

# Economic Monitor

## 個人消費の低迷継続を示唆した4~6月期の米GDP統計

4~6月期の成長率は個人消費の減速と在庫投資の寄与縮小で潜在成長ペースに低下。4~6月期の貯蓄率は6%を超え、貯蓄優先・消費抑制という家計の姿勢が明らかに。雇用所得環境の緩やかな回復も踏まれば、個人消費の大幅増加は当面見込めず。一方、企業の設備投資は加速しており、輸出拡大が続く下で、企業部門が当面は成長の下支え要因に。

### 4~6月期は潜在成長ペース並みの2.4%成長に鈍化

2010年4~6月期の米国経済の成長率は前期比年率2.4%と、1~3月期の3.7%から低下した。結果は市場コンセンサス2.5%にはほぼ合致しており、ヘッドライン自体にはサプライズはない。但し、同時に行われた2007年迄遡っての統計改訂は、米国経済に対する現状認識に多少の修正を迫るものである。詳細は後述するが、遡及改訂により2009年10~12月期の成長率は5.0%（改訂前5.6%）に下方修正、2010年1~3月期は3.7%（改訂前2.7%）に上方修正されている。米国経済は4四半期連続のプラス成長を確保したものの、その成長ペースは潜在成長率（2%台半ば）を大きく上回っていた過去2四半期から、潜在成長ペース程度まで鈍化した。

成長率の推移(前期比年率、%)

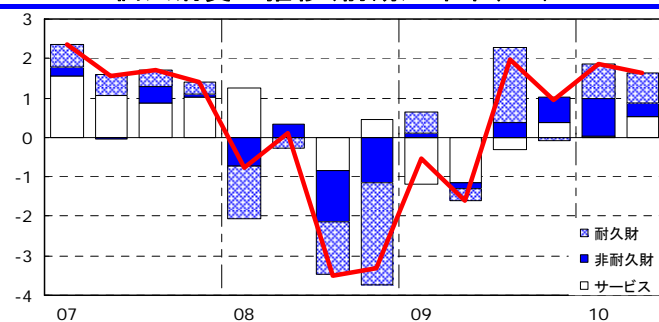
	1~3月期 改訂前	1~3月期 改訂後	4~6月期 改訂後
実質GDP成長率	2.7	3.7	2.4
個人消費	3.0	1.9	1.6
耐久財	12.0	8.8	7.5
非耐久財	3.9	4.2	1.6
サービス	1.4	0.1	0.8
設備投資	2.2	7.8	17.0
住宅投資	▲10.3	▲12.3	27.9
輸出	11.3	11.4	10.3
輸入	14.8	11.2	28.8
政府支出	▲1.9	▲1.6	4.4

(資料)U.S. Department of Commerce

### 成長鈍化の主因は個人消費と在庫投資

4~6月期の成長鈍化は、主として、①個人消費の減速と②在庫投資の寄与度縮小によるものである。まず、個人消費の伸びは1~3月期の前期比年率1.9%（改訂前3.0%）から1.6%に低下し、実質GDP成長率に対する寄与度が1.33%Ptから1.15%Ptに縮小した（変化幅▲0.18%Pt）。自動車販売の好調などにより耐久財消費は7.5%（1~3月期8.8%）と好調を維持し、サービス消費も0.8%（1~3月期0.1%）と幾分持ち直したものの、イースター商戦の一部が4月から3月へずれ込んだ影響<sup>1</sup>で非耐久財消費の伸びが1.6%（1~3月期4.2%）へと大幅に鈍化し、個人消費全体の減速に繋がった。4~6月期の減速には上述のようにカレンダー要因が影響しているものの、過去4四半期の個人消費は年率1.6%の拡大に留まっており、低迷状況を脱していない<sup>2</sup>。

個人消費の推移(前期比年率、%)



(出所)U.S. Department of Commerce

在庫投資の寄与度は1~3月期の+2.64%Ptから+1.05%Ptへ大幅に縮小した（変化幅▲1.59%Pt）。但し、1~3月期は在庫投資が削減から積み増しへと転じるタイミングであったために、寄与度が大きくなって

<sup>1</sup> イースターが昨年より8日早く（4月12日→4月4日）、通常であれば4月のイースター商戦の一部が3月に前倒しとなり、1~3月期の個人消費を押し上げ、4~6月期を押し下げた。

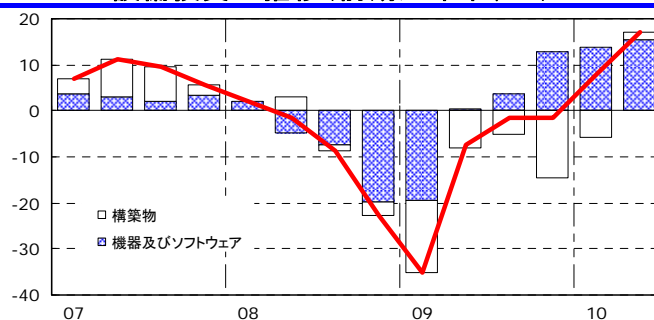
<sup>2</sup> 前回の景気拡大局面において、個人消費は年率2.8%拡大

いた。4～6月期の在庫投資額自体は1～3月期から拡大しており<sup>3</sup>、寄与度縮小を企業の在庫積み増し意欲の鈍化としてネガティブに捉える必要はないだろう。

### 設備投資が大幅に増加

4～6月期に大きく伸びを高めたのは固定資産投資である。まず、**住宅投資**が前期比年率27.9%（1～3月期▲12.3%）と大幅に増加した。4月末が新規住宅取得者等を対象とした税額控除措置税額の適用を受けるための契約締結期限であったため、住宅販売が急増し、仲介業者のコミッション収入増加やリフォーム支出拡大というかたちでGDPベースの住宅投資を押し上げた。**民間設備投資**も前期比年率17.0%（1～3月期7.8%）と二桁増加を記録した。生産拡大や稼働率の上昇を受けて、**機器及びソフトウェア投資**が21.9%と3四半期連続で二桁増加を記録したことに加え、1～3月期まで設備投資を大きく押し下げてきた**構築物投資**が5.1%と漸く増加に転じたためである<sup>4</sup>。

設備投資の推移(前期比年率、%)



(出所)U.S. Department of Commerce

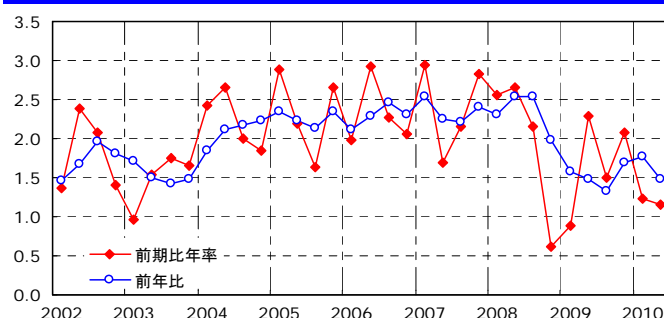
### 設備投資拡大を受けて資本財輸入が急増

**輸出**は前期比年率10.3%（1～3月期11.4%）と二桁の伸びを維持した。但し、6月分の貿易データが未公表であり、実績を受けて大幅な修正が生じる可能性がある。一方、**輸入**は28.8%（1～3月期11.2%）と大幅に伸びを高めた。4～5月迄の貿易動向によると資本財輸入の増加が顕著であり、設備投資の拡大を受けたものと解釈できる。なお、輸入の大幅拡大により、純輸出は成長率を▲2.8%Ptも押し下げた（1～3月期▲0.3%Pt）。**政府支出**は前期比年率4.4%（1～3月期▲1.6%）と3四半期ぶりに増加している。

### デイスインフレーションが進行

Fedがインフレ動向を把握するうえで重視する**コアPCE（個人消費支出）デフレーター**の前年比は1.5%（1～3月期1.8%）へ低下し、Fedが長期的に想定する伸び率である1.7～2.0%を3四半期ぶりに下回った。前期比年率ベースでは1.1%（1～3月期1.2%）と2四半期連続で1%台前半の低い伸びを記録しており、かつ月次ベースの動向も踏まえると、**今後数四半期中に前年比で1%を下回る可能性がある**。米国経済はデイスインフレ状態にあると言えよう。

コアPCEデフレーターの前年比の推移(%)



(出所)U.S. Department of Commerce

**高水準の失業率が示すように、米国経済には大きなスラックが残っているため、デイスインフレ状態の長期化が避けられない**。但し、当社では**米国経済がデフレに陥る可能性は高くない**と考えている<sup>5</sup>。Fedメンバーが重視するインフレ期待が安定推移を続けていることに加え、インフレ率の低下傾向が来年には一服することを示唆する指標も少しずつ見られ始めているためである。サービス価格を左右する平均時給（製

<sup>3</sup> 在庫投資額は10～12月期▲367億ドル→1～3月期441億ドル→757億ドル。

<sup>4</sup> 構築物投資や輸出入の6月分はBEAの予測によるため、今後大幅に修正される可能性がある。

<sup>5</sup> 詳細は米国経済情報2010年7月号を参照ください。

造及び非管理労働者ベース)が概ね下げ止まり、コアCPIやCPI Median、Trimmed-mean CPIなどの指標も限界的な動きを示す前月比ベースでは上向きに転じつつある。前月比の動きは振れが大きいいため、現時点での断定的な判断は難しいが、デフレーションの進行に歯止めがかかりつつあることを示す指標の増加を無視すべきではない。

### 遡及改訂は名目値の下方修正が中心

今回の4～6月期速報(Advance estimate)では、上述したように、2007年に遡って改訂が行われた。改訂は、総じて下方修正である。修正内容は、①景気の山である2007年10～12月期から実質GDPの水準のボトムである2009年4～6月期迄のGDP減少期と、②2009年4～6月期から2010年1～3月期迄のGDP拡大期に分けると理解しやすい。①の期間について、実質GDP成長率は改訂前の▲3.7%から改訂後は▲4.1%へと0.4%Pt下方修正され、米国経済が金融危機に伴い、大きく落ち込んだことが改めて示された。一方、②の期間の成長率は、修正前と修正後ともに2.6%で変わらない。谷が深くなったが、その後の回復ペースは変わっていないと言える。なお、実質値の変化を名目値の伸びとデフレーター伸びに分けると、①は名目値の伸びが▲1.3%から▲1.8%へと▲0.5%Pt下方修正されており、ほぼ全てが名目値の変化である<sup>6</sup>。一方、②は名目値の伸びが3.1%から2.9%へと▲0.2%Pt下方修正されたが、その名目値の下方修正をデフレターの伸び率下方修正による(0.5%→0.4%)による押し上げ+0.1%Pt<sup>7</sup>が補った(四捨五入の関係で合計は一致しない)。①と②のいずれの期間においても、名目値は下方修正されており、米国経済の付加価値創出力の弱さを示す遡及改訂と言える。

GDP統計の改訂前と改訂後(%)

	実質GDP		名目GDP		GDPデフレーター	
	改訂前	改訂後	改訂前	改訂後	改訂前	改訂後
①07IV→09 II	▲ 3.7	▲ 4.1	▲ 1.3	▲ 1.8	2.4	2.4
②09 II→10 I	2.6	2.6	3.1	2.9	0.5	0.4

(資料)U.S. Department of Commerce

### 貯蓄率が大幅に上方修正され、4～6月期は6%超え

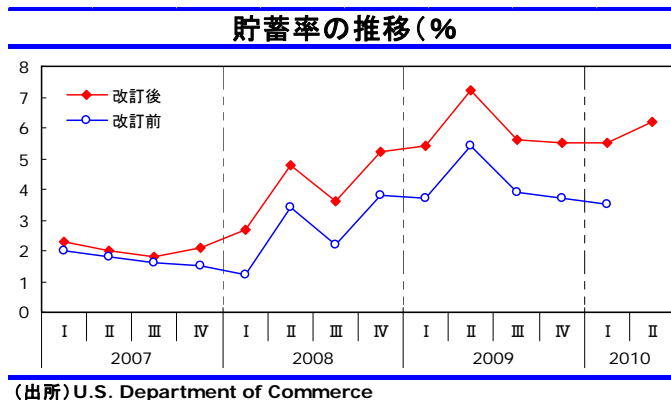
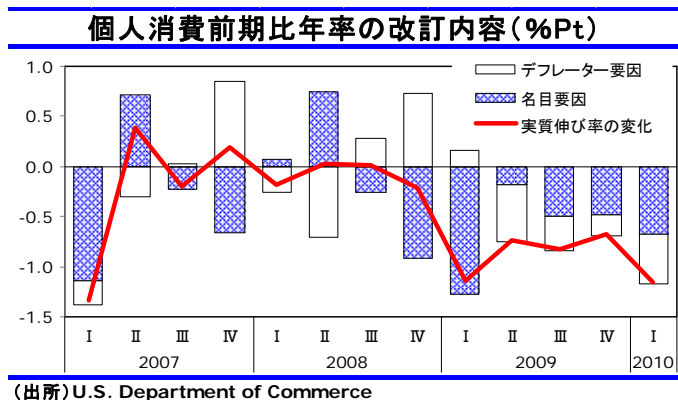
需要項目別に見ると、大幅な修正は個人消費と地方政府支出で生じている。まず、個人消費は①の期間(2007年10～12月期→2009年4～6月期)が▲1.9%から▲2.4%へ、②の期間(2009年4～6月期→2010年1～3月期)は1.9%から1.2%へと、共に下方修正された。なお、修正は①では名目値の下方修正がほとんどを占め、②は名目値の下方修正要因が6割を、デフレーターによる下方修正要因が4割を占める。①と②の期間を通じて、雇用所得環境の悪化に対応して家計が支出を絞り込んでいたことが示されている。消費支出とは逆に、今回の遡及修正では個人所得が大幅に上方修正されており、所得上方修正と支出下方修正により、貯蓄率は大幅に上方修正された。従前は2008年1～3月期の1.2%が貯蓄率のボトムであったが、遡及修正により2四半期早い2007年7～9月期の1.8%がボトムとなっている。また直近についても2010年1～3月期が3.5%から5.5%へと2%Ptも上方修正され、4～6月期の貯蓄率に至っては6.2%まで上昇した。米国の家計は住宅バブルの崩壊に伴う過剰債務の積み上がりに対し、2007年の比較的早

<sup>6</sup> 名目GDPのピークは実質GDPと異なり、2008年4～6月期である。そのため、試算期間は2008年4～6月期で分割すべきだが、本稿では実質値に合わせている。なお2008年4～6月期から2009年4～6月期では実質GDP成長率は+0.1%Pt(修正前▲3.2%→修正後▲3.1%)であり、内訳は名目GDP要因▲0.4%Pt、デフレーター要因+0.5%Ptである。

<sup>7</sup> デフレターの伸び率低下は、実質値を押し上げる。デフレーターがマイナスの日本における名実逆転を想起されたい。

い段階から貯蓄積み増し（GDP 統計では借入返済も貯蓄として扱われる）により対応していたことが、改訂後の統計では示されている。

なお地方政府支出は①の期間が 0.3%から▲0.6%へ、②の期間は▲1.7%から▲1.8%への下方修正であり、財政制約から地方政府が景気後退期にも関わらず支出を絞ったことが示されている<sup>8</sup>。



## 貯蓄増加は米国経済にとって短期マイナス、長期プラス

今回の遡及修正及び 4～6 月期速報で明らかとなった家計の貯蓄積み増しの動きは、消費性向を押し下げるという点で、短期的に個人消費や GDP に対してマイナスに働く。そのため、雇用・所得環境の緩慢な回復や、改善に足踏みの見られる消費マインドも考慮すれば、2010 年後半の個人消費の大幅拡大は期待できないと判断できる。一方、企業の設備投資は速いペースで回復しており、これまで足を引っ張っていた構築物投資も漸く下げ止まった。輸出が高い伸びを確保できれば、生産拡大を受けた設備投資の増加により、消費の伸び悩みをある程度補うことが可能だろう。そのため、2010 年後半の米国経済は 4～6 月期と同程度のペースでの成長を続け、2010 年通年では 3.0%弱の成長率になると予想される。しかし、2011 年には設備投資の増加ペースが鈍化する一方、雇用所得環境の緩慢な回復を受けて個人消費の回復は遅れる可能性が高い。加えて、景気対策の効果も剥落するため、2011 年の成長率は 2%台半ばへ低下する見込みである（正式な成長率見通しについては 8 月半ばに公表の予定）。

なお、貯蓄率の上昇は短期的には成長に対してマイナスだが、家計の過剰債務問題の早期解決を促すという点では、中期的に寧ろ米国経済にプラスの効果を及ぼす可能性もある。また、成長資金の国内ファイナンスをサポートするという点でも望ましい。その意味では、慢性的な海外ファイナンス依存という構造問題の解決に向けて、米国が一步前進したとの評価も可能だろう。

<sup>8</sup> 米国の地方自治体は原則として歳入歳入均衡を求められる。今回の深刻な景気後退に際しては連邦政府から多額の支援が行われたが、税収減等による歳入減少の全てを賄えてはいない。