

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

米国の 7～9 月期成長率は年率 2.0%に下方修正

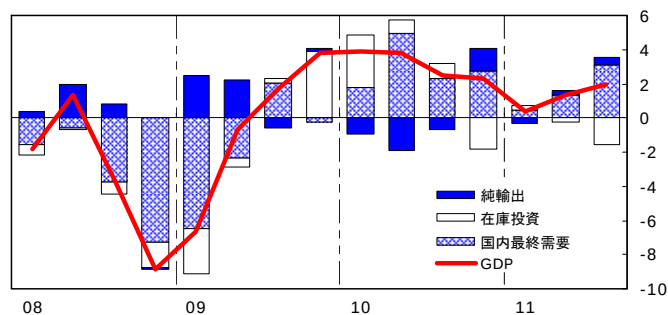
7～9 月期成長率は年率 2.0%に下方修正。在庫圧縮が寄与したほか、最終需要も下方修正。但し、10～12 月期に在庫投資は反転し、成長率を押し上げる可能性大。10～12 月期の成長率予想を 2.6%へ引き上げ。但し、2012 年については減税延長問題もあり、楽観はできず。

米国経済の 7～9 月期成長率は一次推計の前期比年率 2.5%から、11 月 22 日に公表された二次推計で 2.0%へ下方修正された。9 月の貿易統計などを受けて純輸出の寄与度が 0.22%Pt から 0.49%Pt へ上方修正されたものの、在庫投資の寄与度が▲1.08%Pt から▲1.55%Pt へ大幅に下方修正されたのが響いた。また、国内最終需要も 3.2%から 2.9%へ下方修正されている。個人消費（2.4%→2.3%）や設備投資（16.3%→14.8%）、住宅投資（2.4%→1.6%）、政府消費（0.0%→▲0.1%）がいずれも小幅下方修正された。当社は純輸出寄与度の高まりにより成長率も上方修正されると考えていたが、在庫の下方修正が予想を上回った。

今回の結果を一瞥すると、在庫投資の下方修正（▲0.47%Pt）が目立つ。しかし、在庫投資は、本来、純輸出の上方修正に寄与した輸入の下方修正（前期比年率 1.9%→0.5%、寄与度▲0.34%Pt→▲0.09%Pt）とネットして¹考えるべきである。ネットした後の寄与度変化は▲0.2%Pt程度に留まる。残りの下方修正 0.3%Ptは国内最終需要によるものであり、一次推計段階ほどには米国経済は成長していなかったと素直に判断するべきであろう。

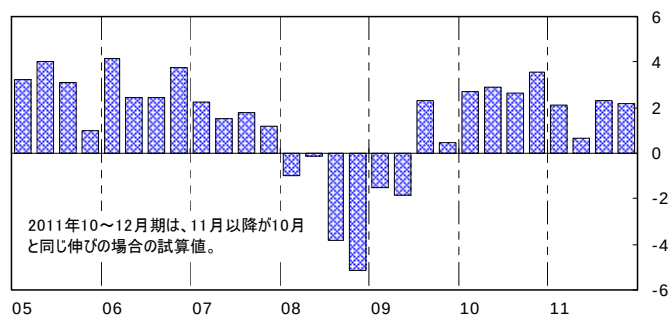
成長率は下方修正されたが、7～9 月期の成長のかたちが大きく変わったわけではない。一時的要因（エネルギー価格などの上昇、自動車の供給制約）の緩和で個人消費が大きく伸びを高め（4～6 月期 0.7%→7～9 月期 2.3%）、設備投資は引き続き堅調に推移（10.3%→14.8%）、また相対的な海外需要の強さとドル安を背景に輸出は底堅く推移している（3.6%→4.3%）。但し、在庫投資にはやや注意が必要であろう。7～9 月期の在庫投資は▲85 億ドルと積み増し幅の圧縮どころか減少にまで至った。内外の財政問題や金融市場の混乱を受けて、企業が在庫投資に対して慎重になったほか、自動車生産の回復で部品在庫などが減少したためと考えられる。いずれにしろ行き過ぎであり、後述する足元の最終需要動向を踏まえれば、10～12 月期は成長率に対してプラス寄与へ転じる可能性が高い（輸入も同時に増加すると見込まれるため、一部は相殺されるが）。

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



（出所）CEIC Data

個人消費支出（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

¹ 輸入低迷の相当部分は、在庫抑制のためと考えられる。

7～9 月期成長率の下方修正は、米国経済を考える上でネガティブである。しかし、足元の 10～12 月期については、むしろ明るい材料が増えている。何よりも、個人消費が底堅い。10 月はサービス消費が前月比横ばいと低調に推移したため、個人消費支出全体も前月比 0.1% (9 月 0.5%) まで減速したものの、10 月の水準は 7～9 月期を年率換算で 1.8% も上回っている。11 月以降も、10 月と同じ 0.1% の増加率が続くと仮定すれば、10～12 月期の個人消費支出は前期比年率 2.2% と 7～9 月期並みの伸びを確保することになる。設備投資については、先行指標である非国防資本財受注が 10 月は低調であったが、11 月の景況感調査では設備投資意欲の持ち直しが示されており、過度の懸念は不要と考えられる。こうした国内最終需要の堅調推移と在庫投資の回復が、欧州経済の低迷などを受けた輸出減速を補い、7～9 月期に続き 10～12 月期も米国経済は潜在成長ペース近傍の成長を確保する可能性が高い。一次推計の公表時点で、当社は 10～12 月期の成長率を 1% 程度と予想したが、10 月の個人消費推移と、二次推計での 7～9 月期在庫投資の下方修正を踏まえ、予想を 2.6% まで引き上げる。但し、10～12 月期予想の引き上げは 7～9 月期成長率の下方修正とほぼ相殺されるため、2011 年及び 2012 年の成長率については従来予想から不変である。当社は、米国経済の成長率を 2011 年 1.7%、2012 年 2.1% と予想している。

なお、個人消費の先行きについては二つの重要なポイントがある。一つは、給与税減税等の延長問題である。21 日に宣言された政府債務に関する超党派特別委員会の不合意は予想通りだが、不合意が民主党と共和党の非難合戦に拍車をかけている点は大きな問題である。こうした非難合戦が続き、2011 年末に期限切れとなる給与税減税と失業保険の延長が行われなければ、2012 年の個人消費にとって大きなマイナスとなる（給与税減税の終了だけで可処分所得を 1.0%Pt 程度押し下げ）。オバマ大統領は、改めて共和党に対し減税措置等の延長を求め、また当社も延長をメインシナリオに据えてはいるが、情勢は厳しさを増していると言わざるを得ない。

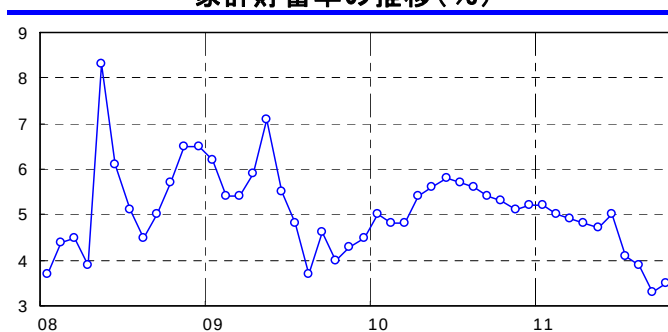
もう一つのポイントは、家計のデレバレッジの動向である。既に 11 月 9 日付け Economic Monitor「米国家計の貯蓄率低下に関するサブシナリオ」で示したが、家計の債務圧縮行動に変化が生じてきた可能性がある。10 月の貯蓄率は 3.5% と、9 月の 3.3% からは上昇したものの、引き続き低位に留まり、3 ヶ月連続

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	2.0	2.3	1.7	2.1
住宅投資	▲4.3	▲1.9	3.4	6.4
設備投資	4.4	8.8	9.6	6.9
在庫投資(寄与度)	(1.6)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	0.7	▲2.1	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸出	11.3	6.6	4.8	6.9
輸入	12.5	4.8	2.5	3.9
名目GDP	4.2	3.9	3.6	3.8
失業率	9.6	9.0	8.9	8.5
(Q4)	9.6	9.0	8.9	8.4
雇用者数(月変化、千人)	78	123	107	150
経常収支(10億ドル)	▲471	▲454	▲410	▲385
(名目GDP比, %)	▲3.2	▲3.0	▲2.6	▲2.4
貯蓄率(%)	5.3	4.3	3.5	2.4
PCEデフレーター	1.8	2.5	1.6	1.7
コアPCEデフレーター	1.4	1.5	1.7	1.7
(Q4/Q4)	1.0	1.9	1.6	1.7
消費者物価	1.6	3.2	1.7	1.7
コア消費者物価	1.0	1.6	1.7	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

家計貯蓄率の推移(%)



(出所) Department of Commerce

で 4%を下回った。もちろん、ラチェット効果による消費水準維持のために、可処分所得の伸び悩みを貯蓄抑制で補っているという側面はあるだろう。しかし、3 ヶ月連続の 4%割れは、そもそも債務返済のための高水準の貯蓄が必要なくなりつつある可能性も提起している（GDP 統計上の貯蓄は債務返済を含む）。少なくとも、大幅なディスカウントにより価格面で魅力の大きい、今週末から始まるホリデーシーズンの消費支出に関しては、デレバレッジが制約要因にはならない可能性が高いと考えられる。こうした動きは、当社が 10～12 月期について成長率予想を引き上げた理由の一つでもある。

個人消費について指摘した二つのポイントは、影響が相反する。但し、前者の減税等の財政要因は所得変動やマインドへの影響を通じて、後者のデレバレッジ動向を左右する一方、その逆はありえない。そのため、足元の 10～12 月期は別として、2012 年以降の個人消費を考える上では、下振れ方向に寄与する減税等の延長問題をやはり重視する必要がある。個人消費に関して見通しが明るくなったと論じるには、まだまだ障害が多い。