

Economic Monitor

2011 年上期の米国経済は 1%強の低成長に留まる

米国経済は 1～3 月期の年率 0.4%に続き、4～6 月期も 1.3%の低成長。主因は、ガソリン高による購買力低下と自動車販売低迷を主因とする個人消費の失速。大幅な遡及改訂もあり前半の成長率が 1%強に留まったため、当社では 2011 年成長率見通しを 1.8%程度に下方修正する予定。

4～6 月期は予想を下回る低成長、遡及改訂も大規模

米国の 4～6 月期 GDP 統計が公表された。4～6 月期の成長率は前期比年率 1.3%と、市場コンセンサスの 2%弱を大きく下回った。1～3 月期の改訂値 0.4% (改訂前 1.9%) に続き、2%半ばと考えられる潜在成長率を大きく下回る 2 四半期連続の低成長である。そうした 2 四半期連続の低成長が重要なインプリケーションを有することは言うまでもないが、毎年 4～6 月期の成長率改訂時に行われる遡及改訂も今回は大規模である。4～6 月期の成長率について詳細に論じる前に、まずは遡及改訂の内容について分析する必要がある。

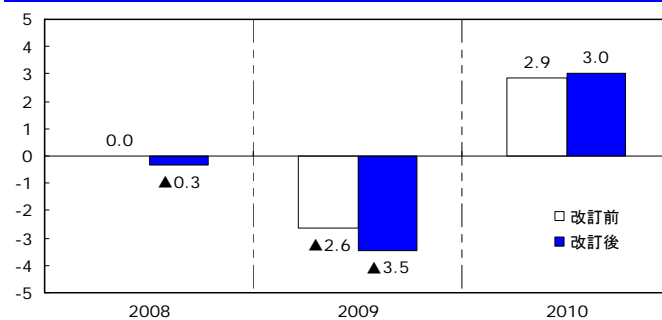
金融危機直後の落ち込みが顕著に

今回の遡及改訂は、基本的に下方修正である。実質 GDP 成長率は 2008 年が 0.0%から▲0.3%へ、2009 年は▲2.6%から▲3.5%へ、2010 年は 2.9%から 3.0%へ修正された。こうした大幅な改訂により、四半期のパスも大きく修正され、金融危機直後の 2008 年 10～12 月期や 2009 年 1～3 月期のマイナス成長はより深刻なものとなり、2009 年 4～6 月期に記録した実質 GDP のボトム水準は 1,687 億ドル (1.3%相当) も下方修正されている。

実質 GDP 水準は金融危機前に達せず

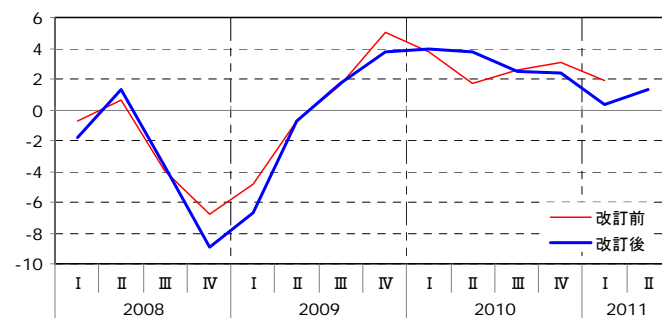
直近データの下方修正も大きい。従来の 2010 年 7～9 月期 2.6%→10～12 月期 3.1%→2011 年 1～3 月期 1.9%が、改訂後は 7～9 月期 2.5% (下方修正幅 ▲0.1Pt) →10～12 月期 2.3% (▲0.8Pt) →1～3 月期 0.4% (▲1.5Pt) となっている。逆に、Fed が QE2 を検討していた際の最新データである 2010 年 4～6 月期は 1.7%から 3.8%へ大幅に上方修正された。こうした改訂により、金融危機前のピークである 2007 年 10～12 月期の実質 GDP 水準を、従来統計では 2010 年 10～12 月期に上回っていたのが、新統計では直近の 2011 年 4～6 月期でも未だ達していない。

実質GDPの改訂状況(暦年伸び率、%)



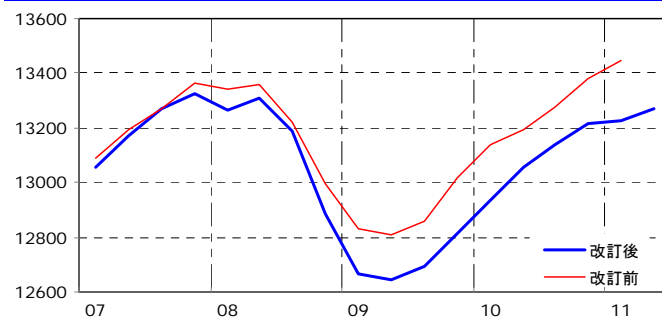
(出所)CEIC Data

実質GDPの改訂状況(伸び率、前期比年率%)



(出所)CEIC Data

実質GDPの改訂状況(水準、10億ドル)



(出所)CEIC Data

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。見通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。

貯蓄率が住宅バブル崩壊直後に上昇

支出勘定のみならず所得勘定も下方修正されたが、変動のタイミングが支出勘定とずれるため、家計貯蓄率の推移に影響が生じている。家計貯蓄率（貯蓄／可処分所得）は、改訂前の2007年2.1%→2008年4.1%→2009年5.9%→2010年5.7%が、改訂後は2007年2.4%→2008年5.4%→2009年5.1%→2010年5.3%となった。住宅バブル崩壊を受けた債務返済のための貯蓄積み増し（GDP統計上、債務返済は貯蓄に含まれる）に伴う貯蓄率上昇は変わらないが、バブル崩壊直後2008年の上昇がより顕著である。

1～3月期下方修正は外需と在庫投資が主因

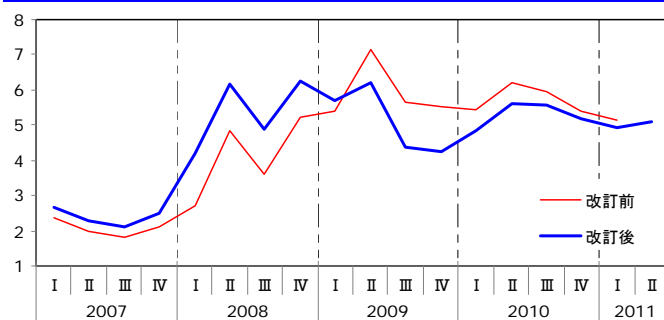
2011年4～6月期を論じる前提として、1～3月期成長率について改訂前・前期比年率1.9%から改訂後0.4%への1.5%Ptもの下方修正の内訳を見ると、在庫投資寄与度¹が▲1.0%Pt（改訂前1.3%Pt→0.3%Pt）、輸入の上方修正により純輸出寄与度が▲0.4%Pt（0.1%Pt→▲0.3%Pt）と大幅に下方修正されている。この二つで1.4%Ptを占め、国内最終需要の修正は僅かである。

4～6月期の低成長はほぼ全てが個人消費要因

こうした過去データの修正を踏まえた上で、2011年4～6月期を分析しよう。繰り返しになるが、4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.3%と2四半期連続の低成長に留まった。当社は市場コンセンサスと同じく1.9%成長を見込んでおり、4～6月期に限ってもネガティブ・サプライズである。

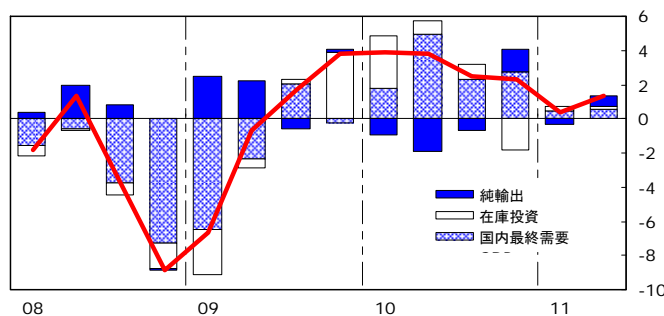
4～6月期低成長の主因も、当社予想から下振れした主因も個人消費である。4～6月期の個人消費は前期比年率0.1%（1～3月期2.1%、当社予想は0.8%）と2009年10～12月期の0.4%以来の低い伸びに留まった。雇用所得環境や住宅市場の低迷などの構造的要因に加え、後述する貯蓄率上昇に示されるマインド悪化も影響したが、消費失速の主因はガソリン高に代表されるエネルギーや食

貯蓄率の改訂状況(%)



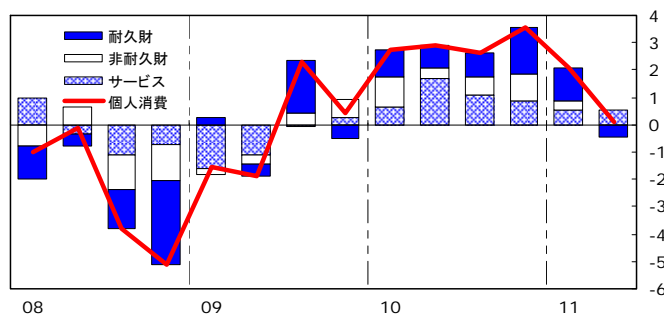
(出所)CEIC Data

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

個人消費の推移(前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

実質GDP成長率の改訂の状況

前年比, %, %Pt	2010年Q4		2011年Q1		Q2
	改訂前	改訂後	改訂前	改訂後	
実質GDP	3.1	2.3	1.9	0.4	1.3
個人消費	4.0	3.6	2.2	2.1	0.1
住宅投資	3.3	2.5	▲1.9	▲2.5	3.8
設備投資	7.7	8.7	2.0	2.1	6.3
在庫投資(寄与度)	(▲3.4)	(▲1.8)	(1.3)	(0.3)	(0.2)
政府支出	▲1.7	▲2.8	▲5.8	▲5.9	▲1.1
純輸出(寄与度)	(3.3)	(1.4)	(0.1)	(▲0.3)	(0.6)
輸出	8.6	7.8	7.7	7.9	6.0
輸入	▲12.6	▲2.3	5.1	8.3	1.3
名目GDP	3.5	4.2	4.0	3.1	3.7

(出所)米国商務省資料より当社作成。

¹ 在庫投資の寄与度縮小は10～12月期の大幅上昇修正の反動である。

料品の価格上昇による家計の実質可処分所得の圧迫である。家計は、価格上昇の著しいエネルギー²（1～3月期▲5.9%→4～6月期▲6.7%、デフレーターは4～6月期20.9%）や食料（0.8%→0.6%、同6.4%）、外食・宿泊（6.9%→0.0%、同5.2%）に対する支出を抑制したが、生活必需品でもある品目の支出圧縮には限界がある。故に可処分所得の圧迫に繋がり、非耐久財消費全体が0.1%（1～3月期1.6%）、サービス消費全体も0.8%（1～3月期0.8%）と低い伸びを余儀なくされた。

自動車販売低迷が個人消費を0.9%Ptも下押し

耐久財消費は▲4.4%（1～3月期11.8%）と5四半期ぶりに減少したが、こちらはガソリン高の影響以上に、日本の大震災に起因するサプライチェーン途絶による自動車販売低迷の影響が大きい。自動車販売は4～6月期に▲22.7%（1～3月期15.9%）と急減し、個人消費を0.9%Pt強（当社試算値）、実質GDP成長率を0.65%Ptも押し下げた。単純計算になるが、自動車販売の低迷無かりせば、4～6月期の成長率は2%強、個人消費は1%強の伸びとなる。

貯蓄率は2010年10～12月期5.2%が2011年1～3月期に4.9%まで低下した後、4～6月期は5.1%へ小幅上昇した。貯蓄率上昇は、マインド悪化による家計の支出意欲低下を示唆している。

消費以外の民需は堅調

個人消費以外の民需項目は堅調だった。住宅投資が前期比年率3.8%（1～3月期▲2.5%）と2四半期ぶりに増加（対成長率寄与度0.08%Pt）、設備投資は構築物投資の持ち直しを受けて6.3%（1～3月期2.1%）に伸びを高めている（同寄与度0.61%Pt）。在庫投資も0.2%Pt（1～3月期0.3%Pt）とプラス寄与を確保した。政府支出は▲1.1%（1～3月期▲5.9%）と引き続き減少したが、1～3月期を大きく押し下げた連邦政府の国防支出が反転（1～3月期▲12.6%→4～6月期7.3%）したことから、減少幅は大きく緩和されている（同寄与度▲0.23%Pt）。但し、連邦政府の非国防支出は▲7.4%（1～3月期▲2.7%）、地方政府支出も▲3.4%（1～3月期▲3.3%）と減少が続いた。

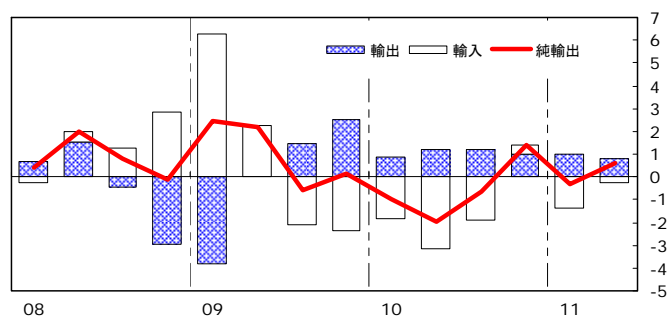
輸出は拡大基調を維持

4～6月期の純輸出は前期比年率0.58%Pt（1～3月期▲0.34%Pt）のプラス寄与に転じた。海外需要の堅調推移を受けて輸出が6.0%（1～3月期7.9%）と底堅く推移する一方、内需低迷を受けて輸入が1.3%（1～3月期8.3%）に減速している。

エネルギー価格の上昇ペースが鈍化

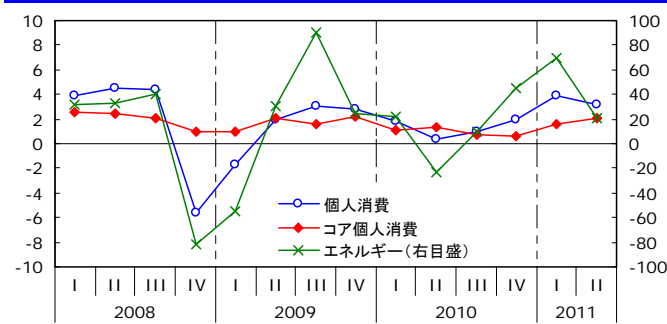
4～6月期のGDPデフレーター（インプリシット・ベース）は前期比年率2.4%（1～3月期2.7%）に伸びが小幅縮小した。金融政策を占う上で重要な個人消費デフレーターが3.1%（1～3月期3.9%）に鈍化したのが主因である。個人消費デフレーターの前伸び以下には、ガソリンなどエネルギー価格の上昇へ

純輸出の対成長率寄与度推移(%Pt)



(出所)CEIC Data

個人消費デフレーターの前伸び率(前期比年率、%)



(出所)BEA

² エネルギーと食料は非耐久財消費の、外食・宿泊はサービス消費の内訳である。

ースが1~3月期の69.2%から4~6月期は20.9%へ鈍化したのが寄与した。但し、食料とエネルギーを除いたコアPCEデフレーターは自動車価格などの上昇を受けて2.1%（1~3月期1.6%）へ加速している。自動車価格は7~9月期には低下に向かい、コアPCEデフレーターも減速が見込まれるが、現時点ではデイスインフレよりもインフレリスクが強く意識されざるを得ないだろう。

7~9月期には一定の成長加速が見込まれるが・・・

7~9月期には、4~6月期の米国経済を下押しした一時的な逆風の緩和が見込まれる。ガソリン価格の下落を受けて購買力の減少は止まり、大震災に伴う自動車販売低迷の悪影響も緩和する。前者は、マインド動向や今後のガソリン価格変動に影響をうけることもあり、詳細な試算は難しいが、4~6月期にはガソリン価格上昇が（ガソリン消費自体の圧縮も含め）前期比年率で0.8%Pt強も消費を抑制したと考えられる。また、後者については、既に述べたとおり7~9月期の自動車販売が横ばいとなるだけで個人消費の伸びを0.9%Pt強も押し上げる（正確には下押しが消える）。従って、7~9月期の個人消費について2%弱の伸びを、実質GDP成長率寄与度で1.3%Pt弱程度を期待することは十分可能と考えられる。

7~9月期3%成長達成の可能性は五分五分

しかし、こうした個人消費の持ち直しだけでは、成長率は2%台後半にしか達せず、多くのFed関係者が、2011年後半以降の成長加速の目安として掲げる3%には届かない。3%成長達成のためには、雇用所得環境などの改善による更なる個人消費の回復や、設備投資と輸出の拡大が必要である。3%成長達成の可能性は、7月が終わった現時点では五分五分であろう。失業保険申請件数や企業景況感の推移からは景気の方角としての持ち直しが示されているが、未だ力強さに欠ける。

遡及改訂に伴う2010年後半及び2011年1~3月期の成長率の下方修正、4~6月期成長率の下振れを受けて、2011年上期の成長率は当社が想定していた年率2%強から1.1%へ大きく下振れした。従って、2011年成長率予想も大幅な下方修正が避けられない。予想値の正式な修正値は7月雇用統計を踏まえた上で決定する予定だが、1~3月期GDP統計発表時点の2.8%や2011年4~6月期GDP統計発表直前の2.5%から、1.8%前後への大幅な下方修正となる見込みである。新たな見通しの詳細は、米国経済情報8月号にてお知らせする予定である。

時間軸強化による金融緩和の強化はありうる

4~6月期のGDP統計はあくまでも過去の結果であり、フォワードルッキングな観点からはFedの金融政策に及ぼす影響は小さいはずである。しかし、遡及改訂により、実質GDPが金融危機前の水準を未だに回復していないなど、米国経済が極めて脆弱な状況に留まることが示されたため、景気や雇用を更に重視した政策が必要になる、つまり追加緩和が正当化されるとの判断修正は十分にありうる。2011年後半の成長率も年率3%を上回らないとの判断に至った場合、Fedが追加緩和に踏み切る可能性があるだろう。

但し、インフレ率は明らかにボトムアウトしており、デフレリスクが懸念される下でQE2を導入した昨年とは大きく状況が異なる。QE3実施のためのハードルは極めて高く、特にタカ派がインフレリスクを高めるQE3を容認するとは考えにくい。Fedが現実的に緩和手段として採用しうるのは、金利に関する時間軸文言の明確化や、時間軸文言のバランスシート残高への範囲拡大などに限られると予想する。