

2024年5月23日 全10頁

米国経済見通し 景気・インフレは減速したか？

減速ペースは、市場の想定ほどではないかもしれない

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

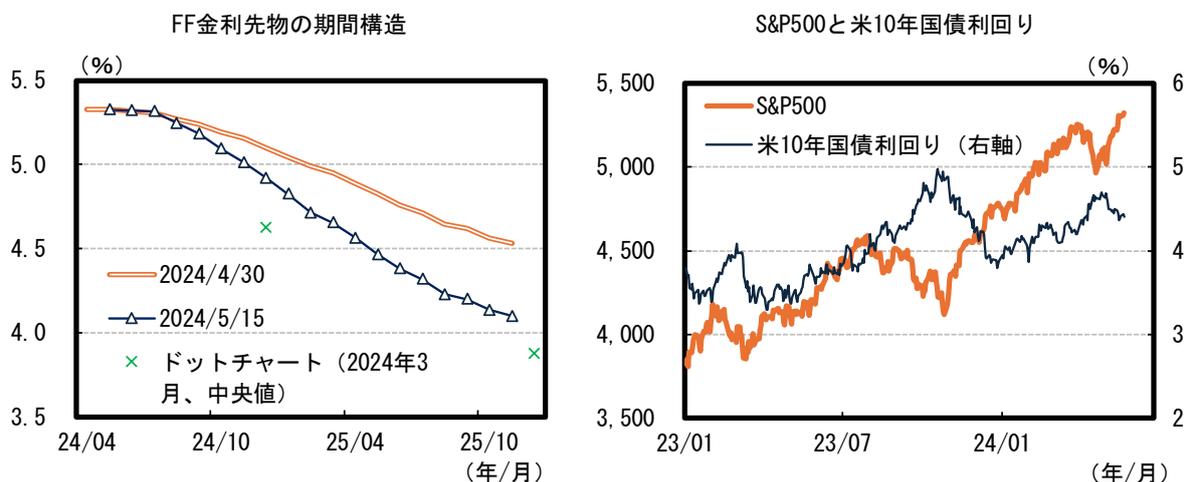
- 5月に公表された4月の景気及びインフレ指標は総じて軟調な結果となり、景気の堅調さとインフレ率の高止まりという1-3月期のトレンドが変化した可能性を示唆するものであった。こうした主要経済指標の軟調さを背景に、市場はソフトランディング期待を高め、金融環境は再び緩和化した。
- しかし、インフレ減速を期待しすぎてはならない。インフレ指標が2%に向けて減速していくためには、今後更なるペースダウンが必要となる。しかし、先行きのインフレ減速要因として期待されるコアサービス価格は高止まりしており、住宅価格の反発や根強い賃金上昇圧力によって一段の減速は楽観視できない。
- 加えて、直近の景気の軟調さも過信すべきではない。減速した4月の雇用者数は今後大幅に改定され得る。同月の小売売上高は市場予想割れとなったが、市場予想がアマゾン等の大規模セールによる無店舗販売の反動減を織り込めていなかっただけとも考えられる。そして、50%割れとなったISM非製造業景況感指数についても、中身を見れば顕著な景気減速に直面しているようには見受けられない。
- 市場ではソフトランディング期待が高まる中で、仮にインフレ指標が再び上昇し、主要経済指標も堅調な結果となれば、金融環境は一転してタイト化していくとみられる。或いは、経済指標が想定よりも軟化しない場合に市場の利下げ期待が剥落しなければ、金融環境の緩和化がインフレ圧力を押し上げ得るとして、FOMC参加者のタカ派的な発言が増えることも想定される。現時点では、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならないと肝に銘じておくべきだろう。

主要経済指標は軟調な結果、市場はソフトランディング期待を高める

5月に公表された4月の主要経済指標は総じて軟調な結果となり、景気の堅調さとインフレの高止まりという1-3月期のトレンドが変化した可能性を示唆するものであった。具体的に、家計や雇用環境に注目すると、雇用統計は雇用者数が好不調の境目となる20万人割れとなり、消費者センチメントは大幅に悪化し、小売売上高は市場予想を下回った。企業活動については、ISM景況感指数が製造業・非製造業ともに好不調の境目となる50%を下回り、鉱工業生産は製造業中心に落ち込み、市場予想を下回った。また、住宅着工件数は3月の大幅な落ち込みから回復したものの、前月のマイナス分に比べて見劣りする結果となり、市場予想を下回った。

景気に減速感が見られる中で、インフレ指標に関しては、CPIのヘッドラインが前月比+0.3%、コアが同+0.3%と市場予想通りとなり、高い伸びが続いてきた1-3月期から減速の兆しがうかがえる結果となった。4月30日・5月1日のFOMCではパウエルFRB議長が利下げの先送りを示唆したが¹、こうした主要経済指標の軟調さを背景に、市場は再び利下げ期待を強めた。FF金利先物を見ると、4月末時点で市場は2024年内に約0.25%ptの利下げ1回分と見込んでいた。しかし、5月のCPIや小売売上高が公表された5月15日には0.25%ptの利下げ2回分まで市場の織り込みが進んだ(図表1左図)。利下げ予想の織り込みが進む中で、米10年債利回りも低下し、主要株価指数も上昇に転じており、金融環境は緩和した(図表1右図)。こうした市場の見方の変化は、景気の減速によりインフレの減速が進展する、という米国経済のソフトランディング期待が高まったことを表しているだろう。

図表1 FF金利先物の期間構造、S&P500と米10年国債利回り



(出所) CME、S&P500、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

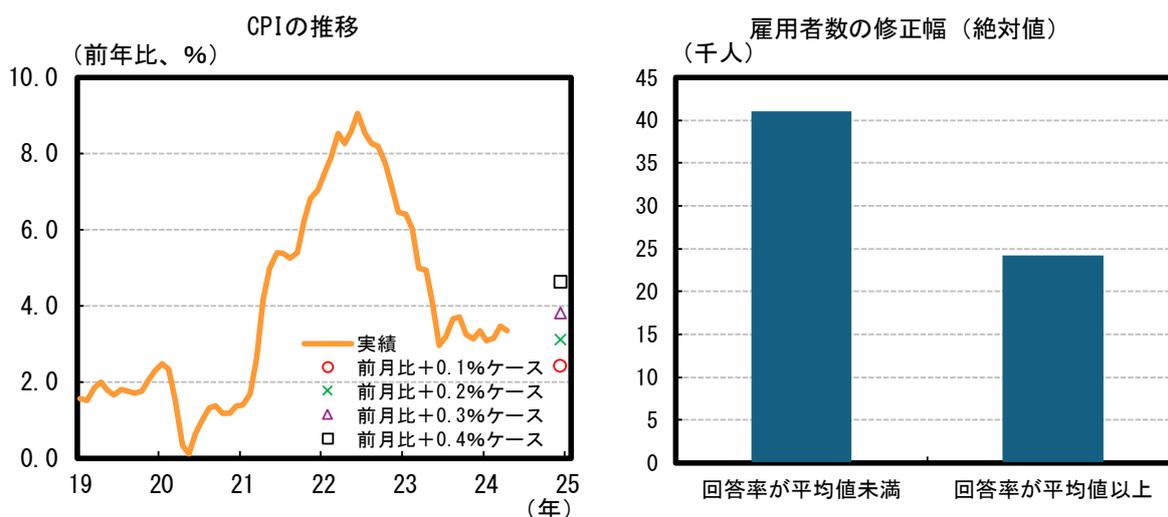
¹ 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、「[FOMC 利下げ開始の先送りを示唆](#)」(2024年5月2日)参照。

しかし、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならない

直近の主要経済指標が市場のソフトランディング期待を高める結果となった一方で、インフレ減速を期待しすぎてはならない。そもそも、CPIは減速したとはいえ、伸び幅は依然として大きい。CPIは直近の前月比のペースが続く場合、年末にかけて前年比ベースでは加速してしまうことになる。前年比ベースで2%に向けて減速していくためには、前月比ベースで+0.1%程度の伸びまで減速する必要がある(図表2左図)。もっとも、先行きのインフレ減速要因としてFRBが期待しているCPIコアサービス価格は高止まりしている。CPIコアサービス価格のうち家賃は2024年半ばまでは前年比ベースで減速していくとみられるが、下半期になれば減速しにくくなる可能性がある。また、CPIコアサービス価格(家賃除く)は賃金上昇率のペースダウンに沿って減速していくと考えられるが、前年比ベースではまだ加速トレンドである。賃金動向と連動する労働需給はコロナ禍前に比べて引き続きタイトであるとともに、各州では最低賃金の引き上げが進んでおり、根強い賃金上昇圧力がコアサービス価格(家賃除く)を減速しづらくさせていると考えられる。

加えて、直近の主要経済指標の軟調さも過信すべきではない。例えば、減速した4月の雇用者数は、後述の3月の大幅増からの反動や政府部門の減速といった要因に加えて、回答率の低さが複合的に影響している。雇用者数の基となる事業所調査の回答率は4月が54.9%と、2022年以降の平均値である64.4%と比べて10%ptほど低い。回答率が低い場合には、翌月に公表される改定値での修正は大幅となる傾向がある。例えば、平均値以上の回答率の場合、改定幅は±2.5万人程度だが、平均値未満の回答率の場合、改定幅は±4万人程度と大きい(図表2右図)。6月7日に公表される5月雇用統計で4月分も修正が入り得ることから、注意が必要となる。

図表2 CPIの推移、雇用者数の修正幅



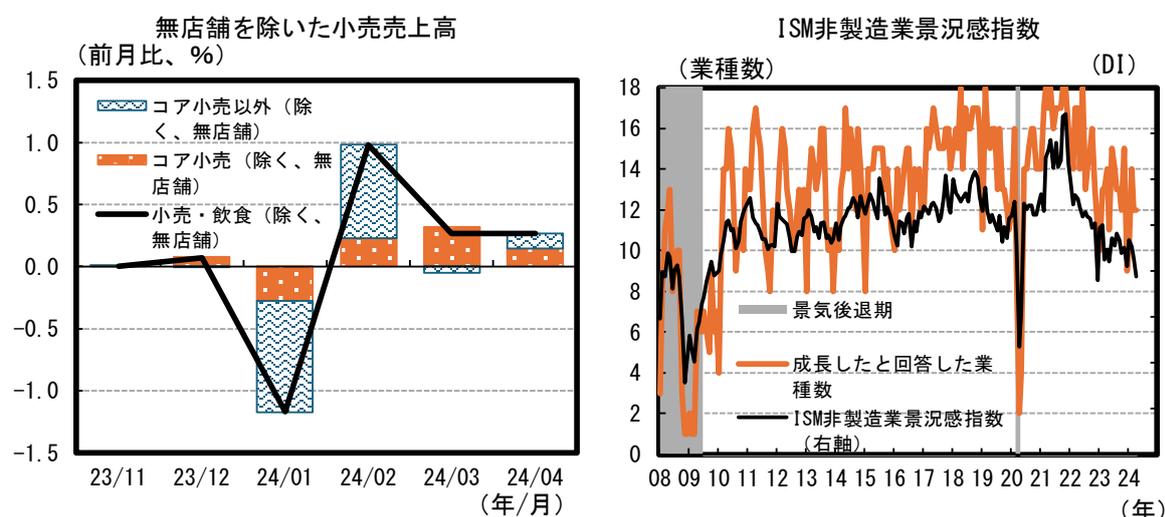
(注)雇用者数の修正幅は、2022年1月から2024年3月までを対象期間として算出。回答率の平均値は64.4%。
(出所) BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

また、4月の小売売上高に関しても、後述の通り、3月のアマゾン等の大規模セールからの反動減の影響が大きい。アマゾン等の無店舗での販売を除けば、小売売上高は3月・4月ともに伸

び幅は大きな変化はなく、底堅い結果となっている（図表3左図）。言い換えれば、4月分の市場予想がアマゾン等の無店舗での販売の反動減を織り込めていなかっただけでも考えられる。4月の小売売上高の市場予想比での弱さは景気判断において大きな意味を有さず、6月に公表される5月の小売売上高も考慮して基調を判断すべきだろう。

ISM 非製造業景況感指数の50%割れに関しては、過去を振り返れば、景気後退前後に生じやすい。ISM 非製造業景況感指数は2021年後半以降悪化トレンドを継続しており、2022年12月にも50%割れとなったことから警戒を要する。もっとも、ヘッドラインの良し悪しだけで企業の景況感を判断すべきではない。景気後退期にはISMに「成長した」と回答した業種数が18業種中一桁台まで減少する傾向がある一方、足元は12業種と底堅い（図表3右図）。また、業種の中身を見ても、主要産業である小売やレジャー・娯楽は成長したと回答していることから、非製造業が顕著な景気減速に直面しているようには見受けられない。

図表3 無店舗を除いた小売売上高、ISM 非製造業景況感指数



(出所) BLS、ISM、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

以上のように、インフレ減速を期待しすぎるべきではなく、主要経済指標も市場の認識ほど軟調ではないとも考えられる。再びインフレ指標が高止まりしたり、主要経済指標も堅調な結果となったりすれば、足元のBad News is Good News（この場合、軟調な経済指標はインフレ抑制に向けてよい結果）という市場の受け止めは覆され、ソフトランディング期待は再び低下し、米10年債利回りの低下や主要株価指数の上昇といったこれまでの反応は逆回転することになりかねない。或いは、主要経済指標が想定より堅調であっても、市場の利下げ期待が剥落しなければ、金融環境の緩和化がインフレ圧力を押し上げ得るとして、FOMC参加者のタカ派的な発言が増えることも想定される²。現時点では、景気減速やインフレ減速を期待しすぎてはならないと肝に銘じておくべきだろう。

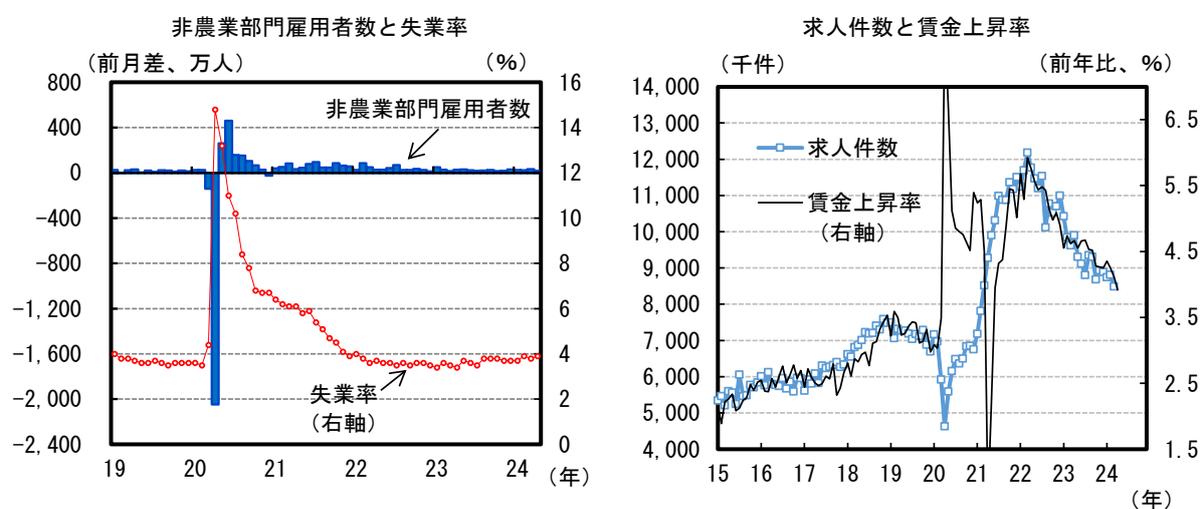
² 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼、「[米国経済見通し 利下げ開始先送りの次の手は？](#)」（2024年4月26日）参照。

4月の雇用統計はクールダウンも、雇用環境は底堅さを維持

2024年4月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+17.5万人と前月から大きく減速し、市場予想(Bloomberg調査:同+24.0万人)を下回る結果となった。さらに、過去分は、2024年2月、3月合計で2.2万人下方修正された。とはいえ、前月までの大幅増からの反動も考えられる。3カ月移動平均で見れば4月は同+24.2万人であり、好不調の目安となる同+20万人を5カ月連続で上回った。また、4月の雇用者数の減速は、政府部門の減速が主因であり、民間部門は引き続き底堅い。続いて失業率については、前月から+0.1%pt上昇して3.9%となり、市場予想(3.8%)を上回る(悪い)結果となった。失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同+19.9万人)が再び増加した。就業者に関しても、非自発的パートタイム労働者は同+16.1万人と3カ月ぶりに増加した。この他、民間部門の週平均労働時間が同▲0.1時間と再び減少するなど、4月の雇用統計は雇用環境が弱含みつつあることを示唆している。ただし、雇用者数の伸びは均して見れば好調を維持し、失業率についても3.86%と四捨五入による切り上げが見栄えを悪くしており、雇用環境は緩やかに悪化しつつも底堅さを維持しているといえよう。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週(5月12日-5月18日)は22.2万件となった。新規失業保険申請件数の水準は2023年9月以降、概ね週19万件から23万件的レンジで推移しており、足元でも顕著な増加は見られない。続いて労働需要に着目すると、2024年3月の求人件数は前期差▲32.5万件と減少した。直近の失業者数と比べた求人件数の比率はほぼ1.3倍となり、これまで1.4倍前後の水準が続いていた中で、労働需給の緩和が進展した。こうした労働需給の緩和に伴い、4月の雇用統計では民間部門の平均時給が前年比+3.9%と3カ月連続で減速し、2021年6月以来の水準となった点は、インフレ抑制の観点でポジティブといえる。ただし、失業者数と比べた求人件数の比率や賃金上昇率はコロナ禍前の水準を上回ったままであり、タイトな労働需給の中で賃金上昇圧力は根強い。根強い賃金上昇圧力はインフレの高止まりの要因になり得ることから、更なる労働需給の緩和が求められよう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

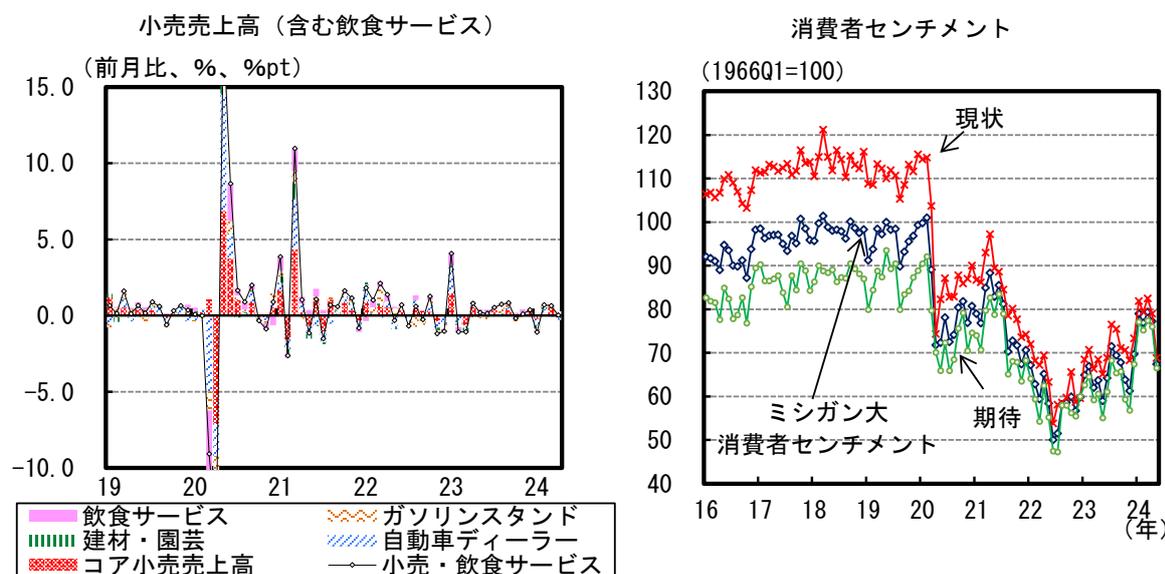
小売売上高は減速し、消費者マインドは大幅に悪化

個人消費の動向を確認すると、2024年4月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.0%と減速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を下回った。また、2月(同▲0.2%pt)と3月(同▲0.1%pt)の結果が下方修正された。さらに、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高が同▲0.3%と3カ月ぶりにマイナスになるなど、4月の小売売上高は冴えない結果となった。ただし、4月の結果は、アマゾン等が3月に大規模なセールを実施したことによる反動もあったとみられる。単月の結果で個人消費の下振れと判断するべきではなく、来月以降の結果も踏まえる必要があるだろう。

4月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(前月比▲1.2%)が3月のアマゾン等の大規模セールから反動減となり、全体を押し下げた。ただし、それ以外にも、レジャー・娯楽用品(同▲0.9%)、自動車・同部品(同▲0.8%)が2カ月連続でマイナスになる等、選択支出の品目の一部で冴えない動きが見られる。この他、ヘルスケア製品(同▲0.6%)がマイナスに転じ、家具(同▲0.5%)は3カ月連続でマイナスとなった。また、ガソリンスタンド(同+3.1%)は3カ月連続のプラスで押し上げ要因となったが、これはガソリン価格の上昇が影響している。他方で、3月にマイナス幅が大きかった衣服・宝飾品(同+1.6%)、家電(同+1.5%)がプラスに転じた点は一安心といえる。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024年5月(速報値)が前月差▲9.8ptと2カ月連続で悪化して67.4になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲10.2pt)、期待指数(同▲9.5pt)ともに大幅に悪化した。ミシガン大は、幅広い属性の回答者においてセンチメントが悪化していると指摘した。またインフレ見通し(期待インフレ率)については2カ月連続で上昇した。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融環境が長引くと懸念されれば、消費者マインドは回復しづらいだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



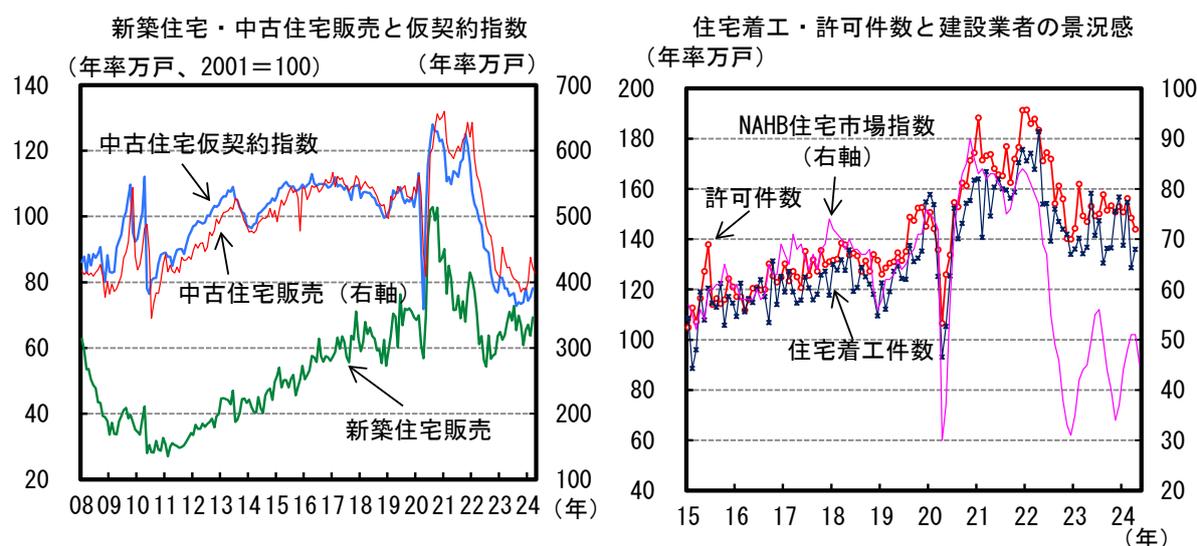
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場では金利の高止まりを引き続き意識

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2024年4月が前月比▲1.9%と2カ月連続でマイナスとなった。これは、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が上昇したことが要因と考えられる。消費者のマインドに目を向けると、5月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は26ptと、2022年11月に記録したコロナ禍以降の最低値を下回る結果となった。消費者の中では引き締めの金融政策が長期化するとの見立てが足元で増えており、住宅ローン金利が高止まりすれば、目先の中古住宅販売が抑制されるとみられる。さらに中古住宅の在庫は緩やかに増加しつつあるが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で上昇していることも、引き続き中古住宅販売が回復していく上での足かせとなるだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年4月に前月比+5.7%と、前月の大幅減からプラスに転じた。ただし、プラスに転じたとはいえ、3月のマイナス分を取り戻すほどではない。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、4月は同▲3.0%と2カ月連続でマイナスとなった。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年5月分は前月差▲6ptの45と、6カ月ぶりに低下した。NAHBはインフレの高止まりを背景に第1四半期に長期金利が上昇したことが建設業者のマインドを下押ししたと指摘している。在庫積み上げニーズや移民の増加による住宅需要といった、住宅建設業者にとってポジティブな要素は見られるものの、目先は金融政策の動向に左右されやすい状況が続くとみられる。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

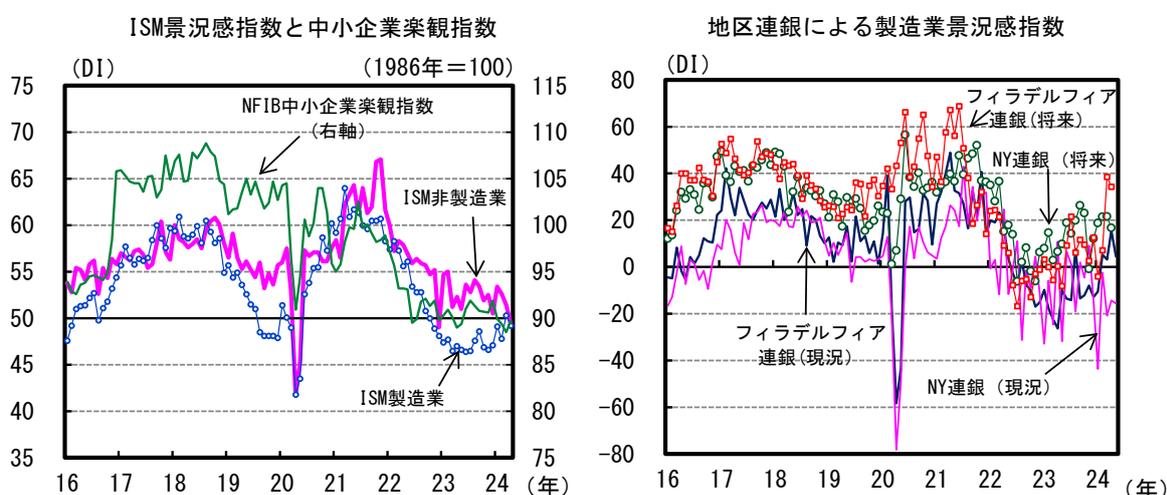
ISM 景況感指数は製造業・非製造業ともに 50%を下回る

2024年4月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.1%ptの49.2%と、50%を上回った3月から一転して好不況の節目となる50%を再び下回った。非製造業についても、同▲2.0%ptの49.4%と2022年12月以来の50%割れとなった。構成項目を見ると、製造業に関しては、雇用指数が改善し、在庫指数は横ばいとなった一方で、新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、事業活動指数が同▲6.5%ptと大幅に悪化した。この他、新規受注指数、雇用指数も悪化した。続いてISMに回答した企業のコメントを見ると、製造業では指数の悪化に反して、ビジネス環境についてポジティブな見解も比較的多かった。他方で、ネガティブな点としてFRBによる金融政策の不確実性の高さが指摘された。非製造業については、人件費や原材料費のコスト高についてのコメントが散見され、引き続き企業の重石になっている様子がうかがえる。実際、非製造業の仕入価格指数は同+5.8%ptと上昇した。

中小企業に関しては、2024年4月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+1.2ptと4カ月ぶりに改善し、水準は89.7となった。内訳項目を見ると、前月に悪化幅が大きかった実質販売増加に対する期待の項目が大幅に改善した。他方で、金融環境に対する期待の項目は2カ月連続で悪化した。またNFIBは、中小企業にとって人件費等のコスト高が引き続き最大の課題とコメントした。

以上をまとめれば、中小企業は改善した一方、製造業、非製造業が悪化した。2024年5月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差▲1.3pt）、将来指数（同▲2.2pt）がともに小幅に悪化した。フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同▲11.0pt）は悪化して前月の上昇分をほぼ解消し、将来指数（同▲1.9pt）も小幅に悪化した。人件費等のコスト高が続き、さらに、引き締めの金融環境が長期化するとの見立てが増えて中、引き続き企業マインドは抑制されるとみられる。

図表7 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

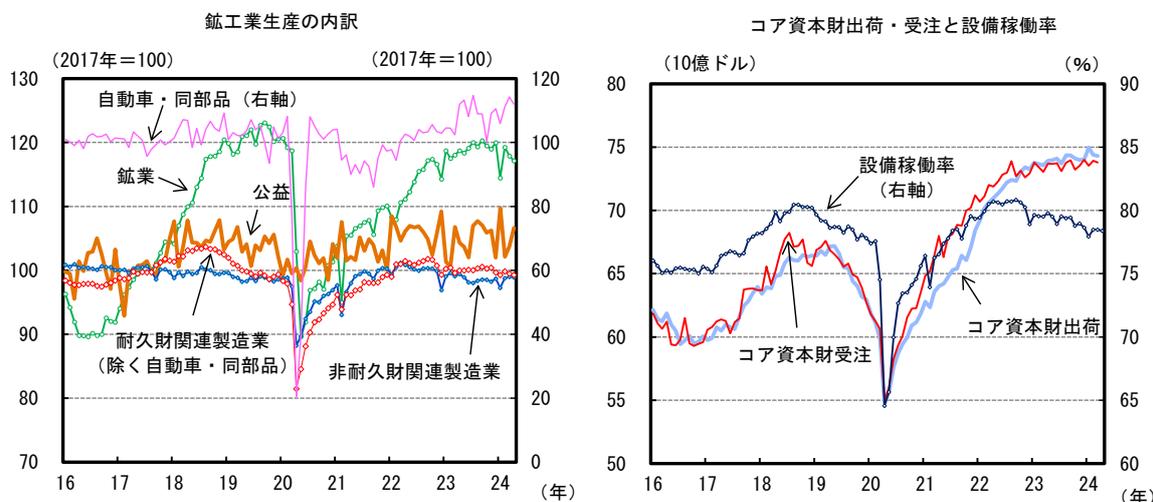
鉱工業生産指数は製造業が3カ月ぶりにマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2024年4月の鉱工業生産指数は前月から横ばいと市場予想(Bloomberg調査：同+0.1%)を下回り、2カ月連続で減速した。過去分については、2月分が+0.4%pt上方修正された一方で、3月分が▲0.3%pt下方修正された。4月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同+2.8%)が2カ月連続でプラスとなった一方で、鉱業(同▲0.6%)が2カ月連続でマイナスとなり、製造業(同▲0.3%)が3カ月ぶりにマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財(前月比▲0.5%)、非耐久財(同▲0.1%)ともにマイナスに転じた。耐久財に関しては自動車・同部品(同▲2.0%)が全体を押し下げた。この他、電気機械(同▲1.9%)、木製品(同▲1.6%)のマイナス幅が大きかった。さらに、非金属鉱物(同▲0.9%)、スポーツ用品等を含むその他耐久財(同▲0.6%)、家具(同▲0.5%)が2カ月連続で低下する等、幅広い業種でマイナスとなった。他方で、一次金属(同+1.0%)がプラスに転じ、航空機などを含むその他輸送用機器(同+0.9%)とコンピューター・電子機器(同+0.6%)は2カ月連続でプラスとなった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品(同▲4.4%)が大幅なマイナスとなり全体を押し下げた一方で、その他の業種はいずれもプラスとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は3月に前月比▲0.1%と2カ月連続でマイナスとなり、先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.2%とマイナスに転じた。設備稼働率については、2024年4月は前月差▲0.1%ptの78.4%となり、昨年10月以降のダウントレンドが続いている。設備稼働率は長期平均(1972-2023年：79.6%)を12カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひっ迫している状況ではない。前述の通り直近の製造業の企業マインド指数が悪化しており、設備の稼働状況もひっ迫していないこと、そして引き締め的な金融環境が継続するとの見立てが増えていることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだろう。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024年の4-6月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と、2024年1-3月期に比べて加速すると見込む。成長率のゲタが高いことで個人消費が高い伸びとなるとともに、在庫や純輸出の寄与度のマイナス幅の縮小が成長率加速の主因である。個人消費が高い伸びになるとみられる一方、設備投資は減速し、住宅投資はマイナスに転じることで民間最終需要は減速すると考えられる。ただし、民間最終需要が減速するとはいえ、その伸び幅は依然として大きいことから、インフレの減速も緩やかな進展を見込む。

市場は景気減速とインフレ減速の進展を期待しており、結果的に金融環境は緩和化した。金融環境の緩和化は景気が実際に落ち込んでいる際には下支え役となり、ソフトランディングの蓋然性を高める。しかし、景気が市場の想定よりも落ち込まない場合には、金融環境の緩和化は需要を押し上げ、インフレ圧力の高まりへと帰結する。景気が堅調であることが判明すれば、金融環境は再びタイト化するだろう。或いは、タイト化しない場合でも、FOMC参加者のタカ派的な発言が増えることが想定されるだろう。市場の認識と実際の景気に乖離が生じている可能性があることによって、FRBの金融政策運営及び景気の先行きに関する不確実性が増しているといえる。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6	2.2	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2	2.5	2.5	2.0
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5	3.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.7	2.2
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9	1.4	0.6	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	2.5	1.5
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9	-2.0	0.5	0.9	1.1	1.6	1.8	2.0	-10.6	4.3	1.0
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9	0.4	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	1.6	1.8
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2	2.6	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	2.9	1.7
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2	1.5	1.4	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	4.1	2.8	1.2
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.8	2.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7	1.9
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	3.1	2.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	1.9	2.7	2.0
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-2.0	-1.1	1.7	1.2	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	0.2	0.0	1.7
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	3.3	2.1	2.6	2.3	2.4	2.3	2.4	4.1	3.1	2.4
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6	4.0	3.9
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-206	-218	-218	-217	-217	-217	-217	-216	-780	-860	-867
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-209	-220	-219	-218	-217	-216	-215	-214	-819	-865	-863
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	5.50	5.00	4.25
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.79	4.63	4.48	4.33	4.18	4.03	3.88	4.58	4.60	4.11
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	4.31	4.22	4.13	4.04	3.95	3.86	3.96	4.28	4.00

(注1) 網掛けは予想値。2024年5月21日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成