

2022 年 1 月 28 日 全 6 頁

米 GDP 前期比年率+6.9%と大きく加速

2021 年 10-12 月期米 GDP：民間在庫が最大のけん引役

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 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.9%と前期から大きく加速した。需要項目別に見ると、最大のけん引役となったのは民間在庫であった。主要項目のうち、個人消費は堅調も、設備投資や住宅投資はやや冴えない。結果、純輸出と民間在庫を除いた実質国内最終需要は同+1.9%と、7-9 月期（同+1.3%）から大きくは伸びておらず、実質 GDP 成長率についても割り引いて評価する必要があるだろう。もっとも、供給不足が設備投資や住宅投資のボトルネックとなったことを踏まえれば、民間在庫の伸びが加速したこと自体はポジティブな要素といえる。
- 先行きに関しては、新型コロナウイルスの感染状況の悪化によって 2022 年 1-3 月期は成長率が再び減速するも、景気への悪影響は短期間で収まり、4-6 月期には成長率の再加速が期待される。しかし、FRB はインフレ加速に対応すべく金融政策も正常化を進めており、金融環境の引き締めによる需要の抑制が想定される。財政によるサポートも見込みにくい中で、4-6 月期の景気の回復ペースに過度な期待は禁物だろう。

図表 1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2020				2021			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質 GDP	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	6.9
個人消費	-6.9	-33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	2.0	3.3
設備投資	-8.1	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.2	1.7	2.0
住宅投資	20.4	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	-0.8
輸出	-16.3	-59.9	54.5	22.5	-2.9	7.6	-5.3	24.5
輸入	-13.1	-53.1	89.2	31.3	9.3	7.1	4.7	17.7
政府支出	3.7	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.9
寄与度、%pt								
個人消費	-4.79	-24.10	25.51	2.26	7.44	7.92	1.35	2.25
設備投資	-1.14	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.28
住宅投資	0.73	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	-0.03
民間在庫	-0.51	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	4.90
純輸出	-0.05	1.53	-3.25	-1.65	-1.56	-0.18	-1.26	0.00
輸出	-1.95	-8.34	4.64	2.07	-0.30	0.80	-0.59	2.43
輸入	1.90	9.87	-7.89	-3.73	-1.26	-0.99	-0.68	-2.43
政府支出	0.63	0.97	-0.19	-0.09	0.77	-0.36	0.17	-0.51

(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

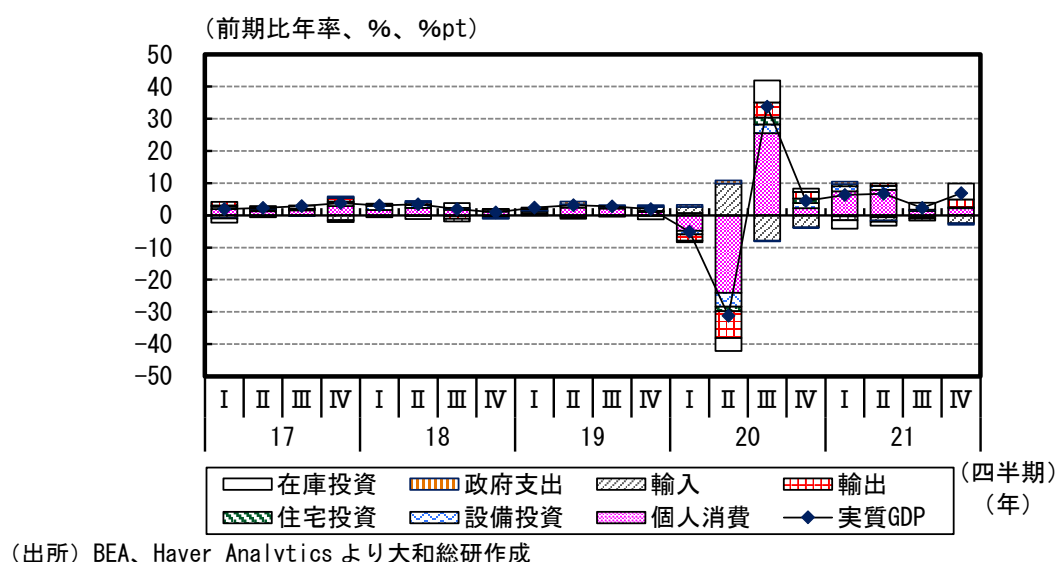
実質 GDP 成長率は前期比年率+6.9%と大きく加速

2021 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.9%と、前期の同+2.3%から大きく加速した。市場予想（Bloomberg 調査：同+5.5%）を上回るポジティブな結果であったといえる。なお、2021 年全体で見ると、前年比+5.7%と 1984 年以来の高い伸びとなった。

需要項目別に見ると、最大のけん引役となったのは民間在庫（前期比寄与度+4.90%pt）である。また、純輸出（同 0.00%pt）のマイナス幅が縮小したことも、GDP 全体のペースアップに寄与した。その他の項目に関しては、米国経済の屋台骨である個人消費が、新型コロナウイルス（デルタ株）の感染状況の改善によって、前期比年率+3.3%と加速した点は良かったが、設備投資（同+2.0%）や住宅投資（同▲0.8%）、政府支出（同▲2.9%）はやや冴えない結果であった。結果、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+1.9%と、7-9 月期（同+1.3%）から大きくは伸びておらず、実質 GDP 成長率についても割り引いて評価する必要があるだろう。もっとも、供給不足が設備投資や住宅投資のボトルネックとなったことを踏まえれば、民間在庫の伸びが加速したこと自体はポジティブな要素といえる。

物価動向について見ると、GDP デフレーターは前期比年率+6.9%と前期から伸びが加速した。住宅投資価格指数（同+9.5%）は減速したが、PCE（個人消費）価格指数（同+6.5%）や設備投資価格指数（同+7.5%）は加速した。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+5.5%、食品・エネルギーを除くコア PCE 価格指数は同+4.6%と伸び幅がさらに拡大した。PCE 価格指数は 1982 年 1-3 月期以来、コア PCE 価格指数は 1989 年 1-3 月期以来の高い伸びとなり、FRB の目標である+2%を大きく上回る状況が続いている。

図表 2 実質 GDP 成長率（前期比年率）の寄与度分解



個人消費は財消費がプラスに転じる

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+3.3%と加速した。財・サ

財消費の内訳を確認すると、非耐久財（前期比年率▲0.1%）は4四半期ぶりにマイナスに転じたものの、耐久財（同+1.6%）は増加に転じた。耐久財のうち、宝飾品などを含むその他（同+15.4%）や娯楽用品（同+11.7%）といった年末商戦関連の項目が好調であった。供給不足により7-9月期に足を引っ張った自動車・同部品（同▲6.6%）に関しては、自動車小売の在庫状況が改善したこともあり、マイナス幅が縮小した。非耐久財に関しては、衣服・履物（同▲2.4%）や飲食料品（同▲1.3%）のマイナス幅が拡大するとともに、ガソリン・エネルギー（同+0.4%）の伸びが鈍化したことで全体を押し下げた。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



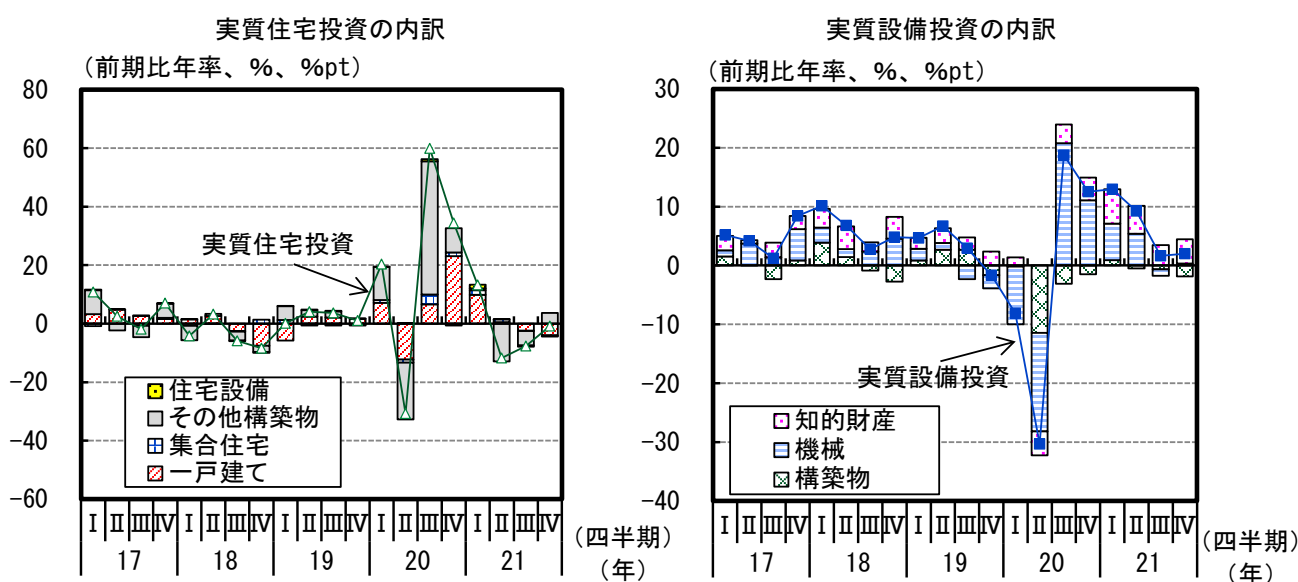
個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率+0.3%と小幅な伸びながらも2四半期連続で増加した。雇用環境の回復が継続したことで雇用者報酬は同+8.9%と高い伸びを維持したが、経済対策による現金給付の反動減や失業保険の給付増額の期限切れによって移転所得が同▲16.5%と落ち込んだことで全体を押し下げた。個人消費の伸びが加速した一方、可処分所得の伸びが抑制されたことで、家計の貯蓄率は7.4%と前期(9.5%)からさらに低下し、コロナ禍前の水準まで低下した。なお、インフレ加速が継続する中で、実質可処分所得は、前期比年率▲5.8%と3四半期連続で減少し、減少幅は前期から拡大した。実質可処分

分所得の水準に関しても、15.4兆ドルと2012-2019年のトレンドラインから算出した水準(15.5兆ドル)を下回ったことから、家計の実質的な暮らし向きは悪化しているといえる。

サプライチェーンの混乱が引き続き設備投資、住宅投資を抑制

実質住宅投資は前期比年率▲0.8%と3四半期連続で減少しており、調整局面は続いているが、マイナス幅は縮小している。内訳を見ると、これまで全体を大きく押し下げてきた、不動産仲介料などを含むその他構築物が同+7.3%と3四半期ぶりに増加に転じた。住宅の在庫不足が幾分緩和され、住宅価格の増勢が徐々に落ち着きつつある中で、中古住宅販売が回復傾向にあることを反映したものと考えられる。他方で、住宅建設に関しては、同▲9.1%と2四半期連続で減少し、減少幅も拡大した。建設資材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ている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+2.0%と前期から小幅にペースアップした。形態別に内訳を見ると、知的財産投資が同+10.6%と伸びを加速し、機械投資が同+0.8%とプラスに転じたことで全体を押し上げた一方、構築物投資が同▲11.4%とマイナス幅を拡大させたことが足を引っ張った。設備投資の内訳をより仔細に見ると、機械投資では、情報処理機械(同+24.7%)や工業用(同+15.2%)の伸びが堅調であった。情報処理機械に関しては、供給不足が指摘されている半導体関連などで積極的な設備投資が行われている¹と考えられる。他方で、部品不足が

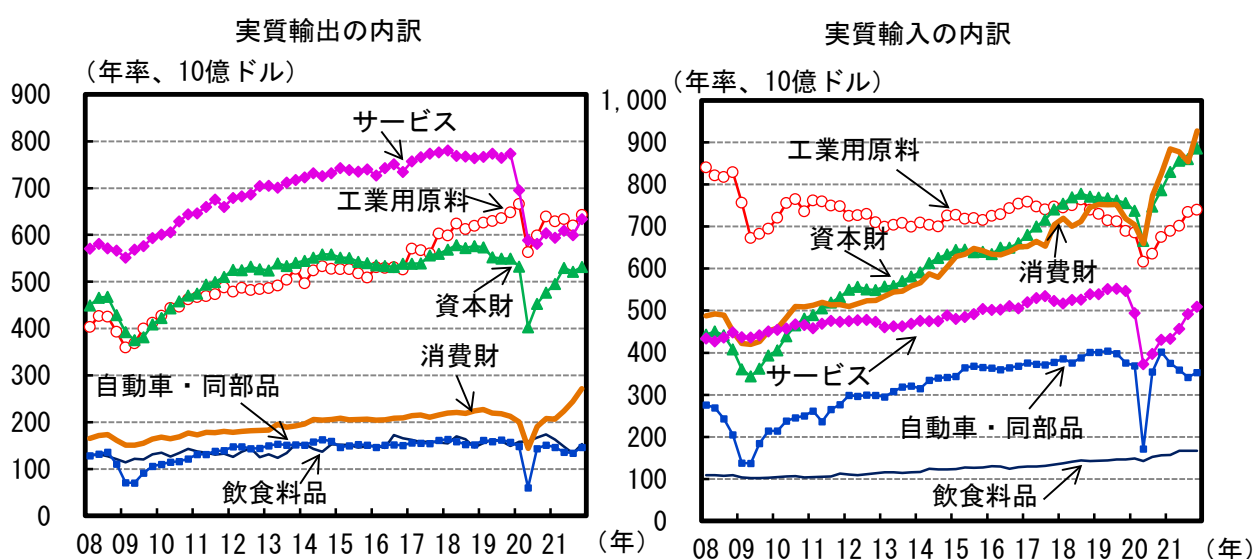
¹ 米国半導体工業会は、米国の半導体産業の設備投資は2021年に1,500億ドル、2022年には1,500億ドルを超える規模となると指摘している。加えて、2020年以前の半導体の設備投資額で1,150億ドルを超えた年はなかったと補足している。<https://www.semiconductors.org/state-of-the-u-s-semiconductor-industry/> (2022年1月27日アクセス)

著しい²とされる輸送用機械（同▲38.2%）は大幅に減少した。輸送用機械に関しては、シェアの大きいトラック・バス（同▲25.0%）が2四半期連続でマイナスとなったことに加え、これまで高い伸びを示していた乗用車（同▲95.0%）が5四半期ぶりに落ち込んだことで全体を押し下げた。構築物投資は、原材料が不足する中で鉱業関連の投資が同+31.2%と大幅増となったが、シェアの大きい商業・ヘルスケア（同▲25.6%）、電力・通信（同▲13.3%）が振るわなかったことに加え、製造業（同▲20.3%）もマイナス幅を拡大したことで全体を押し下げた。

輸出は財・サービスともに堅調

実質輸出は、前期比年率+24.5%と大幅なプラスに転じた。サービス輸出（同+24.7%）、財輸出（同+24.4%）ともに大きく増加し、全体を押し上げた。財輸出の内訳を見ると、3四半期連続でマイナスとなっていた飲食料品（同+75.8%）や自動車・同部品（同+44.5%）が大幅な増加に転じたことに加え、主力輸出品である工業用原料（同+15.4%）や資本財（同+8.0%）も堅調な結果となった。また、消費財（同+52.7%）も引き続き加速した。サービス輸出に関しては、旅行サービス（同+241.7%）や運輸サービス（同+47.8%）が感染状況の改善によって大幅なプラスに転じた。他方で、知的財産権使用料（同▲3.4%）は2四半期連続で減少した。

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

実質輸入は前期比年率+17.7%と前期から再び加速した。サービス輸入（同+14.8%）は減速したが、財消費が回復する中で財輸入（同+18.3%）が増加に転じたことで、全体を押し上げた。財輸入のうち、工業用原料（同+2.8%）は減速したものの、消費財（同+38.8%）や自動車・

² 商務省は半導体のサプライチェーンに関する調査結果を公表し、半導体不足の著しい産業として、医療機器関連、ブロードバンド関連、自動車産業等を指摘している。

<https://www.commerce.gov/news/blog/2022/01/results-semiconductor-supply-chain-request-information>
(2022年1月27日アクセス)

同部品（同+14.7%）は増加に転じ、資本財（同+12.0%）は加速した。サービス輸入に関しては、旅行サービス（同+77.0%）や運輸（同+41.1%）は高い伸びを維持したが、知的財産権使用料（同▲44.8%）が落ち込んだことで全体を押し下げた。

最後に、実質政府支出は前期比年率▲2.9%と再びマイナスに転じた。3 四半期連続でマイナスとなった連邦政府支出（同▲4.0%）のうち、非国防支出は同▲1.6%とマイナス幅が縮小し、2021 年 1-3 月期の経済対策による支出増からの反動減が一段落した一方で、国防支出が同▲5.7%と大きく減少した。また、州・地方政府支出は同▲2.2%と 3 四半期ぶりにマイナスに転じた。BEA は教員等の給与の支出減などによって州・地方政府支出が減少したと説明している。

2022 年 1-3 月期は再び減速へ

10-12 月期の GDP 統計に関してヘッドラインだけを見れば、成長率はペースアップするポジティブな結果であったが、大半は在庫による押し上げであり、感染状況の改善後の回復力としてはやや控え目といえる。もっとも、サプライチェーンの混乱による供給不足によって、設備投資は伸び悩み、住宅投資は 3 四半期連続で落ち込んだことを踏まえれば、在庫の増加は成長のボトルネックを解消するという意味でポジティブな要素だろう。

先行きに関してはオミクロン株による感染状況の悪化によって、2022 年 1-3 月期の成長率は再び減速することが見込まれる。人々の外出・購買行動は抑制され、サプライチェーンの混乱が設備投資や住宅投資の妨げになるだろう。他方、1 月後半以降は米国内の感染状況が再び改善しており、オミクロン株による経済への負の影響は短期間で収まる可能性がある。4-6 月期には再び成長率は加速することが期待される。

1-3 月期に減速し、4-6 月期に再加速するというシナリオ自体は市場にとっても共通認識となっているが、問題は 4-6 月期の回復ペースである。米国における感染状況が改善しつつあるとはいえ、世界での新型コロナウイルスの新規感染者数は極めて高い水準にあり、グローバルサプライチェーンは混乱が長期化する可能性がある。そして、サプライチェーンの混乱が長引けば、インフレ加速も継続することが想定される。10-12 月期もインフレが加速する中で、実質可処分所得が落ち込み、家計の実質的な暮らし向きは悪化した。豊富な家計資産が個人消費のバッファーになるものの、インフレ加速が長期化し、実質可処分所得が落ち込み続ければ、家計の消費余力は削られていくことになる。

インフレ加速に対応すべく、FRB は 3 月に利上げへと踏み切ることが想定される。また、バランスシート政策に関しても、早ければ 5 月には縮小へと舵を切る可能性もある。金融政策の正常化を通じて FRB は最優先課題のインフレ加速へと立ち向かうわけだが、結局のところは金融環境の引き締めによる消費や投資といった需要の抑制策である。財政によるサポートも見込みにくい中で、4-6 月期の回復ペースに過度な期待は禁物だろう。