

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

7-9 月期の実質 GDP 成長率は歴史的な上昇率を記録も先行きは不透明

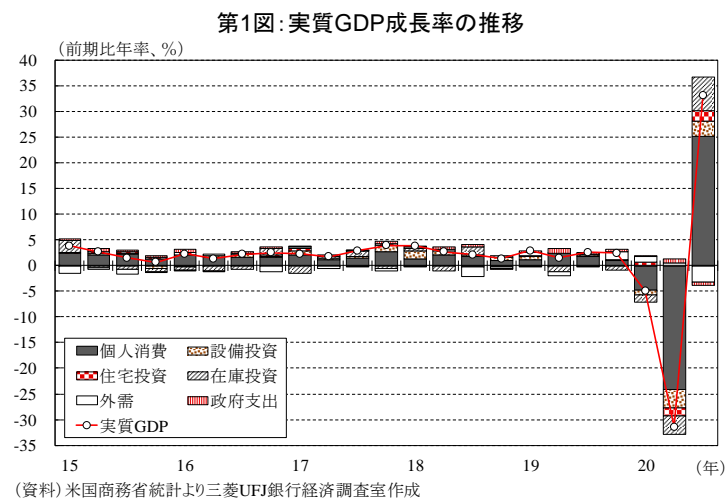
【要旨】

- ◇ 発表された 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+33.1%となり、3 四半期ぶりにプラス成長に回帰した。コロナ・ショックを受けて 4-6 月期は同▲31.4%と過去最大の減少率を記録していたが、7-9 月期は逆に過去最大の上昇率となった。7-9 月期に経済が大きく回復した背景については、経済活動の制限の段階的な解除に伴う「4-6 月期の大幅な減少からの反動増」に加えて「大型経済対策（CARES 法等）の効果」等も指摘できよう。
- ◇ 7-9 月期の高成長は前向きに受け止められるものの、先行きについて懸念される点乃至不透明な点は複数存在する。具体的には、①「足元で新型コロナウイルスの感染が再び拡大している」、②「新型コロナウイルスワクチンの開発の遅れを示唆するような報道が散見される」、③「追加の経済対策を与野党が協議しているが、十分な規模の追加対策が実現するかどうか不透明である」、④「個人消費に関し、サービス消費減少の一部を財消費が補う構図の持続には限界がある（一部の財に対する需要は一巡する可能性がある）」等が指摘できよう。
- ◇ 上記④について 7-9 月期の個人消費をコロナ・ショック前の昨年 10-12 月期と比較すると、サービス消費が▲7.7%減少している一方、財消費は+6.7%増加している。財消費の堅調さは幾分予想外とも言えその背景は複合的とみられるが、最も大きいのは自宅で過ごす時間が増加するなかで自宅の環境をより快適にするための需要増と言えそうである。
- ◇ 11 月 3 日に迫った大統領選挙との関連で言えば、今回発表された 7-9 月期の成長率を踏まえても足元の経済情勢が過去の選挙年に比べて厳しいことに変わりはない。選挙年の 7-9 月期の実質 GDP 成長率を「前年比」で振り返ると、マイナスだったのはカーター大統領が再選に失敗した 1980 年だけであり、今回は当時よりもマイナス幅が大きい。有権者が「経済」で今回重視しているのは必ずしも足元の状況ではないとみられるが、トランプ大統領にとって勿論逆風ではあるだろう。

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+33.1%と過去最大の上昇率を記録

10月29日に発表された7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+33.1%となり、3四半期ぶりにプラス成長に回帰した（第1図）。コロナ・ショックを受けて4-6月期は同▲31.4%と過去最大の減少率を記録していたが、7-9月期は逆に過去最大の上昇率となった格好である。

需要項目別にみると、家計関連では、個人消費が同+40.7%と3四半期ぶりに増加し（4-6月期：同▲33.2%）、住宅投資も同+59.3%と2四半期ぶりに増加した（4-6月期：同▲35.6%）。企業関連では、設備投資が同+20.3%と4四半期ぶりに増加（4-6月期：同▲27.2%）、在庫投資も実質GDP成長率に対して6四半期ぶりにプラスに寄与した（同+6.62%ポイント）。また、外需では、輸出が同+59.7%と3四半期ぶりに増加（4-6月期：同▲64.4%）する一方、輸入も同+91.1%と4四半期ぶりに増加した（4-6月期：同▲54.1%）。結果、純輸出（輸出－輸入）は実質GDP成長率に対して5四半期ぶりにマイナス寄与となった（同▲3.09%ポイント）。政府支出は同▲4.5%と7四半期ぶりに減少している。

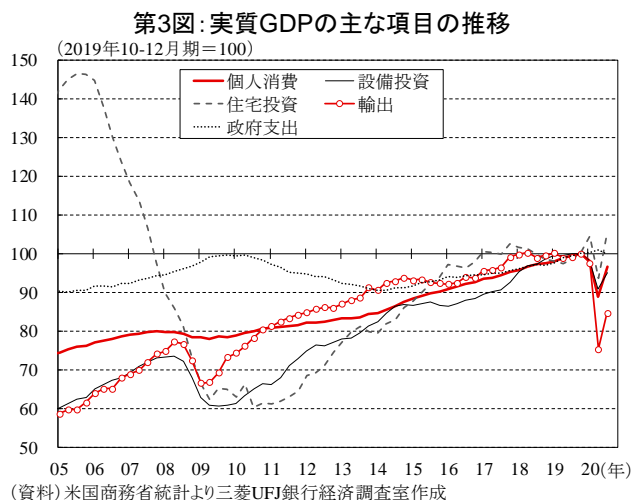
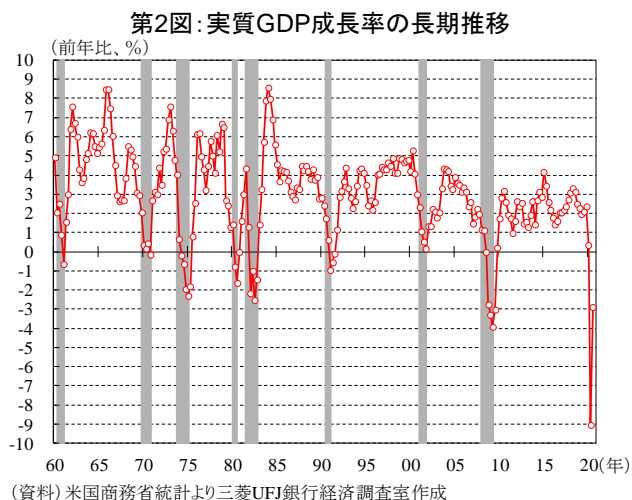


7-9 月期実質 GDP はコロナ・ショック前の昨年 10-12 月期に比べて▲3.5%減少した水準

7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+33.1%と高い伸びを記録したものの、4-6月期の落ち込みを相殺できたわけではなく（4-6月期の減少を完全に相殺するためには7-9月期の成長率が前期比年率+45%程度になる必要があった）、前年比でみると▲2.9%と依然として減少している（次頁第2図）。前年比の減少率は4-6月期（同▲9.0%）から大きく縮小したが、金融危機時の最悪期が同▲3.9%（2009年4-6月期）だったことを踏まえると足元の前年比減少率は小さいとは言えないだろう。

なお、7-9月期の実質GDPと需要項目をコロナ・ショック前の昨年10-12月期と比較すると、実質GDPは▲3.5%、個人消費は▲3.3%、設備投資は▲4.9%、輸出は▲15.3%、輸入は

▲7.1%、政府支出は▲0.2%夫々減少している一方、住宅投資は+5.1%増加している（第3図）。



個人消費は主要項目の全てが前期から増加

個人消費の内訳をみると、7-9月期は主要項目の全てが前期から増加した（次頁第1表）。しかし、コロナ・ショック前の昨年10-12月期と比較すると、財消費が+6.7%増加している一方、サービス消費は▲7.7%減少している^(注1)。サービス消費ではやはり「レクリエーション」（▲32.4%）、「交通」（▲23.3%）、「飲食サービス・宿泊」（▲19.5%）等の対面サービスを伴う項目の減少率が大きい。これを、コロナ禍でも堅調な「AV機器・IT機器等」（+21.3%）、「家具・家電」（+9.2%）、「自動車・同部品」（+7.9%）、「飲食品」（+6.5%）等の財消費が一定程度相殺している格好となっている。こうした財消費の堅調さは幾分予想外とも言えその背景は複合的とみられるが、最も大きいのは自宅で過ごす時間が増加するなかで自宅の環境をより快適にするための需要増と言えそうである。

(注1) 前述の通り個人消費全体は昨年10-12月期に比べて▲3.3%減少している。個人消費に占める割合は、財消費が3割、サービス消費が7割である。

第1表:実質個人消費の推移

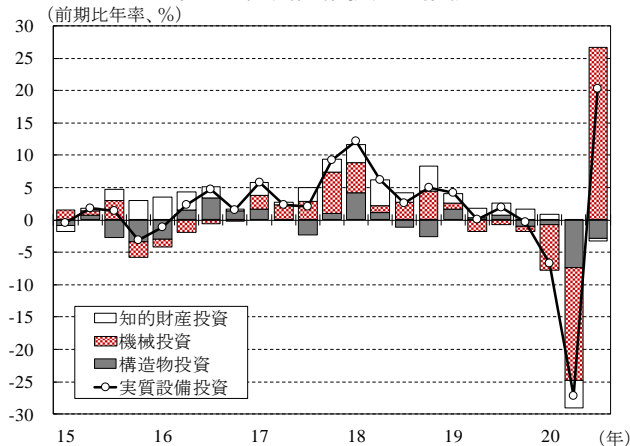
| | シェア (%) | (前期比年率, %) | | | | | | | | | 19年10-12月期 →20年7-9月期 の変化率(%) | | |
|--------------|------------|------------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------------------------------------|-------|-------|
| | | 2018年 | | | | 2019年 | | | | 2020年 | | | |
| | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | | 4-6 | 7-9 |
| 実質個人消費 | 100.0 | 2.0 | 3.2 | 2.7 | 1.6 | 1.8 | 3.7 | 2.7 | 1.6 | ▲6.9 | ▲33.2 | 40.7 | ▲3.3 |
| 財 | 30.9 | 2.1 | 4.2 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 7.7 | 4.2 | 0.6 | 0.1 | ▲10.8 | 45.4 | 6.7 |
| 耐久財 | 10.5 | 4.0 | 7.1 | 3.2 | 2.5 | 1.0 | 12.7 | 6.3 | 3.1 | ▲12.5 | ▲1.7 | 82.2 | 11.9 |
| 自動車・同部品 | 3.6 | ▲2.3 | 4.2 | ▲0.5 | 1.0 | ▲11.7 | 11.2 | 0.3 | 3.1 | ▲28.5 | 1.2 | 87.1 | 7.9 |
| 家具・家電 | 2.4 | 4.4 | 5.1 | 5.9 | ▲3.3 | 1.3 | 10.0 | 5.2 | 2.9 | ▲3.9 | ▲7.9 | 60.9 | 9.2 |
| AV機器・IT機器等 | 2.9 | 12.5 | 10.4 | 7.8 | 7.2 | 16.3 | 21.9 | 14.4 | 4.8 | 5.0 | 39.2 | 48.1 | 21.3 |
| その他 | 1.5 | 4.4 | 11.4 | ▲0.3 | 7.0 | 5.7 | 4.0 | 7.5 | 0.3 | ▲17.7 | ▲55.2 | 259.2 | 7.3 |
| 非耐久財 | 20.5 | 1.1 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 3.3 | 5.3 | 3.1 | ▲0.7 | 7.1 | ▲15.0 | 28.8 | 4.0 |
| 飲食品 | 7.1 | 1.9 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | ▲0.3 | 4.3 | 4.9 | ▲1.8 | 31.0 | ▲5.6 | 4.0 | 6.5 |
| 衣料 | 2.7 | ▲0.4 | 5.9 | 8.0 | 1.9 | ▲0.4 | 11.3 | ▲2.1 | 5.8 | ▲34.6 | ▲48.7 | 161.3 | ▲3.2 |
| ガソリン・エネルギー製品 | 2.3 | ▲0.8 | 0.6 | ▲2.8 | 1.5 | ▲0.1 | 0.1 | ▲1.8 | ▲2.8 | ▲17.1 | ▲56.6 | 93.9 | ▲8.6 |
| その他 | 8.3 | 1.6 | 3.8 | 4.0 | 4.3 | 8.9 | 5.6 | 4.7 | ▲1.4 | 12.2 | 0.2 | 21.4 | 8.1 |
| サービス | 69.1 | 2.0 | 2.7 | 2.6 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | ▲9.8 | ▲41.8 | 38.4 | ▲7.7 |
| 住宅・光熱費 | 18.3 | 0.5 | 1.9 | 0.4 | 1.7 | 1.0 | 1.4 | 1.7 | ▲0.1 | ▲0.3 | 4.3 | 1.5 | 1.4 |
| 医療 | 17.0 | 1.5 | 2.1 | 5.3 | ▲1.7 | 4.5 | 3.9 | 0.8 | 4.8 | ▲16.3 | ▲53.7 | 93.7 | ▲7.0 |
| 交通 | 3.3 | 8.7 | ▲3.6 | ▲3.7 | ▲0.5 | 2.4 | 4.7 | 7.0 | 0.4 | ▲26.4 | ▲82.8 | 173.2 | ▲23.3 |
| レクリエーション | 4.0 | 10.4 | 0.0 | 4.1 | ▲0.2 | 0.3 | 3.8 | ▲1.3 | 3.3 | ▲33.4 | ▲91.6 | 276.6 | ▲32.4 |
| 飲食サービス・宿泊 | 7.0 | 4.1 | 3.2 | 6.1 | ▲3.0 | ▲1.4 | 4.5 | 2.4 | ▲0.1 | ▲31.3 | ▲80.2 | 209.8 | ▲19.5 |
| 金融・保険 | 7.9 | ▲1.1 | ▲0.6 | 1.6 | 1.7 | 4.5 | 0.0 | 2.1 | 3.6 | ▲2.0 | ▲1.1 | 5.2 | 0.5 |
| その他サービス | 8.4 | ▲1.1 | 10.9 | 2.7 | 3.6 | 6.1 | ▲0.3 | 5.2 | 4.5 | ▲12.2 | ▲54.7 | 39.2 | ▲13.7 |

(注) 網掛け部分は、マイナス。各項目のシェアは2019年の数値。非営利団体関連は除く。
 (資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

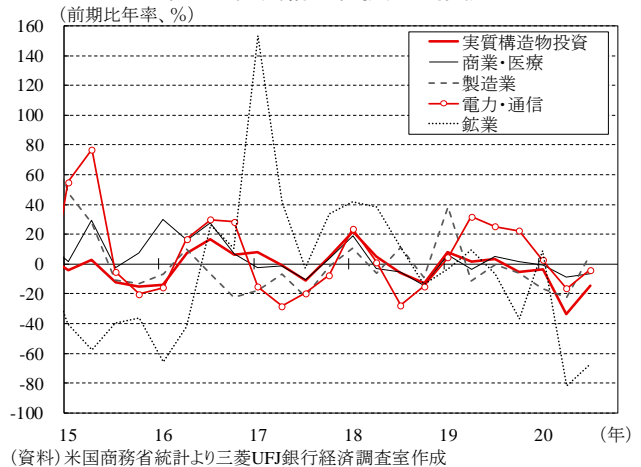
設備投資の内訳をみると、機械投資が6四半期ぶりに増加

設備投資の内訳をみると、構造物投資（前期比年率▲14.6%）が4四半期連続、知的財産投資（同▲11.0%）が2四半期連続で夫々減少した一方、機械投資（同+70.1%）が6四半期ぶりに増加に転じた（第4図）。減少が続いている構造物投資の内訳をみると、4-6月期と同様に「鉱業」の低迷が目立っている（第5図）。

第4図: 実質設備投資の推移



第5図: 実質構造物投資の推移



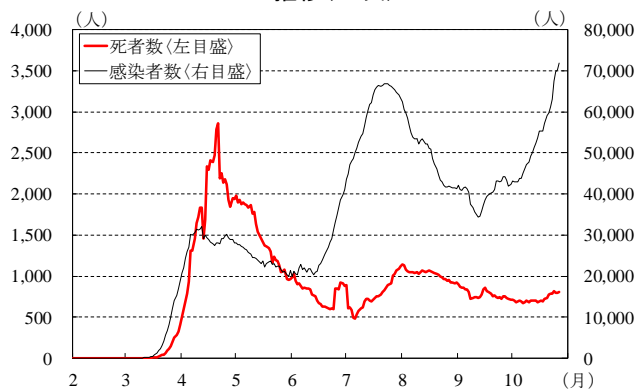
景気の先行きについては懸念される点乃至不透明な点は複数存在

7-9 月期に経済が大きく回復した背景については、経済活動の制限の段階的な解除に伴う「4-6 月期の大幅な減少からの反動増」に加えて「大型経済対策（CARES 法等）の効果」等も指摘できよう。

7-9 月期の高成長は前向きに受け止められるものの、先行きについて懸念される点乃至不透明な点は複数存在する。具体的には、①「足元で新型コロナウイルスの感染が再び拡大している（第 6 図）」、②「新型コロナウイルスワクチンの開発の遅れを示唆するような報道が散見される」、③「追加の経済対策を与野党が協議しているが、十分な規模の追加対策が実現するかどうか不透明である」、④「（前述したような）サービス消費減少の一部を財消費が補う構図の持続には限界がある（一部の財に対する需要は一巡する可能性がある）」等が指摘できよう。

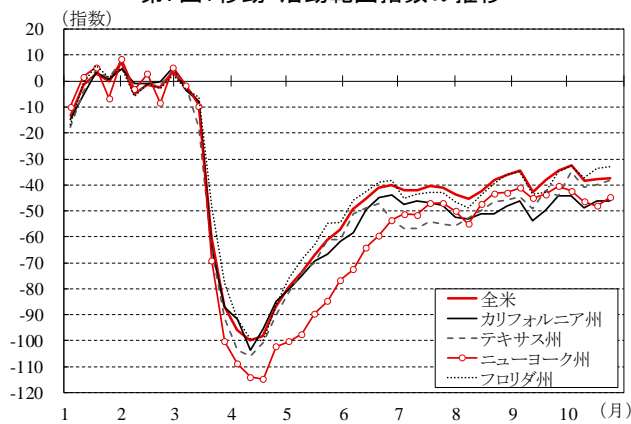
上記④に関連して、サービス消費が回復・正常化するためには、経済活動の制限が十分に解除されるとともに人々が安心して移動・活動できる状況が必要になるだろう。人々の移動・活動の状況について例えばダラス連銀が発表している「移動・活動範囲指数」をみると、最近の改善ペースは緩やかでコロナ・ショック前の水準には依然として距離がある（第 7 図）。

第6図：新型コロナウイルスの新規感染者数・死者数の推移(日次)



(注) 7日間移動平均値。
(資料) 米国疾病対策センター統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：移動・活動範囲指数の推移



(注) 指数は、全米の1月・2月の平均を0、4月中旬の最低水準を-100として作成。
(資料) ダラス連邦準備銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

7-9 月期の成長率を踏まえても足元の経済情勢が過去の選挙年に比べて厳しいことには変わりはない

最後に来週 11 月 3 日に迫った大統領選挙との関連で言えば、今回発表された 7-9 月期の成長率は「過去最大の上昇率」とはいえ、その経緯や直近ピークからの水準の高低を踏まえれば足元の経済情勢が過去の選挙年に比べて厳しいことには変わりはない。

選挙年（1960 年以降）の 7-9 月期の実質 GDP 成長率を「前年比」で振り返ると、マイナス

だったのはカーター大統領が再選に失敗した 1980 年だけであり、今回は当時よりもマイナス幅が大きい（第 2 表）。以前の Weekly（9 月 25 日付）でも指摘の通り、有権者が「経済」で今回重視しているのは必ずしも足元の状況ではないとみられるが、トランプ大統領にとって勿論逆風ではあるだろう。

第2表：過去の大統領選挙結果と選挙年の実質GDP成長率

| 選挙年 | 共和党候補 (色付けは勝利した候補) | 民主党候補 | 再選を目指した候補の 選挙結果 | 議会選挙の結果 (多数党) | | 選挙年の実質GDP成長率(%) | | | | | | | |
|------|-----------------------|--------------|--------------------|------------------|----|-----------------|-------|------|-------|-----|------|------|-------|
| | | | | | | 前期比年率 | | | | 前年比 | | | |
| | | | | | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 |
| 1960 | リチャード・ニクソン | ジョン・ケネディ | - | 民主 | 民主 | 9.3 | ▲2.1 | 2.0 | ▲5.0 | 4.9 | 2.1 | 2.5 | 0.9 |
| 1964 | バリー・ゴールドウォーター | リンдон・ジョンソン | ジョンソン、再選に成功 | 民主 | 民主 | 8.7 | 4.4 | 6.4 | 1.2 | 6.2 | 6.2 | 5.5 | 5.2 |
| 1968 | リチャード・ニクソン | ヒューバード・ハンフリー | - | 民主 | 民主 | 8.4 | 6.9 | 3.1 | 1.6 | 3.8 | 5.5 | 5.3 | 5.0 |
| 1972 | リチャード・ニクソン | ジョージ・マクガバン | ニクソン、再選に成功 | 民主 | 民主 | 7.6 | 9.4 | 3.8 | 6.9 | 3.5 | 5.3 | 5.4 | 6.9 |
| 1976 | ジェラルド・フォード | ジミー・カーター | フォード、再選に失敗 | 民主 | 民主 | 9.3 | 3.0 | 2.2 | 2.9 | 6.2 | 6.2 | 5.0 | 4.3 |
| 1980 | ロナルド・レーガン | ジミー・カーター | カーター、再選に失敗 | 共和 | 民主 | 1.3 | ▲8.0 | ▲0.5 | 7.7 | 1.4 | ▲0.8 | ▲1.6 | ▲0.0 |
| 1984 | ロナルド・レーガン | ウォルター・モンデール | レーガン、再選に成功 | 共和 | 民主 | 8.1 | 7.1 | 3.9 | 3.3 | 8.6 | 8.0 | 6.9 | 5.6 |
| 1988 | ジョージ・H・W・ブッシュ | マイケル・デュカキス | - | 民主 | 民主 | 2.1 | 5.4 | 2.4 | 5.4 | 4.2 | 4.5 | 4.2 | 3.8 |
| 1992 | ジョージ・H・W・ブッシュ | ビル・クリントン | ブッシュ、再選に失敗 | 民主 | 民主 | 4.9 | 4.4 | 4.0 | 4.2 | 2.9 | 3.2 | 3.7 | 4.4 |
| 1996 | ボブ・ドール | ビル・クリントン | クリントン、再選に成功 | 共和 | 共和 | 3.0 | 6.8 | 3.6 | 4.2 | 2.6 | 4.0 | 4.0 | 4.4 |
| 2000 | ジョージ・W・ブッシュ | アル・ゴア | - | 同数 | 共和 | 1.5 | 7.5 | 0.5 | 2.5 | 4.2 | 5.3 | 4.1 | 3.0 |
| 2004 | ジョージ・W・ブッシュ | ジョン・ケリー | ブッシュ、再選に成功 | 共和 | 共和 | 2.2 | 3.1 | 3.8 | 4.1 | 4.3 | 4.2 | 3.4 | 3.3 |
| 2008 | ジョン・マケイン | バラク・オバマ | - | 民主 | 民主 | ▲2.3 | 2.1 | ▲2.1 | ▲8.4 | 1.1 | 1.1 | 0.0 | ▲2.8 |
| 2012 | ミット・ロムニー | バラク・オバマ | オバマ、再選に成功 | 民主 | 共和 | 3.2 | 1.7 | 0.5 | 0.5 | 2.7 | 2.4 | 2.5 | 1.5 |
| 2016 | ドナルド・トランプ | ヒラリー・クリントン | - | 共和 | 共和 | 1.5 | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.4 | 1.6 | 2.1 |
| 2020 | ドナルド・トランプ | ジョー・バイデン | - | | | ▲5.0 | ▲31.4 | 33.1 | | 0.3 | ▲9.0 | ▲2.9 | |

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2020年10月29日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.