

# Economic Monitor

## 米経済は消費拡大により 3.2%成長へ加速（10～12 月期成長率）

自動車販売の急増やクリスマス商戦の好調を受けた個人消費の拡大を主因に 10～12 月期の成長率は 3.2%に加速。米国経済は、2010 年に 2.9%と 3 年ぶりのプラス成長に転じたが、その成長の半分は在庫投資によるもの。2011 年は、そうした在庫投資の寄与が消え、政府支出も減速することに注意が必要。成長率予想は 2011 年・2012 年共に 2.7%へ改訂。

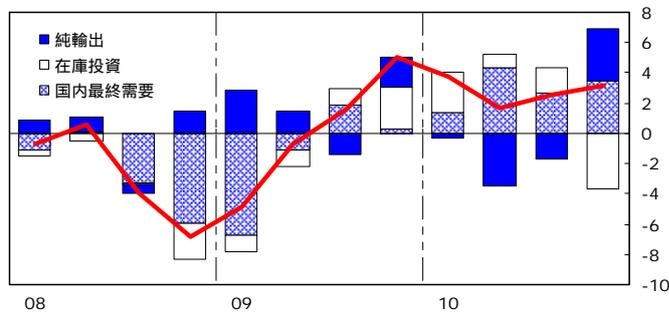
### 10～12 月期成長率は 3.2%に加速

2010 年 10～12 月期実質 GDP 成長率の一次推計値は前期比年率 3.2%と、前期 7～9 月期の 2.6%から伸びが高まった。直前の市場コンセンサス（Bloomberg 集計）である 3.5%は下回ったものの、当社予想の 2.8%は上回っている。後述する個人消費の大幅加速と在庫投資のマイナス寄与は予想通りだったが、輸入減少が当社予想を上回るペースで進んだため、成長率は当社想定を上回った（輸入減少は成長率にプラス寄与）。なお、今回の結果は 12 月分の統計が出揃う前の一次推計値（Advance Estimate）である。商務省が推計に用いた仮定（数日中に公表予定）と今後発表される実績が食い違えば、二次推計値において改訂されることになる。特に輸出入や在庫投資、非居住構築物投資は毎回改定幅が大きい。

### 2010 年成長率 2.9%の半分は在庫投資の寄与

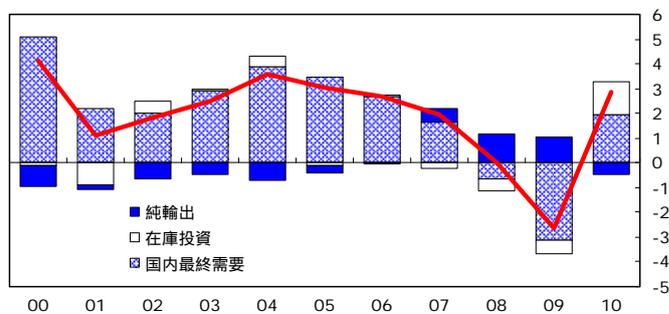
2010 年暦年の成長率は 2.9%（2008 年 0.0%、2009 年▲2.6%）と 3 年ぶりのプラスに転じた。但し、2010 年は在庫復元の効果が成長率を大きく押し上げたことに留意する必要がある。在庫投資の寄与は 1.38%Pt（2009 年▲0.55%Pt）と約半分にも達し、在庫投資を除けば 2010 年の成長率は 1.5%、在庫投資と連動して輸入も変動することを考慮し国内最終需要（GDP－在庫投資－純輸出）で見ても<sup>1</sup>、成長率は 1.9%に留まる。後述するように在庫残高は既に十分な水準に達しており、在庫投資の急増は今後期待できないため、少なくとも成長率と国内最終需要の差である 1.0%Pt（2.9%－1.9%）分が 2011 年以降は失われる。またARRA（米国再生・再投資法）による政府支出拡大も 2011 年は減速する。もちろん、昨年末のオバマ大統領と共和党の合意に基づく給与引き下げや投資減税などの対応は講じられているが、そうした措置は直接的な政府支出ではなく、家計向けにしる企業向けにしる、民間主体の行動に委ねられる部分が多い。結局のところ、在庫投資や政府支出による押し上げ分を埋めるだけの支出拡大を民間部門が行うか否かが、2011 年の成

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

実質GDP成長率の暦年推移(前年比%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

<sup>1</sup> 輸出は海外需要によって変動する。生産投入の関係で、その輸出と共に変動する部分も輸入は大きいため、輸出入を一括して除いている。

長率を左右する。

### 成長率予想を上方修正も、慎重な見解は維持

後述するように設備投資はペントアップ・ディマンドの顕現化による急拡大が概ね終了しており、**2011年に加速が期待されるのは個人消費**である。**10~12月期の個人消費は4.4%もの高い伸びを記録したが、これまでの節約疲れに伴う反動や、クリスマス商戦のディスカウントを狙った大量購入による割合が相当地に大きい**と考えられる。2011年1~3月期以降の個人消費を考える上で昨年10~12月期の動きはあまり参考にならない。雇用情勢の改善は徐々に進んでいるが、政府関係者や連銀当局者の言葉を借りるまでもなく未だ緩慢であり、また株高の資産効果も住宅価格下落により削がれている。そのため、個人消費の増勢については引き続き慎重に見る必要がある。**当社では2011年の成長率を従来2.5%と見込んでいたが、10~12月期成長率の上振れなどを踏まえ、2.7%程度へ上方修正する予定**である（2012年予想も2.7%程度）。但し、市場コンセンサスの3%台前半に比べれば、依然として慎重な見通しを維持する。民需の拡大ペースは加速し、前述した在庫投資要因等の剥落を概ね補うものの、それ以上ではないと考えている。見通しの詳細については、米国経済情報の2011年2月号にてお知らせする予定だが、追加情報（特に2次推計に用いられる12月分データ）を踏まえ変更する可能性がある。

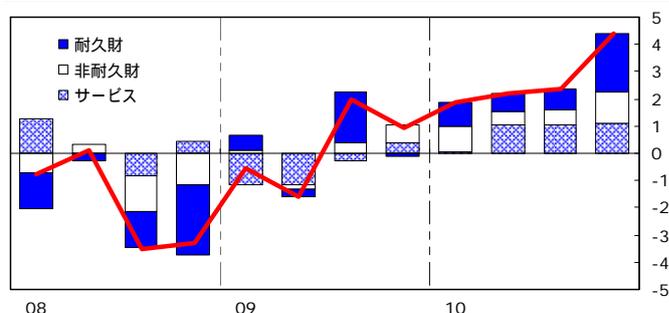
### 個人消費の拡大は耐久財、とりわけ自動車牽引

**個人消費は前期比年率4.4%（7~9月期2.4%）と急拡大、2006年1~3月期の4.5%以来の高い伸びを記録し、成長率を3.04%Ptも押し上げた。自動車関連支出が45.1%と驚異的な伸びを記録したことを受けて耐久財消費が21.6%（7~9月期7.6%）と急増し、個人消費拡大の半分近くを占めている。**また、クリスマス商戦の好調<sup>2</sup>を反映して非耐久財消費も5.0%（7~9月期2.5%）と伸びを高めた。サービス消費も医療関連を中心に安定的な拡大を示している（7~9月期1.6%→10~12月期1.7%）。但し、前述したように、10~12月期の個人消費の拡大は一時的なものである可能性が否定出来ないため、2011年の個人消費については年明けの動向を見極める必要がある。

### 住宅投資はリバウンドしたものの低水準

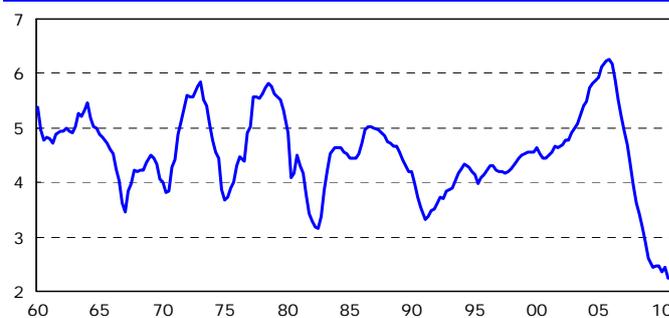
**住宅投資は前期比年率3.4%（7~9月期▲27.3%）と2四半期ぶりの増加に転じた。**2010年4月末期限の新規住宅取得者向けの税額控除を狙った駆け込み需要により住宅投資は4~6月期に25.7%と急増、その反動で7~9月期に▲27.3%と急減した後、10~12月期はリバウンドした。しかし、リバウンドしたとは言っても、10~12月期の住宅投資は対GDP比で見て過去最低に近い。**住宅販売は持ち直しつつあるが住宅市場には在庫が溢れており、新規住宅投資の大幅拡大は引き続き見込み難い。**2011

個人消費の推移(前期比年率%, %Pt)



(出所) Department of Commerce

名目住宅投資のGDP比(%)



(出所) Department of Commerce

<sup>2</sup> クリスマス商戦については1月18日付の「米国経済情報2011年1月号」を参照。

年の住宅投資は回復へ向かうものの、そのペースは極めて緩やかであろう。

## 設備投資は持続可能なペースに減速

設備投資は7~9月期の前期比年率10.0%から10~12月期は4.4%へ減速し、3四半期ぶりに一桁台の伸びに留まった。構築物投資は0.8%（7~9月期▲3.5%）と2008年1~3月期以来のプラスに転じたが、機器及びソフトウェア投資が5.8%（7~9月期15.4%）へ減速したためである。但し、設備投資が減少へ向かうわけではない。そもそも7~9月期までの設備投資急増はペントアップ・ディマンドの顕現化、つまりは金融危機により先送りされていた投資案件が実行に移されたことによるものに過ぎず、持続的ではなかった。10~12月期の投資減速は、成長に見合ったペースへの調整と見做すべきであろう。

## 輸入の大幅減少で純輸出が成長率を押し上げ

10~12月期に、純輸出は成長率を前期比年率で3.44%Pt（7~9月期▲1.70%Pt）も押し上げた。プラス寄与は4四半期ぶりである。内訳を見ると、新興国の景気拡大やドル安による価格競争力の向上が寄与し輸出が8.5%（7~9月期6.8%）へ伸びを高める一方、輸入が▲13.6%（7~9月期16.8%）と急減した。輸出の伸び加速以上に輸入減少が成長率に対して大きな影響をもたらしている（輸出寄与1.04%Ptに対し、輸入寄与は2.40%Pt）。10~12月期の輸入減少は後述する在庫投資の大幅縮小に対応したものである。7~9月期は在庫投資の急拡大に伴い、輸入も急増していたが、在庫復元が概ね終了したことを受けて10~12月期は共に急縮小した。

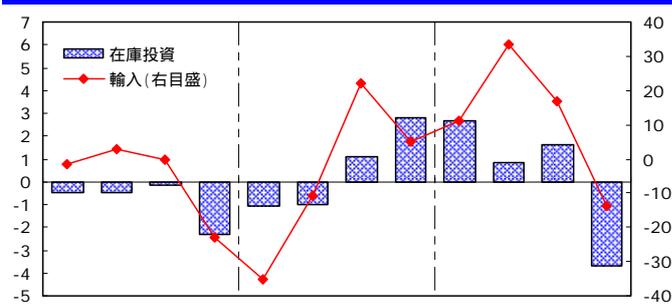
## 政府支出は減速が鮮明に

政府支出は前期比年率▲0.6%（7~9月期3.9%）と3四半期ぶりの減少に転じた。連邦政府の支出が▲0.2%（7~9月期8.8%）、地方政府も▲0.9%（7~9月期0.7%）と減少している。連邦政府支出の減少は国防支出の落ち込み（▲2.0%）によるところが大きい。非国防支出も4~6月期の12.8%をピークに7~9月期9.5%、10~12月期3.7%と減速しており、ARRAによる支出拡大が鈍化しつつあることが読み取れる。一方、地方政府は厳しい財政状況の下での支出抑制が続いている。

## 在庫率の適正水準は金融危機前に比べ低下

在庫投資は前期比年率▲3.70%Ptと5四半期ぶりに大幅な押し下げ寄与へ転じた。実額では7~9月期の1,214億ドルが72億ドルまで急縮小している。7~9月期には在庫投資が1.61%Ptも成長率を押し上げたが、在庫残高の伸びは成長率を大きく上回り、そもそも持続可能ではなかった。そのため、10~12月期の在庫投資減速は不可避だったと言える。今後の在庫投資動向を占うために在庫率（在庫残高/実質GDP）の推移を見ると、金融危機前の14%前後が金融危機以降は13%程度へ低下しているのが分かる。7~9月期に在庫率が13.3%へ上昇した後、在庫投資抑制により10~12月期に13.2%へ押し下

在庫投資寄与度と輸入伸び率(前期比年率%Pt、%)



(出所) Department of Commerce

実質在庫残高のGDP比(%)



(出所) Department of Commerce

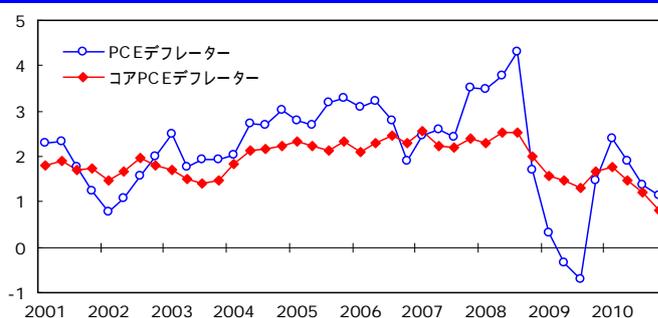
げられたことから察するに、在庫率の低下は一時的な動きではなく、米国企業は適正な在庫投資の水準を金融危機前の14%前後から13%程度まで引き下げた可能性が高い。在庫投資は1~3月期こそリバウンドが見込まれるものの、既に在庫率が概ね適正水準に近い水準にあるため、2011年通年で考えれば2010年7~9月期までのような大幅な押し上げ寄与は期待できないだろう。

## 低インフレは継続

Fedが重視する個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は前期比年率1.8%（7~9月期0.8%）に伸びが高まったものの、前年比では1.2%と7~9月期の1.4%から鈍化した。また、前期比年率での10~12月期の上昇はエネルギー価格が25.8%と急上昇した影響が大きい。価格変動の大きい食料とエネルギーを除いたベース、いわゆるコアPCEデフレーターで見ると前期比年率0.4%（7~9月期0.5%）、前年比0.8%

（1.2%）と10~12月期もデスインフレ傾向が継続している。当社では①インフレ期待の安定や②刈り込み平均CPIなどの基調的なインフレ動向を示す指標の改善、③賃金の下落回避、を理由に米国経済がデフレリスクは小さいと従来から主張している<sup>3</sup>。しかし、失業率の高止まりが示すように経済に大きなスラックが残存しているため、低インフレ状態は2011年を通じて継続する見込みである。

個人消費デフレーターの推移（前年比、%）



(出所) Department of Commerce

<sup>3</sup> デフレリスクについては1月18日付の「米国経済情報2011年1月号」を参照。