

～海外情報～

2011年8月1日全8頁

2011年前半の米国景気は1%成長にとどまる

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

個人消費の伸び悩みが主因

[要約]

- 2011年Q2の実質GDP成長率は前期比年率1.3%増と8四半期連続のプラス成長になったが、下方修正されたQ1(0.4%増)とともに、米国景気が大幅に減速していることを示している。2011年前半が1%成長にとどまった象徴として、個人消費の伸び悩みが挙げられる。特に、Q2は0.1%増とこの2年間では最低の伸び率に。中身をみると、食料品やガソリン等の価格高騰が非耐久財支出やサービス支出を抑制する一方、耐久財支出は自動車関連の大幅減少が足を引っ張った。後者は、日本の震災等に伴うサプライチェーンの混乱が影響していよう。なお、サプライチェーンの影響は、在庫投資増減や輸入などその他の需要項目にもみられる。
- 一方、企業の設備投資は前期から加速し、低成長のなかの牽引役になっている。構築物投資が2四半期ぶりに増加に転じたほか、コンピュータを中心にIT投資の増加も貢献している。昨年末に成立した景気対策に盛り込まれた優遇措置によって、今後も企業は国内投資を実施するインセンティブがあるものの、個人消費など国内需要の弱さを受けて、投資に慎重になる可能性も。先送りならまだしも、経営者が、より高い成長が期待できる海外市場での投資に積極的になれば、中長期的な成長抑制要因になろう。

8四半期連続のプラスになったが、成長率は大きく減速している

2011年Q2の実質GDP成長率は前期比年率1.3%増となり、2009年Q3以降、8四半期連続のプラス成長になった。だが、市場コンセンサス(Bloomberg調査・中央値1.8%増)を下回り、さらに遡及改定(後述)によってQ1も当初の1.9%増から0.4%増(今回の景気回復局面では最低、Q2はそれに続く低成長)に下方修正されたことから、2011年前半の成長率は1.1%増にとどまった。市場予想を含めて2%程度に景気が減速したとみられていたが、蓋を開けてみれば、その半分には過ぎなかった。また、過去の回復局面に比べて緩慢とされる今回の局面のなかでも、この半年は低い成長だったわけである。

2011年Q2はGDP成長率で見れば前期から加速しており、春先まで堅調だった景気がその後大きく減速しているという、これまでの認識とずれている。実際、民間企業の設備投資は構築物投資の改善やIT投資の大幅増を受けて、Q1の前期比年率2.1%増から6.3%増に加速している。また、住宅投資や外需の寄与度は2四半期ぶりのプラスに転じ、Q1の最大の押下げ要因となった政府支出も、州地方政府の支出減少を、国防関連を中心とした連邦政府支出の3四半期ぶりの増加がカバーする形でマイナスの寄与度も縮小(Q1の▲1.23%ポイント→▲0.23%ポイント)。

対照的に、個人消費はQ1の前期比年率2.1%増とこの2年間では最低の伸びに落ち込み、景気減速を明確に顕在化させている。事実上のゼロ成長になった背景には、食料品やガソリン等の価格高騰に加えて、3月に発生した日本の震

災等に伴うサプライチェーンの混乱のために自動車関連の支出が大幅減となったことが挙げられる。

在庫要因を除いた最終需要 (Final Sales of domestic product) は前期比年率 1.1%増と前期のゼロ成長から回復した。また、未確定部分が残る外需と在庫要因を除いた国内最終需要 (Final sales to domestic purchasers) は 0.5%増と前期の 0.4%増に続く低い伸び率にとどまっている。さらに、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は 0.9%増となり、2010 年 Q4 の 4.0%増、2011 年 Q1 の 1.9%増から半減し続けている。このように、経済成長のコアとなる国内最終需要あるいは民間需要をみると、成長がペースダウンしている印象が強まってしまふ点は否めない。

また、今年前半の特徴として、個人消費を始めとする各需要項目で名目と実質の伸び率に乖離が生じている。例えば、消費者は金融危機のように極端にお金を使うことを控えたわけではないが、価格上昇による購買力の低下に直面し、目に見える生活改善を実感できていない。それ故、消費者マインドの低迷の一因になっているとみられる。

年前半の1%成長から、年後半は回復できるか？

Fed は 6 月 22 日の FOMC 声明文で、景気の現状認識を“景気回復が緩やかなペースで継続しているが、想定よりもいくらか遅い”と総括したうえで、“景気回復のペースは今後数四半期で加速すると予想される”という見通しを示した¹。また、下方修正の動きが止まらない市場コンセンサスも、景気減速の長さや深さに対する見方の差はあるとはいえ、足もとの状況よりも年後半、そして来年の方が良くなると見込んでいる。悪天候やガソリン高、サプライチェーンの混乱といった一時的な押下げ要因が解消されていくことで、景気が徐々に持ち直すというシナリオである。

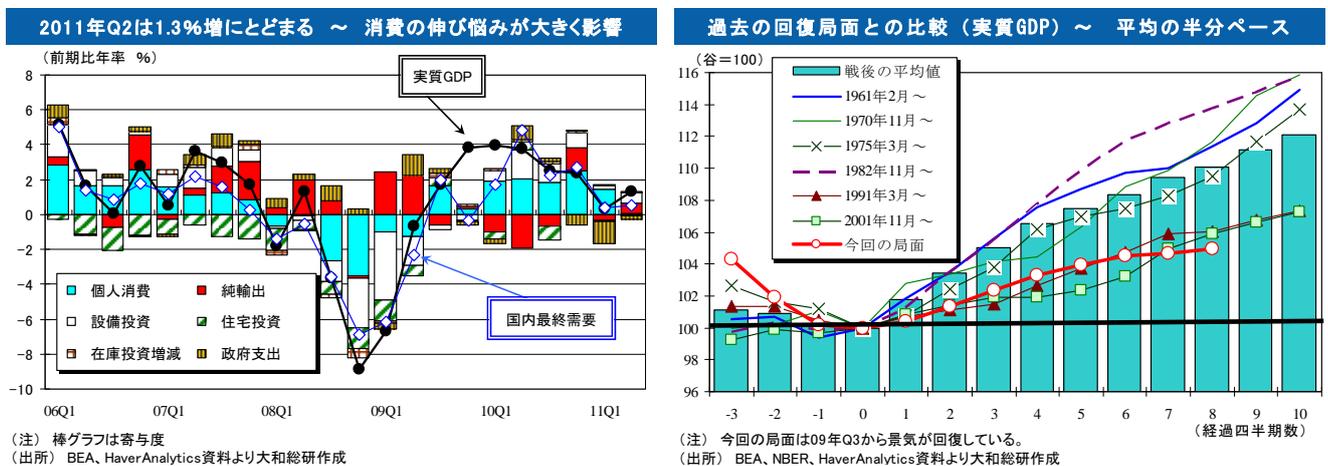
ただ、FRB が 7 月 27 日に公表したベージュブックによると、経済活動は引き続き拡大しているものの、多くの地区でペースが緩やかになっていると指摘。今回は 12 地区のうち 8 地区が前回より減速したと報告しており、前回 6 月時点の 4 地区から広がっている。このなかでは、ガソリン価格が下落に転じたために、消費者の購買意欲が上向き、消費支出は全般的に伸びたと報告されているが、足もとのガソリン価格は小幅に上昇しおよそ 3.7 ドル/ガロンで高止まっており、期待される消費の押し上げ効果は限定的になる恐れがある。また、サプライチェーンの混乱についても、自動車生産は徐々に回復しているものの、供給制約によって販売はやや鈍化するなど、影響はまだ残っている。従って、7 月前半までの情報に基づく今回のベージュブックでも景気減速は継続しており、Q3 の立ち上がりは鈍い。

さらに、目前に期限が迫っている連邦政府の債務残高の上限引き上げ問題は、より中長期的な課題である財政赤字削減と結び付けられて議論されてきたために、交渉が長期化。上下両院のねじれ状態や同じ党内における意見の対立も絡んで、一層複雑になり、土壇場の調整が続いている。このような政策面の不透明さは金融市場の混乱という不必要なコストを生じさせ、マインドの重しになるなど、消費を中心に回復ペースが予想以上に緩慢になるリスクを高めている。

一方、遡及改定によって、2010 年 Q4 も当初の 3.1%増から 2.3%増に引き下げ

¹ 詳細は、拙稿 海外情報「Fed、一時的要因により景気の現状認識を下方修正」 2011 年 6 月 23 日付を参照。

られており、前述した一時的な要因だけでは昨年末からの低成長を必ずしも説明できない面がある。6月のFOMC声明文のときから既に歯切れが悪かったが、今回のリバイスを受けて、より長期的な課題が景気回復の障害になっている可能性が高まっている。具体的には金融セクターの弱さ、住宅セクターが抱える問題、バランスシートやデレバレッジなどが挙げられており、いずれも消費に絡んだ課題である。この一年間で家計の負債残高は減少し、ローンの延滞率は低下、自動車やクレジットカードの融資残高は増加と、家計を取り巻く環境は改善してきた。また、株価の水準は昨年を大きく上回っており、金融資産などストックの面でバッファがあると思われる。当面の焦点は、4月まで堅調に増えてきた雇用者数が5～6月と一ケタ台に落ち込んでしまったが、これが7月以降再び改善ペースが拡大するかである。8月5日に発表される7月の雇用統計の結果が注目される（8月9日にはFOMCも予定されている）。



金融危機の落ち込み は大きかった ～ 2009年は3.5%減

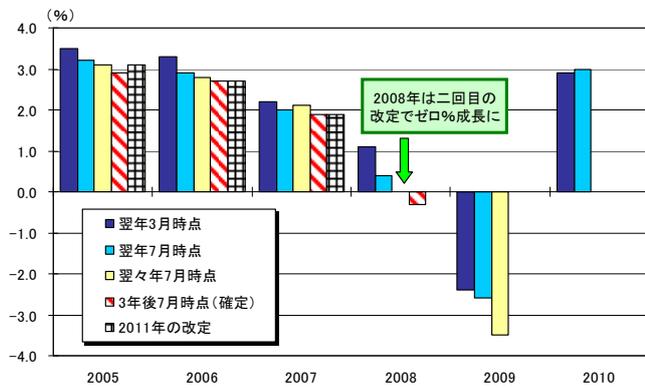
今回は2011年Q2の第1次推計値発表と同時に通常の年次改定（過去3年分の遡及改定）だけではなく、2003年Q1から名目GDPなどのリバイスが実施された。この結果、基準となる2005年の値が見直されたために、デフレーターや実質GDPも過去に遡って改定。但し、BEAによると、2003年Q1より前の修正率は小さく、やはり通常の年次改定が該当する2008～2010年で大きな修正がみられた。四半期ごとの実質GDP成長率のプラスマイナスの符号は変わらなかったが²、今回も下方修正がメインである。2008年は当初のゼロ成長から0.3%減に、2009年は2.6%減から3.5%減にそれぞれ引き下げられ、2年連続のマイナス成長に陥ったことが鮮明に（2年連続のマイナス成長は1974～75年以来、減少率の大きさとしては1946～47年以来）。

金融危機によるリセッションが当初考えられていたよりも厳しかったわけで、なかでも、2008年Q4は前期比年率6.8%減から8.9%減に（1958年Q1の10.4%減以来の大幅マイナス）、2009年Q1は4.9%減から6.7%減にマイナス幅が拡大した。この結果、2009年の実質GDPの規模は1775億ドル、1.4%縮小した計算になる。また、2009年の下方修正幅が大きかったほか、2010年Q2が当初の1.7%増から3.8%増に上方修正されたために、2010年全体の成長率は当初の2.9%増から

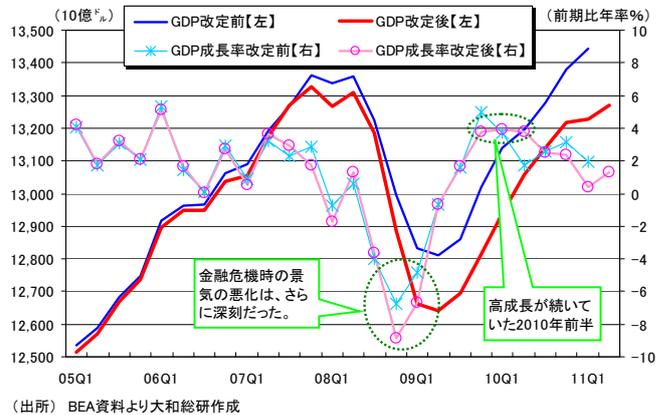
² このため、景気の高谷の判定するNBERは既に発表済みの日付、つまり、2007年12月が景気の高谷であり、2009年6月が景気の高谷であるという点に変更ないだろう。

3.0%増に引き上げられた（GDPの規模は当初よりも1602億ドル、1.2%縮小）。反対に、ここ3四半期の鈍化が顕著になり、当初はリセッション前のピークだった2007年Q4の実質GDPの規模を2010年Q4に上回っていたが、改定後は2011年Q2時点でも達していないことが明らかに。

年次改定のたびに修正されるGDP成長率 ～ 2年連続のマイナス成長



依然として、リセッション前のピークの水準に戻っていない

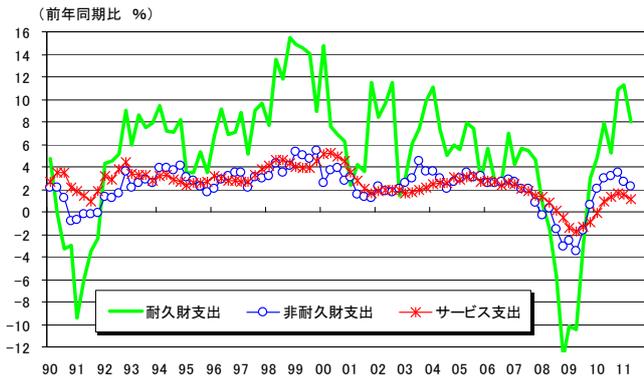


個人消費の伸び悩み ～ Q2は僅かに0.1%増

2011年Q2の個人消費は前期比年率0.1%増と前期の2.1%増から大幅に鈍化し、2009年Q2(1.9%減)以来の低い伸びにとどまった。寄与度は前期の+1.47%ポイントから+0.07%ポイントに縮小。事実上のゼロ成長となった中身をみると、財の伸び率が1.3%減と8四半期ぶりにマイナス成長に落ち込んだ。耐久財支出が前期の11.7%増から4.4%減(6四半期ぶりのマイナス)に、非耐久財支出は前期の1.6%増から0.1%増に鈍化。前者では娯楽耐久財の勢いの鈍化もみられたが、自動車及び部品が22.7%減(寄与度▲0.65%ポイント)となったことが主因であり、サプライチェーンの混乱から供給が制約されて、消費者が購入を控えた可能性がある。また、非耐久財では、アパレルの伸び率が半減したほか、ガソリン代等が6.6%減と3四半期連続のマイナスに(寄与度▲0.20%ポイント)。但し、ガソリンなどのエネルギー価格の上昇を受けて、名目のガソリン代等は12.9%増と膨らんでいる。実質と名目で伸び率が乖離している点は食品にも当てはまり、実質0.7%増に対して名目7.1%増である。消費者は、ガソリンや食品など生活必需品への支出により多くを割かなければならない。

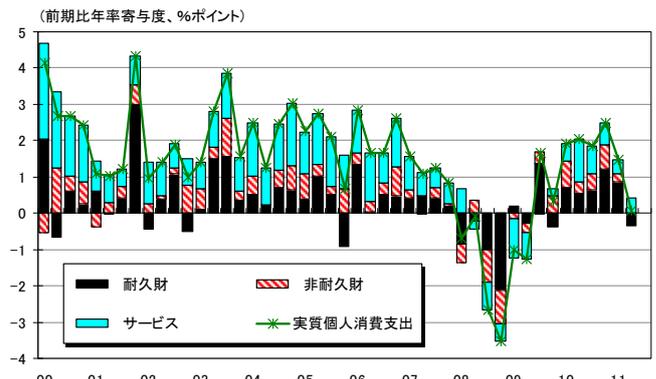
財支出が前期から減ったのに対して、サービス支出は前期と同じ0.8%増を維持した。但し、2008～09年の個人消費のリバイス(年平均で約1000億ドルの引き下げ)をみると、約8割はサービス支出で発生している。リセッション前(2004～07年の平均2.5%増)に比べると低いままであり、今回の景気回復局面における消費の弱さは、サービス支出の伸び悩みと言ってもいいだろう。Q2に関しては、ヘルスケアや輸送サービス、娯楽サービスが改善する一方で、外食・ホテルや金融サービスなどの減速が全体の増加率を抑制してしまった。外食・ホテルは前期の6.9%増から0.0%増と7四半期ぶりに低い伸びとなったが、名目値は5.2%増と堅調に推移。両者の乖離は、同デフレーターが約3年ぶりの大幅増となったためである。

サービス支出が低迷 ～ 11年Q2は耐久財が減少し、非耐久財が鈍化



(注) 系列はいずれも実質ベース
(出所) BEA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

実質個人消費の分解 ～ Q2は、自動車とガソリンの減少が響く

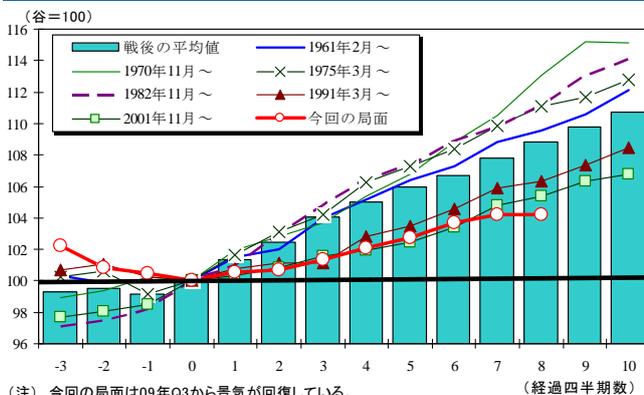


(出所) BEA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

デフレーターは上昇
～ 名目と実質の乖離

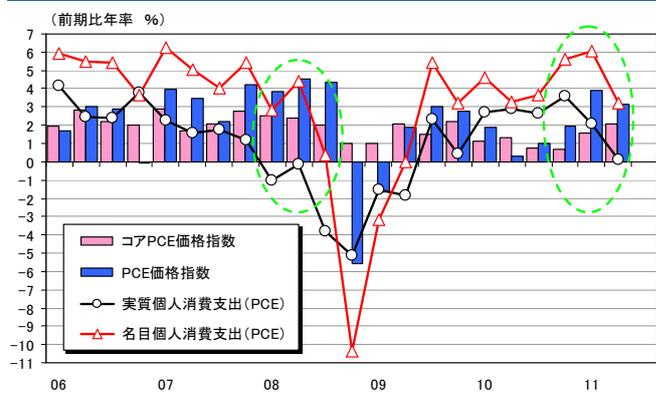
個人消費において、実質と名目の伸び率の違いをいくつか指摘したが、GDP 全体を通じてデフレーターが上昇している。名目の個人消費は前期比年率 3.2%増と Q1 の 6.1%増から半減しているものの、実質個人消費の 0.1%増を上回っており、この名目と実質の乖離部分がデフレーター(PCE 価格指数)の 3.1%増に相当する。Fed メンバーの多くが注目するコア PCE 価格指数でも、2010 年後半の 0.7～0.8%増から 2011 年 Q1 が 1.6%増、Q2 が 2.1%増と加速し、6 四半期ぶりの高い伸びに。前年同期比では 1.3%増と抑制された状態にあるが、昨年の QE2 導入時に懸念されたデフレ懸念は払拭されたといつてよく、当時とは決定的に異なる環境である。

過去の回復局面との比較 (個人消費) ～ 今回は約半分のペース



(注) 今回の局面は09年Q3から景気が回復している。
(出所) BEA, NBER, HaverAnalytics資料より大和総研作成

上昇するインフレ ～ 実質消費ゼロ成長 VS 名目消費3%成長



(出所) BEA, HaverAnalytics資料より大和総研作成

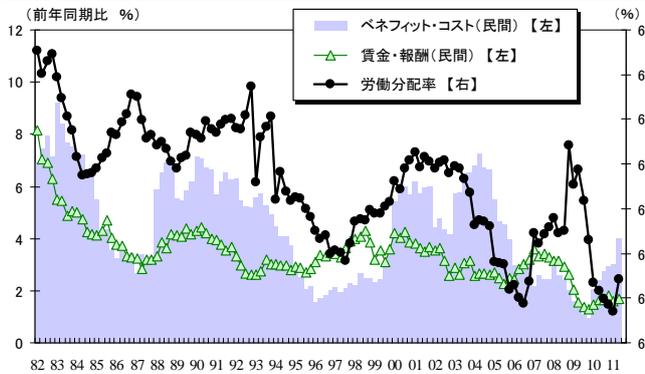
年次改定で、個人所得も下方修正

なお、今回の遡及改定では、所得面の修正も行われた。個人所得の場合、2008 年は当初から 691 億ドル(0.6%増)上方修正されたが、2009 年は 2447 億ドル(2.0%減)、2010 年は 1675 億ドル(1.3%減)も引き下げられてしまった。そして、その変化のほとんどは資産所得で発生しており、2009 年は配当収入と利子収入、2010 年は利子収入の下方修正である。逆に、企業の収益は 2009～2010 年にかけて増えて(税引前・在庫評価資本減耗調整済で、2009 年は 1040 億ドル増、2010 年は 1753 億ドル増)、労働分配率は当初よりも低めになっている。

また、昨年の年次改定で大幅に引き上げられた貯蓄率は、2008 年は当初の 4.1%から 5.4%になる一方、2009 年は 5.9%から 5.1%に、2010 年は 5.8%から 5.3%に下方修正されて、2011 年 Q2 は 5.1%である。依然として高止まったままだが、

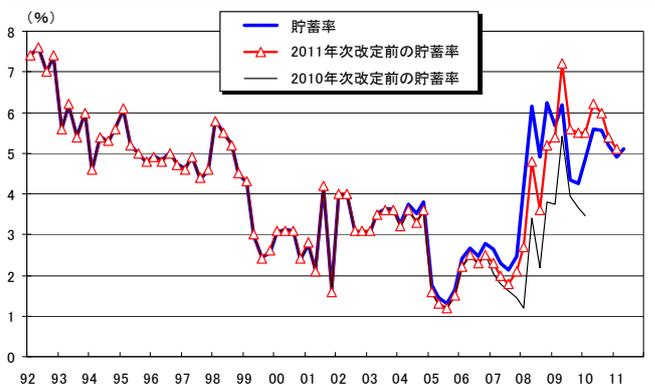
3年に及んでいるバランスシート調整の結果、家計の様々な返済負担は着実に軽減されている。今後は調整のペースダウンによって、家計は支出に回す比率を高めていくとみられる（つまり、貯蓄率は緩やかに低下へ）。

労働分配率は低下傾向 ～ 11年Q2、ベネフィットコストが大幅増加



(注) 労働分配率＝雇者所得／国民所得値。なお、11年Q2は大和総研試算
(出所) BLS、BEA、HaverAnalyticsより大和総研作成

11年Q2の貯蓄率は5.1% ～ 08年は上方修正、09-10年は下方修正

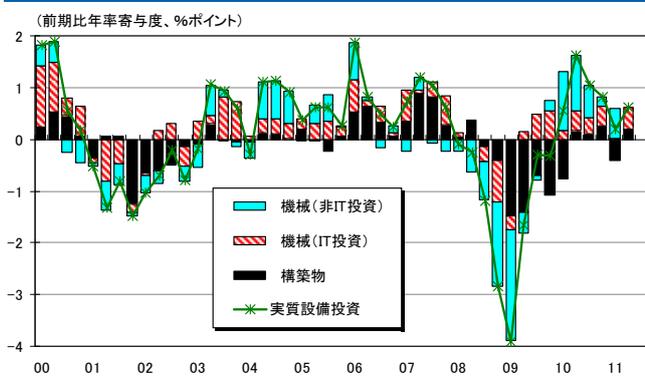


(出所) BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

企業の設備投資は、IT投資の大幅増と構築物投資の好転によって、前期から加速

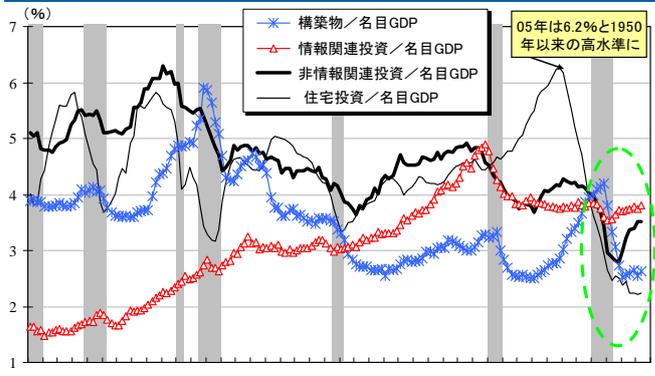
民間企業の設備投資全体では前期比年率6.3%増と6四半期連続で増加し、一旦鈍化した2011年Q1の2.1%増から再び加速している。寄与度は+0.61%ポイントに拡大し、個人消費とは対照的に、Q2における成長の牽引役になっている。全体の7～8割を占める機器・ソフトウェア投資は5.7%増と8四半期連続で増加しているが、前期の8.7%増から鈍化して、ここ2年間では最も低い伸びにとどまった。このうち、IT投資はQ1の0.3%増から11.4%増と加速し6四半期ぶりに高い伸びとなった。特に、コンピュータ及び周辺機器が59.7%増と2四半期ぶりのプラスに、そしてソフトウェアも9.4%増と好調を維持している。但し、その他IT投資は5.2%減と8四半期ぶりに減少。また、これまで堅調だった非IT投資の伸び悩みが全体の伸び率を抑制した。具体的には、輸送関連は17.6%増とプラスだったが、産業機械が9.3%減（7四半期ぶりの減少）、その他が3.5%減と足を引っ張ってしまった。

実質設備投資の分解 ～ Q2は、コンピュータ等のIT投資が牽引役



(注) 非IT投資＝産業機械＋輸送機器＋その他
(出所) BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

非ITは産業機械の不振が響く ～ 構築物投資は2四半期ぶりに増加

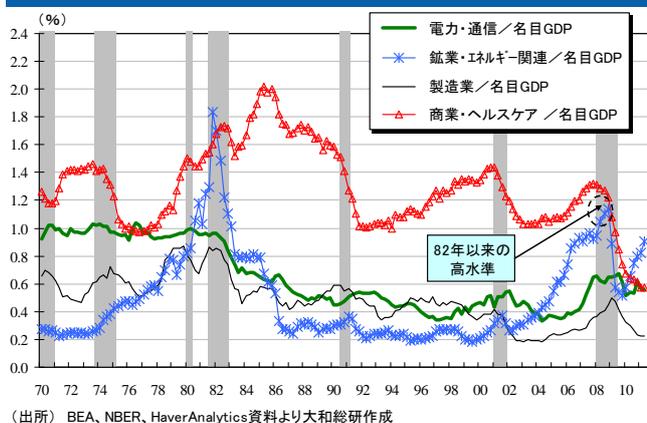


(出所) BEA、NBER、Haver Analytics資料より大和総研作成

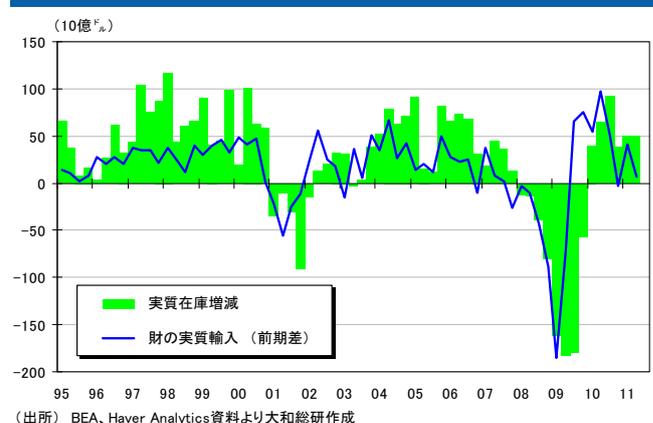
一方、設備投資の2～3割を占める構築物投資は前期比年率8.1%増と2四半期ぶりの増加に転じた。中身を見ると、構築物投資全体の約3割（2011年上期、以

下同じ) を占める鉱業・エネルギーが 34.1%増と 6 四半期連続で増加し、原油等エネルギー価格の上昇が追い風になっているとみられる。この他、製造業関連(シェア 1 割弱) が 11.7%増と 9 四半期ぶりに増加したことがプラスに響いている。ただ、この 2 年間で製造業関連の構築物投資の規模はピークから半減しており、1 四半期だけの増加ではトレンドが変化したと判断するのは時期尚早だろう。一方、製造業同様に、3 年半にわたって減り続けている商業・ヘルスケア(全体の約 1/4) は 2.0%減となり、まだ下げ止まっていない。ただ、減少率は大きく縮小しており、調整の最終局面か。また、2010 年 Q4 に 81.1%増と急増した電力・通信(シェア 2 割) は 2011 年 Q1 (33.3%減) に続いて、Q2 も 2.8%減のマイナスに。それでも、大幅な調整を強いられた製造業関連や商業・ヘルスケアに比べると、堅調に推移している。

建設投資 ～ 鉱業等の好調が持続、製造業は9四半期ぶりに増加



在庫変動と輸入の変化 ～ プラスとマイナスの影響が一部相殺



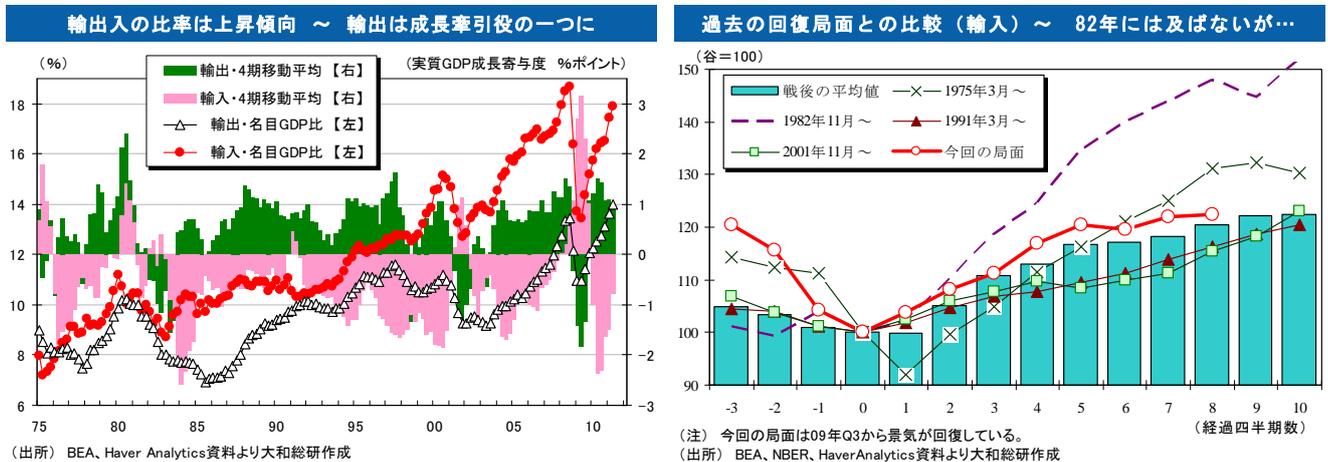
2009 年 Q4～2010 年を通じて経済成長率のノイズだった民間企業の在庫投資増減の寄与度は、2011 年 Q1 の +0.32%ポイントから +0.18%ポイントと 2 四半期連続のプラスだが、比較的小幅な変化にとどまっている。Q2 では、卸売段階の在庫の積み増しスピードが加速する一方、小売段階の在庫は 3 四半期連続で減少している。そのほとんどは自動車の在庫減であり、サプライチェーンの混乱の影響で自動車ディーラーが抱えている在庫が減っていることを示している。また、製造業段階でも、在庫の積み増しペースが鈍ったために、寄与度はマイナスに。

外需の寄与度は2四半期ぶりのプラス ～ 輸入の伸び率鈍化が影響

設備投資に次ぐプラスの牽引役になったのが純輸出(輸出-輸入)であり、寄与度は +0.58%ポイントと 2 四半期ぶりのプラスに転じた。このうち輸出が前期比年率 6.0%増と 8 四半期連続で前期水準を上回ったものの、寄与度は +0.81%ポイントと過去 7 四半期の平均 +1.32%ポイントほどの勢いはない。資本財(自動車を除く)は大幅増となったものの、Q1 まで堅調だった原材料や自動車の輸出の勢いがなくなった点が響いている。

従って、外需の寄与度がプラスになった主因は、控除項目である輸入が Q1 の前期比年率 8.3%増から 1.3%増に伸び悩んだことが大きい(寄与度は前期の▲1.35%ポイントから▲0.23%ポイントへ)。輸入の中身をみると、原材料(原油を除く)や資本財(自動車を除く)、消費財(自動車を除く)など広範囲の品目で増加がみられる一方、自動車が 31.2%減と急減している。これは、これまで何

度か触れてきたように、サプライチェーンの混乱によるもので、Q3以降もこのペースで落ち込むとは考えにくい。また、原油及び同製品の輸入額も15.9%減と大きく落ち込んだ。なお、名目ベースでは、原油及び同製品の輸入額は30.5%増とQ1(139.8%増)ほどではないが、増え続けている。



州地方政府の支出減少が止まらない

また、政府支出は前期比年率1.1%減となり、Q1の5.9%減(83年Q4以来の大幅な減少)からはマイナス幅が縮小したが、3四半期連続で成長率を押下げている。マイナス幅縮小の背景には、連邦政府の支出が2.2%増と3四半期ぶりに増加したことが挙げられる。なかでも、国防関連支出が7.3%増となり、非国防関連支出の減少をカバーした。だが、政府支出の約6割を担う州・地方政府の支出は3.4%減と4四半期連続で減少し、マイナス幅も拡大基調である。政府支出全体の約1割を占める州・地方政府の投資額が12.1%減になったことに加えて(特に構築物投資は16.6%減と、1998年Q1以来の低水準に)、州・地方政府の消費支出が1.4%減となり、人件費削減のためのリストラが終了していないことを示唆する。