Oct 28, 2011　　No.2011-220

伊藤忠経済研究所

Economic Monitor

所　　長　三輪裕範　03-3497-3675　miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員　丸山義正　03-3497-6284　maruyama-yo@itochu.co.jp

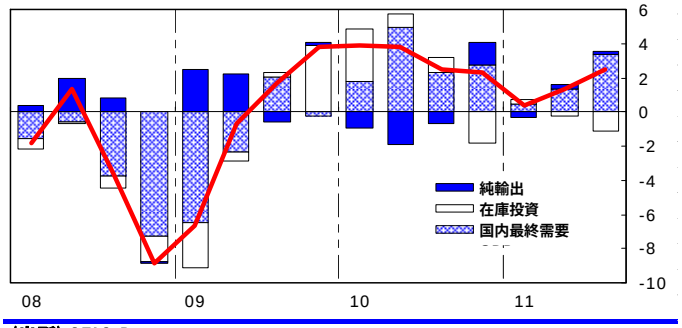
米国経済は 7～9 月期にリバウンドも先行きの懸念は消えず

7～9 月期の米国経済は個人消費や設備投資を中心に堅調に推移し、2.5%と潜在成長並みの成長率を確保。しかし、雇用所得環境の回復の遅れや財政支出抑制などを踏まえると 10～12 月期は再び 1%程度まで減速する見通し。成長率予想は 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%で据え置き。

米国の 7～9 月期成長率は前期比年率 2.5%となり、1～3 月期 0.4%、4～6 月期 1.3%から加速、昨年 7～9 月期の 2.5%以来の伸びを確保した。なお、市場コンセンサスでも 2.5%程度が見込まれており、サプライズはない。**7～9 月期の 2.5%成長は、従来から考えられている米国の潜在成長率に概ね合致するものであり高成長とは言い難い**。しかし、**住宅市場の低迷や財政赤字など成長を抑制する構造問題を抱えていることを考慮すれば（つまり構造問題により潜在成長率自体が低下していると考えれば）、また米国自身に起因する財政赤字問題を巡る政治混乱や欧州ソブリン問題による金融市場からの強い逆風も踏まえれば、7～9 月期は極めて良好な内容**だったと言える。

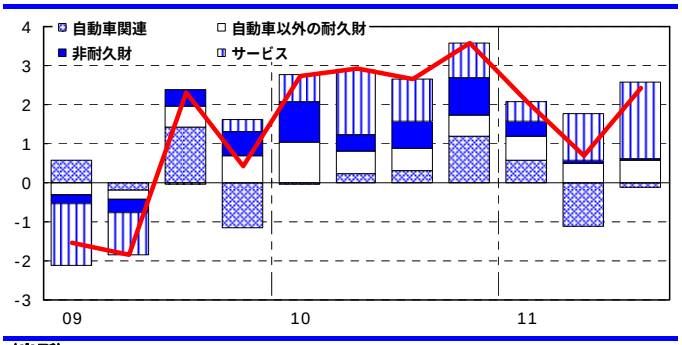
需要項目別に見ても、7～9 月期の成長は、良好である。まず、**個人消費が前期比年率 2.4%（4～6 月期 0.7%）と 3 四半期ぶりの高い伸び**を記録している。日本の東日本大震災に伴うサプライチェーン途絶がもたらした供給制約が解消したことで自動車販売の落ち込みが緩和され（4～6 月期▲25.5%→7～9 月期▲3.2%）、また娯楽関連が伸びたことで**耐久財消費が 4.1%（4～6 月期▲5.3%）と 2 四半期ぶりのプラス**に転じている。また、**サービス消費も、医療や外食などを中心に、3.0%（4～6 月期 1.9%）と高い伸び**を示した。一方、家計の財布の紐が全てにおいて緩んだ訳ではないことを示しているのが**非耐久財消費の低迷であり、7～9 月期は 0.2%（4～6 月期 0.2%）と 2 四半期連続でほぼ横ばい**に留まった。内訳では、価格上昇の一服[1]もありガソリン消費は 3.3%（4～6 月期▲8.1%）と 4 四半期ぶりに増加したが、逆に価格上昇が著しい衣服等[2]が▲8.4%（4～6 月期 2.2%）と急減、飲食料品も 0.1%（4～6 月期 1.2%）と低迷した。インフレ率上昇もあり実質可処分所得が伸びない下で、**消費者の価格感応度が高まっている**と考えられる。

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、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

4～6 月期を押し下げた一時的要因（自動車販売の供給制約とガソリン高）の緩和もあり、7～9 月期の個人消費は高めの伸びとなった。しかし、緩慢な雇用所得環境の改善とマインド悪化を考えれば、7～9

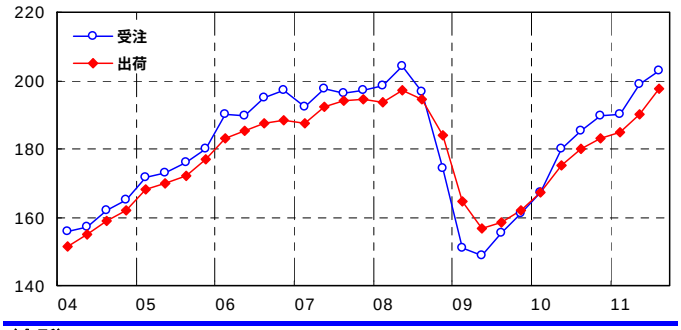
[1] ガソリン等のデフレーターは 4～6 月期 20.9%が 7～9 月期は 4.4%に鈍化している。
[2] 衣服等のデフレーターは 4～6 月期 2.6%が 7～9 月期は 13.1%に急加速した。

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。

月期の個人消費はやや出来過ぎの感が否めない。事実、**消費支出の源泉となる可処分所得は 7～9 月期に名目ベースで前期比年率 0.9%増に留まり、インフレが響き実質ベースでは▲1.7%と落ち込んだ**[3]。**クリスマス商戦次第ではあるが、10～12 月期の個人消費は再び 1%程度への減速**がありうるだろう。

設備投資は、7～9 月期に前期比年率 16.3%（4～6 月期 10.3%）と 2 四半期連続の二桁増を確保、かつ伸びも大きく高まった。**構築物投資が 2 四半期連続の二桁増（4～6 月期 22.6%→7～9 月期 13.3%）、機器及びソフトウェア投資は 17.4%（4～6 月期 6.3%）**に伸びを高めている。先行きについては、地区連銀の景況感調査で設備投資意欲の低下が示唆される一方、先行指標である耐久財受注は拡大基調維持を示すなど、まちまちの状況である。当社では、ミスマッチ拡大により**企業ニーズに即応した雇用を確保出来ない雇用市場動向と先行きの景気に対する不透明感を受けて、企業が生産能力拡大を雇用増加ではなく、資本装備率の向上による生産性上昇で確保する傾向を強めると考えており、今後も設備投資は相対的に底固く推移**すると考えている。

非国防資本財（除く航空機）の受注と出荷（年率、10億ドル）



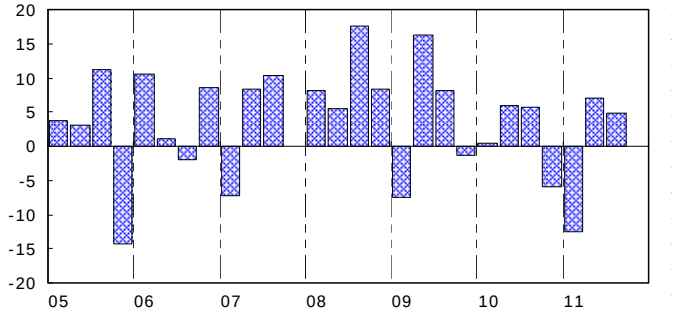
（出所）CEIC Data

7～9 月期の住宅投資は前期比年率 2.4%（4～6 月期 4.2%）と 2 四半期連続で増加した。新規の住宅建設や住宅販売は未だ底這いを続けているが、リフォーム関連支出の拡大が住宅投資を押し上げている模様である。

民需で唯一のマイナス寄与を記録したのが在庫投資である。**在庫投資は 4～6 月期の年率 391 億ドルが 7～9 月期は 54 億ドルまで急減し、成長率を前期比年率で 1.08%Pt も押し下げた**。なお、足元の在庫投資抑制がなかりせば、7～9 月期の成長率は 3.5%を超えていたことになる。7～9 月期の在庫投資圧縮は、企業の慎重姿勢をまさに象徴した動きと言える。最近の企業関連データは実体指標（生産や受注など）が堅調な一方で、マインド関連指標の下振れが目立つ。**企業は自らの業績よりも、世界経済や金融市場を覆う不透明感を踏まえ、在庫投資や新規雇用を抑制している**と言えるだろう。なお、7～9 月期の在庫投資は最終需要から見て明らかに過少であり、いずれ反動が生じる。その反動が 10～12 月期なのか来年 1～3 月期なのかによって、成長率は大きく変動する可能性がある

減少を続けてきた**政府支出は 7～9 月期に前期から横ばい**となり、一旦下げ止まった（1～3 月期前期比年率▲5.9%→4～6 月期▲0.9%）。しかし、下げ止まりは国防支出の支出パターン変動による影響が大きく、一時的と考えられる。国防支出は昨年 10～12 月期が▲5.9%、今年 1～3 月期は▲12.6%と大きく落ち込んだ後、4～6 月期 7.0%、7～9 月期 4.8%と 2 四半期連続で増加している。こうした国防支出

国防支出の推移（前期比年率、%）



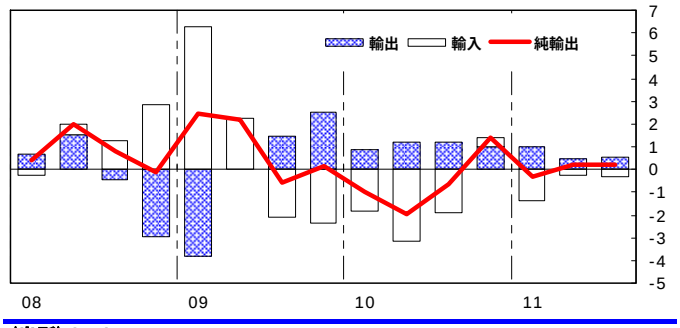
（出所）Department of Commerce

[3] なお、貯蓄率は 4～6 月期 5.1%が 7～9 月期 4.1%へ急低下した。理由は所得伸び悩みの下での消費拡大だが、供給制約などにより 4～6 月期の消費支出を意図的に抑え、7～9 月期に回した影響もあるだろう。実態ベースでは、貯蓄率が 7～9 月期に急低下したのではなく、4～6 月期から既に低下しており、かつ 7～9 月期の貯蓄率は低めに出ていると考えられる。

の急激な増減が政府支出全体をも左右しており、**国防支出を除いた政府支出は 1～3 月期▲3.1%→4～6 月期▲3.8%→7～9 月期▲1.9%と緩やかな減少**が続いている。地方政府の厳しい財政環境に加え、連邦政府についても政治対立の下で大規模な景気対策が見込めないことを踏まえると、政府支出は減少基調が継続すると考えられる。

輸出は 7～9 月期前期比年率 4.0%（4～6 月期 3.6%）、輸入も 1.9%（4～6 月期 1.4%）と共に小幅伸びを高めた。輸出から輸入を控除した純輸出の成長率に対する寄与度は年率 0.2%Pt と 2 四半期連続のプラスである。輸出については世界経済減速とドル安効果が綱引きをしている状況にある。一方、輸入は、個人消費の基調としての弱さと企業の在庫抑制姿勢により、小幅の伸びに留まっている。

純輸出の対成長率寄与度推移（%Pt）



（出所）CEIC Data

冒頭でも述べたが、**7～9 月期の成長率は構造問題を考慮すれば高めであるが、持続性には乏しい**と考えられる。特に個人消費や政府支出は 10～12 月期に再減速もしくは再減少が避けられないだろう。当社では**個人消費の伸び鈍化などにより、10～12 月期の成長率が 1%程度まで低下すると現時点で想定**している[4]。ただし、その一方で、雇用代替のための設備投資が成長を下支えし続けることや在庫投資が極めて抑制的に行われていることを踏まえると、**外部や金融面からの大きなショックなかりせば、米国経済が更に大きく落ち込む可能性も低い**と言える。当社では、欧州ソブリン問題が世界的な金融危機に発展しないとの前提の下、**米国経済の成長率を 2011 年 1.7%、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%と予想**している（従来から変更なし）。

[4] 在庫リバウンドは 1～3 月期と想定しているが、もし 10～12 月期に在庫リバウンドが生じれば、10～12 月期の成長率は 0.5%Pt 程度高まる。