

巡航速度の米国経済に下振れリスクの影

2019年10-12月期米GDP：輸入の急減に伴い純輸出が押し上げ

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10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と前期から横ばいとなり、市場予想通りとなった。2019年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と前年に比べて伸びが鈍化したが、潜在成長率が+2%程度であることを踏まえれば巡航速度の範囲といえる。
- 米国経済の屋台骨である個人消費は、ホリデーシーズンといった追い風を考えれば、幾分物足りない結果であった。住宅投資は加速したものの、設備投資は冴えないままである。実質GDPの増加に最も大きく寄与した純輸出の増加は、輸出増ではなく輸入減によるものであり、良い結果とはいえない。
- 米国経済の先行きに関して、個人消費と住宅投資が主導する構図は変わらない。米中貿易摩擦の緩和は企業マインドを改善させ得るが、低水準の設備稼働率を踏まえれば、設備投資の回復は緩やかに進展すると予想する。結果的に、潜在成長率並みの成長が続くと考える。ただし、中国で蔓延する新型コロナウイルスに伴う世界経済の下振れリスクが企業マインドを冷やし、米国経済に悪影響をもたらし得る点に留意が必要だろう。

図表1 実質GDP成長率の概要

| 前期比年率、% | 2018 | | | | 2019 | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV |
| 実質GDP | 2.5 | 3.5 | 2.9 | 1.1 | 3.1 | 2.0 | 2.1 | 2.1 |
| 個人消費 | 1.7 | 4.0 | 3.5 | 1.4 | 1.1 | 4.6 | 3.2 | 1.8 |
| 設備投資 | 8.8 | 7.9 | 2.1 | 4.8 | 4.4 | -1.0 | -2.3 | -1.5 |
| 住宅投資 | -5.3 | -3.7 | -4.0 | -4.7 | -1.0 | -3.0 | 4.6 | 5.8 |
| 輸出 | 0.8 | 5.8 | -6.2 | 1.5 | 4.1 | -5.7 | 1.0 | 1.4 |
| 輸入 | 0.6 | 0.3 | 8.6 | 3.5 | -1.5 | 0.0 | 1.8 | -8.7 |
| 政府支出 | 1.9 | 2.6 | 2.1 | -0.4 | 2.9 | 4.8 | 1.7 | 2.7 |
| 寄与度、%pt | | | | | | | | |
| 個人消費 | 1.15 | 2.70 | 2.34 | 0.97 | 0.78 | 3.03 | 2.12 | 1.20 |
| 設備投資 | 1.15 | 1.04 | 0.29 | 0.64 | 0.60 | -0.14 | -0.31 | -0.20 |
| 住宅投資 | -0.21 | -0.15 | -0.16 | -0.18 | -0.04 | -0.11 | 0.17 | 0.21 |
| 民間在庫 | 0.13 | -1.20 | 2.14 | 0.07 | 0.53 | -0.91 | -0.03 | -1.09 |
| 純輸出 | 0.00 | 0.67 | -2.05 | -0.35 | 0.73 | -0.68 | -0.14 | 1.48 |
| 輸出 | 0.10 | 0.71 | -0.78 | 0.18 | 0.49 | -0.69 | 0.11 | 0.17 |
| 輸入 | -0.10 | -0.04 | -1.27 | -0.53 | 0.23 | 0.01 | -0.26 | 1.32 |
| 政府支出 | 0.33 | 0.44 | 0.36 | -0.07 | 0.50 | 0.82 | 0.30 | 0.47 |

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

実質 GDP 成長率は+2.1%と巡航速度で推移

2019年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と前期から横ばいとなり、市場予想(Bloomberg調査:同+2.1%)通りとなった。2019年暦年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と2018年の同+2.9%から鈍化し、2016年(同+1.6%)以来の低成長となった。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の範囲での推移が続いている。

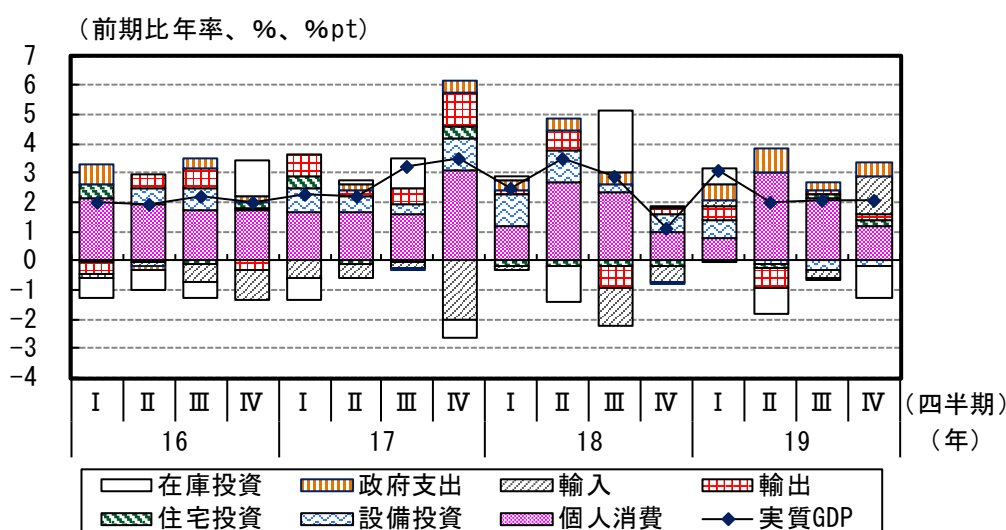
需要項目別に今期の動向を見ると、米国経済の屋台骨である個人消費は前期比年率+1.8%と前期(同+3.2%)から減速した。市場予想(Bloomberg調査:同+2.0%)を下回る結果となり、個人消費の伸びは鈍化傾向にある。住宅投資は同+5.8%と2四半期連続で加速し、堅調な結果となった。政府支出に関しては、同+2.7%と伸びが加速した。

設備投資は前期比年率▲1.5%と3四半期連続でマイナスとなり、実質GDP成長率全体を下押しする冴えない結果となった。実質GDP成長率の減速という観点に注目すると、民間在庫のマイナス幅が拡大した影響もある。ただし、民間在庫は3四半期連続でマイナス寄与となっており、在庫調整の進展と捉えれば好材料と見て取れる。

今期の実質GDPを最も押し上げたのは純輸出である。輸出が前期比年率+1.4%と伸びを加速させた一方で、輸入は同▲8.7%と大きく減少した。個人消費の伸びが鈍化したことや、対中追加関税第4弾リストAの実行に伴う中国からの輸入減少等によって輸入が伸び悩んだと考えられる。輸出主導で純輸出の伸びが加速したわけではないことから、良い結果とはいえない。

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+0.6%と前期(同+2.2%)から伸び幅が大きく縮小した。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+1.6%と前期(同+2.2%)から伸びが鈍化し、減速感が強い。

図表2 実質GDP成長率(前期比年率)の寄与度分解



物価動向に関して見ると、GDPデフレーターは前期比年率+1.4%と前期(同+1.8%)からさ

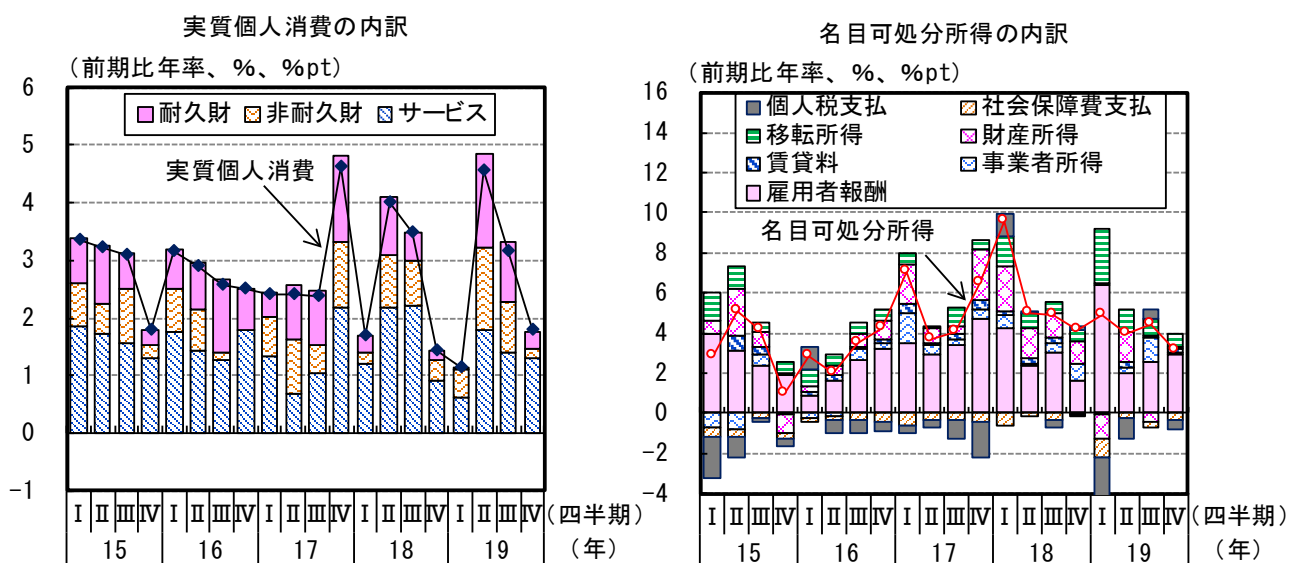
らに減速し、市場予想（Bloomberg 調査：同+1.8%）を大きく下回った。食品・エネルギーを除いたコア PCE（個人消費支出）デフレーターが減速したことで PCE デフレーターの加速が抑えられたことや、設備投資デフレーターがマイナスに転じたこと、輸出デフレーターが 2 期連続のマイナスとなったことが要因である。FRB（連邦準備制度理事会）が重視する PCE 価格指数の前年同期比は+1.5%、食品・エネルギーを除くコア PCE 価格指数は同+1.6%となり、いずれも目標の 2%を下回っている。

個人消費の伸びは鈍化傾向

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+1.8%、その内訳項目である財消費が同+1.2%、サービス消費が同+2.0%となり、前期から減速した。財消費の内訳をさらに細かく見ると、耐久財消費は同+2.1%と前期から伸びが大きく鈍化した。自動車・自動車部品、家具・家庭用耐久財、娯楽用耐久財のいずれも伸び幅を縮小した。非耐久財消費についても、同+0.8%と伸びが減速した。ガソリン・エネルギーがプラスに転換したが、飲食料品が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+0.8%と伸びを減速させた一方で、ヘルスケアサービスが同+2.9%と伸びを加速させたことで相殺した。前期に大きく減速した娯楽・サービスは同+2.8%と伸びを加速させたものの、外食・宿泊サービスが同+1.2%と伸びを減速させたことから、選択的消費項目（娯楽サービスや外食・宿泊サービス）全体では鈍化傾向が続いている。

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+3.1%と前期から

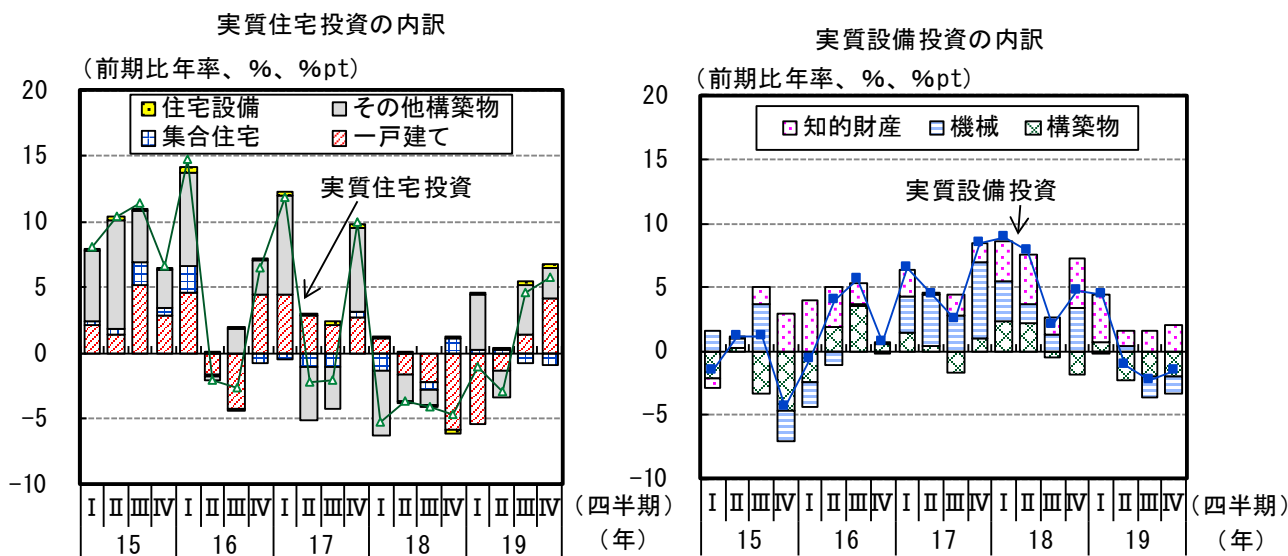
伸び幅が縮小し、2016年4-6月期以来の低水準となった。名目可処分所得の大部分を占める雇用者報酬の伸びは拡大したが、控除項目である個人税支払が増加したこと、財産所得が振るわなかったことが主因である。また、実質可処分所得も同+1.5%と伸びが縮小した。なお、貯蓄率は7.7%と前期の7.8%から低下したが、水準としては相対的に高水準を維持しており、個人の消費余力は十分にあると考えられる。

住宅投資は好調も、設備投資は冴えないまま

実質住宅投資は前期比年率+5.8%と2四半期連続で増加し、増加率も加速する好調な結果となった。改修や不動産仲介料などを含み、ウェイトの大きいその他構築物は同+4.1%と伸びが鈍化したものの、住宅建設が同+7.8%と伸び幅を拡大させたことで全体を押し上げた。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+12.8%と大きく加速する堅調な結果といえる。2019年の3回にわたる予防的利下げに伴い、住宅ローン金利が低位安定的に推移する中、住宅購入需要が高まった結果、住宅投資が活性化したと考えられる。

他方で、実質設備投資に関しては、前期比年率▲1.5%と3四半期連続でマイナスとなった。知的財産投資は同+5.9%と前期から加速したが、機械投資が同▲2.9%、構築物投資が同▲10.1%と振るわなかったことが全体を下押しした。

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

構築物投資の内訳を見ると、主要な内訳項目すべてでマイナスとなった。ウェイトの大きい電力・通信が前期比年率▲2.8%とマイナスに転じたことに加え、鉱業が同▲18.3%と大きく減少したことが全体を押し下げた。鉱業は前期に比べて減少幅自体は縮小するも6四半期連続でマイナスとなっており、依然底入れの兆しが見られない。商業・ヘルスケアは同▲6.7%と一層減速し、3四半期連続でマイナスとなった。

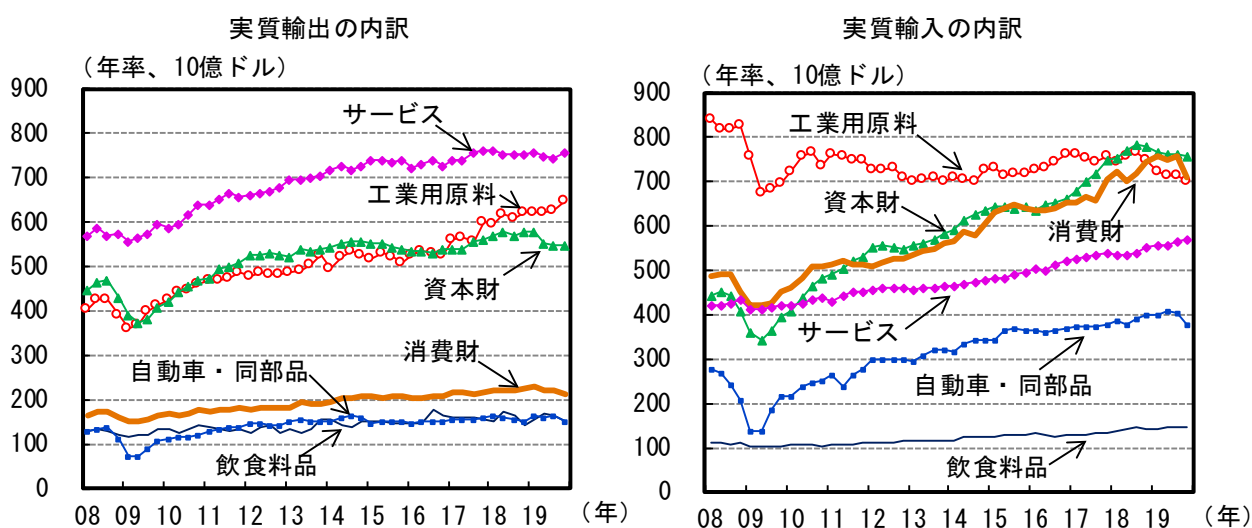
機械投資については、生産設備等を含む工業用機械が前期比年率▲13.1%と大きく減少した。原動機を除いて、特殊機械、電気機械、一般機械、金属加工機械、金属製品が振るわなかった。設備稼働率が低水準で推移する中、生産能力の増強を積極化させにくい状況が続いている。他方で、乗用車および航空機が増加に転じたことから、輸送用機器は同+8.7%と4四半期ぶりにプラスに転換した。知的財産投資は、主力のソフトウェア投資が同+11.6%と加速したことに加え、研究開発投資が同+1.7%と伸び幅を拡大させたことで、全体をけん引した。

輸入の大幅減は米中摩擦に加え、個人消費の伸び鈍化も影響

実質輸出は、財輸出が前期比年率▲1.1%と減少に転じた一方で、サービス輸出が同+6.4%と支え、全体は同+1.4%とわずかに加速した。財輸出のうち、主力輸出品である工業用原料が堅調さを維持したことに加え、資本財（除く自動車・同部品）がプラスに転換したが、自動車・同部品や消費財が大きく減少したことで全体を下押しした。サービス輸出に関しては、ウェイトの大きい旅行サービスが3四半期ぶり、知的財産権使用料が7四半期ぶりにプラスに転換したことが全体を押し上げた。

実質輸入は、財輸入が前期比年率▲11.6%と2009年4-6月期以来の大幅な減少となった。内訳項目のほとんどがマイナスとなった。対中追加関税第4弾リストAが2019年9月に実行されたことで、中国からの輸入が停滞したことが主因と考えられるが、個人消費の伸びの鈍化も輸入を抑制する要因となった。具体的には、冴えない自動車販売を背景に自動車・同部品が同▲24.8%、家具・家庭用耐久財や娯楽用耐久財関連の個人消費が伸び悩む中で消費財（除く飲食料品・自動車）が同▲23.6%と大きく減少し、全体を下押しした。サービス輸入に関しては、同+4.3%と前期に比べて幾分減速した。その他企業向けサービスや、知的財産使用料、旅行サービスは堅調であったが、輸送サービスが足を引っ張った。

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

最後に、実質政府支出は前期比年率+2.7%と前期の同+1.7%から加速した。連邦政府支出のうち国防以外の支出が、前四半期の特殊要因はく落により同+1.6%と伸び幅を縮小させた一方で、国防関連支出が同+4.9%と伸び幅を拡大させた。州・地方政府支出については、前期に減少した投資が増加に転じたことを主因に、同+2.2%と伸びが加速した。

巡航速度の米国経済に下振れリスクの影

2019年10-12月期のGDPを総括すれば、成長率自体は底堅く推移しているものの、株高やホリデーシーズンといった追い風が吹いている中で、個人消費は幾分物足りない結果だったといえよう。純輸出による押し上げも、米中貿易摩擦や個人消費の伸び鈍化を背景とした輸入の減少によるものであり、内容はあまり芳しくはない。住宅投資は堅調だったが、設備投資は引き続き低迷しており、国内最終需要の伸び縮小が前期に比べて米国経済の減速感を示している。

米国経済の先行きに関しては、+2%程度とされる潜在成長率並みの成長が続くという構図に変わりはない。歴史的に低失業率を継続する底堅い雇用環境を踏まえれば、屋台骨の個人消費が腰折れするとは考えにくい。ただし、伸び悩む賃金上昇率が再加速しない限りは、個人消費の上振れも考えにくく、2020年1-3月期も2019年10-12月期と同程度の伸びになると考えられる。

旺盛な住宅購入需要を在庫不足が抑制している状況にあることを踏まえれば、住宅投資に関しては堅調に推移すると予想する。また、米中貿易摩擦が緩和したことによって、製造業を中心に企業マインドが回復し、企業活動が活発化することが期待される。ただし、設備稼働率が低水準であることから、設備投資は緩やかな回復が見込まれる。

最後に、武漢を中心に中国で蔓延する新型コロナウイルスによって中国経済は下押しされ、世界経済が下振れするリスクが懸念される。2003年前半にかけて中国で流行したSARSを振り返れば、小売売上高や工業生産が停滞し、中国の実質GDP成長率も減速した。現在の世界経済における中国のプレゼンスが当時に比べて格段に大きくなっており、新型コロナウイルスによる中国経済への悪影響は世界経済にとって大きな脅威といえる。世界経済の停滞は貿易の減速をもたらす得るが、米国経済は貿易依存度が低く、あくまでも個人消費を中心とした内需が景気のドライバーであるため、急激に景気が悪化する可能性は高くないとみられる。しかし、スターバックスやマクドナルドといった米国企業は、中国の店舗を休業するといった対応を余儀なくされており、営業活動に影響が出始めている。また、世界経済の下振れリスクの高まりは、米中貿易摩擦がようやく一段落し、米国企業のマインドおよび活動が回復するとの期待にも水を差しかねないだろう。

1月28・29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、パウエルFRB議長が記者会見で新型コロナウイルス流行に伴う世界経済の下振れリスクがもたらす米国経済への悪影響を懸念する姿勢を示した。パウエル議長は低位安定的に推移するインフレ率への対応も含めて、金融緩和（利下げ）の可能性を連想させる発言をちりばめており、米国経済の下振れに備えたFRBの動きに関しても注意を要しよう。