

US Trends

発表日: 2024 年 9 月 19 日(木)

米国経済マンスリー: 2024 年 9 月

～スタートダッシュ利下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 前田 和馬 (Tel: 050-5473-3888)

- ◇ 8 月の失業率はハリケーンによる悪影響の剥落などを背景に 5 か月振りに低下した一方、雇用者数の増加ペースは減速が鮮明となっている。とはいえ、7～9 月期の実質 GDP 成長率は潜在成長率を上回る推移が予想されるなど、景気後退の予兆は引き続き限定的に留まっている。
- ◇ インフレが収束の兆しを見せるなか、9 月 FOMC では FRB が 0.5%pt の利下げを決定し、2025 年末までに追加で 1.5%pt の利下げを実施する見通しが示された。FRB が利下げサイクルに転じ金融引締め度合いを緩めることは、設備投資や住宅投資への追い風になると期待される。
- ◇ 11 月大統領選に向けたテレビ討論会ではハリス氏が勝利したとの見方が多いものの、経済政策運営や移民対応を巡っては依然トランプ氏への評価が高い。過去の大統領選と同様、オクトーバーサプライズで選挙情勢が大きく変化するリスクがあり、予断を許さない状況が続くそう。

公表日	経済指標・イベント	実績値	市場予想	前回実績
9/3	8月ISM（製造業PMI）	47.2	47.5	46.8
9/5	8月ISM（非製造業PMI）	51.5	51.3	51.4
9/6	8月雇用統計（非農業部門雇用者数、前月差）	+14.2 万人	+16.4 万人	+8.9 万人
9/11	8月CPI（総合、前月比）	+0.2%	+0.2%	+0.2%
	（食品・エネルギーを除く総合、前月比）	+0.3%	+0.2%	+0.2%
9/17	8月小売売上高（前月比）	+0.1%	-0.2%	+1.1%
	8月鉱工業生産（前月比）	+0.8%	+0.2%	-0.9%
9/18	8月住宅着工件数（年率）	135.6 万戸	131.0 万戸	123.7 万戸
	8月FOMC（FF金利操作目標）	引き下げ (4.75-5.00%)	引き下げ (5.00-5.25%)	据え置き (5.25-5.50%)

出所：ブルームバーグより第一生命経済研究所

【経済指標】

・8月全米供給管理協会（ISM）景況感指数

8月ISM製造業PMIは47.2（7月：46.8）と小幅ながら5か月振りに上昇したものの、好不況の節目となる50を5か月連続で下回るなど、製造業活動は高金利政策による需要抑制を背景に停滞が持続している。8月の内訳をみると、在庫が50.3（40.5）と大幅に上昇し全体を押し上げたほか、雇用が46.0（43.4）と前月水準を上回った。一方、生産は44.8（45.9）と5か月連続、生産活動に先行する新規



受注が44.6（47.4）と2か月連続でそれぞれ低下するなど、その内容をみても停滞感が目立つ。他方、8月ISM非製造業PMIは51.5（51.4）と前月から僅かながら上昇し、2か月連続で節目となる50を上回った。足下のサービス業活動は50前後の推移となるなど、一進一退の動きを示している。内訳をみると、新規受注が53.0（52.4）と上昇した一方、事業活動が53.3（54.5）、雇用が50.2（51.1）と共に前月から低下した（詳細は「[米国 8月 I S M製造業は弱い内容も景気後退を示さず](#)」及び「[米国 景気拡大持続も高い金利とコストがリスク\(8月 I S M非製造\)](#)」）。

・8月雇用統計

8月雇用統計における非農業部門雇用者数は前月差+14.2万人（7月：+8.9万人）と、ハリケーン等の影響がみられた前月から加速した。一方、同時に公表された6月実績は-6.1万人、7月実績は-2.5万人と共に下方修正された結果、3か月移動平均では+11.6万人（7月：+14.1万人）と5か月連続で減速するなど、雇用増加ペースの鈍化が鮮明となっている。なお、不法移民流入による労働力人口の拡大を踏まえると、足下の雇用者数の伸びは失業率を一定に保つための水準を下回っている可能性がある。

8月の雇用者数を業種別にみると、医療・社会福祉が+4.41万人（+5.88万人）と人手不足を背景に31か月連続で増加し全体を押し上げたものの、その増加ペースは緩やかな減速傾向にある。また、娯楽・飲食・宿泊が+4.6万人（+2.4万人）、建設業が+3.4万人（+1.3万人）とそれぞれ前月水準を上回った。一方、政府部門は+2.4万人（+1.5万人）と地方政府を中心に雇用拡大が続いている。他方、製造業は-2.4万人（+0.6万人）と高金利政策による需要抑制を背景に減少傾向となっている（産業別の雇用動向に関しては6/19付け「[米国の雇用増は持続可能か？\(需要編\)](#)」を参照）。

一方、8月の労働参加率は62.7%（62.7%）と横ばい圏で推移した一方、失業率は4.2%（4.3%）とハリケーン等の一時的影響の剥落を背景に5か月振りに低下した。この間、週平均労働時間は前年比-0.3%（-0.3%）と4か月連続で低下した一方、平均時給は+3.8%（+3.6%）と製造業を中心に加速した。この結果、労働所得（＝民間雇用者数×平均労働時間×平均時給）は+5.0%（+4.8%）と、雇用拡大を背景に増加基調で推移している。他方、CPI上昇率を控除した実質賃金は時間当たりで+1.3%（+0.7%）と16か月連続、週当たりでは+0.9%（+0.4%）と15か月連続でそれぞれ増加するなど、インフレの鈍化傾向を背景に堅調な雇用所得環境が持続している（詳細は「[米国8月雇用統計は労働市場の秩序だった減速を示す](#)」）。

・8月消費者物価指数（CPI）

8月消費者物価指数（CPI）は前月比+0.2%（7月：0.2%）と2か月連続で上昇した。足下のトレンドを示す3か月前比年率では総合指数が+1.1%（+0.4%）、コア指数が+2.1%（+1.6%）と共に前月から加速したものの、インフレ率は振れを伴いながらも収束の兆しを示している。8月の内訳を見ると、食品が前月比+0.1%（+0.2%）と外食を中心に上昇した一方、エネルギーは-0.8%（0.0%）と原油安を背景に再び低下へと転じた。この間、食品・エネルギーを除くコアベース指数は+0.3%（+0.2%）と前月から騰勢を加速した。コアCPIの内訳を見ると、住居費が+0.5%（+0.4%）と上昇し全体を押し上げた。新規契約家賃が足下で低迷する一方、既存契約を含む全体の家賃は高止まりしており、コアCPIの減速ペースを緩やかに留める一因となっている。他方、住居費を除くコアCPIは+0.1%（0.0%）と4

か月振りに上昇した。財コアは-0.2% (-0.3%) と6か月連続で低下するなどデフレ基調にある一方、サービス品目では航空運賃や自動車保険料が上昇した。この間前年比でみると、CPI総合は前年比+2.5% (+2.9%) と前月から騰勢を鈍化した一方、食品・エネルギーを除くコアCPIは+3.2% (+3.2%) と横ばい圏で推移した。先行きのCPIを巡っては、財価格の下落や労働需給緩和による賃金鈍化を背景にインフレ減速が続く可能性が高いものの、堅調な消費需要を背景にサービス価格や家賃が再加速するリスクに警戒が必要だろう（詳細は「[米国8月CPIコアの上振れで9月50bp利下げ期待低下](#)」）。

・8月小売売上高

8月小売売上高は前月比+0.1% (7月：+1.1%) と市場予想 (-0.2%) に反して2か月連続で増加した。内訳をみると、ネット通販などの無店舗小売が+1.4% (7月：-0.4%) と大幅に増加し、全体を押し上げた。一方、家電は-1.1% (+1.1%)、食料品は-0.7% (+0.9%)、衣料品が-0.7% (+0.1%) と幅広い品目で減少するなど、無店舗小売を除くと軟調に推移した。この間、変動の激しい項目を除いたコア小売売上高（自動車・ガソリン・建設材・飲食サービスを除くベース）は+0.3% (+0.4%) と4か月連続で増加するなど、消費は緩やかな減速の兆しを示しながらも底堅く推移している（詳細は「[米国 8月小売売上は個人消費の堅調さを示す](#)」）。

・8月鉱工業生産

8月鉱工業生産は前月比+0.8% (7月：-0.9%) と2か月振りに上昇した。7月にテキサス州に上陸したハリケーン「ベリル」の影響（同月の生産を-0.3%pt押し下げ）が剥落したことを背景に、8月の生産は反動増を示した。8月の内訳を見ると、鉱業が+0.8% (-0.4%) と前月水準を上回った一方、公益は0.0% (-3.0%) と前月の大幅減から横ばい圏での推移に留まった。他方、製造業は+0.9% (-0.7%) と3か月振りに上昇した。8月の内訳を見ると、自動車・同部品が+9.8% (-8.9%) と在庫調整のために急減した前月から大幅に増加した。一方、加工業種では電気機器・部品が+2.0% (-0.7%)、一般機械が+0.8% (+0.1%) と総じて堅調に推移した。他方、素材業種では一次金属が+3.2% (+1.2%)、化学が+0.4% (-0.1%) と共に上昇した一方、石油・石炭製品は-2.3% (+2.6%) と原油安を背景に減少するなど区々の動きを示した（詳細は「[米国 8月鉱工業生産は上振れもヘッドラインほど強くない](#)」）。

・8月住宅着工件数

8月住宅着工件数は年率135.6万戸（7月：132.7万戸）と前月から大幅に増加した（前月比+9.6%；7月：同-6.9%）。とはいえ、中古住宅の在庫が低水準に留まる状況においても、住宅着工が住宅ローン金利上昇による需要抑制を主因に総じて低調に推移している点に変化はない。内訳を見ると、戸建住宅が前月比+15.8% (7月：-12.8%) と6か月振りに前月水準を上回った。地域別にみると、南部がハリケーン上陸を背景に大幅に減少した前月からの反動増が示された。一方、集合住宅は-4.2% (+9.8%) と北東部を中心に3か月振りに減少するなど、依然低水準で推移している状況に変化はない。この間、住宅着工に先行する住宅建設許可件数は年率147.5万戸（140.6万戸）と2か月振りに増加したものの、その水準は依然停滞の域を脱していない（詳細は「[米国 8月の住宅着工・許可は天候の改善等で上振れ](#)」）。

【経済見通し】

7～9月期実質GDP成長率（10/30公表）を巡っては、9/18時点のアトランタ連銀によるGDPナウキャストが前期比年率+2.9%（4～6月期：+3.0%）と、2%弱とみられる潜在成長率を上回る見通しだ。需要項目別では、住宅投資が高金利政策や7月のハリケーン上陸を背景に大幅に減少すると予想される。一方、個人消費は実質賃金の上昇を背景に底堅さを示しているほか、設備投資に関しても機械設備や無形資産投資を中心に堅調さを維持する可能性が高い。また、FRBは9月FOMCで0.5%ptの利下げを決定、ようやく利下げサイクル（9月ドットチャートの金利見通し[中央値]：24年末：4.25～4.5%、25年末：3.25～3.5%）へと転じたことはこれまで抑制されていた住宅投資や設備投資をけん引すると期待される。

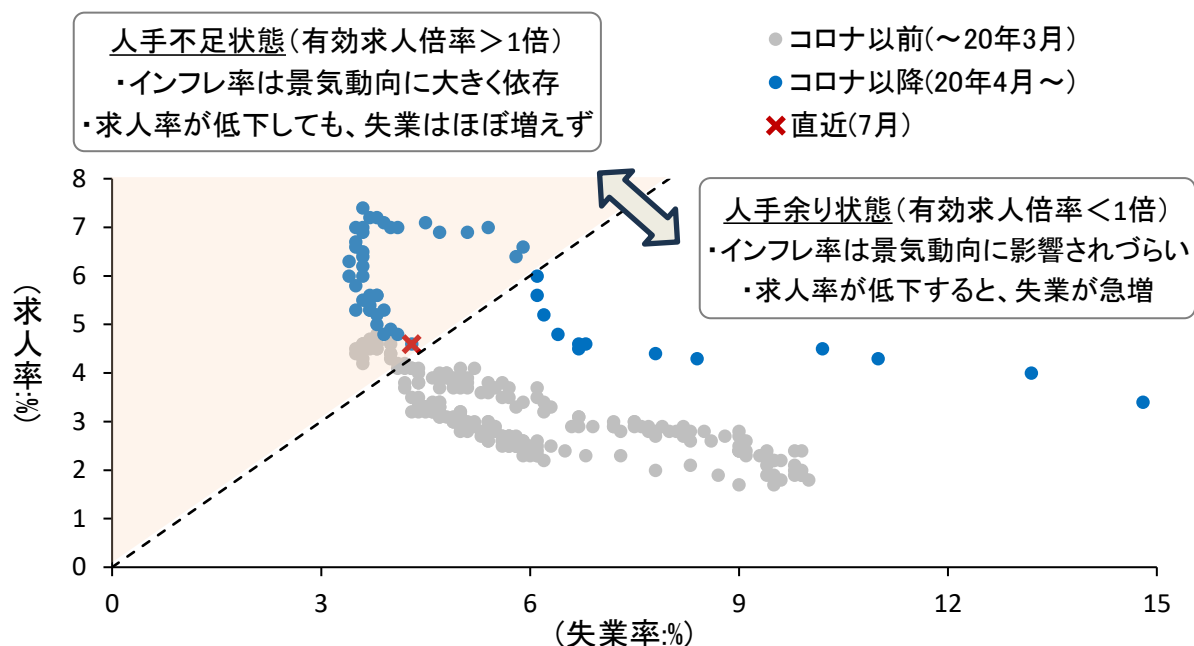
とはいえ、雇用者数の増加ペースの減速が続いていることに加えて、足下の消費マインド指標はやや弱い動きを示しており、今後の景気急減速の兆しには引き続き警戒が必要だろう。8月のコンファレンスボード消費者信頼感指数は103.3（7月：101.9）、9月のミシガン消費者信頼感指数は69.0（67.9）と共に前月水準を上回ったものの、年初来で軟調に推移している点に変化はない。

先行きの米国景気を巡る懸念要因としては、過剰貯蓄の取り崩しの進行、長引くインフレによる家計購買力の侵食、及び高金利政策による需要抑制効果の発現などが挙げられる。特に高金利政策の影響を巡っては、2024年4～6月期におけるクレジットカードローンの90日以上延滞率が10.9%

（2024年1～3月期：10.7%）と4四半期連続で上昇し2012年4～6月期以来の水準へと達するなど、低所得家計を中心とした債務膨張が個人消費を押下げるリスクがある。また、企業の利払い負担上昇による設備投資の下押し（[米国経済マンスリー：2023 年11月](#)）、及び商業用不動産の市況悪化を巡る地銀等の経営環境悪化、これに伴う金融環境の急速な悪化に対する懸念も依然払拭されるに至っていない。また、FRBが9月FOMC以降にようやく利下げサイクルへと転じたものの、当面の政策金利は中立水準（9月SEPにおけるLonger run金利：2.9%）を上回り続けるなど、金融政策が引締め的な水準に留まることには注意が必要だろう。

ちなみにコロナ以前の過去3回の景気後退において、利上げ打ち止めから景気後退に陥るまでの期間は11～19か月であり、景気悪化時には失業率が急速に悪化する傾向にある（詳細は「[米国経済マンスリー：2023 年12月](#)」）。今次利上げ局面の終了は2023年8月であるため、2025年初までに累積的な利上げによる設備投資や新規雇用への影響が急速に発現し、景気後退へと陥る可能性は否定できない。足下では賃金の減速と共に求人倍率（＝求人数/失業者数）の低下が続くなど、雇用市場の過熱感が解消しつつあり、失業率が急上昇するリスクに警戒が必要だろう。

図表：求人率と失業率（ベバリッジ曲線）



出所：BLS、Benignol and Eggertsson (2024) より第一生命経済研究所が作成

【金融政策】

・9月FOMC (9/17～18開催)

9月FOMC (9/17～18開催) において、FRBは新型コロナ開始時の2020年3月以来となる利下げに踏み切った。FRBは22年3月にコロナ以降のゼロ金利政策から脱却し利上げサイクルに着手、その後は23年7月の利上げを最後に8会合連続で政策金利を5.25～5.50%に据え置いてきたものの、インフレ減速を背景によりやうく利下げサイクルに転じた。利下げ幅は0.5%pt (政策金利：4.75～5.00%[従来：5.25～5.5%]) であり、タカ派とみられるボウマン理事は0.25%ptの利下げを主張し反対した (0.5%pt利下げへの賛成は投票メンバー12人中11人)。

声明文において、「雇用増加ペースは鈍化している (7月時点：雇用増加ペースは緩やかになっている)」「インフレ率は+2%目標に向けて更なる進展がみられるものの、依然やや高止まりしている (インフレ率は過去1年で緩和しているものの、依然やや高止まりしている)」と共に下方修正された一方、失業率に関しては「上昇しているものの、依然として低水準にある」との判断が据え置かれた。また、利下げの政策決定に際して「FOMCはインフレ率が持続的に+2%へと向かう確信を強めている」と記載された。

パウエル議長はFOMC後の記者会見において、米国経済は労働市場を含めて堅調な状態にある一方、インフレ率は鈍化傾向にあり、FRBはこうした経済・物価の展開を維持する意向を強調した。また、失業率が予想外に上昇した7月雇用統計 (8/2公表) の結果を事前に知っていた場合、「7月FOMC (7/30～31開催) で利下げに踏み切ったかもしれない」と言及したものの、「FRBは後手に回ってはいない。(今回の0.5%pt利下げの決定は)これからも後手に回らないとの決意の表れ」とFRBの利下げ

判断が遅きに失したとの批判に強く反論した。また、「政策決定は会合ごとに判断する」と従来通りデータ重視のスタンスを強調した一方、今後も0.5%ptの利下げペースが続く可能性を否定した。また、将来的な到達金利水準（ターミナル・レート）を巡っては、「ゼロ金利時代にはおそらく戻らない」と述べたうえで、「どの程度かはわからないが、中立金利はかつてよりもかなり高くなっている」との見方を示した。

同時に公表された四半期経済見通し（SEP）において、ドットチャートの示す政策金利の中央値は24年末：4.25～4.5%（6月時点：5.0～5.25%）、25年末：3.25～3.5%（同、4.0～4.25%）、26年末：2.75～3.0%（同、3.0～3.25%）、27年末：2.75～3.0%（新たに公表）と、前回から総じて引き下げられた。24年に関しては11月と12月の各FOMCでの0.25%ptの利下げが示されたものの、19人中9人の参加者は年内に1回以下の利下げを予想するなど、ハト派的なパウエル議長とインフレ再燃を警戒するタカ派メンバーで見解が異なっている可能性が高い。また、25年末は四半期に1回の0.25%pt利下げで年間1.0%ptの利下げがメインシナリオとなる一方、26年前半には概ね利下げサイクルが終了する見通しが示されている。また、最終的な到達金利は2.9%（6月時点：2.8%）と小幅に上昇した。この間、2024年の実質GDP成長率は+2.0%（+2.1%）、コアPCEインフレ率は2.6%（2.8%）とそれぞれ小幅に下方修正され、更なる景気減速とインフレ鈍化の見通しが示された。他方、2026年と長期水準の経済・物価見通しに変化はなかった。また、失業率は24年：4.4%（4.0%）、25年：4.4%（4.2%）、26年：4.3%（4.1%）と直近実績を反映する形でそれぞれ上方修正された（詳細は「[FRBは大幅利下げ決定、年内1%利下げが適切と予想（24年9月17、18日FOMC）](#)」）。

【大統領選】**・大統領候補のテレビ討論会（9/10 開催）**

11月大統領選に向けてペンシルベニア州で開催されたテレビ討論会を巡っては、ハリス氏がトランプ氏よりも優位に討論会を進めたとの見方が強い。CNN/SSRSが番組終了後に実施した世論調査速報において（討論会を視聴した有権者605人が対象）、ハリス氏が勝利したとの回答が63%と、トランプ氏の37%を上回った。討論会の印象ではハリス氏が終始落ち着きを示した一方、トランプ氏はやや冷静さを欠く場面がみられた。また、トランプ氏はバイデン・ハリス政権の物価高や移民問題への対応不足を強調したものの、バイデン氏への度重なる言及は「過去のこと」ばかりを話している印象を与えた可能性がある。一方、ハリス氏は「私はバイデンではない。新しいリーダーが必要だ」「後戻りしない。次のページをめくる」と述べるなど、未来志向の印象を与えるよう努めた。

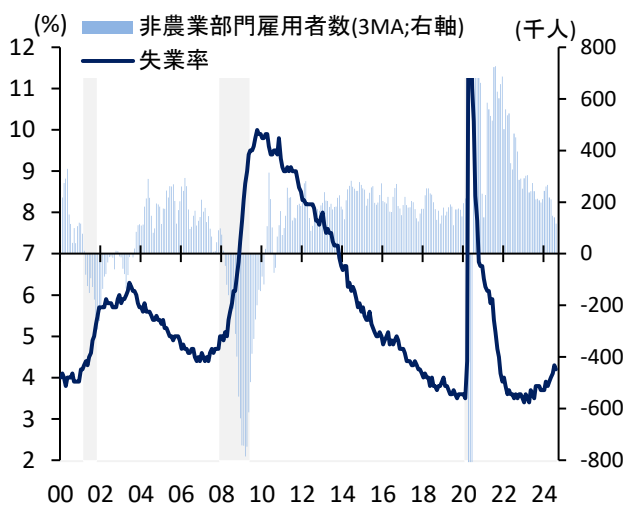
他方、トランプ氏は討論会の最後に「ハリス氏は副大統領なのに、（自身のプランを）なぜ今やっていないのか」と指摘しており、こうした主張は米国民に一定の説得力を与えている可能性が高い。前述のCNN/SSRSが討論会後に実施した世論調査において、最大の争点である経済政策でトランプ氏を信頼するのは55%と、ハリス氏の35%を依然リードしている。

TV討論会の内容がその後の世論調査に影響を及ぼすまでには一定の時間を要する可能性があり、今後の両者の支持率の動向が注目される。なお、ハリス陣営は今回の良好なパフォーマンスを踏まえて2回目の討論会に前向きな意向と報道された一方、トランプ氏は9/10時点において追加の討論会開催を否定している。大統領候補同士の更なる討論会が開催されない場合、投開票日までの注目イベントは副大統領候補である民主党・ウォルツ氏と共和党・バンス氏のテレビ討論会（10/1開催）に限られる可能性が高い（トランプ氏の不倫口止め料裁判を巡る量刑言い渡し当初9/18に予定されていたものの、ニューヨーク州地裁は選挙戦への影響を勘案しこれを11/26へと延期）。

・オクトーバーサプライズ

過去の大統領選においては、10月に想定されなかったイベントが生じ、選挙情勢を大きく変化させたことがあった（オクトーバーサプライズ）。例えば、2004年選挙では10月30日にビンラディンが同時多発テロへの関与を認めるビデオ声明を発表し、テロとの戦いを掲げていた現職のブッシュ大統領の追い風となった。2016年には10月28日にコミーFBI長官（当時）が民主党・クリントン候補の私用メール問題（国務長官時代に私用メールを用いて機密情報をやり取り）の調査を再開すると発表し、トランプ氏が圧倒的な劣勢との事前予想を覆し勝利した。また、こうした政治的なイベントのみならず、2012年は10月下旬に米東部に上陸したハリケーン「サンディ」への災害対応が、現職オバマ大統領の再選をサポートしたとみられている。2024年選挙もこうしたオクトーバーサプライズによって選挙情勢が大きく変化する可能性があり、選挙戦は投開票日まで予断を許さない状況が続きそうだ。

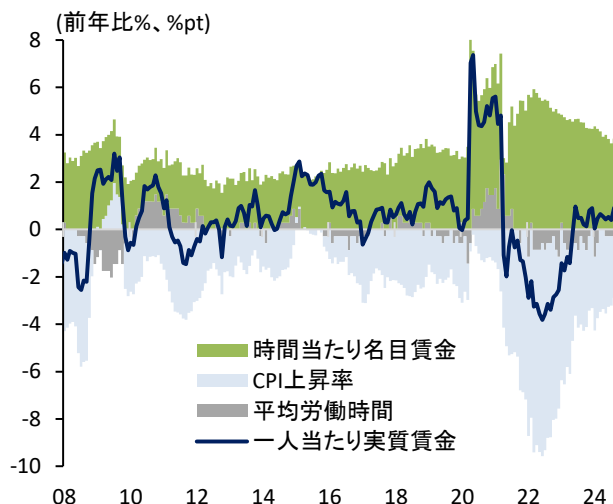
非農業部門雇用者数、失業率



名目労働所得（寄与度分解）



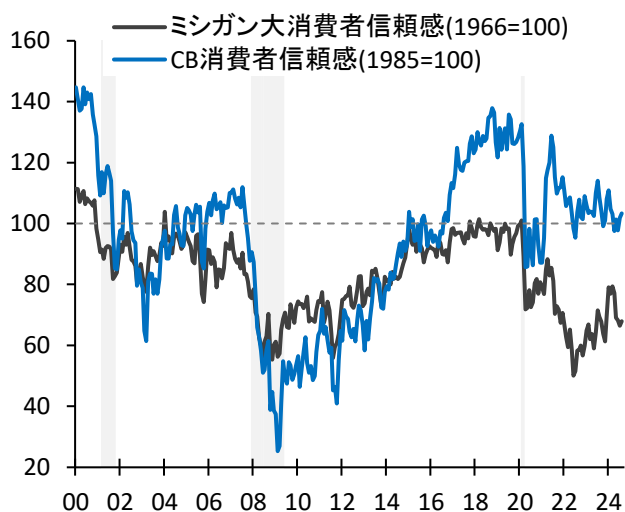
一人当たり実質賃金（寄与度分解）



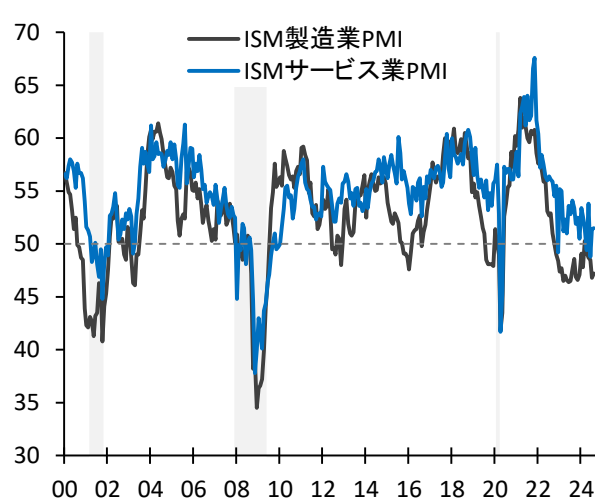
小売売上高



消費者センチメント



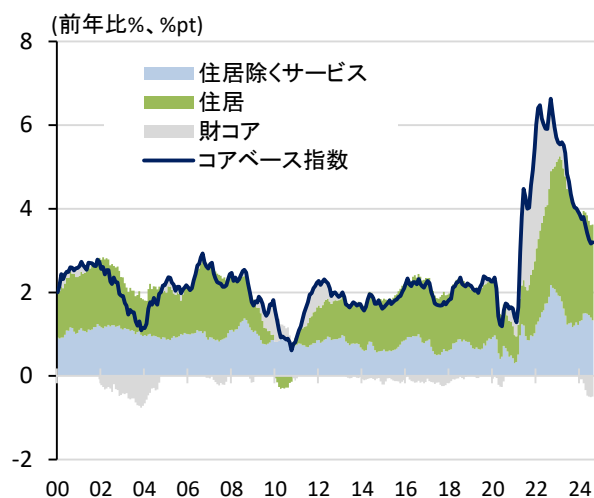
ISM 製造業 PMI、サービス業 PMI



CPI 総合（寄与度分解）



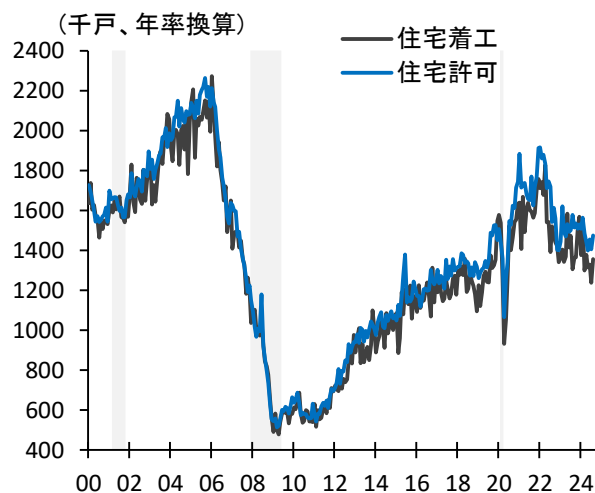
食料・エネルギーを除くCPI（寄与度分解）



鉱工業生産、コア資本財受注



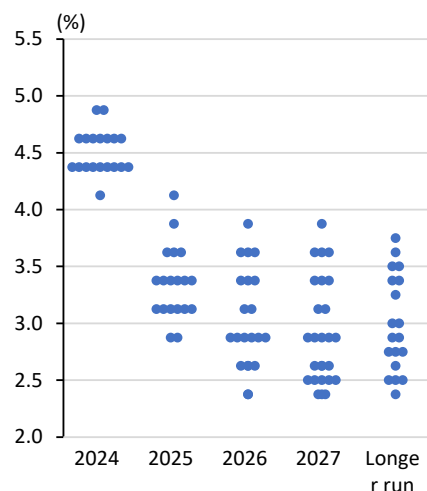
住宅着工件数



FOMCメンバーと民間専門家の経済見通し

	FOMCメンバー					民間予測			
	2024	2025	2026	2027	長期	2024	2025	2026	2027
実質GDP 成長率	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 -	1.8 (1.8)	2.6 (2.5)	1.9 (1.9)	2.3 (1.9)	2.0 (2.1)
失業率	4.4 (4.0)	4.4 (4.2)	4.3 (4.1)	4.2 -	4.2 (4.2)	4.1 (3.9)	4.3 (4.1)	4.2 (4.1)	4.2 (4.1)
PCE インフレ	2.3 (2.6)	2.1 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0 -	2.0 (2.0)	2.6 (2.8)	2.1 (2.2)	2.1 (2.1)	-
コアPCE インフレ	2.6 (2.8)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0 -	0.0 (0.0)	2.8 (2.9)	2.2 (2.2)	2.0 (2.1)	-
政策金利	4.4 (5.1)	3.4 (4.1)	2.9 (3.1)	2.9 -	2.9 (2.8)	-	-	-	-

ドットチャート（24年9月）



注：シャドーは景気後退期。FOMC メンバーと民間専門家の経済見通しはそれぞれ 9 月時点（括弧内は 6 月）と 8 月時点（同、5 月）。成長率と失業率の民間予測のみ年間平均、それ以外は毎年 4Q 時点の前年比。

出所：米商務省、米労働省、ISM、CB、FRB、ミシガン大学、Refinitiv より第一生命経済研究所作成

以上

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、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

