

2013年11月8日 全6頁

# アメリカ GDP：民需が経済回復の主役

2013年7-9月期の実質 GDP 成長率は 2.8%増

ニューヨークリサーチセンター  
エコノミスト 笠原 滝平

## [要約]

- 2013年7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.8%増となり、2011年4-6月期から続くプラス成長を維持した。民需の増加率はわずかに低下したものの、引き続き米国経済を押し上げる構図に変わりはない。
- 個人消費は、雇用者数の増加ペース、株価の上昇率の鈍化、それに伴う期中における消費者マインドの低下局面により増加幅が縮小した。企業が慎重な姿勢となっていることから設備投資の増加幅も縮小しており、雇用の拡大の手控えにも及んだとみられる。住宅投資は住宅ローン金利や住宅価格の先高感によって増加が続いた。
- 政府支出は、州・地方政府の支出増加により増加に転じた。しかし、連邦政府は歳出の強制削減などにより引き続き減少した。貿易では、輸出入ともに増加幅が縮小したものの、個人消費鈍化による輸入の縮小幅の方が大きく、純輸出は実質 GDP 成長率を押し上げた。
- GDP デフレーターと PCE 価格指数は引き続き FRB の長期目標を下回った。米国経済は緩やかな改善が続いたが、力強さを欠いているため物価上昇圧力が限定的だった。

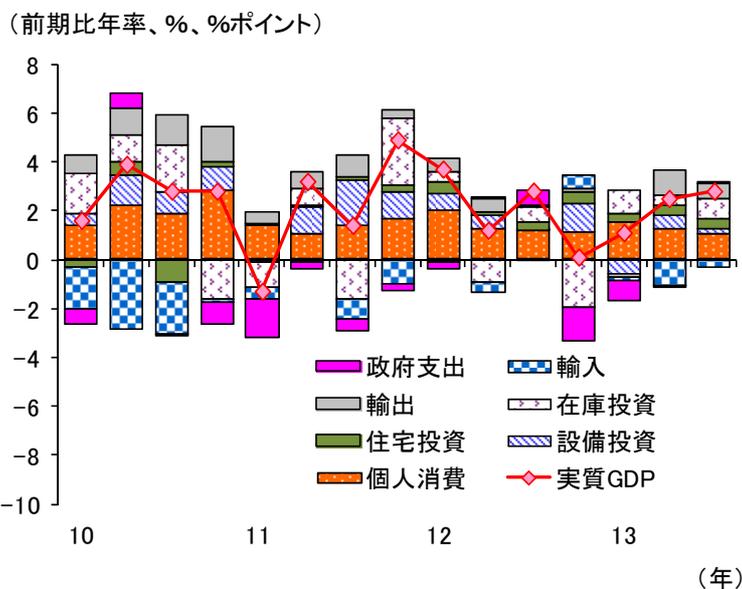
## 民需が米国経済を押し上げる構図

2013年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率2.8%増（以下、断りがない限り変化率は前期比年率）となり、2011年4-6月期から続くプラス成長を維持した。直前の市場予想（Bloomberg調査・中央値）の同2.0%増を上回った格好。若干鈍化したものの、民間需要が米国経済全体を押し上げている構図に変わりはない。

7-9月期の実質GDP押し上げの主な要因は、個人消費、在庫投資、設備投資、住宅投資など幅広い民間部門の需要増加であった。雇用環境の緩やかな改善や住宅価格の上昇などによって個人消費、住宅投資は引き続き増加した。企業部門は、設備投資の増加が続き、在庫投資の増加幅は拡大した。個人消費や設備投資などの増加幅が縮小したことで、個人消費、設備投資、住宅投資を足し上げた民間需要を試算すると、前期比年率2.1%増と4-6月期（同2.7%増）から伸び率が鈍化した。しかし、依然として実質GDP成長率の大部分を占めており、7-9月期の民間部門の需要は、引き続き堅調な推移であったと判断できる。

政府支出が増加に転じたことは意外であったが、中身は州・地方政府の支出増であり、連邦政府は引き続き減少した。歳出の強制削減や、債務上限問題によって連邦政府の歳出の抑制が続いた。貿易では、輸出入ともに増加幅が縮小したが、個人消費の減速と相まって輸入の縮小幅が大きかったことから、純輸出（輸出－輸入）は実質GDP成長率のプラス寄与となった。

図表1 実質GDPの推移



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

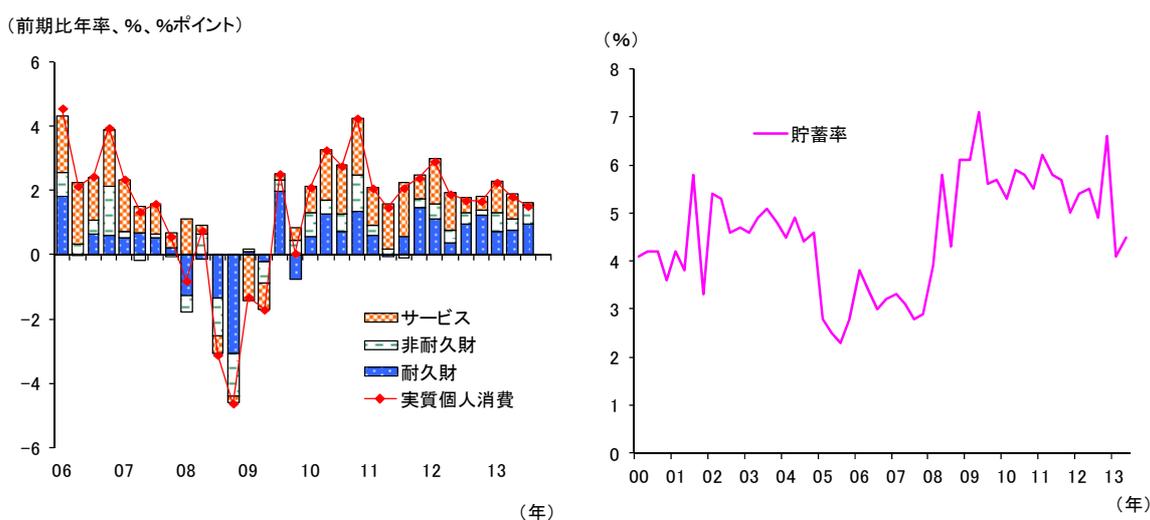
## 個人消費は増加幅がわずかに縮小

個人消費は前期比年率 1.5%増と増加が続いたものの、4-6 月期（同 1.8%増）から増加幅が縮小した。財消費を見ると、娯楽用耐久財や住宅市場の回復に伴う家具・家庭用品が増加した。また、買い替え需要などを背景に自動車関連支出も増加した。また、しかし、サービス消費は医療関連支出や金融サービス支出の増加幅縮小、住居関連支出の減少によって、増加幅が縮小した。

個人消費の鈍化は、雇用者数の増加ペースや株価の上昇率が鈍化したことなどが背景にあると考えられる。4-6 月期の雇用者数は、1-3 月期から 57.9 万人増加したが、7-9 月期の増加幅は 44.0 万人増に留まった。また、コンファレンスボードの消費者信頼感指数やロイター／ミシガン大消費者センチメントは、それぞれの期中で見れば総じて 4-6 月期が上昇局面で、7-9 月期は低下局面であったと言える。特に 9 月は消費者マインドが悪化したため貯蓄率が上昇し、7-9 月期の貯蓄率は 4.7%と 4-6 月期（4.5%）から上昇した。

NRF（全米小売業協会）の年末商戦の売上見通しが前年比 3.9%増と 2012 年の同 3.5%増を上回っているように、一年で最も売上が多い年末商戦は堅調が予想されている。また、家計のバランスシート調整は終盤を迎え、所得を消費に回しやすい環境が整っている。貯蓄率の大幅な上昇は考えづらく、個人消費の基調は改善すると見込んでいる。ただし、財政問題、量的緩和の縮小開始時期といった金融政策の行方など、年末から 2014 年にかけて不透明感が高まる可能性がある。雇用者数の増加ペースの鈍化、一段の消費者マインドの悪化などという状況になれば、個人消費の先行きに懸念が生じるかもしれない点には留意が必要だろう。

図表 2 わずかに伸びが鈍化した個人消費と比較的低水準の貯蓄率



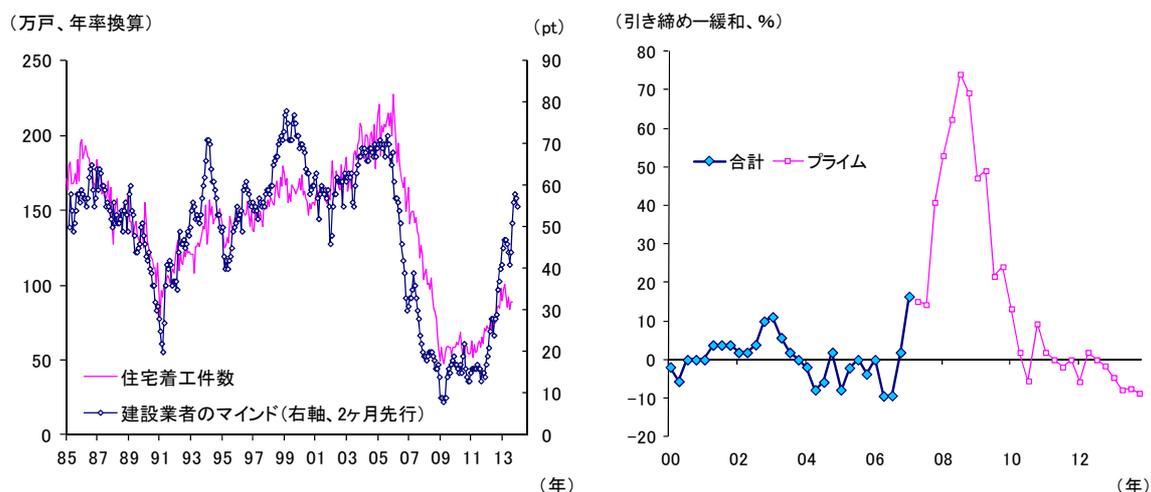
(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅投資の改善が続く

住宅投資は前期比年率 14.6%増と 4-6 月期（同 14.2%増）から増加幅が拡大した。ペースは鈍化したものの雇用・所得環境の改善が続いたことが下支えになり、住宅価格・住宅ローン金利の先高感などが住宅投資を後押ししたとみられる。特に、5 月以降に住宅ローン金利が急上昇したことによって、販売の駆け込み需要が生じたと考えられ、住宅投資も増加した。また、住宅価格の上昇が続き、一部には住宅の価値が売却できるほどに上昇したことも、住宅市場改善の要因と考えられる。銀行の住宅ローンの貸出態度が軟化し、住宅ローンの利用可能性が高まったことから潜在需要の顕在化につながった。

ただし、今後の住宅市場はこれまでのようなペースでの改善とはならないだろう。家計所得の増加ペースが前年比 3%程度であるのに対して、住宅価格の上昇ペースは同 10%を上回るほどになっている。速すぎる住宅価格の上昇は需要を抑制する可能性がある。住宅価格上昇の背景には熟練建設労働者の不足、住宅の売り惜しみと言った供給サイドの要因もある。しかし、新築市場では住宅関連の雇用者数は緩やかに増加しており、中古市場では、住宅価格の上昇によって住宅資産が住宅ローン残高を上回り、住宅を売却できる家計も増えることで中古住宅の供給も増えると考えられる。供給が増えて住宅価格の上昇ペースが鈍化すれば、価格先高感も後退し、現在のタイトな需給バランスは回復するだろう。そのため、住宅価格の上昇ペースが緩やかになるとともに、住宅投資は持続可能なペースに落ち着くことを見込んでいる。

図表 3 堅調な住宅市場と住宅ローン貸出態度



(注) 住宅ローンの貸出態度は、2007 年第 2 四半期からプライム、サブプライム、ノンラディショナルに分けられた。  
(出所) Census, NAHB, FRB, Haver Analytics より大和総研作成

## 企業部門は楽観的だが慎重

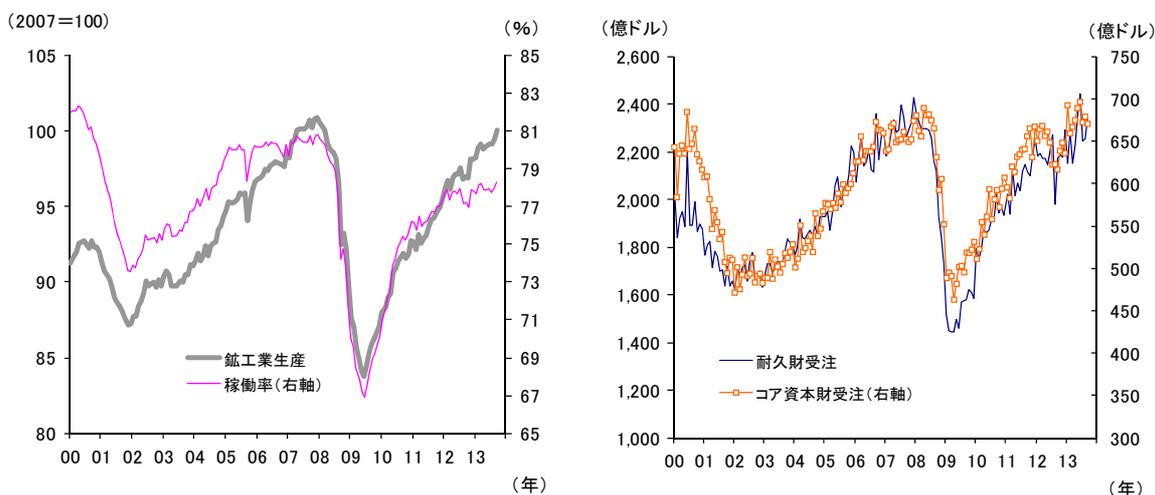
設備投資は前期比年率 1.6%増と増加幅が減少したが、2 四半期連続で増加となった。内訳を見ると、機械類の投資の減少が目立った。産業用機械は増加に転じたものの、IT 関連機械や輸

送用機械などの減少の影響が大きかった。一方で、民間在庫投資増減は 860 億ドルと、4-6 月期 (566 億ドル) から大幅に拡大し、実質 GDP を押し上げた。この企業行動をどうみるか。

9 月 FOMC の議事録では、企業部門は楽観的だが慎重 (cautiously optimistic) と表現された。鈍化したとはいえ個人消費は引き続き増加し、住宅投資も堅調である。鉱工業生産指数や製造業の出荷で見ても、企業の生産活動は緩やかに拡大しており、輸出も欧州や中国など海外経済の回復によって、前期比年率 4.5% 増と 2 四半期連続で増加した。企業を取り巻く環境は緩慢ながら改善していると言えよう。ただし、5 月からの長期金利の急上昇や、財政問題など先行き不透明感は払拭できていないと考えられる。鉱工業生産指数に比べて稼働率指数が伸び悩んでいる点からは、依然として生産余力があることもうかがえる。企業活動は拡大しつつあるが、生産能力を拡大するほどの需要の伸びではなく、また先行きの不確実性が高い状況なのだろう。こうした状況が、雇用者数の増加ペース鈍化を招いている可能性がある。

後述するように 2014 年初めには再び財政問題が生じる可能性が高く、金融政策の行方も不透明なままである。特に財政問題が長引けば、企業の先行き見通しを下押しするかもしれない。特に、足下で設備投資の先行指標であるコア資本財受注 (国防・民間航空機を除く資本財受注) が弱含んでいるため、10-12 月期は設備投資の伸びがさらに低下する可能性がある。一方で、海外経済の回復ペースが速まれば、設備投資の必要性が高くなるだろう。民間需要の改善ペースがわずかに鈍化している現状で、企業部門は外部要因に左右される状況が続くだろう。

図表 4 鉱工業生産指数と設備投資の先行指標



(注) コア資本財受注は国防・民間航空機を除く資本財受注。

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

## 連邦政府は引き続き減少

政府支出は、州・地方政府の支出が増加したため前期比年率 0.2% 増と 4 四半期ぶりの増加に転じた。しかし、連邦政府は同 1.7% 減と引き続き減少した。歳出の強制削減や債務上限問題が

支出を抑制した。10-12月期は、債務上限が引き上げられたことから一時的に連邦政府の歳出を押し上げるかもしれないが、歳出の強制削減は続いており、2014年には追加的な強制削減が実施される見込みである。加えて、年明けには暫定予算の失効や、再び債務上限に達する可能性がある。連邦政府の歳出削減は続く公算が大きいだろう。引き続き、政府部門は米国経済の下押し要因となることを見込んでいる。

## 物価は引き続きFRBの長期目標を下回る

GDPデフレーターは前期比年率1.9%と2012年7-9月期以来の高い伸びとなった。PCE(Personal Consumption Expenditure)価格指数が同1.9%増と上昇に転じたことが背景にある。ただし、PCE価格指数の前年比を見ると、前年比1.1%と4-6月期と変わらず、引き続きFRBが長期的な物価の目標としている2%を大きく下回る結果であった。米国経済は改善が続いているものの力強さを欠いているため、物価上昇圧力は限定的であった。

図表5 GDP統計の概要

(前期比年率、%、%pt)	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
名目GDP	5.4	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	4.8
実質GDP	4.9	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	2.8
国内最終需要	2.6	2.9	2.0	2.2	1.4	0.5	2.1	1.7
個人消費	2.4	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	1.5
設備投資	9.5	5.8	4.5	0.3	9.8	-4.6	4.7	1.6
住宅投資	12.2	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	14.6
政府支出	-1.5	-1.4	0.3	3.5	-6.5	-4.2	-0.4	0.2
純輸出(寄与度)	-0.60	0.44	0.10	-0.03	0.68	-0.28	-0.07	0.31
輸出	2.7	4.2	3.8	0.4	1.1	-1.3	8.0	4.5
輸入	5.9	0.7	2.5	0.5	-3.1	0.6	6.9	1.9
民間在庫投資(寄与度)	2.73	0.36	-0.91	0.60	-2.00	0.93	0.41	0.83
GDPデフレーター	0.5	2.0	1.8	2.3	1.1	1.3	0.6	1.9
PCE価格指数	1.3	2.3	1.1	1.7	1.6	1.1	-0.1	1.9
コアPCE価格指数	1.6	2.2	1.8	1.4	1.3	1.4	0.6	1.4

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成