

2023年1月27日 全6頁

米 GDP 前期比年率+2.9%と堅調さを維持

2022年10-12月期米GDP：しかし、民間最終需要はペースダウン

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10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と、2四半期連続でプラス成長となった。市場予想（Bloomberg調査：同+2.7%）を小幅に上回ったが、概ね想定通りだろう。他方、内訳を見ると、米国経済の屋台骨である個人消費は堅調さを維持したが、設備投資は減速し、住宅投資は引き続き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+0.2%と7-9月期（同+1.1%）から伸び幅が縮小し、景気の減速感は強まった。
- 2023年1-3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。住宅投資は引き続き低迷し、景気が減速する中で企業は設備投資に積極的になりにくい。消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすく、個人消費もペースダウンしていく可能性が高い。GDPは民間最終需要以外の要因（純輸出、民間在庫、政府支出）によって左右されやすい構図が続く。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、1-3月期の実質GDP成長率は減速することが予想される。景気が減速していくことは、インフレをさらに減速させるために金融引き締めを続けるFRBにとって、想定通りの結果だろう。しかし、景気後退懸念は高まっており、FRBにとってインフレ抑制と景気後退リスクのバランス取りは、難易度が増しているといえる。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質GDP	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.9
個人消費	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	2.3	2.1
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	6.2	0.7
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-26.7
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.6	-1.3
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	-4.6
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.7
寄与度、%pt								
個人消費	6.98	7.84	1.98	2.14	0.91	1.38	1.54	1.42
設備投資	1.18	1.29	0.10	0.17	0.98	0.01	0.80	0.09
住宅投資	0.52	-0.24	-0.29	-0.05	-0.15	-0.93	-1.42	-1.29
民間在庫	-2.52	-0.75	1.96	5.01	0.15	-1.91	-1.19	1.46
純輸出	-1.02	-0.60	-1.08	-0.16	-3.13	1.16	2.86	0.56
輸出	0.03	0.51	-0.13	2.37	-0.53	1.51	1.65	-0.15
輸入	-1.06	-1.11	-0.95	-2.53	-2.60	-0.35	1.21	0.71
政府支出	1.18	-0.54	-0.02	-0.16	-0.40	-0.29	0.65	0.64

(出所)BEA、Haver Analytics より大和総研作成

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。大和総研と大和証券は、大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

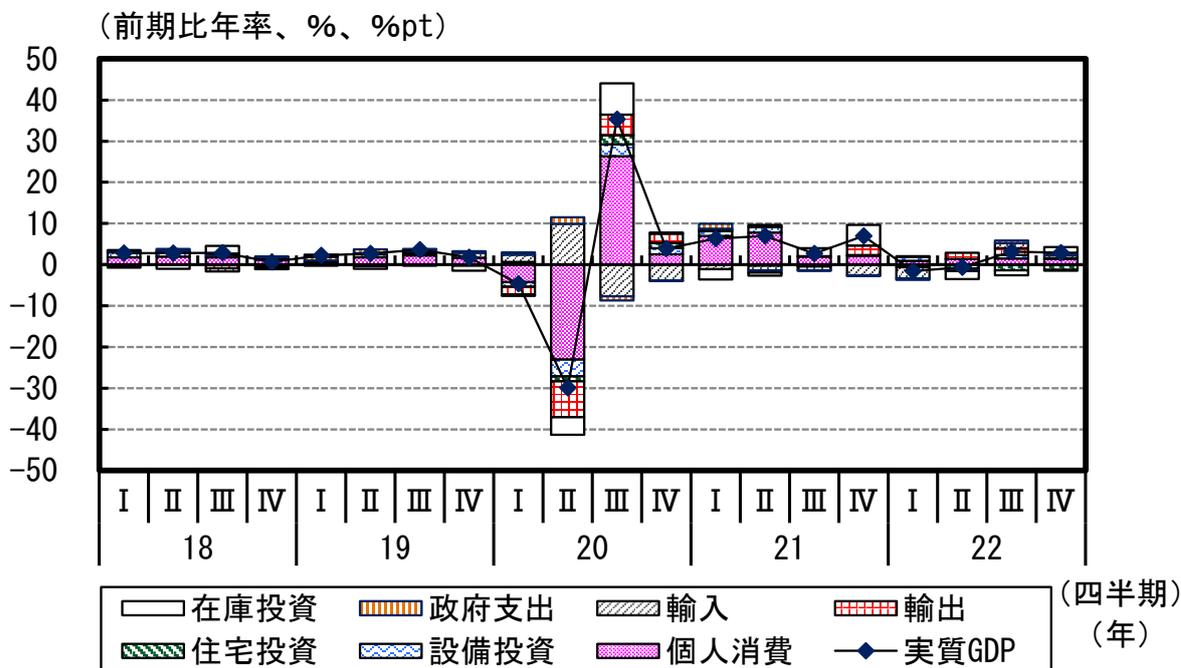
実質 GDP 成長率は前期比年率+2.9%

2022年10-12月期（以下、10-12月期）の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と、2四半期連続でプラス成長となった。市場予想（Bloomberg調査：同+2.7%）を小幅に上回ったが、概ね想定通りだろう。なお、2022年全体で見ると、前年比+2.1%となった。

10-12月期に関して、需要項目別に見ると、個人消費は前期比年率+2.1%と3四半期連続で2%以上の伸びとなり、堅調さを維持したといえる。他方、住宅投資は同▲26.7%と7四半期連続で減少、3四半期連続で2桁の大幅なマイナスとなり、設備投資も同+0.7%と2022年7-9月期（以下、7-9月期）から大幅に減速した。FRBの利上げによってタイトな金融環境が継続する中で、企業の投資が抑制されたといえる。個人消費が堅調であった一方、設備投資のプラス幅が縮小、住宅投資がマイナスとなったことで、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+0.2%と、7-9月期の同+1.1%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、民間在庫（前期比年率寄与度+1.46%pt）が最大の押し上げ要因となった。輸出・輸入ともに減少したが、輸入の減少分が輸出の減少分に比べて大きかったことで、純輸出（同+0.56%pt）に関してはプラス寄与となった。政府支出に関しては前期比年率+3.7%と2四半期連続で堅調な伸びとなった。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+3.5%と2四半期連続で減速した。内訳を見ると、PCE（個人消費）価格指数（同+3.2%）、設備投資価格指数（同+3.5%）、住宅投資価格指数（同+7.7%）のいずれも7-9月期から伸び幅が縮小した。FRB（連邦準備制度理事

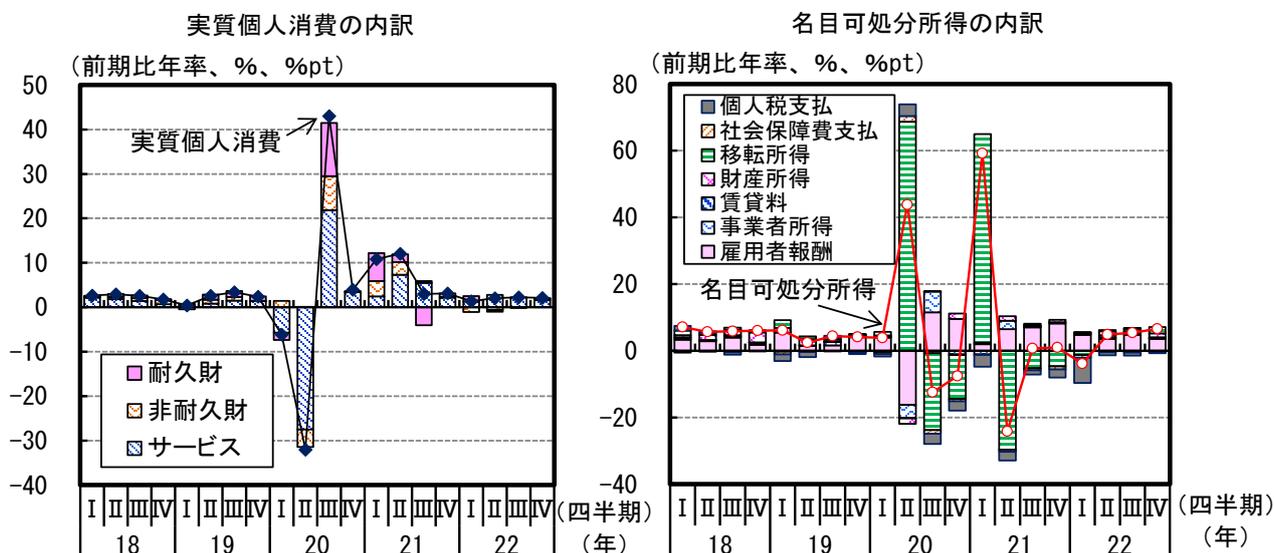
会) がターゲットとする PCE 価格指数の前年同期比は+5.5%、食品・エネルギーを除くコア PCE 価格指数は同+4.7%とペースダウンはしているものの、FRB の目標である+2%を大きく上回る状況は継続している。

個人消費はサービス消費が減速するも、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+2.1%と小幅な減速に留まり、堅調さを維持した。財・サービス別では、サービス消費（同+2.6%）の伸び幅が縮小したが、財消費（同+1.1%）が4 四半期ぶりにプラスに転じた。

財消費の内訳を確認すると、耐久財（前期比年率+0.5%）、非耐久財（同+1.5%）ともに増加に転じた。耐久財のうち、自動車（同+7.5%）の押し上げ幅が大きい。半導体不足が幾分改善し自動車在庫は下げ止まってきたことで自動車価格が低下し、自動車販売が回復したと考えられる。他方で、家事・家庭用（同+0.4%）は減速し、娯楽用（同▲1.7%）は5 四半期ぶりに減少した。非耐久財に関しては、ガソリン・エネルギー（同+2.6%）と飲食料品（同+1.1%）が4 四半期ぶりにプラスに転じた。他方、衣服・履物に関しては、10-12 月期は年末商戦にあたることから本来は伸び幅が7-9 月期に比べて拡大してもよいはずだが、同+0.8%と伸び幅が縮小する冴えない結果となった。

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

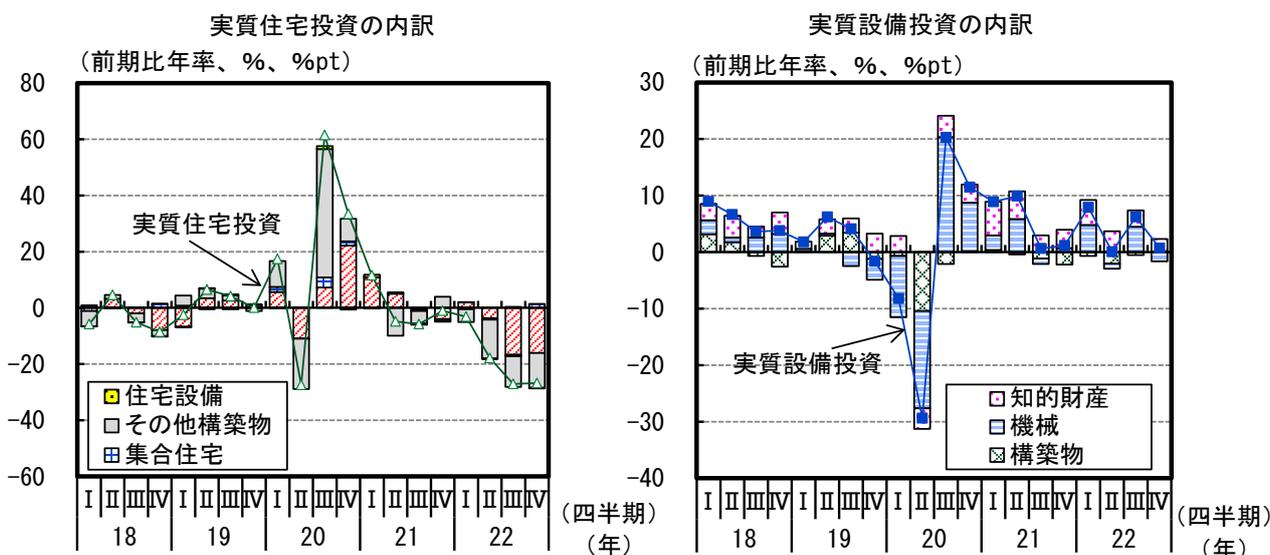
サービス消費の内訳項目に関しては、概ねプラス成長となった。ヘルスケア（前期比年率+3.7%）や娯楽サービス（同+3.2%）の伸び幅が大きい。また、輸送サービス（同+2.6%）や住居・公益（同+1.8%）はプラスに転じた。他方、外食・宿泊サービス（同+1.7%）は2 四半期連続で減速した。ポストコロナへの移行が進み、外食・宿泊サービスはコロナ禍前（2019 年10-12 月期）の水準を上回っており、消費拡大ペースも通常運転へと移行したと考えられる。

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+6.5%と2四半期連続で加速した。堅調な雇用環境を背景に雇用者報酬は同+4.9%と底堅い結果となった。名目個人支出の伸びが可処分所得の伸びを下回ったことで、家計の貯蓄率は前期差+0.2%ptの上昇となった。しかし、貯蓄率の水準は2.9%と低いままである。減速し始めているとはいえ、依然としてインフレ率は高い伸びであることに変わりはなく、家計にとって貯蓄に回す資金の余裕が少ない状況は続いているといえる。

設備投資は減速し、住宅投資は7四半期連続で減少

実質住宅投資は前期比年率▲26.7%と7四半期連続で減少した。内訳を見ると、住宅建設が同▲31.2%と2四半期連続で▲30%以上のマイナス幅となったことに加え、不動産仲介料などを含むその他構築物が同▲23.1%とマイナス幅が拡大したことで全体を押し下げた。その他構築物に関しては、FRBの金融引き締めが継続する中で、住宅ローン金利が高水準にあることや、住宅価格が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住宅需要の減退を受け、建設が抑制されている状況が続いているといえる。

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

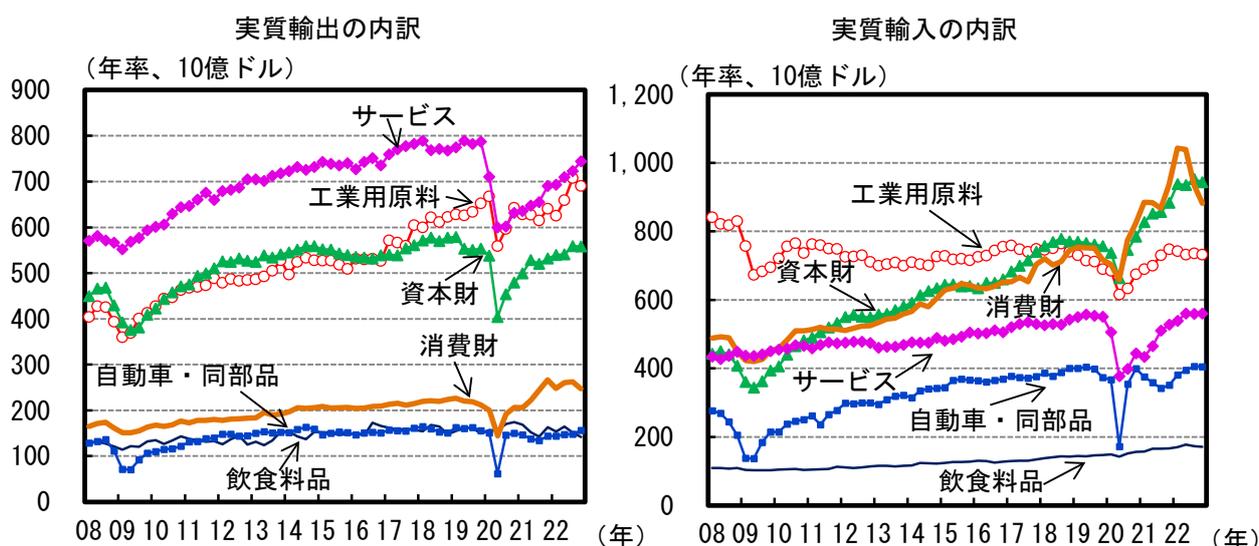
実質設備投資に関しては、前期比年率+0.7%と伸び幅が大幅に縮小した。形態別に内訳を見ると、構築物投資(同+0.4%)がプラスに転じたものの、知的財産投資(同+5.3%)が減速し、機械投資(同▲3.7%)がマイナスに転じた。機械投資に関しては、自動車の在庫が低水準なことに加え、航空機などの旺盛な設備投資意欲に支えられ、輸送用機械(同+31.0%)が高い伸びとなった。また、2四半期連続でマイナスとなっていた工業用に関しては、金属加工機械が反動増となったことを主因に、同+2.2%とプラスに転じた。他方、情報処理機械に関しては、7-9月期に大幅増となったコンピューターが反動減となったことや、通信機械の不振によって、同▲

23.4%と大幅なマイナスに転じ、足を引っ張った。構築物投資は、製造業（同+10.6%）が高い伸びとなったことに加え、鉱業（同+11.0%）が大幅なプラスに転じた。商業・ヘルスケア（同▲6.4%）、電力・通信（同▲6.6%）は減少したものの、マイナス幅は縮小した。

財の輸出入が減少

実質輸出は、前期比年率▲1.3%と3四半期ぶりにマイナスに転じた。サービス輸出（同+12.4%）は加速したが、財輸出（同▲7.0%）がマイナスに転じ、全体を押し下げた。財輸出の内訳を見ると、飲食料品（同▲22.4%）、消費財（同▲21.1%）は大幅減となった。また、主力輸出品である工業用原料（同▲9.4%）、資本財（同▲0.7%）はマイナスに転じた。他方で、半導体不足に改善が見られる中で、自動車・同部品（同+24.1%）は大幅に加速した。サービス輸出に関しては、運輸サービス（同+60.7%）や旅行サービス（同+35.1%）がけん引役となった。

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▲4.6%と、2四半期連続でマイナスとなった。サービス輸入（同+0.4%）は小幅なプラスとなったが、財輸入（同▲5.6%）が全体を押し下げた。財輸入のうち、消費財（同▲20.8%）が引き続き大幅減となったことに加え、飲食料品（同▲4.7%）や資本財（同▲3.8%）、工業用原料（同▲1.8%）も減少した。また、4四半期連続で大幅増となっていた自動車・同部品は、同▲0.6%と5四半期ぶりにマイナスに転じた。サービス輸入に関しては、運輸サービス（同▲22.6%）が2四半期連続で大幅なマイナスとなったが、旅行サービス（同+29.3%）が堅調さを維持したことで相殺した。

最後に、実質政府支出は前期比年率+3.7%と2四半期連続で堅調な伸びとなった。加速した連邦政府支出（同+6.2%）の内訳を見ると、国防支出は同+2.4%と減速したが、非国防支出は

同+11.2%と大幅に加速し、全体を押し上げた。また、州・地方政府支出は同+2.3%と2四半期連続でプラスとなった。

ヘッドラインは堅調も、景気の減速感は強まる結果

10-12月期のGDP統計は、実質GDP成長率が2四半期連続でプラス成長となり、堅調さを維持した。個人消費はますますの結果となったが、住宅投資の落ち込みに加え、設備投資も減速した。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。

2023年1-3月期（以下、1-3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。2022年12月のFOMCでは利上げ幅が0.50%ptへと縮小した。2023年1月31日・2月1日のFOMCでは、利上げ幅が0.25%ptとさらに縮小すると見込まれている。しかし、タイトな金融環境は継続していることから、住宅投資は引き続き低迷することが想定される。今回減速した設備投資に関しても設備稼働率は頭打ちとなっており、生産部門の設備投資意欲は低下している。サービス部門を中心に省力化投資の必要性は残るが、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、消費を喚起するイベントの少ない上半期は消費行動が抑制されやすい。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。

実質GDPのヘッドラインは、民間最終需要以外の要因（純輸出、民間在庫、政府支出）によって左右されやすい状況が今後も続く。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る。また、世界経済における先行きの不透明感は依然強く、輸出も大幅には伸びにくいだろう。純輸出による大幅な押し上げを期待すべきではない。民間在庫については、コロナ禍以降、上半期は減少する傾向がある。そもそも、景気の減速感が強まる中で、企業は在庫の積み増しに消極的だろう。残るは政府支出だが、ねじれ議会となる中で支出を伴う法案は通りにくいことが想定される。加えて、政府債務残高が上限に達したことで、1月19日より財務省が特別措置を通じて資金をやりくりする状況にある。議会で債務上限の引き上げや上限の適用一時停止が合意されるまで、新規借入れは停止されており、当面は政府支出の伸び悩みが見込まれる。つまり、民間最終需要の伸び悩みに加え、その他要因の押し上げも期待しにくいことから、1-3月期の実質GDP成長率は減速することが予想される。

景気が減速していくことは、インフレをさらに減速させるために金融引き締めを続けるFRBにとって、想定通りの結果だろう。しかし、景気後退懸念は高まっており¹、FRBにとってインフレ抑制と景気後退リスクのバランス取りは難易度が増しているといえる。1月31日・2月1日のFOMCにおける、0.25%の利上げは市場にとって既に織り込み済みであり、先行きの利上げ停止の条件が注目点となろう。

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 鳴き始めた『炭鉱のカナリア』」（2023年1月20日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230120_023570.html