した雇用環境が下支えとなり、拡大基調を維持すると見込まれる。ただし、FRB はインフレへの警戒感から、金融引き締め姿勢を緩めていない。そのため、長期金利は高止まりが見込まれ、住宅市場の停滞を長期化させるだけでなく、企業の資金調達コスト増加や株式市場の調整を通じて設備投資および個人消費の重しとなる公算が大きい。すでに、10 月中旬以降、金利上昇を受けて AI 関連企業の資金調達環境に対する懸念がくすぶり続けている。さらに、トランプ減税 2.0 の効果の一巡やエネルギー高による実質可処分所得の目減りも加わる。今後の実質 GDP 成長率は＋2%前後で一進一退の推移をたどる見込みである。

今後の下振れリスクとして、AI 関連への逆風の強まりを背景に、想定以上に投資ペースが減速することが考えられる。中間選挙での民主党の上下院過半数獲得により、来年以降の新議会では AI の安全性や先端技術の輸出管理、企業への監督強化の動きが強まる公算が大きい。また、中間選挙と同時に行われた州知事選では、データセンター新設が集中する主要州で民主党候補の勝利が目立ったことも重要である（下図）。選挙戦では、データセンターによる膨大な電力・水消費、一般家庭への電気料金転嫁、環境負荷などが争点となった。新知事の誕生によって税制優遇措置の縮小や環境審査の厳格化の議論が進むことが想定される。AI 関連の需要は強く、今後も設備投資が継続することは既定路線であるものの、立地の見直しや許認可の遅延、事業者の追加コスト負担の増大を通じて、投資ペースが鈍化するリスクは高まっていると考えられる。



（出所）DCMap・2026年10月をもとに伊藤忠総研作成。