

# 米国 GDP 成長率は投資の不振で下振れ

2016年4-6月期米GDP：個人消費は想定通り堅調な結果

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4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%となった。市場予想を大幅に下回る成長率となり、期待外れの結果であったと言える。需要項目のうち、個人消費は同+4.2%と概ね市場予想通りにGDP成長率を押し上げたが、設備投資、住宅投資、在庫投資、政府支出が前期から減少し全体を押し下げた。
- 今回の結果では、個人消費主導の成長が確認され、景気の腰折れを心配するほど悪い内容ではない。しかし、個人消費以外の内需が軒並み減少している点については、言うまでもなくネガティブである。在庫の減少を在庫調整の進展と捉えれば、来期以降の成長を押し上げる要因と考えることもできるが、過度に楽観視すべきではないだろう。
- 米国経済の先行きについては、引き続き個人消費主導の緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。ただし、今回、4-6月期の成長率が想定以上に低くなったことに加えて、暦年の発射台となる1-3月期の成長率も下方修正されたことから、2016年の実質GDP成長率は3年ぶりに2%を割り込む低成長となる公算が大きい。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2014		2015				2016	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質GDP	5.0	2.3	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.2
個人消費	3.7	4.6	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.2
設備投資	8.3	-1.1	1.3	1.6	3.9	-3.3	-3.4	-2.2
住宅投資	3.6	11.4	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	-6.1
輸出	2.1	4.5	-5.8	2.9	-2.8	-2.7	-0.7	1.4
輸入	-1.2	11.2	5.6	2.9	1.1	0.7	-0.6	-0.4
政府支出	2.5	-0.4	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	-0.9
寄与度、%pt								
個人消費	2.52	3.07	1.63	1.94	1.81	1.53	1.11	2.83
設備投資	1.05	-0.14	0.18	0.21	0.49	-0.43	-0.44	-0.28
住宅投資	0.12	0.36	0.43	0.49	0.43	0.40	0.29	-0.24
民間在庫	0.32	0.23	1.01	-0.52	-0.57	-0.36	-0.41	-1.16
純輸出	0.50	-1.14	-1.65	-0.08	-0.52	-0.45	0.01	0.23
輸出	0.29	0.60	-0.78	0.37	-0.36	-0.34	-0.09	0.16
輸入	0.21	-1.74	-0.87	-0.44	-0.16	-0.11	0.09	0.06
政府支出	0.46	-0.07	0.45	0.57	0.34	0.18	0.28	-0.16

(出所)BEA, Haver Analytics より大和総研作成

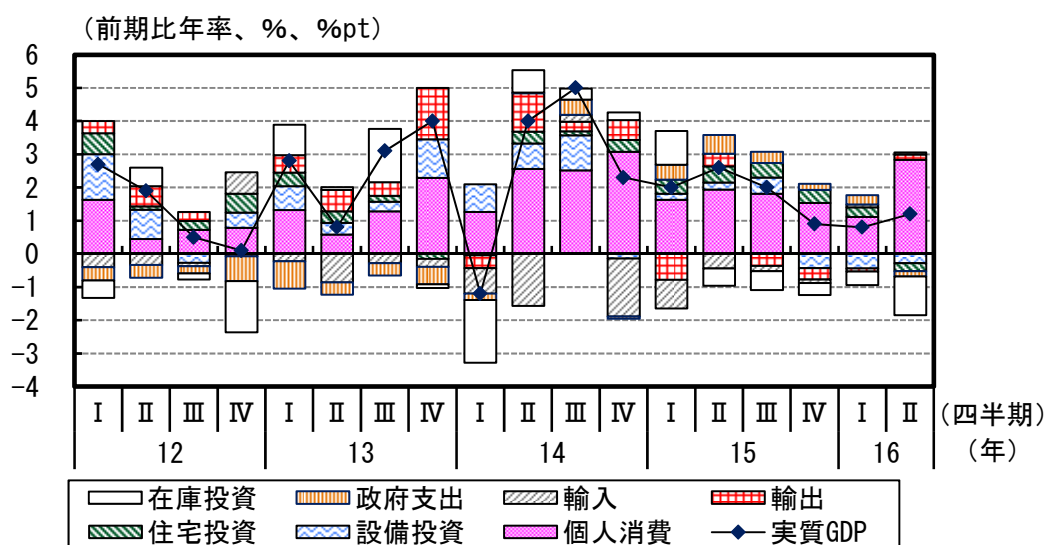
## 想定通り個人消費は堅調だが、在庫減少により実質 GDP 成長率が下振れ

2016年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.2%となった。市場予想(Bloomberg調査:同+2.5%)を大幅に下回る成長率となり、期待外れの結果であったと言える。需要項目のうち、個人消費は同+4.2%と概ね市場予想(同+4.4%)通りにGDP成長率を押し上げたが、設備投資、住宅投資、在庫投資、政府支出が前期から減少し全体を押し下げた。事前に公表されていた基礎統計に照らすと、いずれも前期からの減少自体に大きな違和感はないが、減少幅が想定よりも大きく、とりわけ在庫投資の大幅な減少によってGDP成長率は市場予想から下振れした。一方で、輸出が4四半期ぶりの増加に転じ、GDP成長率を押し上げる要因となった点については好材料であった。

今回の結果では、米国経済におけるメインドライバーである個人消費がこれまでの減速傾向から加速に転じ、個人消費主導の成長が確認された。成長率は市場予想を下回ったものの、景気の腰折れを心配するほど悪い内容ではない。しかし、個人消費以外の内需が軒並み減少している点については、言うまでもなくネガティブである。在庫の減少を在庫調整の進展と捉えれば、来期以降の成長を押し上げる要因と考えることもできるが、その影響は不確実であり過度に楽観視すべきではないだろう。

物価に関して、GDPデフレーターは前期比年率+2.2%となり、前期(同+0.5%)から伸びが大きく加速した。1-3月期対比では原油価格が上昇し、ドル安が進んだことを背景として、内・外需双方のデフレーターが前期から上昇した。PCE(個人消費支出)価格指数は同+1.9%と、前期(同+0.3%)から加速する一方で、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.7%と前期(同+2.1%)から伸びが鈍化した。FRB(連邦準備制度理事会)が注目するPCE価格指数の前年同期比は+0.9%、コアPCE価格指数は同+1.6%と、いずれも前期と同じ上昇幅となった。

図表2 実質GDP成長率(前期比年率)の寄与度分解

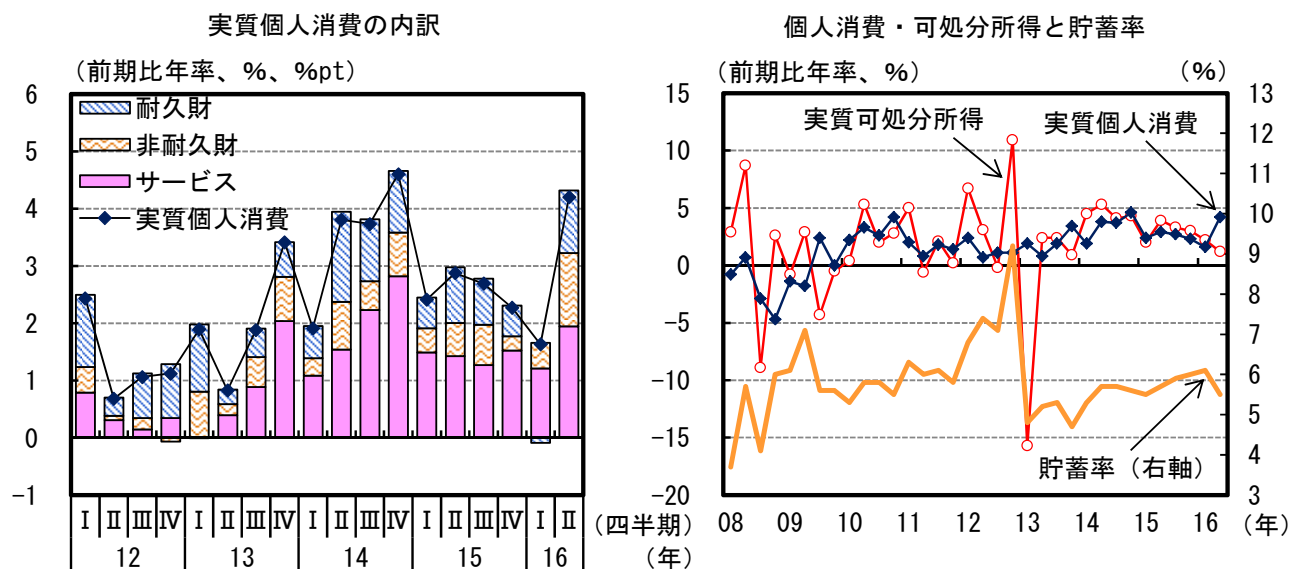


## 実質所得の伸びが減速する一方、個人消費は幅広く増加

需要項目別の動向を見ていくと、実質個人消費は前期比年率+4.2%となり、2014年10-12月期以来の増加幅を記録した。家計の所得環境を見ると、名目雇用者報酬は同+2.6%と、ほぼ横ばいに留まった前期から持ち直し、名目可処分所得も同+3.1%と前期から伸び率が加速した。しかし一方で、物価が前期から上昇したことで実質可処分所得の伸びは同+1.2%と、前期から減速した。可処分所得の伸びを個人消費の伸びが大きく上回った結果、貯蓄率は前期の6.1%から5.5%へ低下し、2015年1-3月期以来の低水準となった。

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+6.8%、サービス消費は同+3.0%といずれも前期から加速し、とりわけ財消費の高い伸びが個人消費全体を大きく押し上げた。財消費のうち耐久財では、増加傾向が続く娯楽関連や家具類が一層加速したことに加えて、自動車・同部品が3四半期ぶりの増加に転じた。非耐久財では、価格が上昇したガソリン・エネルギーの消費は前期から減少したものの、飲食料品、および衣料品が増加に寄与した。サービス消費に関しては、支出に占めるウエイトが大きい住居サービスの増加が最大の押し上げ要因となった。また、医療サービスも前期から伸びはやや鈍化したものの、9四半期連続の増加となり全体を押し上げた。サービス消費が総じて堅調となる中、娯楽サービスについては2四半期連続の減少と、冴えない結果であった。

図表3 実質個人消費の内訳、個人消費・可処分所得と貯蓄率



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅投資は悪天候が影響し足踏み、設備投資は引き続き軟調

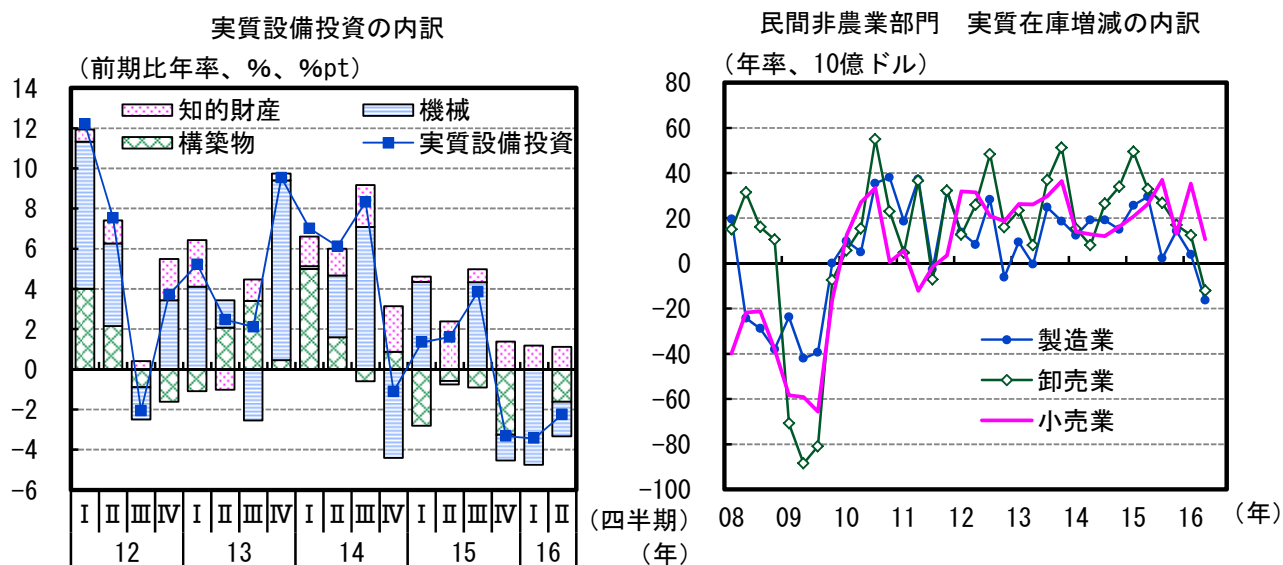
実質住宅投資は前期比年率▲6.1%と2014年1-3月期以来の減少に転じた。これまで住宅投資は堅調な増加を続け、景気拡大を下支えする要因となってきたが、増加基調が足踏みする形となった。住宅投資の内訳で押し下げ要因となったのは、一戸建て建設が2四半期連続で減少

したことである。4、5月は例年に比べて降水量が多かったため、悪天候が住宅投資を下押ししたとみられる。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2014年1-3月以来の減少に転じ、住宅投資を押し下げた。集合住宅建設については、前期から伸び率は縮小したものの前期比年率2桁台の増加を維持し、拡大傾向が続いている。

実質設備投資は前期比年率▲2.2%と3四半期連続で減少した。減少幅は前期から縮小しているものの、設備投資は引き続き軟調である。設備投資の内訳を見ると、構築物投資が同▲7.9%と2四半期ぶりの減少に転じ、機械投資は同▲3.5%と3四半期連続の減少となった。一方、知的財産投資については同+3.5%と減速しつつも増加を維持している。構築物投資の減少は、鉱業関連が同▲57.8%と大幅に減少したことが主な要因である。原油価格が下げ止まり、鉱業による生産にも持ち直しの動きが見られているものの、稼働率が低位に留まる中、依然ストック調整が続いている。また、製造業関連の構築物投資も同▲9.0%と3四半期連続で減少している。機械投資の内訳では、輸送用機器、および情報関連が前期から減少した。工業用機械については2四半期ぶりの増加となり、機械投資全体が弱含む中でも底堅い。

実質民間在庫投資は前期比年率寄与度▲1.16%ptとなり、5四半期連続のマイナス寄与となった。また、実質民間在庫投資の金額は2011年7-9月期以来のマイナスに転じ、在庫ストックが前期から減少する結果となった。製造業、および卸売業において耐久財の在庫が大きく減少したことに加えて、小売業の在庫の増加幅も前期から縮小した。

図表4 実質設備投資の内訳、実質在庫増減の内訳



## 輸出は4四半期ぶりの増加に転じる

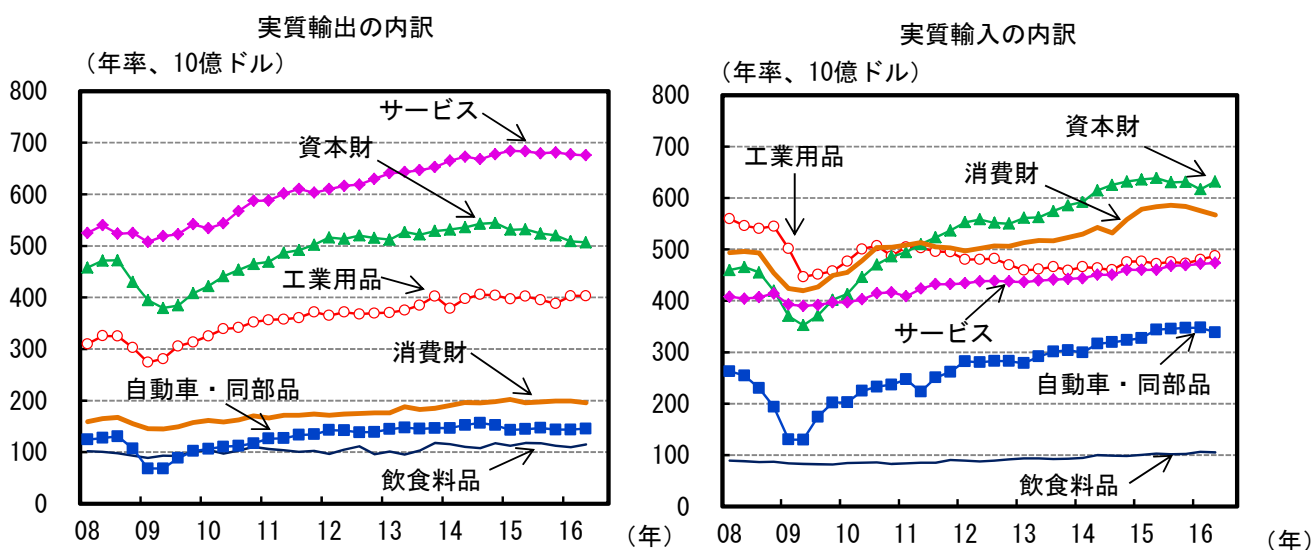
実質輸出は前期比年率+1.4%と4四半期ぶりの増加に転じた。海外経済が総じて軟調となる中で、底堅い結果であったと言える。輸出を財・サービス別に見ると、サービス輸出が同▲0.9%

と2四半期連続で減少した反面、財輸出が同+2.7%増加した。財輸出の内訳では、このところ低調だった飲食料品の輸出が4四半期ぶりの増加に転じたことと、自動車輸出の増加が押し上げ要因となった。主要な輸出品である資本財については4四半期連続の減少となおも冴えない状況が続いているが、航空機やコンピューター関連の増加によって、減少幅は前期から縮小している。サービス輸出については、知的財産権使用料が4四半期連続で減少したことに加えて、前期に大幅に増加した旅行サービスで反動減が見られたことが全体を下押しした。

実質輸入は前期比年率▲0.4%と、2四半期連続で減少した。サービス輸入については同+1.5%と増加基調が続いているが、財輸入が同▲0.9%と2四半期連続で減少した。財輸入を押し下げる要因となったのは、消費財、自動車、飲食料品輸入の減少である。一方で、資本財については、国内設備投資が軟調であるにもかかわらず前期から増加している。

実質政府支出は前期比年率▲0.9%と6四半期ぶりの減少に転じた。非国防部門においては、消費支出が増加する一方、連邦政府、州・地方政府の双方で投資が減少しており、特に構築物投資の大幅な減少が全体を押し下げた。また、国防関連支出についても2四半期連続で減少した。

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

## 先行きも個人消費の拡大を見込むが、企業部門は停滞が続く可能性

米国経済の先行きについては、引き続き個人消費主導の緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。ただし、今回、4-6月期の成長率が想定以上に低くなったことに加えて、暦年の発射台となる1-3月期の成長率も下方修正された（前回公表時：前期比年率+1.1%→今回：同



+0.8%) ことから、2016 年の実質 GDP 成長率は 3 年ぶりに 2% を割り込む低成長となる公算が大きい<sup>1</sup>。

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。しかし、完全雇用に近づく中で、雇用者数の伸びは減速していく公算が大きく、賃金が上昇したとしてもマクロベースの所得の伸びは加速しづらいと考えられる。高水準にある消費者マインドに照らせば貯蓄率低下による個人消費の上振れ余地はあると考えられるものの、今回見られたような前期比年率 4% を上回るような高い伸びが続く可能性は低く、あくまで所得増加に見合った緩やかな増加が続くだろう。また、今回、足踏みが見られた住宅投資についても、雇用の拡大が続く中で増加基調に復するとみられる。ただし、建設業者などにおいては用地や労働力不足による供給制約が問題視されており、住宅投資の急加速も見込み難い状況にある。

家計部門の底堅い拡大が見込まれる一方で、停滞が続く設備投資については、先行きに関してもやや慎重に見るべきであろう。ここまで設備投資を大きく押し下げる要因となってきた鉱業関連投資に関して、鉱業生産が持ち直す中で徐々に下げ止まることが期待される。しかし、稼働率が低位に留まる中、ストック調整圧力が依然残存しており、新たな投資が喚起されるような状況ではないだろう。鉱業以外の投資についても、とりわけ製造業の稼働率が高まらない中で急増は見込み難い。また、今回の結果では輸出に下げ止まりの兆しが見られたものの、海外経済については依然不透明感が強いことから、先行きについては停滞が続く可能性が高く、設備投資の足を引っ張る状況が続くとみられる。

<sup>1</sup> なお、今回の GDP の公表にあたっては、年次改訂により 2013 年以降のデータが全面的に改訂された。年次改訂によって暦年の実質 GDP 成長率は、2013 年が前年比 +1.7% (改訂前：同 +1.5%)、2014 年が同 +2.4% (改訂前：同 +2.4%)、2015 年が同 +2.6% (改訂前：同 +2.4%) となった。