

個人消費の減速で米 GDP 成長率は鈍化

2018年1-3月期米 GDP：設備投資、在庫投資が GDP 成長率を下支え

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]

- 2018年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.3%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同+2.0%）を上回ったものの、前期から成長率が鈍化する結果となった。減速の主因は、個人消費が同+1.1%と2013年4-6月期以来の低い伸びに留まったことである。
- 実質 GDP から純輸出、民間在庫を除いた実質国内最終需要は前期比年率+1.6%と2016年1-3月期以来の低成長となり、実質 GDP よりも減速感が強い。今回 GDP の押し上げに寄与した民間在庫の増加は、国内最終需要の減速と併せて考えると必ずしもポジティブに評価できるものではなく、実質 GDP 成長率は割り引いて評価する必要があるだろう。
- 4-6月期には個人消費が再加速し、GDP 全体でも伸びが高まると見込む。税制改革による減税の恩恵が本格化するの4-6月期からとみられており、家計の可処分所得を押し上げることが見込まれる。今回の個人消費の減速は前期からの反動とみられ、4-6月期以降は所得増加に見合ったペースでの個人消費の拡大が続くことになろう。

図表1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2016			2017				2018
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質 GDP	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.2	2.9	2.3
個人消費	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.2	4.0	1.1
設備投資	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	6.8	6.1
住宅投資	-4.7	-4.5	7.1	11.1	-7.3	-4.7	12.8	0.0
輸出	2.8	6.4	-3.8	7.3	3.5	2.1	7.0	4.8
輸入	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	-0.7	14.1	2.6
政府支出	-0.9	0.5	0.2	-0.6	-0.2	0.7	3.0	1.2
寄与度、%pt								
個人消費	2.57	1.92	1.99	1.32	2.24	1.49	2.75	0.73
設備投資	0.41	0.42	0.02	0.86	0.82	0.58	0.84	0.76
住宅投資	-0.18	-0.18	0.26	0.41	-0.30	-0.18	0.46	0.00
民間在庫	-0.67	0.16	1.06	-1.46	0.12	0.79	-0.53	0.43
純輸出	0.28	0.36	-1.61	0.22	0.21	0.36	-1.16	0.20
輸出	0.32	0.74	-0.47	0.85	0.42	0.25	0.83	0.59
輸入	-0.04	-0.37	-1.14	-0.63	-0.22	0.11	-1.99	-0.39
政府支出	-0.16	0.09	0.03	-0.11	-0.03	0.12	0.51	0.20

(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+2.3%へ減速

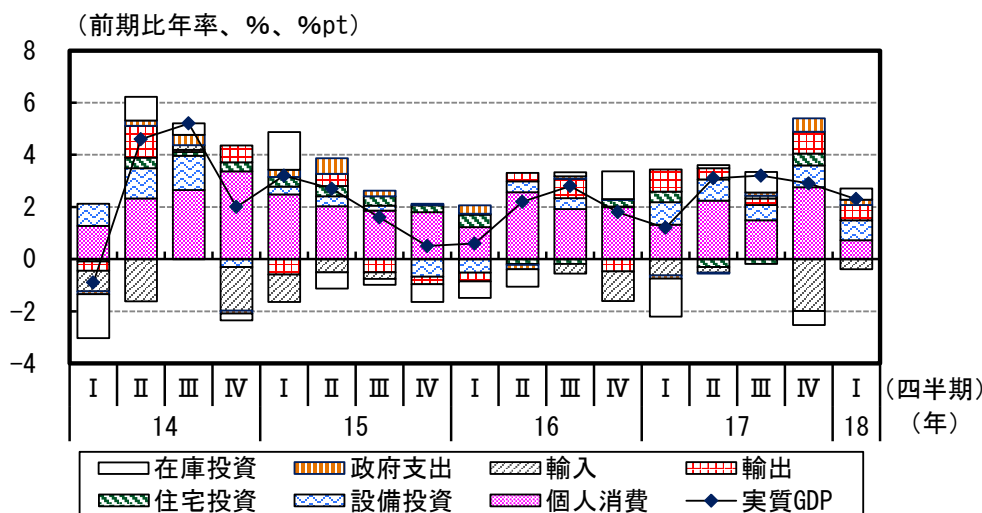
2018年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.3%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+2.0%）を上回ったものの、前期（同+2.9%）から成長率が鈍化する結果となった。

今回、GDP成長率が減速した最大の要因は、最大の需要項目である個人消費が前期比年率+1.1%と2013年4-6月期以来の低い伸びに留まったことである。また、住宅投資も同横ばいに留まり、家計関連需要の減速が全体に響いた。他方、設備投資については同+6.1%と前期から減速しつつも、個人消費や住宅投資に比べると伸び率の低下幅は小さく、高めの伸びを維持したと評価できる。加えて、民間在庫（前期比寄与度+0.43%pt）、および純輸出（同+0.20%pt）が、いずれも前期のマイナス寄与からプラス寄与に転じ、GDP全体を下支えした。

前期比年率+2.3%となった実質GDP成長率自体は、潜在成長率が2%程度であることを踏まえれば決して低くない。しかし、実質GDPから純輸出、民間在庫を除いた実質国内最終需要は同+1.6%と2016年1-3月期以来の低成長となり、実質GDPよりも減速感が強い。今回GDPの押し上げに寄与した民間在庫の増加は、国内最終需要の減速と併せて考えると必ずしもポジティブに評価できるものではなく、実質GDP成長率については割り引いて評価する必要がある。

物価動向に関して、GDPデフレーターは前期比年率+2.0%となり、前期（同+2.3%）から上昇率が縮小した。ただし、減速の要因は控除項目である輸入価格指数が同+9.3%と加速したことである。内需項目に関して見ると、PCE（個人消費支出）価格指数の伸びは同+2.7%と前期から変わらず、設備投資価格指数、住宅投資価格指数は前期から上昇幅が拡大し、内需デフレーターは同+2.8%と前期から伸びが加速している。なお、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+1.8%と前期の同+1.7%から加速し、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数も同+1.7%と、前期から上昇幅が拡大した。また、GDPの翌営業日に公表された、月次ベースのPCE価格指数では、2018年3月には同+2.0%と、FRBのインフレ目標である2%に到達、コアPCE価格指数も同+1.9%と2017年2月以来の伸びとなった。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



個人消費は好調だった前期からの反動で減速も、市場予想通りの結果

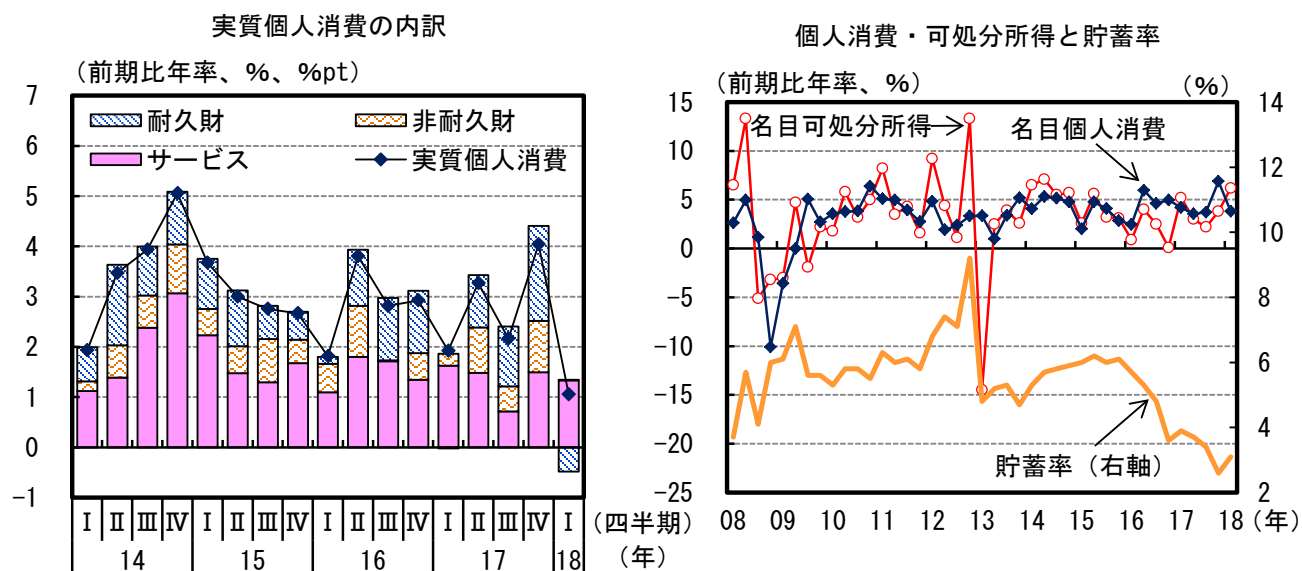
需要項目ごとの動向に関して、実質個人消費は前期比年率+1.1%と前期の同+4.0%から大きく減速したものの、市場予想通りの結果であった。個人消費の内訳を財・サービス別に見ると、サービス消費が同+2.1%と底堅い伸びを維持する一方で、財消費が同▲1.1%と2011年4-6月期以来の減少に転じたことが全体を押し下げた。

財消費が減少する要因となったのは、自動車販売の減少により耐久財の消費が前期比年率▲3.3%と減少したためである。前期は大型ハリケーン被害後の買い替え需要により自動車販売が高水準だったため、そこからの反動減が耐久財消費を押し下げる要因になった。また、家具・家庭用耐久財は前期からの増加を維持しつつも増加幅は非常に小幅（同+0.5%）となり、こちらも自動車同様に復興需要の一服、前期の高い伸びの反動が影響したとみられる。

非耐久財についても、前期比年率+0.1%と前期から減速し、小幅な伸びに留まった。2017年末のホリデー商戦が好調だった反動で衣服・履物が同▲9.0%と減少した他、価格上昇が続く中、ガソリン・エネルギーの消費が同▲3.4%減少し、全体の足を引っ張った。

他方、底堅い伸びを維持したサービス消費の内訳では、ヘルスケアサービス、金融・保険サービスの伸びが前期から拡大、娯楽サービスは前期の減少から増加に転じるなど、幅広い分野で消費が増加した。しかし、サービス消費全体に占める割合が大きい住居・公益サービスが前期から伸びが鈍化したことで、全体の伸びが抑制された。

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



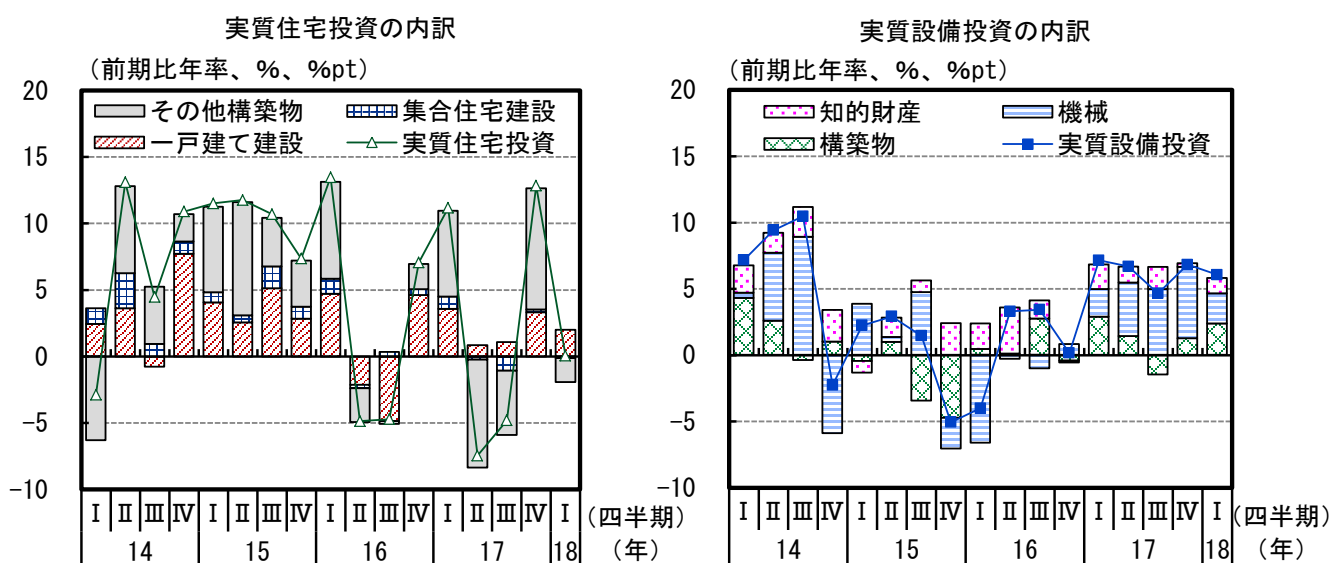
個人消費の裏付けとなる所得動向を確認すると、名目雇用者報酬は前期比年率+5.2%と前期から加速し、名目可処分所得は同+6.2%と2014年4-6月期以来の増加幅を記録した。実質可処分所得についても同+3.4%と2015年4-6月期以来の高い伸びとなっており、1-3月期の所得環境は非常に良好であったと言える。1-3月期の個人消費の減速要因として、税還付の遅れが指

摘されていたが、個人税の純支払は前期から減少し、可処分所得を押し上げる要因となっていることから、必ずしも税還付の遅れが個人消費の押し下げに寄与したとは言い切れない。前期の個人消費が非常に好調だったこと、内訳でも前期に大幅に増加した項目での減少・減速が目立つことを踏まえると、ハリケーンからの復興需要の一服、および好調だったホリデー商戦の反動が個人消費の減速の主因と考える方が自然であろう。可処分所得の伸びを個人消費の伸びが下回った結果、家計の貯蓄率は3.1%と4四半期ぶりに上昇した。

販売減少で住宅投資は前期比横ばい、設備投資は堅調な伸びを維持

実質住宅投資は前期比年率+0.0%となり、前期の高い伸びから減速した。住宅投資のうち住居建設については、集合住宅が前期から減少する中、一戸建て住宅の増加によって同+4.3%と2四半期連続の増加を維持した。一方で、住居以外のその他構築物が同▲3.2%と減少に転じたことが全体を押し下げた。その他構築物では前期に引き続きプレハブ住宅や住宅改修が増加する中、中古住宅販売の減少により不動産仲介料が減少したことが足を引っ張った。

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

実質設備投資は前期比年率+6.1%と8四半期連続で増加する堅調な結果であった。機械投資が同+4.7%と前期から減速する半面、構築物投資が同+12.3%、知的財産投資が同+3.6%と伸びを拡大し、全体としては前期からわずかに減速しつつも高めの伸びを維持した。

設備投資の内訳をより仔細に見ていくと、機械投資ではコンピューターなどを含む情報処理機械が前期比年率+9.6%、工場設備などの工業用機械は同+4.2%となり、いずれも前期と同程度の伸びとなった。一方で、前期に大幅に増加した輸送用機械が、乗用車、航空機、船舶などの減少によって同+4.6%へと減速し、全体の伸びを抑制する要因となった。また、農業機械、建設機械などを含むその他機械投資については、鉱業機械の減少を主因に同▲0.8%と6四半期

ぶりの減少に転じている。

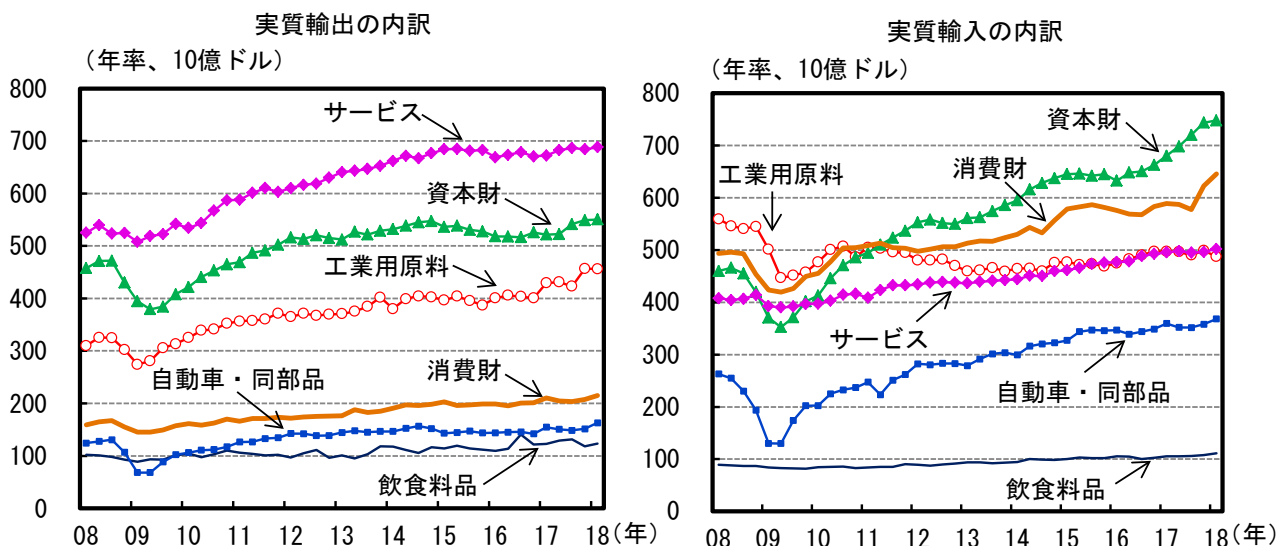
他方、今回好調だった構築物投資においては、原油価格の上昇を背景に、鉱業関連の投資が前期比年率+37.7%と加速し全体を押し上げた。加えて、オフィスの増加を中心に商業・ヘルスケアが同+6.0%増加した他、製造業関連投資も同+9.1%と前期から加速している。

知的財産投資に関しては、主力のソフトウェア投資が前期比年率+2.9%と2四半期ぶりの増加に転じたことに加えて、研究開発投資も同+3.9%と増加幅が拡大した。

輸出、輸入ともに増加が続くも、伸び率は縮小

実質輸出は前期比年率+4.8%と5四半期連続の増加となったが、伸び率は前期から縮小した。伸び率縮小の要因は財輸出の伸びが前期の同+11.6%から同+6.1%へと減速したことである。前期に急増した工業用原料が、高水準を維持しつつも同▲0.3%とわずかに減少したことに加えて、主力輸出品である資本財（除く自動車・同部品）が、航空機、コンピューターなどの減少によって同+1.0%と小幅な伸びに留まった。他方で、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）、自動車については、前期から伸びが加速、飲食料品は前期の減少から増加に転じている。サービス輸出に関しては、金融サービスなどを含むその他企業向けサービスが減少する一方、輸送サービス、旅行サービス、知的財産権使用料が増加し、全体では同+2.4%と2四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

実質輸入は前期比年率+2.6%となり、こちらも大幅に増加した前期から伸びが縮小する結果となった。輸入のうち財輸入が同+2.1%となり、前期の同+17.3%から大きく減速したが、こ

これは、資本財（除く自動車・同部品）の伸びが鈍化したことに加えて、工業用原料の輸入が 2 四半期ぶりの減少に転じたためである。ただし、資本財の輸入については 8 四半期連続で増加を維持し、特に前期までの 4 四半期は 2 桁増の高い伸びが続いていたことに鑑みると、減速したとは言え、底堅い推移が続いていると言える。消費財（除く飲食料品、自動車、同部品）、自動車、飲食料品についてはいずれも同+10%台の高い伸びとなった。サービス輸入については、同+4.8%と 2 四半期連続で増加、増加幅は前期から拡大した。旅行サービスが減少する中、知的財産権使用料の大幅な増加、および輸送サービス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+1.2%と 3 四半期連続の増加となった。国防関連支出の増加が続いたことに加えて、非国防関連の支出が 5 四半期ぶりの増加に転じ、連邦政府による支出は同+1.7%となった。州・地方政府による支出は、前期に急増した構築物投資が減少に転じたことが押し下げ要因となり、同+0.8%と小幅な伸びに留まった。

今回減速した個人消費は 4-6 月期には再加速の見込み

米国経済の先行きに関して、今回減速が見られた個人消費の持ち直しが最大の焦点となるが、4-6 月期には個人消費が再加速し、GDP 全体でも伸びが高まると見込む。企業の好業績、旺盛な労働需要を背景に、労働市場は先行きも改善が続くとみられ、家計の所得環境の改善は先行きも継続する可能性が高い。加えて、2018 年から実施された税制改革による減税の恩恵が本格化するの 4-6 月期からとみられており、家計の可処分所得を押し上げることが見込まれる。今回の個人消費の減速は前期からの反動とみられ、4-6 月期以降は所得増加に見合ったペースでの個人消費の拡大が続くことになろう。他方、貯蓄率は長期的にみて低水準にあるため、マインド主導、すなわち消費性向上昇による個人消費の拡大余地は狭まっている。

足下まで堅調を維持する設備投資については、先行きも増加基調が続くと見込まれる。企業マインドは高水準を維持し、設備稼働率が着実に上昇する中、企業による設備投資需要は今後も拡大すると考えられる。また、労働需給のひっ迫による省力化投資に対するニーズの高まりも、設備投資増加を後押しする要因となろう。さらに、原油価格の上昇は、エネルギー産業の設備投資を誘発する可能性が高い。2014 年の原油価格急落以降、米国のエネルギー産業は積極的にストック調整を行ってきた結果、足下では稼働率が長期平均を上回る水準まで上昇しており、能力増強の必要性が高まっている。

先行きのリスク要因としては、通商政策の動向が挙げられよう。関税導入による輸入価格の上昇は、企業のコスト増、家計の購買力低下要因となり、内需の成長力を低下させる。また、貿易相手国による対応措置によって米国からの輸出が減少することになれば、直接的に GDP を押し下げるのみならず、企業の生産活動、ひいては設備投資の拡大を阻害する要因となろう。3 月末から導入されている鉄鋼・アルミ関税に関して、適用除外国・地域が設定されていることもあり、影響は軽微と考えられるが、中国向けの関税措置についてはまだ詳細が決定しておらず、今後の交渉の行方を十分見極めていく必要がある。