

ヘッドラインは減速も、内容は良好

2017年10-12月期米GDP：輸入の急増が減速要因、内需は総じて加速

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]

- 2017年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と前期の同+3.2%から減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+3.0%）を下回る結果となった。しかし、成長率の内訳を見ると、非常に強い内容であり、ヘッドラインの減速を懸念する必要はない。
- 今回、GDP成長率が減速する最大の要因となったのは、控除項目である輸入が前期比年率+13.9%と2010年7-9期以来の高い伸びとなったことである。国内需要の内訳を見ると、個人消費、設備投資、政府支出が前期から加速、前期にマイナス成長だった住宅投資も増加に転じており、内需の堅調さが輸入を増加させる要因となったと考えられる。
- 米国経済の先行きに関しては、内需の拡大を中心とした、自律的な景気拡大が続くと見込まれる。加えて、2017年12月に成立した税制改革が2018年1月から適用されており、景気拡大をサポートする要因となろう。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2016				2017			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質GDP	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.2	2.6
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.2	3.8
設備投資	-4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	6.8
住宅投資	13.4	-4.7	-4.5	7.1	11.1	-7.3	-4.7	11.6
輸出	-2.6	2.8	6.4	-3.8	7.3	3.5	2.1	6.9
輸入	-0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	-0.7	13.9
政府支出	1.8	-0.9	0.5	0.2	-0.6	-0.2	0.7	3.0
寄与度、%pt								
個人消費	1.23	2.57	1.92	1.99	1.32	2.24	1.49	2.58
設備投資	-0.52	0.41	0.42	0.02	0.86	0.82	0.58	0.84
住宅投資	0.47	-0.18	-0.18	0.26	0.41	-0.30	-0.18	0.42
民間在庫	-0.64	-0.67	0.16	1.06	-1.46	0.12	0.79	-0.67
純輸出	-0.28	0.28	0.36	-1.61	0.22	0.21	0.36	-1.13
輸出	-0.33	0.32	0.74	-0.47	0.85	0.42	0.25	0.82
輸入	0.04	-0.04	-0.37	-1.14	-0.63	-0.22	0.11	-1.96
政府支出	0.32	-0.16	0.09	0.03	-0.11	-0.03	0.12	0.50

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

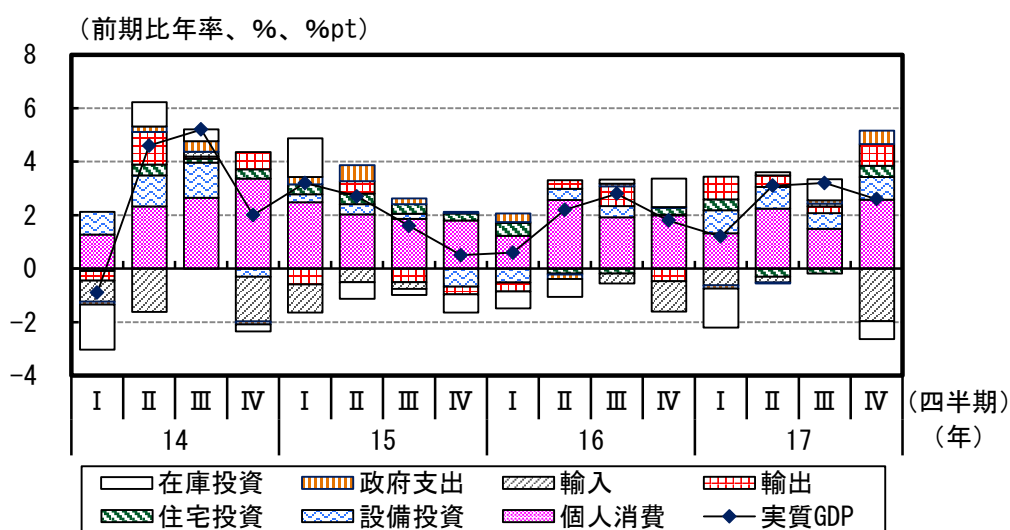
実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%、市場予想を下回る

2017年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と前期の同+3.2%から減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+3.0%）を下回る結果となった。しかし、成長率の内訳を見ると、非常に強い内容であり、ヘッドラインの減速を懸念する必要はない。

今回、GDP成長率が減速する最大の要因となったのは、控除項目である輸入が前期比年率+13.9%と2010年7-9月期以来の高い伸びとなったことである。実質GDPから純輸出（輸出-輸入）を除いた実質国内需要は同+3.6%と前期の同+2.7%から加速しており、内需の堅調さが輸入を増加させる要因となったと考えられる。国内需要の内訳を見ると、個人消費、設備投資、政府支出が前期から加速、前期にマイナス成長だった住宅投資も増加に転じており、いずれも良好な結果となっている。また、民間在庫が前期比年率寄与度▲0.67%ptと3四半期ぶりのマイナス寄与に転じたが、これも需要の堅調さを反映したものとみられる。実質GDP成長率から純輸出、および民間在庫を除いた実質国内最終需要は前期比年率+4.3%と2014年7-9月期以来の高い伸びを記録した。

物価動向に関して、GDPデフレーターは前期比年率+2.4%と、前期（同+2.1%）から伸びが加速した。設備投資、住宅投資デフレーターが減速する一方で、PCE（個人消費支出）価格指数が同+2.8%と、2011年4-6月期以降の高い伸びとなったことが、GDPデフレーターの上押し要因となった。ただし、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+1.7%と前期の同+1.5%から伸びが加速しつつも、依然として目標である2%を下回って推移している。また、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+1.5%と、伸びが鈍い状況が続いている。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



個人消費は耐久財を中心に加速

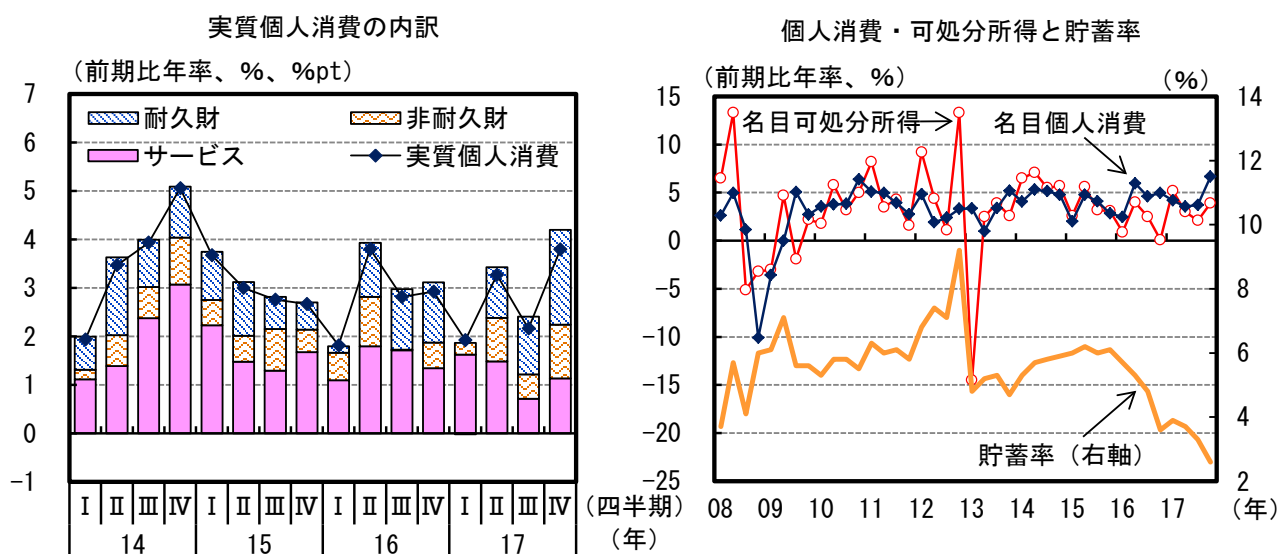
需要項目ごとの動向に関して、実質個人消費は前期比年率+3.8%と前期から加速した。財・サービス別では、財消費が同+8.2%、サービス消費が同+1.8%と、特に財消費が好調であり全体を押し上げた。

財消費の内訳をより仔細に見ると、耐久財は前期比年率+14.2%と2009年7-9月期以来の高い伸びを記録した。8、9月の大型ハリケーンによる被害後の買い替え需要によって、自動車販売が高水準で推移したことに加えて、娯楽用品、家具・家庭用耐久財も前期から大幅に増加しており、幅広い品目で消費が増加した。また、非耐久財についても同+5.2%と、2010年10-12月期以来の高い伸びとなった。非耐久財の内訳では、価格が上昇する中、ガソリン・エネルギーの消費が2四半期連続で減少したが、衣服・履物の大幅な増加や、飲食料品の加速が全体の押し上げに寄与した。

サービス消費は前期比年率+1.8%となった。前期からは伸び率が加速したが、高い伸びを記録した財消費に比べると、緩やかな伸びに留まったと言える。サービス消費の内訳では、前期に減少した住居・公益サービスが増加に転じたこと、およびヘルスケアの増加が主な押し上げ要因となった。他方で、輸送サービス、娯楽サービスは前期から減少しており、全体の伸びを抑制した。

個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、実質可処分所得は前期比年率+1.1%、名目可処分所得は同+3.9%となり、いずれも前期から加速する結果となった。しかし、可処分所得の伸びは個人消費の伸びを下回ったことから、家計の貯蓄率は2.6%と3四半期連続で低下、2005年7-9月期以来の低水準となった。貯蓄率の低下は、基本的には高水準で推移する消費者マインドを映じたものと考えられる。これに加えて、ハリケーン被害からの復興のために、一部の家計では所得以上に消費を増やす必要があったという事情が影響したとみられる。

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

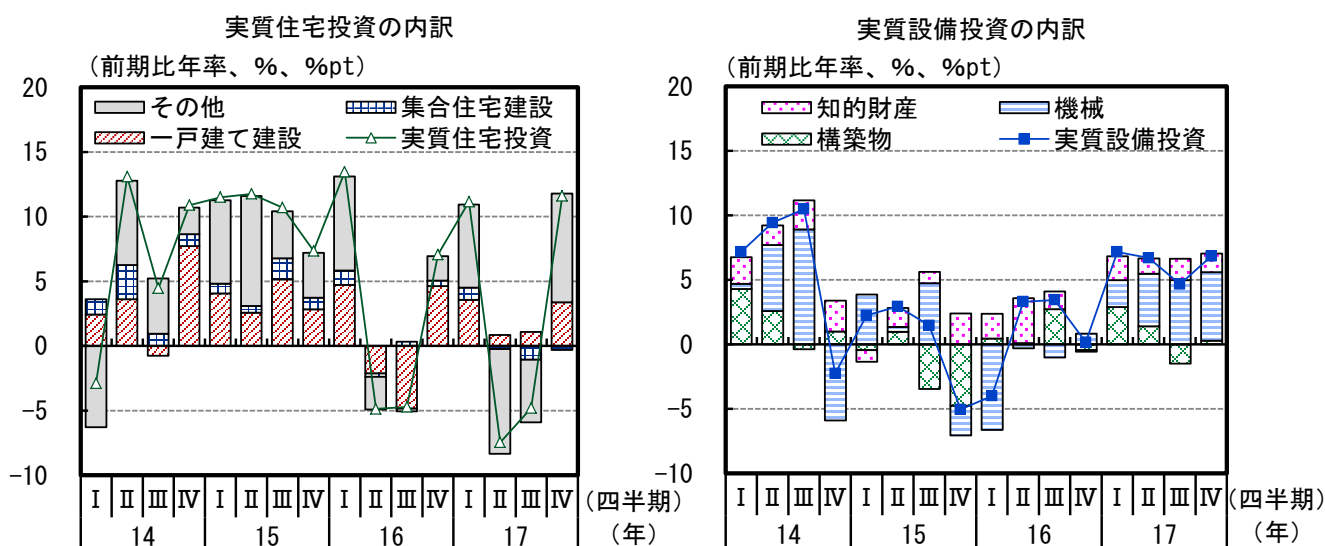
復興需要が住宅投資を押し上げ、設備投資は機械投資が堅調

実質住宅投資は前期比年率+11.6%と、3四半期ぶりの増加となった。住宅投資のうち、住居については、集合住宅の建設が3四半期連続で減少する一方、一戸建て住宅の建設が前期から加速したことで、全体としては同+6.9%と2四半期ぶりの増加に転じた。また、住居以外のその他構築物は同+15.5%と3四半期ぶりの増加に転じた。住宅販売の持ち直しを受け、不動産仲介料が3四半期ぶりの増加に転じた他、住宅改修やプレハブ住宅¹の増加も押し上げに寄与しており、ハリケーン被害からの復興が押し上げに寄与した模様である。

実質設備投資は前期比年率+6.8%と7四半期連続で増加し、増加幅も前期から拡大した。機械投資が同+11.4%と高い伸びとなったことが、全体を押し上げた。知的財産投資は同+4.5%と前期から伸びがやや鈍化しつつも増加基調を維持し、構築物投資は同+1.4%と小幅ながら2四半期ぶりの増加に転じている。

設備投資の内訳をより仔細に見ていくと、機械投資では、ライトトラックの増加を主因に輸送用機械が大幅に増加した他、農業用機械、建設機械などを含むその他機械投資が好調で全体を牽引した。一方、コンピューターなどを含む情報処理機械、工場設備などの工業用機械は、増加を維持しつつも前期から伸びが鈍化している。知的財産投資では、主力のソフトウェア投資、および研究開発投資の増加幅が縮小した。構築物投資では、商業・ヘルスケアが前期比年率+0.5%と、小幅ながら増加に転じたことに加えて、鉱業関連の投資が同+17.0%と6四半期連続で増加し、全体を押し上げた。ただし、鉱業関連の投資は、2017年初から増加ペースの鈍化が続いている。

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

¹ 統計上、プレハブ住宅 (Manufactured homes) は、住居 (Permanent site residential structures) ではなく、その他構築物 (Other structures) に含まれる。

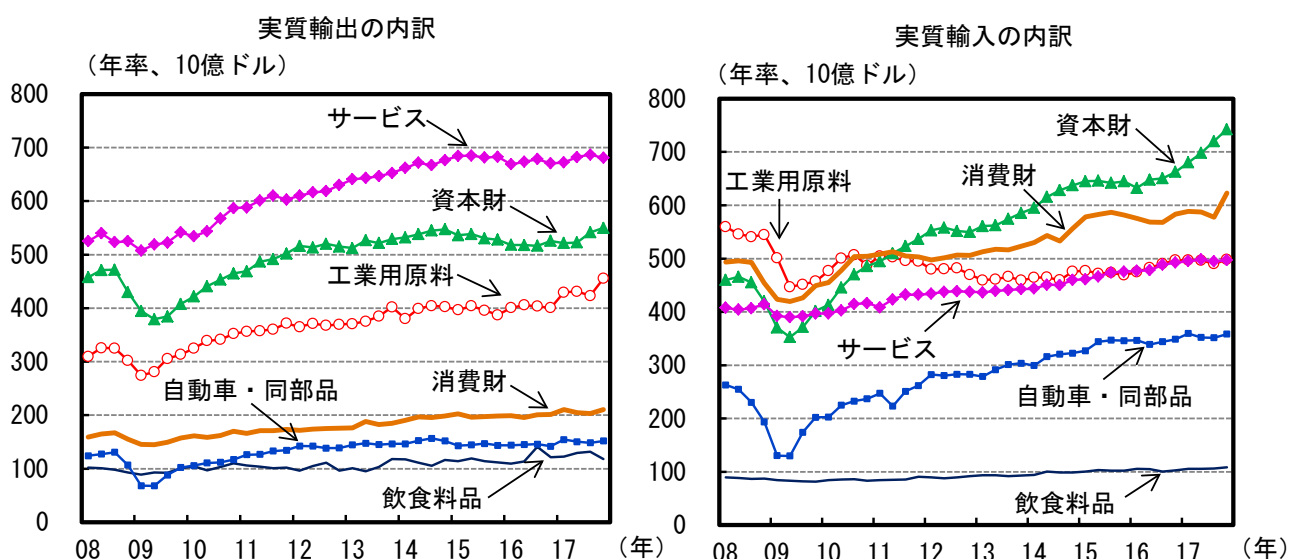
輸出、輸入ともに幅広い品目で増加

実質輸出は前期比年率+6.9%と、4 四半期連続で増加した。財の輸出が同+12.6%と大幅に増加したことが全体を押し上げた。工業用原料が同+34.2%と急増したことに加えて、主力製品である資本財（除く自動車・同部品）が、同+6.4%と増加したことが押し上げに寄与した。また、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）、自動車・同部品についても、いずれも3 四半期ぶりの増加に転じており、幅広い品目で財輸出の拡大が見られた。一方で、サービス輸出については全般的に振るわず、同▲3.3%と4 四半期ぶりの減少に転じている。

実質輸入は前期比年率+13.9%と、2 四半期ぶりに増加、2010 年7-9 月期以来の高い伸びを記録した。内訳を見ると、財の輸入は同+16.8%と大きく増加した。主な輸入品である資本財（除く自動車・同部品）が同+13.1%となったことに加え、資本財に次いで大きなウエイトを占める消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）が同+35.6%と急増し、財輸入を大きく押し上げた。この他、飲食料品、自動車・同部品、工業用原料についても前期から増加しており、内需の堅調さを背景に、中間財、最終財を問わず輸入が増加した。サービス輸入についても、旅行サービス、知的財産使用料などの増加により、同+1.7%と2 四半期ぶりの増加に転じた。

実質政府支出は前期比年率+3.0%と2 四半期連続の増加となった。政府支出のうち連邦政府による支出は、非国防関連の支出が前期からほぼ横ばいとなる中、国防関連の支出が増加し、同+3.5%となった。また、州・地方政府による支出は、構築物投資が4 四半期ぶりの増加に転じたことが押し上げに寄与し、同+2.6%となった。

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

自律成長に加えて、税制改革が景気拡大をサポート

米国経済の先行きに関しては、内需の拡大を中心とした、自律的な景気拡大が続くと見込まれる。加えて、2017年12月に成立した税制改革が2018年1月から適用されており、景気拡大をサポートする要因となろう。

個人消費に関して、貯蓄率が既に長期的に見ても低い水準まで低下していることから、マイルド主導での拡大余地は限られるとみられ、先行きは所得増加に見合ったペースでの拡大が続くとみられる。労働市場に目を向けると、失業率は既に低位にあり、労働供給がボトルネックとなって、雇用者数の伸びが鈍化していく可能性が高まっている。一方、1月以降、税制改革による可処分所得の増加が見込まれることに加えて、税制改革を受けた賃上げの動きが広がりつつあることから、マクロの所得は底堅く推移することになる。ただし、税制変更が所得に反映されるまでには時間が掛かるとみられ、減税による個人消費の刺激効果の発現にも、相当程度タイムラグを要する可能性がある点には留意が必要である。

10-12月期に大きく増加した住宅投資については、復興需要の剥落によって、短期的には減速する公算が大きい。また、所得環境の底堅さが続く中で、増加基調が続くことが見込まれるものの、建設労働者の不足などの供給制約により、あくまで緩やかなペースで増加していくことになる。

企業部門を取り巻く環境は、マインド面、実体面とも総じて良好であり、設備投資は先行きも堅調に推移する見通しである。労働需給がひっ迫する中、企業の省力化投資に対するニーズは今後一層高まるとみられ、機械投資を中心とした設備投資の増勢は加速が見込まれる。また、原油価格の上昇に伴って鉱業の稼働率は上昇基調を高めつつあり、2017年初から減速してきた鉱業関連の投資が再加速する可能性も高まっている。税制改革に関して、米国企業のキャッシュフローが潤沢であることを踏まえると、法人税率の引き下げや設備投資減税による資本コスト低下の効果は限定的に留まるとみられる。だが一方で、減税などの政策によって企業の期待成長率が押し上げられれば、設備投資を上振れさせる可能性もあろう。

今回、幅広い品目で増加した輸出、輸入についても、海外経済、および米国の内需の拡大が続くと見込まれることから、増加が続くとみられる。しかし、トランプ政権によって保護主義的な通商政策が推し進められるリスクが高まっている。トランプ大統領は、1月に入って太陽光パネルと洗濯機に対してセーフガード（緊急輸入制限措置）を発動した。政権の主な目的は、輸入の抑制および貿易赤字の縮小にあるが、関税引き上げなどの措置は、物価上昇などを通じて、米国の内需にも悪影響を及ぼす可能性がある。また、言うまでもなく貿易相手国による対抗措置は、米国からの輸出を抑制する要因になる。トランプ大統領は、NAFTAや米韓FTAについても引き続き脱退をほのめかすような発言を繰り返していることから、今後の交渉の進展は、米国経済の先行きを考える上での大きな注目点となる。