

米国 GDP は前期比年率+0.5%の低成長

2016年1-3月期米GDP：個人消費が減速し、設備投資は減少幅拡大

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]

- 2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.5%となり、プラス成長が続く過去2年間において最も低い成長率に留まった。設備投資、輸出の減少幅が拡大したことに加えて、全体の下支えとなってきた個人消費の伸びが前期から減速したため、GDP成長率は3四半期連続で鈍化した。
- GDP成長率は市場予想を下回ったが、これは設備投資、在庫投資、輸出の下振れによるものである。米国経済の最大のドライバーである個人消費については市場予想を上回り、ヘッドラインの下振れを悲観視するほど内容は悪くないと考えられる。
- 先行きについては経済成長ペースが再加速し、緩やかな景気拡大が続くと見込む。個人消費はこのところ減速傾向が続いているものの、雇用・所得環境は改善傾向が続いており、個人消費を取り巻く環境は底堅い。今回の結果で見られたように、消費者マインドの悪化などの要因によって、所得の増加ほどには個人消費が増加しない可能性には留意が必要だが、所得の増加が続く中で個人消費が腰折れするとも考え難い。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2014			2015				2016
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質GDP	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.4	0.5
個人消費	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9
設備投資	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	-2.1	-5.9
住宅投資	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	10.1	14.8
輸出	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	0.7	-2.0	-2.6
輸入	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	-0.7	0.2
政府支出	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	1.8	0.1	1.2
寄与度、%pt								
個人消費	2.60	2.34	2.86	1.19	2.42	2.04	1.66	1.27
設備投資	0.56	1.12	0.09	0.20	0.53	0.33	-0.27	-0.76
住宅投資	0.31	0.11	0.31	0.32	0.30	0.27	0.33	0.49
民間在庫	1.12	-0.01	-0.03	0.87	0.02	-0.71	-0.22	-0.33
純輸出	-0.24	0.39	-0.89	-1.92	0.18	-0.26	-0.14	-0.34
輸出	1.28	0.24	0.71	-0.81	0.64	0.09	-0.25	-0.31
輸入	-1.52	0.15	-1.60	-1.12	-0.46	-0.35	0.11	-0.02
政府支出	0.21	0.33	-0.26	-0.01	0.46	0.32	0.02	0.20

(出所)BEA, Haver Analytics より大和総研作成

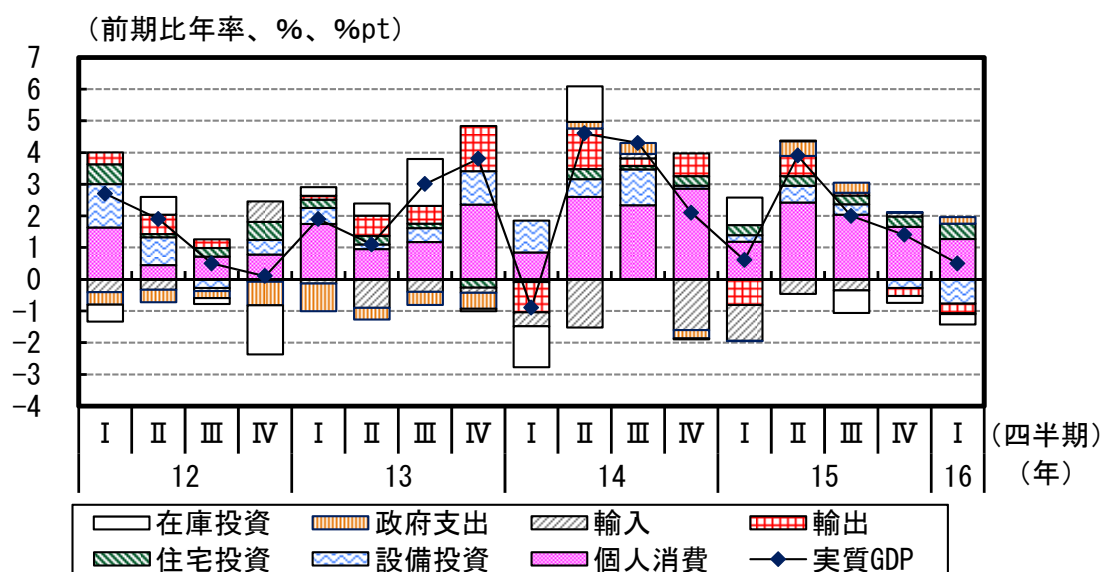
設備投資、輸出の減少が成長率を下押し、個人消費も減速

2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.5%となり、プラス成長が続く過去2年間において最も低い成長率に留まった。GDP成長率の内訳を見ると、個人消費の増加がGDPを下支えする一方で、設備投資、輸出の減少が全体の足を引っ張る構図は前期からほぼ変わっていない。設備投資、輸出の減少幅が拡大したことに加えて、全体の下支えとなってきた個人消費の伸びが前期から減速したため、GDP成長率は3四半期連続で鈍化した。プラス成長は維持しており、米国経済の拡大は続いているものの、拡大ペースが鈍化していることを改めて確認する結果と言える。

GDP成長率は市場予想（Bloomberg調査：前期比年率+0.7%）を下回ったが、これは設備投資、在庫投資、輸出の下振れによるものであり、個人消費については市場予想（Bloomberg調査：同+1.7%）を上回る同+1.9%となった。米国経済の最大のドライバーである個人消費の減速が想定よりも軽微であったことは、先行きを見通す上では好材料である。ヘッドラインの下振れを悲観視するほど内容は悪くないと考えられる。

GDPデフレーターは、前期比年率+0.7%となり、前期（同+0.9%）から伸びが鈍化した。構築物を中心とした設備投資デフレーター、および住宅投資デフレーターがGDPデフレーターを押し下げた。また、個人消費デフレーターの前期比変化率は前期と変わらなかったが、サービス消費デフレーターの伸びが加速する一方で、エネルギー価格下落による非耐久財価格の低下で、財消費デフレーターは前期から低下幅が拡大した。食品・エネルギーを除くコアPCE（個人消費支出）価格指数は同+2.1%と、2012年1-3月期以来の2%を上回る伸びへと加速している。前年の裏の影響もあり、FRB（連邦準備制度理事会）が目指すPCE価格指数の前年同期比は+1.0%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.7%と、いずれも前期から上昇幅が拡大した。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



個人消費の増加は続くも、家計は慎重さを増す

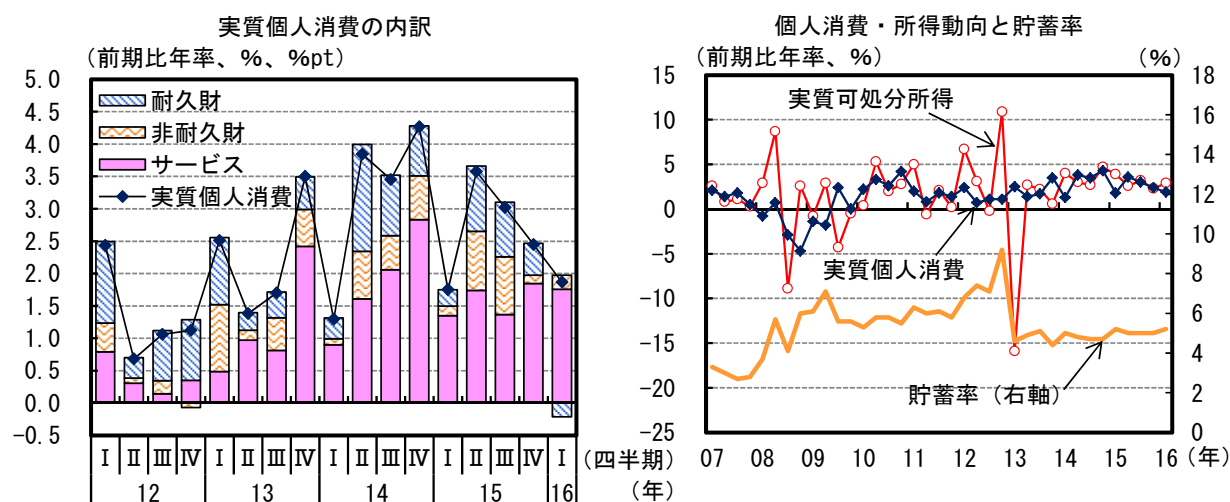
需要項目別の動向を見ていくと、個人消費は前期比年率+1.9%となった。伸び率は3四半期連続で縮小しており、減速傾向が続いている。

所得環境に関して見ると、雇用者報酬は前期からやや減速しつつも前期比年率+3.8%と高い伸びを維持し、名目可処分所得は同+3.2%、実質可処分所得は同+2.9%といずれも前期から加速している。個人消費が減速し小幅な伸びになったことにより、貯蓄率は5.2%へと上昇しており、家計の消費支出に対して慎重な姿勢が個人消費の伸びを鈍化させる要因となった。

実質個人消費の内訳を形態別に見ると、サービス消費については前期比年率+2.7%と、前期(同+2.8%)とほぼ同等の伸びを維持し、安定的な増加ペースを維持している。内訳を見ても、住居や医療サービスといった必需的消費だけでなく、娯楽サービスや宿泊・飲食サービスなどの選択的消費に関しても幅広く増加しており、底堅い内容である。

一方、財消費に関して、前期比年率+0.1%と非常に小幅な伸びに留まったことが個人消費全体を減速させる要因となっている。特に耐久財消費は前期比▲1.6%と2011年4-6月期以来の減少となったが、これは自動車消費の落ち込みが主な要因である。非耐久財については、同+1.0%と増加し、前期からやや伸びが高まった形だが、過去のトレンドからすると物足りない伸びと言える。とりわけ衣料品の減少が足を引っ張った。

図表3 実質個人消費の内訳、個人消費・所得動向と貯蓄率



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

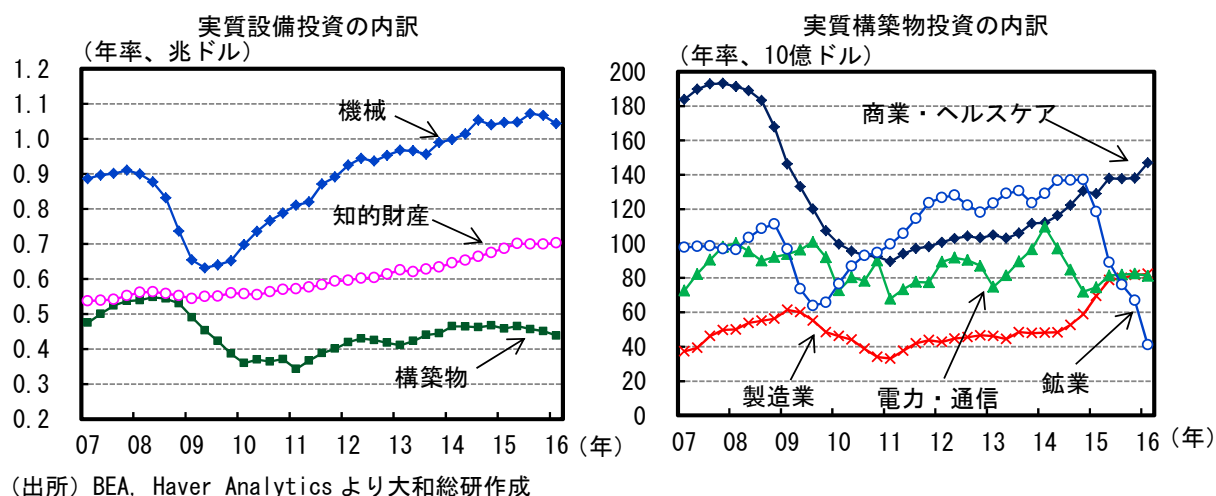
住宅投資は引き続き堅調、設備投資は約7年ぶりの大幅減少

住宅投資は前期比年率+14.8%と8四半期連続で増加した。増加幅も前期から拡大し、住宅投資の堅調な拡大が続いていることを確認させる良好な結果であった。集合住宅の大幅な増加を主因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。加えて今期は、改修や仲介手数料などを含む住宅建設以外の投資も大幅に増加し、住宅投資を押し上げた。

一方、設備投資は前期比年率▲5.9%と2四半期連続で減少し、減少幅は2009年4-6月期以来の大きさとなった。機械投資が同▲8.6%と大幅に減少したことが設備投資全体を押し下げる主要な要因となった。機械投資の内訳を見ると、情報関連、工業用設備、輸送用機器と幅広い分野で設備投資が減少したが、とりわけ輸送用機器の減少幅が大きかった。鉱業関連を中心に減少傾向が続く構築物投資については、同▲10.7%と3四半期連続で減少し、減少幅は前期からさらに拡大した。鉱業関連の構築物投資は同▲86.0%と過去最大の落ち込みとなり、原油価格が底を打つ中でも改善の兆しが見られていない。ただし、鉱業関連を除いた構築物投資については前期から増加しており、特に商業・ヘルスケア関連を中心に底堅い。知的財産については、研究開発投資が3四半期ぶりに増加したことに加えて、ソフトウェア投資の伸びが拡大したことにより同+1.7%と3四半期ぶりの増加に転じた。しかし、小幅な増加に留まり伸び悩む状況が続いている。

民間在庫投資は前期比年率寄与度▲0.33%ptとなり、3四半期連続のマイナス寄与となった。小売業では在庫増加ペースがやや加速したが、製造業および卸売業の在庫調整が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、実質構築物投資の内訳



財輸出に加えて、サービス輸出も減少

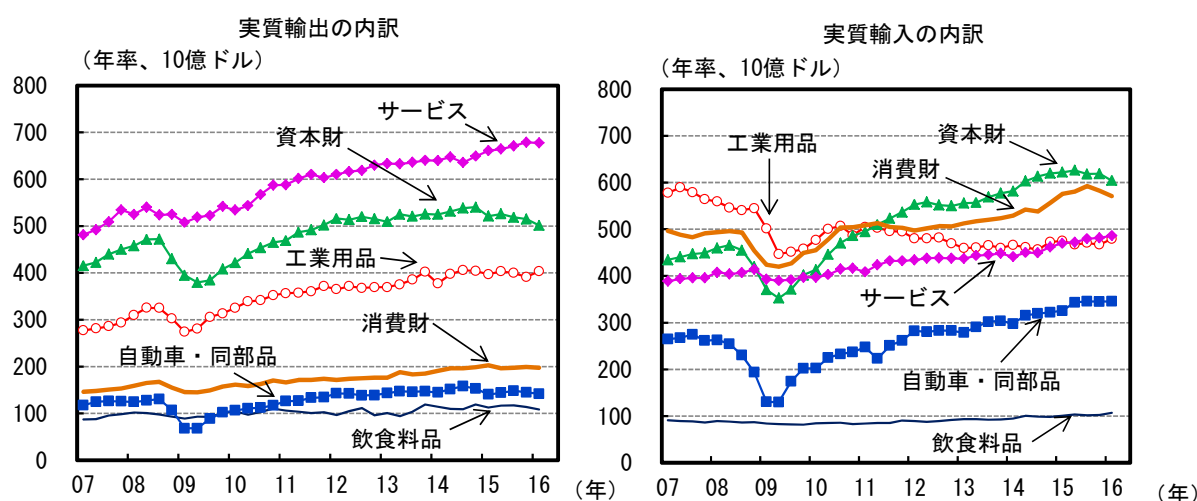
輸出は前期比年率▲2.6%と2四半期連続の減少となり、減少幅は前期から拡大した。財輸出に関しては同▲3.4%と、3四半期連続の減少ながら前期から減少幅が縮小し、他方でサービス輸出が同▲0.9%と6四半期ぶりの減少に転じた。財輸出の内訳では、主要な輸出品である資本財輸出が大きく減少し全体を押し下げた。ドル高による価格競争力の低下に加えて、原油安に伴う鉱業関連資本財の低迷が下押し要因になったとみられる。また、消費財や自動車の輸出も減少しており、総じて振るわない状況が続いている。ただし、工業用品の輸出が3四半期ぶりの増加に転じたことが、財輸出全体の減少幅が縮小する要因となった。サービス輸出については、旅行サービスが大幅に増加したものの、それ以外の品目は軒並み減少し、特に金融等を含

む企業向けサービスの減少が全体を押し下げた。

輸入は前期比年率+0.2%と、2 四半期ぶりの増加に転じた。財輸入については、国内設備投資の弱さを反映して資本財が減少したほか、消費財についても耐久財、非耐久財ともに減少したことから、同▲0.7%の減少となった。一方で、旅行サービスの増加を主因にサービス輸入が同+3.8%と増加し、輸入全体を押し上げた。

政府支出は前期比年率+1.2%となった。国防関連支出の減少によって連邦政府支出は減少したが、前期に大きく減少していた構築物投資の揺り戻しによって州・地方政府支出が2 四半期ぶりの増加に転じている。

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

個人消費主導で米国経済は再加速

1-3 月期の GDP は、米国経済の減速を確認させる内容となったが、先行きについては経済成長ペースが再加速し、緩やかな景気拡大が続くと見込む。

個人消費はこのところ減速傾向が続いているものの、雇用・所得環境は改善傾向が続いており、個人消費を取り巻く環境は底堅い。今回の結果で見られたように、消費者マインドの悪化などの要因によって、所得の増加ほどには個人消費が増加しない可能性には留意が必要だが、所得の増加が続く中で個人消費が腰折れするとも考え難い。所得環境の改善が続くことで、足下まで堅調な住宅投資についても引き続き増加基調が続くとみられる。

このところ停滞している輸出については、海外経済の先行き不透明感に依然注意を要するが、ドル高傾向が一服したことで下押し圧力は幾分緩和していると考えられる。加えて、原油価格下落による資源国向けの資本財輸出の減少が、このところの輸出停滞の一因となってきたため、原油価格の底打ちによって輸出の下振れリスクは軽減している。設備投資についても、これまで下押し要因となってきた鉱業関連投資の急速な回復は見込みづらいものの、原油価格が再び

下落しない限り、減少に徐々に歯止めがかかると期待される。また、悪化傾向が続いてきた製造業を中心とした企業の景況感は、漸く足下で持ち直しの兆しが見られており、設備投資の増加をサポートする要因になるだろう。

なお、過去数年間、1-3 月期に GDP 成長率が落ち込み、4-6 月期にその反動で高めの成長率となることが多く、季節調整によって季節性が十分に除去しきれていない可能性が指摘されている。こうした指摘を踏まえて、統計公表元の BEA では季節調整法の再検討が議論され、構造的な問題は確認できないとの見解が出されているが¹、テクニカルに 4-6 月期が高めの成長率となる可能性には一定の留意が必要である。

¹ Reuters, “U.S. believes no structural issues in GDP data construction”, July 30, 2015
<http://www.reuters.com/article/usa-economy-growthrevisions-idUSL1N1092BV20150730>