

2024年1月29日 全6頁

米 GDP 前期比年率+3.3%と堅調さを維持

2023年10-12月期米GDP：個人消費は依然として好調

ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

- 2023年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と、同7-9月期から減速したものの、市場予想（Bloomberg 調査：同+2.0%）を上回る結果となった。内訳を見ると、米国経済の屋台骨である個人消費が引き続き好調だった。住宅投資は同7-9月期から伸び幅が縮小したものの増加を維持し、設備投資は伸び幅が小幅に拡大した。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）は4四半期連続で増加し、米国経済は好調を維持したと評価できる。
- ただし、2024年の実質GDP成長率は上半期を中心にペースダウンすると見込まれる。雇用環境が底堅さを維持しつつも緩やかに悪化していくことで、個人消費も緩やかに減速していくとみられる。さらに、金融引き締め効果が継続することで、住宅投資や設備投資は抑制されるとみられる。このように需要が抑制されることでインフレの減速が続き、2024年央には金融政策が利下げに転じ、ソフトランディングを達成することがベースシナリオとなる。他方で、景気が急激に腰折れするリスクも残る。個人消費について、若年層の暮らし向きが悪化していることは懸念材料である。また、今後インフレの減速が停滞し、FRBによる利下げが先送りされれば、株式等の資産価格が下落し、逆資産効果により個人消費が大きく下振れすることも想定し得る。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2022				2023			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
実質GDP	-2.0	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.3
個人消費	0.0	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	2.8
設備投資	10.7	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	1.9
住宅投資	-1.8	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	1.1
輸出	-4.6	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	5.4	6.3
輸入	14.7	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	4.2	1.9
政府支出	-2.9	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	3.3
寄与度、%pt								
個人消費	-0.03	1.32	1.05	0.79	2.54	0.55	2.11	1.91
設備投資	1.32	0.68	0.62	0.24	0.76	0.98	0.21	0.26
住宅投資	-0.09	-0.73	-1.41	-1.23	-0.22	-0.09	0.26	0.04
民間在庫	-0.07	-2.05	-0.66	1.61	-2.22	0.00	1.27	0.07
純輸出	-2.59	0.56	2.58	0.26	0.58	0.04	0.03	0.43
輸出	-0.50	1.19	1.80	-0.41	0.76	-1.09	0.59	0.68
輸入	-2.08	-0.63	0.77	0.66	-0.18	1.13	-0.56	-0.25
政府支出	-0.52	-0.34	0.49	0.90	0.82	0.57	0.99	0.56

(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・転送等にご遠慮ください。

実質 GDP 成長率は前期比年率+3.3%と市場予想を上回る

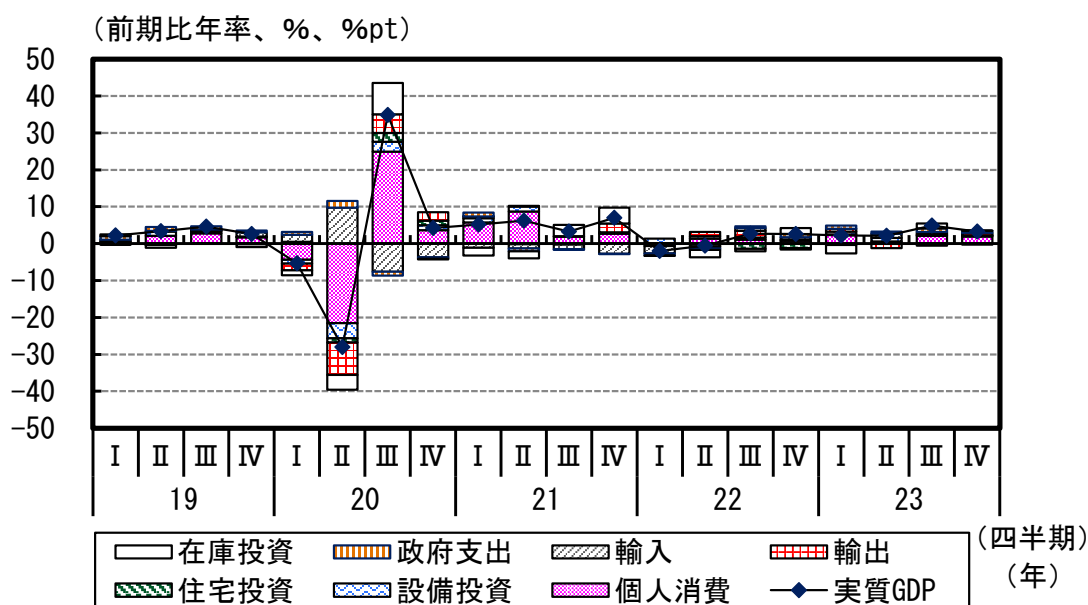
2023年10-12月期（以下、10-12月期）の実質GDP成長率は前期比年率+3.3%と、市場予想（Bloomberg調査：同+2.0%）を上回った。高い伸びとなった2023年7-9月期（以下、7-9月期）からは減速したものの、十分堅調な結果といえよう。また、2023年全体で見ると、前年比+2.5%となった。

需要項目別に見ると、個人消費が前期比年率+2.8%と引き続き高い伸びを示し、けん引役となった。住宅投資（同+1.1%）は7-9月期から伸び幅が縮小したもののプラスを維持し、設備投資（同+1.9%）は伸び幅が小幅に拡大した。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+2.6%となり、7-9月期の同+3.0%からは縮小したが、依然として堅調なペースである。FRBが金融引き締めを続ける中でも、米国経済は堅調さを維持したといえる。

この他の項目に関しては、民間在庫は前期比年率寄与度+0.07%ptと僅かなプラス寄与にとどまった。他方で、純輸出の寄与度（同+0.43%pt）は7-9月期から拡大し、全体の押し上げ要因となった。内訳を見ると、輸出（前期比年率+6.3%）の伸び幅が拡大し、輸入（同+1.9%）の伸び幅が縮小した。政府支出に関しては、同+3.3%と6四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+1.5%と減速した。内訳を見ると、住宅投資価格指数（同+5.5%）、設備投資価格指数（同+2.1%）が加速した一方で、PCE（個人消費支出）価格指数（同+1.7%）が減速した。FRBが重視するPCE価格指数の前年同期比は+2.7%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+3.2%とペースダウンした。インフレ率はFRBの目標である+2%を上回る状況が継続しているものの、前年同期比ベースで、PCE価格指数は6四半期連続、コアPCE価格指数は5四半期連続で減速している。

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

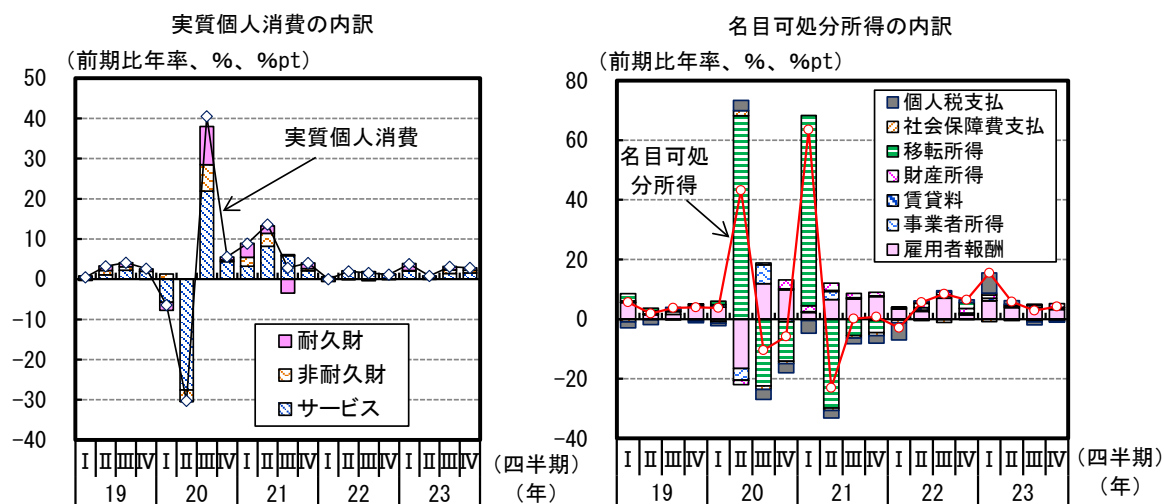
個人消費は財消費・サービス消費ともに堅調

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+2.8%となった。高い伸びであった7-9月期（同+3.1%）からは減速したものの、堅調な結果となった。財・サービス別で見ると、財消費（同+3.8%）は減速したとはいえ高い伸びとなり、サービス消費（同+2.4%）は加速した。

財消費の内訳を確認すると、耐久財（前期比年率+4.6%）、非耐久財（同+3.4%）はともに減速したが堅調な結果であった。耐久財のうち、娯楽用（同+11.0%）、家事・家庭用（同+4.0%）の伸び幅が大きい。これは年末商戦が好調であったことを反映しているとみられる。他方で、自動車（同▲1.1%）は3四半期連続でマイナスとなった。非耐久財に関しては、衣服・履物（同+6.0%）の伸び幅が大きく、こちらも上記の好調な年末商戦が寄与したものと考えられる。その他では、飲食料品（同+1.5%）が小幅に減速した一方で、ガソリン・エネルギー（同+0.7%）はプラスに転じた。

サービス消費の内訳項目では、外食・宿泊（前期比年率+7.6%）、輸送（同+6.0%）、娯楽（同+5.1%）が7-9月期から加速し、伸び幅は大きい。活発なサービス消費という、ポストコロナ以降のトレンドが継続しているといえる。その他ではヘルスケア（同+3.4%）も加速した。他方で、住居・公益（同+0.4%）は伸び幅が縮小し、金融（同▲2.9%）は4四半期ぶりにマイナスに転じた。

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

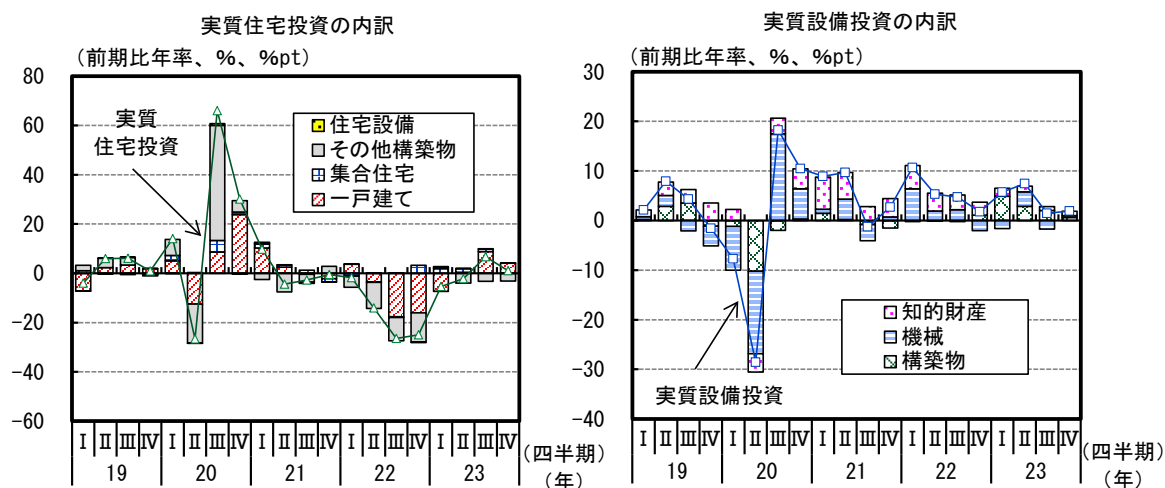
個人消費の裏付けとなる所得動向を見ると、名目可処分所得は前期比年率+4.2%と7四半期連続でプラスとなり、7-9月期から加速した。内訳を見ると、雇用者報酬（同+4.5%）は減速した一方で、財産所得（同+7.1%）の加速や、控除項目である個人税支払（同+1.9%）の減速が名目可処分所得を押し上げた。また、名目可処分所得が加速したことに加え、インフレ率が減速傾向にあることから、インフレ率を考慮した実質可処分所得は同+2.5%と3四半期ぶりに加速した。

この他、名目個人支出の伸びが可処分所得の伸びを上回ったことで、家計の貯蓄率は前期差▲0.2%pt 低下し、4.0%となった。貯蓄率はコロナ禍前（2010年-2019年の平均：6.2%）を下回る状況が継続している。

住宅投資は減速するもプラスを維持、設備投資は小幅に加速

実質住宅投資は前期比年率+1.1%と7-9月期から減速したものの2四半期連続でプラスとなった。内訳を見ると、住宅建設は同+8.4%と、伸びが大きかった7-9月期（同+21.9%）から減速したが、3四半期連続でプラスとなった。住宅投資がプラスを維持したのは、堅調な水準で推移した新築住宅着工件数の結果が反映されたものと考えられる。他方で、不動産仲介料などを含むその他構築物が同▲6.1%と3四半期連続でマイナスとなった。その他構築物の減少に関しては、中古住宅の在庫が依然として低水準となる中で価格が高止まりするとともに、住宅ローン金利がピークアウトしつつも高い水準であることで、中古住宅販売の減少が続い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+1.9%と7-9月期（同+1.4%）から小幅に加速した。形態別に内訳を見ると、構築物投資（同+3.2%）が大幅に減速した一方で、機械投資（同+1.0%）がプラスに転じ、知的財産投資（同+2.1%）は小幅に加速した。機械投資については、情報処理機械（同+17.4%）が5四半期ぶりにプラスに転じ、全体を牽引した。さらに、工業用機械（同+3.7%）も3四半期ぶりにプラスに転じた。他方で、輸送用機械（同▲23.2%）が2四半期連続でマイナスとなった。構築物投資については、製造業（同+17.1%）が3四半期連続で減速するも高い伸びとなった一方で、商業・ヘルスケア（同▲5.9%）が2四半期ぶりにマイナスに転じた。

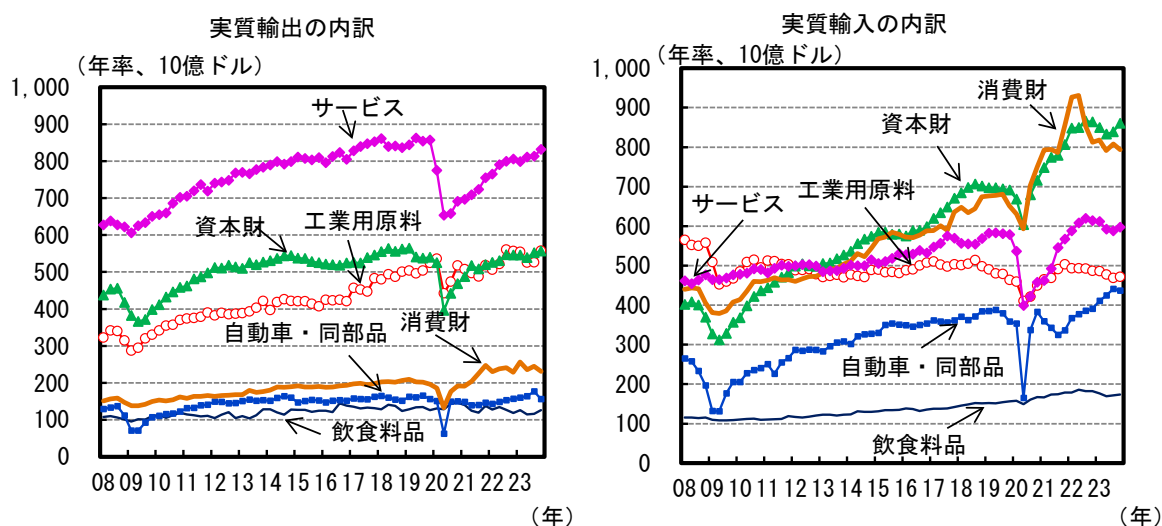
サービスの輸出入が加速

実質輸出は、前期比年率+6.3%と加速した。内訳を見ると、財輸出（同+4.7%）が減速した一方で、サービス輸出（同+9.5%）が加速した。財輸出の内訳を見ると、飲食料品・飼料（同+38.3%）、工業用原料（同+26.0%）は大幅に加速した一方で、UAW（全米自動車労働組合）によるストライキの影響を受けた自動車・同部品（同▲39.0%）や、消費財（同▲21.3%）が大幅なマイナスに転じ、足を引っ張った。さらに、主力輸出品である資本財（同+3.8%）は、2カ月連続でプラスとなったものの減速した。好調だったサービス輸出に関しては、運輸（同+27.8%）が加速したほか、金融サービスや情報サービスなどを含むその他企業向けサービス（同+9.3%）がプラスに転じ、全体を押し上げた。

実質輸入は、前期比年率+1.9%と減速した。内訳を見ると、サービス輸入（同+6.8%）はプラスに転じた一方で、財輸入（同+0.8%）が減速した。財輸入のうち、消費財（同▲7.0%）、自動車・同部品（同▲4.2%）がマイナスに転じたことが足を引っ張った。他方で、資本財（同+10.8%）は加速し、工業用原料（同+2.3%）は6四半期ぶりにプラスに転じた。サービス輸入に関しては旅行サービス（同+43.3%）が大幅に加速しており、米国家計におけるレジャー需要の強さがうかがえる。

最後に、実質政府支出は前期比年率+3.3%と6四半期連続で増加した。連邦政府支出（同+2.5%）は、債務上限問題の解決により大幅に増加した7-9月期（同+7.1%）からは減速したものの、6四半期連続でプラスとなった。内訳を見ると、国防支出（同+0.9%）の伸び幅が大幅に縮小した一方で、非国防支出（同+4.6%）は堅調に推移した。州・地方政府支出については同+3.7%と6四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

2024 年は上半期を中心に減速感が強まる見込み

10-12 月期の GDP 統計では、米国経済の屋台骨である個人消費が引き続き好調であった。住宅投資は 7-9 月期から伸び幅が縮小したものの増加を維持し、設備投資は伸び幅が小幅に拡大した。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は、7-9 月期から減速したとはいえ、前期比年率ベースでは 4 四半期連続で増加した。2023 年を振り返れば、FRB による金融引き締めや、銀行破綻とそれによる信用収縮により、景気後退入りすることが懸念されてきた。しかし実際は、底堅い雇用環境を背景に個人消費が堅調に推移したことなどを要因に、実質 GDP 成長率は前期比年率ベースで、4 四半期いずれも潜在成長率の目安とされる+2%前後を下回らずに推移した。結果として、米国経済は 2023 年を通して好調を維持したと総括できる。

ただし、2024 年の実質 GDP 成長率は上半期を中心にペースダウンしていくと見込まれる¹。民間最終需要に着目すると、雇用環境の緩やかな悪化が続くことで、個人消費も緩やかに減速していくことが想定される。また、金融引き締めの効果が継続することで、金利動向に敏感な中古住宅販売が足を引っ張り、住宅投資は抑制されるとみられる。さらに、企業の借り換え需要が大きい 2024 年は引き締めの金融環境の影響を受けやすくなり、設備投資も低調になることが予想される。

このように需要が抑制され、潜在成長率を下回る水準で実質 GDP 成長率が推移することにより、インフレ圧力は緩和されていくとみられる。インフレ率が減速していく結果、2024 年央には FRB の金融政策が利下げに転じ、雇用環境や景気が大幅な悪化を回避するというソフトランディングがベースシナリオである。他方で、景気が急激に腰折れするリスクも残る。個人消費について、若年層の暮らし向きが悪化していることは懸念材料である。また、今後インフレ率の減速が停滞し、高止まりすることになれば、FRB による利下げが先送りされ、株式等の資産価格が下落する可能性がある。そうなれば、逆資産効果が発現し、個人消費が大きく下振れすることも想定し得る。

¹ 詳細は以下のレポートを参照。

大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼「[2024 年の米国経済見通し](#)」(2023 年 12 月 21 日)

大和総研 経済調査部 矢作大祐「[米国経済見通し 銀行の手元流動性の低下に要警戒](#)」(2024 年 1 月 23 日)