

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

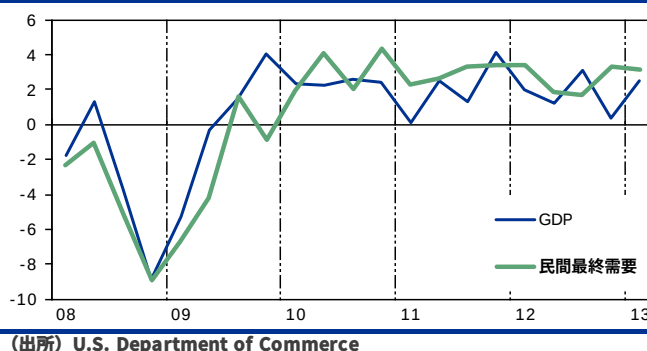
米国経済は復調も、4～6 月期には財政の逆風が強まる

1～3 月期の米国経済は前期比年率 2.5%へ加速。市場予想は下回るも、民間最終需要は個人消費や住宅投資を中心に好調であり、米国経済は復調。しかし、4～6 月期には財政の逆風により 1% 台へ再び減速の見込み。インフレ率は低位にとどまり、インフレ懸念からの金融緩和縮小は不要。

1～3 月期は予想を下回るが民間最終需要は堅調

米商務省が公表した 2013 年 1～3 月期の実質GDP成長率は前期比年率 2.5%となり、昨年 10～12 月期の 0.4%から明確に加速したものの、市場予想の 3.0%には届かなかった（当社予想 2.8%）。但し、市場予想を下回った理由は、①在庫投資の想定を下回る伸び、もしくは②輸入の想定を上回る伸び（純輸出の下振れ）であったと考えられ¹、過度に悲観する必要はない。1～3 月期の成長率は、既に述べたように 10～12 月期から明確に加速したほか、潜在成長率と考えられる 2%台半ばを確保もしている。また、民間最終需要に限って見れば、10～12 月期 3.3%、1～3 月期 3.1%と 2 四半期連続で 3%台の伸びを記録した。米国経済は昨年半ばに減速した後、年末から 2013

実質GDP成長率の推移（前期比年率、%）



GDP成長率の四半期推移

	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 % Pt			
	2012年 4～6月 Final	2012年 7～9月 Final	2012年 10～12月 Final	2013年 1～3月 1st	2012年 4～6月 Final	2012年 7～9月 Final	2012年 10～12月 Final	2013年 1～3月 1st
GDP	1.3	3.1	0.4	2.5	-	-	-	-
個人消費	1.5	1.6	1.8	3.2	1.06	1.12	1.28	2.24
耐久財	▲0.2	8.9	13.6	8.1	▲0.02	0.66	1.00	0.62
非耐久財	0.6	1.2	0.1	1.0	0.10	0.19	0.02	0.16
サービス	2.1	0.6	0.6	3.1	0.99	0.26	0.27	1.46
設備投資	3.6	▲1.8	13.2	2.1	0.36	▲0.19	1.28	0.22
構築物投資	0.6	0.0	16.7	▲0.3	0.02	0.00	0.46	▲0.01
機器及びソフトウェア	4.8	▲2.6	11.8	3.0	0.35	▲0.19	0.82	0.23
住宅投資	8.5	13.5	17.6	12.6	0.19	0.31	0.41	0.31
在庫投資	-	-	-	-	▲0.46	0.73	▲1.52	1.03
純輸出	-	-	-	-	0.23	0.38	0.33	▲0.50
輸出	5.3	1.9	▲2.8	2.9	0.72	0.27	▲0.40	0.40
輸入	2.8	▲0.6	▲4.2	5.4	▲0.49	0.11	0.73	▲0.90
政府支出	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.1	▲0.14	0.75	▲1.41	▲0.80
連邦	▲0.2	9.5	▲14.8	▲8.4	▲0.02	0.71	▲1.23	▲0.65
国防	▲0.2	12.9	▲22.1	▲11.5	▲0.01	0.64	▲1.28	▲0.60
非国防	▲0.4	3.0	1.7	▲2.0	▲0.01	0.08	0.04	▲0.05
地方政府	▲1.0	0.3	▲1.5	▲1.2	▲0.12	0.04	▲0.18	▲0.14

(出所) U.S. BEA

¹ 両者は因果関係として矛盾しており、両方を想定した向きは少ないと考えられる。当社に関して言えば、予想 2.8%とのズレについては、輸入の上振れに伴う純輸出の下振れが主たる要因であり、在庫投資は概ね想定どおりの結果だった。

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。

年 1～3 月期にかけて、復調したと言えるだろう。

4～6 月期は財政の逆風が強まる

しかし、4～6 月期に、米国経済は、財政面から再び逆風に見舞われる。3 月 1 日から開始された自動歳出削減が、本格的に牙を剥くためである。その影響は、既に景況感などに色濃く現れている。企業景況感を示す ISM 指数は製造業が 3 月に前月差▲2.9%Pt、非製造業も▲1.6%Pt と大幅に低下した。4 月も地区連銀データが軒並み悪化しており、更なる低下が見込まれる。

また、実体データを見ても、耐久財受注や小売販売、雇用統計など、3 月にかけて勢いを失っているものが多い。財政支出削減を踏まえ、企業や家計が自己防衛のために、自らも支出行動を抑制していると推察できる。こうした財政面からの悪影響を踏まえ、当社では、1～3 月期の米国経済について前期比年率 1%台前半への減速を予想している（従来から据え置き）。なお、7～9 月期以降は、財政面からの逆風が弱まり、また構造問題の緩和や住宅市場の回復、シェール革命等により進んでいる経済の足腰強化が力を発揮するため、成長ペースは再加速、潜在成長ペース程度に高まる見込みである。暦年ベースの成長率は 2013 年 1.9%、2014 年 2.4%と予想している（従来から据え置き）。

以下では、1～3 月期の米国経済について詳細に見ていく。

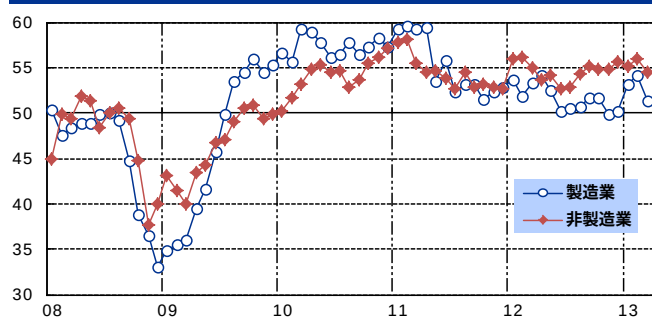
個人消費はサービスを中心に極めて高い伸び

米国経済を考える上で、最も重要な需要項目である個人消費は 2013 年 1～3 月期に前期比年率 3.2%（10～12 月期 1.8%）と極めて高い伸びを示した。これは、2010 年 10～12 月期以来の高い伸び率である。家事・教養娯楽・金融など幅広い分野でサービス消費（10～12 月期 0.6%→1～3 月期 3.1%）が伸びたほか、衣料や食料を中心に非耐久財消費が復調（10～12 月期 0.1%→1～3 月期 1.0%）、自動車や教養娯楽関連を中心に耐久財（10～12 月期 13.6%→1～3 月期 8.1%）も高い伸びを維持した。但し、財政支出削減の影響もあり、4～6 月期にかけては雇用所得環境の改善が勢いを失い、個人消費も鈍化すると見込まれる。

貯蓄率は特殊要因からボラタイル

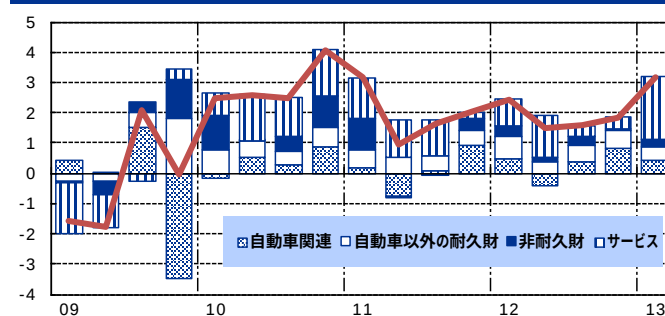
貯蓄率は、7～9 月期 3.6%が 10～12 月期に 4.7%へ上昇した後、1～3 月期は 2.6%へ低下した。一見すると、（貯蓄率の逆数である）家計の消費性向が 1～3 月期に強まり、消費加速に繋がったように見える。ただ、こうした貯蓄率の変動は、2013 年からの増税を回避するため、10～12 月期に特別配当や特別ボーナスが支払われ、1～3 月期はその反動が生じた影響が大きい。加えて、1 月からの給与税増税（＝所得減少）や

ISM調査の企業景況感（中立＝50）



（出所）Institute for Supply Management

個人消費の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

家計貯蓄率の推移（%）



（出所）U.S. Department of Commerce

2～3月の気温低下によるエネルギー消費拡大（＝支出拡大）なども影響した。ただ、10～12月期と1～3月期の貯蓄額を平均すると4,397億ドルになり、7～9月期4,351億ドルからほぼ横ばいである。均してみれば、家計の消費性向に大きな変化は生じていないと言える。

設備投資は大きく減速

1～3月期の固定資本形成では、住宅市場の回復継続を受けて住宅投資が前期比年率12.6%（10～12月期17.5%）と3四半期連続で二桁の伸びを確保したものの、設備投資は2.1%（10～12月期13.1%）へ減速している。設備投資は、構築物投資が▲0.2%（10～12月期16.7%）と減少へ転じたほか、機器・ソフトウェア投資も3.0%（10～12月期11.8%）へ伸びが鈍化した。資本財の受注動向は昨年10～12月期以降、2月まで良好だったが、3月に失速している。そのため、設備投資は4～6月期に幾分持ち直すものの、引き続き力強さを欠くものと見込まれる。

在庫投資は農業部門増加の一方、非農業部門は低位のまま

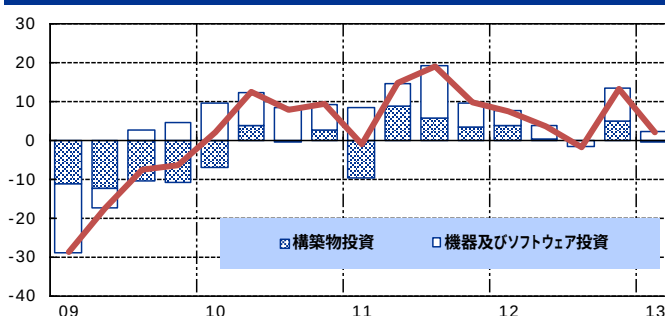
在庫投資は、1～3月期に成長率に対して前期比年率1.0%Ptのプラス寄与を示し、個人消費に次ぐ押し上げ項目となった。内訳を見ると、昨年の干ばつの影響により減少が続いてきた農業部門の在庫投資が1～3月期は増加に転じた影響が大きい。農業部門の在庫投資は昨年7～9月期に▲192億ドル、10～12月期▲152億ドルと大幅なマイナスを記録した後、輸入などによる在庫補填で1～3月期に67億ドルと小幅ながらプラスに転じた。一方、非農業部門の在庫投資は2012年平均596億ドルに対し、2013年1～3月期も426億ドル（10～12月期は348億ドル）と低位に維持されている。

以上を踏まえると、1～3月期増加の反動から4～6月期に農業部門の在庫投資が圧縮されるとは見込まれないものの、景況感が示す企業側の慎重姿勢に鑑みれば非農業部門の在庫投資は4～6月期に抑制される可能性がある。従って、4～6月期の在庫投資は1～3月期から小幅抑制され、成長率を小幅押し下げると予想される²。

政府支出の減少が続く

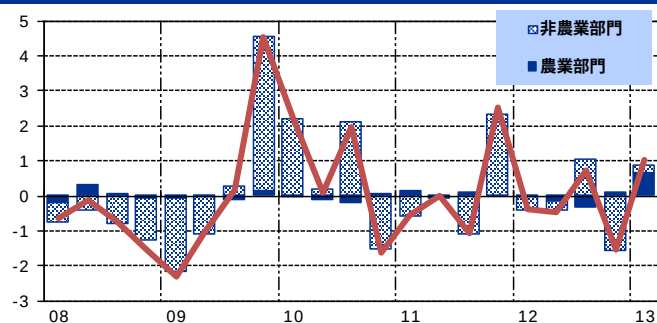
政府支出は、前期比年率▲4.1%（7～9月期▲7.0%）と、マイナス幅こそ鈍化したものの2四半期連続で減少した。連邦部門については、削減方針が明確な国防支出が▲11.5%（10～12月期▲22.0%）と2四半期連続で大幅に減少したほか、非国防支出も▲2.0%（10

設備投資の推移（前期比年率、%）



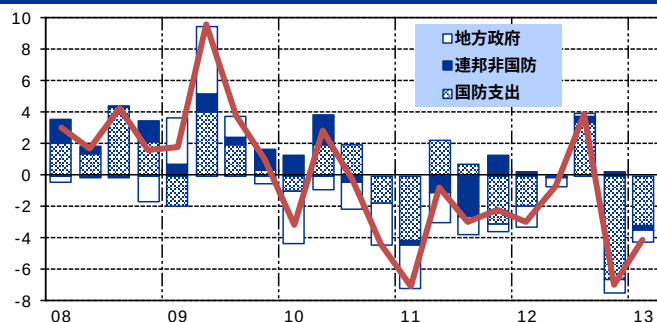
（出所）U.S. Department of Commerce

在庫投資の寄与度推移（前期比年率、%Pt）



（出所）U.S. Department of Commerce

政府支出の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

² 在庫投資が前期と同じ規模であれば、成長率への寄与はゼロとなる。

～12 月期 1.7%)と 3 四半期ぶりの減少に転じている。また、地方政府の支出は▲1.2% (10～12 月期▲1.5%)と緩やかな削減が続いた。自動歳出削減の発動もあり、4～6 月期以降も政府支出は減少が続く見込みである。

輸出は低調の一方、輸入が伸びる

1～3 月期に、**輸出は前期比年率 2.9%** (10～12 月期▲2.8%)と 2 四半期ぶりに増加した。しかし、2012 年の伸びである 3.4%には届かず、**持ち直しペースは引き続き緩慢**である。貿易統計 (データ公表は 2 月まで)を見ると、仕向け地別には、米州向けは好調だったが、欧州向けやアジア向けが低調に推移し、足を引っ張っている。一方、**輸入は前期比年率 5.4%** (10～12 月期▲4.2%)と**輸出を大きく上回る伸び**を示した。シェール革命を反映しエネルギー輸入は減少したが、在庫補填のため食料関連の生産財が伸び、また個人消費の拡大を映じて最終消費財の輸入も堅調に推移している。

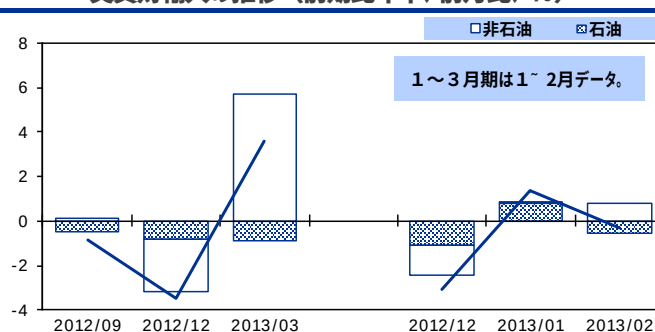
輸入が輸出を大きく上回る伸びを示したことから、純輸出 (輸出－輸入) は 5 四半期ぶりに赤字が拡大し、成長率を前期比年率 0.5%Pt押し下げた。なお、3 月の貿易データは未公表であり、商務省の想定に基づいて、1～3 月期の輸出入が推計されているため、今後大幅に改訂される可能性がある点には注意が必要である³。

インフレ懸念はない

1～3 月期の **GDP デフレーターは前期比年率 1.2%となり、前期の 1.0%に続き低位**に留まった。デフレーター上昇が観察されるのは、市場回復が進み、かつサプライチェーンにボトルネックが生じている住宅投資に限られる。他についてはインフレ昂進の動きは全く観察されない。

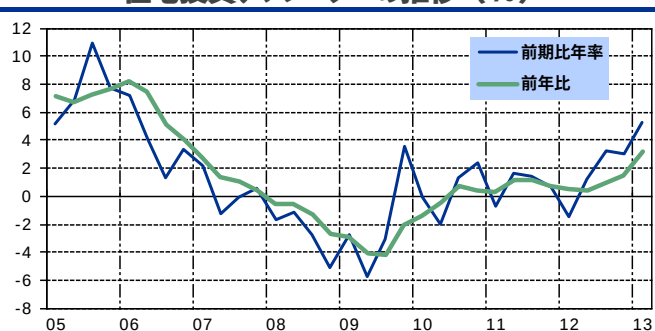
Fed がインフレ動向把握のために重視する**個人消費デフレーター (PCED) はコアが 1.2% (10～12 月期 1.0%)と 3 四半期連続で 1%近傍、ガソリン価格の伸び鈍化などにより PCED 全体は 0.9% (10～12 月期 1.6%)と 1%を割り込んでいる。**共に、Fed がインフレ率の長期的なゴールに掲げる 2%からはほど遠い。期待インフレ率の安定を踏まえれば、デフレリスクが強く懸念されるような環境ではないものの、インフレリスクを掲げて金融緩和度合いの縮小を急ぐ必要もないと言える。

実質財輸入の推移 (前期比年率、前月比、%)



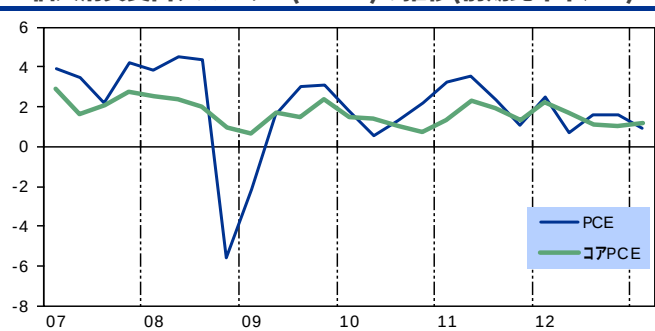
(出所) CEIC

住宅投資デフレーター (前期比年率、前年比、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

個人消費支出デフレーター (PCED) の推移 (前期比年率、%)



(出所) U.S. Department of Commerce

³ これは、構築物投資や在庫投資などにも当てはまる。