

Economic Monitor

米国経済は予想通りの低成長も過度の懸念は不要 (1~3月期の米成長率及び経済見直し改訂)

1~3月期の米国経済は1.8%成長に減速も、悪天候や防衛関連支出の減少など一時的要因の影響大。4~6月期は再加速の見込み。成長率予想は2011年2.8%、2012年2.9%に据え置き。今後のリスクはエネルギー価格の上昇に伴う家計の実質購買力低下。

2011年1~3月期の米国の成長率は一次推計(Advance Estimate)において前期比年率1.8%と、27日のFOMC後の記者会見でバーナンキFed議長が示唆した通り2%弱の結果になった¹。市場コンセンサスの2.0%(当社予想2.0%)を僅かに下回ったが、概ね予想の範囲内と言え、サプライズはない。

1~3月期の減速は一時的

1~3月期の成長減速については、一時的な要因が大きく影響したと考えられる。代表的な要因としては悪天候による構築物投資の落ち込み(前期比年率21.7%)と防衛関連支出の減少(11.7%)が挙げられる。詳細は需要動向で述べるが、こうした要因の多くは4~6月期に解消し、再び成長率は上昇すると見込まれる。また、輸出は1~3月期に4.9%(10~12月期8.6%)へ減速したが、新興国経済の拡大とドル安基調を踏まえれば再加速が期待できる。

成長率予想を据え置き、FOMC対比では慎重
米国経済は4~6月期以降に再加速し、2011暦年を通して見れば3%弱の成長を達成するとの当社見解を現時点で修正する必要はないと判断する。2011年2.8%、2012年2.9%との成長率予想を据え置く。なお、最終四半期前年比で見ると当社予想は2011年2.8%→2012年3.0%であり、27日に示されたFOMC参加者の見直し(2011年3.1~3.3%→2012年3.5~4.2%)に比べ慎重である。また、失業率は2011年9.0%、2012年8.4%(最終四半期では9.0%→7.9%、FOMC参加者は8.4~8.7%→7.6~7.9%)、コアPCEデフレーターは2011年1.1%、2012年1.6%(最終四半期では1.5%→1.6%、FOMC参加者は1.3~1.6%→1.3~1.8%)と予想している。

リスクは商品価格の上昇

リスク要因として最も重視すべきは、世界的な

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比,%,%Pt	2009 予想	2010 実績	2011 予想	2012 予想
実質GDP	▲2.6	2.9	2.8	2.9
(Q4/Q4)	0.2	2.8	2.8	3.0
個人消費	▲1.2	1.7	2.8	2.6
住宅投資	▲22.9	▲3.0	1.1	16.9
設備投資	▲17.1	5.7	7.6	8.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.6)	(1.4)	(0.0)	(▲0.0)
政府支出	1.6	1.0	▲1.1	▲0.8
純輸出(寄与度)	(1.1)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.1)
輸出	▲9.5	11.7	7.2	7.7
輸入	▲13.8	12.6	4.5	6.8
名目GDP	▲1.7	3.8	4.3	4.4
失業率	9.3	9.6	9.0	8.4
(Q4)	10.0	9.6	9.0	7.9
雇業者数(月変化、千人)	▲422	78	211	277
経常収支(10億ドル)	▲378	▲470	▲535	▲563
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.2	▲3.5	▲3.5
貯蓄率(%)	5.9	5.8	5.4	4.3
PCEデフレーター	0.2	1.7	2.2	1.9
コアPCEデフレーター	1.5	1.3	1.1	1.6
(Q4/Q4)	1.7	0.8	1.5	1.6
消費者物価	▲0.4	1.6	2.8	1.9
コア消費者物価	1.7	1.0	1.3	1.6

(出所)米国商務省等資料より当社作成。

¹ "[W]e are expecting a relatively weak number for the first quarter, something a little under 2%." Bernanke, Apr 27, 2011

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

商品価格の上昇であろう。後述するように、ある程度のエネルギーコスト上昇は雇用所得環境の改善と減税などによる可処分所得増加により相殺されるため、過度な懸念は不要と考えられる。しかし、限界はある。あまりにも急激な価格上昇が続き、実質購買力が大きく減じられれば、個人消費ひいては米国経済の低迷が避けられない。なお、食糧輸出国である米国にとって食糧価格の上昇は輸出収入の拡大に繋がる。また、先進国では、食費の消費支出に占める割合は低いため、家計に及ぼす直接的な悪影響も少ない。但し、食糧価格上昇が新興国のインフレを加速させ、過度な金融引締めを招き、新興国経済ひいては世界経済の失速に繋がる可能性は否定できない。そうなれば、米国経済にも当然に悪影響が及ぶ。

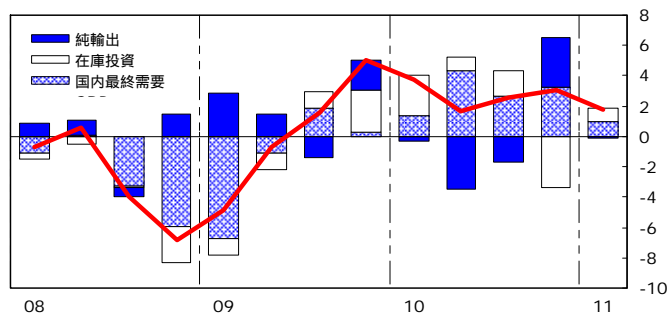
需要項目別の動向

個人消費は10～12月期の前期比年率4.0%が1～3月期は2.7%へ減速した（成長率に対する寄与度は2.79%Pt→1.91%Pt）。1～3月期減速の主因をガソリン等のエネルギー価格上昇による実質購買力の低下と説明する向きが多い。消費支出に占めるエネルギーの割合は1～3月期に6%を超えており、それは間違いではないが、強調し過ぎればミスリーディングとなりうる。1～3月期の伸び2.7%は金融危機以降で見ればクリスマス商戦の活況で大きく押し上げられた10～12月期の4.0%に次ぐ高い伸びであり、「クリスマス商戦による高い伸びの反動で減速こそしたが、ガソリン高にも関わらず個人消費は底堅さを維持した」との評価こそが妥当である。

エネルギー価格上昇による実質購買力の低下にも関わらず個人消費が底堅く推移した要因として、雇用者数の増加が示す雇用・所得環境の改善と昨年12月のオバマ大統領と共和党の妥協によって決定された失業保険継続や給与税率の2%引き下げ等による688億ドルの可処分所得押し上げ(2011年の可処分所得を0.6%Pt程度押し上げ)が指摘できる。この二つのプラス材料は2011年を通じて継続し、エネルギー価格上昇による実質購買力低下を今後もある程度相殺する。そのため、個人消費は加速こそ期待できないものの、失速も回避し、4～6月期以降も拡大を続ける見込みである。

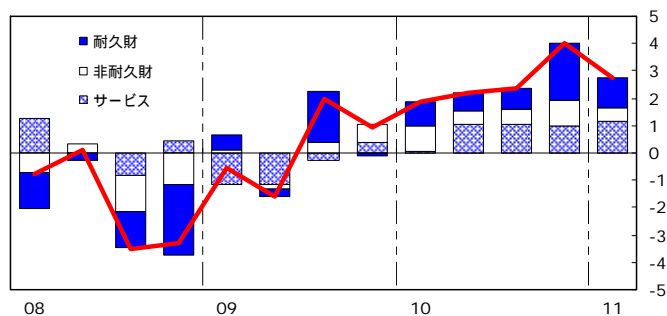
住宅投資は前期比年率▲4.1%（10～12月期3.3%）と減少に転じた。住宅販売増加（新築・中古合計で1～3月期は年率36.1%拡大）に伴いコミッション収入は増加したものの、住宅建設（建設支出は1～2月平均が10～12月期対比年率▲2.7%）が大きく落ち込んだ²。住宅建設の先行指標である住宅着工が1～3

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



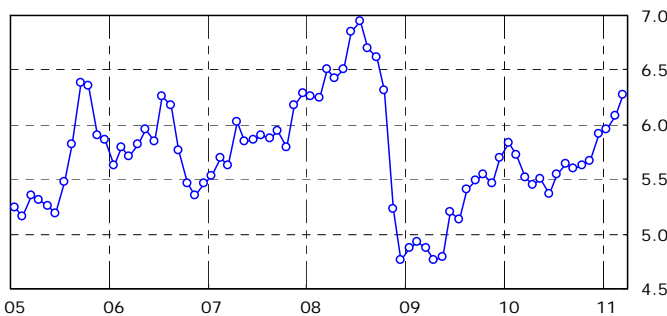
(出所) Department of Commerce

個人消費の推移(前期比年率%、%Pt)



(出所) Department of Commerce

エネルギー支出が消費支出全体に占める割合(%)



(出所) Department of Commerce

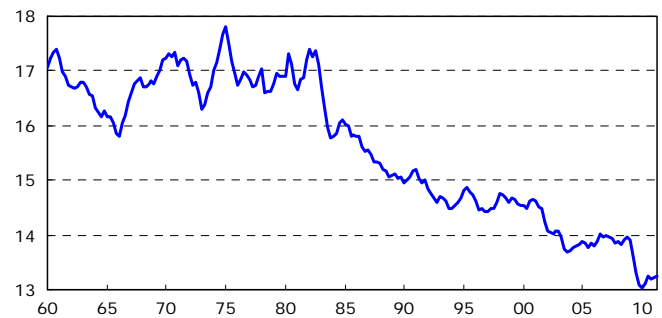
² 29日に公表された追加資料によると、BEAは3月の建設支出を前月比マイナスと予想している。

月期に前期比年率 23.2%増加、販売も緩やかにではあるが持ち直しているため、住宅投資は 4~6 月期に再び増加する可能性が高い。その後も、本格回復にこそ程遠いものの、緩やかな拡大を続ける見込みである。

設備投資は前期比年率 1.8% (10~12 月期 7.7%) に減速した。機器及びソフトウェア投資は 11.6% (10~12 月期 7.7%) に加速したものの、大雪に伴う工事不能から構築物投資が 21.7% (10~12 月期 7.6%) と大幅に減少したことが響いた。景況感サーベイなどによれば企業の設備投資意欲は高水準を維持しており、1~3 月期に低迷した構築物投資も 4~6 月期以降はある程度の持ち直しが期待できる。そのため、設備投資は 4~6 月期以降に再び拡大ペースを速め、10~12 月期と同程度の伸びを確保する見込みである

在庫投資の成長率に対する寄与度は 7~9 月期 1.61%Pt → 10~12 月期 ▲3.42%Pt → 1~3 月期 0.93%Pt と、10~12 月期の大幅マイナス寄与の後、再びプラスに戻った。在庫率 (在庫残高の名目 GDP 比) は金融危機前の 14.0% から大幅に低下し、2009 年末以降は 13.1~13.3% 程度の低位推移が続いている。企業の在庫管理行動が変化し、企業活動に必要な在庫残高が低下したと推測される。但し、現在の在庫率を維持するとしても、経済成長の下では一定の在庫投資が必要である。個人消費を中心とする最終需要の安定的な拡大を踏まえれば、4~6 月期以降の在庫投資は 1~3 月期から幾分拡大すると見込まれる。

実質在庫残高のGDP比 (%)

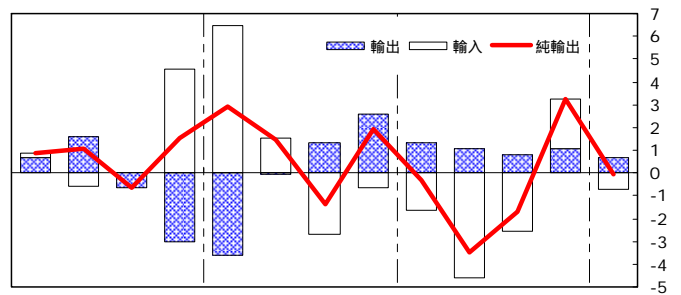


(出所) Department of Commerce

政府支出は 1~3 月期に前期比年率 ▲5.2% (10~12 月期 ▲1.7%) と大幅に減少し、成長率に対する寄与度は ▲1.09%Pt (10~12 月期 ▲0.34%Pt) と大幅なマイナスになった。この政府支出の減少幅拡大が個人消費や構築物投資の減速と並んで 1~3 月期成長率低下の主因である。地方政府支出が ▲3.3% (10~12 月期 ▲2.6%) と小幅の減少幅拡大に留まった一方で、連邦政府支出が ▲7.9% (10~12 月期 ▲0.3%) と大幅に減少し、政府支出全体を押し下げた。連邦支出の内訳を見ると非国防支出は 0.1% (3.7%) とプラスを維持したものの、国防支出が 11.7% と急減している。こうした国防支出の急減は予算執行タイミングのズレに伴うものであり、4~6 月期には反動増となる可能性が高い³。但し、財政再建を目指す中で政府支出が基調として減少傾向を辿る点には留意する必要がある。

1~3 月期の輸出は前期比年率 4.9% (10~12 月期 8.6%) に減速した。2 月までの貿易統計を見ると中南米やASEAN向け輸出は堅調だが、日本や中国など東アジア向けが減速し、足を引っ張った。一方、個人消費や在庫投資の拡大を受けて輸入は 1~3 月期に 4.4% (10~12 月期 ▲12.6%) と持ち直してい

純輸出の対成長率寄与度推移 (%Pt)



(出所) Department of Commerce

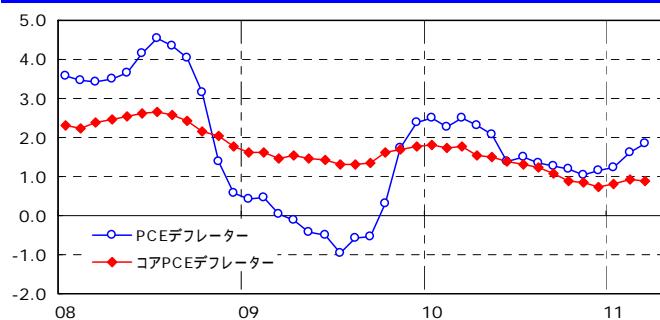
³ 国防支出は 2009 年 1~3 月期にも年率 ▲8.4% と急減したが、翌 4~6 月期には 16.8% もの急増を記録した。なお、27 日の記者会見でバーナンキ議長も、国防支出の減少が一時的であるとの見方を示している。

る⁴。輸出減速・輸入加速により純輸出は減少し、成長率に対する寄与度は▲0.08%Pt（10～12月期3.27%Pt）と若干のマイナスに転じた。冒頭でも述べたように新興国経済の拡大とドル安を踏まえれば、輸出は再び伸びを高める可能性が高く、1～3月期に続き4～6月期以降も純輸出が成長を大きく抑制することはない見込みである。

インフレ動向の観点から注目される個人消費デフレーター（PCEデフレーター）は前期比年率3.8%（10～12月期1.7%）と伸びが大きく高まり、前年比も1.6%（10～12月期1.1%）に上昇した。主因は言うまでもなく、ガソリンなどエネルギー価格の上昇であり、前期比年率18.8%と大幅に上昇し全体を押し上げた。一方、食料とエネルギーを除くコアPCEデフレーターは前期比年率1.5%（10～12月期0.4%）、前年比では0.9%（10～12月期0.8%）と引き続き緩やかな上昇に留まっており、エネルギー価格上昇がインフレ期待や賃金の上昇を経て、基調的なインフレ率を押し上げるところまでは至っていない。

こうしたPCEデフレーターとコアPCEデフレーターの乖離は、賃金や期待インフレ率とも関係しつつ、金融政策の舵取りを左右する。PCEデフレーターとコアPCEデフレーターが平行に上昇する場合には単純に金融政策を引締めれば良い。PCEデフレーターの上昇が加速する一方でコアPCEデフレーターが加速しなくとも、賃金上昇ペースが加速する（もしくは加速が予想される）のであればコアPCEデフレーターの加速に繋がると判断し、やはり引き締めが妥当である。問題となるのは、現在のようにPCEデフレーターが上昇する一方で、コアPCEデフレーターと賃金が当面は上昇しないと考えられる場合である。この場合は期待インフレ率が鍵を握る。長期の期待インフレ率が安定していれば（上昇しなければ）、インフレ昂進リスクが小さい一方で賃金上昇に繋がる景気回復を促す必要があるため金融緩和の継続が適当となる。これが現在のFed主流派の判断と言える。逆に、PCEデフレーターの上昇を受けて期待インフレ率が上昇する場合には、実質購買力の低下に繋がるインフレ昂進を抑制するためにも金融引き締めが必要となる。期待インフレ率の上昇はあくまでもリスクシナリオであるが、商品価格の不安定な動きに照らせば、目配りは必要であろう。

米国のPCEデフレーター推移(前年比、%)



(出所) Department of Commerce

FOMC参加者の4月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	3.1 ~ 3.3	3.5 ~ 4.2	3.5 ~ 4.3	2.5 ~ 2.8
1月見通し	3.4 ~ 3.9	3.5 ~ 4.4	3.7 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
失業率	8.4 ~ 8.7	7.6 ~ 7.9	6.8 ~ 7.2	5.2 ~ 5.6
1月見通し	8.8 ~ 9.0	7.6 ~ 8.1	6.8 ~ 7.2	5.0 ~ 6.0
PCEデフレーター	2.1 ~ 2.8	1.2 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
1月見通し	1.3 ~ 1.7	1.0 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.3 ~ 1.6	1.3 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	-
1月見通し	1.0 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	1.2 ~ 2.0	-

(出所) Fed

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

⁴ 輸出入については3月分が未公表である。BEAは輸出を前月比2.1%、輸入を3.0%と想定している。