

2023年4月28日 全6頁

米 GDP 前期比年率+1.1%と減速

2023年1-3月期米GDP：しかし、依然として底堅い

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]

- 2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と、3四半期連続でプラス成長となった。しかし、2022年10-12月期からは減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+2.0%）も大きく下回った。内訳を見ると、民間在庫による下押しが、ヘッドラインの減速の主因である。また、設備投資は減速し、住宅投資は減少した。他方で、米国経済の屋台骨である個人消費の加速によって、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）がペースアップしたことを踏まえれば、米国経済は依然として底堅い。
- 2023年4-6月期に関しては、厳しい資金調達環境が想定される中で、設備投資や住宅投資は引き続き抑制される可能性が高い。個人消費も雇用環境の緩やかな悪化に歩調を合わせて減速していくと見込まれる。民間最終需要以外の要因による押し上げも期待しにくく、4-6月期の実質GDP成長率は一層の減速が予想される。景気減速は、インフレが減速していく上で望ましい。しかし、銀行不安に伴う景気の下振れリスクは高い。銀行不安が更にエスカレートする前に、インフレが順調に減速し、FRBや政府による政策対応の余地を拡大できるかが、大幅な景気悪化を回避する上で重要となろう。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2021			2022				2023
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質GDP	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.6	1.1
個人消費	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7
設備投資	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	6.2	4.0	0.7
住宅投資	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.2
輸出	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.8
輸入	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.9
政府支出	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.8	4.7
寄与度、%pt								
個人消費	7.84	1.98	2.14	0.91	1.38	1.54	0.70	2.48
設備投資	1.29	0.10	0.17	0.98	0.01	0.80	0.52	0.10
住宅投資	-0.24	-0.29	-0.05	-0.15	-0.93	-1.42	-1.20	-0.17
民間在庫	-0.75	1.96	5.01	0.15	-1.91	-1.19	1.47	-2.26
純輸出	-0.60	-1.08	-0.16	-3.13	1.16	2.86	0.42	0.11
輸出	0.51	-0.13	2.37	-0.53	1.51	1.65	-0.44	0.54
輸入	-1.11	-0.95	-2.53	-2.60	-0.35	1.21	0.86	-0.43
政府支出	-0.54	-0.02	-0.16	-0.40	-0.29	0.65	0.65	0.81

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

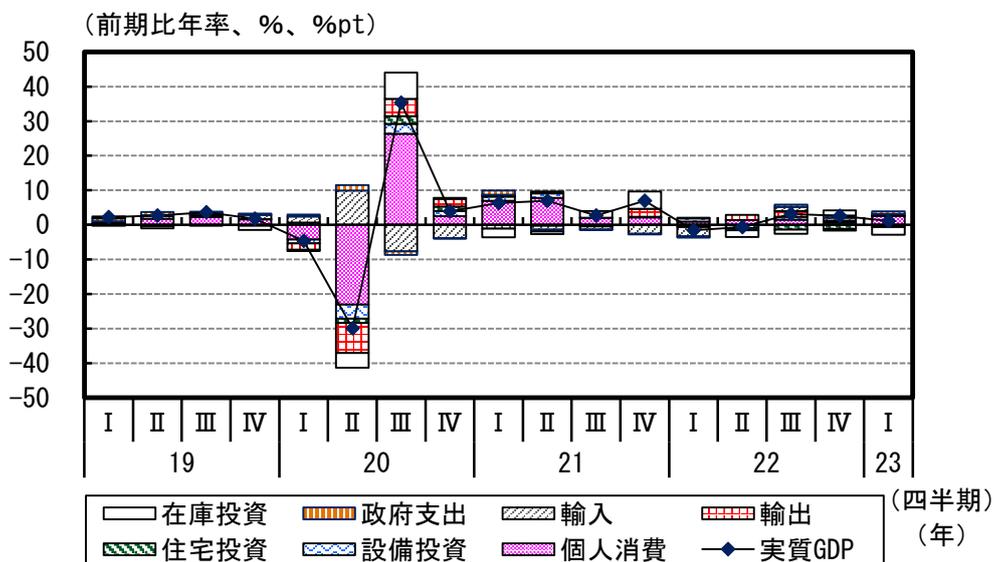
実質 GDP 成長率は前期比年率+1.1%と減速も、依然として底堅い

2023年1-3月期（以下、1-3月期）の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と、3四半期連続でプラス成長となった。しかし、2022年10-12月期（以下、10-12月期）からは減速し、市場予想（Bloomberg調査：同+2.0%）も大きく下回った。

需要項目別に見ると、民間在庫（前期比年率寄与度▲2.26%pt）による下押しが、ヘッドラインの減速の主因である。また、住宅投資は前期比年率▲4.2%と8四半期連続で減少した。設備投資は同+0.7%と増加を維持したが、2四半期連続で減速した。FRBの利上げによってタイトな金融環境が継続する中で、こうした投資が抑制されたといえる。他方、米国経済の屋台骨である個人消費は同+3.7%と加速し、けん引役となった。堅調な雇用環境を背景に雇用者報酬が増加したことに加え、個人税支払の減少が可処分所得を押し上げたことで、家計は消費行動を積極化させたと考えられる。設備投資や住宅投資は冴えない結果となったが、個人消費が堅調な伸びとなったことで、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+2.9%と、10-12月期の同+0.0%から伸び幅が拡大した。ヘッドラインが減速したとはいえ、民間最終需要の加速を踏まえれば、米国経済は依然底堅いと評価できよう。

この他の項目に関しては、純輸出（前期比年率寄与度+0.11%pt）と4四半期連続でプラスとなった。輸出（前期比年率+4.8%）、輸入（同+2.9%）のどちらもプラスに転じたが、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ったことで純輸出がプラスとなった。政府支出に関しては同+4.7%と3四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



物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+4.0%と小幅に加速した。内訳を見ると、PCE（個人消費支出）価格指数（同+4.2%）、設備投資価格指数（同+7.0%）の伸び幅が拡大した一方で、住宅投資価格指数（同▲1.9%）はマイナスに転じた。PCE価格指数の前年

同期比は+4.9%、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、インフレ率はFRBの目標である+2%を大きく上回る状況が継続している。

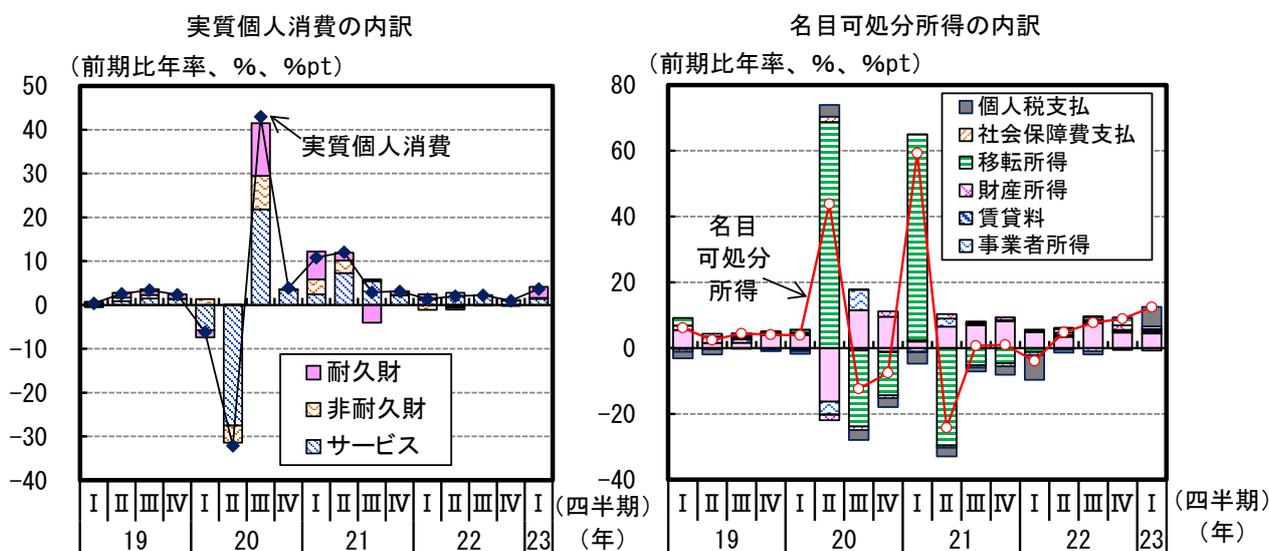
個人消費は耐久財及びサービス消費が堅調

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+3.7%と加速した。財・サービス別では、サービス消費(同+2.3%)の伸び幅が拡大し、財消費(同+6.5%)が5四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(同+16.9%)が大幅なプラスに転じ、非耐久財(同+0.9%)は小幅に加速した。耐久財のうち、自動車(同+45.3%)のプラス幅が大きい。この他の項目に関しても、家事・家庭用(同+2.5%)、娯楽用(同+6.7%)といずれもプラスに転じた。非耐久財に関しては、衣服・履物(同▲2.0%)や飲食料品(同▲0.4%)がマイナスに転じたものの、ガソリン・エネルギー(同+2.6%)は加速した。

サービス消費の内訳項目は、住居・公益(前期比年率▲0.9%)などを除いて、プラス成長となった。娯楽サービス(同+5.9%)やヘルスケア(同+5.7%)、外食・宿泊サービス(同+4.8%)の伸び幅が大きい。また、輸送サービス(同+3.1%)は3四半期ぶりに増加に転じた。

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+12.5%と3四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+6.1%と底堅い結果となった。また、控除項目である個人税支払(同▲31.6%)が大幅に減少したことも可処分所得を押し上げた。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4.8%と前期差+0.8%ptの上昇となった。しかし、コロナ禍前の貯蓄率(2010年-2019年の平均:7.3%)に比べて、1-3月期の貯蓄率は低いままである。インフレ率が減速しているとはいえ、依然高い伸びとなる中で、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。

図表3 実質個人消費の内訳、名目可処分所得の内訳

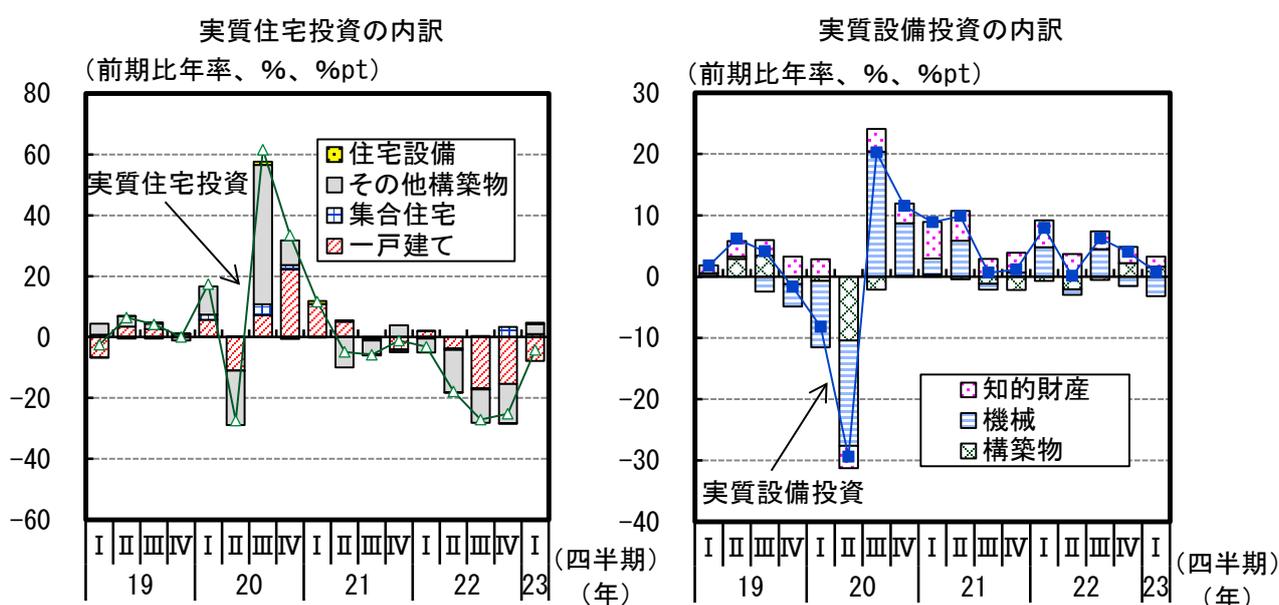


(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

設備投資は減速し、住宅投資は8四半期連続で減少

実質住宅投資は前期比年率▲4.2%と8四半期連続で減少したが、マイナス幅は縮小した。内訳を見ると、住宅建設が同▲15.2%とマイナスで推移している一方で、不動産仲介料などを含むその他構築物が同+6.3%と5四半期ぶりにプラスに転じた。その他構築物に関しては、中古住宅価格が前年比でマイナスに転じる中で、中古住宅販売の底打ち傾向を反映したものと考えられる。なお、住宅建設に関しては、戸建てが引き続き下押し要因となったものの、集合住宅は2四半期連続でプラスとなっており、住宅建設全体のマイナス幅も縮小はしている。

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+11.2%)が2四半期連続で大幅に増加した一方で、知的財産投資(同+3.8%)が減速し、機械投資(同▲7.3%)の減少幅が拡大したことが全体を押し下げた。機械投資について、堅調な伸びが続いてきた輸送用機械(同▲18.3%)の減少が足を引っ張った。また、原動機や一般機械が振るわず、工業用機械(同▲0.9%)がマイナスに転じた。情報処理機械(同▲1.6%)は、マイナス幅が縮小したものの、2四半期連続で減少した。構築物投資は、製造業(同+40.1%)が高い伸びとなったことに加え、鉱業(同+32.1%)、電力・通信(同+9.0%)がプラスに転じたが、商業・ヘルスケア(同▲3.4%)は落ち込んだ。

輸出入ともにプラス転換

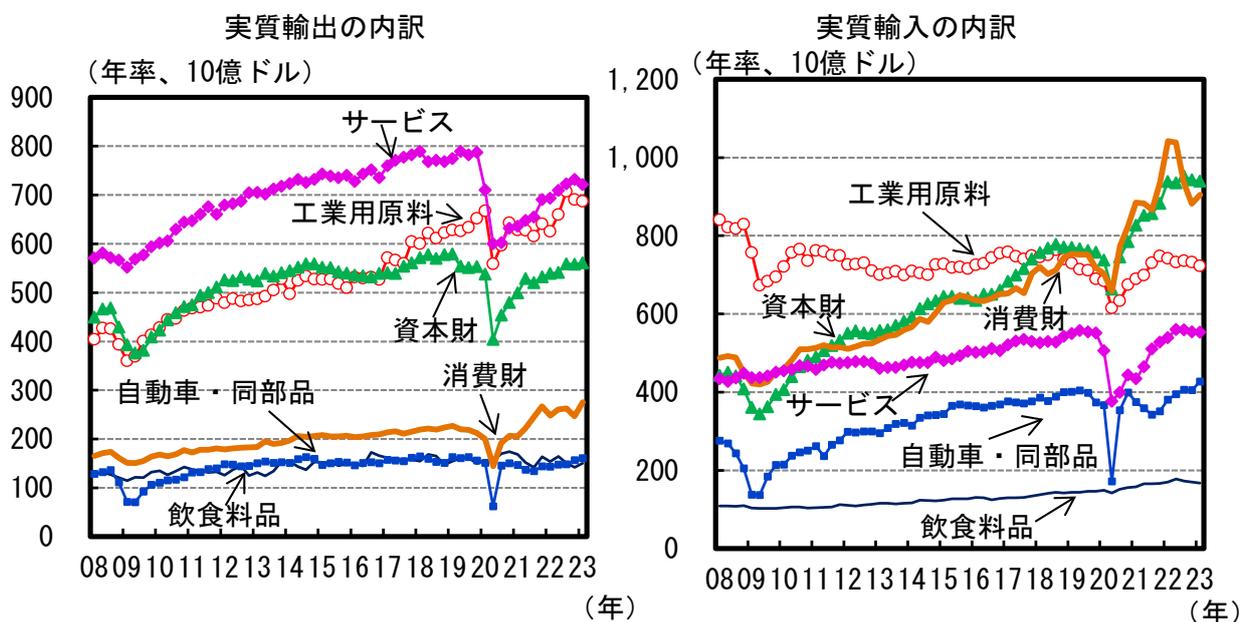
実質輸出は、前期比年率+4.8%とプラスに転じた。サービス輸出(同▲5.5%)が減少したものの、財輸出(同+10.0%)が堅調だった。財輸出の内訳を見ると、消費財(同+55.0%)や飲

食料品（同+26.2%）、自動車・同部品（同+11.4%）の伸びの大きさが目立つ。他方で、主力輸出品である資本財（同+1.8%）や工業用原料（同▲1.9%）は幾分冴えない。サービス輸出に関しては、これまでのけん引役であった旅行サービス（同+3.7%）が減速するとともに、運輸サービス（同▲20.9%）の減少が足を引っ張った。

実質輸入は前期比年率+2.9%と、3 四半期ぶりにプラスに転じた。サービス輸入（同▲0.2%）は3 四半期連続で減少したが、財輸入（同+3.7%）がプラスに転じ、全体を押し上げた。財輸入のうち、自動車・同部品（同+22.7%）や消費財（同+10.7%）など個人消費関連項目が堅調な伸びととなった。他方で、資本財（同▲1.6%）、工業用原料（同▲5.2%）など企業関連項目は振るわなかった。また、飲食料品（同▲7.0%）は3 四半期連続で減少した。サービス輸入に関しては、旅行サービス（同+14.4%）が堅調さを維持し、運輸サービス（同+2.3%）が3 四半期ぶりにプラスに転じたものの、その他企業向けサービス（同▲4.5%）などが下押しした。

最後に、実質政府支出は前期比年率+4.7%と3 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+7.8%）の内訳を見ると、非国防支出は同+10.3%と高い伸びを維持し、国防支出は同+5.9%と伸び幅が拡大した。また、州・地方政府支出は同+2.9%と3 四半期連続でプラスとなった。

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

4-6 月期以降は減速感が強まる見込み

1-3 月期の GDP 統計は、実質 GDP 成長率が3 四半期連続でプラス成長となったものの、主に民間在庫の下押しによってペースダウンした。金融引き締めの影響を受け、設備投資が減速し、住宅投資は落ち込んだが、個人消費が押し上げた。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終

需要の伸び幅が拡大したことから、米国経済は依然として底堅いといえる。

他方、2023年4-6月期の民間最終需要は減速すると見込まれる。5月2・3日に開催されるFOMCでの0.25%ptの利上げの実施をもって、利上げ停止となることが予想される。ただし、FOMC参加者は早期の利下げを想定しておらず、2023年内はFF金利が高いままで維持されると見込まれる。また、銀行の貸出スタンスは金融引き締めの中で厳格化してきたが、3月以来の銀行不安によって、一層厳格化していくと考えられる。厳しい資金調達環境が想定される中で、設備投資や住宅投資は引き続き抑制されるだろう。一方、家計に関しては銀行不安による直接的な影響は見受けられない。金融引き締めや信用収縮が企業のコストカット圧力を高めることで、人員整理などを通じて雇用環境へと徐々に波及していくと想定されるが、求人件数の多さを踏まえれば、雇用環境が大崩れするような事態は考えにくい。個人消費は、雇用環境の緩やかな悪化に歩調を合わせてペースダウンしていくと見込まれる。

この他の項目に関しては、民間最終需要の減速によって輸入は伸び悩むことが想定されるが、世界経済の不確実性の高さを背景に輸出も加速は見込みにくく、純輸出による大幅な押し上げは期待しにくい。民間在庫については、民間最終需要が減速していくと想定される中で、企業は在庫の積み上げに引き続き消極的となろう。残る項目の政府支出は、政府債務上限問題に直面している中で、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予想される。つまり、民間最終需要以外の要因による押し上げも期待しにくいことから、4-6月期の実質GDP成長率は一層の減速が予想される。

秩序ある景気減速は、インフレが減速していく上で望ましい結果といえる。しかし、銀行不安がこのまま収束するかは不透明であり、景気の下振れリスクは高い。懸念材料としては、米国経済がいざ景気の下振れに直面した際に、まだ高い伸びで推移すると見込まれるインフレがFRBや政府の政策対応の余地を狭めることである。銀行不安が更にエスカレートする前に、インフレが順調に減速できるかが、大幅な景気悪化を回避する上で重要となろう。