

2024年4月26日 全6頁

# 米 GDP 前期比年率+1.6%と減速

## 2024年1-3月期米GDP：ただし、民間最終需要は好調を維持

ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

### [要約]

- 2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と、市場予想（Bloomberg調査：同+2.5%）を下回り、2四半期連続での減速となった。ただし、足を引っ張ったのは純輸出と民間在庫であり、屋台骨である個人消費は堅調さを維持した。この他、住宅投資は伸び幅が大幅に拡大し、設備投資は伸び幅が縮小したもののプラスを維持した。結果、民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+3.1%となった。FRBが金融引き締めを続ける中でも、米国経済は内需中心に堅調を維持したといえる。
- 他方で、今回のGDP統計で公表された1-3月期のPCE価格指数は、2023年10-12月期から加速した。4月半ばにはパウエルFRB議長がインフレ率の高止まり等を理由に利下げ開始の先送りを示唆していたが、これを裏付けるような結果であったといえる。4月30日・5月1日に開催されるFOMCでも、高インフレへの警戒感が示されると想定されよう。経済の先行きについては、引き締めの金融政策の継続が想定される中で、金利に敏感な需要項目が抑制されるとみられる。他方、好調な雇用を背景に個人消費が堅調を維持し、引き続き米国経済を下支えするとみられる。その結果4-6月期の実質GDP成長率は2%前後とされる潜在成長率程度に着地することがメインシナリオとなる。

図表1 実質GDP成長率の概要

前期比年率、%	2022			2023				2024
	II	III	IV	I	II	III	IV	I
実質GDP	-0.6	2.7	2.6	2.2	2.1	4.9	3.4	1.6
個人消費	2.0	1.6	1.2	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5
設備投資	5.3	4.7	1.7	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9
住宅投資	-14.1	-26.4	-24.9	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9
輸出	10.6	16.2	-3.5	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9
輸入	4.1	-4.8	-4.3	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2
政府支出	-1.9	2.9	5.3	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2
寄与度、%pt								
個人消費	1.32	1.05	0.79	2.54	0.55	2.11	2.20	1.68
設備投資	0.68	0.62	0.24	0.76	0.98	0.21	0.50	0.39
住宅投資	-0.73	-1.41	-1.23	-0.22	-0.09	0.26	0.11	0.52
民間在庫	-2.05	-0.66	1.61	-2.22	0.00	1.27	-0.47	-0.35
純輸出	0.56	2.58	0.26	0.58	0.04	0.03	0.25	-0.86
輸出	1.19	1.80	-0.41	0.76	-1.09	0.59	0.55	0.10
輸入	-0.63	0.77	0.66	-0.18	1.13	-0.56	-0.30	-0.96
政府支出	-0.34	0.49	0.90	0.82	0.57	0.99	0.79	0.21

(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+1.6%と減速も、内需は堅調さを示す

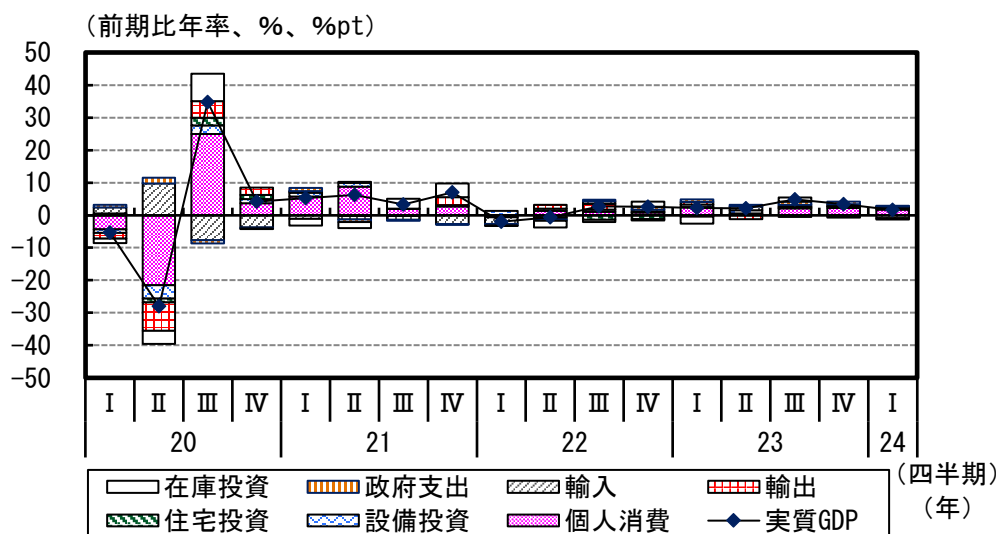
2024年1-3月期（以下、1-3月期）の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%と、市場予想（Bloomberg調査：同+2.5%）を下回った。2023年10-12月期（以下、10-12月期）から減速し、2四半期連続での減速となった。

需要項目別に見ると、個人消費が前期比年率+2.5%と引き続き高い伸びを示し、けん引役となった。また、住宅投資（同+13.9%）は10-12月期から伸び幅が大幅に拡大した。設備投資（同+2.9%）は伸び幅がやや縮小したもののプラスを維持した。結果、ヘッドラインは落ち着いた数字となった一方で、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+3.1%となった。10-12月期の同+3.3%からは小幅に縮小したものの、依然として堅調なペースといえる。FRBが金融引き締めを続ける中でも、米国経済は内需主導で好調を維持したといえる。

他方、足を引っ張ったのは民間在庫と純輸出である。民間在庫は前期比年率寄与度▲0.35%ptと、2四半期連続でマイナス寄与となった。純輸出の寄与度も同▲0.86%ptとマイナスに転じ、全体を押し下げた。純輸出の内訳を見ると、輸出（前期比年率+0.9%）の伸び幅が縮小した一方で、輸入（同+7.2%）の伸び幅が拡大した。この他、政府支出に関しては、同+1.2%と7四半期連続でプラスとなったものの、伸び幅は縮小した。

物価動向について見ると、GDPデフレーターは前期比年率+3.1%と加速した。内訳を見ると、設備投資価格指数（同+1.4%）、住宅投資価格指数（同+0.6%）が減速した一方で、FRBが重視するPCE（個人消費支出）価格指数（同+3.4%）と食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数（同+3.7%）は加速した。前年同期比ベースで見ると、PCE価格指数は+2.6%、コアPCE価格指数は同+2.9%とペースダウンした。インフレ率は前年同期比ベースで減速傾向を続けているものの、その減速ペースは緩やかになっている。

図表2 実質GDP成長率（前期比年率）の寄与度分解



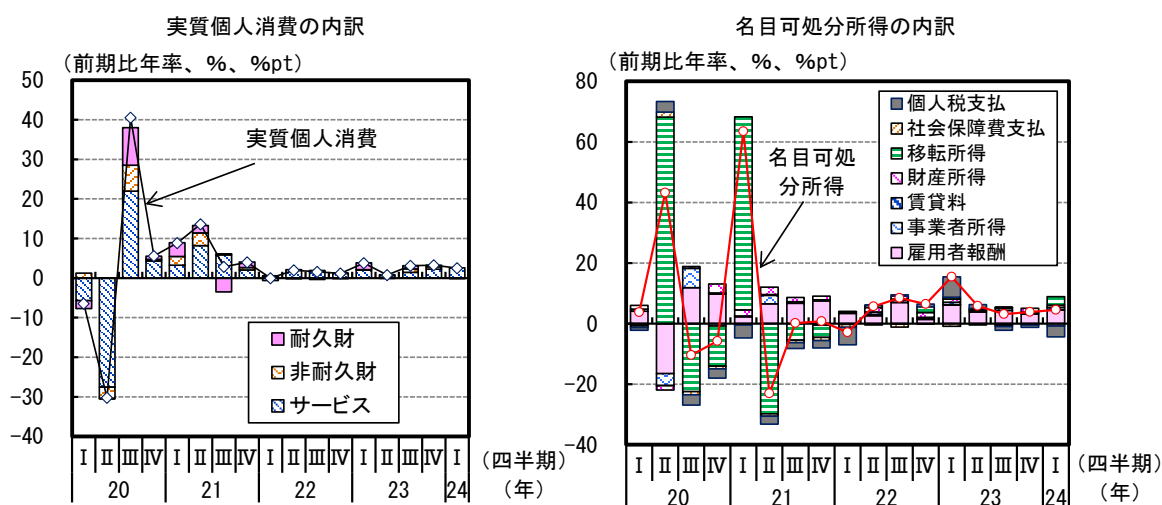
## 個人消費は財消費がマイナスに転じた一方、サービス消費は加速

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+2.5%となった。高い伸びとなった10-12月期（同+3.3%）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▲0.4%）はマイナスに転じた一方で、サービス消費（同+4.0%）が加速した。

財消費の内訳を確認すると、耐久財（前期比年率▲1.2%）が3四半期ぶりにマイナスに転じ、非耐久財（同+0.0%）は減速し、10-12月期から横ばいとなった。耐久財のうち、自動車（同▲9.0%）が4四半期連続でマイナスとなり、マイナス幅も大きい。この他、娯楽用（同▲1.5%）が5四半期ぶりにマイナスに転じた。他方で、家事・家庭用（同+3.9%）は堅調さを維持した。非耐久財に関しては、ガソリン・エネルギー（同▲11.0%）が大幅なマイナスに転じ、下押し要因となった。他方で、衣服・履物（同+5.3%）は3四半期連続でプラスとなった。

加速したサービス消費については、金融（前期比年率+7.9%）、ヘルスケア（同+5.5%）が大幅な伸びとなり、けん引役となった。この他、娯楽（同+4.8%）の伸び幅が大幅に拡大し、輸送（同+4.7%）も好調を維持した。他方で、外食・宿泊（同▲2.0%）は悪天候の影響を受けて3四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+4.5%と8四半期連続でプラスとなり、10-12月期から加速した。内訳を見ると、雇用者報酬（同+6.3%）の伸び幅が拡大したことに加え、移転所得（同+14.3%）が大幅な伸びとなったことが名目可処分所得を押し上げた。名目可処分所得は加速したものの、インフレ率が前期比年率ベースで加速したことから、インフレ率を考慮した実質可処分所得は同+1.1%と減速した。

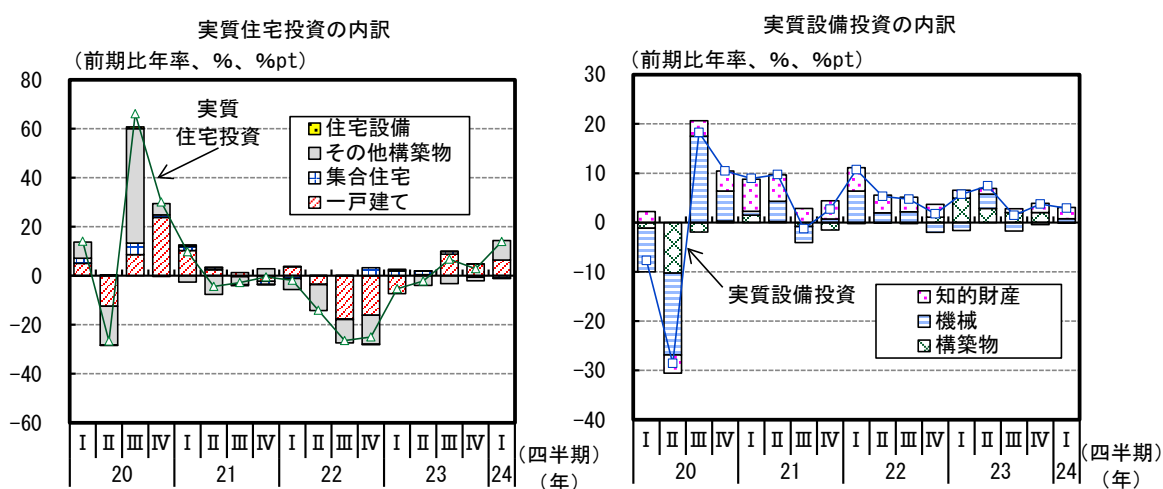
この他、名目個人支出の伸びが可処分所得の伸びを上回ったことで、家計の貯蓄率は前期差▲0.4%pt低下し、3.6%となった。貯蓄率はコロナ禍前（2010年-2019年の平均：6.2%）を下回

る状況が継続している。

## 住宅投資は大幅に加速、設備投資は小幅に減速もプラスを維持

実質住宅投資は前期比年率+13.9%と10-12月期から大幅に加速し、3四半期連続でプラスとなった。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+17.3%と大幅な伸びになり、4四半期ぶりにプラスに転じた。これは、2月半ばまで住宅ローン金利のピークアウト傾向が続いていたことが背景にあるとみられる。また、住宅建設についても同+11.4%と伸びが大きく、4四半期連続でプラスとなった。

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+2.9%と10-12月期(同+3.7%)から小幅に減速したもののプラスを維持した。形態別に内訳を見ると、構築物投資(同▲0.1%)がマイナスに転じた一方で、知的財産投資(同+5.4%)が加速し、機械投資(同+2.1%)はプラスに転じた。機械投資については、工業用機械(同+17.7%)が大幅な伸びとなり、けん引役となった。さらに、情報処理機械(同+12.2%)は2四半期連続で大幅増となった。他方で、輸送用機械(同▲25.6%)が3四半期連続でマイナスと、低迷している。マイナスとなった構築物投資については、製造業(同+13.9%)は減速トレンドを示したものの堅調な伸びとなった。一方、商業・ヘルスケア(同▲6.5%)が4四半期ぶりにマイナスに転じたことが影響した。

## 輸出が冴えない一方で、輸入は大幅に加速

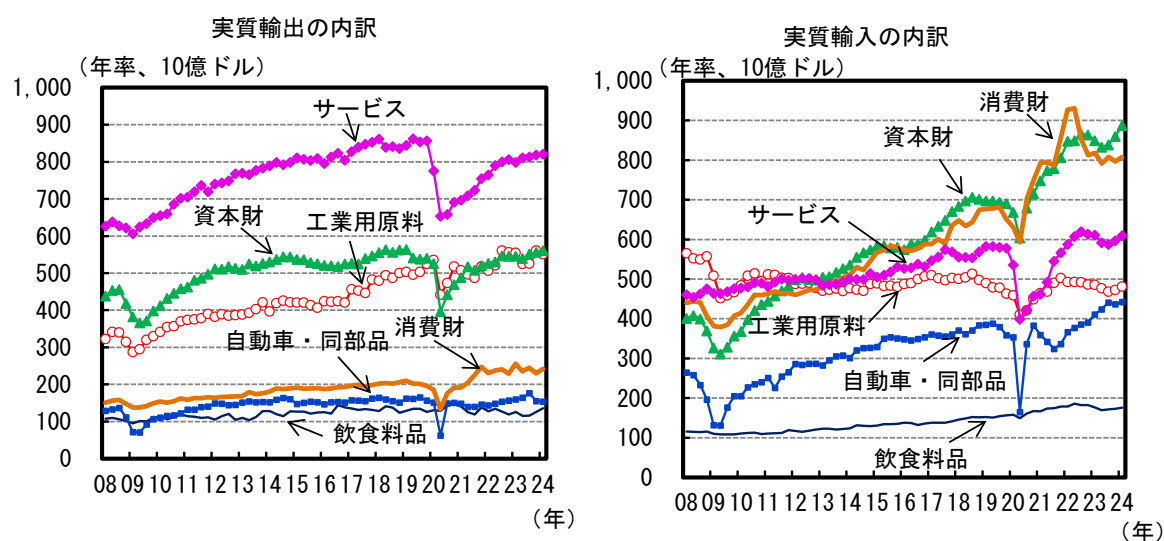
実質輸出は、前期比年率+0.9%と減速した。内訳を見ると、財輸出(同+0.9%)とサービス輸出(同+1.0%)がともに減速した。財輸出の内訳を見ると、10-12月期に大幅な伸びとなった工業用原料(同▲7.0%)がマイナスに転じた。さらに、10-12月期にUAW(全米自動車労働組合)によるストライキの影響を受けて大幅なマイナスになった自動車・同部品が、同▲4.3%と

マイナス幅を縮めたものの、2 四半期連続でマイナスとなった。他方で、消費財（同+22.2%）はプラスに転じ大幅な伸びとなったほか、主力輸出品である資本財（同+3.1%）が3 四半期連続でプラスとなった。サービス輸出に関しては、高い伸びが続いていた運輸（同▲2.3%）がマイナスに転じたほか、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▲3.4%）が3 四半期連続でマイナスとなった。他方で、旅行サービス（同+22.5%）が加速し、サービス輸出を下支えた。

実質輸入は、前期比年率+7.2%と大幅に加速した。内訳を見ると、サービス輸入（同+9.0%）、財輸入（同+6.8%）ともに加速した。財輸入のうち、資本財（同+13.2%）が高い伸びとなりけん引役となった。この他、工業用原料（同+7.1%）が2 四半期連続でプラスとなり、消費財（同+5.4%）と自動車・同部品（同+5.1%）もプラスに転じた。サービス輸入に関しては旅行サービス（同+45.9%）は大幅な伸びが続いており、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+1.2%と7 四半期連続で増加した。連邦政府支出（同▲0.2%）は、7 四半期ぶりにマイナスに転じた。内訳を見ると、国防支出（同▲0.6%）がマイナスに転じ、非国防支出（同+0.3%）は減速した。州・地方政府支出については同+2.0%と7 四半期連続でプラスになったものの、伸び幅は縮小した。

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

## 4-6 月期の成長率は潜在成長率程度で着地する見通し

2024年1-3月期のGDP統計では屋台骨である個人消費が堅調を維持した。また、住宅投資は伸び幅が大幅に拡大し、設備投資は伸び幅が縮小したもののプラスを維持した。結果、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は5四半期連続で増加した。ヘッドラインは市場予想を下回ったものの、下押ししたのは民間在庫や純輸出である。中でも輸入が大幅に加速したことは、米国の内需の強さを反映しているといえよう。これらを踏まえれば、FRBが引き締めの金融政策を維持してきた中でも、米国経済は内需中心に好調を維持したと評価できよう。

他方で、今回のGDP統計で公表された1-3月期のPCE価格指数及びコアPCE価格指数が、2023年10-12月期から加速した点はネガティブといえる。4月半ばにはパウエルFRB議長がインフレ率の高止まり等を理由に利下げ開始の先送りを示唆していたが、これを裏付けるような結果であったといえる。4月30日・5月1日に開催されるFOMCでも、高インフレへの警戒感が示されると想定されよう。

先行きに関しては、引き締めの金融政策の継続が想定される中で金利に敏感な需要項目が抑制されるとみられる。具体的には、金利に敏感な需要項目の一つである住宅投資については、住宅ローン金利が足下で再上昇していることから、中古住宅販売の回復が遅れるとみられる。結果、中古住宅の不動産仲介料を含む、その他構築物が抑制されると見込む。また、企業部門については、2024年に入り、債務の償還期限到来が増加することを背景に借り換え需要が増すとみられ、引き締めの金融政策の影響を受けやすくなると考えられる。結果、設備投資は低調となることが予想される。他方で、雇用環境が堅調を維持していることで、個人消費については底堅く推移することが見込まれる。屋台骨の個人消費が下支え役となり、実質GDP成長率は2%前後とされる潜在成長率程度に着地することがメインシナリオとなる。

他方、リスクシナリオとしては、FRBが市場の予想以上にタカ派化することで、金融環境が急速にタイト化するケースが想定される。仮にリスクシナリオが現実化すれば、金利に敏感な住宅投資や設備投資が大幅に悪化することに加え、株価等の下落に伴う逆資産効果により、個人消費も腰折れする可能性が高まることになろう。