

堅調な個人消費が支える米国 GDP

2019年4-6月期米GDP：年内複数回の利下げが必要な状況にはない

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作大祐

[要約]

- 2019年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と前期（同+3.1%）から減速したが、市場予想（Bloomberg調査：同+1.8%）を上回る結果となった。設備投資や住宅投資が弱含んだものの、個人消費の伸びが同+4.3%と市場予想（同+4.0%）を上回る堅調さであったことが下支えした。
- 4-6月期のGDPは、今後のFOMCにおける利下げ可能性を見極める上で、注目度が高かった。足元のインフレ率の低さや、企業支出の弱含みを踏まえれば、次回FOMC（7月30-31日）において、0.25%ptの予防的利下げを行うことは、既定路線と考えられる。
- しかし、メインドライバーである個人消費が堅調な中、年内複数回の利下げが必要なほどの経済状況の悪化は見受けられない。また、米国経済の先行きに関しても、世界経済の鈍化や米中貿易摩擦に代表される不確実性の高まりなど、外部要因に対する懸念は残るが、個人消費を中心とした内需主導の底堅い拡大基調が続く公算が大きい。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2017		2018				2019	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質GDP	3.2	3.5	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.1
個人消費	2.4	4.6	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.3
設備投資	2.4	8.4	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	-0.6
住宅投資	-2.0	9.9	-5.3	-3.7	-4.0	-4.7	-1.0	-1.5
輸出	4.4	10.1	0.8	5.8	-6.2	1.5	4.1	-5.2
輸入	1.3	14.0	0.6	0.3	8.6	3.5	-1.5	0.1
政府支出	-0.1	2.4	1.9	2.6	2.1	-0.4	2.9	5.0
寄与度、%pt								
個人消費	1.61	3.12	1.15	2.70	2.34	0.97	0.78	2.85
設備投資	0.32	1.08	1.15	1.04	0.29	0.64	0.60	-0.08
住宅投資	-0.08	0.37	-0.21	-0.15	-0.16	-0.18	-0.04	-0.06
民間在庫	1.00	-0.64	0.13	-1.20	2.14	0.07	0.53	-0.86
純輸出	0.35	-0.80	0.00	0.67	-2.05	-0.35	0.73	-0.65
輸出	0.54	1.19	0.10	0.71	-0.78	0.18	0.49	-0.63
輸入	-0.18	-1.99	-0.10	-0.04	-1.27	-0.53	0.23	-0.01
政府支出	-0.02	0.42	0.33	0.44	0.36	-0.07	0.50	0.85

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

実質 GDP 成長率は前期から減速するも、市場予想を上回る

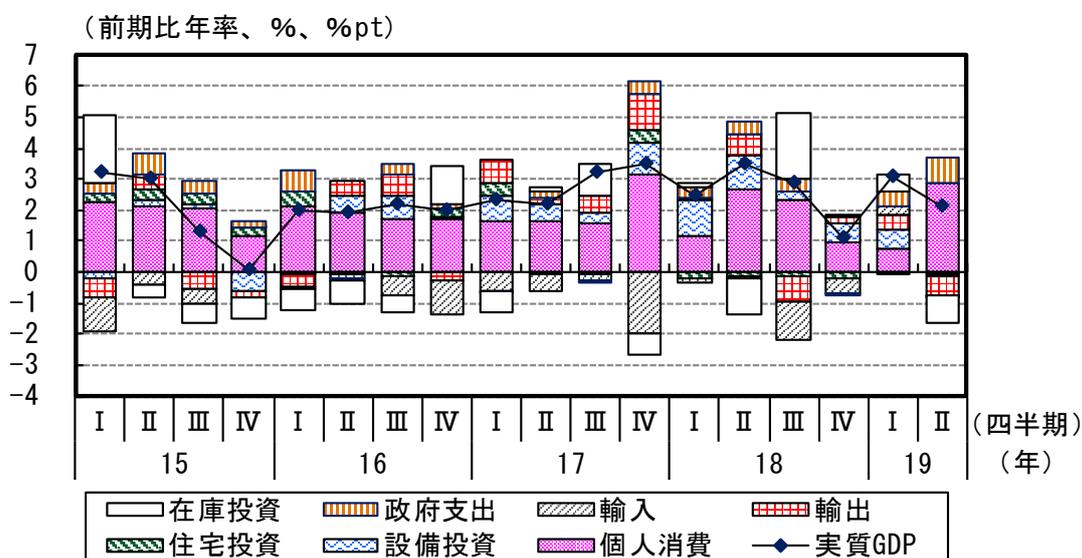
2019年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と前期(同+3.1%)から減速したが、市場予想(Bloomberg調査:同+1.8%)を上回る結果となった。市場予想から上振れした要因は、個人消費の伸びが同+4.3%と市場予想(同+4.0%)を上回ったことが挙げられる。

前期から減速したとはいえ、米国経済のメインドライバーである個人消費の伸び率が前期から加速していることに鑑みれば、内容は決して悪いわけではない。また、内需項目のうち、政府支出についても前期比年率+5.0%と高い伸びとなった。他方で、設備投資は同▲0.6%と2016年1-3月期以来のマイナスへと転換し、住宅投資は同▲1.5%と6四半期連続で減少するなど、総じて冴えなく映る。

実質GDP成長率の前期からの減速に着目すると、3四半期連続でプラスに寄与していた民間在庫がマイナスへと転換したことも影響した。ただし、堅調な個人消費を背景とした在庫調整の進展と考えれば、好材料と評価できる。外需に関しては、輸入がわずかに増加へと転じたことに加え、航空機輸出の不調などから輸出が大幅に減少したことで純輸出のマイナス幅の拡大が全体を押し下げた。実質GDPから純輸出を控除した実質国内需要は前期比年率+2.6%と前期の同+2.3%から伸びが加速した。実質GDPから民間在庫および純輸出を控除した国内最終需要は、同+3.5%と前期(同+1.8%)から大きく上昇し、2018年4-6月期以来の高い伸びとなった。

物価動向に関して見ると、GDPデフレーターは前期比年率+2.4%と前期(同+1.1%)から大きく上昇した。これはPCE(個人消費支出)デフレーターが同+2.3%と、前期の同+0.4%から加速したことが主因である。食品・エネルギーを除いたコアPCEデフレーターも同+1.8%と前期の同+1.1%から上昇しており、2018年4-6月期以来の伸び幅となった。FRB(連邦準備制度理事会)が重視する、PCE価格指数の前年同期比は+1.4%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.5%と低水準で推移しており、いずれも目標の2%を下回っている。

図表2 実質GDP成長率(前期比年率)の寄与度分解



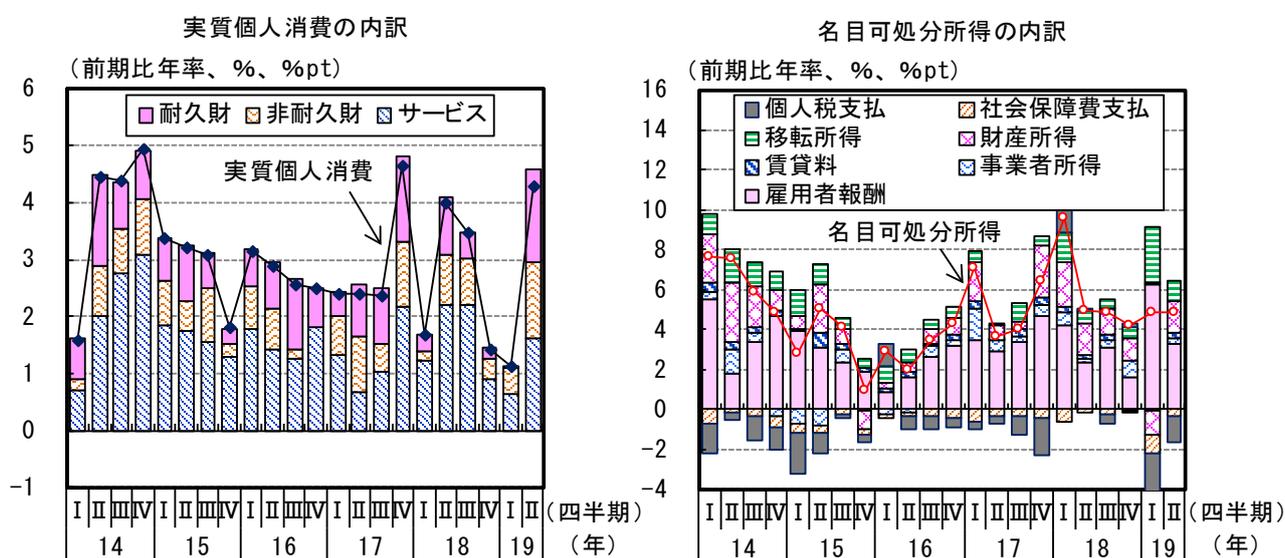
堅調な個人消費が GDP 全体を押し上げ

需要項目別の動向を確認していくと、実質個人消費は前期比年率+4.3%となり、前期に伸びが落ち込んでいた個人消費が再加速に転じた。内訳を財・サービス別に見ると、財消費が同+8.3%、サービス消費が同+2.5%となり、ともに好調であったと言える。中でも、財消費の伸びは、2006年1-3月期以来の大きさであった。

財消費の内訳をさらに細かく見ると、耐久財消費は前期比年率+12.9%と2014年4-6月期以来の伸びの大きさであった。前期に減少した自動車、同+15.9%と増加に転じたことに加え、家具・家庭用耐久財（同+9.0%）、娯楽用耐久財（同+17.0%）、その他耐久財（同+4.7%）といずれも前期から伸びが拡大した。また、非耐久財消費は、同+6.0%と2003年7-9月期以来の大きな伸びとなった。飲食料品（同+5.1%）、衣服（同+14.2%）が増加に転じたことが、非耐久財消費全体の伸びをけん引した。

サービス消費の内訳は、ヘルスケアサービス（前期比年率+2.8%）、金融・保険サービス（同+2.7%）の伸びが減速した一方、その他の多くの項目は加速した。ウェイトの大きい住居・公益サービスが同+1.1%と伸びを拡大したことに加え、娯楽サービス（同+3.9%）、外食・宿泊サービス（同+4.5%）が増加に転じたことが、全体を押し上げた。選択的消費項目（娯楽サービスや外食・宿泊サービス）が再加速したことは、個人消費の好調さを表していると言える。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率+4.9%と前期（同+4.8%）から伸びが小幅に拡大するも、実質可処分所得は同+2.5%と前期（同+4.4%）から鈍化した。名目可処分所得の内訳では、金利、配当収入の前期比年率寄与度が+1.6%ptと前期（同▲1.2%pt）から増加に転じ、全体を押し上げた。前期（同+6.3%pt）に大きく拡大した雇用者報酬は、同+3.3%ptと減速した。ただし、雇用者報酬の伸び幅自体は小さくなく、前期の

急拡大から巡航速度に戻ったと考えるべきだろう。個人消費の伸びが可処分所得の伸びを上回ったことから、貯蓄率は8.1%と前期の8.5%から低下したものの、水準は依然として高い。

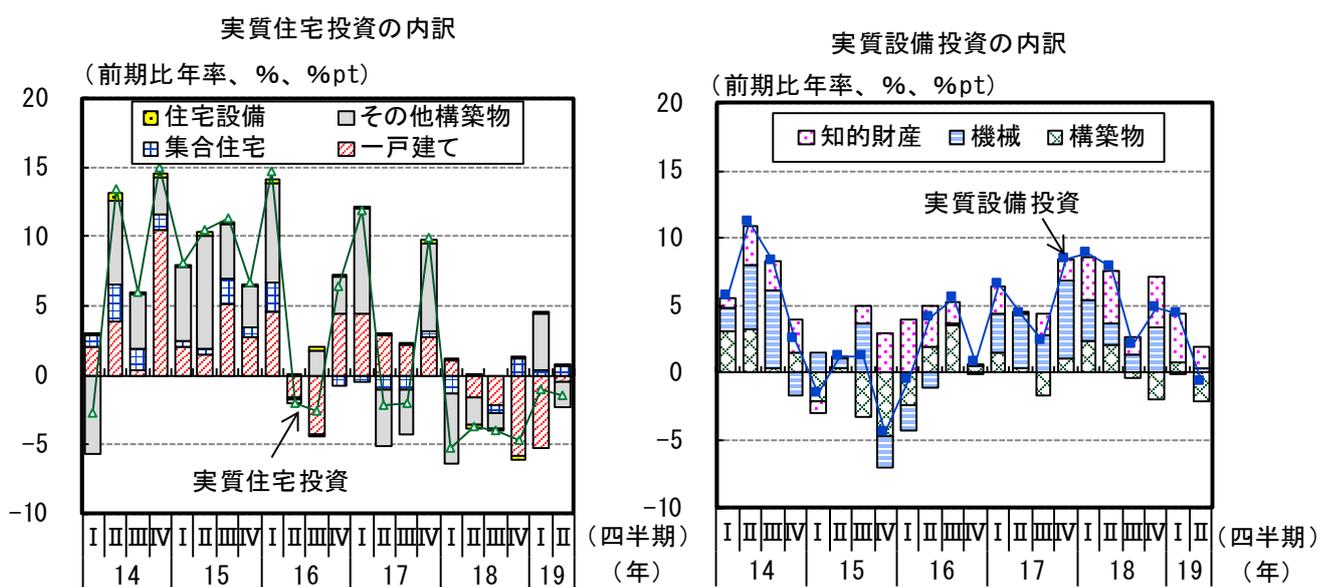
住宅投資と設備投資は弱含み

実質住宅投資は前期比年率▲1.5%と、前期（同▲1.0%）から減少幅が拡大し、6四半期連続での減少となった。住宅建設については、前期の主要な下押し要因であった一戸建て住宅の建設が、4-6月期は同▲1.2%と減少幅を縮小したに加え、集合住宅の建設も同+9.3%と加速したことから、全体で同+0.7%と6四半期ぶりの増加に転じた。しかし、その他構築物の建設が同▲3.3%と3四半期ぶりに減少し、全体を下押しした。その他構築物のうち、ウェイトの大きい住宅改修が同▲9.2%と前期の同+7.8%から急減速したことが、減速の主要因である。一方、中古住宅の販売を含む不動産仲介料等は同+4.7%と減速はしながらも底堅く推移している。

実質設備投資は前期比年率▲0.6%と前期（同+4.4%）から大きく減速した。機械投資は、同+0.7%と上昇に転じ下支えしたが、構築物投資が同▲10.6%と急減速したに加え、知的財産投資が同+4.7%と伸びを縮小させたことが全体を下押しした。

設備投資の内訳を見ると、構築物投資は、世界経済の減速懸念を受け、エネルギー需要の見通しが引き下げられたことや、4月後半から6月半ばの原油価格低下による採算の悪化などが投資意欲を冷やし、鉱業関連の投資が前期比年率▲15.7%と減少幅を拡大した。また、商業・ヘルスケア関連の投資も同▲13.9%と大きく減速した。2017年以降、商業・ヘルスケアのうち、小売店舗関連の投資が冴えない。足元の堅調な個人消費の中でも悪化しているのは、消費者がeコマースに傾倒し、ショッピングモールといった実店舗の縮小が影響していると考えられる。

図表4 実質住宅投資の内訳、実質設備投資の内訳



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

機械投資については、コンピューターなどを含む情報処理機械が、前期比年率+6.7%と底堅く推移したことに加え、建設機械などを含むその他機械投資が同+4.1%と増加したことが、全体を押し上げた。他方で、航空機や乗用車、船舶等の減少が影響し、輸送用機械は同▲9.2%と減少幅を拡大した。

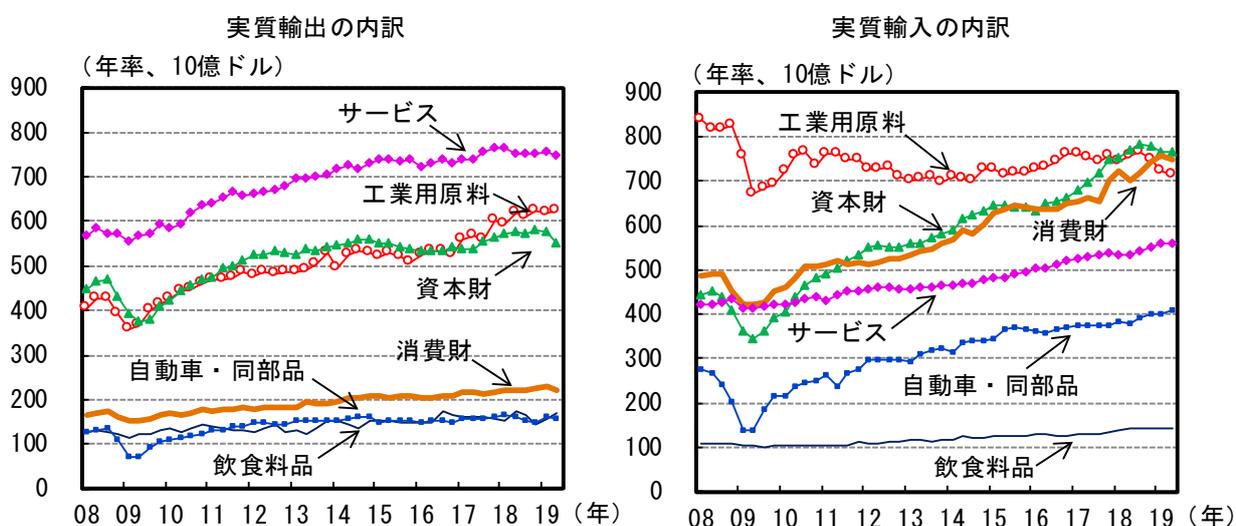
前期の設備投資を下支えした知的財産投資は、主力のソフトウェア投資（前期比年率+7.5%）、研究開発投資（同+3.5%）の伸びが前期に比べて縮小し、全体を下押しした。

輸出は減少、輸入は小幅に増加

実質輸出は前期比年率▲5.2%と前期（同+4.1%）から大きく減速した。財輸出（同▲5.0%）、サービス輸出（同▲5.6%）ともに減少に転じ、全体を下押しした。財輸出の中で、主力輸出品である資本財（除く自動車・同部品）の輸出が、航空機輸出の減少によって同▲17.2%と大きく減速した。また、消費財（除く飲食料品、自動車）の輸出が同▲13.0%、自動車・同部品の輸出が同▲10.1%と、減少に転じた。ウェイトの大きい工業用原料の輸出は同+3.2%と前期（同▲1.9%）から一転して増加した。サービス輸出に関しては、金融サービスなどを含むその他企業向けサービス（同▲4.1%）や、旅行サービス（同▲12.2%）が下押しの主要因となった。

実質輸入は前期比年率+0.1%とわずかに増加した。個人消費で好調であった自動車・同部品（同+8.2%）の輸入が再加速し、全体をけん引した。他方で、設備投資が弱含む中、主力輸入品である工業用原料（同▲5.4%）や自動車・同部品を除く資本財の輸入が同▲1.3%と、3四半期連続で減少した。また、消費財（除く飲食料品、自動車）は、耐久財輸入が同▲18.1%と減少に転じ、同▲3.7%と4四半期ぶりに減少した。サービス輸入は、輸送サービス（同▲2.4%）、旅行サービス（同▲3.0%）が足を引っ張り、同▲0.3%となった。

図表 5 実質輸出入の内訳



(注) 消費財は飲食料品、自動車・同部品を除く、資本財は自動車・同部品を除く。

(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

実質政府支出は前期比年率+5.0%と伸びを大きく拡大した。連邦政府支出については、国防関連の支出が同+2.8%と減速した一方、国防以外の支出が同+15.9%と加速した。BEA（米商務省経済分析局）によれば、4-6月期の国防以外の支出の増加は、2018年12月から2019年1月にかけての政府閉鎖の影響で遅延していた、連邦政府職員の賃金や中間財・サービスの購入の増加によるものと説明されており、一時的な支出増と考えられる。州・地方政府については、同+3.2%と前期（同+3.3%）からわずかに鈍化したものの、高い伸びで推移している。

年内複数回利下げが必要な経済状況ではない

4-6月期のGDPは、今後のFOMCにおける利下げ可能性を見極める上で、注目度が高かった。足元のインフレ率の低さや、企業支出の弱含みを踏まえれば、次回FOMC(7月30・31日)において予防的利下げを行うことは、既定路線と考えられる。

他方で、2019年末までに合計1.00%ptという景気後退期並み、あるいは、過去に例を見ない大幅な予防的利下げを行うという一部マーケット参加者の期待は現実化しそうにない。設備投資や住宅投資が軟調であることは確かだが、米国経済のメインドライバーである個人消費は堅調であり、景気後退からは程遠く、大幅な予防的利下げを必要とするような経済状況ではない。また、米国経済の先行きもこうした構図に大きな変化はなく、経済成長率は緩やかに鈍化するも、潜在成長率並みになるという見込みである。

今回の実質GDPをけん引した個人消費については、消費者マインドの底堅さ等を踏まえれば、今後も堅調に推移すると考えられる。ただし、賃金の上昇が緩やかであることに加え、労働供給不足等を背景に雇用者数の増加ペースが鈍化していくと考えられることから、マクロベースの所得（賃金×雇用者数）の伸びが大きく加速するとは考えにくい。貯蓄率が高水準で推移しており、消費へと回す余地は依然存在するため、個人消費の急減速を懸念する必要はないが、所得増加に見合った落ち着いたペースとなるだろう。

軟調となった設備投資は、4-6月期に再燃した米中貿易摩擦や、メキシコとの国境問題などを理由とした企業マインドの悪化が背景にはあるだろう。ただし、7月以降の地区連銀による製造業景況感指数などを見ると、製造業のマインドの持ち直しが示唆されている。また、相対的に外需依存度の低い非製造業では、堅調な個人消費を背景とした底堅い設備投資需要が期待される。

住宅投資は、住宅改修が急減速したためマイナス幅を拡大したが、住宅建設は改善し、中古住宅の販売を含む不動産仲介料等は底堅く推移していることから、過度な懸念は不要だろう。ただし、住宅建設業者は、住宅購入者の収入に適した価格での住宅供給に課題が残ると認識しており、供給制約によって価格が高止まりすることで、新築住宅市場を中心に調整が長引く可能性がある点に留意が必要だろう。

下振れリスクとして、世界経済の鈍化や不確実性の高まりなど、外部要因に対する懸念は残るが、米国経済は個人消費を中心とした内需主導で底堅く推移する公算が大きいと考える。