

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

10～12月期に米国経済は成長加速も不安は尽きず

米国経済は2011年10～12月期に2.8%成長へ加速も、個人消費は伸び悩み、設備投資は減速。1～3月期は再減速の見込み。国内の構造問題が残存し、欧州ソブリン問題など海外からの逆風もあるため、成長率は2012年が2.1%、2013年も2.3%と引き続き潜在ペースを下回る見込み。

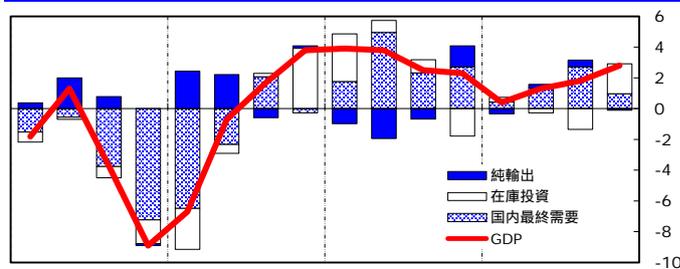
10～12月期は2.8%成長に加速

米国商務省が1月27日に公表した2011年10～12月期の成長率は前期比年率2.8%となり、7～9月期の1.8%から加速した。市場予想の3.0%に若干の未達となった一方、1月20日時点の当社事前予想2.6%は小幅上回っている。当社予想からの乖離は26日に公表された設備投資の一致指標である12月の耐久財出荷が強含んだ影響が大きい。なお、2011暦年の成長率は1.7%と、2010年実績の3.0%から低下した。

在庫投資が7割の寄与度

10～12月期の米国経済の成長加速は喜ばしいが、諸手を挙げて好感できる内容ではない。何よりも評価できないのは、在庫投資の寄与度が前期比年率で1.94%Ptと成長の約7割を占める点である。もちろん、10～12月期の在庫投資加速は、企業景況感の改善に伴う面が大きく、全てを否定的に捉える必要はない。世界経済の不透明感の高まりを受けた企業

実質GDP成長率の四半期推移(前期比年率%、%Pt)



(出所)CEIC Data

GDP成長率の四半期推移

	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 %Pt			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
	Final	Final	Final	1st	Final	Final	Final	1st
GDP	0.4	1.3	1.8	2.8	-	-	-	-
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.0	1.47	0.49	1.24	1.45
耐久財	11.7	▲5.3	5.7	14.8	0.85	▲0.42	0.42	1.07
非耐久財	1.6	0.2	▲0.5	1.7	0.25	0.04	▲0.09	0.27
サービス	0.8	1.9	1.9	0.2	0.36	0.87	0.90	0.10
設備投資	2.1	10.3	15.7	1.7	0.20	0.98	1.49	0.18
構築物投資	▲14.3	22.6	14.4	▲7.2	▲0.40	0.54	0.37	▲0.21
機器及びソフトウェア	8.7	6.2	16.2	5.2	0.60	0.44	1.12	0.39
住宅投資	▲2.4	4.2	1.3	10.9	▲0.06	0.09	0.03	0.23
在庫投資	-	-	-	-	0.32	▲0.28	▲1.35	1.94
純輸出	-	-	-	-	▲0.34	0.24	0.43	▲0.11
輸出	7.9	3.6	4.7	4.7	1.01	0.48	0.64	0.64
輸入	8.3	1.4	1.2	4.4	▲1.35	▲0.24	▲0.21	▲0.75
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.6	▲1.23	▲0.18	▲0.02	▲0.93
連邦	▲9.4	1.9	2.1	▲7.3	▲0.82	0.16	0.17	▲0.62
国防	▲12.6	7.0	5.0	▲12.5	▲0.74	0.37	0.27	▲0.73
非国防	▲2.7	▲7.6	▲3.8	4.2	▲0.08	▲0.22	▲0.10	0.11
地方政府	▲3.4	▲2.8	▲1.6	▲2.6	▲0.41	▲0.34	▲0.19	▲0.32

(出所)U.S. BEA

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。

景況感の悪化が7~9月期の在庫投資圧縮をもたらした一方、10~12月期は景況感の改善が在庫投資の加速に繋がったのである¹。10~12月期の在庫投資額は年率560億ドルと、2010年1~3月期から2011年4~6月期までの平均539億ドルを若干上回るに過ぎず、2011年7~9月期(20億ドル)と10~12月期(560億ドル)の平均は270億ドルの低水準に留まっている。在庫率に相当する在庫残高の名目GDP比率を見ても、在庫の積み上がりは見られない。そのため、10~12月期の在庫投資それ自体が過剰なわけではない。しかし、2012年1~3月期に限れば、在庫投資による成長率押し上げが失われるのもまた確かである(1~3月期の在庫投資額が10~12月期と同額であれば成長への寄与度はゼロとなる)。現時点で当社は、1~3月期に在庫投資は0.4%Ptの押し下げ寄与へ転じ、実質GDP成長率も前期比年率1.5%に低下すると予想している。

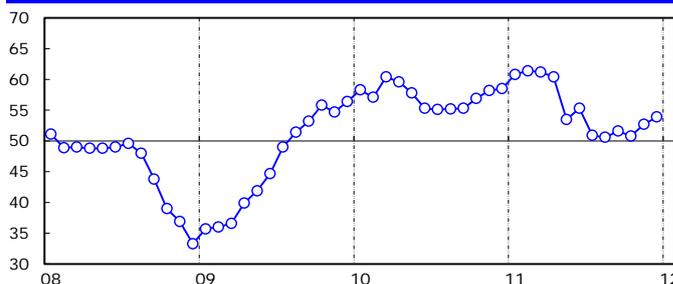
設備投資は再加速を見込む

10~12月期において、在庫投資の加速と並んで目立ったのは、設備投資の減速である。7~9月期の前期比年率15.7%が10~12月期には1.7%へ急減速した。構築物投資が7.2%(7~9月期14.4%)と3四半期ぶりの減少へ転じ、機器・ソフトウェア投資は5.2%(7~9月期16.2%)へ減速している。但し、景況感調査によると、企業の設備投資意欲は持ち直しの動きを示しており、設備投資は1~3月期以降の再加速が期待できる。

輸出は今後減速へ

外需については、輸出が前期比年率4.7%(7~9月期4.7%)と前期並みの伸びを確保する一方、在庫投資拡大と整合的なかたちで輸入は4.4%(7~9月期1.2%)へ加速した。輸入の加速により、純輸出の成長に対する寄与度は0.11%Pt(7~9月期0.43%Pt)と小幅ながらもマイナスへ転じている。1~3月期については海外経済の減速を受けて輸出が、また在庫投資の一巡を受けて輸入も、伸びの鈍化が見込まれる。純輸出は、成長に対してフラットの影響となろう。

製造業ISM指数の推移(中立=50)



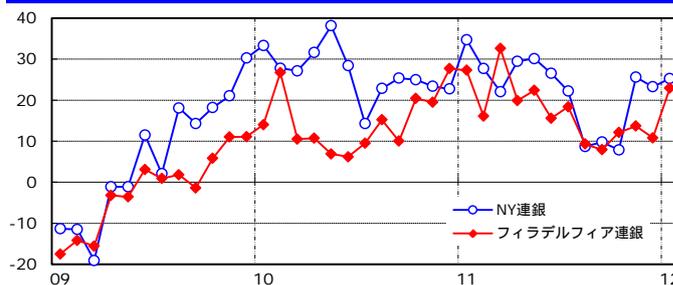
(出所) Institute for Supply Management

実質在庫残高のGDP比(%)



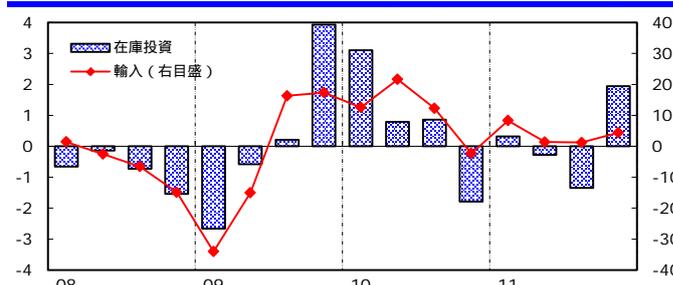
(出所) Department of Commerce

先行きの設備投資見通し(中立=ゼロ)



(出所) CEIC

在庫投資寄与度と輸入伸び率(前期比年率%Pt, %)



(出所) CEIC Data

¹ 企業景況感を示す代表的な指数であるISM製造業指数は2011年8月に50.6まで低下した後、12月は53.9まで上昇した。

年末商戦が好調も、個人消費は大きく伸びず

10～12月期の個人消費は、前期比年率2.0%と7～9月期1.7%から伸びが高まったものの、正直期待外れだった。年末商戦の好調を受けて耐久財消費は14.8%（7～9月期5.7%）に加速、非耐久財消費も1.7%（7～9月期0.5%）へ伸びを高め、財消費は5.7%と2011年で最大の伸び率を記録した。しかし、サービス消費が0.2%（7～9月期1.9%）とほぼ横ばいにとどまり、個人消費全体の増勢を減じてしまっている。内訳を見ると、耐久財消費では自動車関連（10～12月期前期比年率37.7%）が、非耐久財消費では衣料品（同3.0%）の好調が目立つ。一方、サービス消費では外食・宿泊（同6.4%）は伸びたものの、住居関連（同3.1%）や金融サービス（同3.0%）が低調に推移した。家計はサービス消費を抑制し、年末商戦で大幅にディスカウントされた財消費に資金を費やしたと推測できる。また、貯蓄率も7～9月期3.9%が10～12月期は3.7%へ低下しており、家計が従来よりも10～12月期に貯蓄を圧縮し、消費に振り向けたことも読みとれる。なお、10～12月期は雇用者報酬が前期比年率3.8%（7～9月期1.5%）へ伸びを高めている。足元の底堅い雇用情勢を考えれば雇用者報酬の増勢は今後も維持され、個人消費のサポート要因になる見込みである。

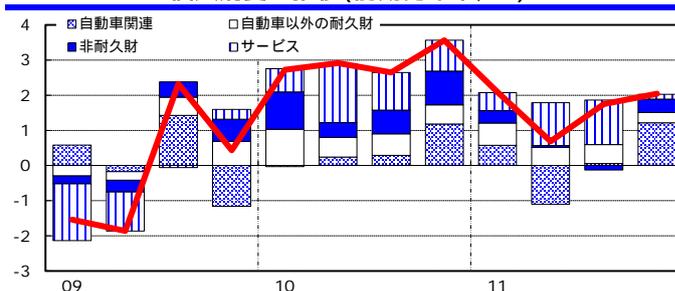
住宅投資は大底を脱したが

住宅投資は、10～12月期に前期比年率10.9%（7～9月期1.3%）と伸びが大きく高まり、かつ3四半期連続で増加した。住宅分野は、投資のみならず、販売も持ち直しの動きを見せており、全体として大底から脱し、回復へ向かいつつある。しかし、住宅分野の活動水準は未だ極めて低く、力強さにも欠ける。また、Fedが指摘するまでもなく、住宅ローンのデフォルトに伴い、住宅市場への在庫流入が続くと見込まれるなど、構造問題が解消したわけではない。住宅分野は、米国経済の足を引っ張らない程度まで漸く達したに過ぎず、景気の牽引役としては当面期待できないだろう。

政府支出は減少基調が続く

政府支出は、前期比年率4.6%（7～9月期0.1%）に減少ペースが加速した。連邦国防支出が12.5%（7～9月期5.0%）と3四半期ぶりの大幅減少に転じた影響が大きい。非国防支出は、連邦が4.2%（7～

個人消費の推移(前期比年率、%)



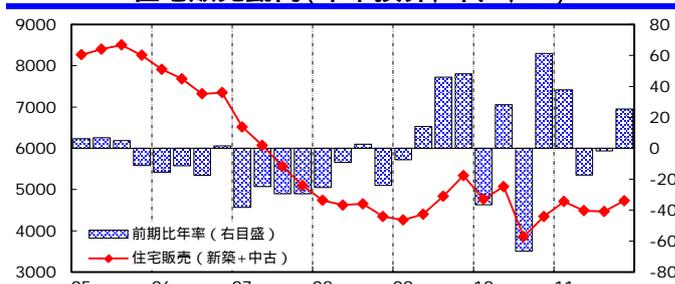
(出所)U.S. Department of Commerce

貯蓄率の推移(前期比年率、%)



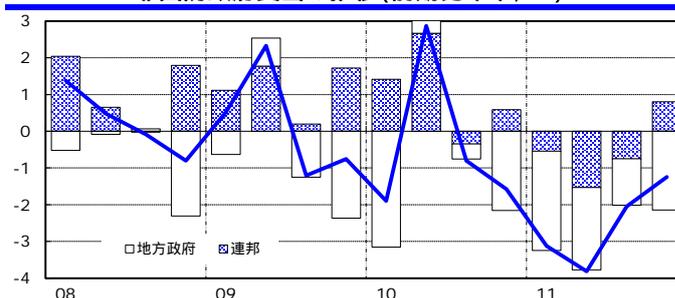
(出所)U.S. Department of Commerce

住宅販売動向(年率換算、千戸、%)



(出所)Department of Commerce, NAR

非国防政府支出の推移(前期比年率、%)



(出所)Department of Commerce

9月期 3.8%)と4四半期ぶりの増加へ転じる一方、地方政府は 2.6% (7~9月期 1.6%)と6四半期連続の減少を記録している。財政状況が厳しい下で、政府支出は減少基調の継続が避けられないが、ボラタイルな国防分野を除けば、足元で減少ペースが加速しているわけではない。

インフレは沈静化の動き

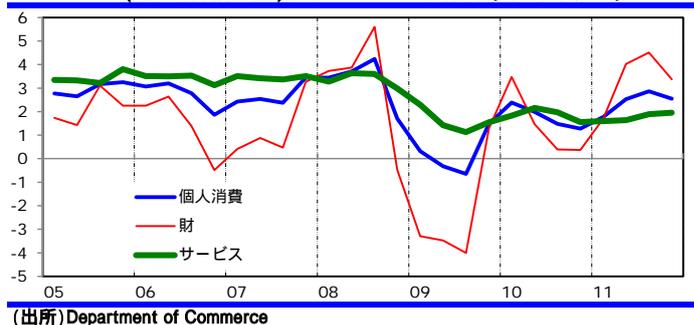
金融政策を占う上で注目される PCE(個人消費支出)

デフレーターは、2011年10~12月期に前期比年率 0.7% (7~9月期 2.3%)まで低下した。1~3月期の 3.9%をピークに明確な低下基調にある。東日本大震災を受けて2011年前半に上昇していた自動車価格が反転、またガソリン価格も下落したことで、財価格が6四半期ぶりのマイナスへ転じたほか、サービス価格の伸びも 1.5%と3四半期ぶりに2%を下回った。前年比(季調値の4四半期前比)で見ても、PCEデフレーターは7~9月期の 2.9%から10~12月期は 2.6%へ低下し、インフレ率の低下基調が確認できる。

成長率予想は2012年2.1%、2013年2.3%と潜在ペースに届かず

2011年10~12月期の成長率は、冒頭で述べたとおりヘッドラインこそ当社予想を若干上回ったものの、その内容は想定から大きく乖離するものではなかった。雇用環境の緩やかな改善を踏まえれば、個人消費は緩やかな拡大が続き、景況感の改善を受けて10~12月期に落ち込んだ設備投資も再加速が期待できる。しかし、財政赤字や住宅市場の低空飛行など国内の構造問題が、引き続き成長抑制に寄与することに加え、欧州のソブリン問題を受けた世界経済の減速により輸出にも大きな期待はできない。そのため、雇用環境の改善に伴い、成長率は2012年及び2013年に緩やかに高まるものの、2%台半ばと考えられる潜在成長率には届かないと予想する。成長率予想は従来から変わらず、2012年2.1%、2013年2.3%、失業率予想(暦年平均)は2012年8.5%、2013年8.1%(10~12月期は2012年8.4%、2013年8.0%)である。また、潜在成長率を下回る低成長が続くため、インフレ率も低位に留まる。CPI上昇率は2012年、2013年共に1.7%、Fedが金融政策の目標とするPCEデフレーターは2012年1.5%、2013年1.7%と予想する。

PCE(個人消費支出)デフレーターの推移(前年比、%)



(出所) Department of Commerce

米国経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	▲3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	▲1.9	2.0	2.2	1.8	2.2
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.4	5.6	6.4
設備投資	▲17.9	4.4	8.6	8.3	7.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)
政府支出	1.7	0.7	▲2.1	▲2.5	▲2.5
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
輸出	▲9.4	11.3	6.8	4.7	6.9
輸入	▲13.6	12.5	5.0	2.9	3.9
名目GDP	▲2.5	4.2	3.9	3.3	3.8
失業率	9.3	9.6	8.9	8.5	8.1
(Q4)	9.9	9.6	8.7	8.4	8.0
雇用者数(月変化、千人)	▲422	78	137	126	150
経常収支(10億ドル)	▲377	▲471	▲467	▲441	▲430
(名目GDP比、%)	▲2.7	▲3.2	▲3.1	▲2.8	▲2.7
貯蓄率(%)	5.1	5.3	4.4	3.8	2.7
PCEデフレーター	0.2	1.8	2.4	1.5	1.7
コアPCEデフレーター	1.6	1.4	1.4	1.6	1.7
(Q4/Q4)	1.7	1.0	1.7	1.6	1.7
消費者物価	▲0.4	1.6	3.1	1.7	1.7
コア消費者物価	1.7	1.0	1.7	1.7	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。

(注) 経常収支の2011年実績は予想作成時点で未公表。