

2024 年 10 月 22 日 全 9 頁

米国経済見通し 市場の景気認識は 悪化から再加速へと転換？

実際の景気、インフレの減速は緩やかなペースで継続

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

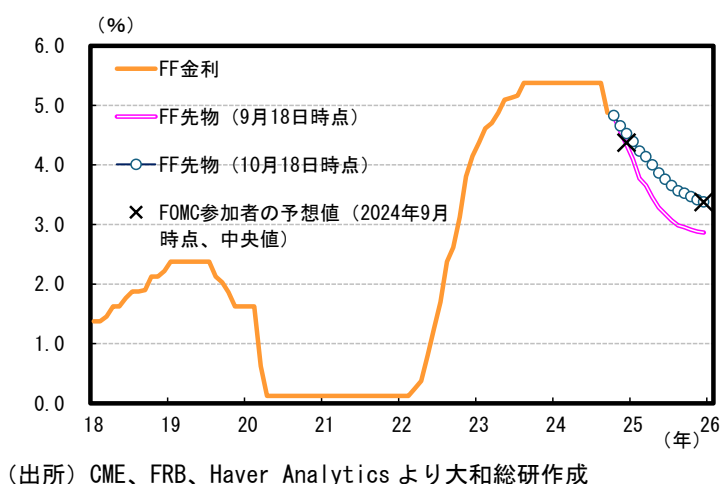
[要約]

- 市場の米国経済に対する見方は、景気悪化懸念とインフレ減速への期待から、景気は堅調、そしてインフレ高止まり懸念へと変わった。9月の雇用統計、小売売上高、CPIが市場予想を上回ったことで、こうした市場における認識の変化へとつながった。そして、市場の利下げ期待も急速に低下した。利下げペースを巡って、FRBがデータ次第というスタンスを続ける以上、市場の利下げ期待も経済指標によって大きく変動しやすい。
- もっとも、足元の経済指標は、8月の米国経済見通しレポートにおいて指摘した、これまでの雇用環境の悪化は懸念するほどではなく、インフレ減速を楽観視し過ぎるべきではない、という見方を裏付けるものともいえる。雇用環境の先行きについても現時点でトレンドが変化したとまではいえず、大幅に悪化するような可能性も低ければ、大幅に改善する可能性も低いとの見立てを据え置く。懸念が再燃したCPIの高止まりに関しては、従来通り、緩やかな減速が続くとの見方に変わりはない。
- 景気やインフレの緩やかなペースでの減速は、大幅利下げを期待していた市場を落胆させたかもしれない。しかし、現時点での景気の更なる減速はソフトランディングにとって望ましくない。利下げフェーズへ移ったとはいえ、効果の発現にはタイムラグがある。加えて、大統領選挙が大接戦となっていることで、経済政策の見通しがつきづらい。不確実性が高い中で、企業や家計も消費や投資を積極化させるというよりは、様子見を続けるだろう。景気が落ち込んだ際のサポート要因が限られる中で、景気が腰折れていない現状を安心材料として捉えるべきといえる。

市場の景気認識は悪化から再加速へと転換？

市場の米国経済に対する見方は、景気悪化懸念とインフレ減速への期待から、景気は堅調、そしてインフレ高止まり懸念へと変わった。9月の雇用統計、小売売上高、CPIが市場予想を上回ったことで、こうした市場における認識の変化へとつながった。そして、市場の利下げ期待も急速に低下した。FF先物から示唆される2024年12月のFF金利水準は9月18日の4.3%から10月18日には4.5%、2025年12月の水準は同様に2.9%から3.4%となった。とはいえ、市場が織り込むFF金利水準はFOMC参加者の予想値と概ね一致している。7-8月の冴えない雇用統計によって高まった景気悪化への過度な懸念、そして、9月FOMCでの大幅利下げによって醸成された過度な利下げ期待が剥落しただけともいえる。利下げペースを巡ってFRBがデータ次第というスタンスを続ける以上、市場の利下げ期待も経済指標によって大きく変動しやすいといえる。

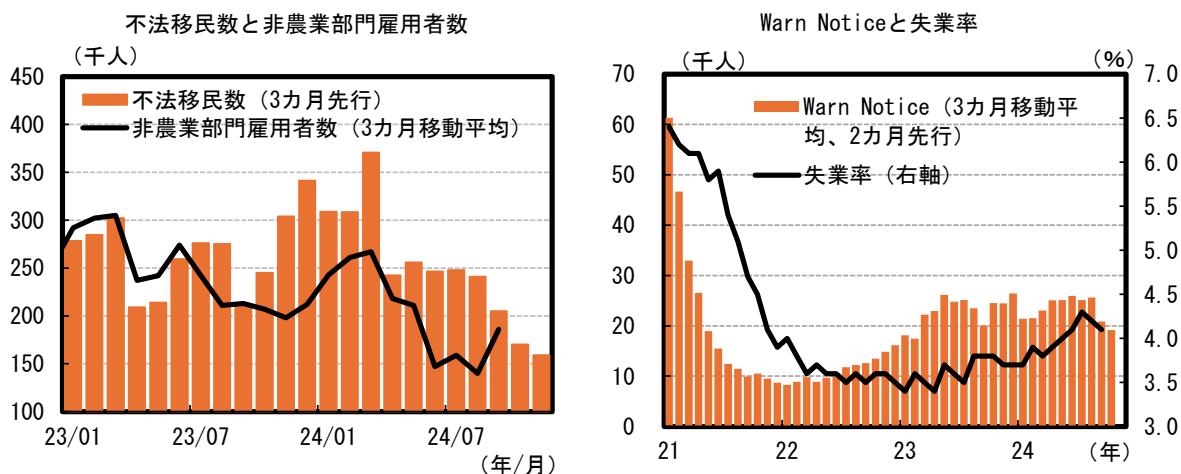
図表1 FF金利、FF先物、FOMC参加者の予想値



もっとも、単月の結果で景気のトレンドが作られるケースは少ない。足元の経済指標は、8月の米国経済見通し¹レポートにおいて指摘した、これまでの雇用環境の悪化は懸念するほどではなく、インフレ減速を楽観視し過ぎるべきではない、という見方を裏付けるものともいえる。雇用環境の先行きについても現時点でトレンドが変化したとまではいえず、大幅に悪化するような可能性も低ければ、大幅に改善する可能性も低いとの見立てを据え置く。例えば、非農業部門雇用者数は、これまで不法移民の流入動向に連動してきた。9月の雇用者数の大幅増は、不法移民の流入ペースを大幅に下回っていた前月までの落ち込みの反動とみられる。他方で、先行きに関しては、6月以降の不法移民規制によって流入ペースが減速していることを踏まえれば、労働供給増に伴う雇用者数の押し上げは見込みにくいといえる。続いて、労働需要に着目すると、求人件数は減速傾向でありながらも、足元でそのペースは緩やかだ。失業率に先行する傾向のある解雇の事前通知 (Warn notice) の件数は足元で落ち着いており、リストラやレイオフが急増していないと考えられる。以上を踏まえれば、雇用者数は大幅に伸びにくい一方で、失業率は急激には上昇しづらく、雇用環境は緩やかに悪化するというところだろう。

¹ 矢作大祐、藤原翼「[米国経済見通し 論点は高インフレから雇用悪化へ？](#)」、(大和総研レポート、2024年8月22日)

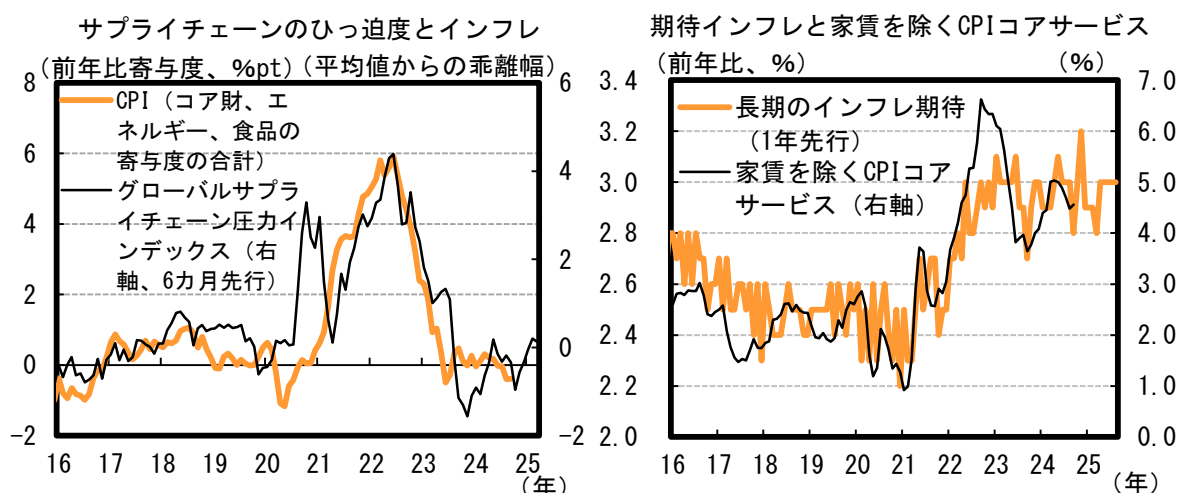
図表2 不法移民数と非農業部門雇用者数、Warn Notice と失業率



懸念が再燃したインフレの高止まりに関して、CPIの主な構成項目を見ると、ウェイトの大きい家賃に減速感が見られるとともに、先行する主要住宅価格指数も緩やかに減速していることを踏まえれば、先行きにおいても徐々にペースダウンしていくことが見込まれる。他方で、前月比で9月に高い伸びとなった家賃を除くCPIコアサービス価格は、先行する傾向のある期待インフレ率が高止まりの傾向を示しており、下げ渋る可能性がある。また、モノ（エネルギー、食品、コア財）の価格は、サプライチェーンの改善が一服したことで、減速余地は小さくなっている。総じて見れば、インフレ率の減速ペースは緩やかとの見方に変わりはない。

景気やインフレの緩やかなペースでの減速は、大幅利下げを期待していた市場を落胆させたかもしれない。しかし、現時点での景気の更なる減速はソフトランディングにとって望ましくない。利下げフェーズへ移ったとはいえ、効果の発現にはタイムラグがある。加えて、大統領選挙が大接戦となっていることで、経済政策の見通しがつきづらい。不確実性が高い中で、企業や家計も消費や投資を積極化させず、様子見を続けるだろう。景気が落ち込んだ際のサポート要因が限られる中で、景気が腰折れしていない現状を安心材料として捉えるべきといえる。

図表3 サプライチェーンのひっ迫度とインフレ、期待インフレと家賃を除くCPIコアサービス

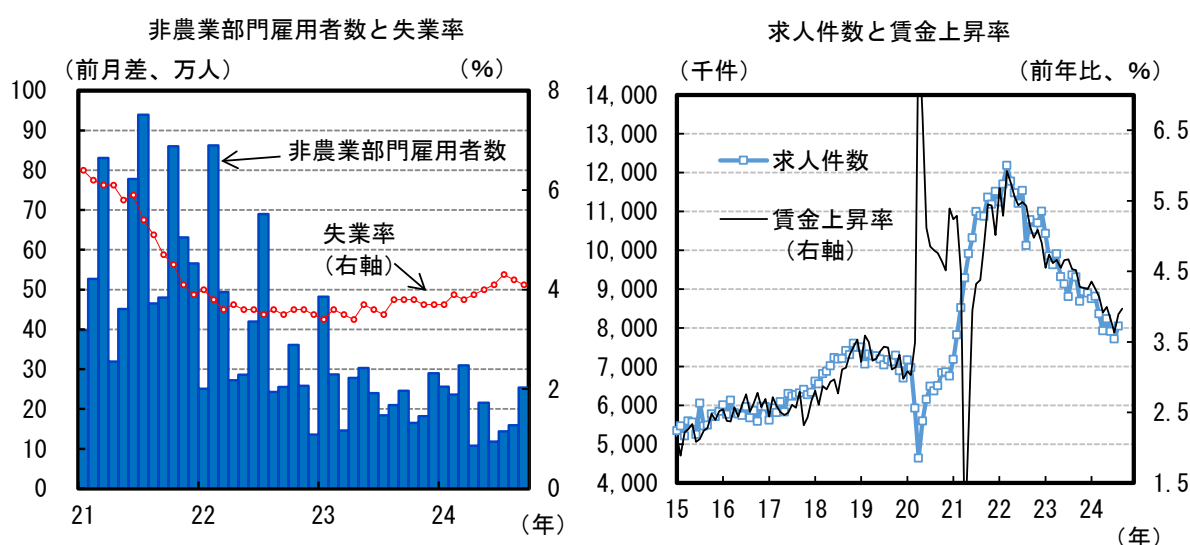


9月の雇用統計は単月で見れば底堅い、先行きはハリケーンがかく乱要因に

2024年9月の米雇用統計²は、非農業部門雇用者数が前月差+25.4万人と市場予想(Bloomberg 調査：同+15.0万人)を大幅に上回った。さらに、雇用者数の過去分に関しても、7・8月の合計で+7.2万人の上方修正となった。失業率に関しては、同▲0.1%ptの4.1%と2カ月連続で低下(改善)し、市場予想(Bloomberg 調査：4.2%)を下回った。さらに、非自発的失業や非自発的パートタイム労働者が減少したことも、雇用環境が底堅いことを示唆している。もっとも、雇用者数は減速感が強まった6-8月からの反動増とも考えられる。雇用者数の3カ月移動平均を見ると、4カ月連続で同+10万人台と、好不調の目安とされる同+20万人を下回って推移していることに加え、労働時間も減少した。以上を踏まえれば、雇用環境の変化は急激ではなく、緩やかな悪化が継続しているとの評価を据え置く。

雇用環境の先行きについて、9月末・10月初旬に米国南東部に上陸し、甚大な被害をもたらした2つのハリケーンが短期的にかく乱要因となり得る。週次の新規失業保険申請件数は、ハリケーン上陸後に26.0万件(9月29日-10月5日)と上昇し、直近週(10月6日-10月12日)も24.1万件と、前年同時期と比較して高い水準となっている。州別に申請件数を確認すると、南東部で申請件数が増加しており、ハリケーンによる失業が多く含まれている可能性がある。続いて労働需要に着目すると、2024年8月の求人件数は前月差+32.9万件的の804.0万件的となった。大統領選挙を前に求人を控える企業も多いとみられる中、求人件数は3カ月ぶりに800万件的に乗せた。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.2倍程度と前月からやや上昇した。労働需給の緩和が止まれば、賃金上昇率、ひいてはインフレ率の減速を停滞させ得る点が懸念される。実際に9月の雇用統計では、民間部門における平均時給の前年比は+4.0%と4カ月ぶりの高い伸びとなった。大幅な待遇改善を要求するストライキも相次ぎ報じられるなど、引き続き賃金上昇圧力は根強い点には注意が必要だ。

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

² 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+25.4万人](#)」(大和総研レポート、2024年10月7日)

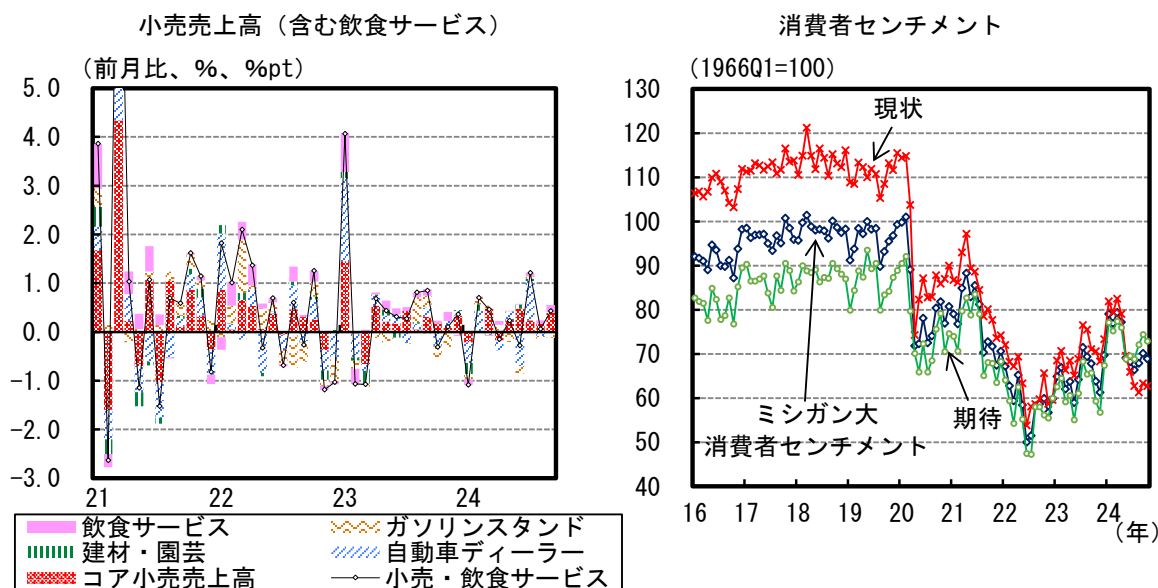
小売売上高は市場予想を上回る堅調な結果

個人消費の動向を確認すると、2024年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.4%と前月から加速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.3%)を上回った。過去分については、7月分(+0.1%pt)が上方修正された。7-9月期の小売売上高は前期比年率で+5.3%と、4-6月期の同+1.8%から大幅に加速した。また、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は前月比+0.7%と加速し、5カ月連続でプラスとなった。雇用環境が緩やかに悪化してきた中でも、個人消費は堅調といえる。

9月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、その他小売(前月比+4.0%)、衣服・宝飾品(同+1.5%)、ヘルスケア(同+1.1%)、飲食サービス(同+1.0%)、飲食料品(同+1.0%)が高い伸びとなった。また、GMS(総合小売)(同+0.5%)、建材・園芸(同+0.2%)はプラスに転じ、レジャー・娯楽用品(同+0.3%)は小幅に加速した。無店舗販売(同+0.4%)は前月の大幅な伸びから減速したものの、2カ月連続でプラスを維持した。他方で、家電(同▲3.3%)、ガソリンスタンド(同▲1.6%)、家具(同▲1.4%)が2カ月連続でマイナスとなった。この他、自動車・同部品(同+0.0%)については、ほぼ横ばいとなった。

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10月(速報値)が前月差▲1.2ptと3カ月ぶりに悪化し、68.9になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲0.6pt)、期待指数(同▲1.5pt)ともに悪化した。ミシガン大は、消費者が価格の高止まりに依然として不満を持っているとコメントした。雇用環境が底堅い点は、消費者マインドの大幅悪化を避ける上でポジティブな要因といえる一方で、インフレの減速ペースが緩やかであることは、利下げペースの緩慢化も相まって、消費者マインドの回復本格化の足かせとなり得るだろう。

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



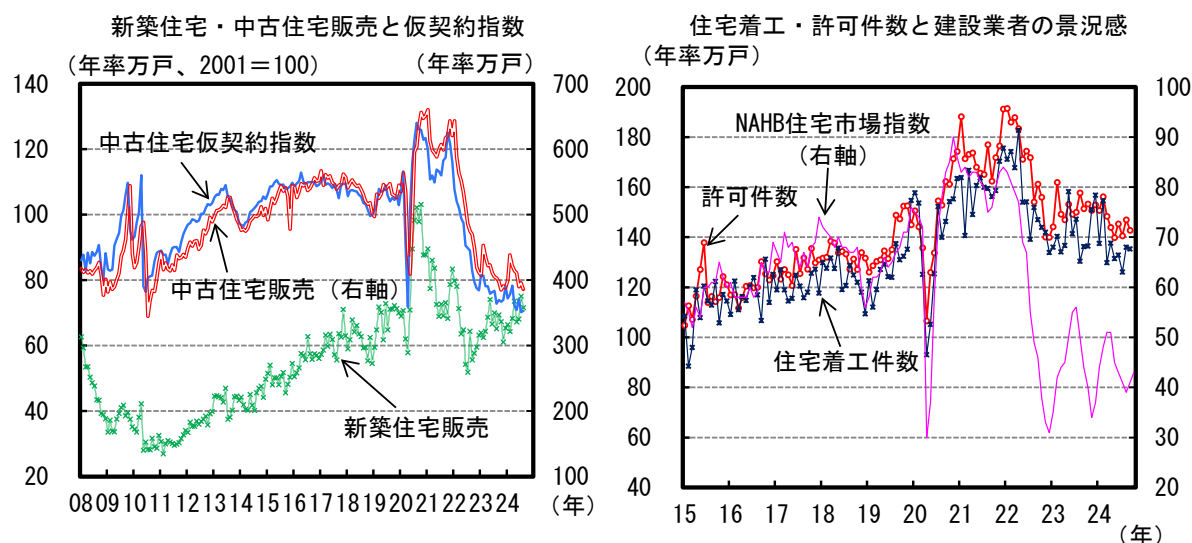
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅着工は減少するも、一軒家に限れば2カ月連続で増加

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）は、2024年8月が前月比▲2.5%とマイナスに転じた。他方で、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は同+0.6%とプラスに転じた。これまで住宅販売の抑制要因となってきた住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社、以下同）を確認すると、9月半ばには6.1%と2023年初旬以来の水準まで低下した。しかし直近（10月第3週）は6.3%まで上昇し、金利の低下に一服感が見られる。住宅ローン金利のピークアウトは中古住宅販売の回復に寄与するとみられるものの、金利は依然としてコロナ禍前に比べて高い水準であり、当面の中古住宅販売は緩やかな回復に留まるとみられる。新築住宅販売（戸建）については、8月は前月比▲4.7%と3カ月ぶりにマイナスとなったものの、7月の大幅増からの反動減と考えられ、均して見れば増加傾向にある。新築住宅の販売価格（中央値）は在庫の積み上がりを背景に前年比マイナスで推移しており、足元で新築住宅は中古住宅に対する割高感が少ないことから、新築住宅販売は中古住宅販売に比べて回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年9月に前月比▲0.5%とマイナスに転じ、年率135.4万戸となった。内訳を確認すると、一軒家（同+2.7%）は2カ月連続でプラスとなった一方で、集合住宅（同▲9.4%）は2カ月連続でマイナスとなった。新築住宅着工の先行指標である建設許可については、9月は同▲2.9%とマイナスに転じた。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10月分は前月差+2ptの43と2カ月連続で上昇した。NAHBは金利が低下することで住宅需要の回復が期待されるとした一方、現状は住宅購入希望者が一段の金利の低下を待っていると分析している。住宅供給の先行きについて、FRBが利下げを開始したことは住宅建設業者にとってポジティブといえる。ただし、FRBによる利下げペースは緩やかなものに留まるとみられており、住宅需要の回復の不確実性は高いことから、住宅建設業者は需要の回復を見ながら徐々に供給拡大を進めていくとみられる。

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

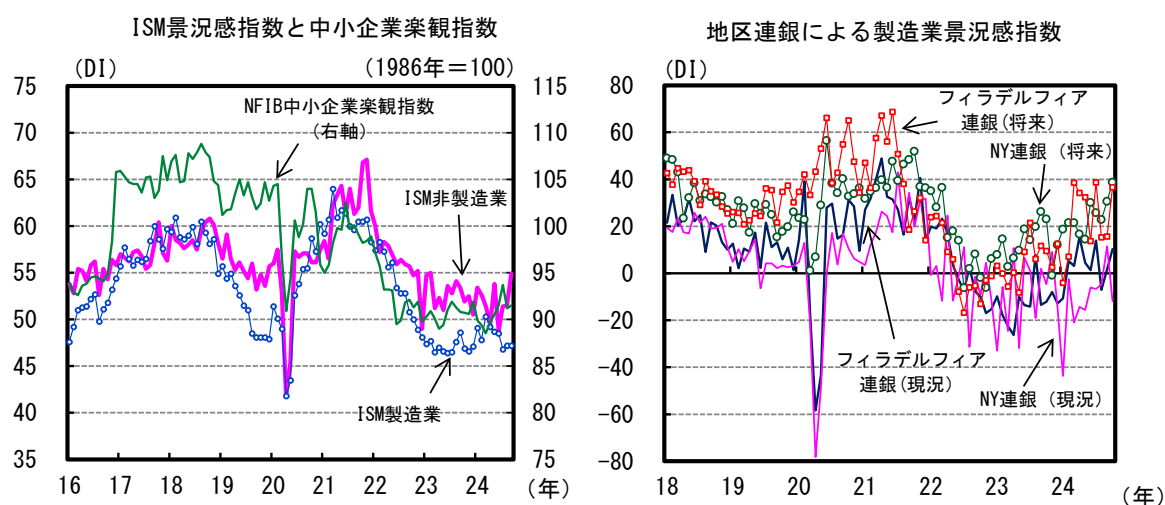
ISM 非製造業は 3 カ月連続で改善、ISM 製造業は横ばい

2024 年 9 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月から横ばいの 47.2%となった一方、非製造業は同+3.4%pt と 3 カ月連続で改善し、54.9%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、生産指数が同+5.0%pt と 6 カ月ぶりに改善した。また、入荷遅延指数、新規受注指数も改善した。他方で、在庫指数と雇用指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数（同+6.6%pt）と新規受注指数（同+6.4%pt）が大幅に改善した。この他、入荷遅延指数が改善した一方で、雇用指数は 2 カ月連続で悪化し、48.1%と 3 カ月ぶりに 50%を下回った。企業コメントを見ると、製造業では足元の需要の弱さを指摘するコメントが多い。ISM は製造業の需要低迷について、引き締め的な金融政策と大統領選挙の不透明感を背景に、企業が設備投資や在庫投資に消極的と指摘した。非製造業の企業コメントには大統領選挙を巡る不透明感への指摘が見られた。指数は回復したが、ISM は人件費の負担と労働力の確保が引き続き非製造業の課題とした。

中小企業に関しては、2024 年 9 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差 +0.3pt と小幅に改善した。内訳を確認すると、前月に悪化幅が大きかった「実質販売増加に対する期待」、「利益に対する期待」、「景況感の改善に対する期待」の項目が改善した。もっとも、NFIB はインフレや資金調達コストが収益を圧迫する中、中小企業が設備投資や在庫投資をためらっているとコメントしており、経営環境の不確実性は依然として大きいとみられる。

以上をまとめれば、製造業が横ばいとなった一方で、非製造業と中小企業は改善した。2024 年 10 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▲23.4pt）が 3 カ月ぶりに悪化した一方で、将来指数（同+8.1pt）が 2 カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀は、現況指数（同+8.6pt）、将来指数（同+20.9pt）がともに 2 カ月連続で改善した。大統領選挙が終了すれば、不透明感の解消により企業マインドは改善に向かう可能性がある。もっとも、FRB による利下げは緩やかなペースに留まるとみられ、引き締め的な金融環境がしばらく続き得る点は、マインド回復の抑制要因となろう。

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

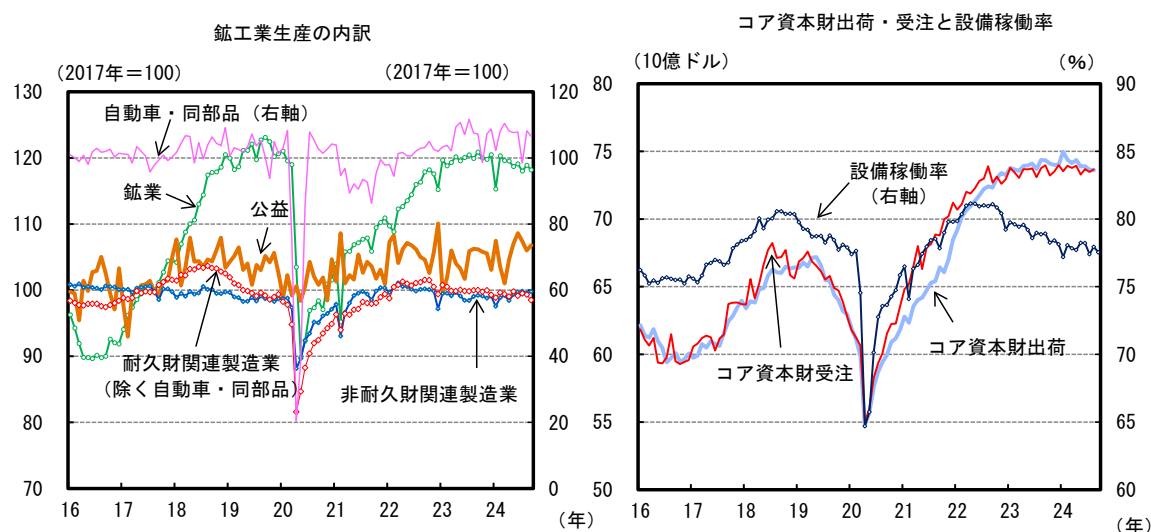
鉱工業生産指数はハリケーンとストライキの影響でマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2024年9月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.1%）を下回る結果となった。FRB はストライキとハリケーンが、それぞれ▲0.3%pt 下押ししたと指摘している。9月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益（同+0.7%）は3カ月ぶりにプラスに転じた一方で、鉱業（同▲0.6%）と製造業（同▲0.4%）がマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、非耐久財（前月比+0.2%）がプラスに転じた一方で、耐久財（同▲1.0%）がマイナスに転じた。耐久財に関しては、ボーイングのストライキの影響を受けて、その他輸送機器（同▲8.3%）が大幅なマイナスとなった。この他、自動車・同部品（同▲1.5%）、家具（同▲1.5%）、電気機械（同▲1.4%）がマイナスに転じた。この他、非金属鉱物（同▲0.5%）、機械（同▲0.1%）が2カ月連続でマイナスとなり、金属製品（同▲0.1%）は4カ月連続でマイナスとなった。他方で、木製品（同+1.4%）とその他耐久財（同+0.7%）は高い伸びとなった。この他、一次金属（同+0.5%）は3カ月連続でプラスと堅調を維持しており、コンピューター・電子機器（同+0.3%）もプラスに転じた。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同+1.8%）、印刷（同+1.0%）がプラスに転じ、高い伸びとなった。

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8月に前月比▲0.1%と2カ月連続でマイナスとなった。他方で、先行指標であるコア資本財受注については同+0.3%とプラスに転じた。続いて設備稼働率については、ハリケーンやストライキの影響から、2024年9月は前月差▲0.3%pt の77.5%と低下した。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.7%）を20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。設備投資の先行きについては、大統領選挙の不透明感の解消が押し上げ要因になり得る。しかし、設備稼働率がひっ迫しておらず、FRBの利下げペースは緩やかなものに留まるとみられることから、設備投資は当面緩やかに増加していくことがベースシナリオとなろう。

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7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+2.7%と見込む。住宅投資はマイナスとなるものの、個人消費が加速し、設備投資も堅調さを維持することで、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+3.1%と4-6月期から小幅に加速すると予想する。

市場は一時急ピッチでの利下げを期待していたが、インフレの減速ペースが緩やかとなる中で、利下げのペースも漸進的なものとなろう。利下げ効果の発現にはタイムラグがあることから、当面は景気のサポート要因としては期待しにくい。また、大統領選挙が大接戦となる中で、経済政策の見通しはつきづらい。こうした中で、足元まで景気が腰折れしていないことは、米国経済がソフトランディングを実現する上ではむしろ安心材料と捉えるべきかもしれない。

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、%）	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	2.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.9	2.7	2.1
個人消費	4.9	1.0	2.5	3.5	1.9	2.8	3.5	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	2.6	2.4
設備投資	5.3	9.9	1.1	3.8	4.5	3.9	3.3	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	6.0	3.8	2.0
住宅投資	-4.3	4.5	7.7	2.5	13.7	-2.8	-5.8	-1.8	1.6	2.4	2.5	2.7	-8.3	3.6	0.0
輸出	2.0	-4.8	4.9	6.2	1.9	1.0	2.5	2.1	2.1	2.3	2.4	2.6	2.8	2.5	2.2
輸入	-0.8	-3.1	4.7	4.2	6.1	7.6	3.7	3.1	2.0	2.3	2.5	2.7	-1.2	4.8	2.9
政府支出	5.1	2.9	5.7	3.6	1.8	3.1	2.6	2.3	1.6	1.5	1.5	1.6	3.9	3.0	1.9
国内最終需要	4.6	2.6	3.1	3.5	2.7	2.8	3.0	2.1	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.9	2.2
民間最終需要	4.6	2.5	2.6	3.5	2.9	2.7	3.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	2.9	2.2
鉱工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-1.8	2.5	-0.6	1.1	1.3	1.7	1.8	1.9	0.2	-0.2	1.2
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.2	3.3	3.2	2.7	2.1	1.9	4.1	3.0	2.6
失業率（%）	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	3.9	3.6	4.0	4.0
貿易収支（10億ドル）	-201	-204	-186	-194	-203	-223	-240	-246	-247	-250	-252	-253	-785	-912	-1001
経常収支（10億ドル）	-230	-233	-221	-222	-241	-267	-284	-290	-292	-294	-297	-298	-905	-1082	-1180
FFレート（%）	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	5.50	4.50	3.50
2年債利回り（%）	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.03	3.86	3.77	3.68	3.59	3.50	4.58	4.30	3.64
10年債利回り（%）	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	3.95	3.96	3.87	3.78	3.69	3.60	3.96	4.13	3.74

（注1）網掛けは予想値。2024年10月22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