

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

2013 年上期の米国経済は 1% の低成長にとどまる

4～6 月期成長率は年率 1.7%と市場想定 1.0%より上振れ。しかし、基準改定もあり、2013 年上期は年率 1.0%の低成長。財政問題や海外経済を巡る不透明感が米国経済を下押し。下期には財政問題による悪影響が弱まり、個人消費を中心に民需が加速、成長率は年率 2%台半ばへ加速する見込み。但し、6 月 FOMC 見通しの達成には下期に年率 3.5%成長が必要。

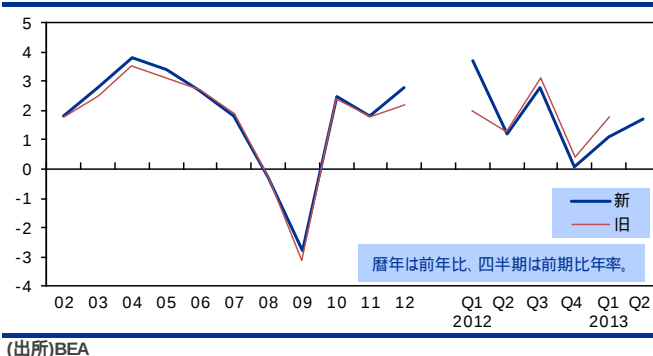
4～6 月期成長率は予想を上回ったが...

米国の 2013 年 4～6 月期成長率は前期比年率 1.7%となり、市場予想の 1%前後（当社予想 0.9%）を上回った。但し、過去のレポートでもお知らせした通り、今回は基準改定により過去系列が大きく修正されているため、市場予想との乖離を単純に上振れとは評価できない。

2013 年上期は年率 1%成長にとどまる

詳細は末尾に記載するように、基準改定に伴い GDP 成長率は 2012 年こそ 2.2%から 2.8%へ上方修正されたものの、四半期ベースでは 2012 年 7～9 月期が前期比年率 3.1%から 2.8%へ、10～12 月期は 0.4%から 0.1%へ、2013 年 1～3 月期は 1.8%から 1.1%へと過去 3 四半期について下方修正された。その上での 4～

実質GDP成長率の改訂（前年比、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 7～9月 Final	2013年 10～12月 Final	2013年 1～3月 Final	2013年 4～6月 1st	2012年 7～9月 Final	2013年 10～12月 Final	2013年 1～3月 Final	2013年 4～6月 1st
GDP	2.8	0.1	1.1	1.7	-	-	-	-
個人消費	1.7	1.7	2.3	1.8	1.15	1.13	1.54	1.22
耐久財	8.3	10.5	5.8	6.5	0.59	0.74	0.43	0.48
非耐久財	1.6	0.6	2.7	2.0	0.25	0.10	0.43	0.31
サービス	0.7	0.6	1.5	0.9	0.31	0.29	0.69	0.43
設備投資	0.3	9.8	▲4.6	4.6	0.04	1.13	▲0.57	0.55
構築物投資	5.9	17.6	▲25.7	6.8	0.15	0.44	▲0.80	0.17
機器	▲3.9	8.9	1.6	4.1	▲0.22	0.47	0.09	0.23
知的所有権	2.8	5.7	3.7	3.8	0.11	0.21	0.14	0.15
住宅投資	14.1	19.8	12.5	13.4	0.35	0.50	0.34	0.38
在庫投資	-	-	-	-	0.60	▲2.00	0.93	0.41
純輸出	-	-	-	-	▲0.03	0.68	▲0.28	▲0.81
輸出	0.4	1.1	▲1.3	5.4	0.05	0.15	▲0.18	0.71
輸入	0.5	▲3.1	0.6	9.5	▲0.08	0.53	▲0.10	▲1.51
政府支出	3.5	▲6.5	▲4.2	▲0.4	0.67	▲1.31	▲0.82	▲0.08
連邦	8.9	▲13.9	▲8.4	▲1.5	0.69	▲1.19	▲0.68	▲0.12
国防	12.5	▲21.6	▲11.2	▲0.5	0.60	▲1.22	▲0.57	▲0.02
非国防	2.8	1.0	▲3.6	▲3.2	0.08	0.03	▲0.11	▲0.09
地方政府	▲0.2	▲1.0	▲1.3	0.3	▲0.02	▲0.12	▲0.14	0.04

（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。

6月期 1.7%成長である。4～6月期に成長率は幾分持ち直したが、2013年上期は年率 1.0%（2012年下期 1.7%）と極めて低い成長率だった。ちなみに、1～3月期までの旧データに4～6月期の市場コンセンサスである前期比年率 1.0%を接続した場合の2013年上期成長率は年率 1.2%と、実績の 1.0%と大きく変わらない。結局のところ、2013年上期で見れば、2013年上期の米国経済は概ね市場想定通りの成長だったと評価できる。

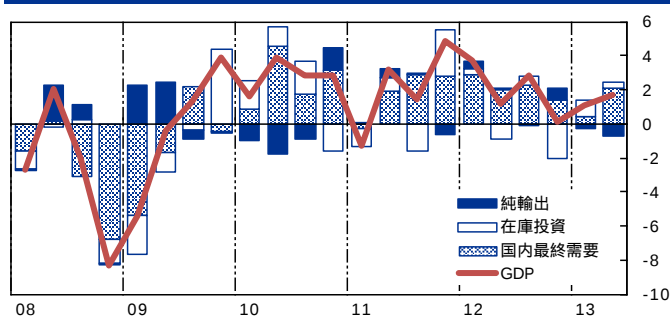
設備投資の加速と国防支出の下げ止まりが 4～6月期の成長率を押し上げ

4～6月期の GDP の内訳を見ると、個人消費が1～3月期の前期比年率 2.3%から4～6月期は 1.8%へ減速（寄与度：1～3月期 1.54%Pt→4～6月期 1.22%Pt）、在庫投資（寄与度：0.93%Pt→0.41%Pt）と純輸出（寄与度：▲0.28%Pt→▲0.81%Pt）の寄与度も低下したものの、設備投資が1～3月期の落ち込みから反転し、4～6月期の GDP 成長率を押し上げている。設備投資は1～3月期に前期比年率 ▲4.6%と水面下に沈んだ後、4～6月期は 4.6%と持ち直し、寄与度が ▲0.57%Pt から 0.55%Pt へ反転した。また、強制的歳出削減により連邦非国防支出は大幅減少が続いたものの、昨年 10～12月期及び今年 1～3月期に急減した反動から国防支出が下げ止まり、加えて（全体で見れば）税収が回復しつつある地方政府の支出が増加へ転じたことから、政府支出全体の縮小ペースが1～3月期の ▲4.2%から4～6月期は ▲0.4%へ緩和された影響も大きい（寄与度：▲0.82%Pt→▲0.08%Pt）。

輸出増加は一時的要因が大、在庫投資回復により輸入が増加

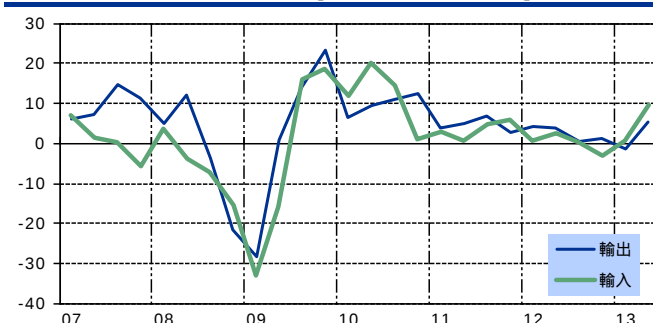
4～6月期の外需については、石油輸出の回復と宝飾品輸出などの一時的な増加が寄与し、輸出が前期比年率 5.4%（1～3月期 ▲1.3%）と急回復している。しかし、先行き不透明感を映じて1～3月期まで圧縮されていた在庫投資の積み増しに対応し、輸入が 9.5%（1～3月期 0.6%）と急増したために、輸出から輸入を控除した純輸出は、上述したように大幅なマイナス寄与となった。また、在庫投資は農業在庫の補填が1～3月期に集中したため、全体で見れば4～6月期に鈍化したが、景気動向や企業マインドを反映する非農業在庫に限れば1～3月期寄与度 0.06%Pt の後、4～

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



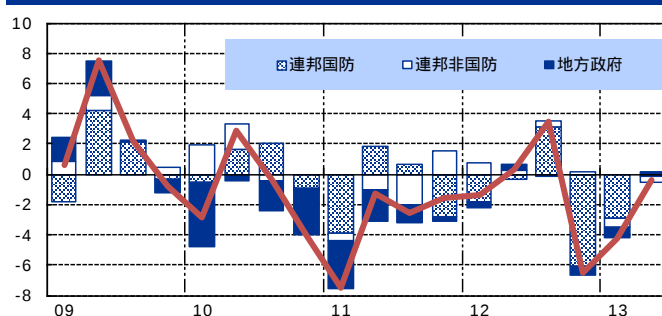
（出所）U.S. Department of Commerce

輸出入の推移（前期比年率、%）



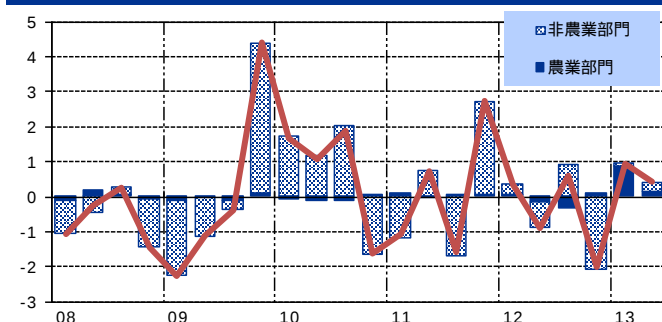
（出所）U.S. Department of Commerce

政府支出の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

在庫投資の寄与度推移（前期比年率、%Pt）



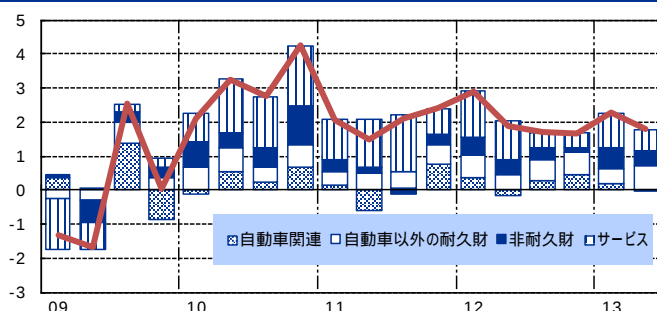
（出所）U.S. Department of Commerce

6 月期は 0.28%Pt と拡大している。

2012 年前半の米国経済は財政問題と海外経済を巡る不透明感から低成長

改定後のデータにて景気動向を改めて解釈すると、財政問題や海外経済を巡る不透明感を受けて 2012 年末から 2013 年上半にかけて米国経済は下押しされた。既に述べたように、2013 年上半の成長率は年率 1.0%にとどまる。3 月に発動された強制歳出削減により（直接に）連邦政府支出が削減されたほか、先行き不透明感から企業が在庫投資や設備投資を抑制したことも成長率を押し下げた。但し、4～6 月期に入り、不透明感が緩和され、設備投資や在庫投資は持ち直しに向かい、成長率の回復へ繋がっている。なお、2013 年初めからの増税等にも関わらず、個人消費は 2013 年上半に底堅さを維持した。雇用所得環境の改善が増税による負担増加を相当程度吸収したほか、マインド改善や資産効果も消費拡大に寄与している。なお、個人消費の伸びは 1～3 月期前期比年率 2.3%が 4～6 月期に 1.8%へ低下したが、これは 1～3 月期に気温低下により増加していたエネルギーサービス支出（電気・ガス代）が、4～6 月期は剥落した影響が大きく、消費意欲が鈍った訳ではない。

個人消費の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

2013 年下期に成長加速へ、但し輸出には多くを望めず

先行きについて考えると、米国経済は 2013 年上期の低迷から脱し、下期には持ち直しへ向かう可能性が高い。まず、6 月までの雇用統計が示すように雇用所得環境の改善が明確化しつつあり、また、消費者マインドが 7～9 月期に入っても高水準を維持、個人消費の伸び加速が期待できる。また、住宅市場の回復を受けて住宅投資は増勢を続け、企業マインドの回復により設備投資もプラス圏を維持する見込みである。政府支出の削減ペースも（均して見れば）鈍化すると考えられる。但し、海外経済情勢は芳しくないため、輸出の増勢には多くを期待できない。既に述べたように、4～6 月期の輸出増加は一時的要因が大きく、実力より上振れしている。

2013 年下期は 2%台半ばの成長に

以上を踏まえると、2013 年 7～9 月期以降の米国経済は、当社の従来想定どおり、年率 2%台半ば程度での成長が予想される。但し、その程度の成長加速では、FOMC が 6 月に示した見通しの達成は難しい。FOMC は 2013 年最終四半期の成長率を前年比 2.3～2.6%、中央値 2.45%と見込んだが、その中央値の達成には 7～9 月期と 10～12 月期に共に年率 3.5%成長を確保する必要がある。なお、これは基準改定前の試算と大きく変わるものではない。つまり、GDP 統計の改定は、FOMC の 6 月見通しに対しては中立的だったと言える。

参考: GDP 基準改定について

包括改訂で GDOP の水準が 3% 超変動

米国の GDP 統計において、第 14 次の包括的な基準改定が実施された。今回の基準改定では、GDP の測定方法が改められ、従来は中間投入と見做されてきた研究開発費が付加価値として投資に算入されるほか、芸術作品の製作のための投資や住宅購入に伴うコストも従来より広い範囲で GDP としてカウントされるなど、様々な概念改定が施されている。

そのため、名目 GDP の規模は、従来基準のデータに比べ、新たな基準年である 2009 年においては 4,443 億ドル・3.2%、直近 2012 年では 5,599 億ドル・3.6% も膨らんだ。

基準改定の影響は投資関連が過半

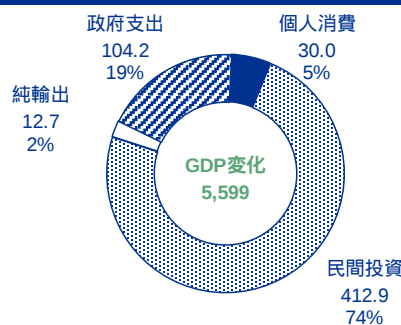
2012 年について、需要項目別の変化を見ると、民間投資の変化が 4,129 億ドル、シェアにして 73.8% を占める。他では、政府支出が 18.6%、個人消費が 5.4% である。民間投資と政府支出の拡大には研究開発費の計上が大きく影響した模様である。

また、減価償却費の計上変更に伴い、家計の事業所得等が従来より増加したため、貯蓄率が旧基準より高水準となっている。

2012 年成長率が上方修正

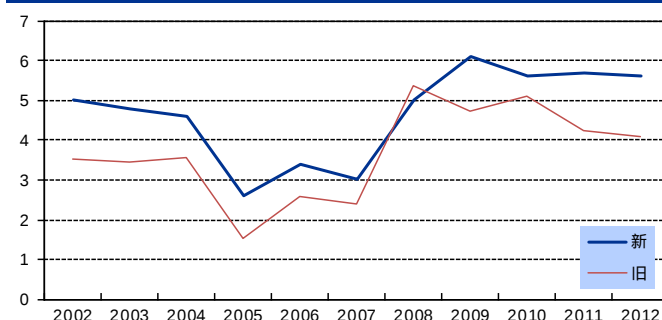
基準改定に伴う GDP のパスの変化を見ると、まず暦年ベースにおいて、直近 10 年程度の期間では、2012 年を除き動きは限定的である。一方、2012 年の成長率は旧基準の前年比 2.2% が 2.8% へ大幅に上方修正された。これは 2011 年の成長パスが上期低迷・下期高成長が強調されるかたちに改められ、2012 年に向けての発射台が引き上げられ、かつ 2012 年最初の四半期である 1~3 月期の成長率が前期比年率 2.0% から 3.7% へ大幅に上方修正された影響が大きい。逆に 2012 年後半から 2013 年 1~3 月期までの成長率は引き下げられており、特に 2012 年 10~12 月期は 0.1% (旧 0.4%) とほぼ横ばいまで、2013 年 1~3 月期も 1.1% (旧 1.8%) と極めて低い成長に修正されている。

改定に伴う 2012 年の名目 GDP 規模の変化 (10 億ドル、%)



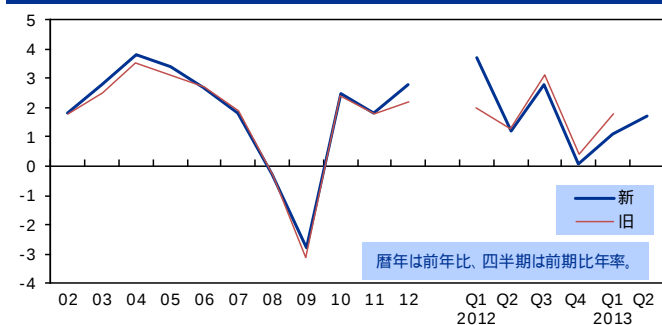
(出所) BEA

家計貯蓄率の改定 (%)



(出所) BEA

実質 GDP 成長率の改訂 (前年比、前期比年率、%)



(出所) BEA

実質 GDP 成長率の改訂 (前年比、前期比年率、%)

		2012	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
GDP	新	2.8	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	1.7
	旧	2.2	2.0	1.3	3.1	0.4	1.8	-
個人消費	新	2.2	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8
	旧	1.9	2.4	1.5	1.6	1.8	2.6	-
設備投資	新	7.3	5.8	4.5	0.3	9.8	4.6	4.6
	旧	8.0	7.5	3.6	1.8	13.2	0.4	-
住宅投資	新	12.9	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4
	旧	12.1	20.5	8.5	13.5	17.6	14.0	-
在庫投資	新	0.20	0.36	0.97	0.60	2.00	0.93	0.41
	旧	0.14	0.39	0.46	0.73	1.52	0.57	-
純輸出	新	0.10	0.44	0.10	0.03	0.68	0.28	0.81
	旧	0.04	0.06	0.23	0.38	0.33	0.09	-
輸出	新	3.5	4.2	3.8	0.4	1.1	1.3	5.4
	旧	3.4	4.4	5.3	1.9	2.8	1.1	-
輸入	新	2.2	0.7	2.5	0.5	3.1	0.6	9.5
	旧	2.4	3.1	2.8	0.6	4.2	0.4	-
政府支出	新	1.0	1.4	0.3	3.5	6.5	4.2	0.4
	旧	1.7	3.0	0.7	3.9	7.0	4.8	-

(出所) BEA 在庫投資と純輸出は寄与度。