

米 GDP 3 四半期ぶりにプラス成長に転じる

2022年7-9月期米 GDP：プラス成長も、景気の減速感は強まる

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2022年7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と、3 四半期ぶりにプラス成長に転じた。市場予想 (Bloomberg 調査：同+2.4%) に概ね沿った結果であり、サプライズはない。設備投資は加速し、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅い結果となったものの、金融引き締めの影響を受け、住宅投資が大幅な減少となった。結果、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要 (個人消費、設備投資、住宅投資の和) は同+0.1%と4-6月期 (同+0.5%) から伸び幅が縮小し、景気の減速感は強まった。
- 10-12月期に関しても、民間最終需要は伸び悩むことが見込まれる。タイトな金融環境が継続することで、住宅投資は引き続き低迷することが想定され、設備投資や個人消費も景気全体が減速する中で徐々にペースダウンしていくことが想定される。実質 GDP のヘッドラインは純輸出や民間在庫によって左右されやすい構図が続くわけだが、これらに関しても押し上げ要因としては期待しにくいことから、10-12月期以降の実質 GDP は減速していくことが予想される。景気が減速していくことは、インフレ抑制に向けて金融引き締めを進める FRB にとっては想定通りの結果といえるが、景気後退へと転じる可能性も高まる。インフレ抑制と景気後退リスクのバランスをいかに取るか、FOMC は難しいかじ取りを迫られている。

図表 1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2020		2021				2022		
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
実質 GDP	3.9	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.6	
個人消費	3.9	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	
設備投資	11.5	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	3.7	
住宅投資	33.4	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.4	
輸出	24.2	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	
輸入	32.9	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-6.9	
政府支出	-0.1	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.4	
寄与度、%pt									
個人消費	2.53	6.98	7.84	1.98	2.14	0.91	1.38	0.97	
設備投資	1.46	1.18	1.29	0.10	0.17	0.98	0.01	0.49	
住宅投資	1.30	0.52	-0.24	-0.29	-0.05	-0.15	-0.93	-1.37	
民間在庫	0.30	-2.52	-0.75	1.96	5.01	0.15	-1.91	-0.70	
純輸出	-1.68	-1.02	-0.60	-1.08	-0.16	-3.13	1.16	2.77	
輸出	2.20	0.03	0.51	-0.13	2.37	-0.53	1.51	1.63	
輸入	-3.88	-1.06	-1.11	-0.95	-2.53	-2.60	-0.35	1.14	
政府支出	-0.01	1.18	-0.54	-0.02	-0.16	-0.40	-0.29	0.42	

(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

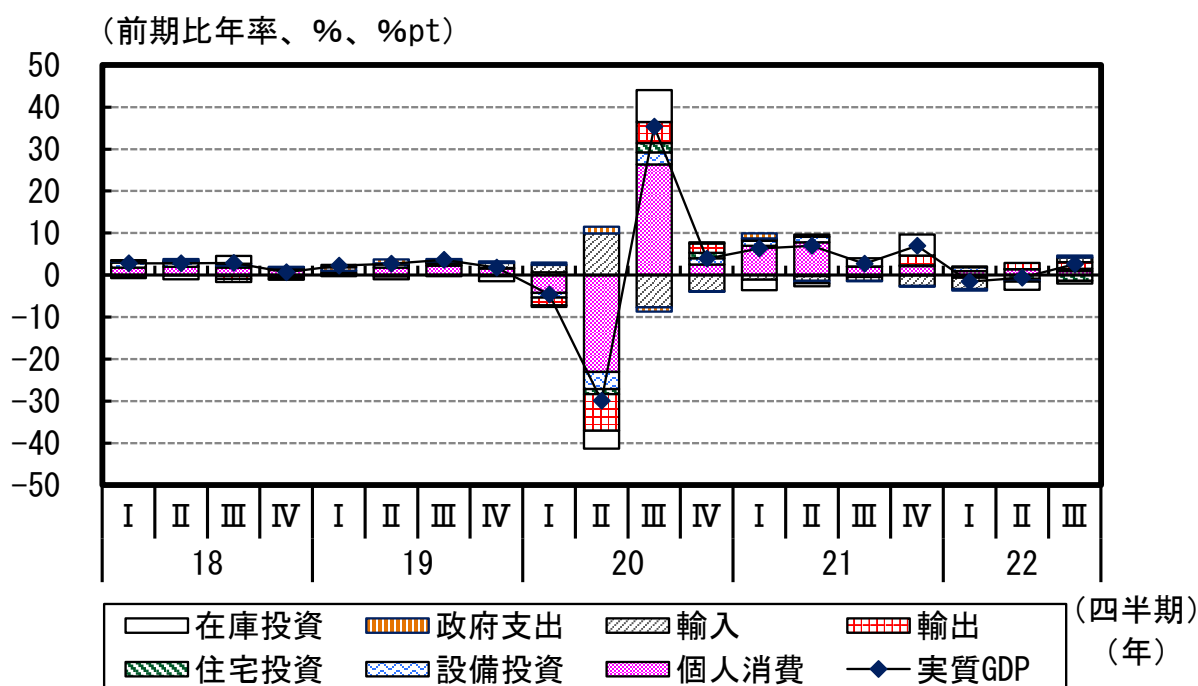
実質 GDP 成長率は3四半期ぶりにプラスに転じる

2022年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、3四半期ぶりにプラス成長に転じた。市場予想（Bloomberg調査：同+2.4%）に概ね沿った結果であり、サプライズはない。

需要項目別に見ると、個人消費は前期比年率+1.4%と4-6月期から減速しつつも、底堅い結果となった。設備投資は同+3.7%と加速した。一方、FRBの利上げによって住宅ローン金利が上昇する中で、住宅投資は同▲26.4%と4-6月期からさらに落ち込み、減少幅は2020年4-6月期以来の大きさとなった。住宅投資が大きく落ち込んだ結果、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+0.1%と、4-6月期の同+0.5%から伸び幅が縮小し、景気の減速感は強まったといえる。

この他の項目に関しては、純輸出（前期比年率寄与度+2.77%pt）が最大の押し上げ要因となった。輸出の増加に加えて、輸入が減少したことで、純輸出のプラス幅が拡大した。また、4-6月期の最大の押し下げ要因であった民間在庫に関しては、同▲0.70%ptとマイナス幅が縮小した。政府支出に関しては前期比年率+2.4%と6四半期ぶりにプラスに転じた。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



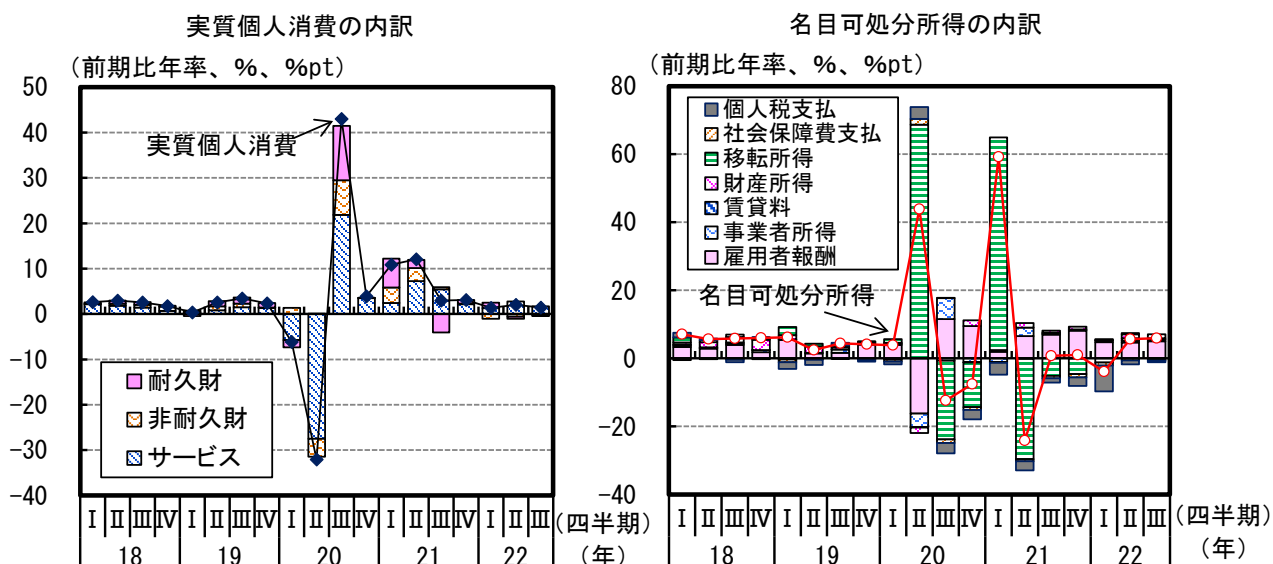
物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+4.1%と4四半期ぶりに減速した。内訳を見ると、PCE（個人消費）価格指数（同+4.2%）、設備投資価格指数（同+7.4%）、住宅投資価格指数（同+8.3%）のいずれも4-6月期から伸び幅が縮小した。FRB（連邦準備制度理事会）がターゲットとするPCE価格指数の前年同期比は+6.3%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+4.9%と、いずれも小幅な減速に留まり、FRBの目標である+2%を大きく上回る状況は継続している。

個人消費は自動車と、サービス消費の4-6月期からの反動が伸びを抑える

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+1.4%と減速した。財・サービス別では、サービス消費が同+2.8%と底堅い結果となった一方で、財消費が同▲1.2%と3四半期連続で減少となり、足を引っ張った。新型コロナウイルスの感染状況が安定していたことや、バケーション・シーズンの到来が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▲0.8%）、非耐久財（同▲1.4%）ともに減少した。耐久財のうち、娯楽用（同+8.0%）は加速し、家事・家庭用（同+3.2%）はプラスに転じたが、自動車（同▲11.8%）がマイナス幅を拡大し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する状況が継続している。非耐久財に関しては、新学期開始によるバック・トゥ・スクール関連で衣服・履物が同+4.8%と加速した一方で、ガソリン・エネルギー（同▲5.9%）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、バケーション・シーズンの到来によって、輸送サービス（前期比年率+6.3%）が堅調な伸びを維持した。外食・宿泊サービス（同+3.3%）や娯楽サービス（同+0.9%）は減速したが、4-6月期の大幅な加速からの反動という側面もあるだろう。個人消費は減速傾向にあるわけだが、財消費は自動車による押し下げ効果が大きく、その他の項目は悪くなかったこと、そして、サービス消費も4-6月期の加速からの反動が伸びを抑えたことを踏まえば、総じてみれば底堅い結果であったといえる。

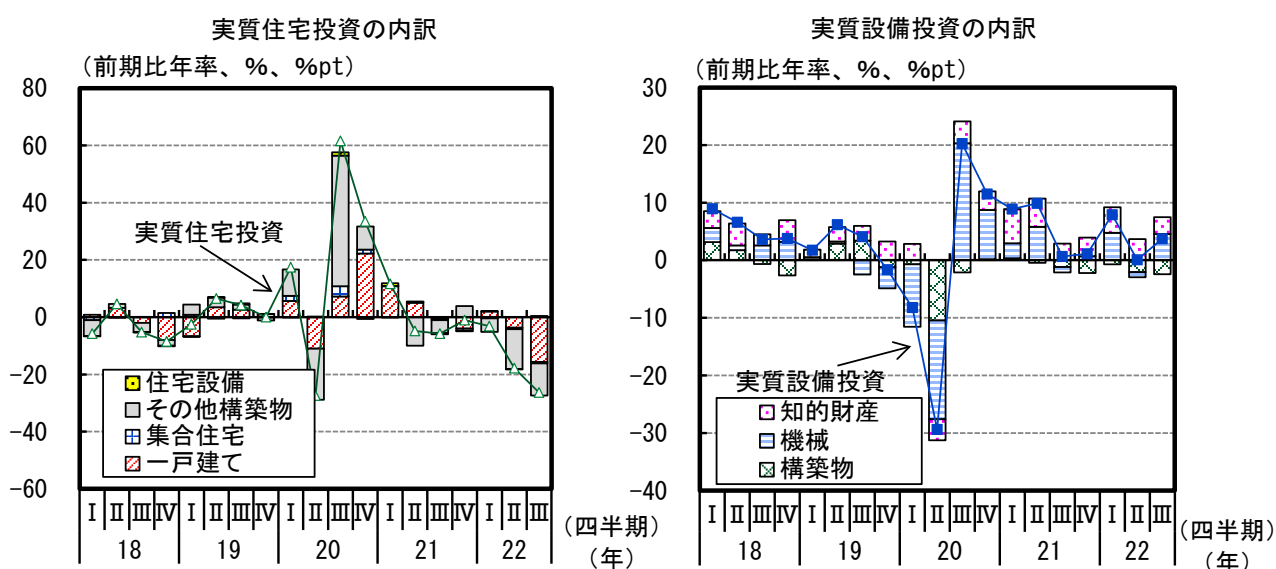
個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率+6.0%と4-6月期から小幅に加速した。堅調な雇用環境を背景に雇用者報酬は同+6.9%と堅調な伸びを維持した。名目個人支出の伸びが可処分所得の伸びを小幅に上回ったことで、家計の貯蓄率は3.3%と4-6月期の3.4%からさらに低下し、2007年10-12月期以来の低水準となった。高インフレが続く

中で家計は貯蓄に回す資金の余裕がなくなりつつあるといえる。

設備投資は加速するも、住宅投資はさらに落ち込む

実質住宅投資は前期比年率▲26.4%と6四半期連続で減少し、その減少幅は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▲21.5%と引き続き大幅なマイナスとなったことに加え、住宅建設が同▲32.3%とマイナス幅を拡大させ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とした住宅ローン金利の上昇や、住宅の在庫水準が低い中で住宅価格が依然として高水準にあることによる中古住宅販売の伸び悩み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。

図表4 実質住宅投資の内訳、実質設備投資の内訳



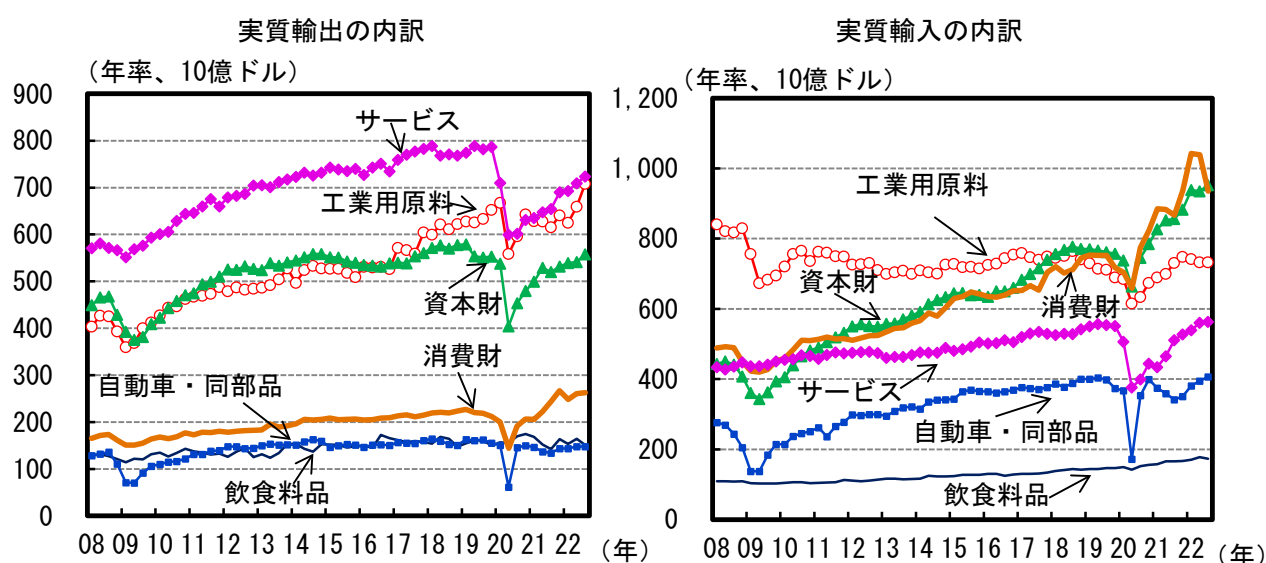
(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

実質設備投資に関しては、前期比年率+3.7%と伸び幅が拡大した。形態別に内訳を見ると、構築物投資(同▲15.3%)のマイナス幅が拡大し、知的財産投資(同+6.9%)が減速した一方で、機械投資(同+10.8%)が大幅なプラスへと転じたことで全体を押し上げた。設備投資の内訳をより仔細に見ると、機械投資では、在庫不足が顕著な自動車に加え、航空機などの設備投資も積極化したことで、輸送用機械(同+92.1%)が大幅に加速した。また、4-6月期にマイナスとなった情報処理機械(同+10.0%)がプラスに転じた。半導体供給に改善が見られる中で、コンピューター関連の投資を促進したと考えられる。他方で、原動機や金属加工機械が不振となり、工業用(同▲12.7%)はマイナス幅が拡大した。構築物投資は、4-6月期までけん引役であった鉱業関連の投資がエネルギー価格の下落を受け同▲8.8%とマイナスに転じた。この他、商業・ヘルスケア(同▲20.1%)、製造業(同▲24.9%)、電力・通信(同▲12.4%)、その他(同▲4.7%)と構築物投資の内訳項目全てが減少した。

財・サービス輸出が堅調も、輸入が減少

実質輸出は、前期比年率+14.4%と2四半期連続で大幅な伸びとなった。財輸出(同+17.2%)は加速し、サービス輸出(同+8.3%)は減速するも高い伸びを維持した。財輸出の内訳を見ると、主力輸出品である工業用原料(同+33.0%)、資本財(同+12.9%)ともに加速した。他方で、4-6月期に大幅な伸びとなった、消費財(同+2.7%)、自動車・同部品(同+1.3%)は大きく減速し、飲食料品(同▲27.9%)は減少に転じた。サービス輸出に関しては、旅行サービス(同+28.9%)が高い伸びながらも減速し、運輸サービス(同+3.5%)も伸び幅が縮小した。

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▲6.9%と2020年4-6月期以来となるマイナスに転じた。サービス輸入(同+2.3%)はプラスを維持したが、財輸入(同▲8.7%)が大きく落ち込み、足を引っ張った。財輸入のうち、在庫不足が続く自動車・同部品は同+12.5%と堅調さを維持し、資本財(同+7.4%)、工業用原料(同+0.3%)はプラスに転じたが、消費財(同▲34.5%)や飲食料品(同▲10.6%)は大幅なマイナスとなった。個人消費が減速傾向を見せる中で、財輸入も勢いを失っているといえる。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▲24.4%)が2020年4-6月期以来となるマイナスに転じた。他方で、旅行サービス(同+47.7%)は大幅増が続いている。

最後に、実質政府支出は前期比年率+2.4%と6四半期ぶりにプラスに転じた。3四半期ぶりにプラスとなった連邦政府支出(同+3.7%)のうち、国防支出が同+4.7%と加速するとともに、非国防支出も同+2.3%とプラスに転じたことで、全体を押し上げた。また、州・地方政府支出は同+1.7%と4四半期ぶりにプラスに転じた。

ヘッドラインはプラス成長に転じるも、景気の減速感は強まる

7-9 月期の GDP 統計は、実質 GDP 成長率が 3 四半期ぶりにプラスに転じた。もっとも、最大の押し上げ要因は純輸出であり、住宅投資が金融引き締めによって大きく落ち込んだことで、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要は伸び幅が縮小していることから、景気の減速感は強まったといえる。

10-12 月期に関しても、民間最終需要は伸び悩むことが見込まれる。年内は利上げが続く中で、タイトな金融環境は継続し、住宅投資は引き続き低迷することが想定される。設備投資に関しても、設備稼働率のひっ迫感は強く、コストの上昇から省力化投資などの必要性は高いといえる。しかし、景気の減速感が強まる中で企業マインドは悪化しており、企業は投資に積極的になりにくいだろう。米国経済の屋台骨である個人消費に関しては、10-12 月期は年末商戦など人々が消費活動を積極化する時期である。しかし、景気が減速する中で労働需要は減少しており、賃金の引き上げや雇用者数の増加がペースアップしていくことは想定しづらい。所得面からの個人消費の押し上げが期待しにくいことから、個人消費は楽観的にみても現状維持であり、むしろペースダウンしていく可能性が高いと考えられる。

こうした中、実質 GDP のヘッドラインは純輸出や民間在庫によって左右されやすい状況が続く。個人消費の減速によって輸入は伸び悩むことが想定され、純輸出を押し上げる。しかし、世界経済における先行きの不透明感が強い中で、輸出も大幅に伸びにくいだろう。民間在庫については、自動車などで積み増し余地がある一方、在庫循環上は取り崩しの時期に該当する。残るは政府支出だが、中間選挙期間に当たることから、新たな経済政策が構想されることはあっても年内に実施されることは考えにくい。つまり、民間最終需要の伸び悩みに加え、純輸出や民間在庫、政府支出も押し上げ要因としては期待しにくいことから、10-12 月期以降の実質 GDP は減速していくことが予想される。

景気が減速していくことは、インフレ抑制に向けて金融引き締めを進める FRB にとっては想定通りの結果といえる。しかし、景気の減速が進めば、景気後退へと転じる可能性も高まることになる。こうした中で、11 月 1・2 日に開催される FOMC では、12 月 FOMC 以降の利上げ幅縮小が議論されると目される。インフレ抑制と景気後退リスクのバランスをいかに取るか、FOMC は難しいかじ取りを迫られているといえる。