

減速しつつも個人消費が米国経済を下支え

2015年10-12月期米GDP：輸出、設備投資は減少に転じる

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となった。市場予想をわずかながら下回ったものの、各需要項目の動きなど、内容も含めて大きなサプライズはない。成長率が減速した主な要因は、①個人消費の伸びの鈍化、②海外経済減速とドル高による輸出の不振、③輸出不振と原油価格下落を受けた設備投資減少、の3点である。
- 個人消費は前期比年率+2.2%となり、市場予想を上回った。前期から減速する結果となったが、前期比年率+2%台の伸びは過去のトレンドから見れば決して低い伸びではなく、個人消費の底堅い増加がGDP全体を下支えしたと評価すべきだろう。
- 製造業を中心に景気の減速感が高まる中でも、労働市場は着実な改善が続き、家計の雇用・所得環境は非常に底堅い。製造業の停滞が悪材料であることは確かだが、それによって労働市場全体が腰折れするとは考え難いだろう。2016年初からの株価下落などもあり、景気の下振れリスクは高まっているものの、個人消費の増加に支えられて緩やかな景気拡大が続くという基本シナリオを修正する必要はないと考える。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質GDP	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.7
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.2
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	-1.8
住宅投資	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	8.1
輸出	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	0.7	-2.5
輸入	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	1.1
政府支出	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	1.8	0.7
寄与度、%pt								
個人消費	0.85	2.60	2.34	2.86	1.19	2.42	2.04	1.46
設備投資	1.00	0.56	1.12	0.09	0.20	0.53	0.33	-0.24
住宅投資	-0.09	0.31	0.11	0.31	0.32	0.30	0.27	0.27
民間在庫	-1.29	1.12	-0.01	-0.03	0.87	0.02	-0.71	-0.45
純輸出	-1.39	-0.24	0.39	-0.89	-1.92	0.18	-0.26	-0.47
輸出	-0.95	1.28	0.24	0.71	-0.81	0.64	0.09	-0.31
輸入	-0.44	-1.52	0.15	-1.60	-1.12	-0.46	-0.35	-0.16
政府支出	0.00	0.21	0.33	-0.26	-0.01	0.46	0.32	0.12

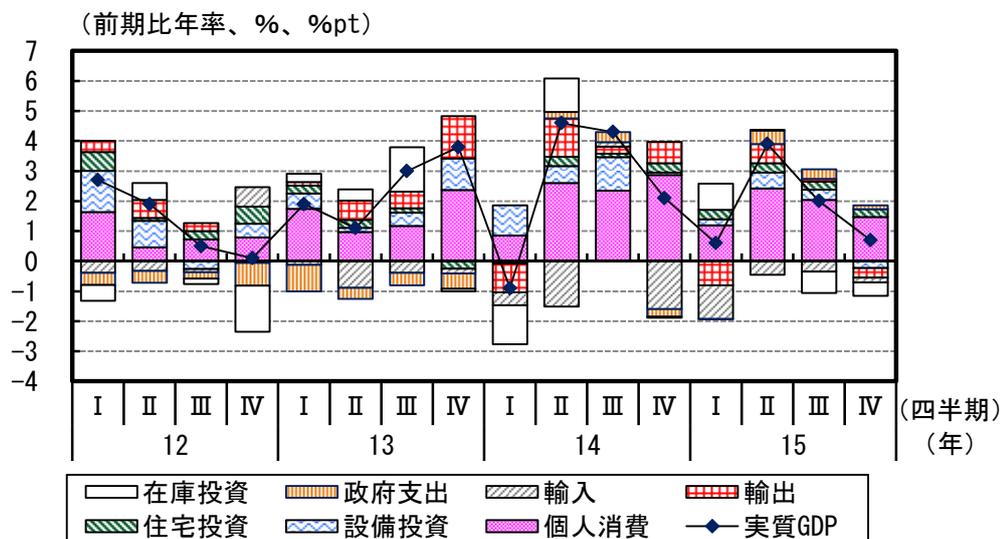
(出所)BEA, Haver Analytics より大和総研作成

外需の減少に加え、内需も減速

2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となり、前期の同+2.0%から減速、+1%台半ばとみられる潜在成長率を下回る低成長に留まった。市場予想（Bloomberg 調査：同+0.8%）をわずかながら下回ったものの、各需要項目の動きなど、内容も含めて大きなサプライズはない結果であった。成長率が減速した主な要因は、①個人消費の伸びの鈍化、②海外経済減速とドル高による輸出の不振、③輸出不振と原油価格下落を受けた設備投資減少、の3点である。在庫投資と外需を除いた国内最終需要を見ても同+1.6%と前期（同+2.9%）から増加幅が縮小しており、特殊要因による下振れを除けばこれまで堅調に推移してきた内需についても、2015年末にかけて減速したことが確認された。

GDPデフレーターは、前期比年率+0.8%となり、前期（同+1.3%）から伸びが鈍化した。原油価格および輸入物価の下落の影響により、個人消費デフレーターの伸びが大幅に縮小したことが全体を押し下げる主な要因となった。FRB（連邦準備制度理事会）が注目するPCE（個人消費支出）価格指数の前年同期比は+0.4%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.4%と、前期からわずかに上昇幅が拡大したが、引き続きFRBが目標とする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



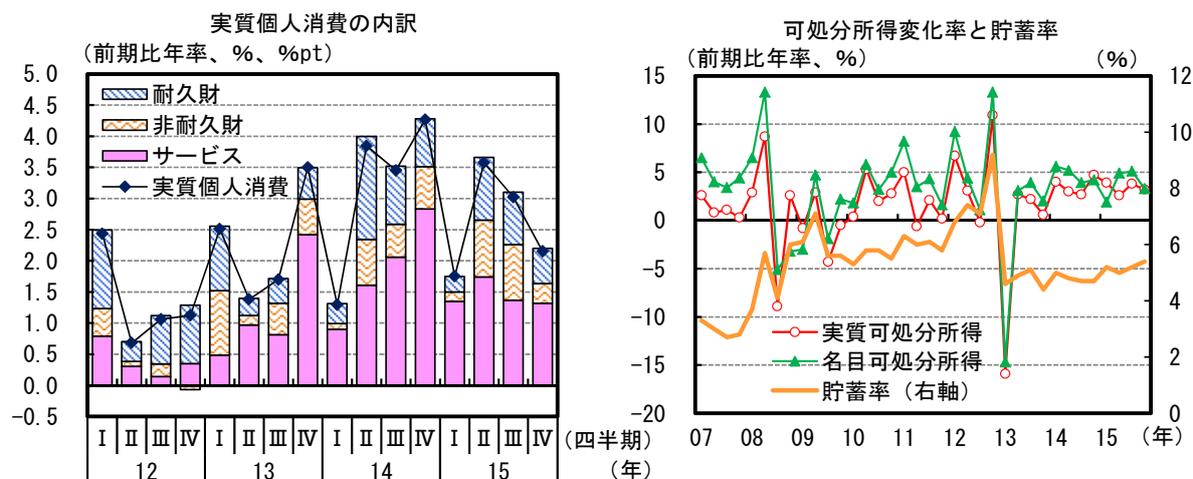
個人消費は底堅いが、家計はやや慎重に

需要項目別の動向を見ていくと、個人消費は前期比年率+2.2%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同+1.8%）を上回った。12月の小売売上高の失望的な結果を受け、個人消費減速に対する懸念が高まっており、実際に前期から減速する結果となったが、懸念していたほどには悪い結果とならなかった。前期からは伸び率が縮小したとはいえ、前期比年率+2%台の伸びは過去のトレンドから見れば決して低い伸びではなく、個人消費の底堅い増加がGDP全体を下支えしたと評価すべきだろう。ただし、雇用者報酬の増加を主因に、家計の名目可処分所得は同+3.3%

増加、実質可処分所得は同+3.2%増加しており、所得環境に照らせば個人消費の伸びは小幅に留まった。この結果、貯蓄率は5.4%と2四半期連続で上昇しており、家計が消費に対してやや慎重になっていることが窺える。

実質個人消費の内訳を形態別に見ると、財消費は前期比年率+2.4%となり、前期(同+5.0%)から大きく伸びが鈍化した。とりわけ非耐久財(同+1.5%)の減速が財消費の伸びを抑制したが、飲食料品が3四半期ぶりに減少したことと、記録的暖冬によるエネルギー支出の減少が響いた。他方で、暖冬による季節商材販売の不振が伝えられていた衣料品は前期から増加しており、意外に健闘する結果となった。耐久財(同+4.3%)についても、前期から伸び率は縮小したが、非耐久財に比べると高い伸びを維持した。12月に新車販売が大きく落ち込んだことで自動車は3四半期ぶりに減少する中、娯楽関連用品が好調であった。サービスについては同+2.0%となった。前期(同+2.1%)とほぼ同じ伸び率を維持しており、減速が見られた財消費とは対照的に堅調な結果となった。増加基調が続く医療サービスの増加に加え、娯楽サービス、宿泊・飲食サービスが好調であった。サービス消費に関しては、暖冬がむしろ消費を押し上げる要因になった可能性があるだろう。

図表3 実質個人消費の内訳、可処分所得変化率と貯蓄率



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

住宅投資は引き続き堅調、設備投資が約3年ぶりの減少

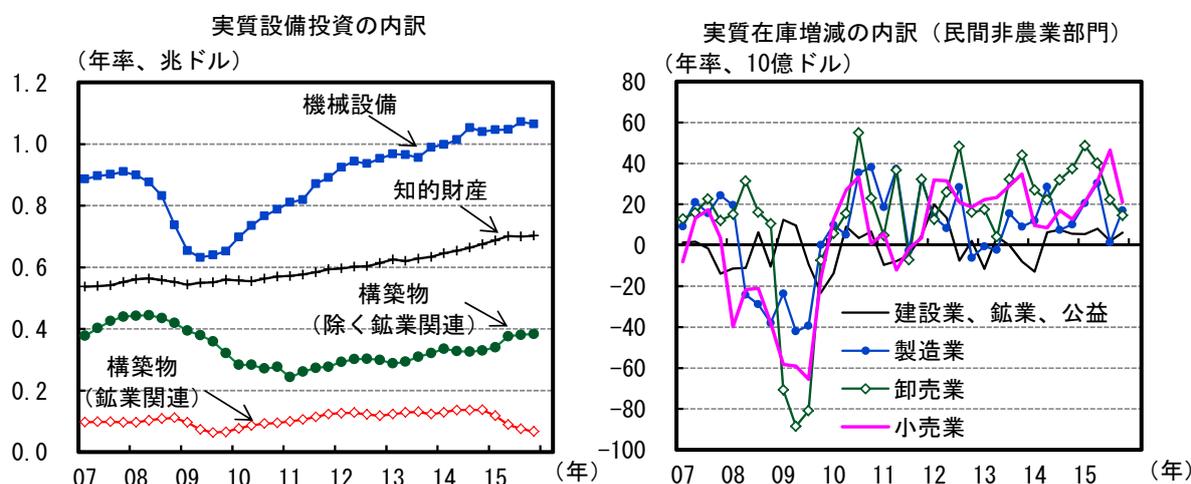
住宅投資は前期比年率+8.1%と、7四半期連続で増加した。また、前期(同+8.2%)とほぼ変わらない高い伸びを維持しており、拡大基調が続くことを示す良好な結果であった。前期からは減速したものの、集合住宅を中心に新規の住宅建設は前期比年率2桁台の順調な拡大が続いている。また、改修や仲介手数料などを含む住宅建設以外の投資も前期から加速した。

一方、設備投資は前期比年率▲1.8%と、2012年7-9月期以来、約3年ぶりの減少に転じた。原油価格の下落が続いたことで鉱業関連投資の大幅な減少に歯止めは掛からず、構築物投資が同▲5.3%と2四半期連続で減少した。さらに、機械設備投資が同▲2.5%と、4四半期ぶりの減

少に転じたことが、設備投資全体が減少に転じる要因となった。機械設備投資の内訳を見ると、工業用設備は前期から増加したが、情報関連投資の減少と前期に大幅に増加していた輸送用機器の反動減が減少に寄与した。これまで基調として増加が続いてきた知的財産投資についても、このところ減速傾向にある。知的財産は、同+1.6%増加し、2 四半期ぶりの増加に転じたものの小幅な増加に留まり、機械設備投資、構築物投資の減少を補うには至らなかった。

民間在庫投資は前期比年率寄与度▲0.45%ptとなり、2 四半期連続のマイナス寄与となった。実質在庫投資の内訳を見ると、前期に在庫調整が進んだ製造業では在庫増加ペースが回復する一方、卸売業、小売業における在庫調整（増加ペースの鈍化）が GDP を押し下げる要因となった。

図表 4 実質設備投資の内訳、実質在庫増減の内訳



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

海外経済の減速とドル高で冴えない輸出

輸出は前期比年率▲2.5%と、3 四半期ぶりの減少に転じた。海外経済の減速やドル高が足かせとなり、財輸出が同▲5.4%減少したことが押し下げに寄与した。財消費の内訳を見ると消費財（食品、自動車を除く）の輸出は前期からわずかに増加したものの、飲食料品、自動車、資本財（自動車を除く）、生産財が軒並み前期から減少しており、総じて振るわない結果となっている。他方でサービス輸出は、同+3.6%と増加基調と維持した。

輸入は前期比年率+1.1%と、増加幅は縮小しつつも 5 四半期連続で増加した。消費財（食品、自動車を除く）の輸入は耐久財、非耐久財ともに減少、自動車輸入も減少したが、資本財（自動車を除く）と生産財の増加により、財輸入は同+0.6%増加した。また、サービスについては旅行サービスや企業向けサービスの増加により、同+3.0%の増加となった。

政府支出は前期比年率+0.7%となった。連邦政府による支出が国防関連、非国防関連ともに増加したことが押し上げ要因となった。一方で、州・地方政府の支出については、構築物投資の減少によって前期から減少した。

下振れリスクは高まるも、基本シナリオは緩やかな景気拡大の継続

10-12月期のGDPでは、企業部門による需要である設備投資および外需が減少に転じ、増加を維持する家計需要もペースダウンする結果となった。2015年末にかけての景気減速を改めて確認させる内容であったと言えるが、米国経済の先行きについては緩やかな景気拡大が続くと見込んでいる。

今回、改めて停滞が確認された輸出については、海外経済の減速やドル高傾向に鑑みると引き続き不透明感が強い。また、設備投資についても、原油価格下落による鉱業関連投資の停滞が続くと見込まれることや、ドル高による輸出、企業収益の下押しなどから伸びづらいつ況にある。実際、先般公表された耐久財受注などからも、さらなる悪化が示唆されている。足下で悪化傾向が鮮明な製造業の生産や企業マインドは引き続き冴えない状況が続くとみられる。

しかし、製造業を中心に景気の減速感が高まる中でも、労働市場は着実な改善が続き、家計の雇用・所得環境は非常に底堅い。個人消費の拡大によって雇用が誘発されるサービス業を中心に雇用は増加が続いており、個人消費と雇用・所得の循環的な拡大メカニズムが働いていると言える。製造業の停滞が悪材料であることは確かだが、それによって労働市場全体が腰折れするとは考え難いだろう。2016年初からの株価下落などもあり、景気の下振れリスクは高まっているものの、個人消費の増加に支えられて緩やかな景気拡大が続くという基本シナリオを修正する必要はないと考える。