

2022年5月2日 全6頁

米 GDP 2020年4-6月期以来のマイナス成長

2022年1-3月期米GDP：しかし、個人消費と設備投資は堅調

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%と、2020年4-6月期以来のマイナス成長に転じた。しかし、内容は、ネガティブなものではない。下押し要因となったのは純輸出と民間在庫であり、米国経済の屋台骨である個人消費は堅調さを維持し、設備投資は加速した。結果的に、純輸出、民間在庫を除いた実質国内最終需要は同+2.6%と、2021年10-12月期（同+1.7%）から加速している。
- 当面は個人消費や企業活動が堅調さを維持することで、4-6月期の成長率は再びプラス成長へと転じることが見込まれる。輸入に関しては、中国でのロックダウンの影響等もあり、伸び率が縮むことが想定される。もっとも、輸出も中国のロックダウンなどによる世界経済の減速のあおりを受け、伸び悩む可能性が高く、純輸出がヘッドラインを押し下げる可能性は残るだろう。最後に、金融政策に関してであるが、1-3月期はマイナス成長となったわけだが、内需が堅調な中でFRBの金融引き締めは妨げにはならないだろう。むしろ、PCEやコアPCEが約40年ぶりの高い伸びとなっている中で、インフレ加速対策が最優先課題であることに変わりはないといえる。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2020			2021				2022
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質GDP	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.4
個人消費	-33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	2.0	2.5	2.7
設備投資	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.2	1.7	2.9	9.2
住宅投資	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	2.2	2.1
輸出	-59.9	54.5	22.5	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.9
輸入	-53.1	89.2	31.3	9.3	7.1	4.7	17.9	17.7
政府支出	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.7
寄与度、%pt								
個人消費	-24.10	25.51	2.26	7.44	7.92	1.35	1.76	1.83
設備投資	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.40	1.17
住宅投資	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	0.10	0.10
民間在庫	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.84
純輸出	1.53	-3.25	-1.65	-1.56	-0.18	-1.26	-0.23	-3.20
輸出	-8.34	4.64	2.07	-0.30	0.80	-0.59	2.24	-0.68
輸入	9.87	-7.89	-3.73	-1.26	-0.99	-0.68	-2.46	-2.53
政府支出	0.97	-0.19	-0.09	0.77	-0.36	0.17	-0.46	-0.48

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

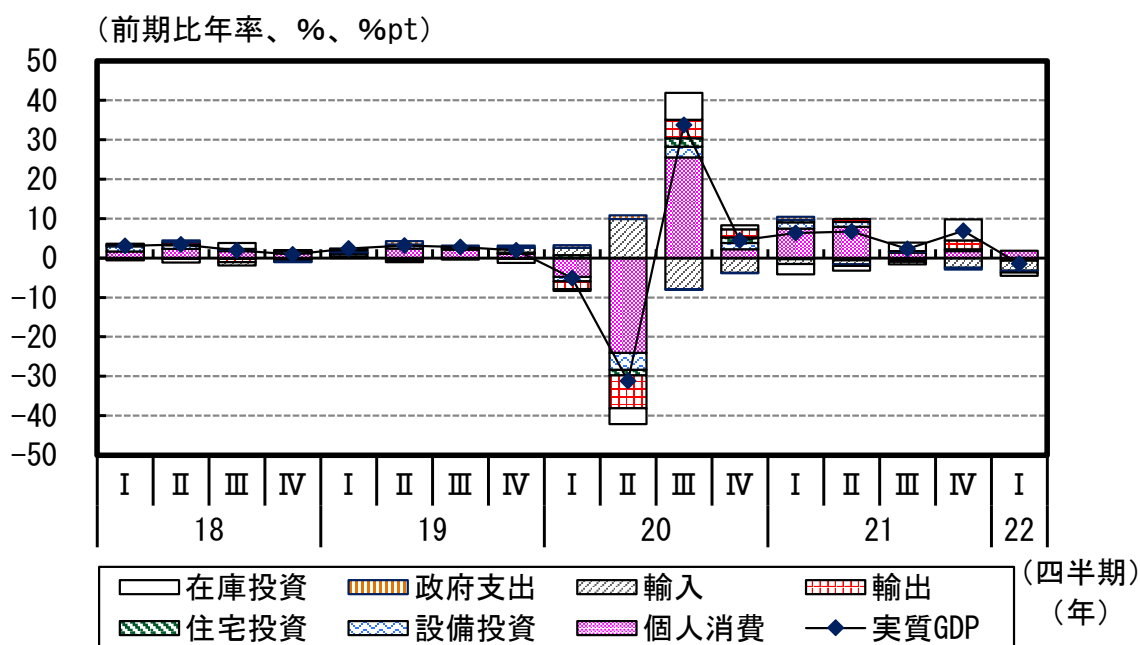
実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.4%とマイナスに転じる

2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%と、前期の大幅な加速（同+6.9%）からマイナスに転じた。マイナス成長は新型コロナウイルスの感染状況悪化によるロックダウンの悪影響を受けた2020年4-6月期以来である。ヘッドラインだけで見れば、市場予想（Bloomberg調査：同+1.0%）を大きく下回るネガティブな結果といえる。

しかし、内容自体はネガティブなものではない。需要項目別に見ると、米国経済の屋台骨である個人消費（前期比年率+2.7%）は小幅に伸びが高まった。また、設備投資は同+9.2%と大幅に加速した。住宅投資は同+2.1%と、前期とほぼ同程度の伸びとなった。他方で、下押し要因となったのは純輸出（前期比年率寄与度▲3.20%pt）と民間在庫（同▲0.84%pt）である。また、政府支出も前期比年率▲2.7%と2四半期連続でマイナスとなった。全体としてはマイナス成長になったわけだが、個人消費や設備・住宅投資といった主要項目が堅調だったことで、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+2.6%と、前期（同+1.7%）から加速した。

物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+8.0%と加速し、1981年7-9月期以来の伸び幅となった。設備投資価格指数（同+6.8%）は幾分減速したが、住宅投資価格指数（同+17.8%）やPCE（個人消費）価格指数（同+7.0%）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+6.3%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+5.2%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1983年4-6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

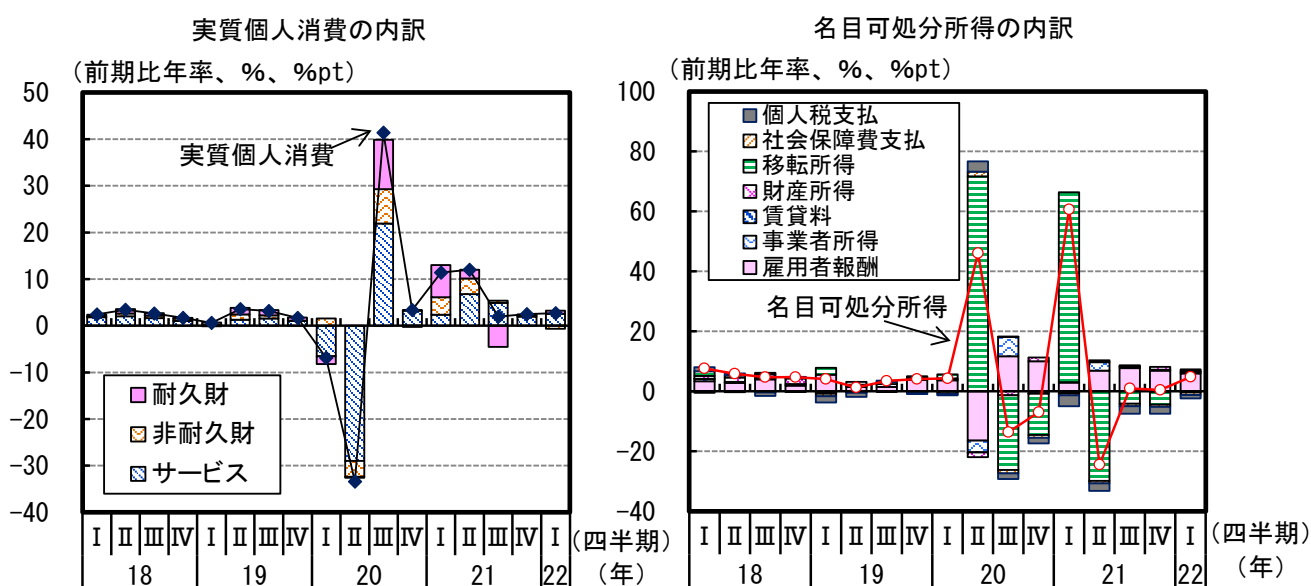


個人消費はサービス消費が加速

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+2.7%と小幅に加速した。財・サービス別では、サービス消費が同+4.3%と伸び幅が拡大した一方で、財消費は同▲0.1%と2四半期ぶりにマイナスに転じた。新型コロナウイルスのオミクロン株による感染状況が2月以降に改善したことや気温が暖かくなったことで人々の外出意欲が増し、サービス消費を押し上げたと考えられる。

財消費の内訳を確認すると、耐久財（前期比年率+4.1%）は加速したものの、非耐久財（同▲2.5%）は減少に転じた。耐久財のうち、2四半期連続でマイナスとなっていた自動車が同+10.4%とプラスに転じたことや、娯楽用品（同+6.6%）が減速するも高い伸びを維持したことで全体を押し上げた。非耐久財に関しては、ガソリン・エネルギー（同▲15.1%）が大幅なマイナスとなった。ガソリン・エネルギーに関しては、価格が上昇したことで名目ベースでは大幅に増加したものの、実質ベースでは伸び悩んだといえる。その他、衣服・履物（同▲5.9%）や飲食料品（同▲1.4%）のマイナス幅が拡大した。

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+5.0%）が加速し、けん引役となった。また、輸送サービス（同+4.7%）や娯楽サービス（同+5.5%）は減速こそしたものの、堅調さを維持した。コロナ禍前（2019年10-12月期）と比較すると、外食・宿泊サービス（対同期比+1.5%）が上回り、輸送サービス（同▲9.8%）や娯楽サービス（同▲11.7%）もマイナス幅が縮小している。サービス消費全体で見ると、同+0.3%とコロナ禍前の水準に回復した。

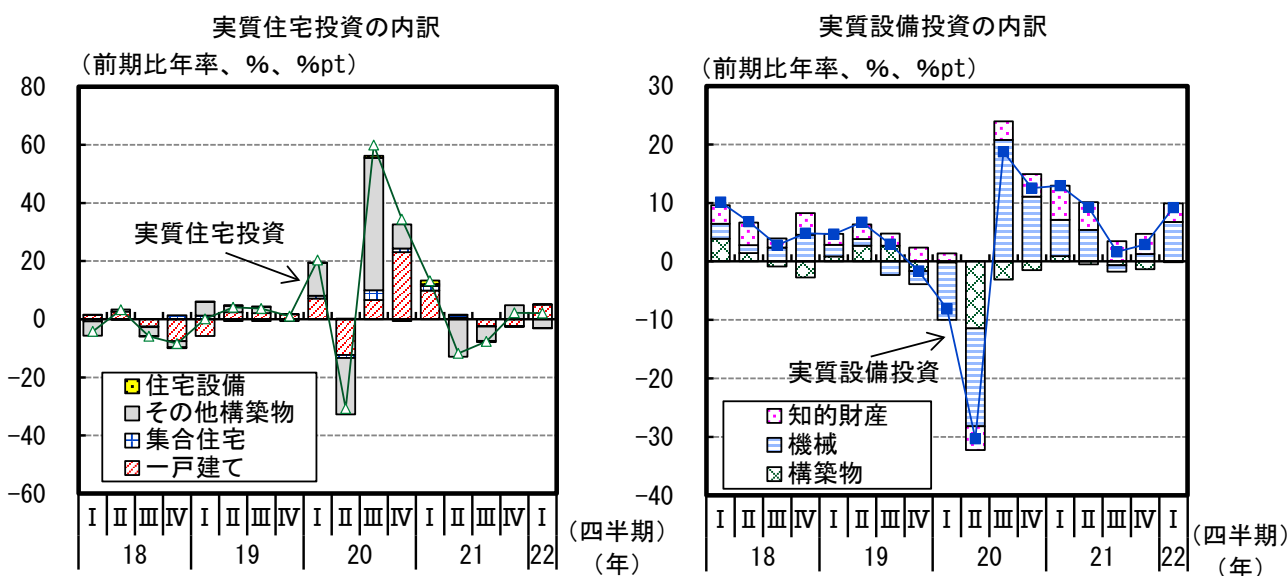
個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率+4.8%と伸びが加速し、3四半期連続で増加した。雇用環境の回復が継続したことで雇用者報酬は同+8.3%と高い伸びを維持した。なお、前期まで、経済対策による現金給付の反動減や失業保険の給付増額の

期限切れによって大幅な下押し要因となっていた移転所得は、同▲1.8%とマイナス幅が縮小した。名目個人消費の伸びが大幅に加速し、可処分所得の伸びを上回ったことで、家計の貯蓄率は6.6%と前期（7.7%）からさらに低下し、コロナ禍前の水準（7.4%）を下回った。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▲2.0%と4四半期連続で減少した。実質可処分所得の水準に関しては、15.3兆ドルと2012-2019年のトレンドラインから算出した水準（15.6兆ドル）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。

設備投資が大幅にペースアップ

実質住宅投資は前期比年率+2.1%と前期と同程度の伸び幅となった。内訳を見ると、不動産仲介料などを含むその他構築物が同▲5.7%と減少に転じた一方、住宅建設が同+11.9%と3四半期ぶりの増加へと転じたことで全体を押し上げた。その他構築物に関しては、住宅の在庫水準が低い中で、住宅価格が上昇し、中古住宅販売が伸び悩んだことを反映したものと考えられる。他方、住宅建設に関しては、住宅の在庫不足が顕著となる中で、建設が進んだと考えられる。

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

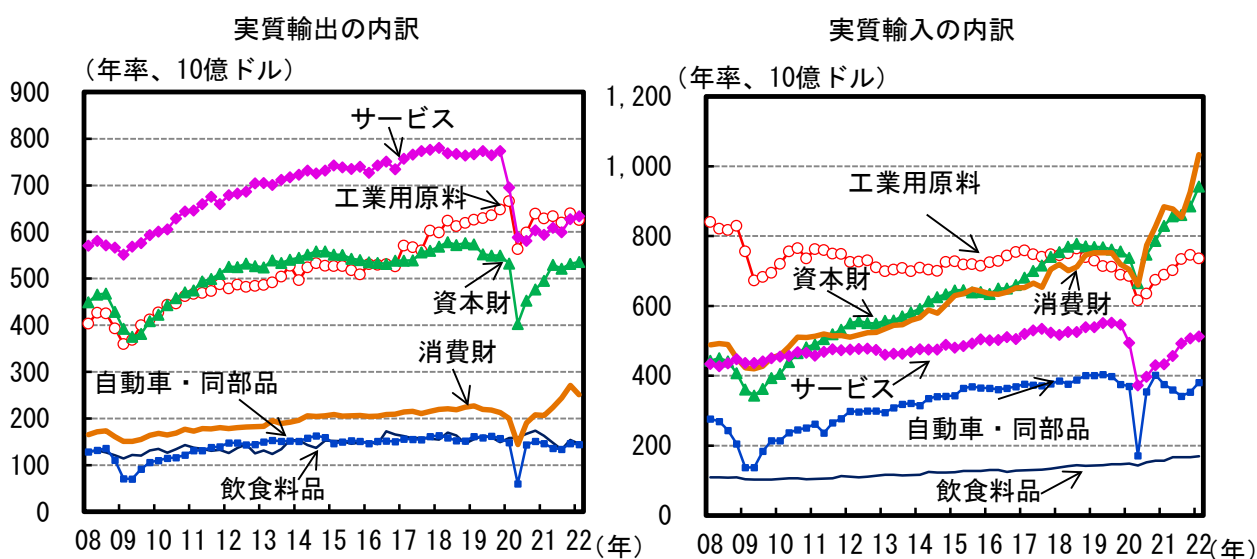
実質設備投資に関しては、前期比年率+9.2%と大幅にペースアップした。形態別に内訳を見ると、機械投資（同+15.3%）は大幅に加速し、構築物投資（同▲0.9%）はマイナス幅が縮小した。また、知的財産投資（同+8.1%）は減速したが、高い伸びを維持した。設備投資の内訳をより仔細に見ると、機械投資では、情報処理機械（同+22.4%）や工業用（同+23.8%）の伸びが堅調であった。情報処理機械に関しては、供給不足が指摘されている半導体関連などで、引き続き積極的な設備投資が行われていると考えられる。他方で、部品不足が著しいとされる輸送用機械（同▲9.1%）は3四半期連続で減少した。輸送用機械に関しては、乗用車（同+82.0%）が増加に転じたものの、シェアの大きいトラック・バス（同▲6.7%）や航空機（同▲29.4%）

が振るわなかった。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+25.4%と加速したが、シェアの大きい商業・ヘルスケア（同▲16.4%）、電力・通信（同▲1.6%）が足を引っ張った。なお、構築物投資における製造業（同+11.9%）は3四半期ぶりにプラスに転じた。

輸出が冴えない一方で、輸入は大幅に増加

実質輸出は、前期比年率▲5.9%とマイナスに転じた。財輸出（同▲9.6%）は大きく落ち込み、サービス輸出（同+3.8%）はプラスを維持するも減速した。財輸出の内訳を見ると、主力輸出品である資本財（同+3.5%）はプラスを維持したが、工業用原料（同▲8.8%）がマイナスに落ち込んだ。この他、消費財（同▲26.7%）、飲食料品（同▲18.8%）、自動車・同部品（同▲5.8%）も軒並みマイナスに転じた。マイナス幅の大きい項目は、前期に大幅なプラスとなっていたことから、反動減という側面もあるだろう。サービス輸出に関しては、運輸サービス（同▲17.7%）が振るわず、旅行サービス（同+2.5%）も大幅なペースダウンとなった。感染状況の改善によってサービス輸出は堅調な結果となってもよさそうだが、ウクライナ危機等を背景としたエネルギー価格の上昇や人員不足によるフライトの欠航などを背景に需要が抑制された可能性があるだろう。

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%と前期に引き続き大幅なプラスとなった。サービス輸入（同+4.1%）は減速したが、財輸入（同+20.5%）が加速したことで、全体を押し上げた。財輸入のうち、工業用原料（同▲5.4%）はマイナスに転じたものの、消費財（同+55.1%）や自動車・同部品（同+35.2%）、資本財（同+28.6%）は加速した。個人消費や設備投資などの需要が堅調な一方、供給不足が顕著となっている中で、財輸入が大幅に増加したと考えられる。サービス輸入に関しては、旅行サービス（同▲15.1%）がマイナスに転じ、運輸サービス（同+7.3%）

が減速した。こうしたクロスボーダーでの移動が減少したことは、サービス輸出と同様の構図といえる。

最後に、実質政府支出は前期比年率▲2.7%と2四半期連続で減少した。4四半期連続でマイナスとなった連邦政府支出(同▲5.9%)のうち、非国防支出は同▲2.2%と前期と同程度のマイナス幅だったが、国防支出が同▲8.5%と大きく減少した。また、州・地方政府支出は同▲0.8%と2四半期連続で減少するも、マイナス幅は縮小した。

4-6 月期はプラス成長に転じる見込み

1-3 月期の GDP 統計に関してヘッドラインだけを見れば、マイナス成長とネガティブサプライズとなった。しかし、個人消費や設備投資などは堅調であり、内容的には悪くない。輸入の増加も需要が強い中で供給不足を補う動きと捉えれば、決して悪いものではないともいえる。

当面は個人消費や企業活動が堅調さを維持することで、4-6 月期の成長率は再びプラス成長へと転じることが見込まれる。輸入に関しては、中国でのロックダウンの影響等もあり、今期よりも伸び率が縮むことが想定される。もっとも、輸出も中国のロックダウンなどによる世界経済の減速のあおりを受け、伸び悩む可能性が高く、純輸出がヘッドラインを押し下げる可能性は残るだろう。

2022 年後半に関しては、利上げによる消費や投資への押し下げが見込まれ、成長ペースは再び鈍化していくと予想する。5 月 3・4 日の FOMC では 0.5%pt の利上げと、バランスシートの縮小 (QT) の公表が見込まれる。1-3 月期はマイナス成長となったわけだが、内需が堅調な中で FRB の金融引き締めは妨げにはならないだろう。むしろ、PCE やコア PCE が約 40 年ぶりの高い伸びとなっている中で、インフレ加速対策が最優先課題であることに変わりはないといえる。