

2013年8月1日 全7頁

アメリカ GDP：逆風のわりには民需が堅調

2013年4-6月期の実質 GDP 成長率は 1.7%増

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

- 2013年4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.7%増となり、2011年4-6月期から続くプラス成長を維持した。推計方法の変更などにより従来の見え方と異なるが、財政問題など懸念材料があったわりには、民需の拡大により緩やかな改善が続いた印象。
- 歳出の強制削減などの影響で鈍化が懸念されていた個人消費は、雇用・所得環境の改善により増加幅の縮小は限定的であった。住宅投資は所得の増加に支えられて前期比年率で2ケタ増となり、設備投資も増加に転じた。
- 政府支出は、州・地方政府の支出増加などにより、減少が小幅に留まった。また、輸出が増加に転じたものの、民需拡大に伴う輸入の大幅な増加によって純輸出は実質 GDP 成長率を押し下げた。
- GDP デフレーターと PCE 価格指数は引き続き低調な伸びとなった。米国経済は財政問題など懸念材料があったわりには緩やかな改善が続いたが、力強さを欠いているため物価上昇圧力が限定的だったとみられる。

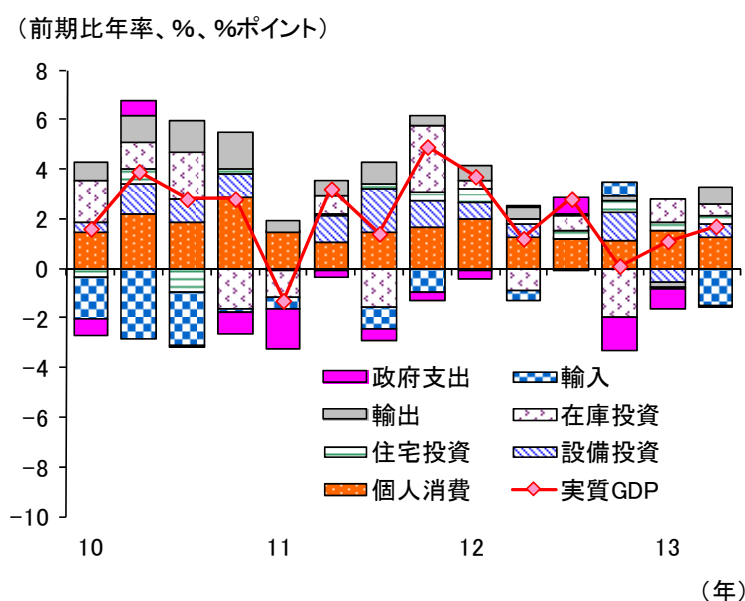
民需が全体を牽引

2013年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.7%増（以下、断りがない限り変化率は前期比年率）となり、2011年4-6月期から続くプラス成長を維持した。直前の市場予想（Bloomberg調査・中央値）の1.0%増を上回った格好。今回の統計発表では、1999年以来となる測定基準の大幅な改定が行われ、これまで見てきたGDP統計とは姿が異なる。例えば2012年の名目GDPの規模が従来のGDPより3.6%大きくなるなど大幅な変化が生じた。基準改定などがあったため明確ではないが、財政問題など懸念材料があったわりには、民需の拡大によって緩やかな改善となった印象がある。

4-6月期の実質GDP押し上げの主な要因は、個人消費、設備投資、在庫投資、住宅投資など幅広い民間部門の需要増加であった。雇用環境の改善や住宅価格の上昇などによって個人消費、住宅投資は引き続き堅調に推移した。また、企業部門は、設備投資が再び増加に転じ、在庫投資の増加が続いた。こうしたことから、4-6月期の民間部門の需要は引き続き堅調な推移であったと判断できる。個人消費、設備投資、住宅投資を足し上げた民間需要を試算すると、前期比年率2.5%増と1-3月期（同1.6%増）から伸び幅が拡大した。

一方で、政府支出と純輸出は実質GDPを押し下げた。ただし、1-3月期ほど押し下げ幅は大きくなかった。政府支出は3月から始まった歳出の強制削減などにより歳出を減らざるを得ない状況だったとみられる。しかし、連邦政府の支出の伸び率は1-3月期に比べてマイナス幅が縮小、州・地方政府は4四半期ぶりの増加に転じた。また、軟調とみられた海外経済は、1-3月期の反動もあり輸出が増加に転じた。個人消費が引き続き増加したことなどから輸入の増加が輸出の増加を上回り、純輸出は引き続き実質GDP成長率を押し下げた格好。財政支出の押し下げが小さかったことや、輸出が増加に転じたことなど、前向きに捉えられる部分もある。

図表1 実質GDPの推移



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

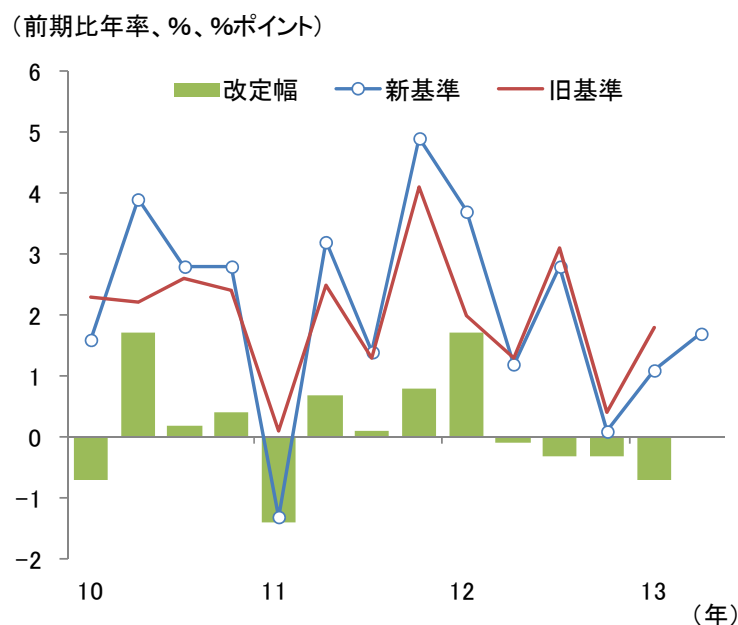
基準改定により名目 GDP の規模が大きくなった

今回の改定では、これまで中間消費とされてきた研究開発費が設備投資に算入されるなどの変更が加えられた¹。BEA (Bureau of Economic Analysis: 商務省経済分析局) による事前の予想では、2007 年の名目 GDP の規模が 3%程度大きくなる見込みとなっていた。このうち、研究開発投資を設備投資とする影響が GDP を 2%強押し上げ、実現すれば今回の改定の大部分を占める見込みであった。

実際、今回の改定結果を見てみると、2007 年の名目 GDP の規模は 3.2%の拡大となった。直近の 2012 年は 3.6% (約 5,600 億ドル増) の拡大となり、うち約 4,000 億ドルが研究開発費の設備投資算入であった。今後は設備投資が GDP 成長率へ与える影響の拡大が想定される。

今回の改定により、前期比年率など変化率も遡及して変更されている。直近 2 年程度に限れば、四半期の実質 GDP 成長率は 2011 年 4-6 月期から 2012 年 1-3 月期までが上方修正、2012 年 4-6 月期から 2013 年 1-3 月期までが下方修正された。ただし、2011 年 1-3 月期が下方修正されてマイナス成長となったため、暦年で見ると 2011 年は前年比 1.8%増と変わらず、2012 年が同 2.8%増と 0.6%ポイント程度上方修正された。

図表 2 GDP 統計改定の影響 (実質)



(注) 改定幅は、「新基準－旧基準」。

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

¹ 詳しくは BEA “Results of the 2013 Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts” を参照。 <http://www.bea.gov/national/pdf/2013briefingslides%20for%20web.pdf>

個人消費は増加幅が僅かに縮小

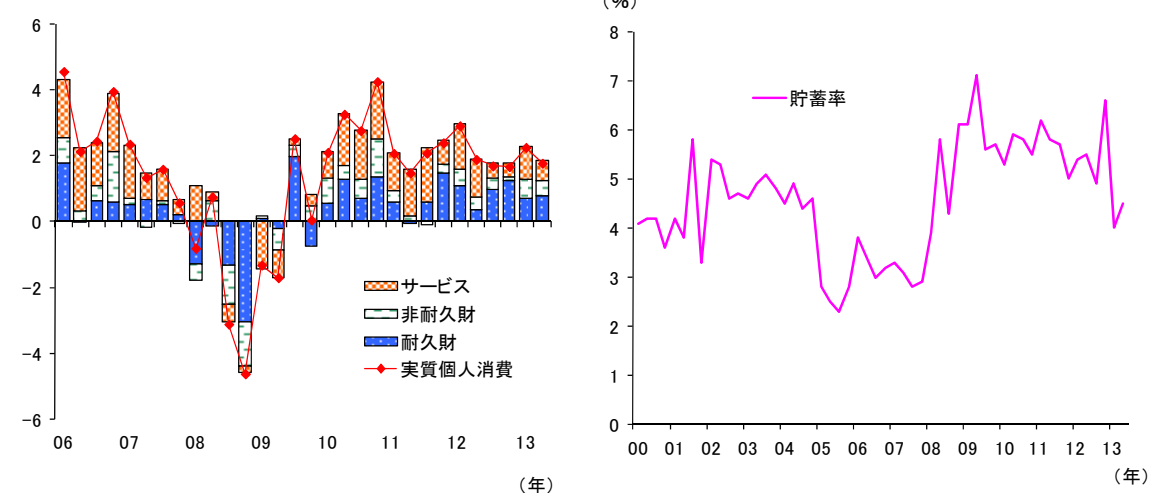
個人消費は前期比年率 1.8% 増と増加が続いたものの、1-3 月期から増加幅が縮小した。財消費で見ると、住宅市場の回復に伴う家具・家庭用品や、消費者マインド改善による娯楽財などが増加した。自動車関連への支出は僅かに減少したが、水準は高い。また、サービス消費も増加幅は縮小したが、ヘルスケア関連や金融・保険、娯楽など幅広い項目で増加が続いた。

個人消費の増加は、可処分所得の増加が背景にあるとみられる。1-3 月期の可処分所得は給与税減税の廃止など財政要因によって減少したが、4-6 月期は雇用の増加も相まって増加に転じた。4-6 月期の貯蓄率は 4.5% と 1-3 月期 (4.0%) から上昇した。しかし、2008 年以降の家計のバランスシート調整期に比べると低水準である。3 月からは歳出の強制削減が始まり、雇用環境の悪化などから消費者マインドは低下するものとみられていたが、想定以上に米国経済の改善は力強かったことになる。

今後も財政問題や金融政策の行方など不透明要因が残るものの、足下で雇用環境の改善ペースが加速してきた。よって、個人消費は引き続き増加が続くことを想定している。

図表 3 増加が続く個人消費と比較的低水準の貯蓄率

(前期比年率、%、%ポイント)



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

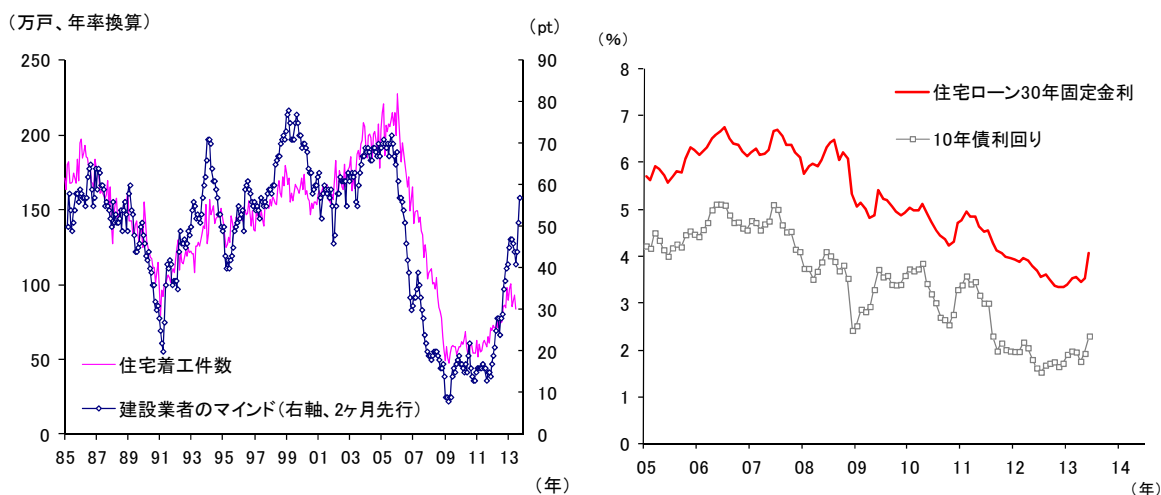
住宅投資は改善が続く

住宅投資は前期比年率 13.4% 増と 1-3 月期 (同 12.5% 増) から増加幅が拡大し、改善が続いた。雇用・所得環境の改善、住宅価格・住宅ローン金利の先高感などが住宅投資を後押ししたとみられる。また、家計のバランスシート調整はかなり進展し、これまでのローン残高を減らす局面から増やせる局面に転換しつつある。住宅価格の上昇が続き、これまで住宅ローン残高が住宅資産価値を上回る状況 (アンダーウォーター状態) から脱する家計が増えたことも、住宅

市場改善の要因と考えられる。銀行の住宅ローンの貸出態度が軟化傾向にあることから潜在需要の顕在化、建設労働者の確保など供給側のボトルネックが解消に向かっていることも後押しとなっただろう。

引き続き雇用・所得環境の改善と住宅価格の上昇を背景に住宅投資は増加が続くとみられるが、足下で長期金利が上昇していることは懸念材料として挙げられるだろう。7月31日に公表されたFOMC（連邦公開市場委員会）の声明文でも住宅ローン金利の上昇に言及している。5月中旬からは、金融政策の先行きを巡って長期金利が上昇し始め、それに合わせて住宅ローン金利も上昇している。自宅購入など実需への影響は軽微だと考えられ、むしろある程度の金利上昇は先高感となって、金利上昇前の駆け込み需要を生み出し、住宅投資の後押しにもなり得る。ただし、投資用物件など収益性を求める投資家などにとっては若干手を出しにくくなるという影響もあるだろう。

図表4 堅調な住宅市場と住宅ローン金利の上昇



(出所) Census, NAHB, FRB, Haver Analytics より大和総研作成

設備投資が増加に転じる

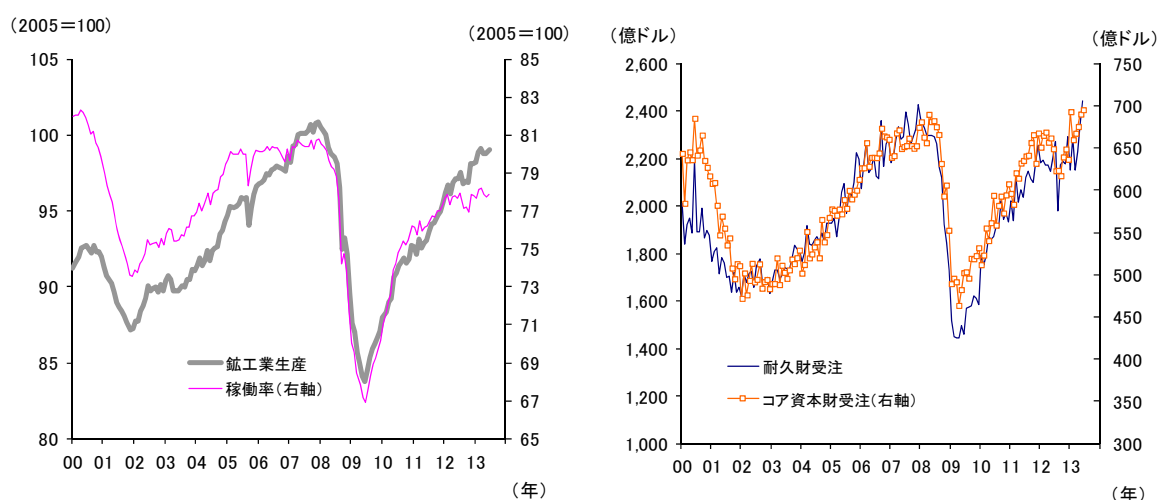
個人消費や住宅投資は増加が続いている。これらの需要を生み出すのが雇用であり、企業活動である。こうした企業活動を映す設備投資は、前期比年率4.6%増と増加に転じた。内訳を見ると、構築物、機械、知的財産はそろって増加した。歳出の強制削減など財政問題による影響が懸念されたわりには、設備投資は堅調であったと言えるだろう。在庫投資は1-3月期からは増加幅が縮小したものの在庫の積み増しが続いた。

先行きに関しては、堅調な民需の増加に伴って企業活動は拡大が続くだろう。財政問題による下押しリスクはあるものの、オバマ大統領が7月30日に法人税制改正案を発表するなど動きが見られた。法人税減税は2012年の大統領選において、民主党・オバマ大統領と共和党・ロムニー候補がともに提案していた。他の財政問題に紛れて議論が進んでいなかった印象があるが、

法人税減税に限れば両党の合意が得られる可能性もある。依然不透明であるものの、実現すれば設備投資の増加を後押しするだろう。

輸出は前期比年率 5.4%増と増加に転じた。欧州や中国など海外経済の弱含みが見られたが、自動車関連や資本財の輸出増加によって、減少が続いていた財輸出が増加に転じたことが目立った。また、輸入は同 9.5%増と、堅調な民需に牽引される形で増加幅が拡大した。内訳を見ると、消費財や自動車関連の輸入が増えた。輸出は引き続き不透明な海外経済の影響を受けて軟調な推移となる見込みだが、輸入は民需の拡大に伴って増加が続くだろう。そのため、純輸出では実質 GDP を押し下げる構図が当面続く可能性がある。

図表 5 企業活動では設備投資は堅調



(注) コア資本財受注は国防・航空機を除く資本財受注。
(出所) FRB, Census, Haver Analytics より大和総研作成

財政問題の影響は軽微か

1月の「財政の崖」に始まり3月の歳出の強制削減、連邦政府の債務上限問題など2013年に入ってから米国の頭を悩ませてきた財政問題であるが、4-6月期は懸念されていたほど経済に影響が出なかった。政府支出は前期比年率 0.4%減と減少が続いたものの、1-3月期(同 4.2%減)から減少幅が大幅に縮小した。連邦政府の国防費の削減ペースが大幅に鈍化したことに加えて、州・地方政府の支出が同 0.3%増と4四半期ぶりの増加に転じたことも影響した。

歳出の強制削減は続いており、さらに10月から始まる2014年会計年度の予算討議や、恐らく11月頃の連邦政府の債務上限問題など年後半にかけて財政関連のイベントが続く。上院・民主党、下院・共和党の財政再建に向けた考え方の溝は深く、今後も不透明要因として米国経済を覆い続けるだろう。

もともと、4-6月期の結果からは、財政問題の民需への影響は限定的であったことから、マイナスの波及効果はそう大きくないかもしれない。

物価は低水準

GDP デフレーターは前期比年率 0.7%と 2011 年 10-12 月期以来の低い伸びとなった。PCE (Personal Consumption Expenditure) 価格指数は 1-3 月期から横ばいで、コア PCE 価格指数も同 0.8%と低い伸びであった。PCE 価格指数の前年比を見ると、前年比 1.1%と 1-3 月期 (1.4%) からさらに低下し、FRB が長期的な物価の目標としている 2%を大きく下回る結果であった。米国経済は改善が続いているものの力強さを欠いているため、物価上昇圧力は限定的であった。

図表 6 GDP 統計の概要

(前期比年率、%、%pt)	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
名目GDP	3.9	5.4	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	2.4
実質GDP	1.4	4.9	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	1.7
国内最終需要	2.8	2.6	2.9	2.0	2.2	1.4	0.5	2.0
個人消費	2.1	2.4	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8
設備投資	16.7	9.5	5.8	4.5	0.3	9.8	-4.6	4.6
住宅投資	6.1	12.2	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4
政府支出	-2.5	-1.5	-1.4	0.3	3.5	-6.5	-4.2	-0.4
純輸出(寄与度)	0.10	-0.60	0.44	0.10	-0.03	0.68	-0.28	-0.81
輸出	7.0	2.7	4.2	3.8	0.4	1.1	-1.3	5.4
輸入	4.9	5.9	0.7	2.5	0.5	-3.1	0.6	9.5
民間在庫投資(寄与度)	-1.60	2.73	0.36	-0.91	0.60	-2.00	0.93	0.41
GDPデフレーター	2.5	0.5	2.0	1.8	2.3	1.1	1.3	0.7
PCE価格指数	2.3	1.3	2.3	1.1	1.7	1.6	1.1	0.0
コアPCE価格指数	2.0	1.6	2.2	1.8	1.4	1.3	1.4	0.8

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成