

米 GDP 前期比年率+2.4%と加速

2023年4-6月期米 GDP：市場予想を上回る堅調な伸び

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4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.4%と加速し、市場予想(Bloomberg 調査：同+1.5%)を上回った。内訳を見ると、金融引き締めの影響を受けて住宅投資は引き続き落ち込んだが、設備投資は加速し、個人消費は底堅く推移した。結果、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)も堅調なペースとなったことから、米国経済は好調を維持したと評価できよう。
- 2023年7-9月期に関しては、雇用環境の緩やかな悪化に伴い、個人消費がペースダウンしていくと想定される。FRBの金融引き締めなどを背景に、設備投資も減速する可能性が高い。住宅投資に関しては、ボトムアウトしつつあるが、回復ペースは緩やかである。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、実質 GDP 成長率は緩やかに減速していくと予想される。もっとも、緩やかな景気減速は、雇用環境の大幅な悪化を経ずに、インフレが減速していくというソフトランディング期待と整合的なものである。他方で、リスクシナリオには景気の下振れリスクだけでなく、上振れリスクもある。景気の上振れリスクが高まれば、FRBによる金融引き締めはより長い期間継続することとなり、金融機関や市場におけるストレスが高まり得る点には注意が必要だろう。

図表1 実質 GDP 成長率の概要

前期比年率、%	2021		2022				2023	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
実質GDP	2.7	7.0	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	2.4
個人消費	3.0	3.1	1.3	2.0	2.3	1.0	4.2	1.6
設備投資	0.6	1.1	7.9	0.1	6.2	4.0	0.6	7.7
住宅投資	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.0	-4.2
輸出	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.6	-3.7	7.8	-10.8
輸入	6.6	18.6	18.4	2.2	-7.3	-5.5	2.0	-7.8
政府支出	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	3.7	3.8	5.0	2.6
寄与度、%pt								
個人消費	1.98	2.14	0.91	1.38	1.54	0.70	2.79	1.12
設備投資	0.10	0.17	0.98	0.01	0.80	0.52	0.08	0.99
住宅投資	-0.29	-0.05	-0.15	-0.93	-1.42	-1.20	-0.16	-0.16
民間在庫	1.96	5.01	0.15	-1.91	-1.19	1.47	-2.14	0.14
純輸出	-1.08	-0.16	-3.13	1.16	2.86	0.42	0.58	-0.12
輸出	-0.13	2.37	-0.53	1.51	1.65	-0.44	0.86	-1.28
輸入	-0.95	-2.53	-2.60	-0.35	1.21	0.86	-0.28	1.16
政府支出	-0.02	-0.16	-0.40	-0.29	0.65	0.65	0.85	0.45

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

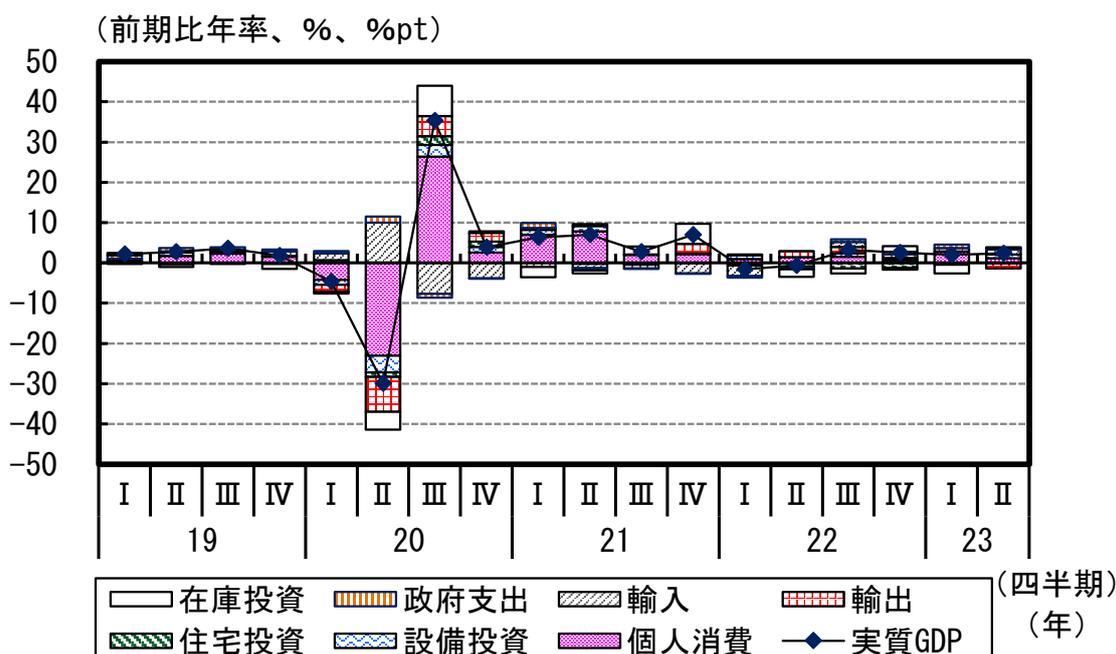
実質 GDP 成長率は前期比年率+2.4%と加速し、市場予想を上回る

2023年4-6月期（以下、4-6月期）の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と、2023年1-3月期（以下、1-3月期）から加速し、市場予想（Bloomberg調査：同+1.5%）を上回った。需要項目別に見ると、米国経済の屋台骨である個人消費は同+1.6%となった。大幅な伸びとなった1-3月期からは減速したものの、依然として堅調なペースといえる。底堅い雇用環境を背景とした雇用者報酬の増加が個人消費を下支えしたと考えられる。FRBの利上げによってタイトな金融環境が継続する中で、住宅投資（同▲4.2%）は9四半期連続でマイナスとなった。他方で、設備投資（同+7.7%）は加速し、2022年1-3月期以来の高い伸びとなった。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+2.3%と、1-3月期の同+3.2%から伸び幅は縮小したものの、堅調なペースであることに変わりない。米国経済は好調を維持したと評価できよう。

この他の項目に関しては、民間在庫（前期比年率寄与度+0.14%pt）がプラスに転じた一方、純輸出（同▲0.12%pt）は5四半期ぶりのマイナスとなった。純輸出の内訳を見ると、輸出（前期比年率▲10.8%）、輸入（同▲7.8%）のどちらもマイナスに転じた。政府支出に関しては同+2.6%と4四半期連続でプラスとなった。

物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+2.2%と減速した。内訳を見ると、1-3月期に加速したPCE（個人消費支出）価格指数（同+2.6%）、設備投資価格指数（同+1.2%）がいずれも減速した。また、住宅投資価格指数（同▲0.7%）は2四半期連続でマイナスとなった。PCE価格指数の前年同期比は+3.7%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+4.4%とペースダウンした。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とはいえ、PCE価格指数は大幅に加速し始めた2021年4-6月期の伸び幅を下回った。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



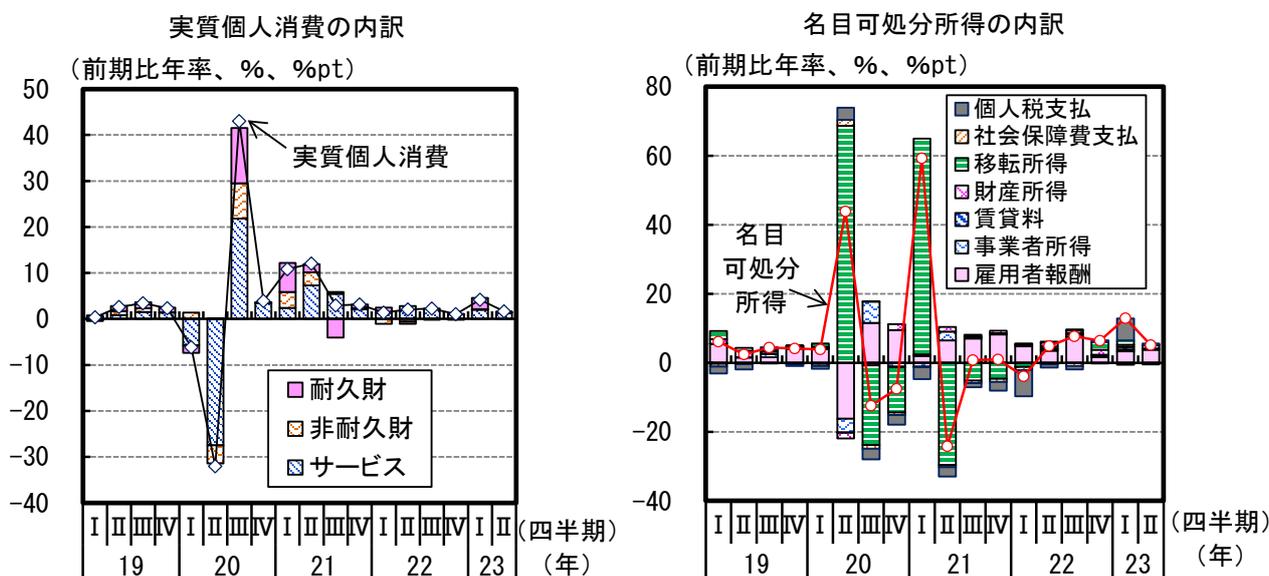
個人消費はサービス消費の伸び幅が大きい

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+1.6%となった。大幅な伸びとなった1-3月期からは減速したものの、依然として堅調なペースといえる。財・サービス別では、財消費（同+0.7%）に比べて、サービス消費（同+2.1%）の伸び幅が大きい。財消費の内訳を確認すると、1-3月期に大幅に加速した耐久財（同+0.4%）が減速した一方で、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▲7.5%）が反動減となり、足を引っ張った。他方で、娯楽用（同+10.0%）が加速し、全体を押し上げた。非耐久財に関しては、衣服・履物（同▲6.0%）が振るわなかったが、ガソリン・エネルギー（同+13.1%）が堅調な伸びとなった。

サービス消費の内訳項目は、輸送（前期比年率+9.8%）や金融（同+5.9%）、住居・公益（同+3.2%）の伸び幅が大きい。また、ヘルスケア（同+2.8%）や娯楽サービス（同+1.8%）は減速したものの、底堅い結果といえる。他方で、外食・宿泊サービス（同▲2.9%）は2020年10-12月期以来となるマイナスに転じた。

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+5.2%となった。5四半期連続でプラスとなったが、1-3月期からは減速した。1-3月期は控除項目である個人税支払が大幅に減少したことで名目可処分所得が押し上げられたが、4-6月期は個人税支払（同▲1.7%）のマイナス幅が縮小したことで減速した。他方で、底堅い雇用環境を背景に雇用者報酬は同+5.3%と加速した。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+0.1%pt上昇し、4.4%となった。もともと、コロナ禍前の貯蓄率（2010年-2019年の平均：7.3%）に比べて、4-6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、依然高い伸びであることに変わりはなく、家計にとって資金を貯蓄に回す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

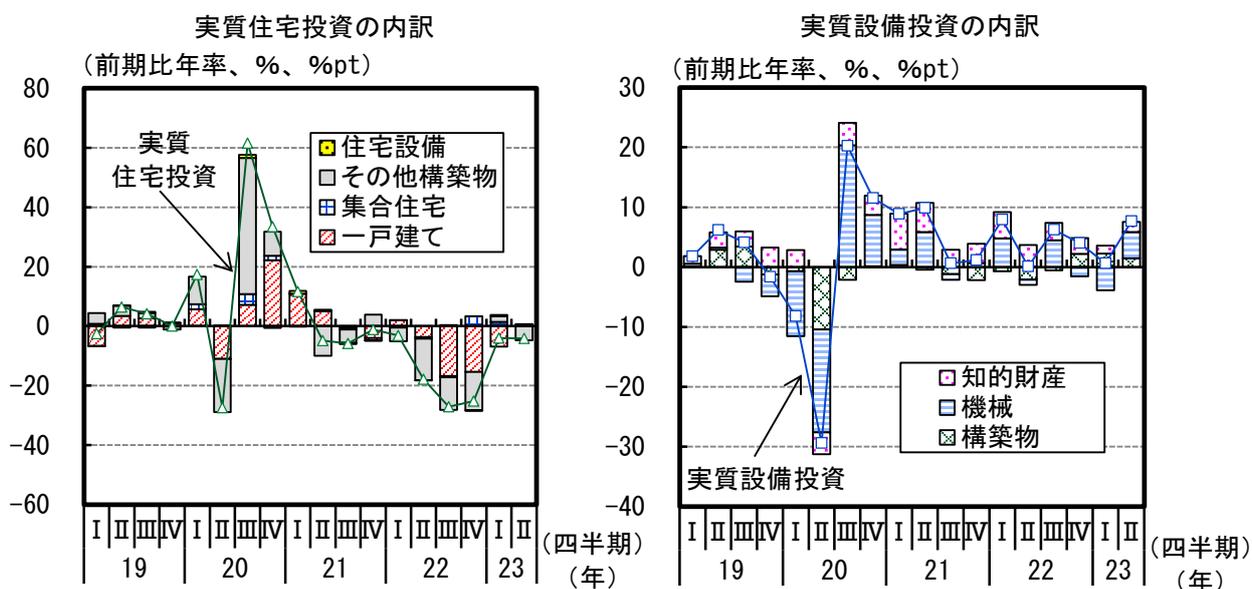


(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

住宅投資は9四半期連続で減少も、設備投資は加速

実質住宅投資は前期比年率▲4.2%と9四半期連続で減少した。内訳を見ると、住宅建設が同+1.0%と5四半期ぶりにプラスに転じたものの、不動産仲介料などを含む其他構築物が同▲8.9%と再びマイナスに転じた。住宅建設がプラスに転じたのは、新築住宅着工件数が緩やかにボトムアウトしていることを反映したものと考えられる。他方で、其他構築物の減少に関しては、中古住宅の在庫が低水準のままとなり価格が上昇している中で、中古住宅販売の回復が足踏みしていることが背景にあるだろう。

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+7.7%と伸び幅が大幅に拡大した。形態別に内訳を見ると、構築物投資(同+9.7%)が3四半期連続で大幅な伸びとなったことに加え、機械投資(同+10.8%)が大幅なプラスに転じたことで全体を押し上げた。なお、1-3月期まで4四半期連続で減速していた知的財産投資(同+3.9%)は4-6月期に加速に転じた。機械投資について、1-3月期に反動減となっていた輸送用機械(同+55.8%)が大幅なプラスへと転じ、情報処理機械(同+1.4%)も3四半期ぶりにプラスに転じた。他方で、金属製品や金属加工機械が振るわず、工業用機械(同▲2.6%)は3四半期ぶりに減少した。構築物投資は、製造業(同+94.0%)が高い伸びとなった一方、鉱業(同▲21.5%)、電力・通信(同▲5.1%)、商業・ヘルスケア(同▲1.7%)は落ち込んだ。

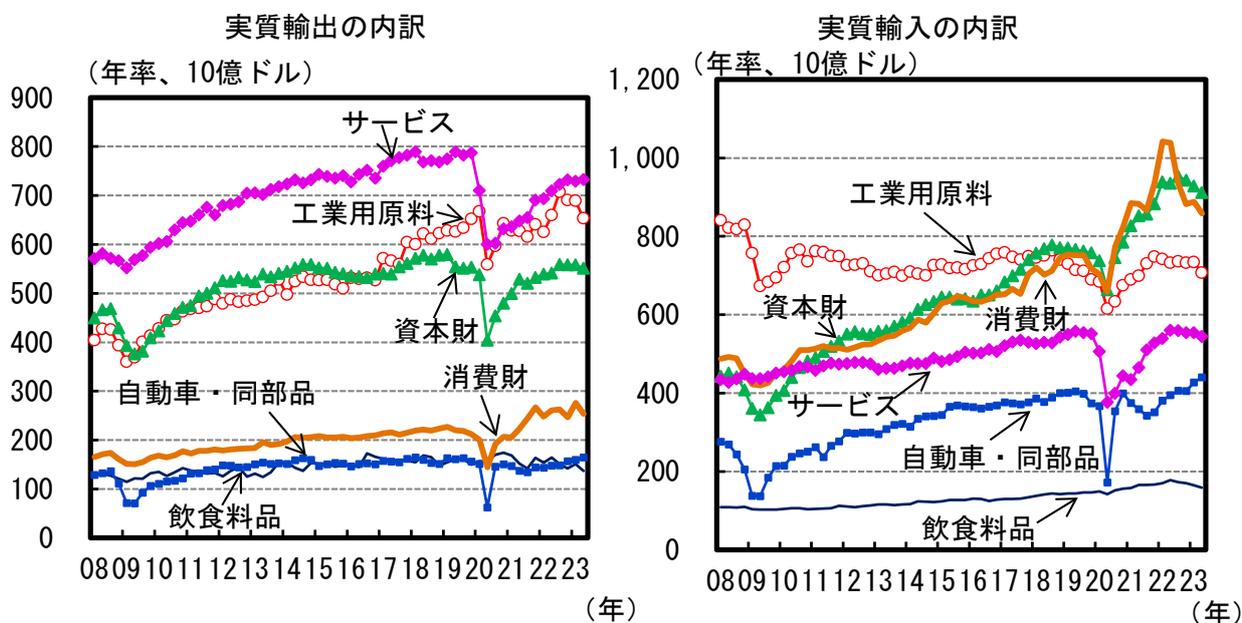
輸出入ともにマイナスに転じる

実質輸出は、前期比年率▲10.8%とマイナスに転じた。サービス輸出（同+1.8%）は増加したものの、財輸出（同▲16.3%）が足を引っ張った。財輸出の内訳を見ると、自動車・同部品（同+12.1%）は唯一堅調だった。他方で、飲食料品（同▲31.9%）や消費財（同▲28.9%）、工業用原料（▲19.0%）の落ち込みが目立つ。また、主力輸出品である資本財（同▲5.0%）も冴えない。サービス輸出に関しては、旅行サービス（同+14.6%）や運輸サービス（同+9.1%）が引き続き堅調であった。

実質輸入は前期比年率▲7.8%と減少した。財輸入（同▲8.0%）、サービス輸入（同▲6.8%）ともに振るわなかった。財輸入のうち、自動車・同部品（同+13.2%）は堅調さを維持したものの、飲食料品（同▲13.9%）、工業用原料（同▲13.9%）、消費財（同▲12.7%）、資本財（同▲7.1%）はいずれもマイナスとなった。サービス輸入に関しては総じて振るわなかったが、知的財産権使用料（同▲22.9%）や運輸サービス（同▲21.1%）、旅行サービス（同▲9.0%）の減少幅が目立つ。

最後に、実質政府支出は前期比年率+2.6%と4四半期連続で増加した。連邦政府支出（同+0.9%）に関しては、国防支出（同+2.5%）が堅調な伸びとなった一方で、非国防支出（同▲1.1%）が4四半期ぶりにマイナスに転じた。州・地方政府支出は同+3.6%と4四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

7-9 月期以降は減速へ

4-6 月期の GDP 統計では、実質 GDP 成長率が加速した。金融引き締めの影響を受けて住宅投資は引き続き落ち込んだが、設備投資は加速し、個人消費は底堅く推移した。結果、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要も堅調なペースとなったことから、米国経済は好調を維持したと評価できよう。

他方、2023 年 7-9 月期の民間最終需要は減速すると見込まれる。インフレが減速する中で実質賃金がプラスへと転じたことはポジティブな要素だが、雇用環境は緩やかに悪化しつつあり、個人消費もペースダウンしていくことが想定される。FRB の金融引き締めに加えて、3 月の銀行不安を契機とした銀行の貸出スタンスの厳格化によって、設備投資も減速する可能性が高い。住宅投資に関しては、月次統計ではボトムアウトの傾向が見られるものの、回復ペースは緩やかである。

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状況が続く。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。政府支出に関しては 7-9 月期に大きく落ち込むことは想定しにくい、政府債務上限問題の解決に際し、今後 10 年間の国防以外の支出抑制が法律に盛り込まれたことから 2024 財政年度が始まる 10-12 月期以降は伸び悩む可能性がある。

雇用環境の大幅な悪化を経ずに、インフレが減速していくというソフトランディングへの期待が市場で高まっている中で、7 月 25 日・26 日に開催された FOMC において、パウエル議長は FRB スタッフが先行きの景気後退を予測していないと述べた¹。上述のような緩やかな景気減速も、こうしたソフトランディング期待と整合的なものといえよう。リスクシナリオとしては、銀行不安による影響など景気の下振れリスクが依然として残る一方、雇用環境が堅調さを維持し、労働需給のタイトさが解消されないことによる景気の上振れリスクもある。景気の上振れリスクが高まれば、FRB はインフレを減速させるために利上げの継続や、金利を高水準で維持する期間を長期化することも想定される。引き締めの金融環境がより長い期間継続することで、金融機関や市場におけるストレスが高まり得る点は注意が必要だろう。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 2 会合ぶりとなる追加利上げを決定」（2023 年 7 月 27 日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230727_023914.html