

輸出の大幅増加で成長加速

2016年7-9月期米GDP：個人消費は想定以上の減速

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7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+2.6%）を上回る結果となった。個人消費が前期から減速する一方で、輸出が大幅に増加したほか、在庫投資が6四半期ぶりのプラス寄与となったことが実質GDP成長率を加速させる要因となった。実質GDP成長率は2014年7-9月期以来の高い伸びになり、米国経済の順調な拡大を確認させる結果であった。
- ただし、輸出の大幅な増加には特殊要因が影響しているとみられ、割り引いて見る必要がある。GDPから外需および在庫投資を除いた国内最終需要は前期比年率+1.4%と底堅いながらも前期から減速しており、上振れしたGDPを過度に楽観視すべきではない。
- 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見通しである。しかし、個人消費の伸びは徐々に減速し、成長に占める個人消費の寄与度は縮小していくと見込む。一方で、今回持ち直しの兆しが見られた輸出、設備投資は今後増加基調を強めていくと考えられる。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2014					2015			2016		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	I	II	III
実質GDP	2.3	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	2.9	0.8	1.4	2.9
個人消費	4.6	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	2.1	1.6	4.3	2.1
設備投資	-1.1	1.3	1.6	3.9	-3.3	-3.4	1.0	1.2	-3.4	1.0	1.2
住宅投資	11.4	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	-7.7	-6.2	7.8	-7.7	-6.2
輸出	4.5	-5.8	2.9	-2.8	-2.7	-0.7	1.8	10.0	-0.7	1.8	10.0
輸入	11.2	5.6	2.9	1.1	0.7	-0.6	0.2	2.3	-0.6	0.2	2.3
政府支出	-0.4	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	-1.7	0.5	1.6	-1.7	0.5
寄与度、%pt											
個人消費	3.07	1.63	1.94	1.81	1.53	1.11	2.88	1.47	1.11	2.88	1.47
設備投資	-0.14	0.18	0.21	0.49	-0.43	-0.44	0.12	0.15	-0.44	0.12	0.15
住宅投資	0.36	0.43	0.49	0.43	0.40	0.29	-0.31	-0.24	0.29	-0.31	-0.24
民間在庫	0.23	1.01	-0.52	-0.57	-0.36	-0.41	-1.16	0.61	-0.41	-1.16	0.61
純輸出	-1.14	-1.65	-0.08	-0.52	-0.45	0.01	0.18	0.83	0.01	0.18	0.83
輸出	0.60	-0.78	0.37	-0.36	-0.34	-0.09	0.21	1.17	-0.09	0.21	1.17
輸入	-1.74	-0.87	-0.44	-0.16	-0.11	0.09	-0.03	-0.34	0.09	-0.03	-0.34
政府支出	-0.07	0.45	0.57	0.34	0.18	0.28	-0.30	0.09	0.28	-0.30	0.09

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

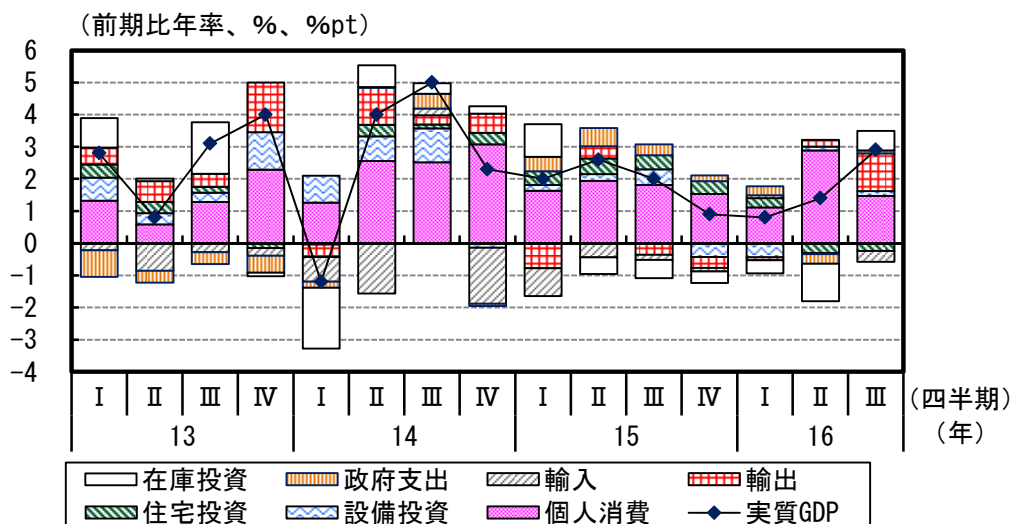
輸出の大幅増加と在庫寄与のプラス転換で GDP 成長率は加速

2016年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と前期（同+1.4%）から加速し、市場予想（Bloomberg調査：同+2.6%）を上回る結果となった。個人消費が同+2.1%と前期から大きく減速する一方で、輸出が同+10.0%と大幅に増加したほか、これまでGDP成長率を押し下げてきた在庫投資が6四半期ぶりのプラス寄与となったことが実質GDP成長率を加速させる要因となった。実質GDP成長率は2014年7-9月期以来の高い伸びになり、米国経済の順調な拡大を確認させる結果であった。

ただし、詳細は後述するように、輸出の大幅な増加には特殊要因が影響しているとみられ、割り引いて見る必要がある。GDPから外需および在庫投資を除いた国内最終需要は前期比年率+1.4%と底堅いながらも前期から減速しており、上振れしたGDPを過度に楽観視すべきではない。

物価に関して、GDPデフレーターは前期比年率+1.5%となり、前期（同+2.3%）から伸びが鈍化した。耐久消費財価格の下落幅拡大とエネルギー価格の下落によって個人消費を中心とした国内需要デフレーターが減速したことに加えて、輸入デフレーターの上昇幅拡大がGDPデフレーターを下押しする要因となった。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+1.0%と前期から変わらなかったものの、コアPCE価格指数は同+1.7%と前期（同+1.6%）からわずかに上昇幅が拡大している。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

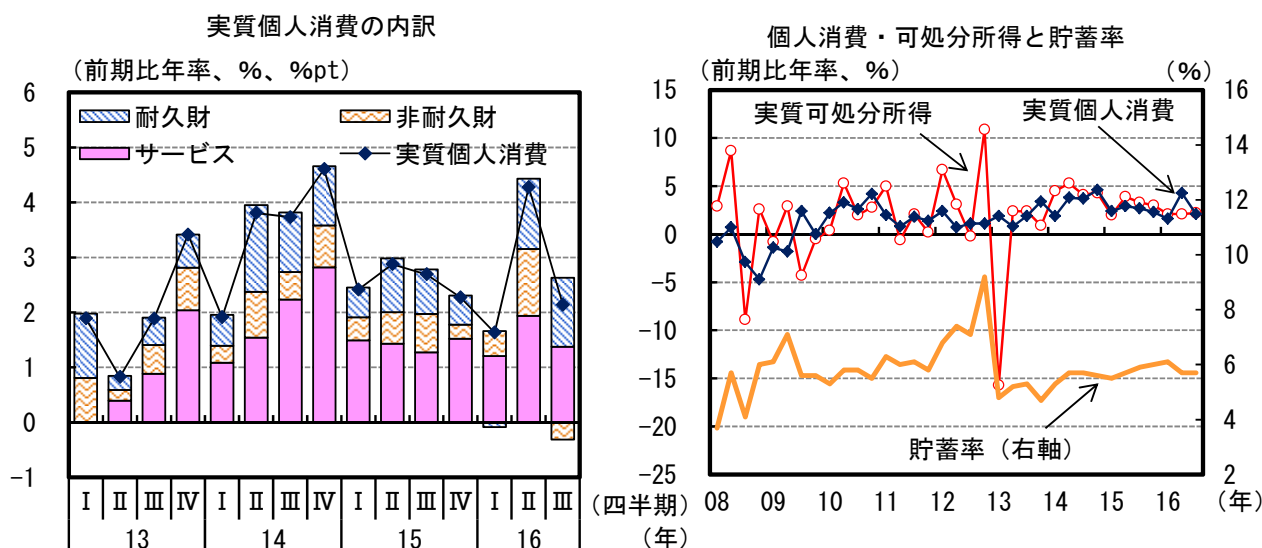
減速しつつも個人消費は所得並みの伸びを維持

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+2.1%となり、同4%台の高い伸びを記録した前期から減速した。市場予想（同+2.6%）を下回る伸びとなり、やや期待外れ

の結果であったが、実質可処分所得は同+2.2%の増加となっており、個人消費の伸びは概ね所得の増加に見合ったものであったと言える。貯蓄率は5.7%となり、前期から横ばいとなった。

実質個人消費を財・サービス別に見ると、財消費が前期比年率+2.2%、サービス消費は同+2.1%となり、財・サービスともに増加したが、いずれも前期から減速した。財の内訳では、耐久財が自動車・同部品の増加を主因に同+9.5%と大幅に増加する一方で、非耐久財は衣料品、ガソリン・エネルギーなどの減少によって同▲1.4%と、2012年10-12月期以来の減少となった。サービス消費に関しては、輸送関連サービスが3四半期連続の減少となったのを除けば、幅広い品目で前期から増加する底堅い結果となった。住居サービス、医療サービス、宿泊・飲食サービスの増加基調が続いたことに加えて、このところ頭打ちとなっていた娯楽サービス、金融・保険サービスがそれぞれ3四半期ぶりの増加に転じている。

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

住宅投資は軟調、一方で設備投資に持ち直しの動き

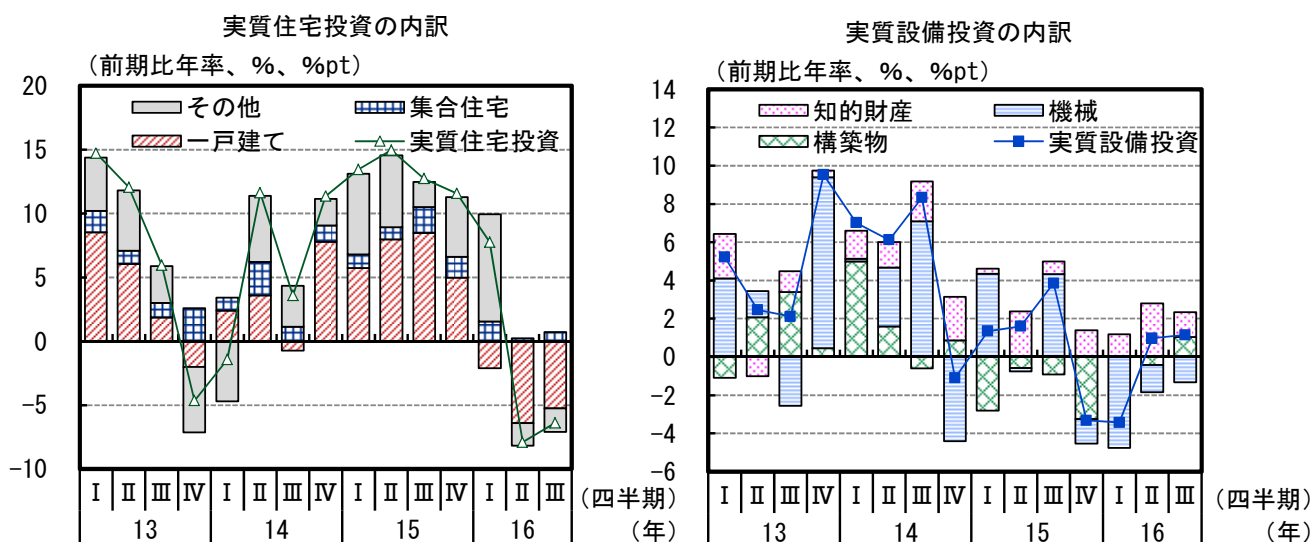
実質住宅投資は前期比年率▲6.2%と、2四半期連続で減少した。4-6月期と同様に、一戸建て建設が同▲14.5%と大幅に減少したことが住宅投資全体を押し下げる主因となった。建設用地や建設労働者の不足が住宅建設のボトルネックになっていることに加えて、8月の多雨による着工の減少が住宅建設を下押しする要因になったとみられる。また、改修や仲介手数料などを含む住宅建設以外の投資も2四半期連続で減少した。一方、集合住宅建設については、前期から伸び率が加速しており、拡大傾向が続いている。

実質設備投資は前期比年率+1.2%となった。設備投資は2四半期連続の増加となり、持ち直しの動きが見られている。内訳を見ると、構築物投資が同+5.4%と2四半期ぶりの増加に転じたことに加えて、増加トレンドが続く知的財産投資がソフトウェア投資を中心に同+4.0%と増加したことが設備投資を押し上げた。構築物投資が増加に転じた主因は、増加トレンドが続く

商業関連の増加が続いたことに加えて、製造業関連が4四半期ぶりの増加に転じたことである。設備投資全体の足を引っ張り続けている鉱業関連の構築物投資は同▲31.5%と引き続き減少傾向が続いているが、鉱業の生産が持ち直す中で減少ペースは若干和らいだ。機械投資については同▲2.7%と4四半期連続で減少したが、主な要因は輸送用機器が4四半期連続で減少したことである。機械投資のうち、生産設備等の工業用機械については2四半期連続で増加し、情報関連は3四半期ぶりの増加に転じたことから、機械投資全体の減少幅は前期から縮小している。

実質民間在庫投資は前期比年率寄与度+0.61%ptとなり、6四半期ぶりのプラス寄与となった。4-6月期に耐久財を中心に在庫ストックが減少していた製造業、卸売の在庫が増加に転じたことが全体を押し上げた。

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

輸出の大幅増には特殊要因が影響

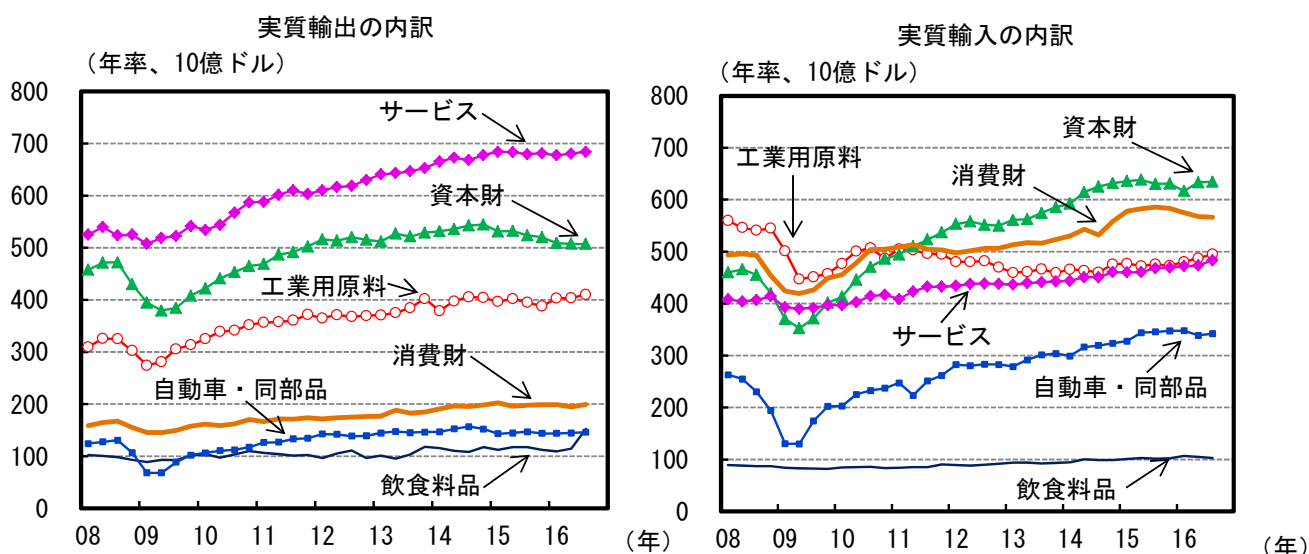
実質輸出は前期比年率+10.0%と2四半期連続で増加し、2013年10-12月期以来の高い伸びとなった。財・サービス別に見ると、サービス輸出が同+2.1%、財輸出が同+14.5%となり、財輸出の大幅な増加が輸出を押し上げた。財輸出の内訳では、飲食料品の輸出が同+213.0%と大幅に増加したことが輸出全体の増加の大半を占めたが、統計公表元であるBEA（商務省経済分析局）によれば大豆輸出の増加が輸出を押し上げたとされている。貿易統計で地域別の輸出を確認すると、南米向けの農作物輸出が急増しており、南米での悪天候による農作物の不作が米国からの輸出を押し上げる要因になったとみられる。飲食料品以外に関して見ると、自動車・同部品や消費財の輸出が増加し、工業用原料についても耐久財を中心に3四半期連続の増加となった。輸出における主力製品である資本財が5四半期連続で減少している点は懸念材料であるが、特殊要因による押し上げを除いても輸出全体として持ち直しつつあると言える。

実質輸入は前期比年率+2.3%と、2四半期連続で増加した。輸出とは対照的に、財輸入の伸

びが同+0.9%と小幅に留まる中、サービス輸入が同+8.8%と高めの伸びとなった。財輸入の内訳では耐久財を中心とした工業用原料、資本財の輸入が増加する一方で、飲食料品、消費財の輸入が減少した。サービス輸入については、知的財産使用料の大幅増加と、旅行サービスの増加が押し上げ要因となった。

実質政府支出は前期比年率+0.5%と2四半期ぶりの増加に転じた。構築物投資の減少によって、州・地方政府による支出が減少したが、連邦政府による支出は国防・非国防の双方で増加し、3四半期ぶりの増加に転じた。

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

先行きも個人消費主導の成長が続くが、個人消費の寄与度は徐々に縮小

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見通しである。しかし、個人消費の伸びは徐々に減速し、成長に占める個人消費の寄与度は縮小していくと見込む。一方で、今回持ち直しの兆しが見られた輸出、設備投資は今後増加基調を強めていくと考えられる。

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が、完全雇用にならないうち、雇用者数の伸びは今後減速していく公算が大きい。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、あくまで所得に見合った個人消費の増加が続くとすれば、個人消費の伸びも減速する可能性が高いだろう。このところ足踏みが見られる住宅投資についても、雇用・所得の増加に伴って緩やかな増加基調に復すると見込むが、雇用の伸びが鈍化する中での急増は見込み難い。加えて住宅投資については、用地や建設労働者の不足という供給制約がボトルネックとなりつつあることも、増加ペースを抑制する要因となろう。

他方、足下で持ち直しが見られる設備投資に関しては、増加基調に向かうと見込まれる。原油価格が上昇に転じたことで鉱業の生産は持ち直しており、これまで設備投資を押し下げてきた鉱業関連投資の減少には歯止めが掛かるとみられる。また、今回特殊要因で大幅に増加した輸出に関しては、短期的な反動減には留意が必要であるものの、海外経済が緩やかながら持ち直していく中で増加基調に転じると見込まれる。輸出の反転に伴って製造業の生産が増加し、稼働率が上昇することで、減少が続いている機械投資も増加に転じるだろう。