

2022年7月29日 全6頁

米 GDP 2 四半期連続のマイナス成長

2022年4-6月期米GDP：市場は景気後退とみるが、個人消費は底堅い

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4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%と、2四半期連続のマイナス成長となった。2四半期連続のマイナス成長となったことで、市場は景気後退（テクニカル・リセッション）と認識する。しかし、重要なのはその内容である。最大の押し下げ要因となったのは、民間在庫である。また、金融引き締めを受け、住宅投資は減少し、設備投資も小幅ながらマイナスに転じた。他方、屋台骨である個人消費は底堅い結果となったことから、本格的な景気後退期へ突入したと認識するのは早計だろう。
- 7-9月期に関しては、財消費に関しては伸び悩むことが想定されるが、サービス消費が堅調さを維持することで、個人消費を下支えする状況が続くと考えられる。もっとも、金融引き締めが続くと見込まれる中で住宅投資や設備投資による押し上げは期待しにくい。現時点においては、個人消費が堅調さを維持することで、7-9月期に再びプラス成長に転じることが想定されるが、金融引き締め等もあって景気全体が減速している中でそのプラス幅は大きくないと考えられる。結果的に、実質GDP成長率のヘッドラインは民間在庫や純輸出によって左右されやすく、マイナス成長が継続する可能性も残されている。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2020		2021				2022	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質GDP	33.8	4.5	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.9
個人消費	41.4	3.4	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.0
設備投資	18.7	12.5	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	-0.1
住宅投資	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-14.0
輸出	54.5	22.5	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	18.0
輸入	89.2	31.3	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1
政府支出	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.9
寄与度、%pt								
個人消費	25.51	2.26	7.44	7.92	1.35	1.76	1.24	0.70
設備投資	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.40	1.26	-0.01
住宅投資	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	0.10	0.02	-0.71
民間在庫	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.35	-2.01
純輸出	-3.25	-1.65	-1.56	-0.18	-1.26	-0.23	-3.23	1.43
輸出	4.64	2.07	-0.30	0.80	-0.59	2.24	-0.55	1.92
輸入	-7.89	-3.73	-1.26	-0.99	-0.68	-2.46	-2.69	-0.49
政府支出	-0.19	-0.09	0.77	-0.36	0.17	-0.46	-0.51	-0.33

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

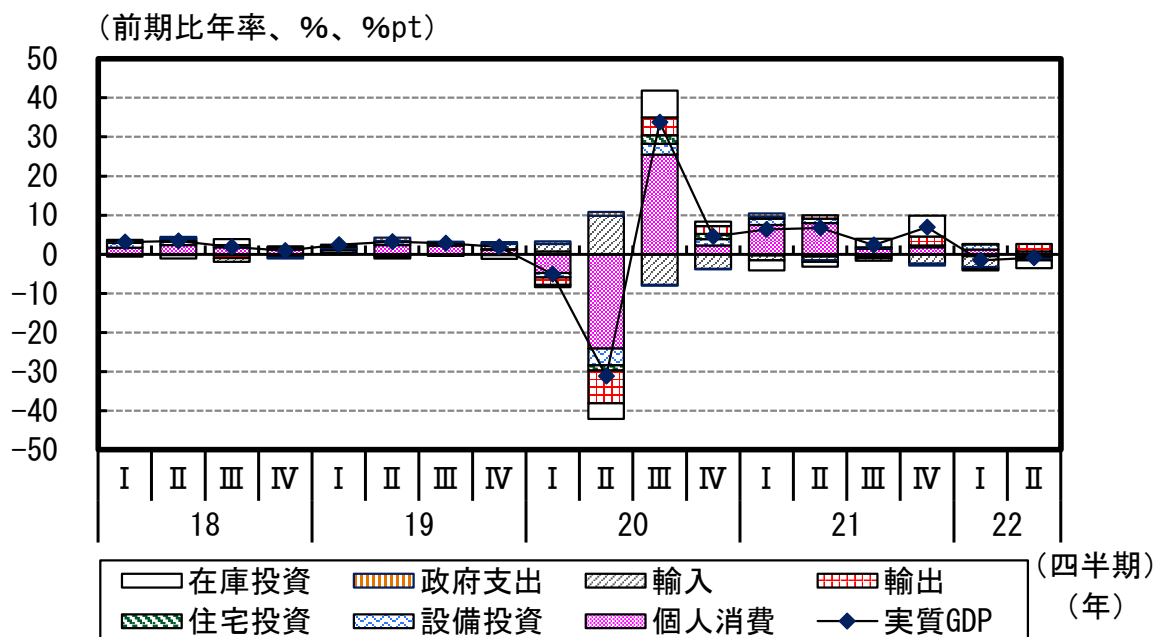
2 四半期連続のマイナス成長

2022年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%と、1-3月期から2四半期連続でマイナス成長となった。プラス成長を見込んでいた市場予想（Bloomberg調査：同+0.5%）を下回る結果となった。2四半期連続のマイナス成長となったことで、市場は景気後退（テクニカル・リセッション）と認識する。

しかし、重要なのは内容である。需要項目別に見ると、最大の押し下げ要因となったのは、民間在庫（前期比年率寄与度▲2.01%pt）である。民間在庫のうち、自動車小売やGMS（総合小売）の在庫が大きく減少した。自動車小売に関しては、半導体不足や中国でのロックダウンに伴うサプライチェーンの混乱で自動車生産が抑制されたことが要因として考えられる。GMSに関しては、個人消費が財からサービスへと移行する中で、過剰在庫が発生しており、在庫削減が優先されたと考えられる。続いて、押し下げ要因となったのは、住宅投資（前期比年率▲14.0%）である。FRBが急ピッチで金融引き締めを進める中で、その悪影響を受けたと考えられる。この他、政府支出（同▲1.9%）が3四半期連続で減少し、設備投資（同▲0.1%）は小幅ながらもマイナスに転じた。

他方、個人消費（前期比年率+1.0%）は減速しつつも、底堅い結果となった。また、1-3月期の主な下押し要因となった純輸出（前期比年率寄与度+1.43%pt）は、プラス寄与へと転換した。総じてみれば、米国経済の屋台骨である個人消費が底堅い結果となったことから、本格的な景気後退期へと突入したと認識するのは早計だろう。他方、設備・住宅投資がマイナスに転じたように、金融引き締めの効果は生じ始めている。個人消費と設備・住宅投資の和である実質民間最終需要は前期から横ばいとなっており、景気の減速感は強まっているといえる。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



物価動向について見ると、GDP デフレーターは前期比年率+8.7%とさらに加速し、1981年1-3月期以来の伸び幅となった。住宅投資価格指数(同+13.7%)は減速するも、伸び幅自体は大きいままである。PCE(個人消費)価格指数(同+7.1%)は前期の伸び幅と同程度となり、設備投資価格指数(同+8.1%)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+6.5%と加速した一方で、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+4.8%と減速した。いずれにせよ、FRBの目標である+2%を大きく上回る状況が続いていることに変わりはない。

個人消費では財消費が落ち込むも、サービス消費が加速

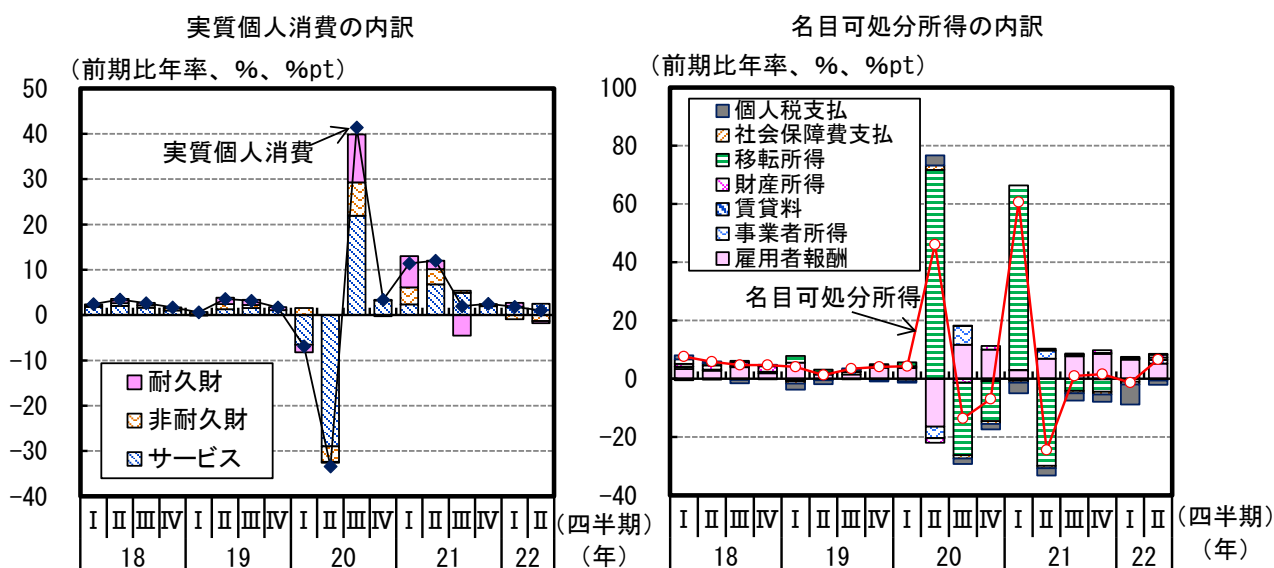
需要項目別の動向を確認していくと、実質個人消費は前期比年率+1.0%と減速した。財・サービス別では、サービス消費が同+4.1%と伸び幅が拡大した一方で、財消費が同▲4.4%と2四半期連続でマイナスとなった。新型コロナウイルスの感染状況が大きく悪化しなかったことや、気温が暖かくなったことで人々の外出意欲が増し、サービス消費を押し上げたと考えられる。

財消費の内訳を確認すると、耐久財(前期比年率▲2.6%)はマイナスに転じ、非耐久財(同▲5.5%)はマイナス幅が拡大した。耐久財の主要項目は概ね減少したが、前期にけん引役となった自動車(同▲0.7%)や娯楽用品(同▲4.8%)がマイナスに転じたことで全体を押し下げた。自動車に関しては、在庫不足による価格高騰や自動車ローン金利の上昇が購買意欲を抑制したと考えられる。娯楽用品に関しては、インフレが高進する中で、選択的消費が抑制された可能性がある。非耐久財に関しては、飲食料品(同▲11.7%)やガソリン・エネルギー(同▲8.5%)のマイナス幅が目立つ。ガソリン価格が史上最高値となる中で、買い控えが進んだと考えられる。他方、前期まで3四半期連続でマイナスとなっていた衣服・履物(同+0.9%)は、プラスに転じた。人々の外出意欲の高まりが衣服等の購入を促したといえよう。

サービス消費については、外食・宿泊サービス(前期比年率+13.5%)が加速し、けん引役となった。また、輸送サービス(同+3.3%)や娯楽サービス(同+7.4%)も加速した。財消費の落ち込みは、インフレ高進や景気の悪化に備えた買い控えといった側面も否定はできないが、ポストコロナへの移行が進む中で、サービス消費への移行が進んだ結果とも考えられるだろう。

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+6.6%と増加に転じた。堅調な雇用環境を背景に雇用者報酬は同+7.2%と高い伸びを維持した。なお、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下押し要因となっていた移転所得は、同+1.2%と2021年1-3月期以来となる増加に転じた。名目個人消費の伸びが可処分所得の伸びを上回ったことで、家計の貯蓄率は5.2%と前期(5.6%)からさらに低下し、2009年7-9月期以来の低水準となった。インフレが高進する中で、人々は資金を貯蓄に回せなくなっているのかもしれない。他方、実質可処分所得は、前期比年率▲0.5%と5四半期連続で減少するもマイナス幅は縮小した。実質的な消費余力が大幅に悪化しなかったことは先行きの個人消費にとってポジティブといえる。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳



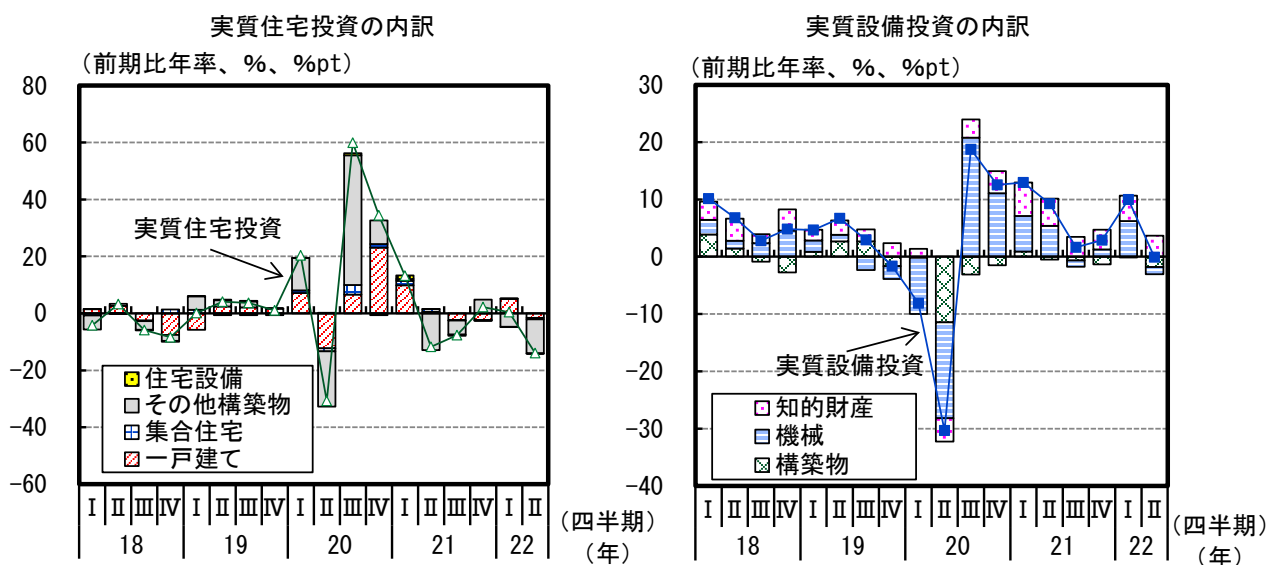
(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

住宅投資は大きく落ち込み、設備投資は2020年4-6月期以来の減少

実質住宅投資は前期比年率▲14.0%と3四半期ぶりにマイナスに転じるとともに、そのマイナス幅は2020年4-6月期以来の大きさとなった。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▲22.2%と大きく落ち込んだことに加え、住宅建設が同▲4.4%とマイナスに転じたことで全体を押し下げた。その他構築物に関しては、FRBの金融引き締めを背景に住宅ローン金利が上昇したことや、住宅の在庫水準が低い中での住宅価格の上昇により、中古住宅販売が伸び悩んだことが反映されたものと考えられる。住宅建設に関しては、人々の住宅購入が減少したことを受け、建設が抑制されたと考えられる。

実質設備投資に関しては、前期比年率▲0.1%と2020年4-6月期以来となる減少に転じた。形態別に内訳を見ると、知的財産投資(同+9.2%)が高い伸びを維持した一方で、機械投資(同▲2.7%)がマイナスに転じるとともに、構築物投資(同▲11.7%)がマイナス幅を拡大したことで全体を押し下げた。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+6.1%)がプラスに転じた。他方、前期までのけん引役であった情報処理機械(同▲6.2%)や工業用(同▲5.2%)がマイナスに転じたことで足を引っ張った。情報処理機械や工業用に関しては、反動減に加え、景気の先行きに対する懸念から投資を控えつつあることを示唆しているともいえる。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+10.8%と引き続き堅調も、シェアの大きい商業・ヘルスケア(同▲19.4%)、電力・通信(同▲21.2%)が大きく落ち込んだことで全体を押し下げた。個人消費が財からサービス消費へと移行する中で、商業・ヘルスケアのうち、小売店や飲食料品店といった財消費関連の投資が抑制されたと考えられる。

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

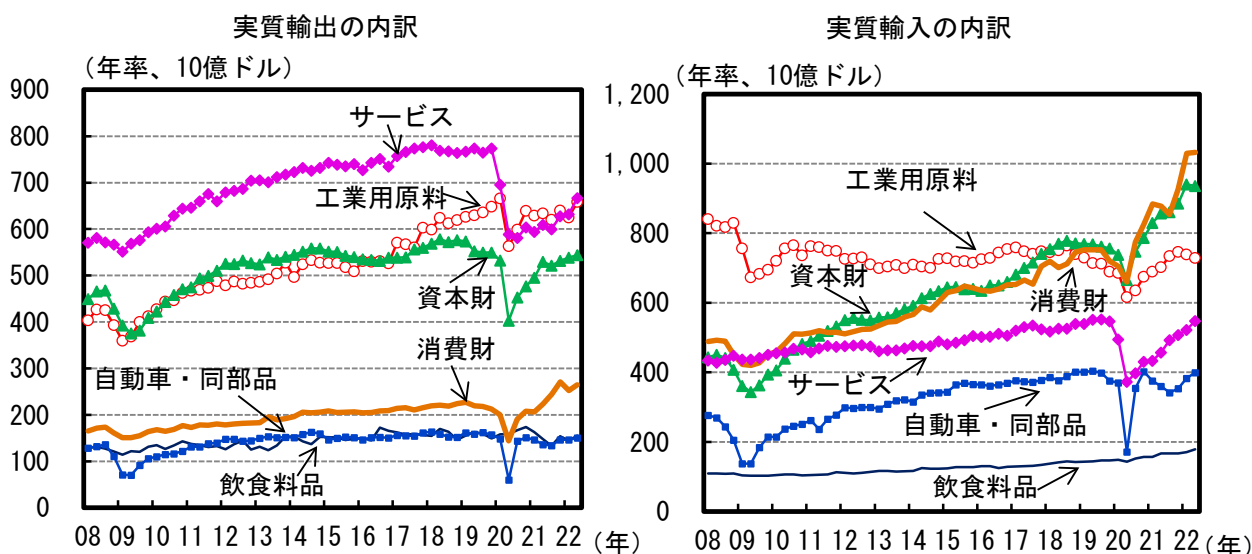
財・サービス輸出が堅調

実質輸出は、前期比年率+18.0%と大幅な増加に転じた。財輸出(同+15.6%)は大幅なプラスに転じ、サービス輸出(同+24.2%)は加速した。財輸出の内訳を見ると、主力輸出品である資本財(同+3.9%)は減速したが、工業用原料(同+23.4%)がプラスに転じた。その他、飲食料品(同+34.4%)、消費財(同+21.7%)、自動車・同部品(同+12.2%)も軒並み増加に転じた。サービス輸出に関しては、旅行サービス(同+144.5%)や運輸サービス(同+23.2%)がけん引役となった。新型コロナウイルスの感染状況が大きく悪化せず、ポストコロナへの移行が進む中で、人々のクロスボーダーでの移動が増加したと考えられる。

実質輸入は前期比年率+3.1%と減速した。サービス輸入(同+21.1%)は加速するも、財輸入(同▲0.1%)が3四半期ぶりに減少したことが足を引っ張った。財輸入のうち、飲食料品(同+20.0%)や自動車・同部品(同+17.3%)は堅調も、工業用原料(同▲5.5%)はマイナス幅が拡大し、資本財(同▲1.9%)はマイナスに転じた。また、消費財(同+1.2%)は大幅に減速した。住宅・設備投資を中心とした需要が落ち込む中で、財輸入も大幅に抑制されたと考えられる。なお、サービス輸入に関しては、大幅増が続いていた運輸サービス(同▲6.0%)が2020年4-6月期以来となるマイナスに転じた。他方で、輸出同様に旅行サービス(同+237.6%)は大幅増となった。

最後に、実質政府支出は前期比年率▲1.9%と3四半期連続で減少した。5四半期連続でマイナスとなった連邦政府支出(同▲3.2%)のうち、国防支出が同+2.5%とプラスに転じた一方で、非国防支出は同▲10.5%とマイナス幅が拡大した。また、州・地方政府支出は同▲1.2%と3四半期連続で減少し、マイナス幅も拡大した。

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

7-9 月期はプラス成長への転換を想定も、マイナス成長継続もあり得る

4-6 月期の GDP 統計は、実質 GDP 成長率が 2 四半期連続でマイナス成長となり、市場基準では景気後退（テクニカル・リセッション）と捉えられる。もっとも、屋台骨である個人消費が大きく損なわれていないことから、本格的な景気後退期に突入したと認識するのは早計といえる。個人消費はポストコロナへの移行によってサービス消費が回復する一方で、財消費はインフレ高進も相まって落ち込みやすくなっており、両者を併せて見れば伸び幅が抑制されやすい。ただし、個人消費の中でもウェイトが大きいサービス消費が回復していることは、景気後退懸念が強まる中では安心材料といえる。

7-9 月期も、財消費に関しては高インフレが続くと見込まれる中で伸び悩むことが想定されるが、夏休みシーズンとなってサービス消費が堅調さを維持することで、個人消費を下支えする状況が続くと考えられる。もっとも、金融引き締めが続くと見込まれる中で住宅投資や設備投資による押し上げは期待しにくい。また、民間在庫に関しては、財消費が伸びにくく、景気の先行きが不透明な中で、小売を中心に企業が在庫を減らすと考えるべきだろう。そして、純輸出に関しては、個人消費の伸び幅が抑制される中で輸入が抑制される一方、4-6 月期に堅調な伸びとなった輸出はドル高によって抑制されやすいことが想定され、4-6 月期ほどのプラス寄与は期待しづらい。現時点においては、個人消費が堅調さを維持することで、7-9 月期に再びプラス成長に転じることが想定されるが、金融引き締め等もあって景気全体が減速している中でそのプラス幅は大きくないだろう。結果的に、実質 GDP 成長率のヘッドラインは民間在庫や純輸出によって左右されやすく、マイナス成長が継続する可能性も残されている。