

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

可もなく不可もなく（米国の1～3月期実質GDP成長率）

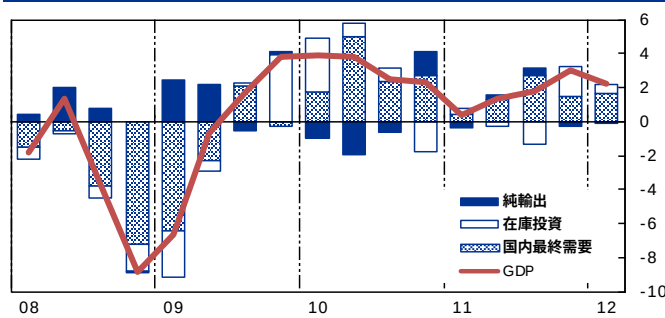
1～3月期は最終需要が加速も、在庫投資の鈍化により、成長率は2.2%に減速。米国経済は回復軌道にあるものの、そのペースは引き続き緩慢。個人消費や住宅投資が加速も、設備投資や政府支出は低迷。GDPは減速も、最終需要の加速やインフレ動向を踏まえれば、Fedの追加緩和には繋がらず。

1～3月期の成長率は2.2%に鈍化

2012年1～3月期の米GDP成長率は前期比年率2.2%となり、2011年10～12月期の3.0%から鈍化した。市場コンセンサスの2.5%を下回ったものの、その市場コンセンサスは3月まで2%程度¹で推移していたものが、4月も半ばを過ぎてから2.5%へ引き上げられたに過ぎず、期待外れと言う程の下振れではない。なお、当社想定²の2.3%にはほぼ一致した。

10～12月期実績の公表時点で、多くが想定したとおり、1～3月期には在庫投資が鈍化し、成長減速に繋がった。在庫投資は、10～12月期に前期比年率1.8%Ptと2010年初め以来の高い寄与度を記録したが、1～3月期には0.6%Ptに鈍化している。一方、在

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			
	2011年 4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 Final	2012年 1～3月 1st	2011年 4～6月 Final	7～9月 Final	10～12月 Final	2012年 1～3月 1st
GDP	1.3	1.8	3.0	2.2	-	-	-	-
個人消費	0.7	1.7	2.1	2.9	0.49	1.24	1.47	2.04
耐久財	▲5.3	5.7	16.1	15.3	▲0.42	0.42	1.16	1.13
非耐久財	0.2	▲0.5	0.8	2.1	0.04	▲0.09	0.13	0.35
サービス	1.9	1.9	0.4	1.2	0.87	0.90	0.19	0.57
設備投資	10.3	15.7	5.2	▲2.1	0.98	1.49	0.53	▲0.22
構築物投資	22.6	14.4	▲0.9	▲12.0	0.54	0.37	▲0.02	▲0.35
機器及びソフトウェア	6.2	16.2	7.5	1.7	0.44	1.12	0.55	0.13
住宅投資	4.2	1.3	11.6	19.1	0.09	0.03	0.25	0.40
在庫投資	-	-	-	-	▲0.28	▲1.35	1.81	0.59
純輸出	-	-	-	-	0.24	0.43	▲0.26	▲0.01
輸出	3.6	4.7	2.7	5.4	0.48	0.64	0.37	0.73
輸入	1.4	1.2	3.7	4.3	▲0.24	▲0.21	▲0.63	▲0.74
政府支出	▲0.9	▲0.1	▲4.2	▲3.0	▲0.18	▲0.02	▲0.84	▲0.60
連邦	1.9	2.1	▲6.9	▲5.6	0.16	0.17	▲0.58	▲0.46
国防	7.0	5.0	▲12.1	▲8.1	0.37	0.27	▲0.70	▲0.44
非国防	▲7.6	▲3.8	4.5	▲0.6	▲0.22	▲0.10	0.12	▲0.01
地方政府	▲2.8	▲1.6	▲2.2	▲1.2	▲0.34	▲0.19	▲0.26	▲0.14

（出所）U.S. BEA

¹ 例えば、WSJの3月調査では市場コンセンサスは2.0%、4月調査でも2.2%だった。

² 2012年4月23日付「米国経済情報2012年4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。

庫投資を除いた最終需要は 10～12 月期 1.3%が 1～3 月期は 1.7%へ、更に外需を除いた国内最終需要は 1.5%が 1.6%へ加速した。成長の中身という点では、1～3 月期に若干だが好転したとも言えるが、1%台半ばの最終需要の伸びは、経済全体を支えるには未だ力不足である。米国経済は回復軌道にこそあるものの、その回復ペースは未だ緩慢なものにとどまっていると判断できる。

個人消費は自動車販売のけん引で加速

次に、需要項目別の動きを見ると、まだら模様の状況にある。ポジティブな動きが目立つのは家計関連である。まず、個人消費は 1～3 月期に前期比年率 2.9% (10～12 月期 2.1%) へ伸びを高め、2010 年 10～12 月期の 3.6%以来の高い伸びを記録した。自動車販売が 28.7% (10～12 月期 38.7%) と 2 四半期連続で大幅に増加したことから、耐久財消費が 15.3% (10～12 月期 16.1%) と二桁増加を示し、消費全体を大きく押し上げた。また衣料品購入の拡大を受けて非耐久財消費が 2.1% (10～12 月期 0.8%) へ、娯楽や金融サービス消費の増加によりサービス消費も 1.2% (10～12 月期 0.4%) へ伸びを高めている。

住宅販売も好調

住宅投資も 1～3 月期に前期比年率 19.0% (10～12 月期 11.7%) へ加速した。住宅市場の底入れを改めて裏付ける内容と言えるだろう。基礎統計によると、住宅建設支出は 1～3 月期に減速しており、新築及び中古住宅の販売増加による販売業者の手数料収入増加が、住宅投資の加速に貢献したと考えられる。

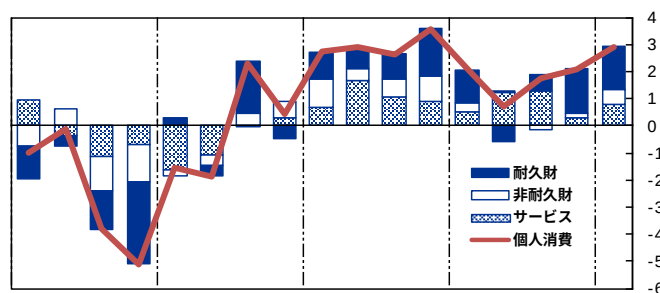
設備投資は 9 四半期ぶりの減少

1～3 月期に最も低調な結果を示したのは、設備投資である。設備投資は前期比年率▲2.1% (10～12 月期 5.2%) と 9 四半期ぶりの減少へ転じた。構築物投資が▲12.0% (10～12 月期▲1.0%) と減少率を拡大し、機器・ソフトウェア投資も 1.7% (10～12 月期 7.5%) とほぼ横ばいまで減速している。昨年後半の世界経済減速や金融環境悪化を受けた企業マインドの悪化がラグを伴って、1～3 月期の設備投資抑制に寄与したと考えられる。足元で企業の設備投資意欲は持ち直しているものの、受注動向の回復は遅れており、4～6 月期も設備投資に景気のけん引役は期待できないだろう。

国防支出低迷で政府支出は減少

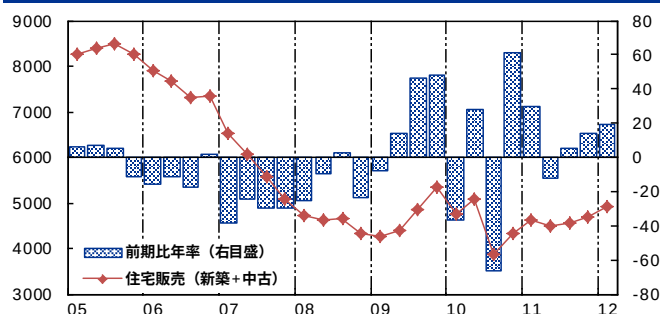
政府支出は前期比年率▲3.0% (10～12 月期▲4.1%) と 6 四半期連続で減少した。月次財政統計の動向から、当社では連邦国防支出の増加を予想したが、実際には▲8.1% (10～12 月期▲12.1%) と減少が続いた。逆に、連邦非国防支出 (1～3 月期▲0.6%) や地方政府支出 (1～3 月期▲1.2%) は均してみれば、減少ペースが鈍化しつつある。政治サイドの追加対応がない場合に生じる 2013 年にかけての歳出減少と歳入拡大による GDP 大幅押し下げのリスク、いわゆる『財政の崖 (Fiscal Cliff)』は懸念されるが、2012

個人消費の推移 (前期比年率%, %Pt)



(出所) CEIC Data

住宅販売動向 (年率換算、千戸、%)



(出所) Department of Commerce, NAR

年中に限れば、財政面での GDP 圧迫は寧ろ減退方向で推移する可能性が高い。

純輸出は成長に対して中立

輸出から輸入を控除した純輸出の実質 GDP 成長率に対する寄与度は、1～3 月期に前期比年率▲0.01%Pt と、10～12 月期の▲0.26%Pt からマイナス幅が縮小した。輸出入ともに 1～3 月期に伸びが高まったが、輸出の加速度合い（10～12 月期 2.7%→1～3 月期 5.4%）が輸入（10～12 月期 3.7%→1～3 月期 4.3%）を上回った。

先行きの焦点は個人消費拡大の持続性

今後の経済成長を考える上でのポイントは、やはり個人消費拡大の持続性であろう。まず、消費支出の源泉となる名目個人所得は 1～3 月期に前期比年率 3.7%（10～12 月期 3.3%）へ加速したもの、名目可処分所得は 2.8%（10～12 月期 2.9%）とほぼ前期並みの伸びにとどまった。雇用所得環境の改善を受けて、所得税の累進構造などが効果を発揮、税や社会保障負担が拡大し、可処分所得の増加ペースを減じた。一方、名目個人支出（消費支出+金利支払+移転支出）は、実質消費支出の拡大に加え、ガソリン高などを受けた個人消費支出デフレーターの伸び加速（10～12 月期前期比年率 1.2%→1～3 月期 2.4%）もあり、5.3%（10～12 月期 3.1%）と可処分所得を上回る伸びを記録している。そのため、可処分所得から個人支出を控除した個人貯蓄は減少、貯蓄率（個人貯蓄／可処分所得）は、10～12 月期の 4.5%が 1～3 月期は 3.9%へ低下した。

1～3 月期貯蓄率低下の評価

問題は、この 3.9%の貯蓄率の評価となる。3.9%は金融危機以降の最低であり、家計が貯蓄を再び確保するために、消費支出を抑制する可能性を示唆しているように見える。しかし、二つ考慮すべきポイントがある。

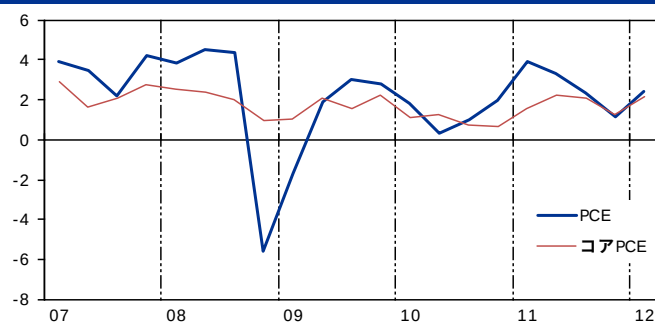
高齢化と貯蓄率

第一は、高齢化による貯蓄率の低下である。米国でも日本と同様に高齢化が進捗しており、特にベビーブーマーが 2010～2020 年代にかけて、引退年齢にさしかかる³。そのため、貯蓄を取り崩し消費する人々の比率が高まり、貯蓄率低下につながる。米国の家計貯蓄率は 1980 年代前半をピークとして低下基調にあるが、現在の自然体の（過剰債務問題がない場合の）貯蓄率は住宅バブルが生じる以前の 1990 年代後半平均の 4.6%よりも低下している可能性が高いだろう。

過剰債務調整進展と貯蓄率

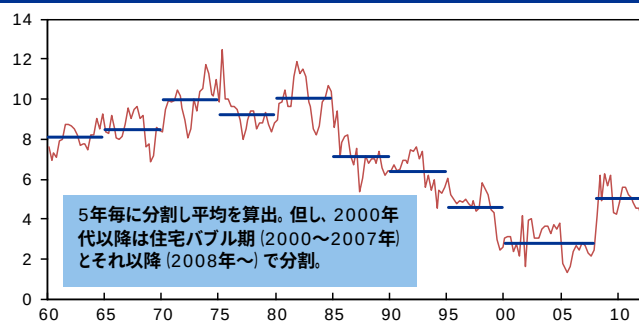
第二に、過剰債務調整の進展が指摘できる。従前のレポート⁴でも指摘したように昨年末時点で、可処分

PCE(個人消費支出)デフレーターの推移(前期比年率、%)



(出所) CEIC Data

貯蓄率の推移(%, 1960年～2012年1～3月期)



(出所) CEIC Data

³ ベビーブーマーは 2000 年代に 36～54 歳だったが、2010 年代には 46～64 歳に、2020 年代には 56～74 歳となる。

⁴ 2012 年 3 月 9 日付 Economic Monitor 「米家計の過剰債務調整は一つの目途に到達」を参照。

所得に対する金融負債の比率は 2000 年迄のトレンドに回帰し、**家計の過剰債務調整は一つの目途に到達**した。そのため、過剰債務圧縮のための高い貯蓄率は不要となりつつある。住宅バブル崩壊後 2008 年以降の平均貯蓄率は 5.1%だが、これは過剰債務調整のために無理して（消費を抑制して）確保されていたものである。

ガソリン高による消費失速の可能性は低い

1～3 月期の高い伸びの維持はさすがに困難であり、**個人消費は 4～6 月期に減速する可能性が高い**。しかし、上述の二つのポイントを踏まえれば、**貯蓄率を再び 4%を大きく上回る水準まで高める必要もない**。1～3 月期のデフレーター上昇の主因となったガソリン高⁵が 4 月に入り鎮静しつつあることも考慮すれば、**雇用所得環境の大幅な低迷がない限り、個人消費の失速が生じる可能性は低いと考えられる**。

1～3 月期 GDP は Fed にとって期待外れだが…

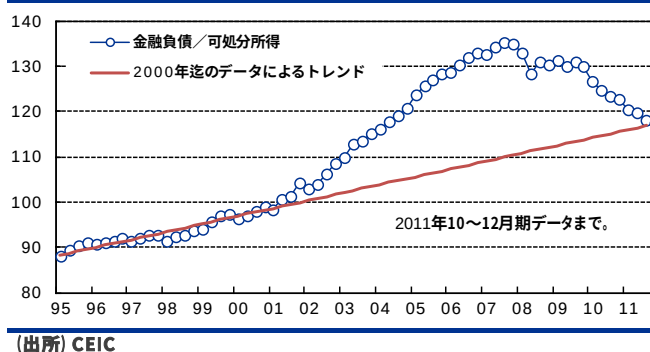
1～3 月期の実質 GDP 成長率 2.2%は Fed にとって、**些か期待外れだったと思われる**。4 月 25 日に示された SEP（The Summary of Economic Projection）の成長率見通しの中央値である 2012 年 10～12 月期の前年比 2.7%の達成には、2012 年の 1～3 月期から 10～12 月期の 4 四半期が每期 2.7%成長であれば足りた。しかし、**1～3 月期が 2.2%成長にとどまったために、4～6 月期以降の 3 四半期が每期 2.9%成長に加速しなければ、2012 年 10～12 月期は前年比 2.7%成長に届かず、ハードルは明らかに高まった**。ちなみに 1 月時点の SEP 見通し 2.5%成長には、4～6 月期以降が毎四半期 2.5%成長で足りる。

インフレ等も勘案すれば追加緩和には繋がらず

但し、1～3 月期の実質 GDP 成長率の減速が、そのみで追加緩和に繋がるとは考えにくい。GDP は減速したものの、既に述べたように、最終需要とりわけ個人消費は加速した。また、**インフレ動向は、コア PCE デフレーターが 1～3 月期に前期比年率 2.1%（10～12 月期 1.3%）へ加速、前年比でも 1.9%（10～12 月期 1.8%）に高まり、2%のインフレ目標へ接近**している（ちなみに 3 月単月の前年比 2%となりインフレ目標に一致した）。

高水準にある失業率動向を加味しても、**米国の経済・物価情勢は、現在の超金融緩和状態を正当化はするものの、追加緩和を促すとはまでは言えない**だろう。4 月 25 日の記者会見において、バーナンキ議長が「準備がある（[Additional easing] remains on the table）」と述べた**追加緩和策の発動には、個人消費失速に繋がる雇用所得環境の悪化が必要**と考える。

家計の可処分所得に対する金融負債の比率 (%)



FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	2.4~2.9	2.7~3.1	3.1~3.6	2.3~2.6
前回見通し	2.2~2.7	2.8~3.2	3.3~4.0	2.3~2.6
失業率	7.8~8.0	7.3~7.7	6.7~7.4	5.2~6.0
前回見通し	8.2~8.5	7.4~8.1	6.7~7.6	5.2~6.0
PCEデフレーター	1.9~2.0	1.6~2.0	1.7~2.0	2.0
前回見通し	1.4~1.8	1.4~2.0	1.6~2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.8~2.0	1.7~2.0	1.8~2.0	-
前回見通し	1.5~1.8	1.5~2.0	1.6~2.0	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	3	7	4	0
前回見通し	3	5	4	2

(出所) Fed

⁵ 全米平均ガソリン価格は 4 月初めに 3.9 ドル程度へ上昇した後、4 月末に 3.8 ドル程度まで下落した。

そのため、6月 FOMC の前に公表される 4 月及び 5 月の雇用統計が、何時にもまして重要になるだろう。

成長率見通しは据え置き

冒頭で述べたとおり、1～3 月期の実質 GDP 成長率は市場予想を下回ったものの、当社想定には概ね沿ったものであり、当社の成長率見通しの修正は、基本的になく、微修正にとどまる。

従来通り、実質 GDP 成長率見通しは 2012 年 2.1%、2012 年 2.3%である。また、失業率は 2012 年平均が 8.2% (10～12 月期 8.0%)、2013 年平均は 7.7% (10～12 月期 7.6%)、コア PCE デフレーターは 2012 年平均が 1.8% (10～12 月期 1.7%)、2013 年平均は 1.7% (10～12 月期 1.7%)と予想している。

米国経済の推移と予測 (暦年)				
前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質 GDP	3.0	1.7	2.1	2.3
個人消費	2.0	2.2	2.1	2.1
住宅投資	▲4.3	▲1.3	9.0	6.5
設備投資	4.4	8.8	5.0	6.7
在庫投資(寄与度)	(1.6)	(▲0.2)	(0.2)	(▲0.1)
政府支出	0.7	▲2.1	▲1.9	▲2.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.3)
輸 出	11.3	6.7	5.0	6.9
輸 入	12.5	4.9	3.5	4.0
名目 GDP	4.2	3.9	3.8	3.8
失業率	9.6	8.9	8.2	7.7
(Q4)	9.6	8.7	8.0	7.6
雇用者数(月変化, 千人)	86	153	188	186
経常収支(10億ドル)	▲471	▲473	▲479	▲445
(名目GDP比, %)	▲3.2	▲3.1	▲3.1	▲2.7
貯蓄率(%)	5.3	4.7	3.7	2.8
PCEデフレーター	1.8	2.5	2.2	1.9
コアPCEデフレーター	1.4	1.4	1.8	1.7
(Q4/Q4)	1.0	1.8	1.7	1.7
消費者物価	1.6	3.1	2.4	1.9
コア消費者物価	1.0	1.7	2.0	1.7

(出所) 米国商務省等資料より当社作成。