

米 GDP 前期比年率+6.5%と小幅に加速

2021年4-6月期米GDP：供給不足の悪影響が顕著化

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2021年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%と小幅に加速した。出遅れていたサービス消費やサービス輸出などが回復を主導した一方で、財消費や住宅投資といったウィズコロナ時代のけん引役は伸びが鈍化しており、ポストコロナへの移行が顕著に示された内容であったといえる。
- 同時に、市場予想を下回ったヘッドラインはコロナ禍による落ち込みからの回復を終え、緩やかな成長ペースとなる景気拡大期への移行を示唆している。2021年下半年以降は米国経済の屋台骨である個人消費を左右し得る雇用環境の回復具合が焦点となる。
- 雇用環境の回復という意味で、失業保険の給付増額の期限到来（9月）によって労働供給の増加が期待される。他方で、高齢層を中心とした退職や、雇用のミスマッチ、労働者の選好の変化によって、雇用環境の回復が期待通りに進展しない可能性もある。加えて、足下の新型コロナウイルスの感染状況の悪化が雇用環境の回復を遅延させ得る。雇用環境が順調に回復していくか、当面は7月分（8月6日公表予定）、8月分（9月3日公表予定）の雇用統計の結果が注目される。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2019		2020				2021	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質GDP	2.8	1.9	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.5
個人消費	3.2	1.7	-6.9	-33.4	41.4	3.4	11.4	11.8
設備投資	2.9	-1.7	-8.1	-30.3	18.7	12.5	12.9	8.0
住宅投資	3.6	1.1	20.4	-30.7	59.9	34.4	13.3	-9.8
輸出	-0.8	1.2	-16.3	-59.9	54.5	22.5	-2.9	6.0
輸入	-1.1	-8.5	-13.1	-53.1	89.2	31.3	9.3	7.8
政府支出	2.1	3.0	3.7	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-1.5
寄与度、%pt								
個人消費	2.12	1.13	-4.79	-24.10	25.51	2.26	7.44	7.78
設備投資	0.40	-0.23	-1.14	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.06
住宅投資	0.14	0.04	0.73	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.49
民間在庫	-0.32	-0.99	-0.51	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.13
純輸出	0.07	1.43	-0.05	1.53	-3.25	-1.65	-1.56	-0.44
輸出	-0.08	0.17	-1.95	-8.34	4.64	2.07	-0.30	0.64
輸入	0.15	1.26	1.90	9.87	-7.89	-3.73	-1.26	-1.09
政府支出	0.36	0.52	0.63	0.97	-0.19	-0.09	0.77	-0.27

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

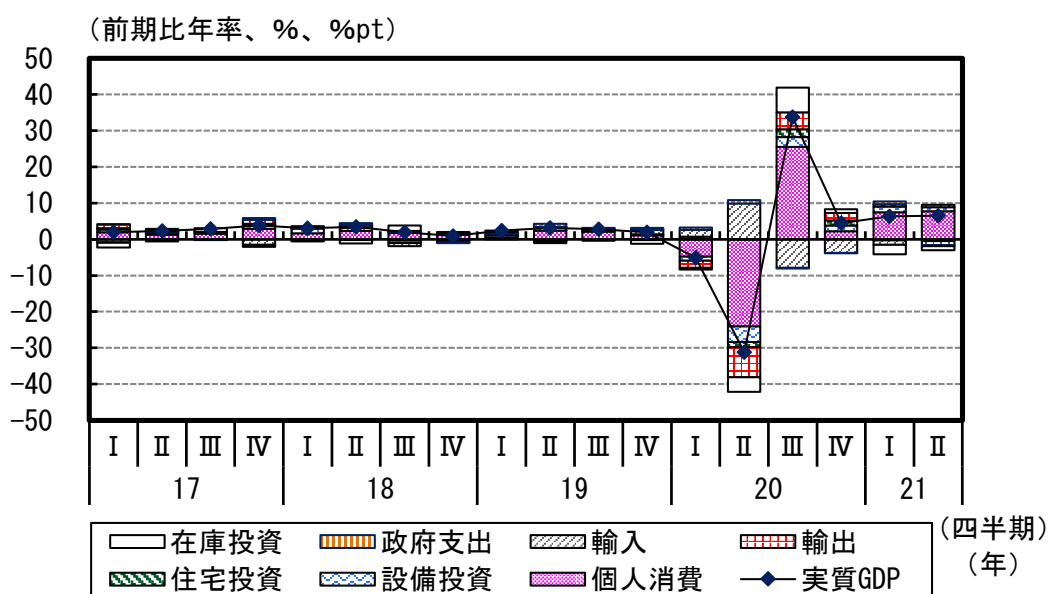
実質 GDP 成長率は前期比年率+6.5%と小幅に加速するも、予想を下回る

2021年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.5%と、前期の同+6.3%から小幅に加速した。新型コロナウイルスの感染状況が改善するとともに、政府の経済対策の効果が継続したことで、人々は外出・消費行動をさらに積極化させ、企業活動も堅調さを維持した。結果的に、実質GDP水準はコロナ禍前（2019年10-12月期）の水準を上回るまで回復した。

他方で、市場予想（Bloomberg調査：前期比年率+8.4%）を大きく下回ったことから、ヘッドラインだけで見れば期待外れな結果であったといえる。4-6月期の実質GDPに関して需要項目別に見ると、足を引っ張った主要因は、供給不足が指摘される中で前期比年率寄与度▲1.13%ptとなった民間在庫に加えて、同▲0.44%ptとなった外需（純輸出）である。また、住宅価格の上昇により中古住宅販売が大きく減少した住宅投資（前期比年率▲9.8%）、前期の経済対策に伴う支出増の反動減となった政府支出（同▲1.5%）がマイナスに転じたことも全体を押し下げた。他方で、米国経済の屋台骨である個人消費（同+11.8%）が小幅ではあるものの加速したこと、そして、設備投資（同+8.0%）は減速するも高い伸びを維持したことは、ヘッドラインが期待外れな中でも安心感を与える結果であったといえる。

物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+6.0%と前期から伸びがさらに加速した。住宅投資デフレーター（同+14.5%）がさらに加速したことに加え、個人消費デフレーター（同+6.4%）や政府支出デフレーター（同+5.9%）も伸び幅を拡大した。なお、FRB（連邦準備制度理事会）がターゲットとするPCE価格指数の前年同期比は+3.8%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+3.4%と大幅に上昇し、目標である+2%を大きく上回った。もともと、2020年4-6月期のPCE及びコアPCE価格の伸び鈍化に伴うベース効果も上昇率の加速に寄与した。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解

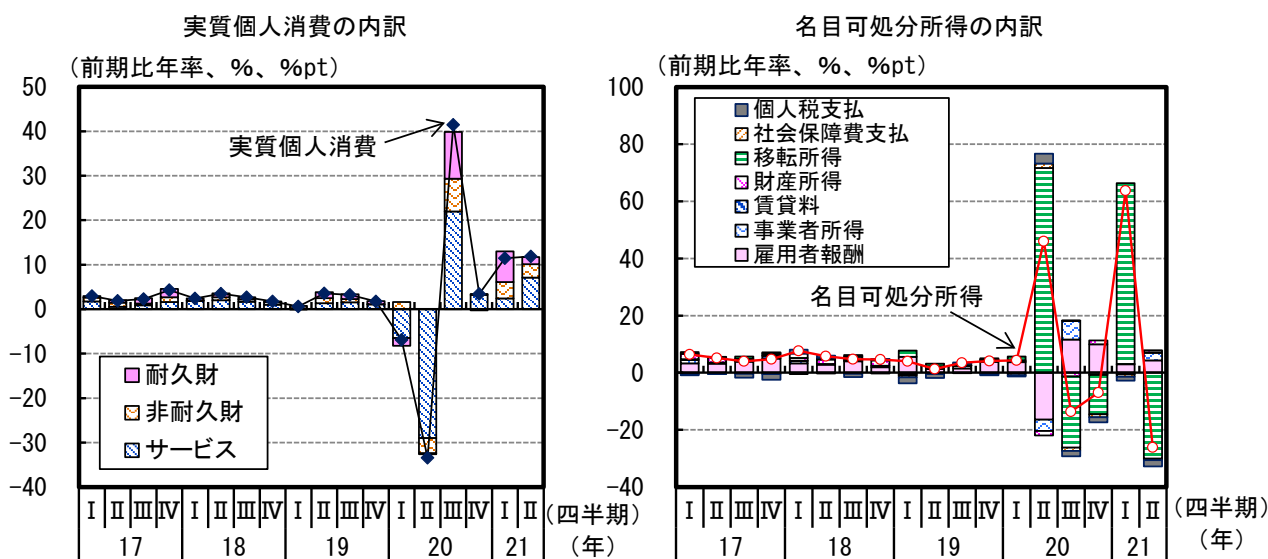


個人消費はサービス消費の伸びが加速

需要項目別の動向を確認していくと、実質個人消費は前期比年率+11.8%と小幅に加速した。2021年3月に成立した経済対策の効果が継続するとともに、新型コロナウイルスの感染拡大が抑制される中で、人々が外出・消費行動を積極化させたと考えられる。財・サービス別では、財が同+11.6%と伸び幅を縮小させた一方、政府がレストラン・バーや娯楽に対する規制を緩和する中で、新型コロナウイルスの感染拡大によって大きく落ち込んでいたサービス消費が同+12.0%と大幅に上昇したことで全体を押し上げた。

財消費の内訳を確認すると、非耐久財（前期比年率+12.6%）に比べて耐久財（同+9.9%）の減速幅が大きい。耐久財のうち、住宅販売がピークアウトする中で、家事・家庭用品（同▲1.3%）がマイナスに転じた。また、半導体不足等により自動車販売価格が上昇したことで、人々の購入意欲が低下した自動車・同部品（同+14.4%）も伸び幅が大きく縮小した。非耐久財に関しては、人々の外出意欲が高まったことで、衣服・履物が同+34.4%と堅調さを維持するとともに、ガソリン・エネルギーも同+34.3%と大幅に増加した。

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

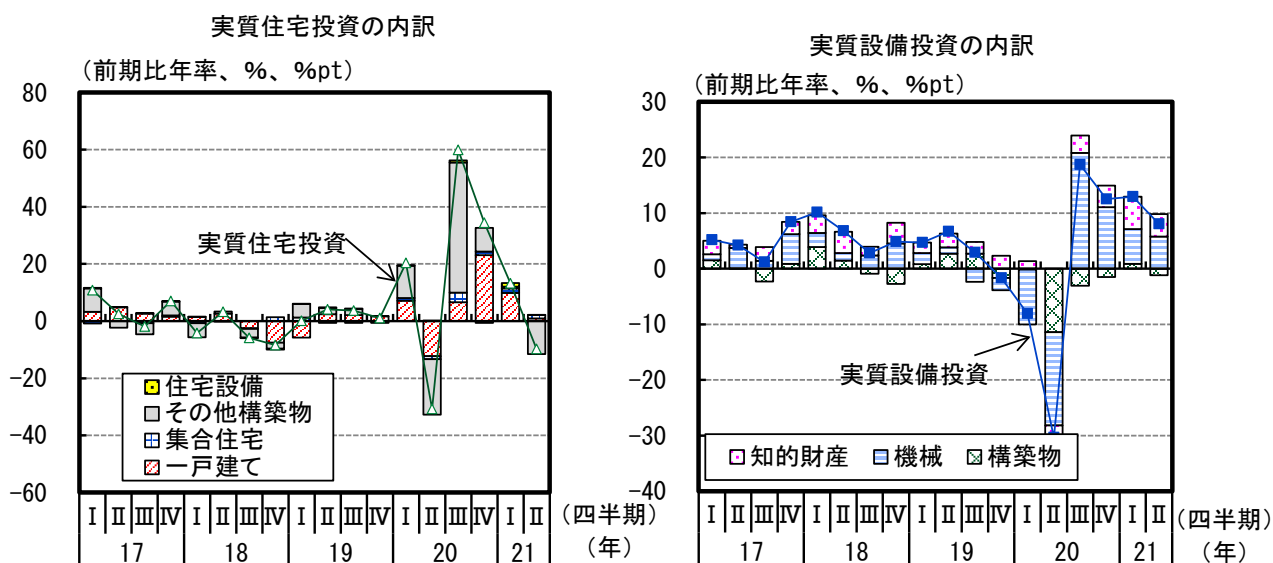
サービス消費については外食・宿泊サービス（前期比年率+67.7%）、娯楽サービス（同+42.9%）、輸送サービス（同+37.6%）の伸び幅が大きい。いずれも新型コロナウイルス感染拡大のあおりを受けやすい消費項目であり、米国経済がポストコロナへと移行するにつれて回復したといえる。もっとも、上記三項目いずれもコロナ禍前の水準までは回復できていない。外食・宿泊（対2019年10-12月比96.7%）はまだしも、娯楽（同79.5%）、輸送（同77.4%）の回復は道半ばといえる。なお、サービス消費に占める金額が大きいヘルスケア（前期比年率+4.8%）及び住宅・公益サービス（同+0.8%）はコロナ禍以前の水準を既に上回る、或いは幾分下回っている程度まで回復が進んでいることから、伸びは小幅となっている。

個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率▲26.1%と大幅に減少した。雇用環境が回復したことから雇用者報酬は同+7.1%と再加速したが、現金給付等の経済対策の反動減によって移転所得が同▲73.1%と大きく落ち込んだことで全体を押し下げた。個人消費が好調であった一方、可処分所得が減少したことで、家計の貯蓄率は10.9%と前期(20.8%)から大幅に低下した。

供給不足が住宅投資のボトルネックに

実質住宅投資は前期比年率▲9.8%と減少に転じた。実質住宅投資は2020年後半以降、コロナ禍以前の水準を大幅に上回っていたことからペースが鈍化することは想定されていたが、急激に落ち込んだ要因として安価な住宅の不足に伴う住宅販売の不振が挙げられる。在庫不足による中古住宅販売の減少などを受けて、不動産仲介料などを含むその他構築物は同▲20.7%と大幅なマイナスへと転換した。住宅建設に関しては、集合住宅(同+15.6%)が堅調さを維持する一方、シェアの大きい一戸建てが同+2.6%と急減速している。木材価格の高騰や建設従事者の不足などによって工期の遅延や中止が発生したことが背景にあるだろう。

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

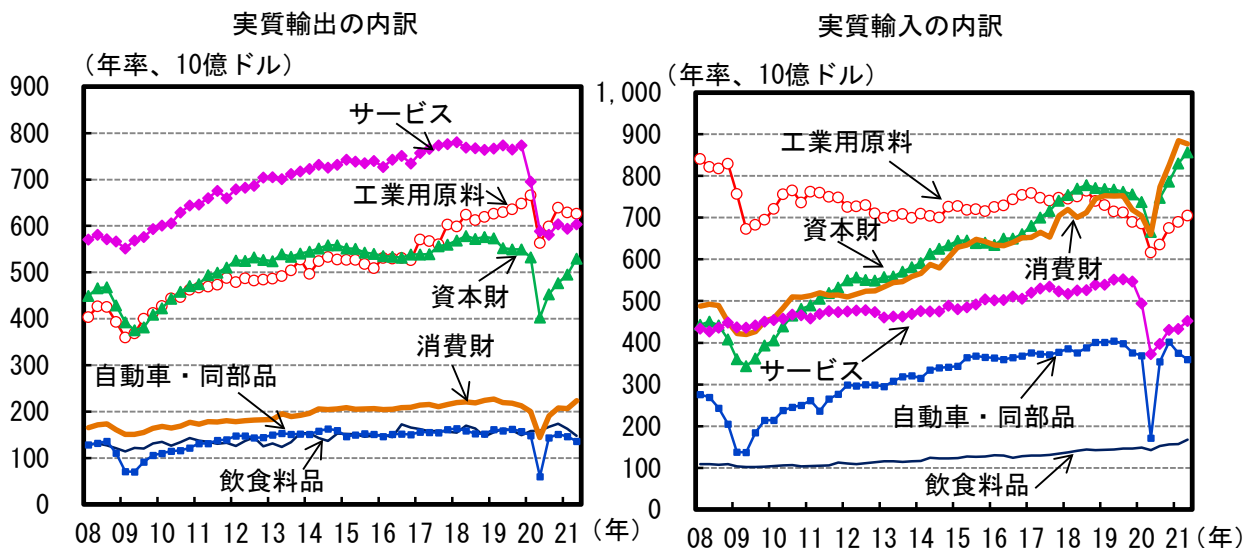
実質設備投資に関しては、前期比年率+8.0%と伸びは幾分鈍化するも、依然として伸び幅は大きい。形態別に内訳を見ると、機械投資が同+13.0%、知的財産投資が同+10.7%と堅調さを維持した一方、構築物投資は同▲7.0%と再びマイナスに転じた。設備投資の内訳をより仔細に見ると、機械投資では、輸送用機械(同+53.6%)、生産設備等を含む工業用機械(同+31.7%)が再加速した。1-2月の悪天候要因が解消したことや、全般的な在庫不足を背景に企業は設備投資を積極化させたと考えられる。とりわけ、半導体不足等を要因とする在庫不足による価格上昇が著しい乗用車(同+733.7%)の伸びが顕著となった。他方で、シェアの大きい情報処理機

械は同▲6.1%と減少に転じた。前期からの反動減という側面もあるが、在宅勤務や在宅学習が徐々に減少する中でコンピューターの需要が減退したことなどによって設備投資が抑制された可能性もあるだろう。構築物投資に関しては、材料不足が深刻な中で鉱業関連の投資が同+32.8%と3四半期連続で大幅増となったが、シェアの大きい商業・ヘルスケア(同▲11.0%)、電力・通信(同▲14.0%)が振るわなかったことで全体を押し下げた。製造業の構築物投資に関しては、同▲10.3%と前期から反動減となった。

サービス輸出入が加速

実質輸出は、前期比年率+6.0%と再びプラスに転じた。財輸出(同+5.7%)、サービス輸出(同+6.7%)ともに増加した。財輸出の内訳を見ると、主力輸出品である資本財(同+31.1%)が加速したことに加え、前期にマイナスとなった消費財(同+37.8%)が大幅な増加に転じたことで全体を押し上げた。他方、主力の一つである工業用原料はマイナス幅が縮小するも同▲1.8%と2四半期連続で減少した。この他、飲食料品(同▲31.8%)や自動車・同部品(同▲25.4%)は減少幅が拡大した。サービス輸出に関しては、旅行サービス(同+79.9%)、運輸サービス(同+39.1%)がけん引役になったことに加え、前期に大幅なマイナスとなった主力の知的財産権使用料が同+4.9%と増加に転じた。

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+7.8%と前期からの伸びが鈍化した。サービス輸入(同+19.3%)は再加速したが、財輸入(同+5.8%)が減速した。財輸入のうち、飲食料品(同+30.2%)、資本財(同+13.4%)、工業用原料(同+9.2%)は堅調であった。他方で、自動車・同部品(同▲15.6%)や消費財(同▲3.1%)が減少し、全体の伸びを抑えた。サービス輸入に関しては、旅

行サービスが同+343.3%と大幅なプラスとなったことで全体を押し上げたが、水準はコロナ禍前を大きく下回ったままである。

最後に、実質政府支出は前期比年率▲1.5%と再び減少に転じた。連邦政府支出のうち、非国防支出が同▲10.4%と大幅に減少した。BEAは非国防支出の減少に関して、経済対策（PPPローン関連費用など）によって押し上げられた1-3月期からの反動によるものと説明している。一方、全体のおよそ6割を占める州・地方政府支出は同+0.8%と小幅な増加に転じた。

雇用環境の回復遅延が2021年下半期のリスク要因

米国経済は4-6月期にさらに成長率が加速したことで、コロナ禍前の実質GDP水準を超えるまで回復した。出遅れていたサービス消費やサービス輸出などが回復を主導した一方で、財消費や住宅投資といったウィズコロナ時代のけん引役は伸びが鈍化しており、ポストコロナへの移行が顕著に示された内容であったといえる。

同時に、市場予想を下回ったヘッドラインは、コロナ禍による落ち込みからの回復が終わり、より緩やかな成長ペースでの景気拡大への移行を示唆している。7月以降、需給要因に加えて景気のピークアウトが意識される中で、米10年債利回りは大きく低下してきた。今回の4-6月期のGDPの結果はこうした市場の見方を裏付けるものとも考えられる。

もっとも、2021年下半期以降は経済対策の効果が弱まることで成長率が鈍化していくという見立ては織り込み済みであり、市場が懸念するのは成長ペースの鈍化が急激になる可能性である。とりわけ、屋台骨である個人消費を減速させ得る雇用環境の回復遅延が最大のリスク要因である。個人消費の裏付けである所得に目を向ければ、失業保険の給付増額が9月末に期限を迎える中で、雇用環境の回復を通じた雇用者報酬の増加が最重要課題といえる。加えて、消費者マインドに目を向ければ、インフレ加速の長期化がマインドを悪化させている。企業は労働需給のタイト化に伴うコスト増に頭を悩ませており、労働供給の増加が物価上昇圧力の緩和にもつながるという意味で、雇用環境の回復がカギといえる。

2021年下半期は上述の失業保険の給付増額の期限切れによって労働供給の増加が期待される。他方で、高齢層を中心とした退職や、雇用のミスマッチ、労働者の選好の変化によって、雇用環境の回復が期待通りに進展しない可能性もある¹。加えて、7月27-28日に開催されたFOMC後の記者会見で、パウエルFRB議長は新型コロナウイルスの感染状況の悪化が雇用環境の回復を遅延させ得るという意味で警戒心を強めている²。雇用環境が順調に回復していくか、当面は7月分（8月6日公表予定）、8月分（9月3日公表予定）の雇用統計の結果が注目される。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米国経済見通し 夏を冷やす2つのリスク」（2021年7月20日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20210720_022413.html

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC テーパリング議論の開始を宣言」（2021年7月29日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20210729_022431.html