

# Economic Monitor

## 拡大続くも政策対応が必要な米国経済（7～9月期成長率）

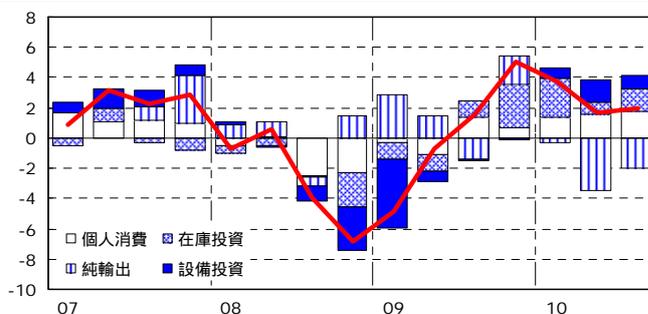
7～9月期の成長率は2.0%と4～6月期から若干上昇したものの、雇用創出には引き続き不十分。加えて、インフレ率は物価安定と考えられる水準を2四半期連続で下回っており、Fedはデュアル・マンデートの達成に向けて、11月2～3日のFOMCにてQE2の実施を決定する見込み。

### 成長小幅加速も、金融・財政政策によるサポートが引き続き必要

2010年7～9月期の米国経済は前期比年率2.0%で成長し、4～6月期の1.7%から幾分成長ペースが高まった。米国経済は緩やかな成長を継続しており、少なくとも悲観派が夏場に喧伝した二番底という状況には至っていない。一方で、引き続き金融・財政政策によるサポートが必要な状況にも変わりはない。

現在の米国経済の成長ペースは2%台半ばから後半<sup>1</sup>と想定される潜在成長率には届かず、Fedのデュアル・マンデートにある「最大限の雇用（maximum employment）」にとって全く不十分である。加えて、7～9月期のコア個人消費（PCE）デフレーター<sup>2</sup>は瞬間風速を示す前期比年率が4～6月期の1.0%から0.8%へ低下、前年比は1.5%から1.3%へ低下し、デュアル・マンデートにある「物価安定（stable prices）」に適うインフレ率と考えられる1.7～2.0%を明確に下回った。明日からのFOMCにおいて追加緩和のためにQE2（Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾）の実施が決定される可能性は極めて高いと言える。

実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）



(出所) Department of Commerce

一方、明日は中間選挙の投票日でもある。上院は引き続き微妙な情勢だが、少なくとも共和党が下院で多数を占める可能性は高く、大統領の所属政党と下院の支配政党が異なるという「ねじれ」の下で、オバマ大統領がどのような舵取りを見せるのかが注目される。前述のように引き続き財政政策のサポートが必要な米国経済にとって、行政・立法機能の麻痺は致命的となりかねない。当面は、今年末に期限切れとなるブッシュ減税の延長問題、並びにオバマ大統領が提案したインフラ整備などの経済対策の行方が注目される。当社では、ブッシュ減税については対富裕層を含め2年程度の暫定延長を、経済対策は規模を縮小した上での実施を見込んでいる。

以下では、7～9月期のGDP統計について、詳細に見ていく。

### 在庫投資引き続き成長をサポート

7～9月期の成長率は当社予想の1.7%を若干上回ったが、多くは在庫投資によるものである。在庫投資の寄与度は前期比年率1.44%Ptと4～6月期の0.82%Ptから高まった。在庫投資は1,155億ドル（4～6月期688億ドル）まで拡大し、3四半期連続のプラスを記録した。在庫残高も増加しているが、在庫率（在

<sup>1</sup> 6月FOMCによる経済見通しではFOMCメンバーは、潜在成長率と概ね同値と見做すことのできる長期的な成長率を2.5～2.8%と考えている。

<sup>2</sup> Price Index of PCE excluding food and energy.

在庫高/実質 GDP)は上昇こそしたものの、極めて低水準が続いており、在庫調整の懸念はない。但し、四半期ベースで見ると、7~9月期の在庫増加ペースは7~9月期実績及び今後想定される GDP 成長率に比べやや速すぎ、10~12月期は減速する可能性が高いだろう (GDP 成長率に対しては押し下げ寄与)。

## 耐久財とサービスが牽引し個人消費は堅調

7~9月期の個人消費は前期比年率 2.6% (4~6月期 2.2%) と予想以上に堅調だった。水準としても過去のピーク (2007年10~12月期) に近い水準まで回復している。内訳を見ると、教養娯楽や住居関連を中心にサービス消費が 2.5% と 2006年10~12月期以来の高い伸びを記録、耐久財も教養娯楽用品を中心に 6.1% (4~6月期 6.8%) と高い伸びを維持した。一方、非耐久財は 1.3% (4~6月期 1.9%) と減速した。

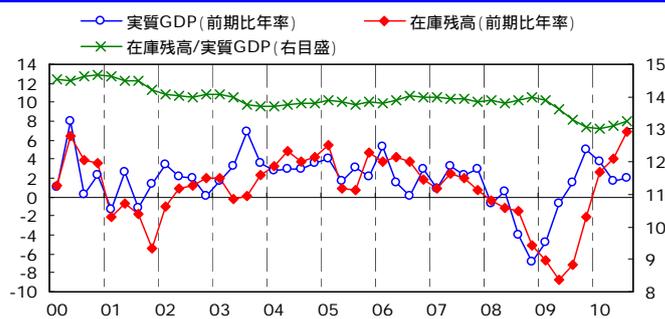
可処分所得の伸びは前期比年率 1.5% (4~6月期 4.4%) と減速し、個人消費の伸びを下回った。その

ため、貯蓄率は 4~6月期の 5.9% から 7~9月期は 5.5% に小幅低下したが、引き続き高い水準にあることは変りない。未だ家計の過剰債務の解消は道半ばであり、高貯蓄率による債務返済が必要な状況にある。貯蓄率低下に伴う個人消費の活発化には当面期待できないだろう。

## 政策効果剥落で住宅投資は急減

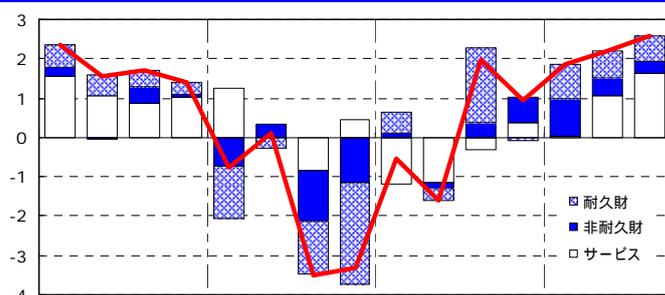
固定資産投資は概ね予想通りの推移だった。まず、住宅投資は前期比年率 29.1% (4~6月期 25.7%) と大幅に減少した。7~9月期の大幅減少は、4~6月期の住宅投資増加に寄与した二つの要因が剥落したためである。第一は、新規住宅取得者等を対象とした税額控除措置<sup>3</sup>の適用を狙った住宅購入の増加である。4~6月期の住宅販売は 32.9% も急増し、こうした住宅販売の拡大は仲介業者のコミッション収入増加やリフォーム支出の拡大というかたちで、GDPベースの住宅投資の拡大に貢献した。4~6月期にコミッション収入は 79.3% も増加、住宅投資全体を 12.3%Pt も押し上げている。しかし、税額控除終了に伴い、7~9月期の住宅販売は前期比年率 67.6% と大きく落ち込み、コミッション収入も大幅に減少した<sup>4</sup>。第二の要因は、先行指標である住宅着工の 1~3月期の持ち直しを反映して、4~6月期に住宅建設が増加したことである。しかし、その後、住宅着工は 4~6月期 9.4% 7~9月期 8.2% と 2 四半

## 在庫投資の推移 (%)



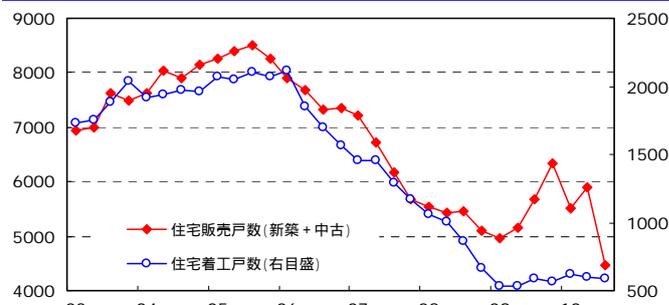
(出所) Department of Commerce

## 個人消費の推移 (前期比年率、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

## 住宅販売と着工の動向 (年率、千戸)



(出所) U.S. Department of Commerce など

<sup>3</sup> 税額控除措置を受けるための契約締結期限は 4 月末であったため、4~6月期の住宅販売 (新築と中古の合計) は前期比年率 33.0% と急増した。しかし、7~9月期は 4~6月期を年率換算で 72.6% も下回った。

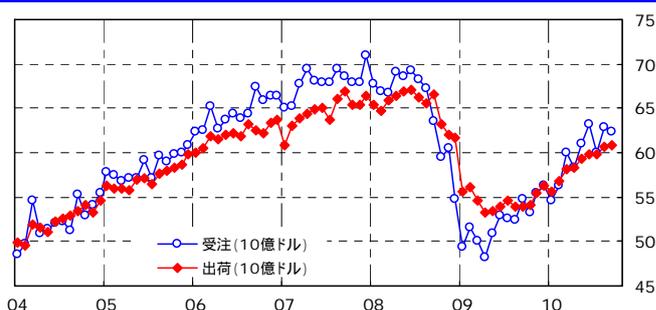
<sup>4</sup> 7~9月期の住宅投資の内訳は未公表である。

期連続で減少しており、7～9月期の住宅建設は再び減少に転じ、10～12月期も増加は期待できない。

## ペントアップ・ディマンド剥落で設備投資は減速

設備投資は前期比年率9.7%（4～6月期17.2%）と3四半期連続で増加したが、伸びは縮小した。2四半期連続で2割を超える大幅増加を記録していた機器及びソフトウェア投資の伸びが鈍化したためである（4～6月期24.8% 7～9月期12.0%）。そもそも4～6月期までの高い伸びは、金融危機に伴い抑制されていたペントアップ・ディマンドの顕現化によるところが大きく、持続的ではなかった。但し、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は増勢を維持しており、今後も機器及びソフトウェア投資は7～9月期と同程度の伸びを確保すると見込まれる。一方、構築物投資は3.9%（4～6月期0.5%）と9四半期ぶりの増加に転じた。速報（Advance Estimate）段階の構築物投資はBEAによる仮置き部分が大いいため<sup>5</sup>、下方修正される可能性は残るが、概ね下げ止まったとは判断できる。商業用不動産の空室率は未だ高水準が続いており、構築物投資の大幅な増加は見込めないものの、設備投資の足を引っ張る状況は終わったと判断される。

受注と出荷：非国防資本財（除く航空機）



(出所) U.S. Department of Commerce

## 外需は2四半期連続で成長率を大きく押し下げ

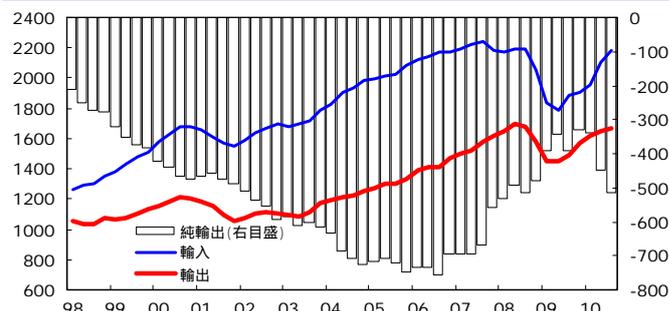
外需は実質GDP成長率に対する寄与度が前期比年率で2.01%Ptと、4～6月期の3.50%Ptに続き、2四半期連続で大幅な押し下げ寄与を記録した。押し下げ寄与が大きくなったのは、貿易統計が未公表の9月分についてBEAが輸出の大幅減少と輸入の高水準維持を想定したためである<sup>6</sup>。内訳を見ると、輸出は前期比年率5.0%（4～6月期9.1%）に減速した。サービス輸出は好調だったが4～6月期3.9%

7～9月期8.6%）、財輸出が振るわなかった（11.5% 3.4%）。一方、輸入は17.4%（4～6月期33.5%）と高い伸びを維持している。輸出の伸び鈍化は、世界的な景気刺激策の効果剥落や在復元の一巡によるものと考えられるが、ドル安により米国製品やサービスの価格競争力が高まっているため、更なる減速に至る可能性は低いだろう。

## 連邦政府支出が引き続き増加

政府支出は前期比年率3.4%（4～6月期3.9%）と高い伸びを維持した。財政制約に苛まれる州及び地方の支出は0.2%（4～6月期0.6%）と引き続き低調だったが、連邦政府支出が7四半期連続で増加し、政府支出全体を下支えしている。

輸出入の推移（GDP統計、実質、10億円）



(出所) U.S. Department of Commerce

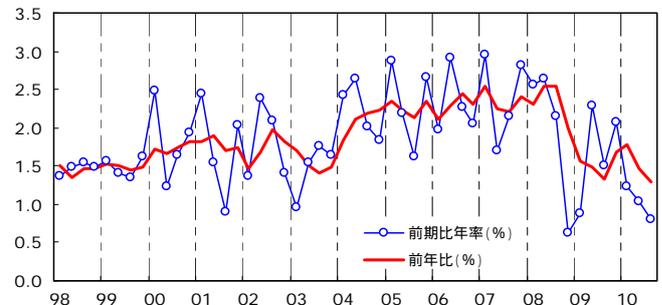
<sup>5</sup> 4～6月期も速報段階では前期比年率5.1%の増加だったが、最終的にはマイナスとなった。なお、BEAは名目ベースの9月を前月比0.7%増加と想定している。

<sup>6</sup> BEAの9月想定は輸出が前月比1.3（8月0.0%）、輸入は0.9%（8月2.4%）。なお、ここでの輸入の強気な想定は在庫投資の増加により、ある程度吸収されている。

## デysinフレが続く

インフレ率把握において、Fed が重視するコア PCE デフレーターは前述のとおり、4～6 月期の前期比年率 1.0% から 7～9 月期は 0.8% に鈍化した。1～3 月期の 1.2% も含め、3 四半期連続で FOMC メンバーが考える物価安定である 1.7～2.0% を明確に下回った。前年比は 7～9 月期に 1.3% まで低下したが、瞬間風速である前期比年率の動向を踏まえれば、更なる低下が必至である（前期比年率の 4 四半期累積が前年比にほかならない）。米国経済のデysinフレ傾向は継続していると判断される。なお、PCE 全体のデフレーターはエネルギー価格の上昇などにより前期比年率 1.0%（4～6 月期 0.0%）に上昇した。内訳では耐久財（4～6 月期 1.6% 7～9 月期 2.2%）とサービス（1.8% 1.0%）が低下した一方で、非耐久財（4.6% 2.5%）は反転している。

コアPCEデフレーター(%)



(出所) U.S. Department of Commerce