

米国 在庫投資の大幅な押し上げによる高成長(09年10~12月期実質GDP：速報)

発表日：2010年1月29日（金）

~国内最終需要が小幅拡大にとどまっており米景気は緩やかな回復傾向~

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 桂畑 誠治

03-5221-5001

実質GDP (Gross Domestic Product)

	実質GDP							名目GDP		GDP デフレーター	
		個人消費	住宅投資	設備投資	在庫投資	政府支出	純輸出	輸出	輸入		
2004	+3.6	+3.5	+9.8	+6.0	(+0.29)	+1.4	(▲0.88)	+9.5	+11.0	+6.5	+2.8
2005	+3.1	+3.4	+6.2	+6.7	(+0.10)	+0.3	(▲0.13)	+6.7	+6.1	+6.5	+3.3
2006	+2.7	+2.9	▲7.3	+7.9	(▲0.37)	+1.4	(+0.42)	+9.0	+6.1	+6.0	+3.3
2007	+2.1	+2.7	▲18.5	+6.2	(▲0.18)	+1.7	(+0.99)	+8.7	+2.0	+5.1	+2.9
2008	+0.4	▲0.2	▲22.9	+1.6	(▲0.46)	+3.1	(+0.77)	+5.4	▲3.2	+2.6	+2.1
2009	▲2.4	▲0.6	▲20.4	▲17.9	(+0.08)	+1.9	(+1.00)	▲9.9	▲14.2	▲1.3	+1.2
08/1Q	▲0.7	▲0.6	▲28.2	+1.9	(▲0.21)	+2.6	(+0.36)	▲0.1	▲2.5	+1.0	+1.9
08/2Q	+1.5	+0.1	▲15.8	+1.4	(▲1.25)	+3.6	(+2.35)	+12.1	▲5.0	+3.5	+1.8
08/3Q	▲2.7	▲3.5	▲15.9	▲6.1	(+0.26)	+4.8	(▲0.10)	▲3.6	▲2.2	+1.4	+4.0
08/4Q	▲5.4	▲3.1	▲23.2	▲19.4	(▲0.64)	+1.2	(+0.45)	▲19.5	▲16.7	▲5.4	+0.1
09/1Q	▲6.4	+0.6	▲38.2	▲39.2	(▲2.36)	▲2.6	(+2.64)	▲29.9	▲36.4	▲4.6	+1.9
09/2Q	▲0.7	▲0.9	▲23.2	▲9.6	(▲1.42)	+6.7	(+1.65)	▲4.1	▲14.7	▲0.8	▲0.0
09/3Q	+2.2	+2.8	+18.9	▲5.9	(+0.69)	+2.7	(▲0.81)	+17.8	+21.3	+2.6	+0.4
09/4Q	+5.7	+2.0	+5.7	+2.9	(+3.39)	▲0.2	(+0.50)	+18.1	+10.5	+6.4	+0.6

(出所) 商務省(Department of Commerce)、予測は当社。

(注) 数字は前期比年率伸び率。但しカッコ内は対実質GDP寄与度(前期比年率ベース)

10~12月期は実質GDP成長率が前期比年率+5.7%に加速も実質国内最終需要は同+1.8%に減速

2009年10~12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+5.7%(前期同+2.2%)と加速し、市場予想の同+4.6%を上回った。もともと、在庫投資によって3.39%、押し上げられており、景気の強さを示す実質国内最終需要は前期比年率+1.8%と前期の同+2.3%から鈍化し低い伸びにとどまっている。米国経済は、米国を含む各国の景気刺激策や金融対策による需要の回復、在庫調整の進展によって、緩やかに拡大している。

2009年年間では、実質GDP成長率が前年比▲2.4%(2008年の同+0.4%)と1991年以来のマイナス成長となった一方、名目GDP成長率は同▲1.3%と1949年以来のマイナスに転じた。

GDP統計を受け、株高、ドル高、金利上昇

GDP統計発表直後の市場反応は、実質GDP成長率が予想を大幅に上回ったことを受け、10年債利回りが上昇、ドルは対円、対ユーロで強含み、株価指数先物が上昇した。ただし、その後、ハイテク企業の業績懸念などによって株価が下落したため、10年債利回りも低下した。

今後、2010年前半堅調も後半に鈍化

2010年前半に、米国経済は在庫の押し上げ効果が徐々に弱まるため成長ペースを鈍化するが、数四半期は政策効果によって潜在成長率を上回る成長が予想される。しかし、年後半には、不良債権の増加による引き締め気味の金融環境の持続や、大幅な需給ギャップの残存、政策効果の息切れによって、成長ペースは鈍化すると予想される。

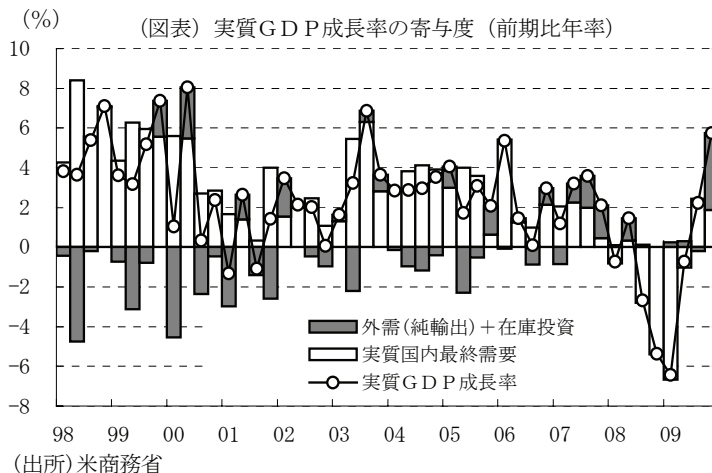
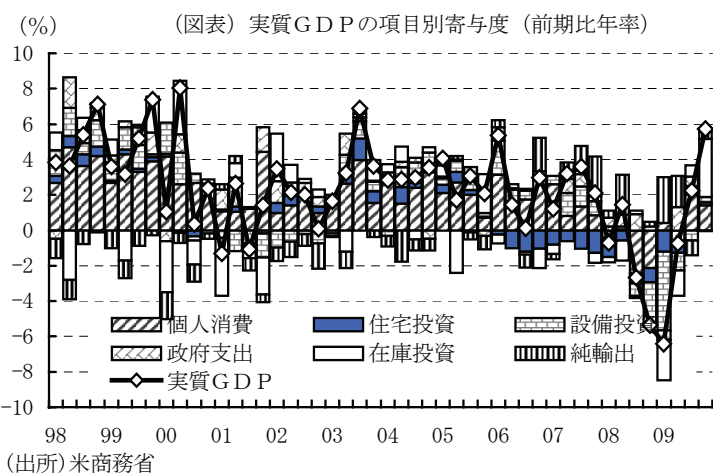
**実質国内最終需要は
前期比年率+1.8%と
減速し低い伸びにと
どまった**

需要項目別にみると、個人消費は、信用逼迫、雇用環境の悪化にもかかわらず、税負担の軽減・失業保険の給付期間延長・減税などによる所得の押し上げ、マインドの底打ち、株高を背景に拡大した。自動車販売は、自動車メーカーによる値引き、キャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大、新モデルの発売によって、減少幅が抑制された。

住宅部門では、住宅ローン向け融資基準が厳格化されたままであったものの低下したことや、FRBの非伝統的な金融政策によるモーゲージ金利の低位安定、販売価格の大幅な下落、政府による住宅購入支援策、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ（9,000億ドル）に伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は増加した。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資は拡大した。

企業部門では、世界的な景気・金融対策による内外景気の先行き不透明感の弱まり、経営者マインドの改善等を背景に、設備投資は拡大に転じた。一方、在庫投資は大幅な減少ペースの鈍化によりプラス寄与を拡大した。この結果、実質国内需要は前期比年率+5.1%（前期同+3.0%）と加速した。純輸出は輸入の伸びが鈍化した一方、輸出が加速したため、プラス寄与に転じた。

もともと、景気の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率+1.8%（前期同+2.3%）と減速しており、米国経済は緩やかな拡大にとどまっている（下記図表参照）。



**米国経済は2010年前半
堅調に推移**

米国経済は、2010年前半にかけて、景気対策によるインフラ投資など政府支出の高い伸びや、住宅購入支援策による住宅投資の回復、減税・移転所得等による個人消費の下支え、各国での景気対策による世界経済の拡大、これらの動きを受けた在庫の増加によって、潜在成長率である前期比年率+2.5%を上回る成長が予想される。

景気対策では、2009年2月に決定された景気対策関連の支出が続くうえ、期限を迎えた一部の景気対策も延長や拡大されている（総額約450億ドル）。主要な対策の内容は、①失業手当の給付期間を14週間延長、失業率が8.5%を超える州ではさらに6週間延長する。②住宅の新規購入者に対する税額控除（8,000ドル）を5か月間延長し2010年4月末とする。また、5年以上住宅を保有した人が住宅を買い替える場合も6,500ドルの控除を認める。③企業向けの優遇税制では、2008年、2009年に計上した損失額に応じて、

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

過去に納付した税金を還付する優遇税制をこれまでの中小企業から、全ての企業に適用を拡大する。これに伴い今年度に330億ドル程度の税還付が行われる見込みである。

家計部門では、失業保険給付期間の延長など政府支援や雇用の減少幅縮小によって、所得の緩やかな拡大が予想される。消費者マインドも景気の先行き拡大期待が支える形で、低水準ながら安定が見込まれる。また、自動車の買い替え支援策が終了したが、自動車メーカーによるキャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大が実施され、自動車買い替え支援策が実施される前の水準を上回る1,050万台前後で推移すると予想される。このため、個人消費は緩やかに拡大を続けよう。住宅では、住宅ローン向け融資基準の厳格化が和らいでいることや、FRBの非伝統的な金融政策によるモーゲージ金利の低位安定、販売価格の大幅な下落、政府による住宅購入支援策、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ（9,000億ドル）に伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は緩やかに増加しよう。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資は小幅拡大すると見込まれる。

企業部門では、自動車買い替え支援策による販売の急増、その後の自動車販売の底堅さによって販売在庫が低水準にとどまっていることから、自動車生産の拡大が見込まれる。これを受け他の部門にも波及する形で在庫復元の動きが続くとみられ、在庫投資は数四半期GDP成長率の押し上げ要因となろう。

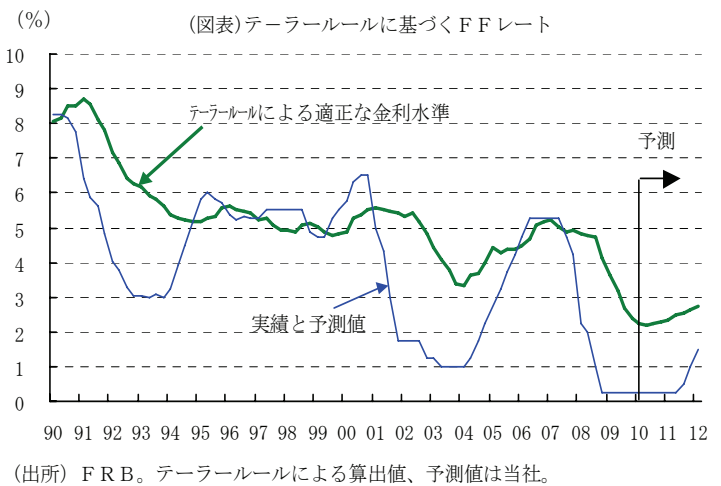
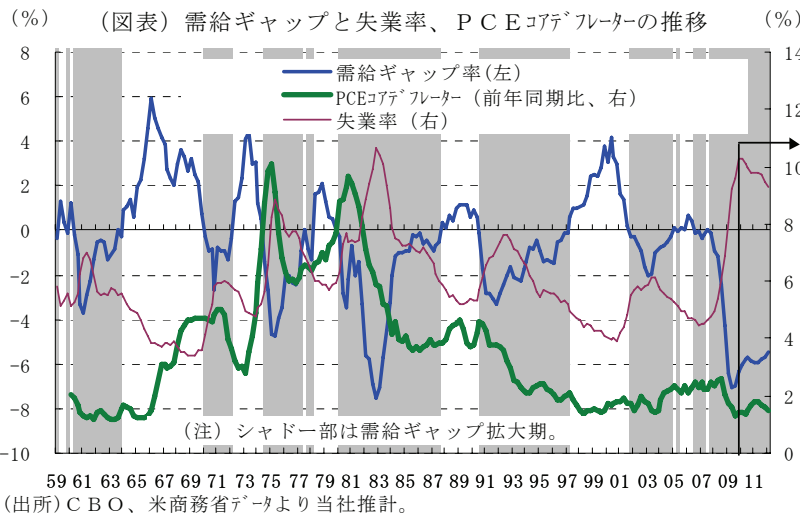
設備投資は、信用逼迫の緩和、先行き不透明感の後退により、緩やかに拡大すると予想される。

2010年後半に減速

2010年後半以降、大幅に拡大した需給ギャップの残存、引き締め気味の金融環境などによって個人消費、住宅販売、投資は緩やかな拡大にとどまろう。そのような中、景気対策の息切れや在庫復元の動き一巡から、早いタイミングでの追加の景気対策の実施や、世界経済の速いペースでの回復がなければ、2010年後半から2011年前半にかけて景気は減速する公算が大きい。2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって、需給ギャップは2011年にかけて大幅に拡大した状態が持続することから、失業率の高止まり、高いオフィス空室率、低い設備稼働率が持続し、雇用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう。さらに、需要の急速な回復には融資基準の緩和が必要であるものの、不良資産の処理に時間がかかると見込まれることから、金融機関の融資姿勢が2010年内に緩和的になる可能性は小さい。引き締め気味の金融環境によって、個人消費、住宅販売、投資の拡大ペースは抑制されると見込まれる。

FRBは信用緩和策を徐々に終了するも事実上のゼロ金利政策は2010年中維持する公算

金融政策に関しては、大幅な需給ギャップの残存によって、FFレートの適正水準は2011年1～3月期においてもマイナス水準にとどまると予想される。大幅な需給ギャップの残存により失業率が9%台で高止まりを続け、コアインフレも低位安定が見込まれることから、FRBは2010年を通じて事実上のゼロ金利政策を継続すると予想される。このような中、金融市場に歪みをもたらすリスクがある「信用緩和策」は徐々に終了する公算が大きい。



●2009年10～12月期GDP統計の詳細解説

個人消費コアデフレーターは前期比年率+1.4%と低い伸び

インフレ動向では、GDPデフレーターが前期比年率+0.6%（前期同+0.4%）、国内需要デフレーターは同+2.1%（前期同+1.3%）と小幅加速したが、低い伸びにとどまった。一方、個人消費デフレーターがエネルギー価格の上昇などにより同+2.7%（前期同+2.6%）とやや高い伸びとなったが、個人消費コアデフレーターは同+1.4%（前期同+1.2%）と低い伸びにとどまっており、インフレ環境は落ち着いている。

10～12月期の個人消費は緩やかに拡大

10～12月期の需要項目別の動向では、個人消費は前期比年率+2.0%（前期同+2.8%）と鈍化した。

財別の消費動向では、サービス消費は前期比年率+1.7%（前期同+0.8%）と加速した。飲食サービスなどが減少したものの、余暇、電気・ガス等住宅関連、医療費が拡大した。さらに、非耐久財消費は、燃料消費が減少したが、衣料品、食料品消費の拡大により同+4.3%（同+1.5%）と拡大ペースを速めた。一方、耐久財消費は、自動車消費の減少によって同▲0.9%（同+20.4%）とマイナスに転じた。

住宅投資は2四半期連続で拡大

住宅投資は、住宅販売の増加によって、住宅の在庫率が低下した影響を受け、前期比年率+5.7%（前期同+18.9%）と2四半期連続の拡大となったが、大幅に減速した。

設備投資は6四半期ぶりの拡大

企業部門については、金融対策の実施、内外景気の先行き不透明感の緩和を背景に設備投資は前期比年率+2.9%（前期同▲5.9%）と6四半期ぶりに増加した。内訳をみると、構築物投資が同▲15.4%（同▲18.4%）と大幅な減少が続いたが、機械・ソフトウェア投資が同+13.3%（同+1.5%）と加速した。機械・ソフトウェア投資では、主要な構成項目である情報化投資が前期比年率+17.4%（同+7.6%）、変動の大きい輸送機械投資が同+75.8%（同+22.8%）と加速し、増産投資が同▲3.6%（同▲13.5%）と減少幅を縮小した。

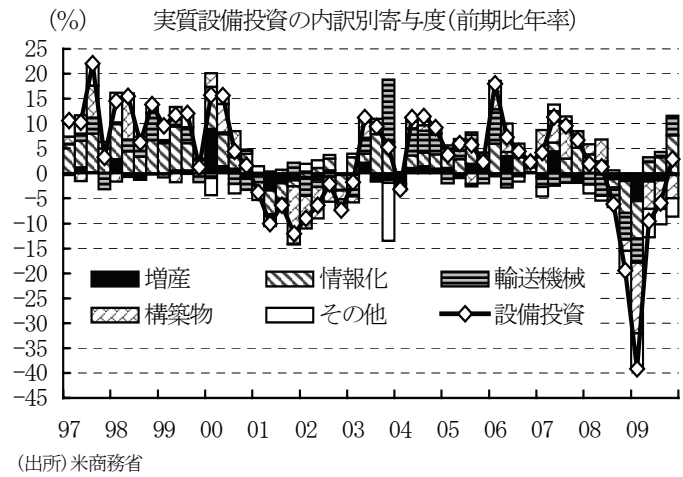
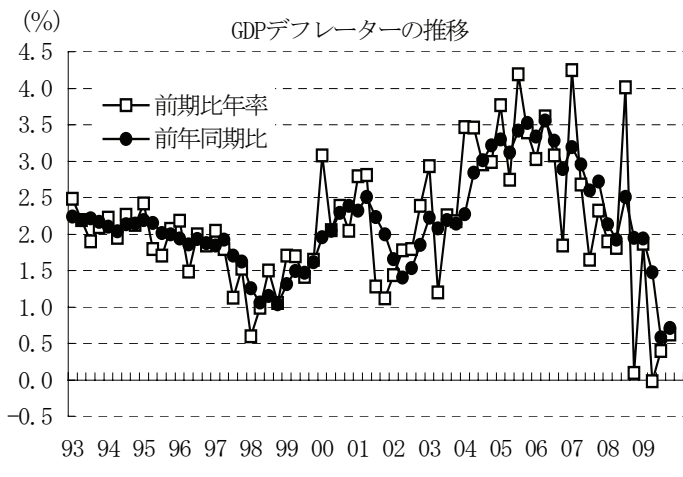
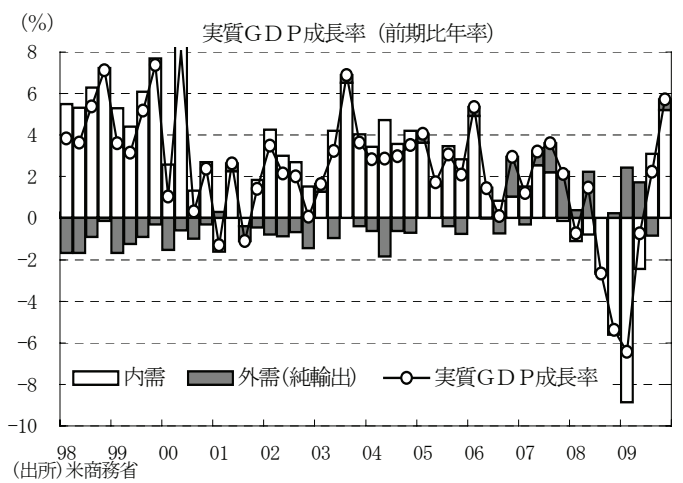
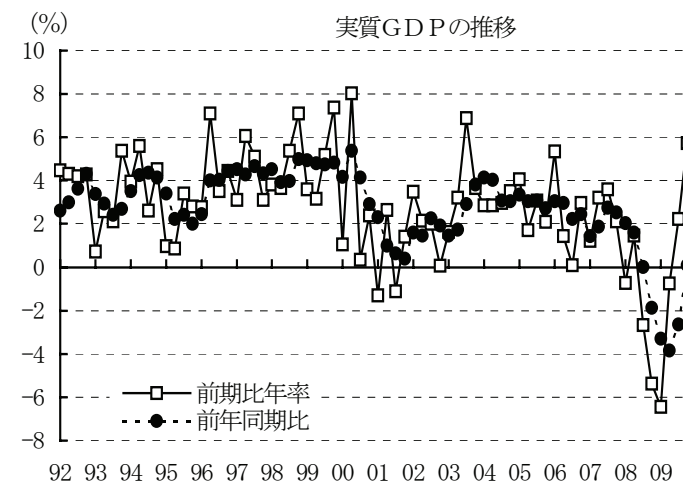
さらに、在庫投資のGDP寄与度は、前期比年率+3.39%ポイント（前期同+0.69%）とプラス幅を大幅に拡大し、10～12月期の実質GDP成長率を最も押し上げた。

純輸出が再びプラス寄与

海外需要の回復を背景に輸出が前期比年率+18.1%（前期同+17.8%）と加速し、高い伸びを保った。一方、国内需要の弱さを映じて輸入は同+10.5%（同+21.3%）と鈍化した。結果、純輸出のGDP寄与度は同+0.50%ポイント（前期同▲0.81%）とプラス寄与に転じた。

景気刺激策も財政悪化が足枷に

政府支出は、前期比年率▲0.2%（前期同+2.6%）と減少した。連邦政府支出が前期の反動もあり同+0.1%（前期同+8.0%）と大幅に鈍化した。連邦政府支出では国防支出が同+8.1%（前期同+7.0%）と加速したが、非国防支出が前期の景気対策関連の支出増加の反動により同▲3.5%（前期同+8.4%）と減少に転じた。一方、州・地方政府の支出が連邦政府から支援を受けたにもかかわらず、税収の大幅な減少による歳出削減によって同▲0.3%（前期同▲0.6%）と減少した。



以上

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。