

米 GDP は減速しつつも堅調維持

2018年7-9月期米 GDP：個人消費が想定外の加速

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7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.5%となり、市場予想(同+3.3%)を上回った。前期の同+4.2%から成長率が鈍化した、+2%程度とみられる潜在成長率を大きく上回る成長となり、米国経済の底堅さを確認させる結果であった。
- 高成長の要因は、個人消費が前期比年率+4.0%と、減速を見込んでいた市場予想(同+3.3%)に反して、好調だった前期からさらに加速したことである。また、民間在庫は、前期比年率寄与度+2.07%ptと2015年1-3月期以来の大幅なプラス寄与となった。
- 他方、設備投資は前期比年率+0.8%と小幅な伸びに留まり、住宅投資は同▲4.0%と3四半期連続で減少した。また、輸出の減少、輸入の大幅な増加により外需(純輸出)寄与度は▲1.78%ptと2四半期ぶりのマイナスに転じている。GDP全体としては十分に堅調と判断できる一方、内容の印象は前期に比べて良くない。

図表1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2016		2017				2018		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
実質 GDP	1.8	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.5	
個人消費	2.6	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	4.0	
設備投資	0.0	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.7	0.8	
住宅投資	7.7	11.1	-5.5	-0.5	11.1	-3.4	-1.3	-4.0	
輸出	-3.6	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	-3.5	
輸入	6.2	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	-0.6	9.1	
政府支出	0.2	-0.8	0.0	-1.0	2.4	1.5	2.5	3.3	
寄与度、%pt									
個人消費	1.75	1.22	1.95	1.52	2.64	0.36	2.57	2.69	
設備投資	0.00	1.20	0.94	0.45	0.63	1.47	1.15	0.12	
住宅投資	0.28	0.41	-0.22	-0.02	0.41	-0.14	-0.05	-0.16	
民間在庫	1.03	-0.80	0.23	1.04	-0.91	0.27	-1.17	2.07	
純輸出	-1.32	-0.10	0.08	0.01	-0.89	-0.02	1.22	-1.78	
輸出	-0.44	0.59	0.44	0.42	0.79	0.43	1.12	-0.45	
輸入	-0.88	-0.69	-0.36	-0.41	-1.68	-0.45	0.10	-1.34	
政府支出	0.03	-0.13	0.01	-0.18	0.41	0.27	0.43	0.56	

(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+3.5%へ鈍化

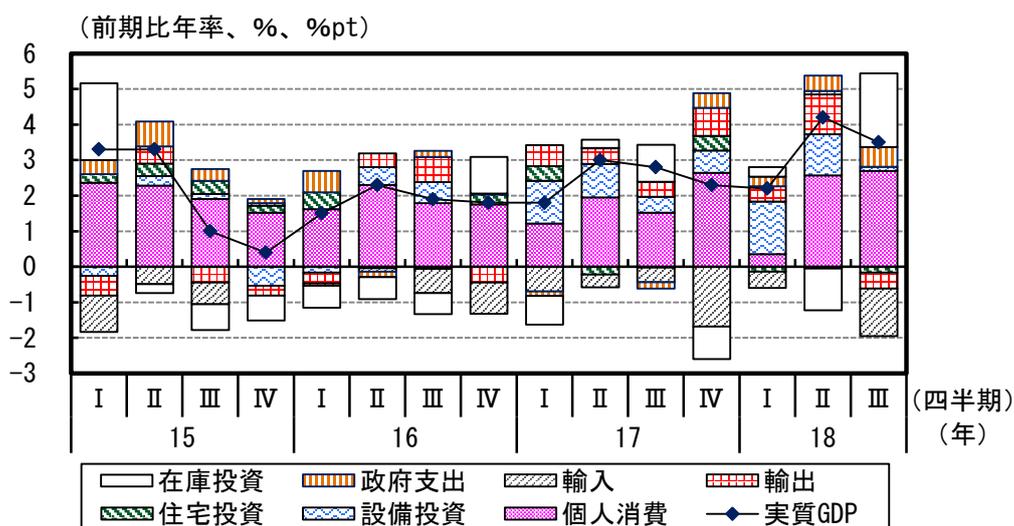
2018年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.5%となり、市場予想（同+3.3%）を上回る結果となった。4-6月期の同+4.2%からは成長率が鈍化したものの、+2%程度とみられる潜在成長率を大きく上回る成長となり、米国経済の底堅さを確認させる結果であったと言える。

7-9月期の高成長の要因は、個人消費が前期比年率+4.0%と、減速を見込んでいた市場予想（同+3.3%）に反して、好調だった前期からさらに加速したことである。また、民間在庫が、前期比年率寄与度+2.07%ptと2015年1-3月期以来の大幅なプラス寄与となったことも全体を大きく押し上げた。在庫の大幅な増加については、前期に減少した在庫ストックの復元に加えて、中国製品への追加関税導入前の駆け込みも押し上げ要因になったとみられる。この他、政府支出は同+3.3%と4四半期連続で増加し、増加幅が前期から拡大している。

一方、設備投資については、前期比年率+0.8%と10四半期連続の増加を維持したものの、増加幅は2016年10-12月期以来の小ささとなり、実質GDPへのプラス寄与は軽微に留まった。また、住宅投資が同▲4.0%と3四半期連続で減少した他、輸出の減少、輸入の大幅な増加により外需（純輸出）寄与度は▲1.78%ptと2四半期ぶりのマイナスに転じている。

実質GDPから民間在庫および外需を控除した実質国内最終需要は4-6月期の前期比年率+4.0%から減速し、同+3.1%となった。伸び自体は決して小さくなく、十分に堅調と判断できる一方、主な押し上げが個人消費、政府支出のみであることを踏まえるとバランスが悪く、内容の印象は前期に比べて良くない。

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価格指数は前期比年率+1.7%と、2017年4-6月期以来の低い伸びに留まり、市場予想（同+2.1%）を下回った。需要項目別に見ると、ドル高傾向が進む中、輸出価格指数の伸びが急激に鈍化したことに加え、内需項目についても、個人消費、設備投資、住宅投資、政府支出の全てで前期から上昇幅が縮小した。ただし、FRB（連邦準備制度理事会）が

注目する PCE（個人消費支出）価格指数の前年同期比は+2.2%と前期から変わらず、食品・エネルギーを除くコア PCE 価格指数については同+2.0%と前期から上昇幅が拡大し、目標である2%近辺での推移が続いている。

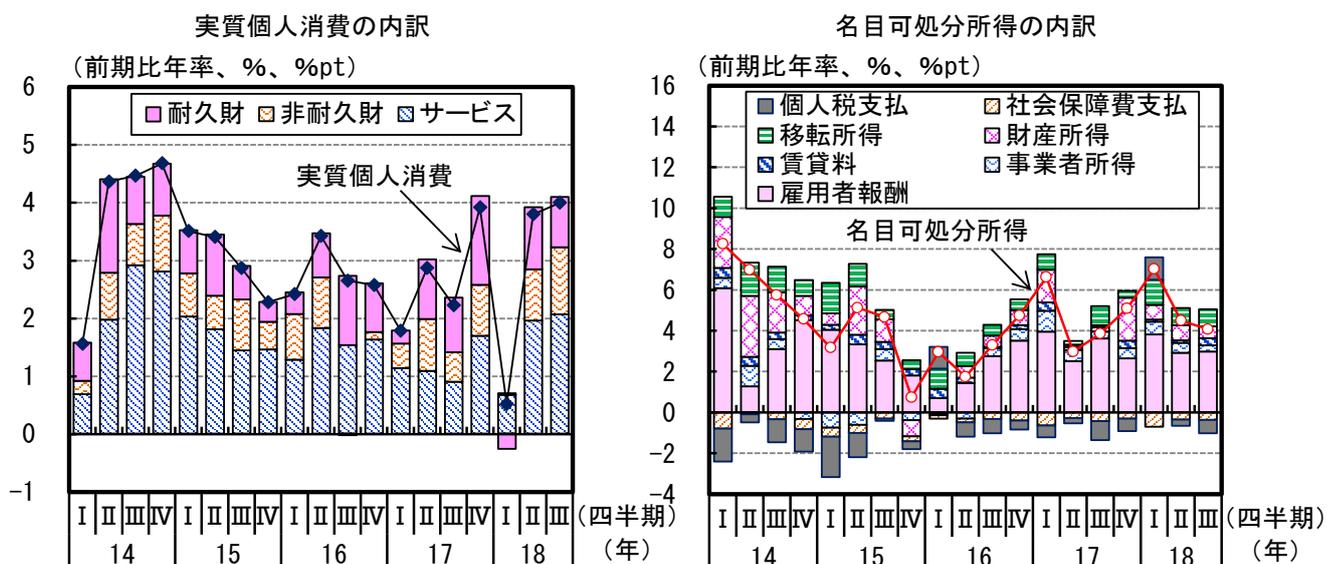
個人消費は前期から加速、予想以上に堅調な結果

需要項目別の動向を詳細に確認していくと、最大の需要項目である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+3.3%）を上回る好調な結果となった。財・サービス別では、財消費が同+5.8%、サービス消費が同+3.2%と、いずれも前期から増加ペースが加速しており、総じて良好な内容である。

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+6.9%と、前期の同+8.6%から伸びは縮小したものの、引き続き高い伸びが続いている。新車販売台数が前期から減少する中、自動車・同部品は同+3.8%と前期から減速したが、娯楽用耐久財（同+12.4%）および家具・家庭用耐久財（同+7.5%）の大幅な伸びが全体を底上げした。また、非耐久財消費についても同+5.2%と、2013年1-3月期以来の高い伸びを記録し、好調な結果であった。価格上昇によってガソリン・エネルギーの消費は同▲2.9%と減少に転じたものの、衣服・履物が同+11.7%と好調だった他、飲食料品も同+4.0%と前期から伸びが加速している。

サービス消費の内訳では、9月に上陸したハリケーン・フローレンスの影響を受けたとみられる娯楽サービスが前期比年率▲0.7%と減少に転じたが、それ以外の品目では軒並み増加しており、総じて良好な結果である。特に外食・宿泊サービス（同+6.9%）、ヘルスケアサービス（同+4.6%）の伸びが大きく全体を牽引した。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



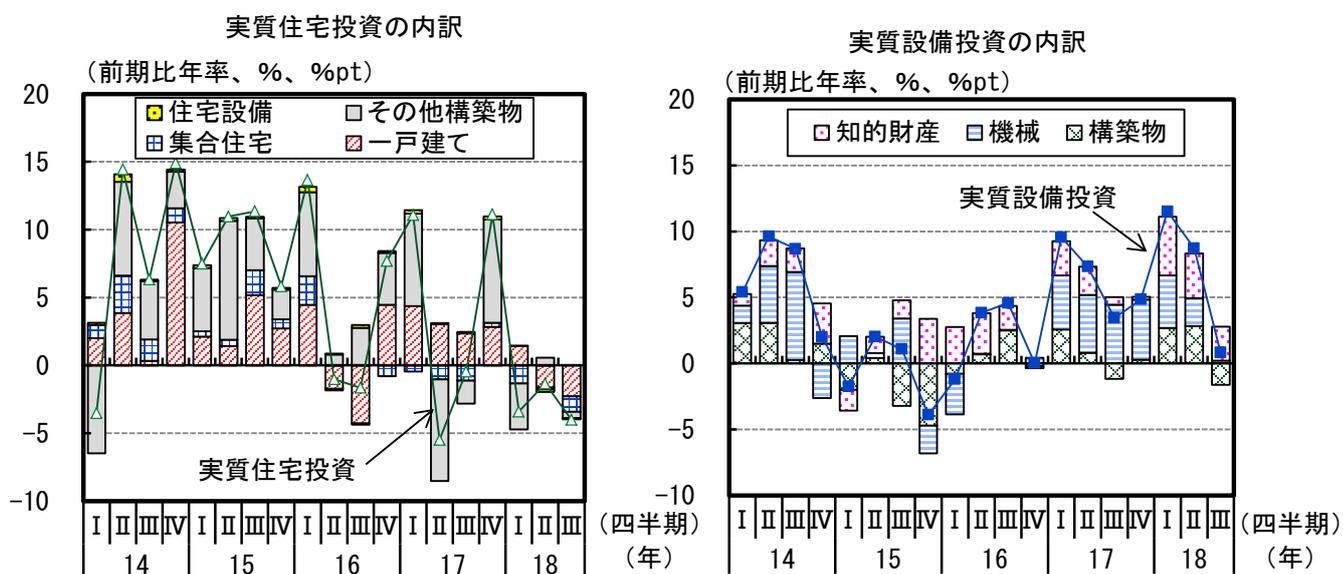
(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

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+4.1%と前期から伸びが縮小した。雇用者報酬の伸びは同+4.3%と、前期の同+4.2%から加速したものの、事業者所得、財産所得の伸びが鈍化したこと、および個人税支払の増加が名目可処分所得の伸びを抑制する要因となった。ただし、価格指数の伸びが前期から鈍化したことで実質可処分所得は同+2.5%と前期並みの伸びとなっている。個人消費の伸びが可処分所得の伸びを上回ったことから、家計の貯蓄率は6.4%と前期の6.8%から低下した。

住宅投資は3四半期連続で減少、設備投資は構築物の減少が足を引っ張る

実質住宅投資は前期比年率▲4.0%と3四半期連続で減少し、減少幅は前期からさらに拡大する軟調な結果となった。内訳では住宅建設は同▲7.9%と前期から減少幅が拡大し、とりわけ集合住宅建設が同▲15.6%と大幅に減少した。また、住宅建設の8割強を占める一戸建ての建設についても同▲6.2%と、集合住宅に比べると小幅ながら前期から減少している。加えて、住宅販売が新築、中古ともに軟調となる中、不動産仲介料などを含むその他構築物も同▲0.8%と2四半期ぶりの減少に転じ全体を押し下げた。

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

実質設備投資は前期比年率+0.8%と10四半期連続の増加となったが、小幅な伸びに留まった。形態別では知的財産投資が同+7.9%と堅調さを維持する中、機械投資は同+0.4%と減速、構築物投資については同▲7.9%と4四半期ぶりの減少に転じている。

形成別設備投資の内訳をより仔細に見ていくと、構築物投資については、電力・通信（前期比年率▲12.8%）、鉱業（同▲10.4%）、製造業（同▲5.0%）、商業・ヘルスケア（同▲4.9%）と主要な内訳項目全てで前期から減少した。電力・通信の減少は、年前半の高い伸びからの反

動とみられ、鉱業については原油価格の上昇ペースが鈍化する中、これまで上昇基調が続いてきた鉱業の稼働率が頭打ちとなっていることが投資の抑制に繋がったとみられる。

機械投資の内訳では、輸送用機械が前期比年率▲9.1%と5四半期ぶりの減少に転じたことが全体の足を引っ張った。また、コンピューター・周辺機器の減少などにより情報処理機械の伸びは同+3.4%と、2016年4-6月期にプラスに転じて以降、最も小幅な伸びとなっている。他方、工場設備などを含む工業用機械については、製造業の稼働率の上昇基調が続く中、前期の減少からの反動もあり同+10.2%と好調な伸びとなった。

今回、設備投資全体が減速する中でも堅調さを維持した知的財産投資については、研究開発投資が前期比年率+4.7%と減速する一方、ソフトウェア投資が同+12.7%と3四半期連続で2桁の伸びを維持したことが全体を押し上げた。

輸出は7四半期ぶりの減少、一方輸入が大幅に増加

実質輸出は前期比年率▲3.5%と7四半期ぶりの減少に転じた。財・サービス別に見ると、財輸出が同▲7.0%と7四半期ぶりの減少に転じたことが輸出全体を押し下げる要因となった。

財輸出の内訳では、飲食料品（前期比年率▲18.5%）、自動車・部品（同▲14.1%）、資本財（除く自動車・同部品：同▲4.4%）、工業用原料（同▲1.0%）、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品：同▲0.1%）と、幅広い品目の輸出が減少しており、総じて軟調な結果と言える。ただし、今回特に減少幅が大きかった飲食料品では、中国による追加関税を見越して4-6月期に大幅に増加した大豆輸出の急減が押し下げに寄与したとみられる。また、主力輸出品である資本財、工業用原料については前期の増加幅に比べて、今回の減少幅は小幅であり、過度に悲観的に捉える必要はない。

サービス輸出については、知的財産権使用料（前期比年率+6.5%）、その他企業向けサービス（同+5.1%）、旅行サービス（同+1.3%）などの増加により、同+3.5%と3四半期連続の増加を維持した。

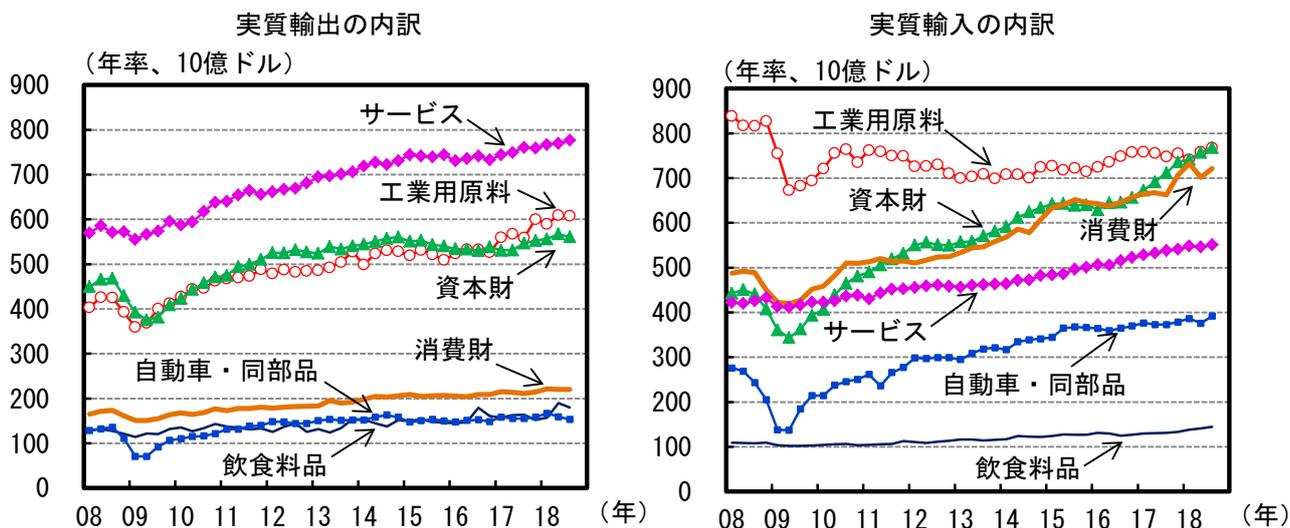
実質輸入は前期比年率+9.1%と大幅に増加した。輸出とは対照的に、前期に減少していた財輸入が同+10.3%と大幅な増加に転じたことが主な押し上げ要因となった。

財輸入の内訳を見ると、自動車・同部品（前期比年率+18.2%）、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品：同+11.9%）、飲食料品（同+11.5%）、資本財（除く自動車・同部品：同+6.0%）、工業用原料（同+5.3%）と、好調な内需を背景に幅広い品目で輸入が増加した。特に伸びが大きかった自動車・部品、消費財（除く飲食料品、自動車・同部品）は、いずれも前期に減少しており、そこからの揺り戻しが大幅に増加した最大の要因と考えられる。加えて、中国に対する追加関税発動前の駆け込み需要も一部で輸入を押し上げた可能性がある。

サービス輸入についても、その他企業向けサービス（前期比年率+4.0%）、旅行サービス（同+6.0%）を中心に、同+3.8%と2四半期ぶりに増加した。

実質政府支出は、前期比年率+3.3%と4四半期連続で増加し、増加幅は前期から拡大した。国防関連を中心に、連邦政府による支出が同+3.3%増加したことに加えて、州・地方政府による支出が構築物投資の増加などによって同+3.2%と前期から加速した。

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、高成長維持は困難

今回の GDP では、内容に関して強弱入り混じる結果となったが、実質 GDP 成長率自体は潜在成長率を上回る高成長を維持した。ただし、こうした高成長を先行きも維持することは困難と考えられ、米国経済の成長ペースは徐々に鈍化していくと見込む。

今回、実質 GDP 全体を牽引した個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くことで、先行きも増加が続くと見込まれる。しかし、失業率は歴史的低水準圏まで低下し、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、金利上昇が耐久財を中心に個人消費を下押しする要因になると考えられることから、個人消費の増加ペースは鈍化していくことになろう。短期的には、株価下落による消費者マインドの悪化や逆資産効果が、個人消費を下押しする可能性が高まっている点にも注意が必要である。

このところ軟調な住宅投資については、当面、調整局面が続く可能性が高い。需給ひっ迫を背景とした住宅価格の上昇に加えて、金利上昇により家計の住宅取得能力は低下が続いており、住宅投資が再度増加に向かうためには、需給調整による価格上昇ペースの鈍化が必要と考えられる。だが、雇用者数の増加基調が続く中、潜在的な住宅需要は底堅いとみられ、住宅投資の底割れは回避されよう。

他方、設備投資は今回減速が見られたが、先行きについては増加基調が続く見通しである。

企業マインドは引き続き非常に高い水準を維持していることに加え、好調な需要動向を背景に設備稼働率も上昇基調が続いていることから、企業の設備投資需要は底堅い状況が続くとみられる。人手不足が深刻化する中での、省力化・効率化投資のニーズも設備投資の増加をサポートする要因となろう。ただし、通商政策を巡る不透明感によって、製造業を中心に設備投資が先送りされるリスクには引き続き注意が必要となろう。

今回、GDP を押し下げる要因となった外需については、先行きは慎重にみるべきであろう。貿易摩擦が一層激化する可能性に加えて、海外経済の減速懸念、2018 年初からのドル高傾向は輸出にとっての向かい風となろう。なお、これまでの米国による追加関税措置、およびそれに対する中国などの貿易相手国による報復関税に関して、足下で見られる主な影響は駆け込み需要およびその反動減である。トランプ政権は中国製品に対する更なる追加関税や自動車・同部品に対する追加関税を検討中であり、それを踏まえた駆け込みなどの動きによって、輸出入は当面振れが大きくなる可能性があるだろう。