

# 輸出の反動減が GDP 成長率を下押し

2016年10-12月期米GDP：ヘッドラインは下振れも、内容は底堅い

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10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+3.5%）から減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+2.2%）を下回る結果となった。個人消費が減速したことに加えて、外需寄与度が大幅なマイナスになったことが全体を押し下げた。
- 前期から減速したとは言え、個人消費の伸びは極端に低いわけではなく、GDPから外需を除いた国内需要や、外需と在庫投資を除いた国内最終需要はいずれも前期から加速する形となっている。内需についてはむしろ底堅さを増す結果であり、ヘッドラインは下振れしたものの、米国経済の底堅さが確認されたと評価できる。
- 米国経済の先行きに関して、当面は緩やかな景気拡大が続くものの、トランプ大統領の財政政策が実行されることで、2017年末頃から加速すると見込む。ただし、今後のトランプ政権の政策によって上振れも下振れも考えられ、引き続き動向を十分に注視していく必要がある。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2015				2016			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質GDP	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	1.9
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	3.0	2.5
設備投資	1.3	1.6	3.9	-3.3	-3.4	1.0	1.4	2.4
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	-7.7	-4.1	10.2
輸出	-5.8	2.9	-2.8	-2.7	-0.7	1.8	10.0	-4.3
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	-0.6	0.2	2.2	8.3
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	-1.7	0.8	1.2
寄与度、%pt								
個人消費	1.63	1.94	1.81	1.53	1.11	2.88	2.03	1.70
設備投資	0.18	0.21	0.49	-0.43	-0.44	0.12	0.18	0.30
住宅投資	0.43	0.49	0.43	0.40	0.29	-0.31	-0.16	0.37
民間在庫	1.01	-0.52	-0.57	-0.36	-0.41	-1.16	0.49	1.00
純輸出	-1.65	-0.08	-0.52	-0.45	0.01	0.18	0.85	-1.70
輸出	-0.78	0.37	-0.36	-0.34	-0.09	0.21	1.16	-0.53
輸入	-0.87	-0.44	-0.16	-0.11	0.09	-0.03	-0.31	-1.17
政府支出	0.45	0.57	0.34	0.18	0.28	-0.30	0.14	0.21

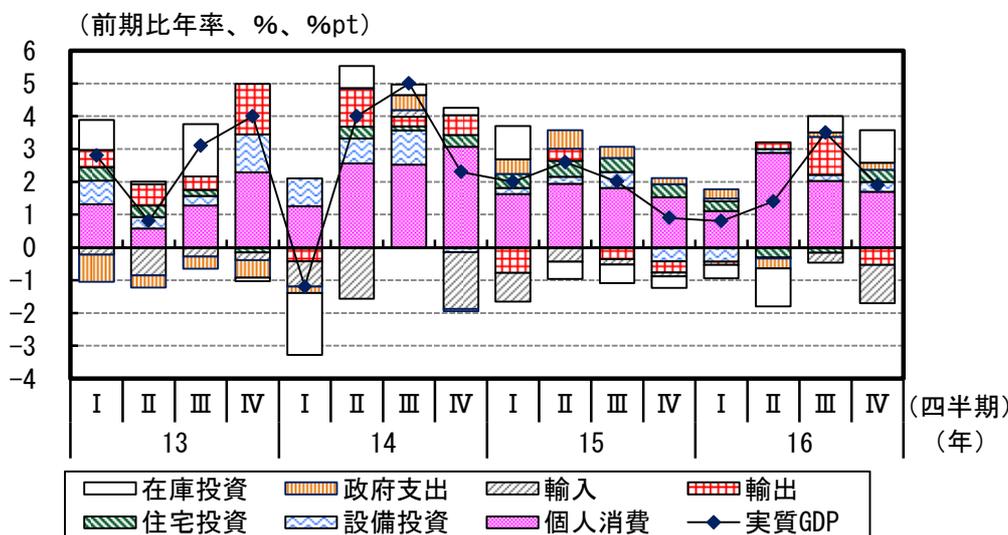
(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

## 外需の下押しで実質 GDP 成長率は減速も、内需は加速

2016年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+3.5%）から減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+2.2%）を下回る結果となった。個人消費が同+2.5%と、前期から減速したことに加えて、輸出が同▲4.3%と3四半期ぶりの減少に転じ、外需寄与度が同▲1.70%ptと大幅なマイナスになったことが全体を押し下げた。一方で、設備投資は同+2.4%と前期から増加幅が拡大、住宅投資は同+10.2%と3四半期ぶりの増加に転じた。前期から減速したとは言え、個人消費の伸びも極端に低いわけではなく、GDPから外需を除いた国内需要は同+3.5%、外需と在庫投資を除いた国内最終需要は同+2.5%といずれも前期から加速する形となっている。内需についてはむしろ底堅さを増す結果であり、ヘッドラインは下振れしたものの、米国経済の底堅さが確認されたと評価できる。

物価に関して見ると、GDPデフレーターは前期比年率+2.1%となった。エネルギー価格上昇によるPCE（個人消費支出）価格指数の伸び率拡大が主な押し上げ要因となり、GDPデフレーターは前期から加速している。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+1.5%となり、2014年7-9月期以来の高い伸びとなった。食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.7%と前期と同程度の伸びとなったものの、エネルギーによる下押し圧力が剥落したことで全体の伸びが加速した。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



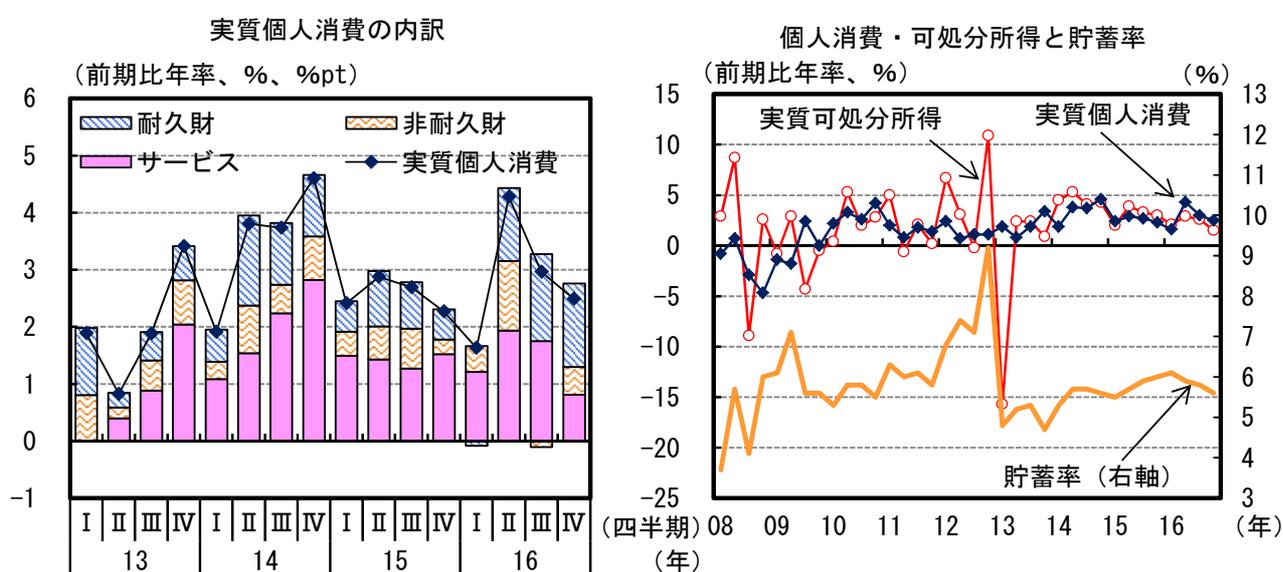
## 減速しつつも個人消費は十分底堅い伸び

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+2.5%と、市場予想通りの結果となった。個人消費の伸び率は前期から縮小したものの、実質可処分所得が同+1.5%と、2013年10-12月期以来の低い伸びに留まったことに鑑みると、個人消費は十分底堅い伸びを維持し

たと評価できよう。消費の伸びが所得の伸びを上回った結果、貯蓄率は 5.6%と前期から低下、2015 年 1-3 月期以来の低水準となっている。

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+5.2%と大幅に増加する一方で、サービス消費は同+1.3%と小幅な伸びに留まった。財の内訳では、娯楽関連用品や自動車・同部品の増加によって、耐久財が同+10.9%と大幅に増加したことが全体を牽引した。非耐久財についても、衣服・履物やガソリン・エネルギーが前期から減少したものの、飲食料品の増加がけん引役となり、同+2.3%と 2 四半期ぶりの増加に転じている。サービス消費に関して内訳を見ると、大半の品目で前期から消費が増加しており全体としては底堅い印象である。サービス消費全体に占めるウエイトが高い住居サービスが減少したことが全体の足を引っ張り、前期から伸び率が縮小する要因となった。

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

## 住宅投資は下げ止まり、設備投資も持ち直しを強める

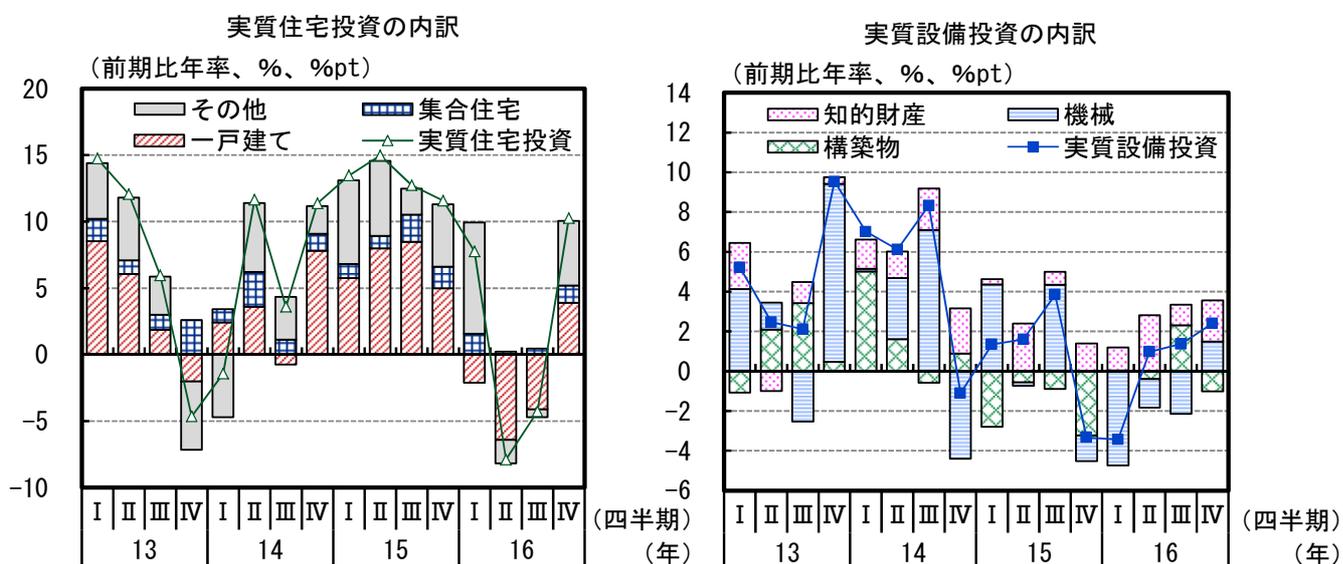
実質住宅投資は前期比年率+10.2%と、3 四半期ぶりの増加に転じ、下げ止まりが見られた。集合住宅建設の増加傾向が継続し、伸び率が加速したことに加えて、これまで軟調だった一戸建て建設が 4 四半期ぶりの増加に転じたことが住宅投資全体を押し上げた。また、堅調な中古住宅販売などを背景に、仲介手数料などを含む住宅建設以外の投資も 3 四半期ぶりの増加に転じている。

実質設備投資は前期比年率+2.4%と 3 四半期連続の増加となり、持ち直し基調を強める結果となった。設備投資の内訳を見ると、増加トレンドが続く知的財産投資が、研究開発投資などの増加により加速した。加えて、これまで減少傾向が続いてきた機械投資が同+3.1%と 5 四半期ぶりの増加に転じたことが全体の押し上げに寄与している。機械投資のうち、輸送用機器は 5

四半期ぶりの増加に転じ、生産設備などの工業用機械も2四半期ぶりに増加、情報処理関連は2四半期連続で増加しており、幅広い品目で機械投資の増加が見られた。一方、構築物投資については2四半期ぶりの減少と軟調な結果となった。前期に大幅に増加していた製造業関連での減少や、電力・通信関連の減少が全体を押し下げた。ただし、これまで急激な減少が続いてきた鉱業関連は2014年10-12月期以来の増加に転じている。原油価格が底を打つ中で鉱業の生産は2016年半ばから持ち直しに転じており、これに遅れる形で鉱業関連投資にも漸く底打ちの兆しが確認された。

実質民間在庫投資は前期比年率寄与度+1.00%ptとなり、実質GDP成長率を大きく押し上げた。製造業、および小売業の在庫については小幅な増加に留まったが、卸売業の在庫が耐久財を中心に大幅に増加し、全体を押し上げた。

図表4 実質住宅投資の内訳、実質設備投資の内訳



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

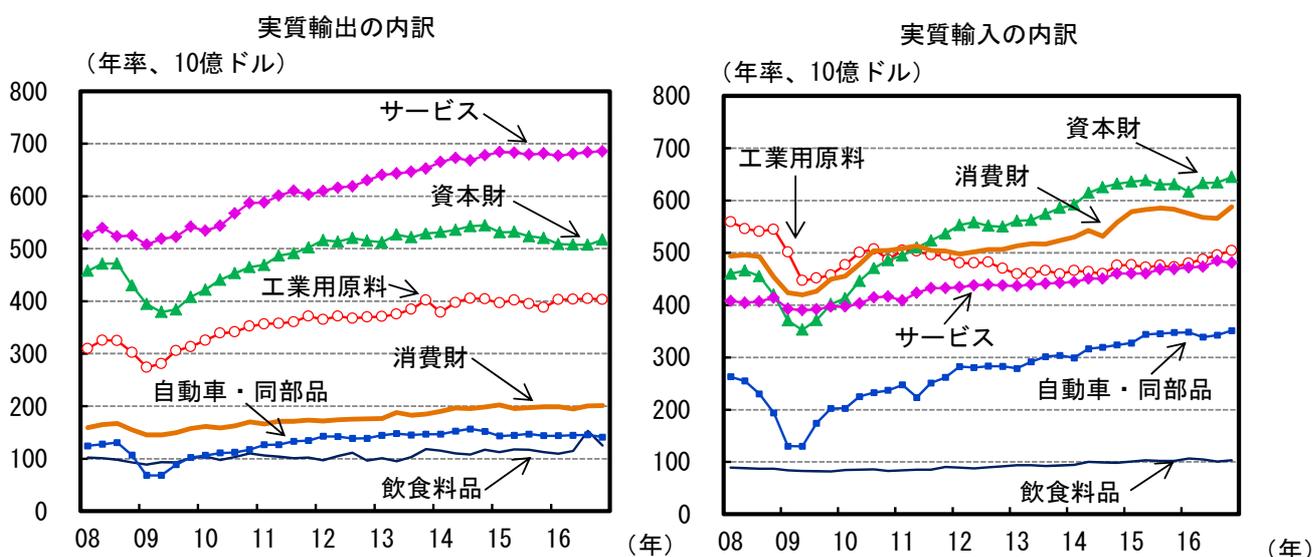
## 輸出の減少は前期の特殊要因の反動

実質輸出は前期比年率▲4.3%と、3四半期ぶりの減少に転じた。財・サービス別に見ると、サービス輸出が同+0.9%と増加を維持する一方、財輸出が同▲6.9%と大きく減少したことが全体を押し下げた。しかし、今回の財輸出の大幅な減少は、一過性の特殊要因に起因したものである。統計公表元のBEAによれば、南米での悪天候によって前期に大幅に増加していた大豆の反動減が輸出減少の主因であるとされている。実際、飲食料品の輸出は同▲55.2%と大幅に減少しており、飲食料品の急減を除けば財輸出は前期から増加している。飲食料品以外では、自動車・同部品や工業用原料が前期から減少したものの、米国の主力輸出品である資本財は6四半期ぶりの増加に転じており、持ち直しを期待させる内容と言える。

一方、実質輸入は前期比年率+8.3%と大幅に増加、実質 GDP 成長率を押し下げる要因となった。サービス輸入が同▲2.7%と7四半期ぶりの減少に転じる一方で、財輸入が同+10.9%と高い伸びになったことが全体を押し上げた。財輸入の内訳を見ると、消費財、資本財、工業用原料など、幅広い品目で前期から増加しており、内需の堅調さと整合的な内容となっている。

実質政府支出は前期比年率+1.2%と2四半期連続で増加した。国防関連の減少によって連邦政府の支出は前期から減少したものの、構築物投資の増加を主因に州・地方政府の支出が増加したことが全体を押し上げた。

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

## トランプ大統領の政策で、2017 年末頃から景気加速が基本シナリオ

米国経済の先行きに関して、当面は緩やかな景気拡大が続くものの、トランプ大統領の財政政策が実行されることで、2017 年末頃から成長率が加速するという見方を基本シナリオとする。

雇用・所得環境は改善傾向が続いているが、完全雇用に近づく中で、先行きは雇用者数の伸びは減速が続く公算が大きい。賃金上昇率が高まることでマクロの所得は下支えされると考えられるが、賃金上昇率はあくまで緩やかなペースで加速することが見込まれ、個人消費の伸びを加速させるほどの力強さはないと考えられる。今回、大幅な増加が見られた住宅投資についても、所得の増加が続くことで増加基調を維持すると見込まれるが、速いペースでの住宅価格の上昇や住宅ローン金利の上昇により減速のリスクが高まっている。しかし、こうした景気循環とは別に、家計関連需要は、トランプ大統領による所得税減税が実施されれば、所得の増加に連動する形で再加速することになる。

持ち直しの動きが見られている設備投資に関しては、先行きについても増加基調を強めてい

く見通しである。これまで設備投資を押し下げてきた鉱業関連の投資は、漸く減少に歯止めが掛かり、機械投資についても減少傾向から反転の兆しが見られている。今回、特殊要因で減少した輸出は、海外経済が持ち直していく中で増加に向かうことが見込まれる。輸出の増加は、それ自体が GDP を押し上げるだけでなく、国内製造業の生産、稼働率を押し上げることで、設備投資の増加をサポートする要因になるだろう。また、トランプ大統領に名指しで批判されたことに対応して、自動車メーカーなどは国内での新規投資を表明している。こうした動きはまだ一部の企業に留まっているが、トランプ大統領からの無用な批判を避けるために、他の企業が追随する可能性があり、設備投資を短期的に上振れさせるリスクが高まっている。

政府支出に関して、トランプ大統領の意向を反映した財政支出については、基本的には 2018 年度予算から実行されると見込むが、その一部が前倒しされる可能性が高まっている。2017 年度（2016 年 10 月～2017 年 9 月）の暫定予算の期限は 2017 年 4 月 28 日までとなっており、トランプ政権は、2017 年度の本予算にインフラ投資などを盛り込みたいとの意向を示してきた。共和党のポール・ライアン下院議長も、インフラ投資に対して前向きな姿勢を示しており、仮に大型インフラ投資が 2017 年度本予算に盛り込まれることになれば、早ければ 2017 年央頃から、政府支出が経済の押し上げに作用する可能性がある。

先行きのリスクとしては、通商政策の動向が挙げられよう。トランプ大統領は TPP 離脱や NAFTA の見直しに関する大統領令を発出するなど、保護主義的な通商政策を推し進めている。保護貿易による輸入の減少は GDP を押し上げる要因になるものの、相手国の報復措置を招くことになれば、輸出が減少し経済にとってマイナスになる可能性がある。また、関税の引き上げによる輸入インフレが、企業収益や家計の購買力を悪化させ、経済を下押しすることも十分に考えられる。

米国経済は基調としては非常に底堅い状況にあると考えられるが、今後のトランプ政権の政策によって上振れも下振れも考えられる。政策の内容や実行スケジュールについては未だ明らかになっていないものが多く、引き続き動向を十分に注視していく必要がある。