

～海外情報～

2011年10月31日全8頁

米国経済の二番底懸念は杞憂だったか

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

2011年Q3の実質GDP成長率は前期比年率2.5%増に加速

[要約]

- 2011年Q3の実質GDP成長率は前期比年率2.5%増と9四半期連続のプラス成長になり、2011年前半の1%成長から加速していることが確認された。振り返ってみれば、国内的には連邦政府の債務問題を巡る政治的な混乱が生じ、海外では欧州の財政危機・金融システムへの不安から、7月下旬から株価が大幅に下落するなど金融市場の不安定な動きが続いた。消費者や企業経営者のマインドが大きく悪化し、カギとなる雇用環境の改善ペースは鈍化。その結果、景気の二番底懸念が高まり、Fedは緩慢な景気回復に対して追加の緩和措置を実施せざるを得なかった。このような状況にもかかわらず、成長が加速したことから、景気後退懸念は昨年同様にトーンダウンしたといえよう。
- Q3の中身をみると、個人消費と企業の設備投資が前期から加速し牽引役になっている。住宅投資や外需もプラスに寄与しているほか、政府支出は横ばいとどまった。企業の在庫変動が唯一成長率を大きく押し下げており、Q3はみかけの数字以上に強い内容といえる。今後の焦点はこの勢いを維持できるかだが、個人消費に関する懸念材料は所得が伸び悩んでいる点である。また、国内的には、オバマ大統領が要望する経済対策の目処は立っていない。対外的には、欧州の問題は解決する方向に向かっているものの、リスクとして意識し続ける必要があるだろう。従って、緩やかな景気回復というメインシナリオを大きく上方修正させるような材料が見当たらない。

2011年前半の1%成長から大幅に加速

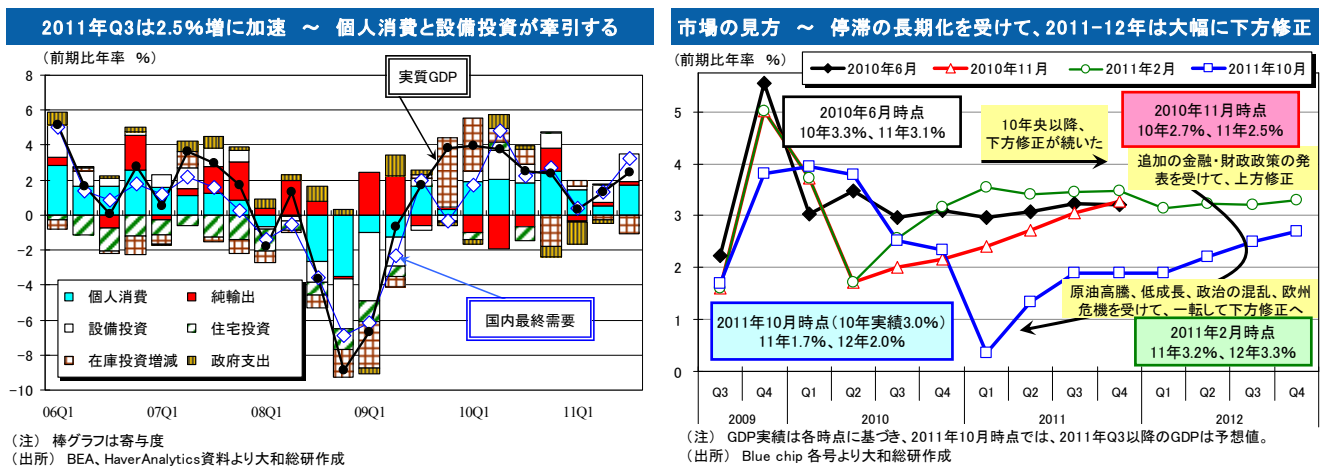
2011年Q3の実質GDP成長率は前期比年率2.5%増と、2009年Q3以降、9四半期連続のプラス成長になった。2011年Q1の0.4%増、Q2の1.3%増（2011年前半の成長率は1.1%増にとどまった）から市場コンセンサス（Bloomberg調査・中央値2.5%増）通りに大幅加速し1年ぶりの高成長となったが、個人消費や設備投資など民間需要が牽引しており、みかけの数字以上に強い内容といえよう。依然として、過去の回復局面に比べて半分程度のペースでしか成長していないが、漸くリセッション前のピークだった2007年Q4の実質GDPの規模を上回ったことになる¹。

Q3の最大の牽引役は個人消費であり、Q2の前期比年率0.7%増から2.4%増に加速した（市場予想は1.9%増）。しかも、サプライチェーンの混乱でQ2に落ち込んだ自動車関連の支出の反動増というよりは、サービスを中心としたそれ以外の消費項目が増えているためであり、ポジティブな内容といえよう。また、民間企業の設備投資は非IT投資の大幅増や構築物投資の改善を受けて、Q2の10.3%

¹ 過去の平均的な景気後退期間は10ヶ月であり、合わせて2年以内に景気後退前の水準を回復することができたが、2007年12月を景気の山とする今回の景気循環では、後退局面が戦後最長の1年半に及び、合計で4年弱を要して回復したことに。

増から 16.3%増に加速している。また、住宅投資や外需の寄与度も 2 四半期連続でプラスに、政府支出は 4 四半期ぶりにマイナス成長を回避した。結局、成長の足を引っ張った項目は企業の在庫変動だけである。

在庫要因を除いた最終需要 (Final sales of domestic product) は前期比年率 3.6%増と前期の 1.6%増から加速した。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) も 3.2%増と、Q1 の 0.4%増、Q2 の 1.3%増から回復し、5 四半期ぶりに高い成長率に。さらに、国内最終需要から政府支出を除いた民間需要は 4.0%増となり、2%に届かなかった年前半から倍増している。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、成長がペースアップしていることが鮮明になる。



今後の焦点は、成長の持続力 ~ 海外リスクはやや軽減するも、財政・金融政策に過大な期待はできず

今年 5 月にかけてのガソリン高やサプライチェーンの混乱の影響といった一時的な押し下げ要因、さらに、金融セクターの弱さや住宅セクターが抱える問題、家計のバランスシート調整やデレバレッジなど、より長期的な課題が回復の障害になって年前半の成長は低迷した。Q3 に入っても、国内的には連邦政府の債務問題を巡る政治的な混乱が生じ、海外では欧州の財政危機・金融システムへの不安から、7 月下旬から株価が大幅に下落するなど金融市場の不安定な動きが続いた。消費者や企業経営者のマインドが大きく悪化し、カギとなる雇用環境の改善ペースは鈍化。その結果、景気の二番底懸念が高まり、Fed は緩慢な景気回復に対して追加の緩和措置を実施せざるを得なかった²。だが、今回の Q3 の GDP を受けて、景気後退懸念は昨年同様にトーンダウンしたとみられる。

今後の焦点は成長の持続性になるだろうが、依然として不透明である。Fed が 9 月の FOMC 声明文で指摘した“著しいダウンサイドリスク”、なかでも欧州に代表される“国際金融市場の緊張 (strain)”については、10 月 26 日の首脳会議で包括的な危機対策がまとめられた。金融機関に対する資本注入やギリシャ債務の民間負担、そしてギリシャ自身の真剣な取り組みなど今後実際の行動に移す段階になるが、これまでに山積した問題が一夜にして解決したわけではなく、市場の信認を取り戻すには時間がかかるだろう。

² 詳細は、拙稿「海外情報「Fed、2013 年半ばまで超低金利の継続を表明」 2011 年 8 月 10 日付、及び海外情報「Fed、段階的な追加の金融緩和に踏み切る」 2011 年 9 月 22 日付を参照。

国内を振り返っても、オバマ政権は、“We can't wait ~”（もう待てない）をスローガンに、9月8日に発表した経済対策 American Jobs Act を早く成立させるように議会に要求を強めているが、財源問題がネックになって実現の目処はたっていない。そこで、オバマ政権は、10月24日の住宅ローンの借り換え促進策発表に続いて、学生ローンの負担軽減策や企業支援策を発表したが、いずれも議会の承認が必要ない窮余の措置という印象は否めない³。いずれにしても、緩やかな景気回復が続くというメインシナリオを大きく押し上げる修正要因が、なかなか見当たらないのが現状である。

**個人消費は2.4%増に
加速 ~ 自動車・同
部品は前期に続いて
マイナス**

2011年Q3の個人消費は前期比年率2.4%増と前期の0.7%増から加速し、2010年Q4（3.6%増）以来の伸びになった。寄与度は前期の+0.49%ポイントから+1.72%ポイントに拡大。だが、過去の回復局面に比べて半分程度のペースでしか個人消費は伸びておらず、必ずしも好調といえる水準ではないが、雇用者所得の伸び悩みや株価の大幅な調整、消費者マインドの悪化などの悪条件のなかで、個人消費が失速しなかった点は事実である。

中身をみると、財の伸び率が前期比年率1.4%増と2四半期ぶりにプラス成長に回復した。耐久財支出が前期の5.3%減から4.1%増に転じたことが大きく、非耐久財支出は前期と同じ0.2%増にとどまった。耐久財の場合、Q2にはサプライチェーンの混乱から供給が制約された自動車及び部品が25.5%減（寄与度▲0.74%ポイント）と大きく押し下げた。混乱の収束とともに新車販売台数は持ち直し、9月には年率1,305万台と5ヶ月ぶりの水準まで回復した。但し、Q3の自動車及び部品は3.3%減（▲0.08%ポイント）と2四半期連続で減少しており、耐久財あるいは個人消費の増加は自動車関連以外の支出が好調だったためといえよう（新車販売台数はQ2年率1,211万台からQ3同1,245万台に）。耐久財では、娯楽耐久財の増加が目立った。

一方、非耐久財支出が伸び悩んだのは、ガソリン代等が前期比年率3.3%増（寄与度+0.09%ポイント）と4四半期ぶりにプラスに転じたものの、アパレルが8.4%減（▲0.20%ポイント）と9四半期ぶりに減少したことが響いた。ただ、アパレルの価格の急上昇（デフレーターは13.0%増と37年ぶりの高い上昇率）を受けて、名目のアパレルは3.6%増と増えている。

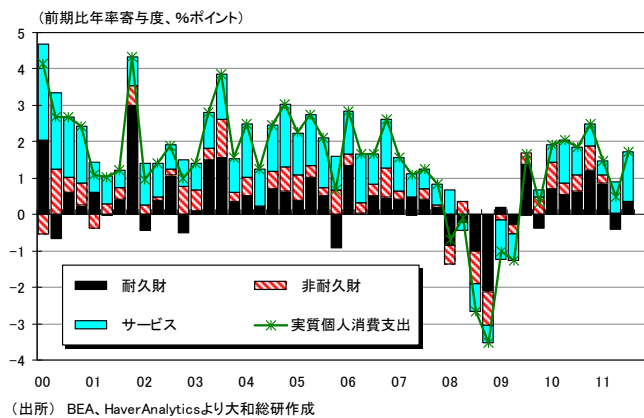
財支出が増加に転じたのに加えて、サービス支出はQ2の前期比年率1.9%増から3.0%増に加速し2006年Q2以来の高い伸びになったことが、消費全体を押し上げた（寄与度+1.38%ポイント）。今回の景気回復局面における消費の弱さはサービス支出の伸び悩みと言っても過言ではなく、漸く増え始めている。Q3に関しては、ヘルスケアや住宅・ユーティリティ、金融サービス、外食・ホテルなど広範囲で前期から加速する一方、娯楽サービスは鈍化した。

なお、9月の個人消費支出は、名目ベースでは前月比0.6%増と市場予想通りに、実質ベースでは0.5%増になった。7月の0.5%増のあと8月は横ばいにとどまったが、9月に入って再び増加基調に戻ったわけである。9月単月では、自動車など耐久財（実質、以下同じ）が2.6%増と好調、非耐久財も0.5%増と3ヶ月ぶりに

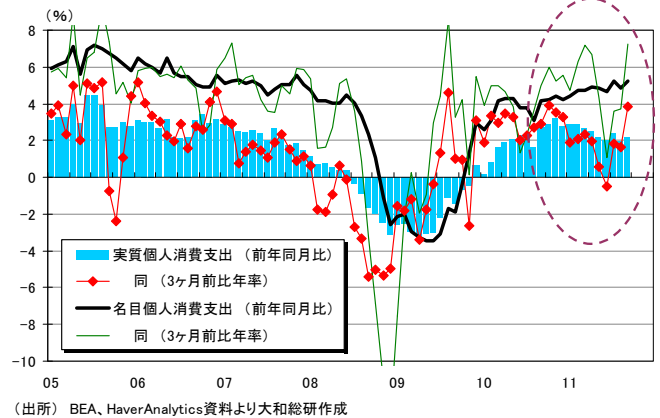
³ <http://www.whitehouse.gov/blog/2011/10/24/we-cant-wait-help-homeowners-refinance-their-mortgages>
<http://www.whitehouse.gov/blog/2011/10/26/how-president-obama-helping-lower-monthly-student-loan-payments>
<http://www.whitehouse.gov/blog/2011/10/28/we-cant-wait-help-businesses-grow>

増えている。また、サービス支出は0.1%増と前月から変わらず。

実質個人消費の分解 ～ Q3は、耐久財以上にサービス支出が大幅増



マインドが低迷するなか、消費支出は増加 ～ 乖離する名目値と実質値



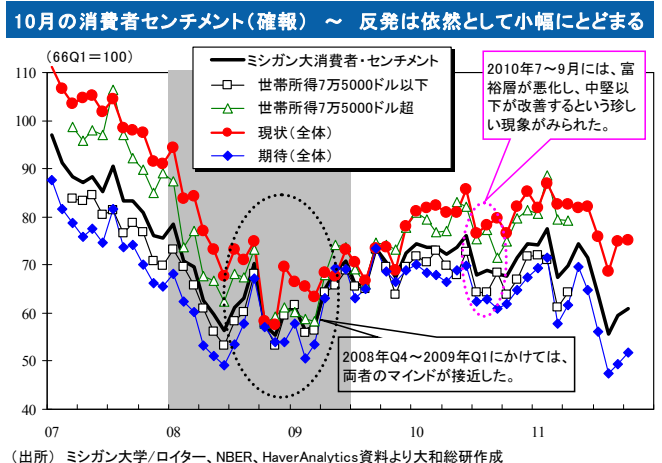
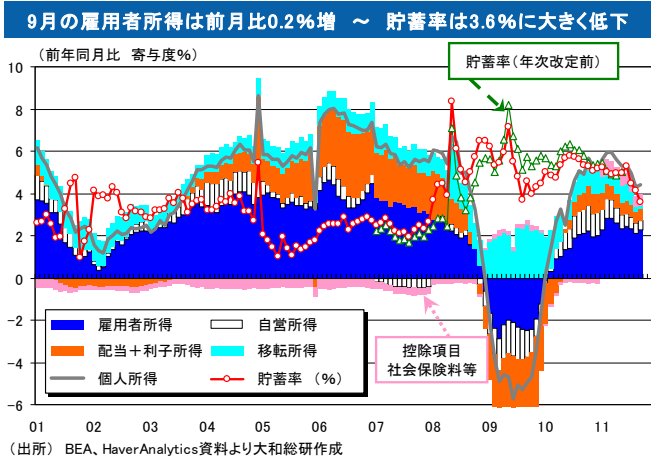
今後も消費は勢いを維持できるか ～ 所得が伸び悩む

このように、9月にかけて個人消費が持ち直したことが確認されたが、今後の焦点はこの勢いを保てるかだろう。やはり懸念材料は消費の裏付となる所得が伸び悩んでいる点である。Q3の所得環境をみると、労働市場拡大のペースダウンを受けて賃金等の雇用者所得が前期比年率1.9%増と前期の4.5%増から大幅に減速したほか（自営業所得は3.9%増と前期の4.0%増とほぼ同じ）、所得の15%弱を占める資産所得は1.8%減と1年ぶりにマイナスに落ち込んだ。配当収入は7.4%増と堅調に増えているが、利子収入が8.4%減と大きく減少し、低金利政策の弊害が顕在化したとみられる。政府からの移転所得も3.0%減に。なお、失業保険給付額は6四半期連続で減っており、2009年Q1以来の低水準になっている。

一方で、控除される税金は着実に増え続けており、Q3の可処分所得は0.6%増とQ2の前期比年率3.9%増から大幅に鈍化し2年ぶりの低い伸びとなった。インフレ分を調整した実質ベースでは1.7%減と2009年Q4以来のマイナスに。所得が増えない状況下では、消費者は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は避けられない。

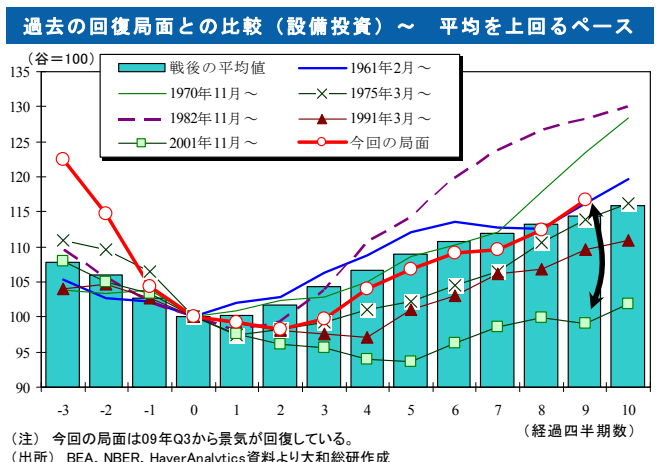
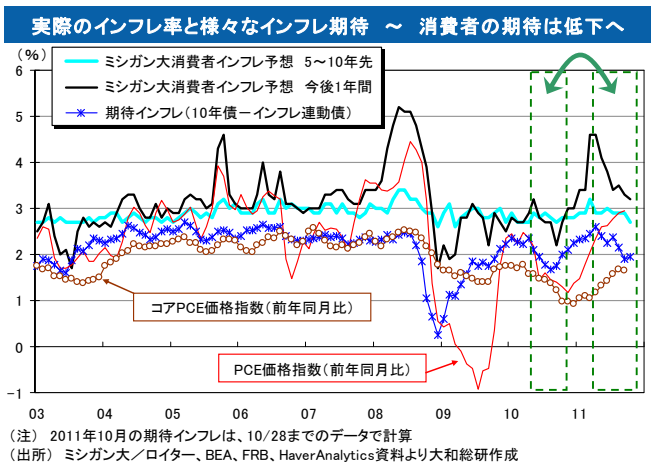
さらに、今年1月から適用されている給与税税率の軽減（従業員負担の社会保障税率の2%分の引き下げ）は所得増に寄与しているが、昨年12月に成立したTax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010に盛り込まれた同措置の期限は今年末まで、現行法のままでは来年初からネットで増税になる。前述したAmerican Jobs Actのなかでは同措置の期間延長及び引き下げ幅の拡大が提案されており、年末にかけての議論が注目される。

所得が伸びないなかで消費支出は増えているために、当然ながら貯蓄額は減少へ。Q3の貯蓄率は4.1%と2007年Q4以来低水準である。2008年の5.4%から2009年の5.1%、2010年の5.3%、そして2011年前半も5.1%と高止まったままだったが、7月から低下傾向を辿り9月は3.6%に低下している。長期にわたる家計の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おり、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ことは可能だろう。だが、貯蓄率の調整による消費増加には限度があり、肝心のフローの所得が増えないことには、本格的な個人消費回復の道筋は想定できない。



個人消費支出デフレーターは前期比で鈍化へ

引き続き、個人消費の実質と名目の伸び率には乖離がみられ、デフレーター(PCE価格指数)の2.4%増に相当する。ただ、2011年Q1の3.9%増、Q2の3.3%増から鈍化しており、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2.3%増と加速してきたが、Q3は2.1%増に。前年同期比では1.6%増と1年半ぶりの高い伸びだが、今後も前期比ベースで抑制されていけば、前年比でもピークアウトの時期を向かえるだろう。

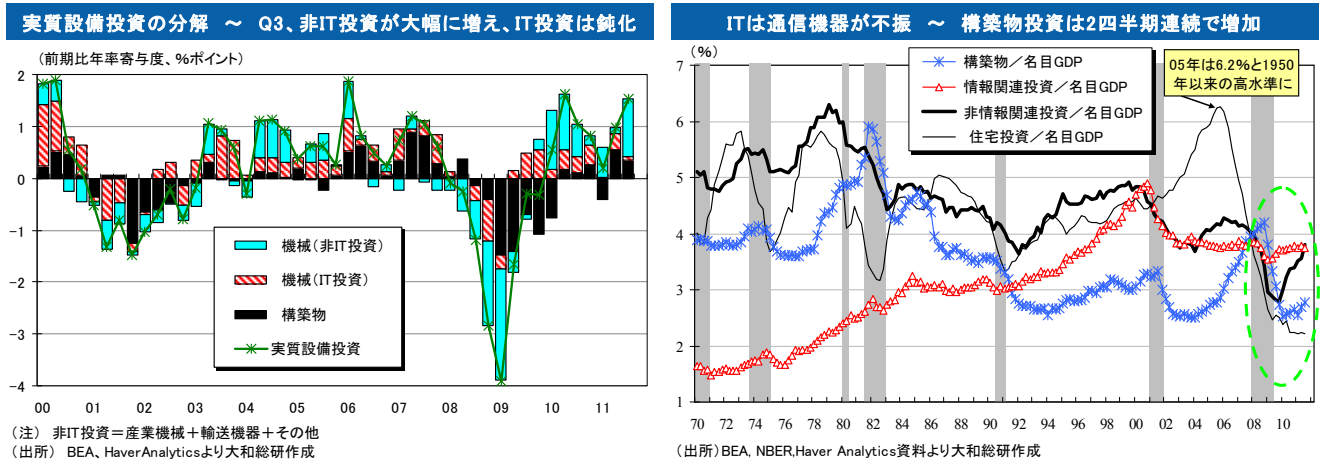


企業の設備投資は、非IT投資の大幅増と構築物投資の増加によって、前期から加速

民間企業の設備投資全体では前期比年率16.3%増と7四半期連続で増加し、寄与度は+1.54%ポイントと個人消費に次ぐ牽引役になっている。2011年Q1(2.1%増)にかけて一旦鈍化したものの、前期に続いて2ケタ増に。加速した背景には、全体の7~8割を占める機器・ソフトウェア投資が17.4%増と5四半期ぶりの高い伸びになったことが挙げられる。このうち、IT投資はQ2の8.9%増から2.0%増に鈍化。コンピュータ及び周辺機器のスローダウンのほかに、通信機器や医療関連などその他IT投資の不振が響いている。しかし、非IT投資の増加がこれらマイナス材料を帳消しにしており、具体的には、輸送関連が38.1%増(3四半期連続の増加)、産業機械も33.1%増と2四半期ぶりに増加した。

9月の非国防・航空機を除く資本財受注が前月比2.4%増と堅調に拡大している点は、Q4の設備投資を占う上ではポジティブな材料である。個人消費同様に、企

業の景況感の落ち込みは、実際の投資活動には反映されていないことになる。



構築物投資は2四半期連続で増加 ～ 依然としてピークよりも3割低い水準

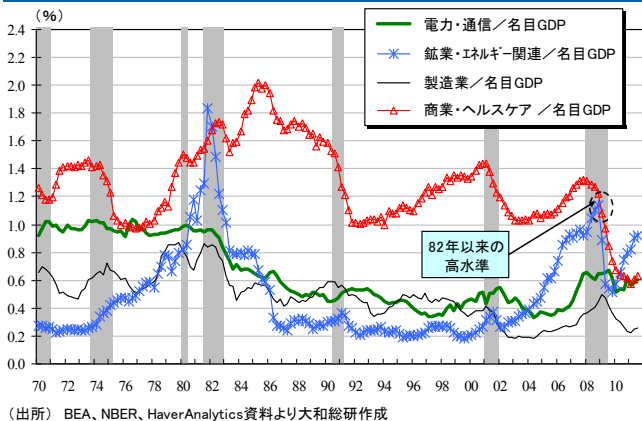
設備投資の2～3割を占める構築物投資は前期比年率13.3%増と2四半期連続で増加したが、Q2の22.6%増から鈍化。中身をみると、構築物投資全体の約3割(2011年Q1～Q3、以下同じ)を占める鉱業・エネルギーが7.9%増(7四半期連続で増加)と前期の33.6%増から鈍化し、原油等エネルギー価格のピークアウトが投資意欲を鈍らせた可能性がある。また、製造業関連(シェア1割弱)も14.5%増と前期の55.4%増から大幅にペースダウンしている。但し、2年間にわたって減少した結果、製造業関連の構築物投資の規模がピークから半減しており、再び調整入りする状況でもないだろう。これらに比べて商業・ヘルスケア(シェア1/4弱)や電力・通信(シェア2割強)は前期に続いて好調である。22.4%増となった商業・ヘルスケアでは、オフィスやヘルスケア、飲食店の増加が目立ち、電力・通信(16.1%増)では専ら電力が貢献しており、通信は再びマイナスに。

最大の押し下げ要因である在庫変動 ～ 企業の慎重な姿勢の表れか、意図せざる鈍化か

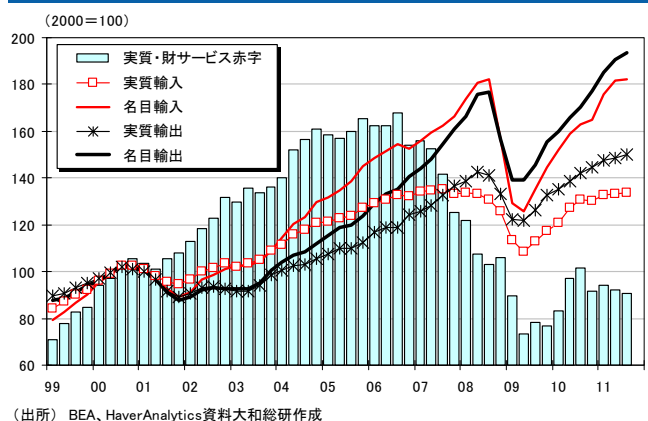
需要項目のなかで唯一成長率を押し下げたのが民間企業の在庫投資増減であり、寄与度は▲1.08%ポイントと2四半期連続でマイナスに寄与している。これは企業の在庫の積み増しペースが前期の391億ドル増から54億ドル増に縮小したためだが、先行き不透明であるが故に企業が在庫増に慎重になったためか、それとも、好調な消費や投資を受けて予想以上に在庫が増えなかったのかは不確かであろう。ただ、前者であれば、10月に入ってからの株価上昇が先行きを示唆と考えると、企業が在庫増に積極的になる可能性がある。また、後者であれば、想定を下回った分を補おうとするだろう。従って、2008～09年の金融危機のような在庫減少が長期化するとは想定しにくい。

Q3では、製造業段階や卸売段階の在庫の積み増しスピードが大幅に鈍化し、なかでも非耐久財に関しては減少に転じている。建設・鉱業等と小売段階の在庫も減少しているが、前者が2四半期ぶりに減少したのに対して、後者の小売段階は4四半期連続の減少中ながらも、マイナス幅は縮小している。自動車ディーラーが抱えている在庫の減少ペースが緩和された点が大いだが、Q3も減っている事実は同じであり、サプライチェーンの混乱の影響が払拭されていないことを示している。なお、農業でも在庫が107億ドル減(2002年Q2以来のマイナス幅)と5四半期連続で減っている。

建設投資 ～ 製造やエネルギーが鈍化、電力やオフィス、医療が好調



輸入を上回る輸出の伸び ～ 純輸出は2四半期連続でプラスに寄与



外需の寄与度は2四半期連続のプラス ～ 輸出が堅調に推移

一方、純輸出（輸出－輸入）の寄与度は+0.22%ポイントと2四半期連続でプラスとなった。輸出が前期比年率4.0%増（9四半期連続で増加）と、控除項目である輸入の伸び率1.9%増を上回ったことがプラスに寄与している。輸出の中身を見ると、資本財（自動車を除く）が好調であるほか、Q2に落ち込んだ自動車や原材料が回復しているが、食品や消費財（自動車を除く）が減少した。Q3の輸出の寄与度は+0.55%ポイントだが、Q1までの過去7四半期の平均+1.32%ポイントに比べると勢いがなくなっている。名目ベース（財・サービス）でも、増加に転じた2009年後半以降では初めての一ケタ台にとどまった。2010年初にオバマ大統領が掲げた、5年間で輸出を倍増させるという計画を達成するためには年15%増が必要だが、やや陰りが見え始めたか。韓国やコロンビア、パナマとのFTA実現はプラス材料だが、輸出は基本的に購入相手次第という側面があり、成長の牽引役になるかは未知数である。

輸入は前期に続いて伸び悩んでいるが（寄与度はQ1までの過去7四半期の平均▲1.75%ポイントから▲0.34%ポイントに）、Q3に関しては、サプライチェーンの混乱によって一時的に落ち込んだ自動車が前期比年率78.6%増と急増している。それにもかかわらず、資本財（自動車を除く）がペースダウンしたほか、消費財（自動車を除く）が9.6%減と9四半期ぶりに減少、原材料（原油を除く）や原油及び同製品も含めた広範囲で輸入が減少したことから、輸入全体は小幅増にとどまっている。

州地方政府の人件費削減は続くが、投資は4四半期ぶりに増加

政府支出は前期比横ばいとなり、1年ぶりにマイナス状態から脱した。連邦政府の支出は2.0%増と2四半期連続で増加し、国防関連支出のプラスが非国防関連支出のマイナスをカバーする形は前期と同じである。また、政府支出の約6割を担う州・地方政府の支出が5四半期連続で減少し足を引っ張る構図も変わらないが、1.3%減と減少率は徐々に縮小している。政府支出全体の約半分を占める州・地方政府の消費支出は2.3%減と引き続き厳しい財政難に直面している実情を表しているが、州・地方政府の投資額が3.4%増と4四半期ぶりに増加したために、全体の減少率は縮小へ。

米国成長率の内訳 <10/27発表分>

	2010		2010Q2		2010Q3		2010Q4		2011Q1		2011Q2		2011Q3	
	成長率	寄与度	成長率	寄与度	成長率	寄与度	成長率	寄与度	成長率	寄与度	成長率	寄与度	成長率	寄与度
名目GDP	4.2	—	5.4	—	3.9	—	4.2	—	3.1	—	4.0	—	5.0	—
実質GDP	3.0	—	3.8	—	2.5	—	2.3	—	0.4	—	1.3	—	2.3	—
国内最終需要	1.8	—	4.9	—	2.3	—	2.7	—	0.4	—	1.3	—	3.2	—
個人消費	2.0	1.44	2.9	2.05	2.6	1.85	3.6	2.48	2.1	1.47	0.7	0.49	2.4	1.72
自動車等	2.4	0.05	7.1	0.16	8.6	0.19	37.1	0.76	15.8	0.37	▲ 25.5	▲ 0.74	▲ 3.3	▲ 0.08
設備投資	4.4	0.42	18.6	1.62	11.3	1.04	8.7	0.82	2.1	0.20	10.3	0.98	16.3	1.54
構築物	▲ 15.8	▲ 0.51	7.5	0.18	4.2	0.10	10.5	0.26	▲ 14.3	▲ 0.40	22.6	0.54	13.3	0.34
情報化投資	9.9	0.35	10.7	0.38	8.6	0.31	10.9	0.39	0.3	0.01	8.9	0.32	2.0	0.07
コンピュータ	30.4	0.16	45.1	0.23	9.5	0.06	23.0	0.14	▲ 6.7	▲ 0.05	50.5	0.27	16.0	0.10
ソフトウェア	2.8	0.05	1.5	0.03	7.1	0.12	8.2	0.14	2.0	0.04	8.0	0.14	6.9	0.12
非情報化投資	21.3	0.58	40.5	1.06	21.1	0.63	4.7	0.17	19.1	0.59	8.8	0.12	35.6	1.13
住宅投資	▲ 4.3	▲ 0.11	22.8	0.50	▲ 27.7	▲ 0.76	2.5	0.06	▲ 2.4	▲ 0.06	4.2	0.09	2.4	0.05
民間需要	2.1	—	5.1	—	2.6	—	4.0	—	1.9	—	1.8	—	4.0	—
政府支出	0.7	0.14	3.7	0.77	1.0	0.20	▲ 2.8	▲ 0.58	▲ 5.9	▲ 1.23	▲ 0.9	▲ 0.18	0.0	0.00
連邦政府	4.5	0.37	8.8	0.71	3.2	0.26	▲ 3.0	▲ 0.26	▲ 9.4	▲ 0.82	1.9	0.16	2.0	0.16
州地方政府	▲ 1.8	▲ 0.23	0.4	0.05	▲ 0.5	▲ 0.06	▲ 2.7	▲ 0.33	▲ 3.4	▲ 0.41	▲ 2.8	▲ 0.34	▲ 1.3	▲ 0.16
純輸出	—	▲ 0.51	—	▲ 1.94	—	▲ 0.68	—	1.37	—	▲ 0.34	—	0.24	—	0.22
輸出	11.3	1.31	10.0	1.19	10.0	1.21	7.8	0.98	7.9	1.01	3.6	0.48	4.0	0.55
輸入	12.3	▲ 1.82	21.6	▲ 3.13	12.3	▲ 1.89	▲ 2.3	0.39	8.3	▲ 1.35	1.4	▲ 0.24	1.9	▲ 0.34
民間在庫投資	—	1.64	—	0.79	—	0.86	—	▲ 1.79	—	0.32	—	▲ 0.28	—	▲ 1.08
GDPデフレーター	1.2	—	1.5	—	1.4	—	1.9	—	2.5	—	2.5	—	2.5	—
コアPCE価格指数	1.4	—	1.3	—	0.8	—	0.7	—	1.6	—	2.3	—	2.1	—

(注)成長率は前期比年率 %。統計誤差が存在することから、各項目寄与度の合計がGDP成長率と合致しない。

(出所)BEA資料より大和総研作成