

米 GDP は 2014 年 7-9 月期以来の高成長

2018 年 4-6 月期米 GDP : 個人消費の再加速、輸出の増加が押し上げ

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2018 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.1%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同+4.2%）をわずかに下回った。ただし、2014 年 7-9 月期以来の高い伸びを記録し、+2%程度とみられる潜在成長率を大きく上回っていることから、足下までの米国経済の好調さを確認させる結果となったと言える。
- 4-6 月期の高成長の最大の要因は、1-3 月期に低成長となった個人消費が、前期比年率+4.0%と再加速したことである。また、輸出が大幅に増加する一方、輸入の伸びが前期から減速したことで、外需寄与度は3 四半期ぶりのプラスに転じており、GDP 成長率の押し上げに寄与した。
- 米国経済は先行きも拡大が続くと考えられるが、今回のような前期比年率+4%を上回る高成長を維持することは困難とみられる。米国経済は貿易依存度が低いことに加え、内需が非常に力強いことを踏まえれば、貿易摩擦によって米国の成長が腰折れするとは考え難いが、最大のリスク要因は引き続きトランプ政権による通商政策となろう。

図表 1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2016		2017				2018	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質 GDP	1.9	1.8	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.1
個人消費	2.7	2.6	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	4.0
設備投資	4.6	0.0	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	7.3
住宅投資	-1.7	7.7	11.1	-5.5	-0.5	11.1	-3.4	-1.1
輸出	6.1	-3.6	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3
輸入	4.9	6.2	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	0.5
政府支出	1.0	0.2	-0.8	0.0	-1.0	2.4	1.5	2.1
寄与度、%pt								
個人消費	1.79	1.75	1.22	1.95	1.52	2.64	0.36	2.69
設備投資	0.59	0.00	1.20	0.94	0.45	0.63	1.47	0.98
住宅投資	-0.06	0.28	0.41	-0.22	-0.02	0.41	-0.14	-0.04
民間在庫	-0.59	1.03	-0.80	0.23	1.04	-0.91	0.27	-1.00
純輸出	0.03	-1.32	-0.10	0.08	0.01	-0.89	-0.02	1.06
輸出	0.71	-0.44	0.59	0.44	0.42	0.79	0.43	1.12
輸入	-0.68	-0.88	-0.69	-0.36	-0.41	-1.68	-0.45	-0.06
政府支出	0.17	0.03	-0.13	0.01	-0.18	0.41	0.27	0.37

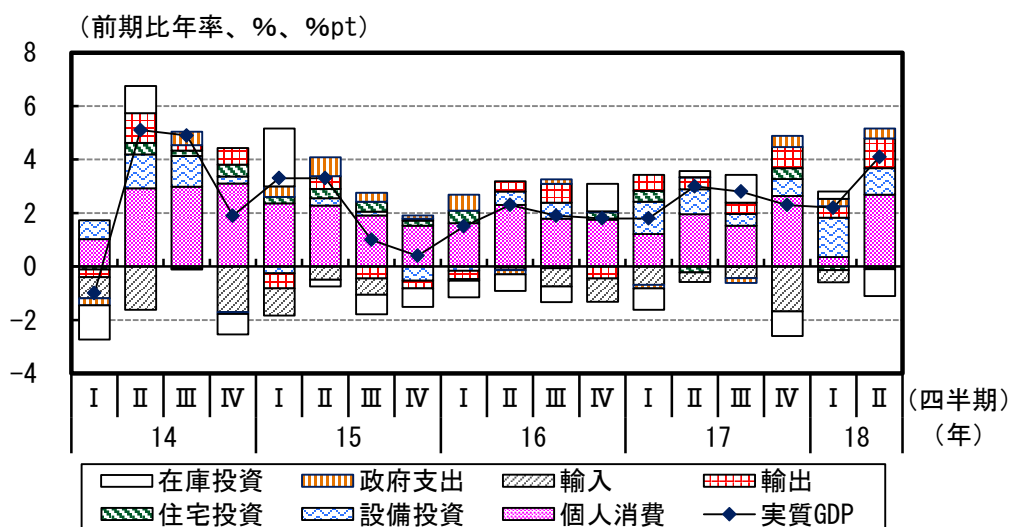
(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

実質 GDP 成長率は前期比年率+4.1%へ加速

2018年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%となった。市場予想(Bloomberg調査:同+4.2%)をわずかに下回ったものの、前期の成長率が従来の同+2.0%から同+2.2%へと上方修正されていることも併せれば、概ね想定内の結果であった¹。4-6月期のGDP成長率は、2014年7-9月期以来の高い伸びを記録し、+2%程度とみられる潜在成長率を大きく上回っていることから、足下までの米国経済の好調さを確認させる結果となったと言える。

4-6月期の高成長の最大の要因は、1-3月期に低成長となった個人消費が、前期比年率+4.0%と再加速したことである。また、設備投資は前期から伸びが縮小したものの、同+7.3%と9四半期連続で増加し、堅調を維持する結果となった。住宅投資については同▲1.1%と2四半期連続のマイナス成長と弱含む結果となったが、GDPから外需(純輸出)を除いた国内需要は同+2.9%増加し、外需および民間在庫投資を除いた国内最終需要は同+3.9%と、個人消費を中心に内需全体としては非常に力強い。また、外需についても、輸出が大幅に増加する一方、輸入の伸びが前期から減速したことで、外需寄与度は3四半期ぶりのプラスに転じており、GDP成長率の押し上げに寄与した。

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

物価動向に関して、GDPデフレーターは前期比年率+3.0%となり、2008年7-9月期以来の高い伸びとなった。設備投資価格指数(同+2.0%)、政府支出価格指数(同+3.1%)、輸出価格指数(同+5.8%)の伸びが前期から加速したことに加えて、ドル高を主因に控除項目となる輸入価格指数の伸びが鈍化(同+0.1%)したことが、GDPデフレーターを押し上げる要因となった。他方、PCE(個人消費支出)価格指数(同+1.8%)、および住宅投資価格指数(同+7.5%)については、上昇しつつも前期から上昇幅が縮小している。なお、FRB(連邦準備制度理事会)

¹ なお、今回の公表と同時にGDP統計では、年次改訂に加えて、5年ごとの基準年変更が実施されており、過去分が1929年以降、遡及改訂されている。

が注目する PCE 価格指数の前年同期比は+2.2%と前期の同+1.9%から加速し、食品・エネルギーを除くコア PCE 価格指数も同+1.9%と、前期から上昇幅が拡大した。

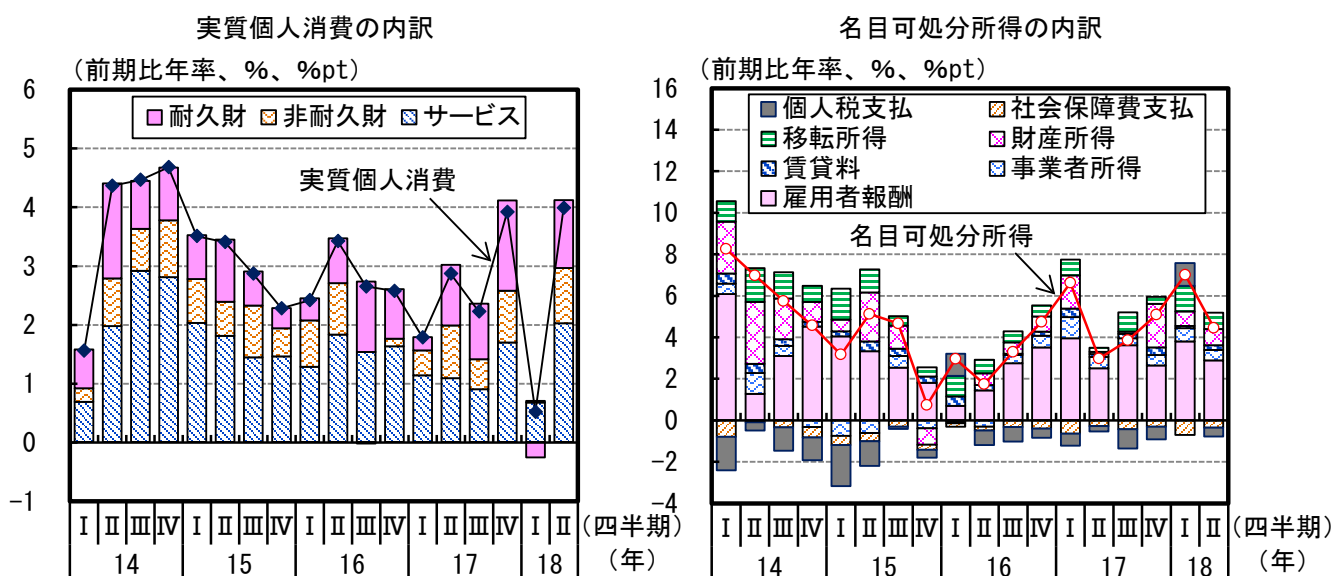
個人消費は市場予想から大幅に上振れ

需要項目ごとの動向を確認していくと、実質個人消費は前期比年率+4.0%と 2014 年 10-12 月期以来の高い伸びとなり、市場予想（同+3.0%）を大きく上回る良好な結果となった。内訳を財・サービス別に見ると、財消費が同+5.9%、サービス消費が同+3.1%となり、財消費の伸びがより大きかった。ただし、相対的に伸びが小さいサービス消費についても、上昇幅は 2015 年 1-3 月期以来の大きさであり、非常に好調な結果と言える。

財消費の内訳をさらに細かく見ると、耐久財消費は前期比年率+9.3%と 2 四半期ぶりの増加に転じた。前期に減少した自動車の消費が同+8.4%と増加に転じたことに加え、家具・家庭用耐久財（同+7.1%）、娯楽用耐久財（同+8.6%）で前期から伸びが拡大しており、幅広い品目で増加が見られた。また、非耐久財についても同+4.2%と前期から伸びが加速した。衣服・履物が同+8.7%と前期の減少から増加に転じた他、ガソリン・エネルギーが同+3.1%と 4 四半期ぶりに増加、飲食料品は同+2.5%と前期から増加幅が拡大しており、こちらも全般的に好調な結果となっている。

サービス消費の内訳では、外食・宿泊サービスが前期比年率+7.1%と大きく増加した他、全体に占めるウェイトが大きい、ヘルスケアサービス（同+3.5%）、住居・公益サービス（同+2.4%）の加速が全体を押し上げた。また、娯楽サービスも同+2.9%と前期から伸びが拡大し、前期に減少していた金融サービス（同+1.1%）、輸送サービス（同+1.0%）では増加に転じるなど、総じて良好な内容である。

図表 3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費の裏付けとなる所得動向を確認すると、名目可処分所得は前期比年率+4.5%、実質可処分所得は同+2.6%と、いずれも底堅い伸びとなったが、前期からは伸びが鈍化する結果となった。名目可処分所得の内訳では、雇用者報酬の伸びが前期の同+5.4%から同+4.1%に鈍化したことに加え、前期に減少したことで可処分所得の押し上げに寄与した個人税支払が増加し、再びマイナス寄与に転じたことが全体の伸びを抑制する要因となった。個人税支払の水準自体は2017年10-12月期時点に比べれば低く、税制改革によって2018年1月以降、家計の税負担が下方にレベルシフトしている可能性が示唆されるが、前期比ベースでの可処分所得の押し上げ効果は既に失われつつある²。可処分所得の伸びが個人消費の伸びを下回った結果、貯蓄率は6.8%と前期の7.2%から低下した³。

住宅投資は2四半期連続で減少、設備投資は減速しつつも堅調

実質住宅投資は前期比年率▲1.1%となり、前期から減少幅が縮小しつつも、2四半期連続の減少となった。前期に大きく減少し、住宅投資全体を押し下げた集合住宅の建設が増加に転じる一方で、建設労働者不足などを背景に一戸建て住宅の建設が減少したことが全体を押し下げる要因となった。また、供給不足や価格上昇、金利上昇によって中古住宅の販売が伸び悩む中、不動産仲介手数料などを含む、その他構築物も同▲0.1%と小幅ながら2四半期連続で減少した。

実質設備投資は前期比年率+7.3%と前期の同+11.5%から伸びが鈍化した。ただし、4-6月期の伸び自体は決して低いわけではなく、9四半期連続での増加となっており、設備投資は底堅い増加基調が続いている。形態別では、構築物投資が同+13.3%と大幅に増加、知的財産投資も同+8.2%と堅調な結果となる中、機械投資が同+3.9%と減速し相対的に低い伸びに留まった。

内訳をより仔細に見ると、機械投資が減速する主因となったのは、工場設備などを含む工業用機械が前期比年率▲5.3%と9四半期ぶりに減少したことと、前期に大きく増加した輸送用機械が同▲1.4%と減少に転じたことである。他方で、コンピューターなどを含む情報処理機械については同+12.3%と前期から加速し、高い伸びとなった。

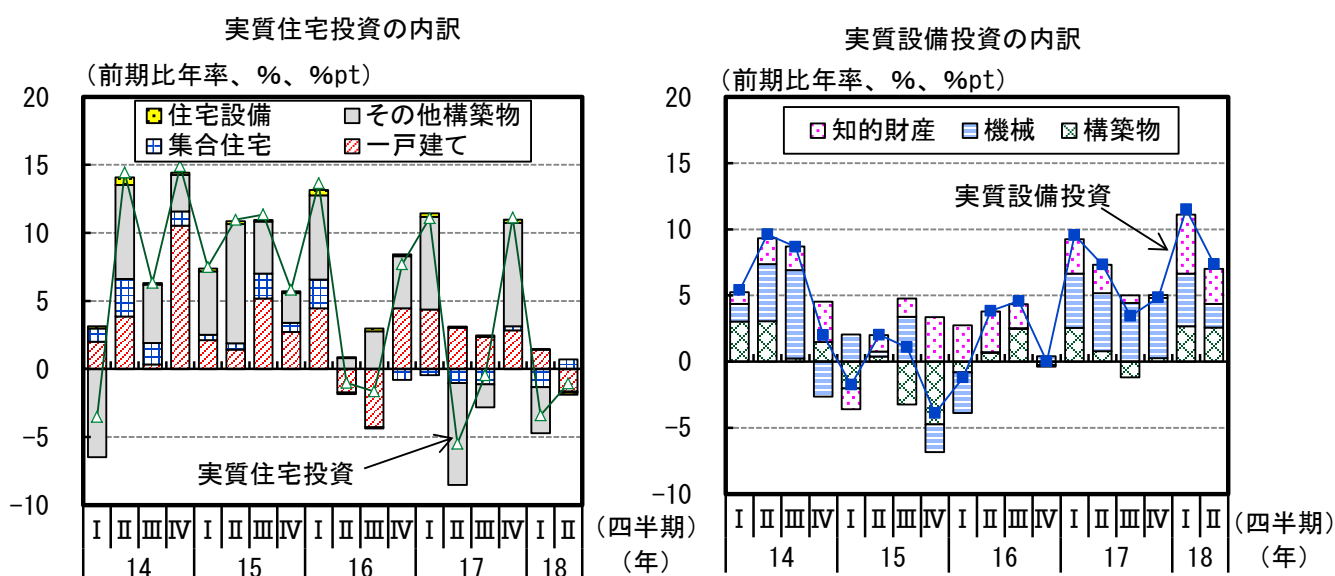
今回好調な結果となった構築物投資については、原油価格の上昇を背景に鉱業関連の投資が前期比年率+97.1%と大幅に増加したことが全体を大きく押し上げた他、電力・通信関連が同+4.7%と小幅ながら2四半期連続で増加した。一方で、商業・ヘルスケア関連は同▲3.8%と3四半期ぶりの減少に転じ、製造業関連は8四半期連続で減少の同▲19.1%と、減少基調が続いている。

² 1-3月期には個人税支払が減少し、可処分所得の押し上げに寄与していたため、1-3月期の可処分所得の増加がタイムラグを伴って4-6月期の個人消費を押し上げている可能性は考えられる。したがって、減税による個人消費の押し上げ効果が完全に否定されるわけではない。

³ なお、今回の改訂により、家計所得が上方修正されたことを主因に、貯蓄率の過去分は総じて上方修正された。とりわけ足下の修正幅が大きく、2017年以降の修正幅は2017年1-3月期：+3.1%pt(従来3.9%→今回7.0%)、2017年4-6月期：+3.0%pt(従来3.7%→今回6.7%)、2017年7-9月期：+3.3%pt(従来3.4%→今回6.7%)、2017年10-12月期：+3.6%pt(従来2.7%→今回6.3%)、2018年1-3月期：+3.9%pt(従来3.3%→今回7.2%)。

知的財産投資については、研究開発投資が前期比年率+10.9%、ソフトウェア投資が同+6.6%の増加となった。いずれも高い伸びを記録した前期から増加率が縮小しているものの、均して見れば底堅い伸びが続いている。

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

関税を見据えて輸出が大幅に増加

実質輸出は前期比年率+9.3%と大幅に増加し、2013年10-12月期以来の高い伸びとなった。サービス輸出に関しては、旅行サービス、政府サービスの減少などによって、同+1.9%と前期から伸びが鈍化したが、財輸出が同+13.3%と好調だったことが輸出全体の加速に寄与した。

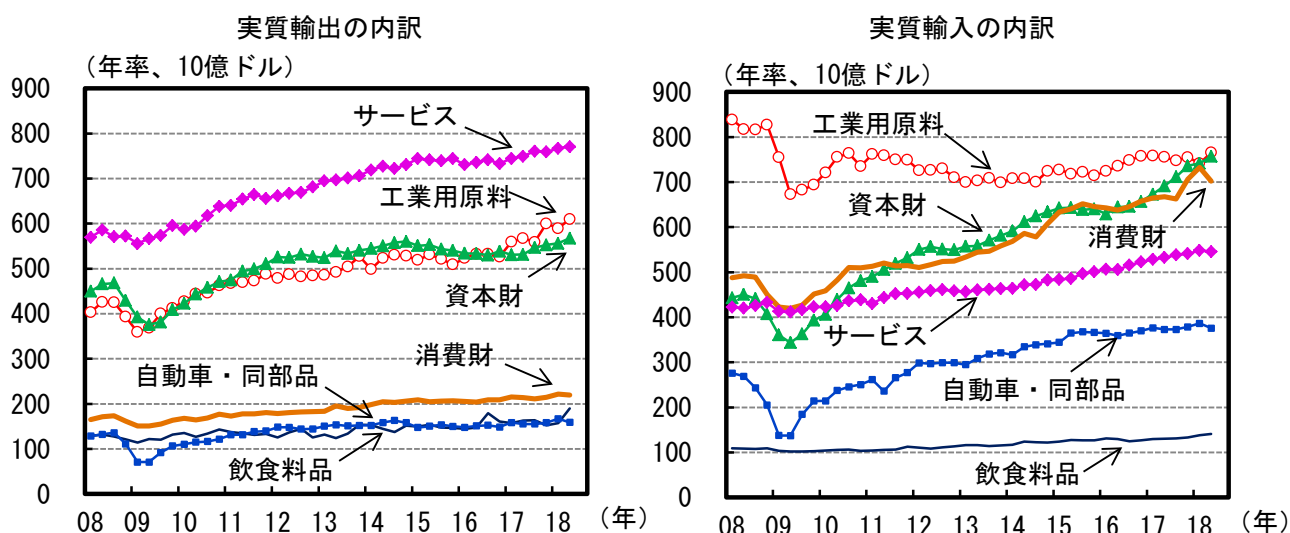
財輸出が加速する要因となったのは、飲食料品の輸出が前期比年率+110.5%と大幅に増加したことである。貿易統計を確認すると、飲食料品の中でもとりわけ大豆の輸出が大きく増加しているが、これは中国による大豆への追加関税を見越した動きとみられる。この他、石油製品などの工業用原料の増加や、航空機、コンピューターなどの資本財（除く自動車・同部品）の増加も全体の押し上げに寄与した。他方で、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）、自動車・同部品の輸出については、前期から減少に転じている。

実質輸入は前期比年率+0.5%と10四半期連続で増加したが、伸び率は前期から縮小した。減速の主因は前期に好調だったサービス輸入が同▲1.9%と減少に転じたことである。前期に大幅に増加していた知的財産権使用料が減少に転じた他、旅行サービス、運輸サービスなど、幅広いサービスで輸入が減少し全体を押し下げた。また、財輸入についても同+1.0%と、前期の同+2.4%から伸びが縮小したが、これは耐久財を中心に消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）が同▲15.7%と大きく減少したことに加え、自動車・同部品の輸入が同▲10.4%減少したことによる。他方、輸入全体として減速する中、工業用原料については、石油製品などを中心

に同+13.4%と増加に転じた他、底堅い設備投資需要を背景に資本財（除く自動車・同部品）の輸入も同+8.3%と前期から伸びが加速している。

実質政府支出は前期比年率+2.1%と3四半期連続の増加となった。国防関連支出の増加を中心に連邦政府による支出が同+3.5%増加したことに加えて、州・地方政府による支出は投資の拡大によって同+1.4%と前期から伸びが拡大した。

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

米国経済の成長は続くが、成長ペースは鈍化する公算大

今回の GDP では米国経済が足下まで非常に堅調に推移していることが確認された。米国経済は先行きも拡大が続くと考えられるが、今回見られた前期比年率+4%を上回るような高成長を維持することは困難とみられ、前期比ベースの成長率は徐々に鈍化していくことになろう。

今回、実質 GDP 全体を牽引した個人消費は、雇用・所得環境の改善に沿う形で増加が続くと見込まれる。しかし、労働市場では、失業率が歴史的低水準圏まで低下し労働需給が非常にひっ迫した状況にあり、企業は労働者の確保が困難となりつつあるため、雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化していく公算が大きい。また、税制改革による可処分所得の押し上げは個人消費を考える上では好材料であるものの、所得の押し上げ効果が7-9月期以降、前期比ベースで拡大するとは考え難く、所得の伸びは今後鈍化していくと見込まれる。

このところ弱含みが見られる住宅投資については、雇用・所得の増加を背景に、増加基調に復することが期待される。ただし、所得の伸びの鈍化が見込まれることに加え、速いペースでの価格上昇、金利上昇が住宅販売の増加を抑制する要因になると考えられる。加えて、人手不足による供給制約も深刻化しつつあり、住宅投資の増加ペースは非常に緩やかなものになるだろう。

足下で堅調な推移が続く設備投資は、先行きも増加基調が続くと見込まれる。設備稼働率の着実な上昇基調が続く中、企業マインドは引き続き高水準を維持しており、企業の設備投資需要は旺盛な状況が続くとみられる。また、企業の好業績に加えて、税制改革の効果により、企業のキャッシュフローがこれまで以上に潤沢な状況にあることも、企業の設備投資を後押しする要因となろう。

先行きに関して、最大のリスク要因は引き続きトランプ政権による通商政策となろう。今回、輸出が大幅に増加した背景には、関税実施前の駆け込み需要があったとみられることから、短期的にはその反動減が見込まれる。また、貿易相手国の対抗措置による輸出の押し下げは今後、本格化すると考えられる。さらに、関税による輸入コストの増加は、企業収益や家計購買力を押し下げることに加え、通商政策を巡る先行きの不透明感は、企業の設備投資に対する姿勢を慎重化させる可能性がある。

米国経済は貿易依存度が低いことに加え、税制改革による後押しもあって米国内需が非常に力強いことを踏まえれば、貿易摩擦によって米国の成長が腰折れするとは考え難いが、減速のリスクは高まっている。米 EU 首脳会談によって、対 EU での貿易摩擦リスクは幾分和らいだが、自動車に対する追加関税が導入される可能性はまだ完全には排除できないことに加え、中国に対する追加関税の可能性も十分考えられ、交渉の進展を引き続き注視していく必要がある。