Jun 27, 2013　No.2013-117　伊藤忠経済研究所

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

米国の予想外の 1～3 月期成長率下方修正と Fed の金融政策

米国の 1～3 月期成長率は二次推計値の 2.4%が最終推計で 1.8%へ大幅に下方修正。民需が下方修正されているが、特に個人消費の修正が大きい。外需は上方修正だが、輸出に限れば、伸びがマイナス圏へ下方修正。今回の成長率下方修正が、資産買入縮小のタイミングに影響を及ぼす可能性も。

1～3 月期成長率は 1.8%へ大幅に下方修正

米国の 2013 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、二次推計の前期比年率 2.4%が最終推計において 1.8%へ大幅に下方修正された。元々、この最終推計（Final Estimate）は民間側において予想が困難なためサプライズとなることが多いが、それにしても予想外の大幅な下方修正である。

内訳では、サービス支出の下方修正により、**個人消費が前期比年率 3.4%から 2.6%へ、構築物投資を中心に設備投資は 2.2%から 0.4%へ下方修正**された。前者で 0.6%Pt 弱の、後者で 0.2%Pt 弱、合計で 0.8%Pt 弱の引き下げ寄与である。こうした内需の二大項目の下方修正を多少緩和したのが外需であり、外需すなわち**純輸出の寄与度は▲0.21%Pt から▲0.09%Pt へ上方修正**された。但し、外需の内訳を見ると**輸出が前期比年率 0.8%から▲1.1%へ下方修正**されており、内容は良くない。純輸出の上方修正は、輸入の下方修正額が輸出のそれを上回ったために過ぎない。

なお、消費支出が下方修正される一方で、家計の可処分所得の修正は軽微だったため、1～3 月期の家計の貯蓄率は 2.3%から 2.5%へ上方修正されている。

GDPの改訂状況

	前期比年率 %				前期比年率・寄与度 %Pt			
	2012年 10～12月	2013年 1～3月			2012年 10～12月	2013年 1～3月		
	Final	1st	2nd	Final	Final	1st	2nd	Final
GDP	0.4	2.5	2.4	1.8	-	-	-	-
個人消費	1.8	3.2	3.4	2.6	1.28	2.24	2.40	1.83
耐久財	13.6	8.1	8.2	7.6	1.00	0.62	0.63	0.58
非耐久財	0.1	1.0	2.2	2.8	0.02	0.16	0.35	0.45
サービス	0.6	3.1	3.1	1.7	0.27	1.46	1.42	0.80
設備投資	13.2	2.1	2.2	0.4	1.28	0.22	0.23	0.04
構築物投資	16.7	▲0.3	▲3.5	▲8.3	0.46	▲0.01	▲0.11	▲0.26
機器及びソフトウェア	11.8	3.0	4.6	4.1	0.82	0.23	0.34	0.31
住宅投資	17.6	12.6	12.1	14.0	0.41	0.31	0.30	0.34
在庫投資	-	-	-	-	▲1.52	1.03	0.63	0.57
純輸出	-	-	-	-	0.33	▲0.50	▲0.21	▲0.09
輸出	▲2.8	2.9	0.8	▲1.1	▲0.40	0.40	0.11	▲0.15
輸入	▲4.2	5.4	1.9	▲0.4	0.73	▲0.90	▲0.32	0.06
政府支出	▲7.0	▲4.1	▲4.9	▲4.8	▲1.41	▲0.80	▲0.97	▲0.93
連邦	▲14.8	▲8.4	▲8.7	▲8.7	▲1.23	▲0.65	▲0.68	▲0.68
国防	▲22.1	▲11.5	▲12.1	▲12.0	▲1.28	▲0.60	▲0.63	▲0.63
非国防	1.7	▲2.0	▲2.1	▲2.1	0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.06
地方政府	▲1.5	▲1.2	▲2.4	▲2.1	▲0.18	▲0.14	▲0.29	▲0.25

（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。見通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。

2013 年成長率の発射台が大幅に低下

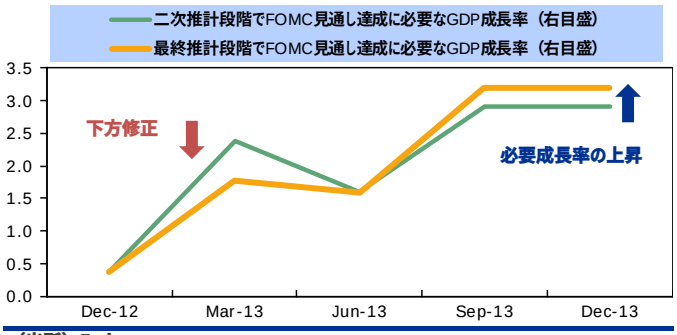
今回の GDP の下方修正は、2013 年の米国経済を考える際に、二つの点でネガティブと考えられる。

第一は、単純に、**発射台が下がった**と言う点である。1 年の最初の四半期の成長率が年率で 0.6%Pt も下方修正された影響は無視できない。成長率予想の修正に際しては、本日公表される最大の需要項目である個人消費の 4 月までの修正内容並びに最新 5 月データの動き[1]を勘案する必要がある。また、上述した 1～3 月期の貯蓄率上昇は 4～6 月期以降の個人消費にとってポジティブに作用するほか、マインドの改善も確認できている。従って、1～3 月期の下方修正をもって、個人消費の先行きを悲観的に考える必要は全くなく、従来見通し通り、個人消費が 2013 年の米国経済を支えると見込まれる。ただ、**単純に計算すれば、今回の下方修正が 2013 年の成長率予想を 0.1%Pt 程度引き下げる効果**を有することも確かである。

FOMC 見通し達成には 2013 年後半に 3%成長が必要

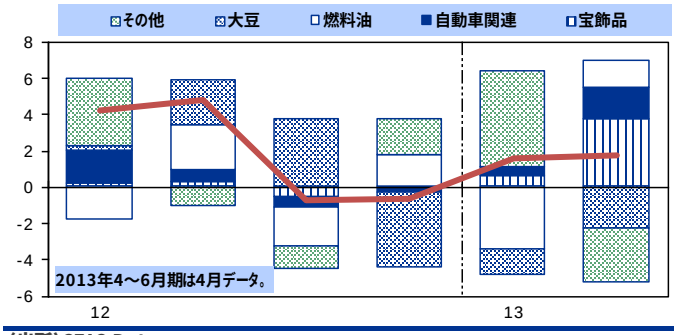
こうした 2013 年成長率への影響は、6 月 FOMC において、経済・物価情勢が見通しに沿って推移するとの条件付きで 2013 年中の資産買入縮小開始を示唆した Fed の動きにも影響を及ぼす可能性がある。6 月に FOMC **参加者は 2013 年 10～12 月期 GDP の前年比を 2.3～2.6%、中央値 2.45%と見込んだ**。そこで、財政下押しが最大である 4～6 月期について当社の最新予想である前期比年率 1.6%を仮定した上で、FOMC 見通し達成に必要な成長率を試算してみた。**二次推計段階では、FOMC 見通しの達成には 7～9 月期と 10～12 月期に、それぞれ前期比年率 2.6～3.2%（中央値 2.9%）の成長で足りたが、最終推計段階では 2.9～3.5%（3.2%）の成長が必要**となる。**財政要因の下押しが和らぐ 2013 年後半に米国経済は再加速が見込まれるが、それでも 3%を超える成長率は極めてハードルが高い**。FOMC は、言うまでもなく、景気に関して GDP ではなく雇用情勢を重視しており、GDP 見通しの下振れをどこまで勘案するかは、不明である。ただ、次に見通しを示す 9 月 FOMC **において、少なくとも成長率見通しについては下方修正を迫られるリスクが高まった点は無視できず、資産買入縮小開始のタイミングに影響を及ぼす可能性**がある。

FOMC見通し達成に必要な成長率（前期比年率,%）



（出所）Fed

名目輸出の品目別推移（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

海外要因による成長圧迫リスク

第二に、**海外要因が米国の成長を圧迫するリスク**が改めて示唆されている点である。一次推計段階で前期比年率 2.9%だった輸出は、最終推計では▲1.1%とマイナス圏まで下方修正された。4 月に実質財輸出ベースで前月比 2.0%を記録するなど[2]、4～6 月期の輸出は好調なスタートを切ったが、宝飾品が増加の大部分を占めており、一時的な動きに過ぎない可能性がある[3]。外に目を移せば、（日本を除く）多くの国で景気減速や持ち直しの遅れが見られる。そのため、2013 年については海外需要の支援は期待薄である。

[1] 6 月 27 日に個人所得・支出統計の 5 月データが公表される。
[2] 米国の貿易統計は公表が遅く、現時点での最新データが 4 月となる。
[3] グラフはデータの都合上、名目ベースを記載。