Mar 1, 2012　No.2012-047　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

米国の 2011 年 10～12 月期成長率は年率 3.0%に上方改訂

10～12 月期の成長率は年率 2.8%から 3.0%に上方改訂。サービス消費や構築物投資の上方修正が寄与。可処分所得が 7～9 月期に遡及して大幅に上方修正されており、消費支出の上方修正にも関わらず、貯蓄率のパスが大きく上方に修正された点は、今後の消費支出を考える上で大きなポジティブ要因。成長率見通しは 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%で据え置き。

10～12 月期の成長率は 2.8%から 3.0%に上方修正

米国の 2011 年 10～12 月期の実質GDP成長率は、**1 次推計(Advance Estimate)の前期比年率 2.8%から、2 次推計(Second Estimate)で 3.0%へ上方修正**された。市場予想と当社予想は共に修正なしの 2.8%[1]であったため、若干のポジティブ・サプライズである。なお、当社の事前予想との乖離については、サービス消費が 1 次速報の 0.2%から 2 次速報で 0.7%へ、GDP成長率に対する寄与度では 0.10%Ptから 0.35%Ptへ上方修正された点が上振れ要因だった。

需要項目別の改訂内容

個人消費：前期比年率 2.0%→2.1% (寄与度 1.45%Pt→1.52%Pt)

小売業売上高が 10～12 月期について遡及改訂されたことを受けて、耐久財消費が前期比年率 14.8%から 15.3%へ上方修正される一方、非耐久財消費は 1.7%から 0.4%へ下方修正された。非耐久財消費の下方修正が勝り、財消費全体では 5.7%から 4.9%への下方修正である。しかし、サービス消費が 0.2%から 0.7%

GDPの改訂状況

	前期比年率 % 2011年				前期比年率・寄与度 %Pt 2011年			
	4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 1st	10～12月 2nd	4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 1st	10～12月 2nd
GDP	1.3	1.8	2.8	3.0	-	-	-	-
個人消費	0.7	1.7	2.0	2.1	0.49	1.24	1.45	1.52
耐久財	▲5.3	5.7	14.8	15.3	▲0.42	0.42	1.07	1.10
非耐久財	0.2	▲0.5	1.7	0.4	0.04	▲0.09	0.27	0.06
サービス	1.9	1.9	0.2	0.7	0.87	0.90	0.10	0.35
設備投資	10.3	15.7	1.7	2.8	0.98	1.49	0.18	0.29
構築物投資	22.6	14.4	▲7.2	▲2.6	0.54	0.37	▲0.21	▲0.07
機器及びソフトウェア	6.2	16.2	5.2	4.8	0.44	1.12	0.39	0.36
住宅投資	4.2	1.3	10.9	11.5	0.09	0.03	0.23	0.25
在庫投資	-	-	-	-	▲0.28	▲1.35	1.94	1.88
純輸出	-	-	-	-	0.24	0.43	▲0.11	▲0.07
輸出	3.6	4.7	4.7	4.3	0.48	0.64	0.64	0.59
輸入	1.4	1.2	4.4	3.8	▲0.24	▲0.21	▲0.75	▲0.65
政府支出	▲0.9	▲0.1	▲4.6	▲4.4	▲0.18	▲0.02	▲0.93	▲0.89
連邦	1.9	2.1	▲7.3	▲6.9	0.16	0.17	▲0.62	▲0.58
国防	7.0	5.0	▲12.5	▲12.1	0.37	0.27	▲0.73	▲0.70
非国防	▲7.6	▲3.8	4.2	4.4	▲0.22	▲0.10	0.11	0.12
地方政府	▲2.8	▲1.6	▲2.6	▲2.5	▲0.34	▲0.19	▲0.32	▲0.30

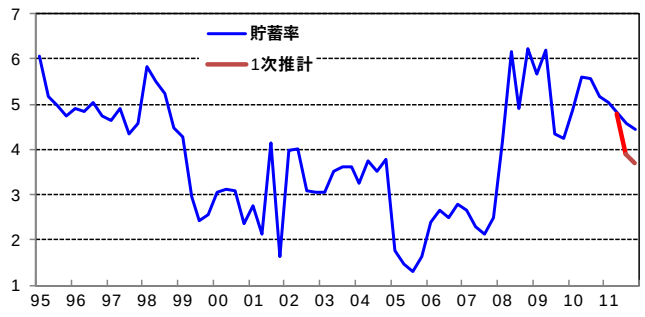
(出所) U.S. BEA

[1] 米国経済情報 2012 年 2 月号を参照。

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。

へと大幅に上方修正されたことから、個人消費全体では上方修正となっている。1 次推計で示されていたサービス消費の極端な低迷状態は解消したものの、財消費対比で弱めの状況は変わらない。10～12 月期に家計はサービスに対する支出を抑制し、年末商戦で大幅にディスカウントされた財（とりわけ耐久財）の購入へ資金を振り向けた模様である。

貯蓄率の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

家計関連で重要なのは、**可処分所得が 7～9 月期（0.4%→3.1%）と 10～12 月期（1.5%→2.6%）と遡って大幅に上方修正**された点である。そのため、前述の個人消費の上方修正にも関わらず、**貯蓄率が、従来の 4～6 月期 4.8%→7～9 月期 3.9%→10～12 月期 3.7%の急低下から、4～6 月期 4.8%→7～9 月期 4.6%→10～12 月期 4.5%と緩やかな低下へ上方修正**されている。この貯蓄率の改訂は、**家計が無理をせずに、つまり貯蓄を過度に抑制せずに 10～12 月期の消費を実現していたことを意味**する。これは、後の個人消費を考える上で、大きなポジティブ要因と言えるだろう。なお、住宅市場に起因する構造問題は言うまでもなく未解決だが、その構造問題からの消費に対する下押し圧力は 2012 年に止まずとも、更に強まるとは少なくとも考えにくい。

設備投資：前期比年率 1.7%→2.8%、寄与度 0.18%Pt→0.29%Pt

機器及びソフトウェア投資が若干下方修正（5.2%→4.8%）される一方、構築物投資が大幅に上方修正（▲7.2%→▲2.6%）され、設備投資全体では上方修正された。耐久財出荷や建設支出統計の 12 月及び遡及改訂から示唆された通りの修正であり、サプライズはない。**構築物投資について、違和感のあった大幅な落ち込みが消え、緩やかながらも上向いていることが改めて確認された**点が重要である。

在庫投資：寄与度 1.94%Pt→1.88%Pt

在庫投資寄与度の小幅下方修正は、在庫関連統計の示唆に沿った内容で予想通りだった。10～12 月期の在庫投資寄与度の大幅なプラスは、企業マインド改善に沿った在庫復元によるものである。10～12 月期に十分な在庫復元を行なってしまえば、1～3 月期に更なる在庫投資拡大は見込み難い。10～12 月期と同じ額の在庫投資では 1～3 月期の寄与度はゼロとなるため、必然的に成長への寄与は縮小せざるを得ない。今回の 10～12 月期の下方修正により、10～12 月期と 1～3 月期の在庫投資寄与度の差異は多少の縮小が期待される。

住宅投資：前期比年率 10.9%→11.5%、寄与度 0.23%Pt→0.25%Pt
純輸出：寄与度▲0.11%Pt→▲0.07%Pt
輸出：前期比年率 4.7%→4.3%、寄与度 0.64%Pt→0.59%Pt
輸入：前期比年率 4.4%→3.8%、寄与度▲0.75%Pt→▲0.65%Pt

住宅投資及び輸出入については、12 月データの公表及び遡及改訂に伴う修正であり、サプライズはなく、また動向の解釈にも大きな変更はない。

先行きへのインプリケーション

GDP 成長率の上方修正は僅かなものに過ぎない。但し、先行きに対しては**①可処分所得上方修正を伴った個人消費の上方修正と②在庫投資寄与度の下方修正による 1～3 月期の反動縮小、の二点でポジティブ**

な内容と言えるだろう。②は在庫復元のタイミングに関わるテクニカルな要因だが、①は上述したように家計の支出を考える上で明確なポジティブ要因と判断される。すなわち、**10～12 月期の雇用所得情勢の改善傾向が維持されれば、前期比年率で 2%を若干上回る消費支出が貯蓄率の低下を伴わずとも可能**であることが、今回の 2 次推計では示されている。

成長率予想は 2012 年 2.1%、2013 年 2.3%で据え置き

成長率予想については、2012 年 2.1%、2013 年 2.3%で据え置く。貯蓄率の上方修正を踏まえ、従来、年末商戦の反動による 2012 年前半の減速を予想していた個人消費を若干上方修正する一方で、耐久財受注や出荷の動向などを踏まえ、2012 年前半の設備投資を小幅下方修正している。両者は概ね相殺しあうため、GDP 成長率の見通しは変わらない（ほかにも 1 月データを踏まえ微修正は施しているが、アウトラインは変わらない）。

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	1.9	2.2
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.4	6.2	6.4
設備投資	▲17.9	4.4	8.7	7.4	7.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.8)	(1.6)	(▲0.2)	(0.1)	(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	4.8	6.9
輸　入	▲13.6	12.5	4.9	2.7	3.9
名目GDP	▲2.5	4.2	3.9	3.4	3.8
失業率	9.3	9.6	8.9	8.1	7.9
(Q4)	9.9	9.6	8.7	8.0	7.9
雇用者数(月変化、千人)	▲422	86	152	165	168
経常収支（10億ドル）	▲377	▲471	▲466	▲433	▲422
(名目GDP比,%)	▲2.7	▲3.2	▲3.1	▲2.8	▲2.6
貯蓄率（%）	5.1	5.3	4.7	4.5	3.6
PCEデフレーター	0.2	1.8	2.4	1.7	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	1.9	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。