

足元の米国経済の底堅さを再確認

2019年7-9月期米GDP：個人消費・住宅投資がけん引、設備投資が足を引っ張る構図は変わらない

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7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+2.0%）から減速したが、市場予想（Bloomberg調査：同+1.6%）を上回る結果となった。設備投資が弱含んだものの、堅調さを維持する個人消費及び住宅投資の底打ちが全体を下支えした。
- 7-9月期のGDPを総括すれば、マーケット参加者が恐れていた米国経済の急速な下振れは杞憂に終わったということだろう。米国経済の先行きは、個人消費と住宅投資が米国経済を支えるという構図に大きな変化はないが、成長のペースは潜在成長率並みに緩やかに鈍化していくとみる。
- 今後米国経済の活力が高まるか否かは、2四半期連続でマイナスとなった企業の設備投資の底入れ次第である。とりわけ、企業を取り巻く不確実性の解消が、企業マインドひいては設備投資が底入れする上で不可欠といえる。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2017		2018				2019		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
実質GDP	3.5	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.9	
個人消費	4.6	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.6	2.9	
設備投資	8.4	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	-1.0	-3.0	
住宅投資	9.9	-5.3	-3.7	-4.0	-4.7	-1.0	-3.0	5.1	
輸出	10.1	0.8	5.8	-6.2	1.5	4.1	-5.7	0.7	
輸入	14.0	0.6	0.3	8.6	3.5	-1.5	0.0	1.2	
政府支出	2.4	1.9	2.6	2.1	-0.4	2.9	4.8	2.0	
寄与度、%pt									
個人消費	3.12	1.15	2.70	2.34	0.97	0.78	3.03	1.93	
設備投資	1.08	1.15	1.04	0.29	0.64	0.60	-0.14	-0.40	
住宅投資	0.37	-0.21	-0.15	-0.16	-0.18	-0.04	-0.11	0.18	
民間在庫	-0.64	0.13	-1.20	2.14	0.07	0.53	-0.91	-0.05	
純輸出	-0.80	0.00	0.67	-2.05	-0.35	0.73	-0.68	-0.08	
輸出	1.19	0.10	0.71	-0.78	0.18	0.49	-0.69	0.09	
輸入	-1.99	-0.10	-0.04	-1.27	-0.53	0.23	0.01	-0.17	
政府支出	0.42	0.33	0.44	0.36	-0.07	0.50	0.82	0.35	

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

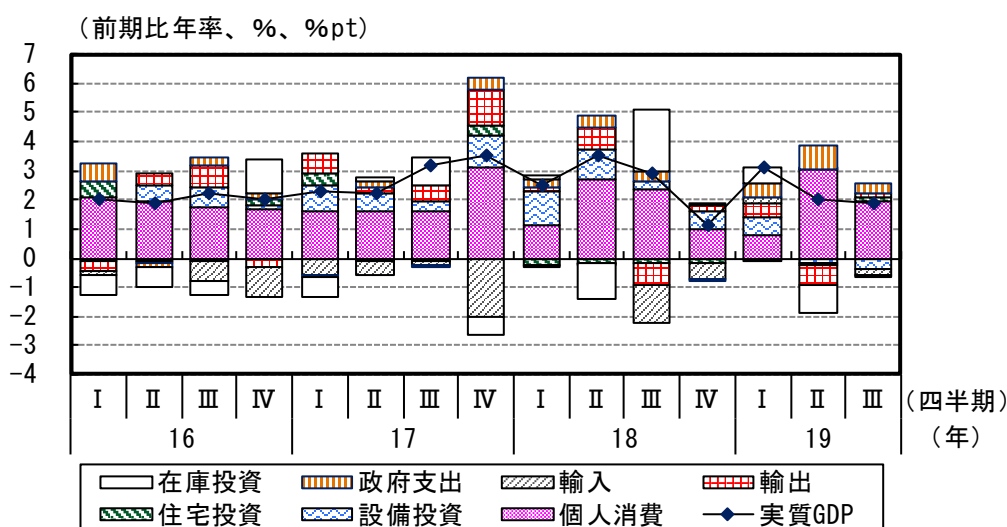
実質 GDP 成長率は前期から小幅に鈍化も、市場予想を上回る

2019年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+2.0%）から小幅に鈍化した。市場予想（Bloomberg調査：同+1.6%）を上回る結果となった。実質GDP成長率自体は、潜在成長率が2%程度であることを踏まえれば巡航速度といえる。市場予想から上振れした要因は、個人消費の伸びが同+2.9%と市場予想（同+2.6%）を上回ったことが挙げられる。米国経済の屋台骨である個人消費の伸びが前期から鈍化したとはいえ、相対的に高水準で推移していることは米国経済全体にとって安心材料である。また、住宅投資は同+5.1%と7四半期ぶりのプラス成長に転じるなど、家計関連需要は概ね堅調といえる。

その他の内訳項目を概観すると、設備投資は前期比年率▲3.0%とマイナス幅を拡大させ、実質GDP成長率全体を下押しする冴えない結果となった。また、前期に伸び幅を大きく拡大した政府支出は同+2.0%と伸びが鈍化した。前期の実質GDP成長率全体の押し下げ要因となった民間在庫はほぼ横ばいとなり、在庫調整の進展がうかがえる。外需は堅調な個人消費等を背景に輸入が同+1.2%と伸び幅を拡大させた一方、前期に大幅に減少した輸出が同+0.7%とプラス成長に転じたことで、純輸出の寄与度のマイナス幅は縮小した。実質GDPから純輸出を控除した実質国内需要は同+1.9%と前期の同+2.6%から伸び幅が縮小した。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も同+2.0%と前期の同+3.6%から伸びが鈍化した。

物価動向に関して見ると、GDPデフレーターは前期比年率+1.7%と前期の同+2.4%から大きく低下し、市場予想（Bloomberg調査：同+1.9%）を下回った。これはPCE（個人消費支出）デフレーターが同+1.5%と、前期の同+2.4%から減速したことが主因である。他方で、食品・エネルギーを除いたコアPCEデフレーターは同+2.2%と前期の同+1.9%から引き続き上昇しており、2018年1-3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+1.7%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



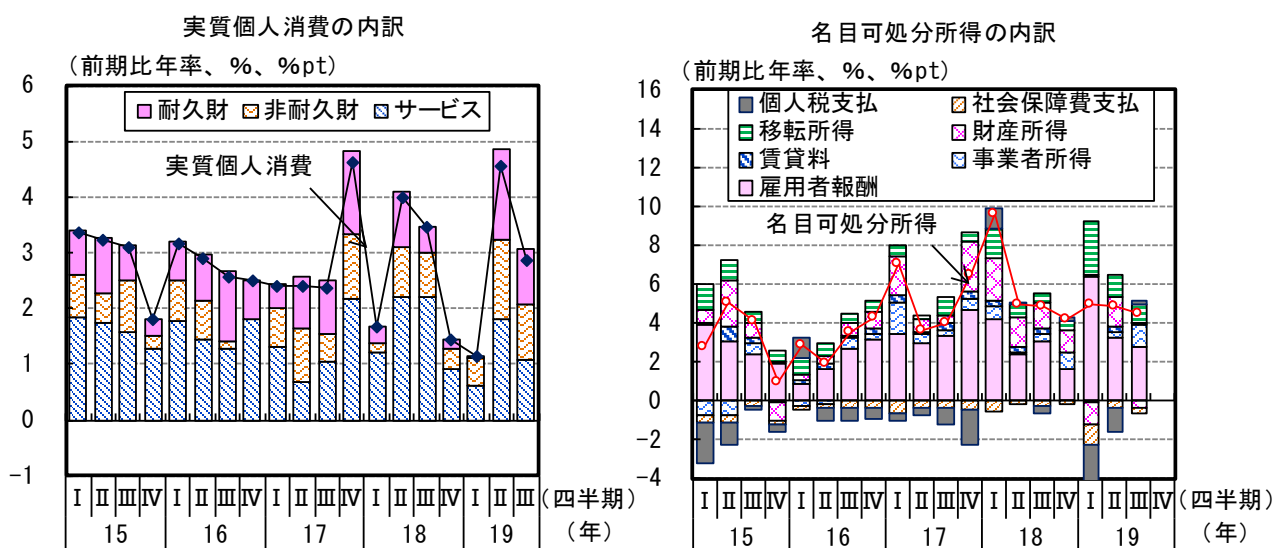
堅調な実質可処分所得の伸びに裏付けられ、個人消費は依然底堅い

需要項目別の動向を確認していくと、実質個人消費全体は前期比年率+2.9%、その内訳項目である財消費が同+5.5%、サービス消費が同+1.7%となり、前期からは鈍化するも依然底堅く推移している。財消費の内訳をさらに細かく見ると、耐久財消費は同+7.6%と前期から伸びが鈍化した。前期に大きく増加した自動車・自動車部品が、その反動から同+0.7%と伸び幅を縮小させたことが主因である。他方で、娯楽用耐久財は同+17.5%と前期とほぼ同じ伸び幅となり、引き続き力強い伸びとなった。非耐久財消費に関しては、同+4.4%と伸びが減速した。飲食料品は同+6.8%と伸び幅が拡大した一方、エネルギー価格が低位で推移する中、ガソリン・エネルギーが同▲2.7%とマイナスへと転じた。

サービス消費の内訳に関しては、ウェイトの大きい住居・公益サービスが前期比年率+1.5%と伸びを加速させ全体を下支えした。一方、ヘルスケアサービスが同+1.7%、外食・宿泊サービスが同+2.8%と伸びを鈍化させたことに加え、娯楽サービスが同▲0.3%とマイナスに転じたことが下押し要因となった。前期の伸び幅が大きかったことからその反動という側面もあるが、選択的消費項目（娯楽サービスや外食・宿泊サービス）が鈍化した点は要注意である。

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+4.5%と前期から伸び幅が縮小した。名目可処分所得の大部分を占める雇用者報酬の伸びの鈍化、そして金利収入の減少に伴う財産所得の伸びがマイナスに転じたことが主因である。他方で、実質可処分所得は同+2.9%と前期から伸び幅を拡大させた。ミシガン大学が10月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（確報値）が改善した背景として実質所得の増加期待の高まりを挙げているように、7-9月期の実質可処分所得の伸びの加速が消費者マインド、ひいては個人消費の底堅さを裏付けていると考えられる。なお、貯蓄率は8.1%と前期の8.0%から上昇したことに加え、水準としても相対的に高いことから、今後の個人の消費余力も十分にあると考えられる。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



設備投資は冴えないが、住宅投資は7四半期ぶりにプラス転換

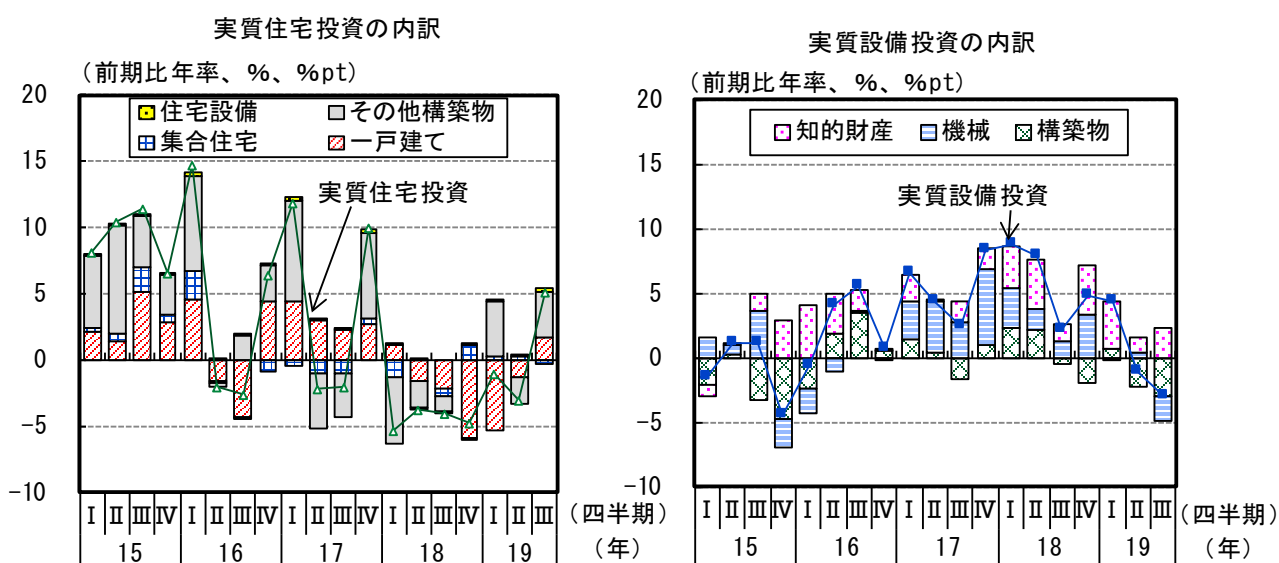
実質住宅投資が前期比年率+5.1%と7四半期ぶりの増加に転じたのは、ウェイトの大きいその他構築物が同+6.1%と前期のマイナスから大幅なプラスに転換したことが主因である。その他構築物の主な内訳項目である住宅改修や、中古住宅の販売を含む不動産仲介料が堅調であった。また、住宅建設に関しては、ウェイトの大きい一戸建て住宅の建設が同+5.3%と、6四半期ぶりに増加に転じたことも全体を押し上げた。7月以降の利下げに伴う住宅ローン金利の低下が住宅購入需要を促し、住宅投資はようやく底打ちしたと考えられる。

他方で、実質設備投資に関しては、前期比年率▲3.0%とマイナス幅をさらに拡大させた。知的財産投資は同+6.6%と前期から加速したが、機械投資が同▲3.8%とマイナスに転じたことに加え、構築物投資が同▲15.3%とマイナス幅を拡大させたことが全体を下押しした。

構築物投資の内訳を見ると、ウェイトの大きい電力・通信が前期比年率▲7.6%、鉱業が同▲29.3%と大きく減少したことが足を引っ張った。鉱業に関しては、低位で推移する原油価格等を背景に設備稼働率は頭打ちとなっており、設備投資を積極化させにくい状況が続いている。また、商業・ヘルスケアも同▲11.9%と2四半期連続でマイナスとなった。消費者のeコマース志向が進み、ショッピングモールといった小売店舗が引き続き減少していると考えられる。

機械投資については、工業用機械が前期比年率+7.0%と加速したものの、ボーイング737MAXの運航停止が続く中、航空機等を含む輸送用機器が同▲9.9%とマイナス幅を拡大した。また、コンピューターなどを含む情報処理機械が同▲7.4%とマイナスに転じたことも全体を下押しした。コンピューターの輸出が大きく減少しており、設備投資意欲を冷やした可能性もあるが、前期の大幅増からの反動減とも考えられることから、10-12月期の結果も併せてみる必要があるだろう。知的財産投資は、主力のソフトウェア投資が前期比年率+8.2%、研究開発投資が同+5.5%と伸び幅を拡大させたことが、全体をけん引した。

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

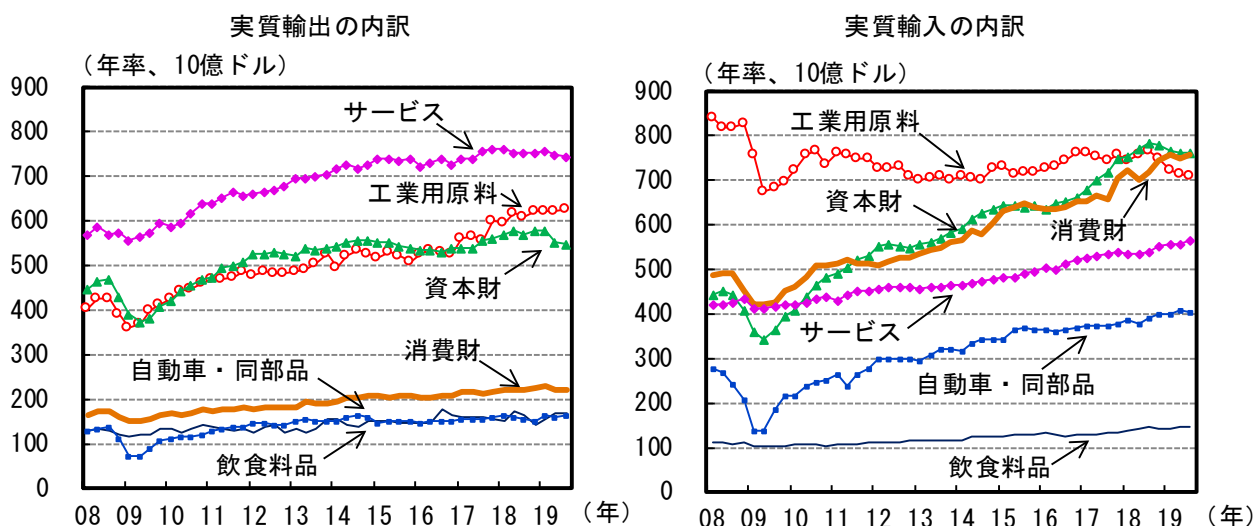
輸出はプラス転換、輸入も伸び幅が拡大

実質輸出は、前期に大きく減少した財輸出が前期比年率+1.6%とプラスに転じたこと、サービス輸出が同▲0.8%とマイナス幅を縮小させたことで、全体は同+0.7%とプラスに転換した。主力輸出品である工業用原料や自動車・同部品の輸出がプラスに転換したことに加え、前期大幅に減少した資本財（除く自動車・同部品）輸出のマイナス幅が縮小したことが、財輸出の増加を支えた。

実質輸入は、前期比年率+1.2%と伸び幅を拡大させたわけだが、その主要因としてサービス輸入が同+4.4%とプラスに転じたことが挙げられる。その他企業向けサービスや、知的財産使用料、輸送サービス、旅行サービスなどほとんどの項目で伸びが加速した。財輸入に関しても、同+0.4%と小幅に増加した。主要項目のうち、資本財（除く自動車・同部品）や工業用原料の輸入は4四半期連続で減少したものの、底堅い個人消費を背景に消費財の輸入はプラスに転換した。

最後に、実質政府支出は前期比年率+2.0%と前期の同+4.8%から大きく減速した。連邦政府支出のうち国防以外の支出が同+5.2%と前期の同+16.1%から伸び幅を縮小させたことが、実質政府支出全体の減速の主要因といえる。ただし、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、一時的な支出増であったといえる。7-9月期の実質政府支出の減速は、巡航速度に戻ったと考えるべきであろう。

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

個人消費と住宅投資が米国経済を支える構図は変わらないが…

7-9 月期の GDP を総括すれば、マーケット参加者が恐れていた米国経済の急速な下振れは杞憂に終わったということだろう。2019 年 7-9 月期の GDP が公表された同日の午後 2 時に FOMC（連邦公開市場委員会）の声明文が公表された。今回の声明文では経済の現状認識が引き下げられるのではないかとの見方もあったが、結果は据え置きであった。FOMC が経済の現状認識を据え置いた背景の一つとして、こうした GDP の底堅さがあったとも考えられる。

米国経済の先行きに関しては、2019 年 10-12 月期は引き続き底堅い成長が続くとみる。底堅い雇用環境、年末商戦といったセールに支えられた個人消費と、年内 3 回にわたる利下げに支えられた住宅投資が米国経済をけん引するという構図に変化はない。結果、2019 年通期の実質 GDP 成長率も潜在成長率以上となる公算が大きい。

2020 年に関しても個人消費と住宅投資が米国経済を支えることが想定されるが、成長のペースは潜在成長率並みに緩やかに鈍化していくとみる。米国経済の活力をさらに高める上で、2 四半期連続でマイナスとなった企業の設備投資の底入れが期待される。10 月 16 日に公表されたベージュブック（地区連銀経済報告）が、米中貿易摩擦や世界経済の成長鈍化が企業活動を下押ししていると指摘しているように、企業を取り巻く不確実性の解消が、企業マインドひいては設備投資が底入れする上で不可欠といえる。

2019 年 10 月に入り、米中通商交渉の部分的合意など進展が見られる点は、企業マインドの悪化に歯止めをかけるという意味でポジティブな兆候といえる。他方で、11 月半ばと目される米中首脳会談や、11 月半ばのファーウェイ制裁延期措置の期限到来など、予断を許さない状況は続く。大統領選挙を来年に控える中、トランプ大統領が景気の悪化をできる限り避けようとするために、不確実性を解消しようとするインセンティブが働く可能性もある。こうした不確実性の行方が、2020 年以降の米国経済の浮沈を占う上で引き続きポイントとなる。