

2025 年 11 月 26 日
 米国経済、米国株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: 米国消費関連指標とマーケット見通し

短期的には、株式市場の停滞が消費者マインドの停滞を招く

要約

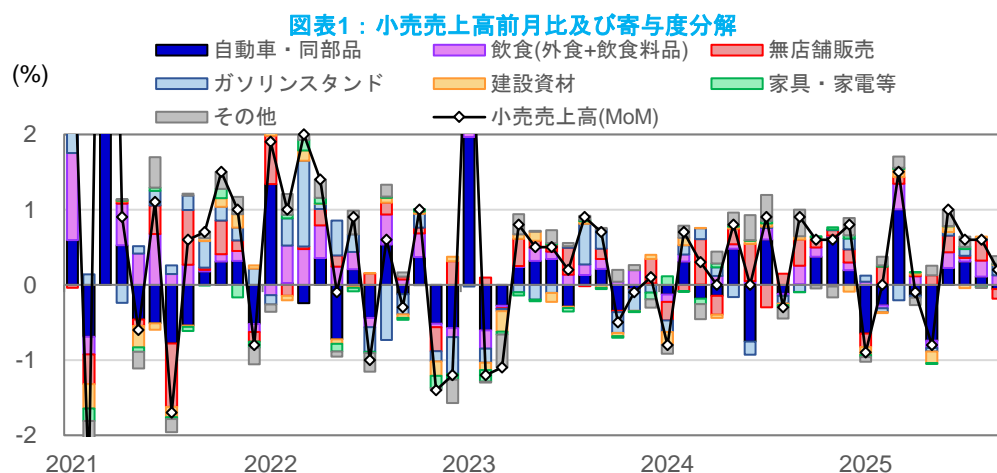
- 9 月の米小売売上高(季節調整済)は、前月比+0.2%と市場予想(+0.4%)を下回った
- 消費にはやや減速感がみられる他、マインドも低迷
- 理由の一つに株式市場の減速があろう。次期上昇モメンタム形成時期は、翌年 1 月以降、資産効果による消費者マインド好転時期は 3 ヶ月後の翌年 4 月以降とみている

概要

9 月の米小売売上高(季節調整済)は、前月比+0.2%と市場予想(+0.4%)を下回った他、前月(+0.6%)からも減速(図表 1)。無店舗販売が-0.13%pt、自動車・同部品が-0.06%ptとマイナス寄与となったことが大きい。無店舗販売は、前月に強含んだ反動や物価高を背景にブラックフライデー等のプロモーションを控えて消費が手控えられた可能性があろう。自動車・同部品は 9 月末の EV 税額控除終了前の駆け込み購入の反動が出たとみられる。

なお、連動性の高いシカゴ連銀の 10 月小売売上高(自動車・同部品を除く、季節調整済)は、+0.4%と前月(+0.3%)からは小幅に改善したものの、ひと頃と比べて消費には一服感が出てきている。10 月の小売売上高は政府閉鎖の影響もあって確認できないが、シカゴ連銀の統計と同様に短期的には減速感が出てくる公算が大きい。詳細は後述するが、10 月以降株高が一服し、資産効果が薄れ、消費者マインドに減速感がみられるためである。

先行きを展望すると、株価が上昇モメンタムを形成するのは翌年 1 月以降、その効果で消費者マインドが改善を始めるのは 4 月以降と予測する。FRB が中立金利程度まで利下げを行うとみられる時期とも合致する。その後は、企業の価格転嫁が進み、インフレ率が緩やかに上昇し始め、FRB は様子見姿勢を強めよう。ただし、景気の底堅さが背景にあるため、株式市場は業績相場入りし、ファンダメンタルズに沿って緩やかな上昇を続けよう。



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

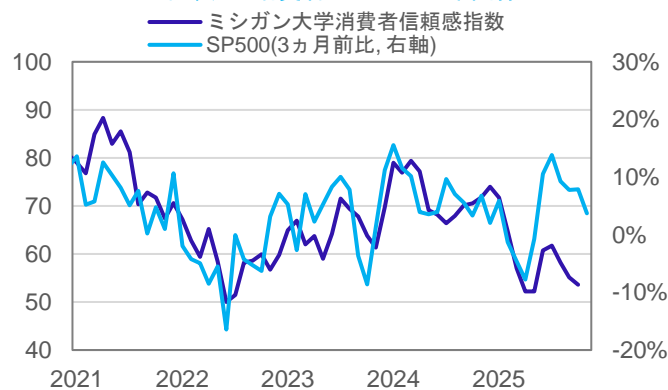
消費者マインドと資産効果の関係性とインフレ率への影響

図表2はSP500の3ヵ月前比とミシガン大学消費者信頼感指数の推移である。両者は概ね連動している様子が窺える。詳細な結果については補足を参照頂きたいが、株価の変動が消費者マインドに影響を与えるか分析したところ、株価が上昇した場合、消費者マインドに正の影響があり、しかもその効果は3ヵ月程度持続するとの結果が得られたことと整合的である。

SP500は足元でやや調整色を強めており、株価は10月をピークに下落し、その後は横ばい圏で推移している。この傾向が持続した場合、12月にはSP500の3ヵ月前比が0%近辺まで低下するため、消費者マインドの改善も望み辛くなる。また、後述の様にその公算が大きい。

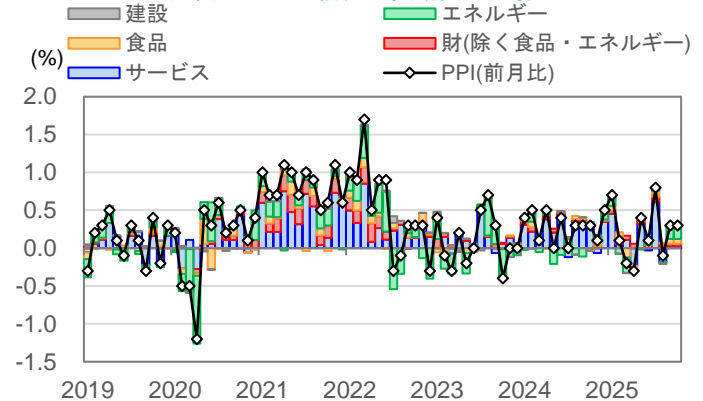
また、消費者マインドの低迷はインフレ率の加速を抑えることに寄与するとみる。9月のPPI前月比は+0.3%と前月(-0.1%)から増加し、その主因は食品やエネルギー価格の上昇であった(図表3)。一部、関税の価格転嫁とみられる動きもあるものの、図表4で示した様に、生活必需品や一般消費財セクターに属する企業は、消費者マインドの低迷を理由にコスト上昇を価格転嫁し辛い状況が継続しよう。図表4からは、CPIとPPIの前年比の差分(プラスであれば企業が消費者に価格転嫁しているとみられる)は、概ね消費者マインドと連動しており、消費者マインドの低迷から企業は価格転嫁ができず、売上高粗利益率が悪化している様子が窺える。

図表2：消費者マインドと米国株



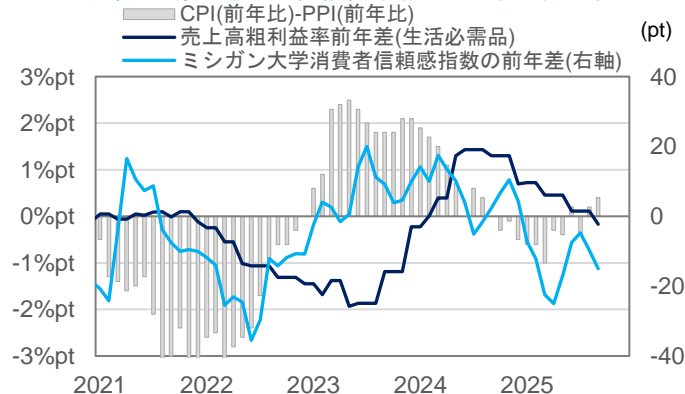
出所：Bloomberg

図表3：PPIの前月比変動要因分解



出所：Bloomberg

図表4：景況感及び価格転嫁動向と企業の利益率



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

結果として、財インフレの安定を背景にトータルのインフレ率は横ばい圏で推移する公算が大きい。また、労働市場については、構造的な弱さが持続する公算が大きい ([日米欧 Market View：9 月米雇用統計](#) 参照)。足元では、FRB 高官の利下げに対する慎重な姿勢も散見されるため、12 月の利下げが実施されるかどうかの判断は難しいが、少なくとも来年前半にかけては緩やかな利下げが継続しよう(弊社では、米国の労働生産性の改善等を背景に米国の中立金利を 3.5%と試算している)。

図表 5：マーケットの織り込む FF 金利

Meeting	期待 FF金利	4-4.25	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4
Dec. 9-10, 2025	3.76 %								84.4 %	15.6 %
Jan. 27-28, 2026	3.66 %							22.4 %	66.1 %	11.4 %
Mar. 17-18, 2026	3.58 %						9.2 %	40.4 %	43.6 %	6.7 %
Apr. 28-29, 2026	3.50 %					2.5 %	17.6 %	41.3 %	33.7 %	4.9 %
June 16-17, 2026	3.36 %				1.6 %	12.1 %	32.7 %	36.5 %	15.4 %	1.8 %
July 28-29, 2026	3.27 %			0.6 %	5.4 %	19.6 %	34.0 %	28.8 %	10.4 %	1.1 %
Sept. 15-16, 2026	3.13 %		0.3 %	2.7 %	11.6 %	25.9 %	31.7 %	20.8 %	6.4 %	0.6 %
Oct. 28-29, 2026	3.07 %		0.8 %	4.7 %	14.8 %	27.2 %	29.3 %	17.6 %	5.1 %	0.5 %
Dec. 8-9, 2026	2.97 %	0.2 %	1.7 %	7.0 %	17.6 %	27.7 %	26.7 %	14.8 %	4.1 %	0.4 %

出所：マクロボンド

先行き：消費者マインドの好転時期は年明け以降と予想する

最後に、消費者マインドの好転時期について考え方を整理する。これは前述の議論から、株価が上昇モメンタムを形成する時期を予測することに換言できるだろう。

まず、SP500(11 月は 25 日まで)の騰落率を要因分解すると図表 6 の様になる。10 月末比は 2%安となった。CAPM 理論に基づいて、EPS、リスクフリーレート(米 10 年金利)、リスクプレミアム要因に分解すると、それぞれ+1.4%pt、+0.7%pt、-3.5%pt の寄与度となった(残りは誤差)。堅調な企業業績及び FRB の利下げ期待が株価の上昇要因となった一方で、ハイテク株を中心に過熱感が嫌気されたため、投資家センチメントの悪化が株価の下落要因となったとみられる。

また、VIX 指数は依然として高止まりしているため、投資家の高値警戒感が窺える(図表 7)。いましばらくは、エヌビディアが好決算でも下落した様に、ポジティブ材料での上昇を売り機会と捉える投資家によって、上値が抑えられやすいだろう。

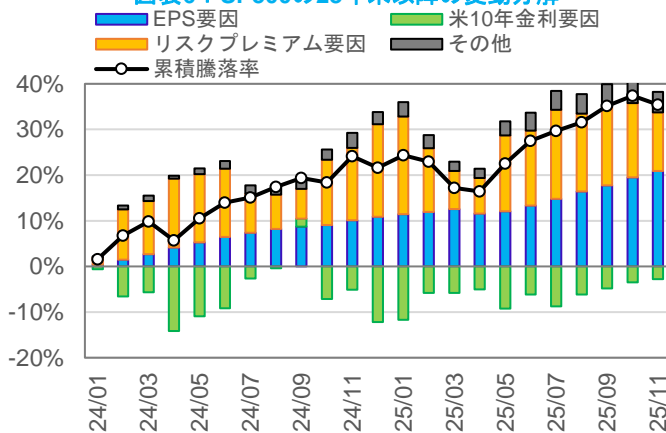
もっとも、企業業績は底堅いため、投資家センチメントが落ち着けば株価はファンダメンタルズに沿って上昇基調に回帰するとみている。従って、冒頭の問題は VIX が落ち着くまでにどれくらいの期間を要するか、という問題に換言できる。図表 8 は、2000 年以降の日次データを使って、VIX 指数に 1pt のショックが発生した場合のその後の反応である。VIX 指数は即時に 1.8pt 程度上昇し、50 日後には 0.06pt とほぼその効果が消失している。従って、株価が再び上昇モメンタムを形成し始めるのは、翌年 1 月以降で、消費者マインドに影響を及ぼすようになるのは 3 ヶ月後の翌年 4 月以降と推測する。弊社試算の中立金利まで、FF レートが下がるのも同様の時期であり、この頃から消費者マインドの改善と企業の価格転嫁の動きも活発化し、FRB は一旦様子見姿勢を強めることとなろう。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

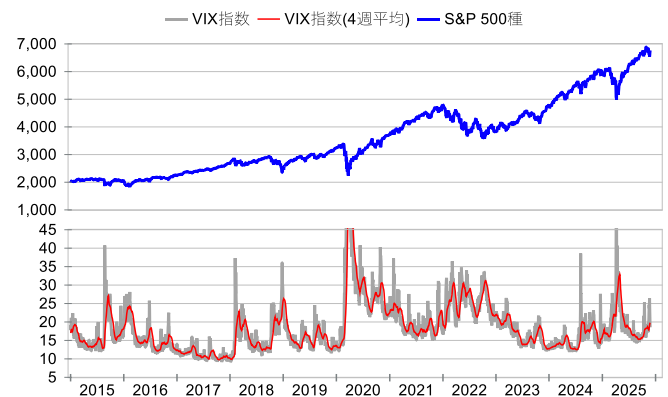
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表6：SP500の23年末以降の変動分解



出所：Bloomberg

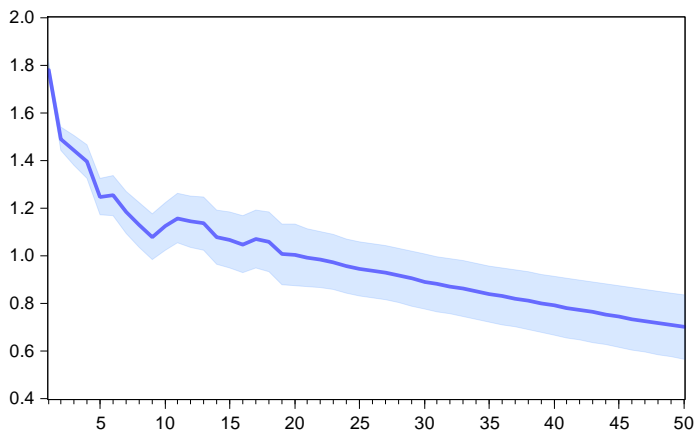
図表7：VIX 指数と SP500



出所：マクロボンド

図表8：VIX 指数のインパルス応答

Response of VIX to VIX Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovation
 95% CI using analytic asymptotic S.E.s



出所：Eviews より、りそなホールディングス作成

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

補論：VAR に基づく SP500 前月差とミシガン大学消費者信頼感指数の関係

2021 年 5 月～2025 年 10 月の月次データを用いて、株価騰落率(SP500 前月比)とミシガン大学消費者信頼感指数の 2 変数 VAR モデル(ラグ 4 期)を推定した(図表 9)。なお、ラグ長は最大 12 期まで検討した上で AIC により 4 期を選択した。

ミシガン大学消費者信頼感指数を従属変数とした方程式では、決定係数は 0.818、自由度調整済み決定係数は 0.785 と高い説明力を示した。特に、1 期前の株価騰落率の係数は 45.445 ($t=3.59$) と 1%水準で統計的に有意な正の値となり、株価上昇が消費者心理に明確な押し上げ効果をもつことが確認された。一方、株価騰落率を従属変数とした方程式では、消費者態度指数の遅れ変数の係数はすべて統計的に有意でなく、逆方向の因果関係は認められなかった。

インパルス応答関数によれば、株価が 10%上昇するショックを与えた場合、消費者態度指数は 2 ヶ月後に最大で約+2.1 ポイント上昇し、3 ヶ月後でも+1.7 ポイント程度の効果が持続する。以上より、株価上昇が消費者心理を一方向に押し上げる資産効果が統計的に有意に存在することが示された。

図表 9：VAR に基づく SP500 前月差とミシガン大学消費者信頼感指数の関係

	SP500前月比	ミシガン大学 消費者信頼感 指数
SP500前月比(-1)	-0.21866 -0.15419 [-1.41816]	45.4453 -12.652 [3.59195]
SP500前月比(-2)	-0.061696 -0.1881 [-0.32800]	24.29163 -15.4347 [1.57383]
SP500前月比(-3)	0.137704 -0.19533 [0.70500]	0.74932 -16.0278 [0.04675]
SP500前月比(-4)	0.055711 -0.17674 [0.31522]	-24.84968 -14.5025 [-1.71348]
ミシガン大学消費者信頼感指数(-1)	0.000761 -0.00184 [0.41425]	0.8823 -0.15081 [5.85039]
ミシガン大学消費者信頼感指数(-2)	-0.002141 -0.00229 [-0.93478]	-0.278288 -0.18794 [-1.48069]
ミシガン大学消費者信頼感指数(-3)	0.002104 -0.00222 [0.94661]	0.352965 -0.18235 [1.93565]
ミシガン大学消費者信頼感指数(-4)	-0.00096 -0.00157 [-0.61141]	-0.166066 -0.12888 [-1.28856]
C(定数項)	0.02725 -0.06559 [0.41548]	12.78302 -5.38181 [2.37523]
R-squared	0.08522	0.817638
Adj. R-squared	-0.077408	0.785218
Sum sq. resids	0.098995	666.5618
S.E. equation	0.046903	3.848699
F-statistic	0.524017	25.22026
Log likelihood	93.52246	-144.4777
Akaike AIC	-3.130462	5.684359
Schwarz SC	-2.798964	6.015856

出所：Eviews より、りそなホールディングス作成

注：上から順に、回帰係数、標準誤差、t 値

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7月28日～8月1日)
250	2025/8/13	米国経済	7月米CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年8月)
252	2025/8/14	豪州経済	25年8月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8月4日～8月8日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8月12日～8月15日)
255	2025/8/25	欧州経済	25年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25年7・8月WTI原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8月18日～8月22日)
259	2025/8/28	日本株	4-6月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25年8月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	米国株, 米国経済	8月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8月25日～8月29日)
263	2025/9/8	米国経済	8月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9月1日～9月5日)
266	2025/9/12	米国経済	8月米CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米経済, 米金利, 米国株	9月FOMCとマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25年9月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4万5000円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9月8日～9月12日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9月16日～9月19日)
274	2025/9/30	コモディティ	25年8・9月WTI原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株9月レビューと10月見通し
276	2025/10/2	欧州経済	25年9月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9月22日～9月26日)
279	2025/10/6	日本株, ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	10月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9月29日～10月3日)
282	2025/10/16	豪州経済	25年10月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10月6日～10月10日)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10月14日～10月17日)
285	2025/10/30	米国経済	10月FOMCとマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10月20日～10月24日)
288	2025/10/31	欧州経済	25年第3四半期ユーロ圏GDP統計
289	2025/11/4	欧州経済	25年10月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株10月レビューと11月見通し
291	2025/11/5	米国株, 米国経済	11月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
292	2025/11/11	日本株	日本株需給(10月27日～10月31日)
293	2025/11/14	日本株	日本株需給(11月4日～11月7日)
294	2025/11/14	半導体, 日本株, 米国株	11月半導体市場及びハイテク株動向
295	2025/11/14	豪州経済	11月豪州概況
296	2025/11/20	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 3Q
297	2025/11/21	米国経済	9月米雇用統計
298	2025/11/21	日本株	日本株需給(11月10日～11月14日)

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。