

# 個人消費が想定以上の減速

2017年1-3月期米GDP：2014年1-3月期以来の低成長

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]

- 2017年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となり、マイナス成長であった2014年1-3月期以来で最も低い成長率に留まった。前期(同+2.1%)からの減速自体は想定されていたものの、市場予想(Bloomberg調査：同+1.0%)を下回る低成長となり、ネガティブな結果であったと言える。
- 実質GDP成長率が大幅に減速した主な要因は、個人消費が前期比年率+0.3%と想定外の低い伸びに留まったことである。加えて、在庫投資が前期比年率寄与度▲0.93%ptと、GDP成長率を大きく押し下げたほか、政府支出が前期比年率▲1.7%と3四半期ぶりの減少に転じたこともGDP成長率が減速する要因となった。
- 消費者マインドは非常に高い水準を維持していることを考慮すると、所得対比で見た1-3月期の個人消費の伸びは物足りない。1-3月期は暖冬や税還付の遅れといった一時的要因が影響した可能性にも鑑みると、4-6月期以降は所得並みのペースで個人消費も増加することが期待される。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2015			2016				2017
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質GDP	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	2.1	0.7
個人消費	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	3.0	3.5	0.3
設備投資	1.6	3.9	-3.3	-3.4	1.0	1.4	0.9	9.4
住宅投資	14.9	12.6	11.5	7.8	-7.7	-4.1	9.6	13.7
輸出	2.9	-2.8	-2.7	-0.7	1.8	10.0	-4.5	5.8
輸入	2.9	1.1	0.7	-0.6	0.2	2.2	9.0	4.1
政府支出	3.2	1.9	1.0	1.6	-1.7	0.8	0.2	-1.7
寄与度、%pt								
個人消費	1.94	1.81	1.53	1.11	2.88	2.03	2.40	0.23
設備投資	0.21	0.49	-0.43	-0.44	0.12	0.18	0.11	1.12
住宅投資	0.49	0.43	0.40	0.29	-0.31	-0.16	0.35	0.50
民間在庫	-0.52	-0.57	-0.36	-0.41	-1.16	0.49	1.01	-0.93
純輸出	-0.08	-0.52	-0.45	0.01	0.18	0.85	-1.82	0.07
輸出	0.37	-0.36	-0.34	-0.09	0.21	1.16	-0.55	0.68
輸入	-0.44	-0.16	-0.11	0.09	-0.03	-0.31	-1.27	-0.61
政府支出	0.57	0.34	0.18	0.28	-0.30	0.14	0.03	-0.30

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費の減速が足を引っ張り、2014年1-3月期以来の低成長

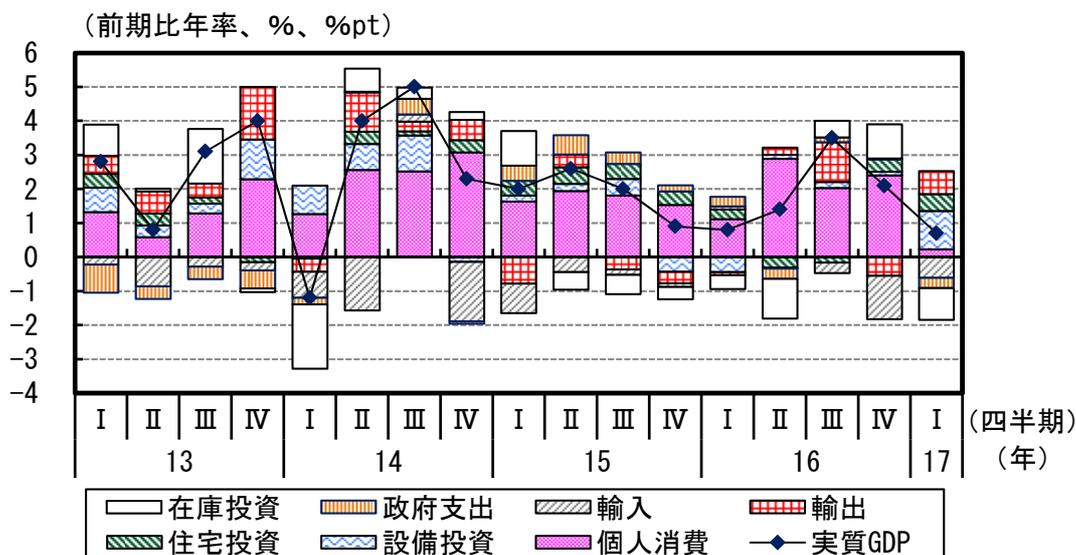
2017年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となり、マイナス成長であった2014年1-3月期以来で最も低い成長率に留まった。前期（同+2.1%）からの減速自体は想定されていたものの、市場予想（Bloomberg調査：同+1.0%）を下回る低成長となり、ネガティブな結果であったと言える。

実質GDP成長率が大幅に減速した主な要因は、個人消費が前期比年率+0.3%と想定外の低い伸びに留まったことである。加えて、在庫投資が前期比年率寄与度▲0.93%ptと、GDP成長率を大きく押し下げたほか、政府支出が前期比年率▲1.7%と3四半期ぶりの減少に転じたこともGDP成長率が減速する要因となった。

一方、内需に関して、設備投資は前期比年率+9.4%と大幅に増加し、住宅投資も同+13.7%と前期から加速している点は好材料であったと言える。しかし、これらで個人消費の減速や在庫投資のマイナスを補うことはできず、GDPから外需を除いた国内需要は同+0.6%、外需と在庫投資を除いた国内最終需要は同+1.5%といずれも前期から伸びが縮小している。外需については、輸出入の双方が前期から増加する中、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ったため、外需寄与度は2四半期ぶりのプラスに転じた。

物価動向については、GDPデフレーターは前期比年率+2.3%と、前期（同+2.1%）から上昇幅が拡大した。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った。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+2.0%と、2014年7-9月期以来の高い伸びを記録し、FRBによるインフレ目標値である2%に達した。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、これまで押し下げに寄与してきたエネルギー価格が上昇に転じたことで前年比ベースの物価上昇が加速している。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



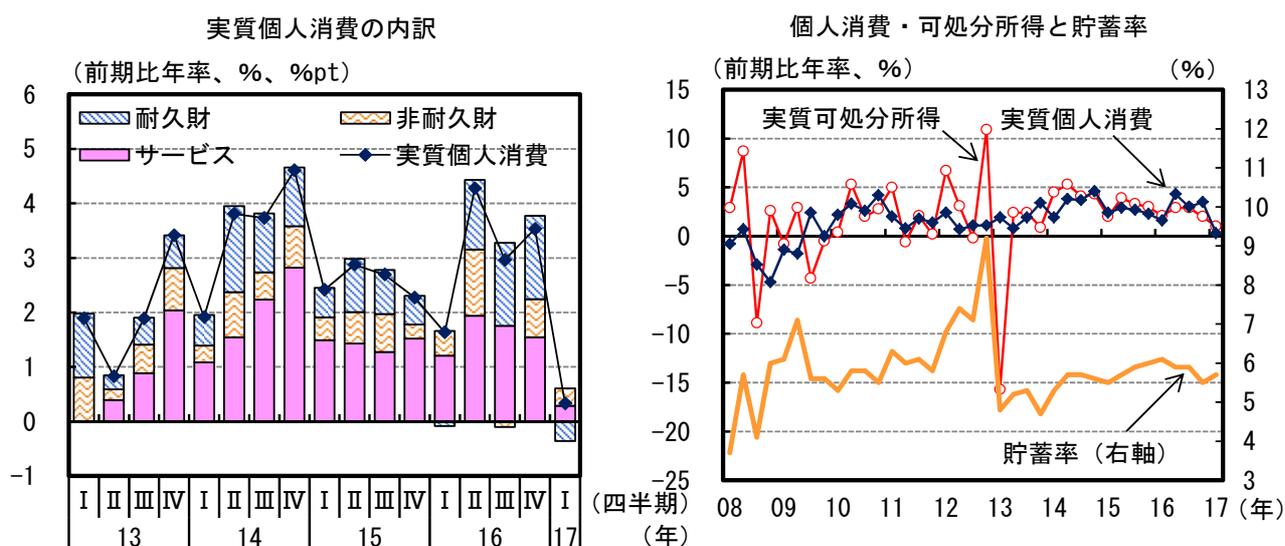
## 自動車販売の減少が個人消費を押し下げ

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+0.3%と、市場予想(同+0.9%)を裏切る期待外れの結果となった。個人消費の伸びは、2009年10-12月期以来の低さである。

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+0.1%、サービス消費が同+0.4%となり、いずれもこれまでのトレンドに照らすと低い伸びに留まっている。財消費の内訳では、非耐久財が同+1.5%と比較的底堅い結果となる一方で、耐久財が同▲2.5%と減少に転じ、全体を押し下げた。耐久財が減少に転じたのは、自動車・同部品の不振が主な要因である。1-3月期の新車販売台数は、銀行によるオートローン向け貸出態度の厳格化などを背景に、同▲17.1%と大きく減少しており、新車販売の低迷が個人消費全体の足を引っ張った。他方、サービス消費減速の主な要因は、住宅・公益費の減少であるが、これは1、2月の温暖な気候による暖房需要の低迷が影響したと考えられる。

個人消費の裏付けとなる所得面に関して見ると、名目可処分所得は前期比年率+3.4%増加、実質可処分所得は同+1.0%となった。名目可処分所得の伸びが3四半期連続で縮小したことに加えて、インフレ率が加速したことにより、実質可処分所得の増加率は2013年10-12月期以来の低さとなった。ただし、減速はしつつも実質可処分所得の伸びは個人消費の伸びを上回っており、貯蓄率は前期の5.5%から5.7%へと上昇している。1-3月期の消費者マインドは改善していたにもかかわらず、家計は支出に対して慎重さを増す結果となったと解釈できる。この一因として、確定申告による税還付の遅れが指摘できる。税還付の遅れは3月には概ね正常化しており、実際、名目可処分所得の伸びに極端な減速は見られていないが、キャッシュフローの不確実性が支出の抑制に作用した可能性があるだろう。

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

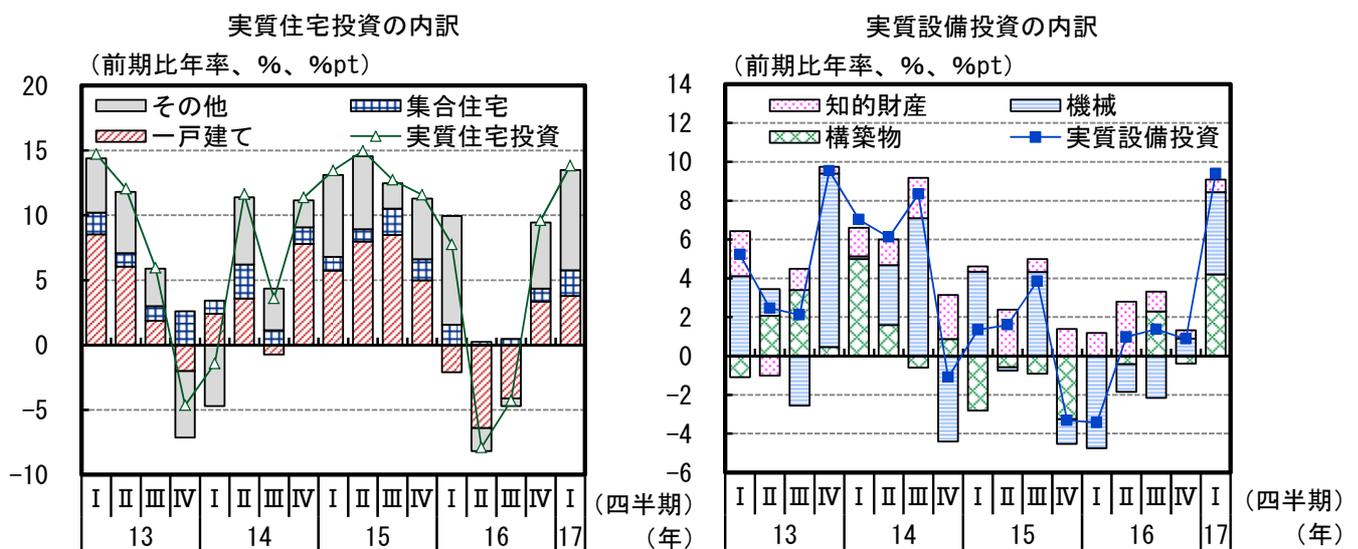
## 住宅投資、設備投資は好調維持

実質住宅投資は前期比年率+13.7%と、2四半期連続で増加、前期から伸び率が拡大する好調な結果となった。一戸建て、集合住宅双方の住宅建設が増加したことに加えて、堅調な住宅販売を背景に、仲介手数料などを含む住宅建設以外の投資も2四半期連続で増加した。

実質設備投資は前期比年率+9.4%と4四半期連続の増加となった。伸び率も前期から大幅に拡大する結果となり、設備投資の増加基調が強まっていることを示す結果となったと言える。設備投資の内訳を見ると、構築物投資、機械投資、知的財産投資の全てが前期から増加、とりわけ構築物投資が同+22.1%と大幅に増加したことが大きく押し上げに寄与した。構築物投資の増加の大半は鉱業関連によるものであり、生産が底打ちする中で鉱業のストック調整が一巡したことが設備投資を押し上げる要因となった。また、これまで改善が遅れてきた機械投資は2四半期連続で増加した。増加ペースは前期から加速していることに加えて、内訳を見ても情報処理関連、工業用機械、輸送用機械と幅広く前期から増加しており、底堅さが増す結果となったと言える。一方のソフトウェア投資を中心とした知的財産投資は、15四半期連続の増加となったが、このところ増加ペースはやや鈍化気味である。

実質民間在庫投資は前期比年率寄与度▲0.93%ptと、3四半期ぶりのマイナス寄与となった。耐久財を中心とした製造業での在庫減少に加えて、卸売業の在庫が減少し全体を押し下げた。一方、小売業の在庫については前期から増加しているが、これは今回の個人消費の減速を受けたものと考えられる。

図表4 実質住宅投資の内訳、実質設備投資の内訳



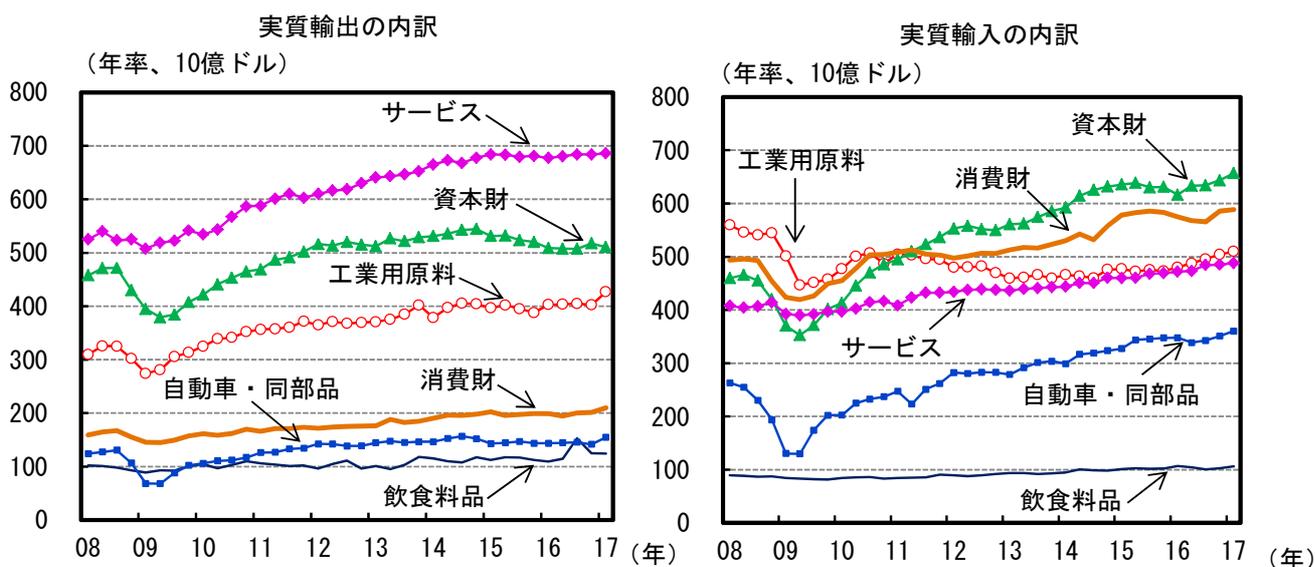
## 輸出入とも前期から増加、政府支出では国防関連が減少

実質輸出は前期比年率+5.8%と、2四半期ぶりの増加に転じた。財・サービス別では、財輸出が同+8.3%、サービス輸出が同+1.2%となり、前期に大きく減少していた財輸出が反発し全体を押し上げた。財輸出の内訳を見ると、鉱物性燃料等を含む工業用原料が同+26.7%と大幅に増加したほか、自動車・同部品が同+43.5%と増加したことが押し上げに寄与している。また、消費財（飲食料品、自動車・同部品を除く）も同+18.4%と3四半期連続で増加し、増加基調を維持した。他方で、財輸出の主力製品である資本財（除く自動車・同部品）は同▲5.1%と2四半期ぶりに減少する冴えない結果となったほか、飲食料品は同▲2.2%と減少した。サービス輸出については、金融や情報通信などの企業向けサービス、および旅行サービスが増加した。

実質輸入は前期比年率+4.1%と4四半期連続で増加した。財・サービス別では、財輸入が同+4.5%増加、サービス輸入は同+2.6%となり、特に財輸入が好調であった。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が見られている。ただし、個人消費が低調であったことを映じて、消費財輸入の伸びは相対的に小さなものに留まった。サービス輸入に関しては、運輸サービス、旅行サービスなどの増加が押し上げに寄与した。

実質政府支出は前期比年率▲1.7%と3四半期ぶりの減少に転じた。連邦政府については、非国防関連支出が前期から増加する一方で、国防関連支出が前期から減少し、全体としては同▲1.9%と2四半期連続で減少した。州・地方政府については、構築物投資の減少が下押し要因となり、同▲1.5%と2四半期ぶりの減少に転じている。

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

## 個人消費は4-6月以降持ち直しも、あくまで緩やかな増加へ

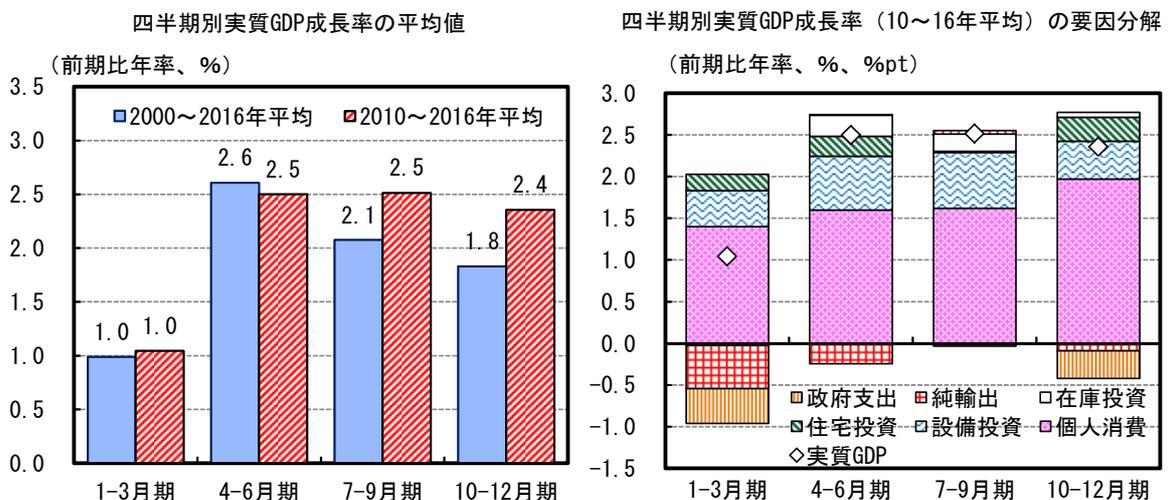
2017年1-3月期のGDPは、米国経済のメインドライバーである個人消費が想定以上に減速するネガティブな結果となった。個人消費が4-6月期以降に持ち直すか否かが、米国経済の先行きを見通す上での最大の注目点となろう。

1-3月期の個人消費減速の背景には所得の減速があるとみられるが、個人消費は所得以上に落ち込む結果となった。消費者マインドは非常に高い水準を維持していることを考慮すると、所得対比で見た1-3月期の個人消費の伸びは物足りない。1-3月期は暖冬や税還付の遅れといった一時的要因が影響した可能性にも鑑みると、4-6月期以降は所得並みのペースで個人消費も増加することが期待される。

一方で所得を取り巻く環境を見ると、完全雇用が近づく中で、雇用者数の伸びは鈍化傾向にある。労働需給のひっ迫により賃金は着実に上昇速度を速めているものの、雇用者数の伸びが鈍化する中で、マクロベースの所得（賃金×雇用者数）の伸びが大きく加速する可能性も限定的と考えられる。個人消費の増加ペースが今後加速するとは考え難く、あくまで緩やかなペースでの増加基調が続くことになろう。

なお、GDP統計に関しては、季節調整が適切に行われていないことで1-3月期の成長率が低くなる傾向、いわゆる残存季節性（residual seasonality）が指摘されている。実際、四半期別の実質GDP成長率の平均値を確認すると、1-3月期が他の四半期と比べて特に低いことが確認できる。需要項目別に2010年以降の平均値を見ると、1-3月期は大半の需要項目が他の四半期に比べて弱い結果となっているが、とりわけ純輸出、政府支出が大きくマイナスに寄与する傾向が見られる。こうした傾向が2017年4-6月期の高成長を保証するものではないが、4-6月期に成長率が再加速する可能性を高める一要因として意識しておく必要がある。

図表6 実質GDP成長率の残存季節性



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成