

## 米国 世界経済の変調で7-9月期の実質GDPは大幅減速の公算

～国内最終需要は堅調さを維持しており、緩やかな拡大基調を継続～

発表日：2015年10月23日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 桂畑 誠治

03-5221-5001

### ポイント

- 米国では、15年7-9月期の実質GDP成長率が、新興国を中心とした世界経済の減速、ドル高、原油価格の下落などの影響で前期比年率+1.4%と4-6月期の同+3.9%から大幅に減速したと予想される。
- 個人消費は、雇用・所得環境の改善や、ガソリン価格の大幅な下落、マインドの安定等により、堅調を維持すると予想される。また、住宅投資は金利の低下や融資基準の緩和等を受けた販売の増加、人手不足による供給不足を背景に、高い伸びを維持すると見込まれる。さらに、設備投資は鉱業部門の落ち込みの緩和によって、伸び率を高めるなど、国内最終需要は堅調さを維持したと予想される。一方、世界経済の減速やドル高等の影響によって輸出が鈍化したうえ、輸入が増加ペースを速めたことで、純輸出のGDP寄与が大幅なマイナスになったと見込まれる。また、在庫投資のGDP寄与度はマイナスに転じると推測される。
- FRBは、国内需要の堅調が続いていると評価するとみられるが、輸出の鈍化が国内需要に波及するリスクに対して警戒を維持すると考えられる。FF先物も10月22日時点で、12月の利上げを32%しか織り込んでいない。しかし、12月のFOMCまでには多くのデータが入手されることから、FOMC参加者の多くは、当面リスク要因を指摘しながらも12月利上げの予想を維持するだろう。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、国内需要が堅調さを維持するなか、在庫投資と純輸出のマイナス要因が剥落することで再加速するとみられる。このような中で、12月15、16日のFOMCまでに先行き不透明感が払拭されれば、利上げを決断する可能性が高い。

### 7-9月期の実質GDPは前期比年率+1.4%に減速

米国では、15年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.4%と4-6月期の同+3.9%から大幅に減速したと予想される。新興国を中心とした世界経済の減速、ドル高、原油価格の下落などが影響した。

7-9月期の個人消費は、雇用・所得環境の改善や、ガソリン価格の大幅な下落、マインドの安定等により、堅調を維持したと予想される。また、住宅投資は金利の低下や融資基準の緩和等を受けた販売の増加、人手不足による供給不足を背景に、高い伸びを続けたと見込まれる。さらに、設備投資は鉱業部門の落ち込みの緩和や機械設備投資の加速によって伸び率を高めるなど、国内最終需要は堅調さを維持したと予想される。一方、世界経済の減速やドル高等の影響によって輸出が鈍化したうえ、輸入が増加ペースを速めたことで、純輸出のGDP寄与が大幅なマイナスになったと見込まれる。また、在庫投資のGDP寄与度はマイナスに転じると推測される。

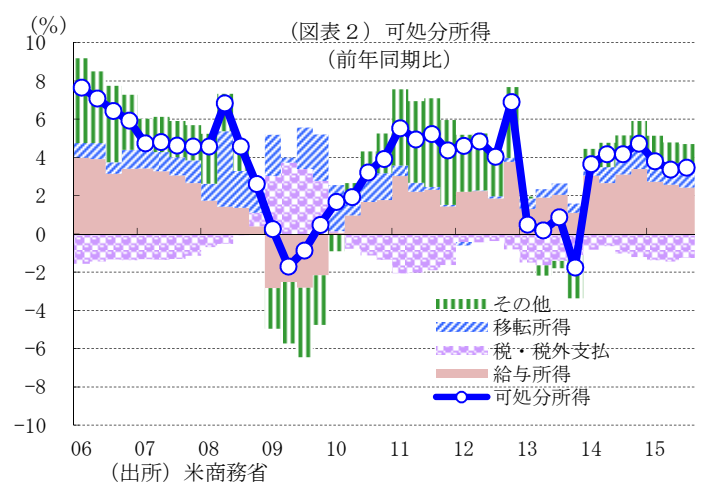
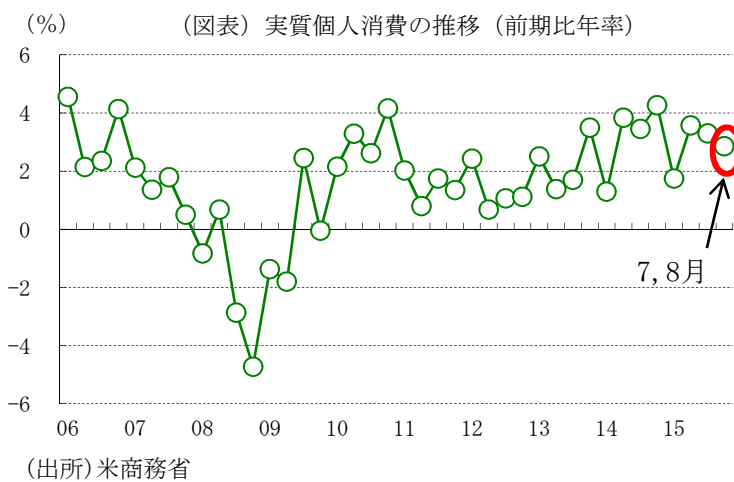
7-9月期の実質GDP成長率は内外景気格差の拡大により下ぶれたが、国内需要が堅調さを維持したと考えられること、4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.9%と上振れ高成長となったことを勘案すると、新興国経済減速の影響を受けながらも緩やかな経済成長が維持されていると判断される。

## 7-9月期の個人消費は前期比年率+2.9%と堅調

以下で、7-9月期の需要項目別に動きをみる。実質個人消費は、モメンタムを示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で8月に+3.5%（前月+4.0%）と高い伸びを維持している。四半期でも、7、8月平均で実質個人消費は、4-6月期比年率+3.3%（4-6月期前期比年率+3.6%）と高い伸びを維持した（図表1）。雇用・所得の緩やかな拡大が続くなかで（図表2）、エネルギー価格の下落、財価格の下落、借り入れ環境の改善によるローンの拡大、低金利、消費者マインドの安定、観光需要の堅調等を背景に、個人消費は堅調さを維持したと判断される。

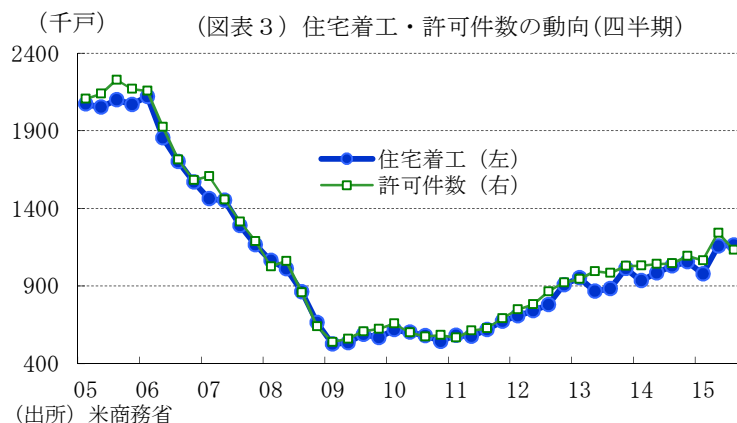
9月の個人消費は、雇用・所得の拡大傾向、資産の増加、消費者マインドの安定が続くなかで、自動車、ガソリン、電力消費などの増加により小幅拡大したと見込まれる。

実態以上に悲観的な見方が強まった消費については、7-9月期の実質個人消費が前期比年率+2.9%と4-6月期の同+3.6%から小幅の鈍化にとどまり堅調さを維持したと予想される。買い替え需要による自動車消費、価格下落や走行距離の拡大を受けたガソリン消費、気温の上昇による電力消費等の増加のほか、住宅販売の増加で関連消費が押し上げられた。



## 住宅投資は高い伸びを維持

住宅部門では、住宅着工件数（季節調整済み、年率換算）は7-9月期に116.3万戸と4-6月期の115.8万戸から拡大し、緩やかな増加トレンドを維持している。雇用・所得の増加、金利の低位安定、銀行の融資基準の緩やかな緩和傾向等によって住宅販売は増加基調を維持している。このような中、人手不足もあり住宅供給が抑えられ、住宅在庫率が低い水準にとどまっているため、住宅建設需要は強いままだ。さらに、リフォーム需要も増加した。以上より、7-9月期の住宅投資は前期比年率+8.6%（4-6月期前期比年率+9.4%）と高い伸びを維持したと予想される（図表3）。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 設備投資は前期比で小幅加速

企業部門では、3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で製造業受注が8月に+3.1%（前月+2.7%）、製造業生産が9月に+2.5%（前月+2.0%）とプラス幅を拡大するなど、製造業の受注・生産活動は緩やかに持ち直した。

このようななか企業の投資行動はやや強まった。設備投資の約21.5%を占める建設投資は、オフィス関連投資が拡大したものの、商業施設の減少等を背景に、小幅鈍化したとみられる。一方、設備投資の約47.4%を占める機械設備投資は、一致指標である非国防資本財出荷（除く航空機）が7、8月平均で4-6月期比年率+2.7%（4-6月期前期比年率+0.3%）と速まっており、4-6月期の前期比年率+0.3%から加速したと見込まれる（図表4）。増産投資が前期に同+22.4%と高い伸びとなった反動により鈍化したものの、輸送機械投資が拡大したと予想される。また、知的財産は研究開発投資の増加傾向により7-9月期に前期比年率+8.3%と高い伸びを維持したと見込まれる。

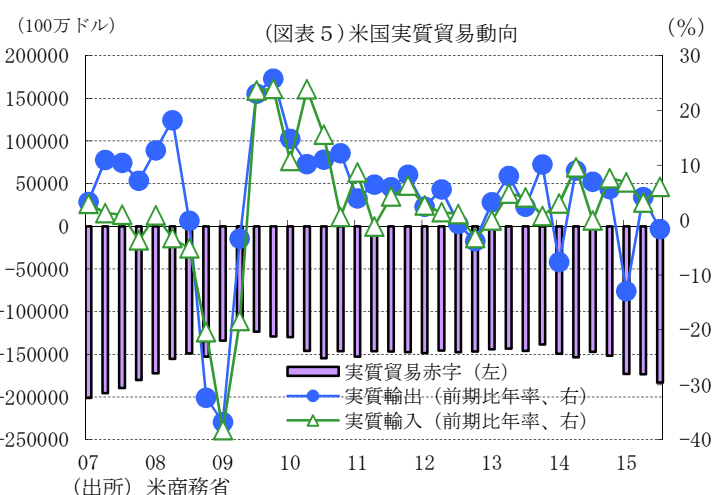
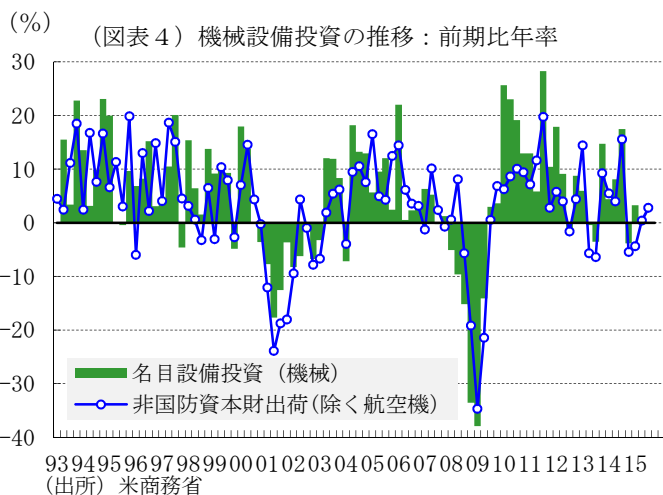
なお、設備投資の抑制要因となっていた鉱業部門の投資は、リグの稼働数が5月に一旦下げ止まったことで減少幅を縮小したとみられる。以上を勘案すると、設備投資は前期より小幅加速したと予想される。

他方、在庫投資は、最終需要が堅調さを維持したなかで、ドル高の進展や8月の世界金融市場の混乱、世界経済の減速を背景に、積み増しペースが鈍化したことで、7-9月期の実質GDPへの寄与度が前期比年率▲1.2%（4-6月期+0.0%）と大幅なマイナスに転じたと推測される。

## 政府支出は減速し、純輸出のGDP寄与度はマイナスに転じる公算

7-9月期の政府支出では、政府職員が増加したものの、国防など連邦政府歳出の増加ペース鈍化が見込まれるほか、地方政府の支出も前期の反動で減速したと予想され、政府支出全体は鈍化した公算が大きい。

外需では、新興国通貨に対するドル高の進展のほか、新興国からの資本流出、世界的な株価調整、中国の元切り下げなどによる新興国等の経済活動鈍化の影響もあり、輸出が伸び悩んだ一方、輸入は国内需要の堅調さを背景に伸び率が加速した。このため、純輸出のGDP寄与度は前期比年率▲0.7%（4-6月期同+0.3%）とマイナスに転じる公算が大きい（図表5）。



## 10-12月期にGDP成長率は再加速する見込み

10-12月期には、個人消費など家計部門が堅調さを維持するなかで、純輸出、在庫投資のGDP寄与度がプラスに転じる形で、実質GDP成長率は前期比年率+3%程度に加速すると予想される。15年後半は前半と同程度の成長率になる公算が大きい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

原油価格下落によって鉱業部門の投資削減幅が再び拡大するとみられ、設備投資の増加ペースは小幅鈍化すると予想される。また、10月に始まった新会計年度本予算が成立せず暫定予算となっているほか、政府債務の上限引き上げが遅れており、政府支出は抑制されると見込まれる。一方、家計部門では消費者マインドが10月も安定しているように、企業部門鈍化の影響が家計部門に波及していない。今後もガソリン価格の下落に加えて、景気拡大を背景に雇用の増加と緩やかな賃金上昇が続くと予想され、消費者マインドの安定を背景に個人消費、住宅投資は堅調さを維持すると見込まれる。

国内最終需要は小幅鈍化するものの堅調さを維持するも、7-9月期の成長率の押し下げ要因になったとみられる在庫投資、純輸出がともにマイナス寄与から脱却する可能性が高い。在庫投資は経済成長が続くもで一時的な調整にとどまると見込まれる。また、資源輸出の停滞が続くなかで、中国経済の持ち直し継続（中国実質GDP成長率は1-3月期の前期比+1.4%を底に、4-6月期同+1.7%、7-9月期同+1.8%と徐々に加速している）、先進国のクリスマス商戦など年末消費の拡大を受け、新興輸出も輸出主導で景気減速に歯止めがかかるとみられる。以上のような環境の下で、米国の輸出が小幅加速すると予想される。一方で、輸入は設備投資の抑制等の影響で小幅鈍化するとみられる。

### 12月に利上げを決定する可能性は十分にあり

F R Bは、7-9月期のGDPを受けて国内需要は堅調さを維持していると評価するとみられるが、輸出の鈍化が国内需要に波及するリスクに対して警戒を維持すると考えられる。F F先物も10月22日時点で12月の利上げを32%しか織り込んでいない。しかし、12月のF O M Cまでには多くのデータが入手できることから、F O M C参加者の多くは、リスク要因を指摘しながらも12月利上げの予想を当面維持するだろう。

前述のシナリオ通りの経済成長が維持されれば、F O M C参加者の9月経済予測のGDP成長率の中央レンジ内の成長を達成できる。先行き不透明感が再び強まったり、金融市場が混乱したりしなければ、F R Bは12月15、16日のF O M Cで利上げを決断する可能性が十分にあり

米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2014年		2015年			
			7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	2.4	2.5	4.3	2.1	0.6	3.9	1.4	3.0
個人消費	2.7	3.1	3.5	4.3	1.7	3.6	2.9	3.0
住宅投資	1.8	8.8	3.4	9.9	10.1	9.4	8.6	7.8
設備投資	6.2	3.8	9.0	0.7	1.6	4.1	6.7	4.7
在庫投資	68.0	88.9	79.9	78.2	112.8	113.5	63.2	66.1
政府支出	▲0.6	0.6	1.8	▲1.4	▲0.1	2.6	0.7	▲0.3
純輸出	▲442.5	▲550.3	▲429.1	▲463.6	▲541.1	▲534.6	▲562.9	▲562.4
輸出	3.4	1.6	1.8	5.4	▲6.0	5.1	1.7	3.2
輸入	3.8	5.6	▲0.8	10.3	7.1	3.0	5.7	2.4
実質国内需要	2.5	3.0	3.8	2.9	2.5	3.6	2.0	2.9
実質最終需要	2.4	2.3	4.2	2.1	▲0.2	3.9	2.6	2.9
実質国内最終需要	2.5	2.9	3.7	2.9	1.7	3.6	3.3	2.8
名目GDP	4.1	3.6	6.0	2.2	0.8	6.1	4.0	3.8
GDPデフレーター	1.6	1.1	1.6	0.1	0.1	2.1	1.8	0.7

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実績(10億ドル)、下段は寄与度。

(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

(出所) 当社予測

予測

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。