

米国の GDP は減速も、内需は堅調

在庫投資の下振れと輸出の伸び悩みがヘッドラインを下押し

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%となった。在庫投資の寄与度が大幅なマイナスになったことを主因に、成長率が減速した。また、輸出の伸び悩みにより、外需（純輸出）が2四半期ぶりのマイナス寄与となったこともGDPを下押しした。
- 在庫投資と外需を除いた国内最終需要は前期比年率+2.9%となり、堅調な増加が続いている。在庫投資の大幅な減少も堅調な内需を反映したものと捉えれば、先行きに対しては好材料であり、今回のGDPはヘッドラインほどには悪い内容ではなかったと言える。
- 先行きに関しても、米国経済は個人消費を中心とした内需主導の拡大が続くと見込んでいる。ただし、完全雇用の状態が近づき、雇用者数の増加ペースは以前ほどには高まらない可能性がある。成長が加速するためには、賃金上昇ペースの加速が必要となろう。また、個人消費を起点とした内需の拡大が、足下で弱含む製造業の回復に繋がり、投資需要を喚起するかが重要なポイントである。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2013	2014				2015		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III
実質GDP	3.8	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	1.5
個人消費	3.5	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.2
設備投資	8.7	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.1
住宅投資	-8.1	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	6.1
輸出	10.9	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	1.9
輸入	1.0	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	1.8
政府支出	-2.7	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	1.7
寄与度、%pt								
個人消費	2.36	0.85	2.60	2.34	2.86	1.19	2.42	2.19
設備投資	1.05	1.00	0.56	1.12	0.09	0.20	0.53	0.27
住宅投資	-0.26	-0.09	0.31	0.11	0.31	0.32	0.30	0.20
民間在庫	-0.08	-1.29	1.12	-0.01	-0.03	0.87	0.02	-1.44
純輸出	1.26	-1.39	-0.24	0.39	-0.89	-1.92	0.18	-0.03
輸出	1.42	-0.95	1.28	0.24	0.71	-0.81	0.64	0.24
輸入	-0.16	-0.44	-1.52	0.15	-1.60	-1.12	-0.46	-0.27
政府支出	-0.51	0.00	0.21	0.33	-0.26	-0.01	0.46	0.30

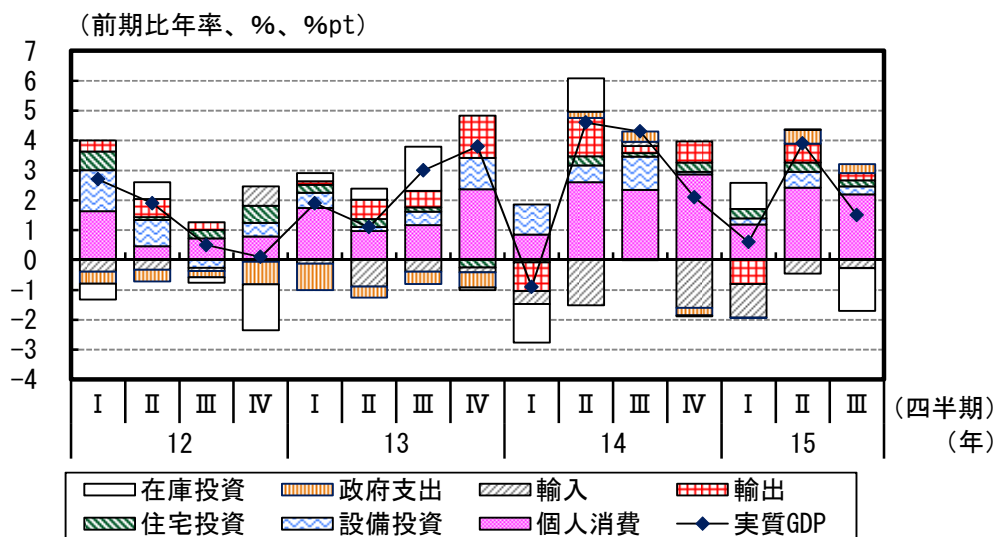
(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

在庫寄与が下押し要因となり GDP 成長率は減速

2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+1.6%）をわずかに下回った。在庫投資の寄与度が前期比年率▲1.44%ptと大幅なマイナスになったことを主因に、成長率が前期（同+3.9%）から減速した。また、輸出の伸び悩みにより、外需（純輸出）が2四半期ぶりのマイナス寄与となったこともGDPを下押しした。しかし、在庫投資と外需を除いた国内最終需要は同+2.9%となり、前期（同+3.7%）から増加幅が縮小したものの、堅調な増加が続いていると言える。設備投資は伸び悩みが続いているが、とりわけ個人消費、住宅投資の伸び率自体は決して低くない。在庫投資の大幅な減少も堅調な内需を反映したものと捉えれば、先行きに対しては好材料であり、今回のGDPはヘッドラインほどには悪い内容ではなかったと言える。

GDPデフレーターは、前期比年率+1.2%となり、前期（同+2.1%）から上昇幅が縮小した。前期に低下していた設備投資、住宅投資デフレーターが上昇に転じた半面、原油価格および輸入物価の下落の影響により、個人消費デフレーターの上昇幅が縮小したことが全体を押し下げた。FRB（連邦準備制度理事会）が注目するPCE（個人消費支出）価格指数は同+1.2%、食品とエネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.3%と、いずれも前期から上昇幅が縮小、前年同期比ではそれぞれ+0.3%、+1.3%となり引き続きFRBが目標とする2%を下回っている。また、ドル高の進行を受けて輸出デフレーターの低下幅が拡大したこともGDPデフレーターを押し下げる要因となった。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



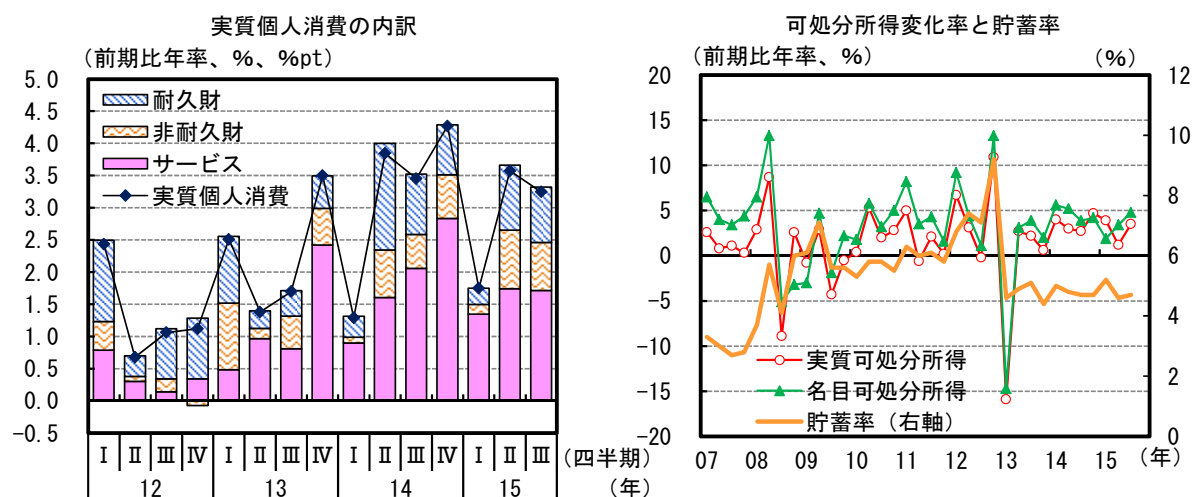
伸び率低下でも底堅い個人消費、住宅投資

需要項目別では、個人消費は前期比年率+3.2%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+3.3%）をわずかに下回った。伸び率は前期の同+3.6%から減速した格好だが、3%台の増加は決して

低い伸びではなく、個人消費は堅調を維持していると言える。名目可処分所得は同+4.8%、実質可処分所得は同+3.5%と、前期から伸びが加速しており、所得の増加が個人消費を押し上げた。貯蓄率は前期の4.6%から4.7%へとわずかに上昇したものの、4%台半ば～5%台前半のレンジでの安定的な推移が続いている。

実質個人消費の内訳を形態別に見ると、財消費は前期比年率+4.5%となり、前期(同+5.5%)から伸び率が縮小した。耐久財については、いずれの内訳項目も前期から増加したが、前期に大きく増加した自動車・同部品の伸びが鈍化したため、全体の伸びが低下した。非耐久財は、飲食料品が2四半期ぶりの減少に転じたことと、衣料品の増加幅縮小により前期から増加幅が縮小した。一方、サービスは同+2.6%となり、前期(同+2.7%)とほぼ同じ伸び率となった。医療サービス、金融サービスの伸びが前期から高まったことに加えて、住居サービスが2四半期ぶりの増加に転じた。他方で、宿泊・飲食サービスは増加が続いたものの前期から減速し、娯楽サービスは2四半期ぶりの減少と振るわない結果となった。

図表3 実質個人消費の内訳、可処分所得変化率と貯蓄率

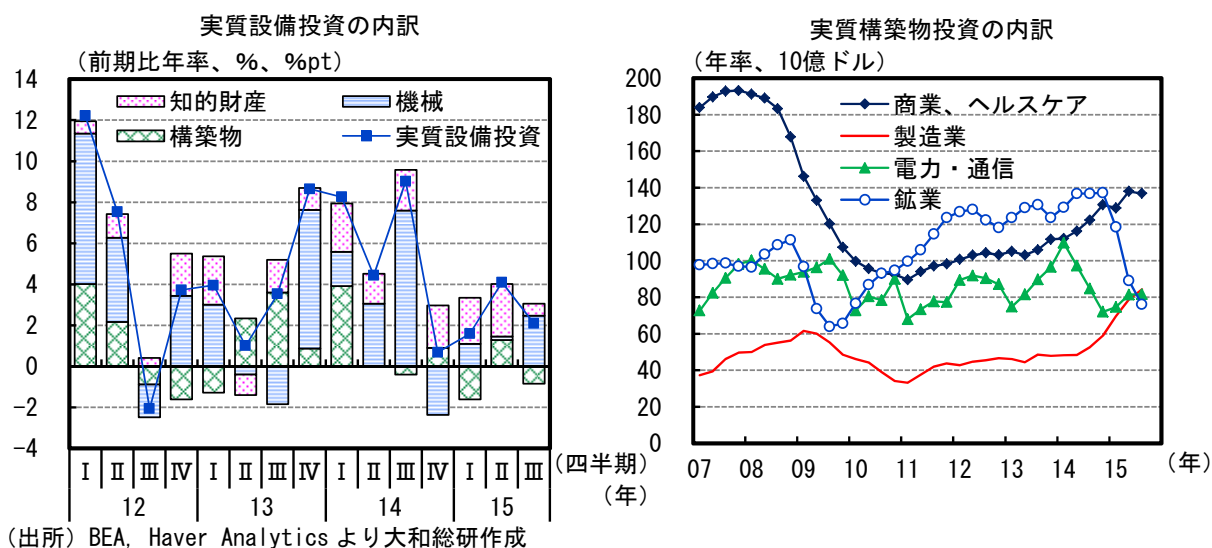


(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

設備投資は前期比年率+2.1%の増加となり、伸び率は前期から縮小した。原油価格低迷による鉱業関連投資の大幅な減少が押し下げ要因となり、構築物投資が同▲4.0%と2四半期ぶりの減少に転じた。また、これまで堅調を維持してきた知的財産は同+1.8%と、増加を維持しつつも低い伸びに留まった。他方で、機械投資は同+5.3%と増勢が加速した。機械投資の内訳を見ると、工業用設備が減少に転じたが、情報関連および輸送用機器の大幅な増加が伸び率を押し上げる要因となった。

住宅投資は前期比年率+6.1%となった。伸び率は前期から縮小したが、6四半期連続の増加と好調を維持している。改修や仲介手数料など、住宅建設以外の投資は前期から減速したが、一戸建てを中心に新規の住宅建設は前期から加速しており、底堅い結果であった。

図表4 実質設備投資の内訳、実質構築物投資の内訳



輸出は前期比年率+1.9%と、2 四半期連続で増加したが、増加幅は前期から大幅に縮小した。海外経済の減速やドル高が足かせとなり、財輸出の伸びが同+0.7%に留まった。前期に減少していた消費財（食品、自動車を除く）の輸出が増加に転じ、自動車の輸出も 2 四半期連続の増加となったが、資本財（自動車を除く）および生産財の減少が足を引っ張った。他方でサービス輸出については、旅行サービスなどで増加幅が拡大し、全体でも前期から加速する好調な結果であった。

輸入についても同+1.8%と増加したものの、増加幅は前期から縮小した。消費財（食品、自動車を除く）の輸入は耐久財を中心に大きく増加したが、資本財（自動車を除く）の減少が押し下げに寄与しており、堅調な個人消費と伸び悩む設備投資を反映する結果となった。

政府支出は前期比年率+1.7%となった。国防関連支出が減少したが、連邦政府の非国防関連支出と州・地方政府による支出が増加した。

先行きも内需主導の景気拡大が続く見通し

7-9 月期の GDP は、ヘッドラインが前期から大きく減速する結果となったが、在庫投資の縮小および、海外経済減速やドル高による輸出の伸びの鈍化が主な要因であり、内需の底堅さを確認させる結果であった。

先行きに関しても、米国経済は個人消費を中心とした内需主導の拡大が続くと見込んでいる。雇用の増加が続いていることに加えて、賃金も安定して上昇傾向にあり、所得の増加に見合う形で個人消費や住宅投資は拡大が続くだろう。ただし、完全雇用の状態が近づき、雇用者数の増加ペースは以前ほどには高まらない可能性がある。成長が加速するためには、賃金上昇ペースの加速が必要となろう。また、個人消費を起点とした内需の拡大が、足下で弱含む製造業の回復に繋がり、投資需要を喚起するかが重要なポイントである。