

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

米国経済は減速鮮明だが、時間的余裕が生まれたと FOMC 参加者が判断する可能性も（4～6月期の米 GDP 成長率）

個人消費低迷が響き、米国経済の成長率は1～3月期の2.0%が4～6月期は1.5%へ更に低下。2四半期連続で潜在成長ペースを下回る低成長。但し、遡及改訂が寄与し、2012年前半では潜在成長ペース並みの成長率を確保。4～6月期のGDPは、FOMC参加者にとって若干のポジティブ・サプライズとなり、追加緩和実施を決断するに際して多少の時間的余裕が生まれたと認識される可能性あり。

4～6月期のファクト・ファインディング

7月27日に商務省が公表したGDP統計によると、米国の4～6月期成長率は前期比年率1.5%と、1～3月期の改訂値2.0%を下回った。毎年恒例ではあるが、4～6月期成長率の公表時には遡及改訂が施される。そこで、GDP統計の解釈を示す前に事実の確認から始めたい。

4～6月期は潜在成長ペースを2四半期連続で下回る低成長

米国の潜在成長率は2%台前半から半ばと考えられており、1～3月期前期比年率2.0%、4～6月期1.5%とともに潜在成長率を下回るという観点で、低成長と判断される。特に、4～6月期は、GDP全体の7割を占める個人消費が1.5%（1～3月期2.4%）の低い伸びに留まったのが目立つ。

4～6月期は市場予想ほどには減速せず

市場予想では、4～6月期の成長率は前期比年率1.2%前後と見込まれていた（当社予想も1.2%）その

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		2012年		2011年		2012年	
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
	Final	Final	Final	1st	Final	Final	Final	1st
GDP	1.3	4.1	2.0	1.5	-	-	-	-
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.5	1.18	1.45	1.72	1.05
耐久財	5.4	13.9	11.5	1.0	0.40	1.00	0.85	0.08
非耐久財	0.4	1.8	1.6	1.5	0.06	0.29	0.26	0.25
サービス	1.8	0.3	1.3	1.9	0.85	0.16	0.61	0.87
設備投資	19.0	9.5	7.5	5.3	1.71	0.93	0.74	0.54
構築物投資	20.7	11.5	12.9	0.9	0.51	0.31	0.35	0.03
機器及びソフトウェア	18.3	8.8	5.4	7.2	1.20	0.62	0.39	0.51
住宅投資	1.4	12.1	20.5	9.7	0.03	0.26	0.43	0.22
在庫投資	-	-	-	-	1.07	2.53	0.39	0.32
純輸出	-	-	-	-	0.02	0.64	0.06	0.31
輸出	6.1	1.4	4.4	5.3	0.83	0.21	0.60	0.73
輸入	4.7	4.9	3.1	6.0	0.81	0.85	0.54	1.04
政府支出	2.9	2.2	3.0	1.4	0.60	0.43	0.60	0.28
連邦	4.3	4.4	4.2	0.4	0.36	0.35	0.34	0.03
国防	2.6	10.6	7.1	0.4	0.15	0.60	0.39	0.02
非国防	17.4	10.2	1.8	0.3	0.51	0.25	0.05	0.01
地方政府	2.0	0.7	2.2	2.1	0.24	0.08	0.26	0.26

（出所）U.S. BEA

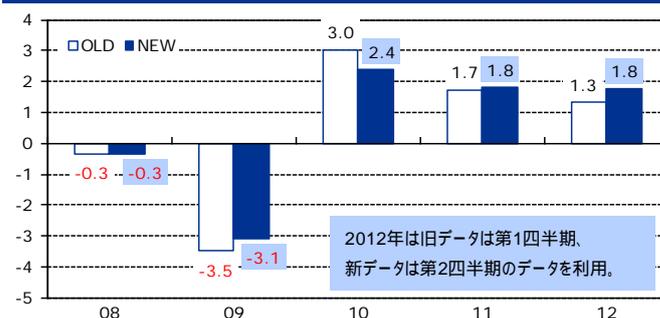
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

市場予想との対比で、4~6月期実績の1.5%は幾分良好な数値と言えるだろう。市場予想からの上振れには、個人消費の減速が想定した程ではなかったことが寄与している（1~3月期 2.4% 4~6月期 1.5%）。財消費の失速を、サービス消費の好調がある程度補った。

遡及改訂により 2012 年前半の成長率は表面的には悪くない

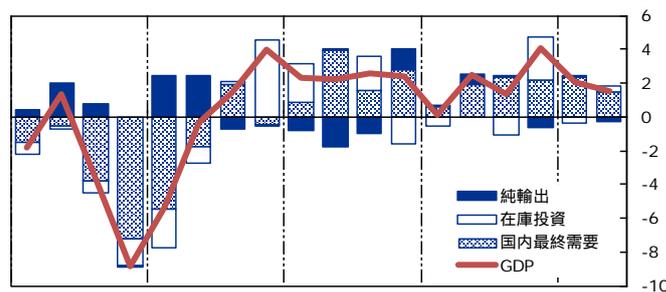
詳細は末尾の遡及改訂に関する解説を参照頂きたいが、今回の遡及改訂はGDPショック¹をもたらした昨年と比べれば小幅なものにとどまった。2011年の成長率は前年比 1.7%から 1.8%へ僅か 0.1Ptの修正である。但し、2011年 10~12月期の成長率が前期比年率 3.0%から 4.1%へ大幅に、2012年 1~3月期も 1.9%から 2.0%へ小幅に上方修正されたことは、今年 2012 年の成長率に影響を及ぼす。冒頭で述べた通り、2012年 4~6月期は 1.5%の低成長に留まったが、昨年 10~12月期の高成長の寄与（いわゆるゲタ）により 2012年 1~6月期は前半比年率 2.4%と 2 半期連続でほぼ潜在成長並みの成長率を確保している（2011年 7~12月期は 2.3%）、2012年 1~6月期平均のGDP水準を 2011年と比較すると 1.8%上回り、これは改訂前のデータで 2012年 1~3月期を 2011年と比較した場合の 1.3%から大幅な上振れである。

実質GDPの改訂状況～前期比年率（%）



(出所) U.S. BEA

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



(出所) CEIC Data

2012年 1~6月期は前半比年率 2.4%と 2 半期連続でほぼ潜在成長並みの成長率を確保している（2011年 7~12月期は 2.3%）、2012年 1~6月期平均のGDP水準を 2011年と比較すると 1.8%上回り、これは改訂前のデータで 2012年 1~3月期を 2011年と比較した場合の 1.3%から大幅な上振れである。

米国経済に対する現状認識

以上 ~ を踏まえた上で、4~6月期 GDP ひいては足元の米国経済を解釈すれば、以下のとおりである。4~6月期の米国経済は 2 四半期連続で潜在成長を下回る低成長にとどまったものの、成長ペースの鈍化は事前想定よりマイルドであり、半期ベースで見れば 2012 年上期は潜在成長ペースを確保してきている。しかし、月次統計によれば 4~6月期は月を追う毎に景気減速が鮮明化しており、また 7月の経済データには下げ止まりを示す指標もあるが、再加速は示していない。従って、米国経済の減速は 7~9月期に入ってからも続いている可能性が高いと判断される。

FOMC への影響

4~6月期GDP統計は、FOMC参加者の景気見通しにとって、若干のポジティブ・サプライズとなろう。4~6月期自体の計数は、それほど大きなインパクトを有さないが、上記 で指摘した昨年 10~12月期の上方改訂による 2012 年前半の上振れが寄与する。そうした点で、今回のGDP統計を、追加緩和と実施を決定するに際して多少の時間的余裕を与えたものと認識するFOMC投票権者がいてもおかしくはない。従って、追加緩和の決定が 7月 31日~8月 1日のFOMCではなく、9

2012年FOMCのスケジュール

2012/1/24-25	SEP,記者会見
2012/3/13	
2012/4/24-25	SEP,記者会見
2012/6/19-20	SEP,記者会見
2012/7/31-8/1	
2012/9/12-13	SEP,記者会見
2012/10/23-24	
2012/12/11-12	SEP,記者会見

FOMCは年8回。

(出所) FRB

¹ 7月 23日付「米国経済情報 2012年 7月号 2(2)GDP ショック再び?」を参照

月 12～13 日（及び以降）へ先送りされる可能性が、従来²よりも僅かだが高まったと考えられる。

しかし、6 月 FOMC において FOMC 参加者が示した成長率見通しである 2012 年 1.9～2.4%（厳密には 10～12 月期の前年比）には 7～9 月期と 10～12 月期がともに 2.0～3.0% 成長を達成する必要があるが、見通し中央値である 2.15% の達成には 2.6% が必要である。2.6% 成長は、FOMC 参加者が従来意図していた下期の成長加速シナリオの範囲内にはあるが、6 月の小売売上高に基づけば GDP の 7 割を占める個人消費が月を追う毎に減速しており、また消費者マインドが 7 月にかけて更に悪化している点も踏まえれば、7～9 月期に成長ペースが潜在成長ペースまで減速するシナリオの実現可能性は低いとせざるを得ない。そのため、時間的余裕が生まれたと認識しての決断先送りが必ずしも妥当な選択とはなり得ない可能性の方が高いだろう。

なお、4～6 月期 GDP を踏まえた新たな成長率見通しは、8 月 1 日の FOMC 後に示す予定である。

4～6 月期の需要項目別動向

以下では、4～6 月期 GDP 統計の内容を確認する。

可処分所得増加は消費拡大に繋がらず

GDP の 7 割を占める個人消費は 1～3 月期前期比年率 2.4% が 4～6 月期は 1.5% へ減速し、4～6 月期の GDP 伸び率鈍化の主因となった（寄与度は 1.72%Pt 1.05%Pt）。ガソリン価格の下落を受けてエネルギーを中心に非耐久財消費は底堅く推移したものの、自動車や家具などを中心に耐久財消費が減少へ転じ、財消費全体は 0.6%（1～3 月期 5.4%）とほぼ横ばいへ失速した。しかし、住居関連を中心にサービス消費が 4 四半期ぶりの高い伸び（1～3 月期 1.3%、4～6 月期 1.9%）を記録したことから、消費全体では 1.5% までの減速にとどまっている（これが市場予想を上回った理由である）。

なお、可処分所得は 1～3 月期前期比年率 6.0% に続き 4～6 月期も 4.0% と高い伸びを示したが、欧州債務問題を受けた金融市場の変調などを映じたマインド悪化により消費性向が低下し、消費拡大には繋がっていない。

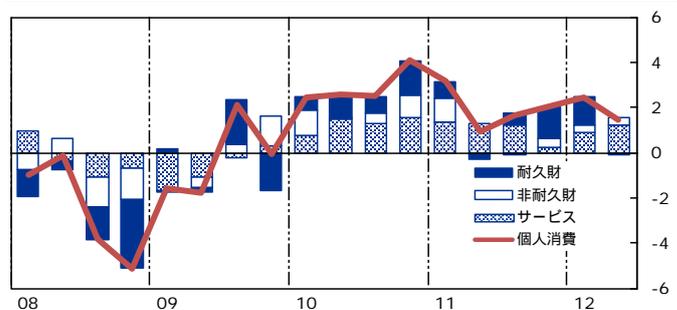
FOMC 参加者の見通し変化 (SEP)

1. 経済見通し

	(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	6月	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	2.3 2.5
	4月	2.4 2.9	2.7 3.1	3.1 3.6	2.3 2.6
	1月	2.2 2.7	2.8 3.2	3.3 4.0	2.3 2.6
失業率	6月	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	5.2 6.0
	4月	7.8 8.0	7.3 7.7	6.7 7.4	5.2 6.0
	1月	8.2 8.5	7.4 8.1	6.7 7.6	5.2 6.0
PCEデフレーター	6月	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	2.0
	4月	1.9 2.0	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0
	1月	1.4 1.8	1.4 2.0	1.6 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	6月	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-
	4月	1.8 2.0	1.7 2.0	1.8 2.0	-
	1月	1.5 1.8	1.5 2.0	1.6 2.0	-

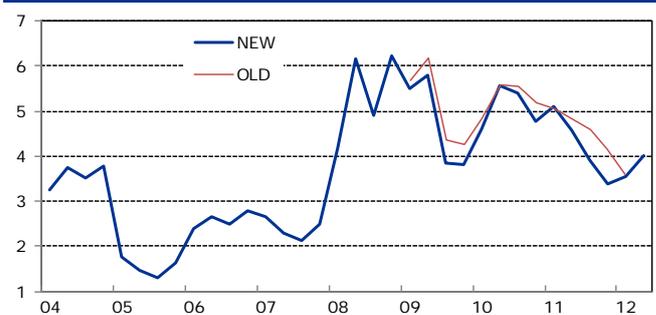
(出所) FRB

個人消費の推移 (前期比年率%, %Pt)



(出所) CEIC Data

貯蓄率の推移 (%)



(出所) CEIC Data

² 7 月 23 日付 Economic Monitor 「FOMC プレビュー」を参照。

ない。貯蓄率は1～3月期3.6%が4～6月期は4.0%へ上昇した。貯蓄率の上昇は2四半期連続である。

住宅投資は5四半期連続の増加

住宅投資は4～6月期に前期比年率9.7%(1～3月期20.5%)と5四半期連続で増加した。3四半期連続の二桁増加は達成出来なかったものの、先行指標である住宅着工が底堅く推移しており、7～9月期も増勢が維持される可能性は高い。

設備投資は低調推移

設備投資は前期比年率5.3%となり、1～3月期の7.5%から更に減速した。機器及びソフトウェア投資は7.2%(1～3月期5.4%)と前期より良好だったが、構築物投資が0.9%(4～6月期12.9%)とほぼ横ばいまで失速している。但し、月次データから見ると構築物投資が上方修正され、最終的に設備投資の伸びは1～3月期と同程度まで高まる可能性があるだろう。その一方、先行指標である機器及びソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財(除く航空機)の低調推移は7～9月期に設備投資が減速する可能性も示している。設備投資は勢いを欠く状況が、当面続くと見込まれる。

在庫投資は低位

在庫投資の寄与度は1～3月期の前期比年率0.39%Ptが4～6月期は0.32%Ptと2四半期ぶりのプラスへ転じた。在庫投資は4～6月期にプラス寄与となったが、残高はGDP比で低水準に維持されており、積み上がっている訳ではない。

輸出加速はポジティブだが

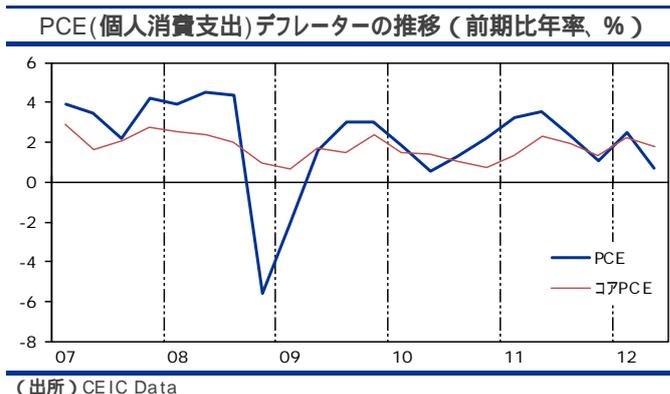
4～6月期に輸出は前期比年率5.3%と1～3月期4.4%から若干加速した。加速は2四半期連続であり、4～6月期のGDP統計において最も明るいデータと言えるだろう。但し、6月の貿易データは未公表のためBEA推計値であるため、今後修正される可能性があるほか、重要な貿易パートナーである欧州経済の低迷を踏まえれば、輸出の拡大が米国経済を牽引する姿は描きにくい。なお、輸入が6.0%(1～3月期3.1%)と輸出を上回る伸びを示したため、純輸出の成長率に対する寄与度は0.31%Pt(1～3月期0.06%Pt)と押し下げだった。

政府支出は減少継続

政府支出は前期比年率1.4%(1～3月期3.0%)と8四半期連続で縮小した。連邦政府支出は国防、非国防ともに微減にとどまったが、地方政府支出の減少が続いた。

PCEデフレーターは低下も、コアは安定

エネルギー価格の下落を受けて、個人消費(PCEコア)デフレーターは前期比年率0.7%(1～3月期2.5%)へ低下した。0%台の伸びは2010年4～6月期以来である。エネルギー価格の急落(17.6%)を受けて、非耐久財価格が2.2%と下落へ転じ、全体を押し下げた。一方、サービス価格は2.1%(1～3月期2.5%)と底堅く推移し、コアPCEデフレーターも1.8%(1～3月期2.2%)と、Fedがデュアルマンドに適うと考えるインフレ率である2%近



傍の推移が続いている。デフレが懸念される状況ではない

参考: GDP 統計の遡及改訂の内容

例年 4～6 月期の一次推計値の公表に際し、米国の GDP 統計は遡及改訂が行われる。今回 2012 年 4～6 月期成長率の公表に際しての遡及改訂は 2009 年以降が対象である。本文中でも触れたが、今回の遡及改訂は「GDP ショック」と呼ばれた昨年に比べれば小幅なものにとどまっている。

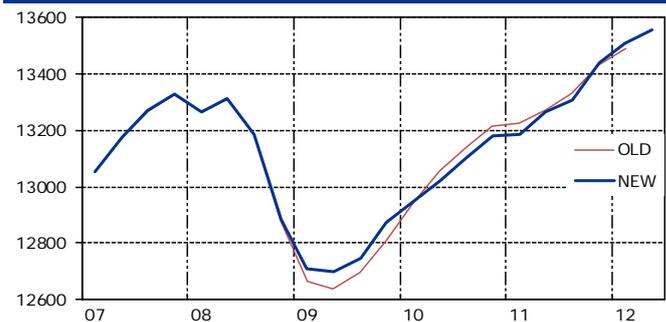
暦年ベースの成長率を見ると、2009 年が前年比 3.5%から 3.1%へ上方修正される一方、2010 年は 3.0%から 2.4%へ下方修正された。金融危機による落ち込みは従来推計よりも軽微だったが、住宅バブル崩壊や過剰債務などの構造問題を抱えるが故に、リセッション後のリバウンドが勢いを欠いたという今回の回復局面の特徴がより鮮明なものになっている。

需要項目別に改訂内容を見ると、2009 年の上方改訂には、地方政府支出の上方修正(前年比 0.9% 2.2%、寄与度 0.11%Pt 0.26%Pt)が寄与した。一方、2010 年の下方改訂には、設備投資(4.4% 0.7%、0.4%Pt 0.1%Pt)や個人消費(2.0% 1.8%、寄与度 1.4%Pt 1.3%Pt)の下方修正が寄与している。

2011 年の成長率は 1.7%から 1.8%へ小幅に上方改訂された。個人消費が前年比 2.2%から 2.5%へ上方修正(寄与度 1.5%Pt 1.8%Pt)された影響が大きい。

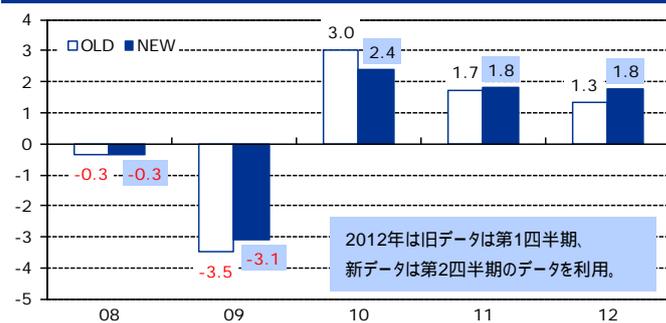
なお、四半期ベースで見ると、2011 年は 10～12 月期の上方改訂幅が前期比年率ベースで 1.1%Pt(3.0% 4.1%)と際立って大きく、本文中でも述べたように 2012 年(前半)の成長率のゲタを従来よりも大幅なものにしている。2011 年 10～12 月期の GDP は 2011 年平均を改訂前は 0.86%上回るに過ぎなかったが、改訂後は 1.07%上回った。

実質GDPの改訂状況～水準(10億ドル)



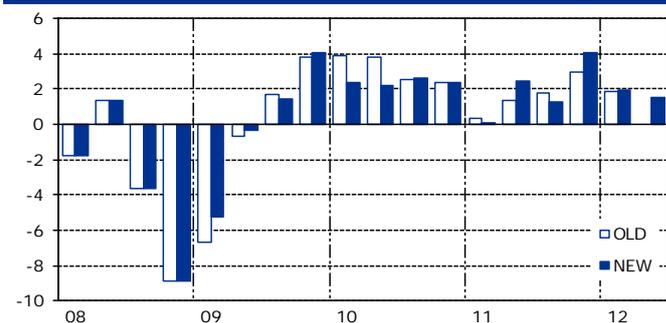
(出所) U.S. BEA

実質GDPの改訂状況～前年比(%)



(出所) U.S. BEA

実質GDPの改訂状況～前期比年率(%)



(出所) U.S. BEA