

米国経済は1～3月期に急減速も、4～6月期以降は再加速へ

1～3月期はほぼゼロ成長まで減速し、ネガティブ・サプライズ。寒波の悪影響のみならず、昨年後半に急成長した反動も、成長を押し下げ。しかし、雇用情勢の改善が象徴するように、米国経済の基調は改善しており、4～6月期には再び成長軌道へ復帰する見込み。加えて、4～6月期については、ペンタアップ・ディマンドも成長を押し上げ、成長率は4%近くまで高まると想定。

1～3月期の米国経済は予想以上に減速

BEA が公表した1次推計値 (Advance Estimate) によると、2014年1～3月期の米国経済の成長率は前期比年率0.1%とほぼゼロにとどまり、昨年10～12月期の2.6%から急低下した。寒波による下押しを受けた減速こそ予想されていたものの、市場予想では前期比年率1.2%、当社も0.7%を見込んでおり、0.1%への減速はネガティブ・サプライズである。

内訳を見ると、寒波を受けた購買不能に伴う財消費の落ち込みをサービス消費の急増が補い、個人消費こそ前期比年率3.0% (10～12月期3.3%) と2四半期連続で3%を超える高い伸びを示したものの、他の民需項目は設備投資、住宅投資ともに減少した。また、10～12月期に急増した反動に加え寒波に伴う生産不能も響き、輸出が減少、純輸出は成長率を押し下げた。在庫積み上がりに伴う在庫調整により、在庫投資も成長の抑制要因になっている。すなわち、1～3月期の米国経済は、個人消費を除き、総じて低迷す

GDP成長率の四半期推移

	前期比年率 %					前期比年率・寄与度 %Pt				
	2013年		2014年			2013年		2014年		
	1～3月	4 6月	7 9月	10 12月	1 3月	1～3月	4 6月	7 9月	10 12月	1 3月
	Final	Final	Final	Final	1st	Final	Final	Final	Final	1st
GDP	1.1	2.5	4.1	2.6	0.1	-	-	-	-	-
個人消費	2.3	1.8	2.0	3.3	3.0	1.54	1.24	1.36	2.22	2.04
耐久財	5.8	6.2	7.9	2.8	0.8	0.43	0.46	0.58	0.21	0.06
非耐久財	2.7	1.6	2.9	2.9	0.1	0.43	0.26	0.46	0.45	0.02
サービス	1.5	1.2	0.7	3.5	4.4	0.69	0.53	0.32	1.57	1.96
設備投資	▲4.6	4.7	4.8	5.7	▲2.1	▲0.57	0.56	0.58	0.68	▲0.25
構築物投資	▲25.7	17.6	13.4	▲1.8	0.2	▲0.80	0.43	0.35	▲0.05	0.00
機器	1.6	3.3	0.2	10.9	▲5.5	0.09	0.18	0.02	0.58	▲0.32
知的所有権	3.7	▲1.5	5.8	4.0	1.5	0.14	▲0.06	0.22	0.15	0.06
住宅投資	12.5	14.2	10.3	▲7.9	▲5.7	0.34	0.40	0.31	▲0.26	▲0.18
在庫投資	-	-	-	-	-	0.93	0.41	1.67	▲0.02	▲0.57
農業	-	-	-	-	-	0.88	0.12	0.12	▲0.05	0.02
非農業	-	-	-	-	-	0.06	0.30	1.55	0.03	▲0.59
純輸出	-	-	-	-	-	▲0.28	▲0.07	0.14	0.99	▲0.83
輸出	▲1.3	8.0	3.9	9.5	▲7.6	▲0.18	1.04	0.52	1.23	▲1.07
輸入	0.6	6.9	2.4	1.5	▲1.4	▲0.10	▲1.10	▲0.39	▲0.24	0.24
政府支出	▲4.2	▲0.4	0.4	▲5.2	▲0.5	▲0.82	▲0.07	0.08	▲0.99	▲0.09
連邦	▲8.4	▲1.6	▲1.5	▲12.8	0.7	▲0.68	▲0.12	▲0.11	▲1.00	0.05
国防	▲11.2	▲0.6	▲0.5	▲14.4	▲2.4	▲0.57	▲0.03	▲0.02	▲0.70	▲0.11
非国防	▲3.6	▲3.1	▲3.1	▲10.0	5.9	▲0.11	▲0.09	▲0.09	▲0.29	0.16
地方政府	▲1.3	0.4	1.7	0.0	▲1.3	▲0.14	0.05	0.19	0.00	▲0.14

(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。

る厳しい内容だったと言える。後述するように、在庫投資は2次推計値で下方修正され、マイナス寄与が膨らむ可能性もあり、1~3月期の米国経済がマイナス成長へ転落するリスクさえ否定はできない。

米国経済の先行きを悲観する必要はない

しかし、米国経済の先行きを悲観する必要は全くないだろう。第一に、雇用情勢が底堅さを増しており、雇用環境の改善に伴い、最大の需要項目である個人消費の増勢が確保される見込みのためである。第二に、1~3月期の成長下押しに寄与した寒波の悪影響が消え、4~6月期はpent-up・デマンドの顕現化が期待される。寒波に伴う購買不能が解消し、財消費の回復が見込まれるほか、住宅投資もマイナス圏からは脱すると考えられる。寒波に伴う生産不能が解消し、輸出が再び拡大する見込みである。既に小売業販売などを中心に3月データはピックアップしており、4~6月期の成長加速が示唆されている。

4~6月期は4%近い高成長へ加速の見込み

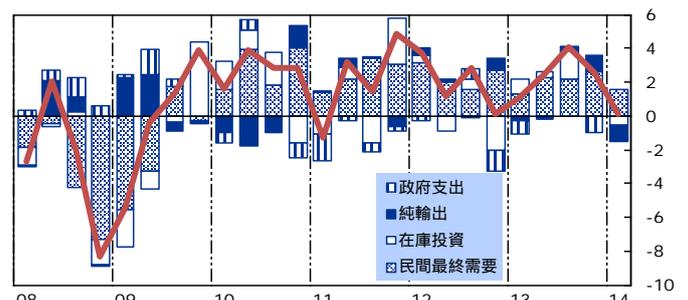
1~3月期のサービス消費拡大の一因であるエネルギーサービス（電力やガス消費）は反動減へ転じ、在庫投資の調整は4~6月期も継続（もしくは1~3月期の調整が2次推計値で拡大）pent-up・デマンドによる支出増加をある程度減殺するものの、4~6月期の米国経済は前期比年率4%近い高成長を記録する可能性が高い。また、上述した雇用環境の改善を支えに7~9月期以降も2%半ばと考えられる潜在成長率近傍の成長を確保する見込みである。詳細は、後日示すが、当社は米国経済の成長率見通しを従来予想の2014年2.5%、2015年2.5%に据え置く予定である。

個人消費はサービス急増で引き続き3%の伸び

1~3月期の個人消費は、寒波を受けて前期比年率2%程度への大幅減速が見込まれていたが、実際は前期比年率3.0%（10~12月期3.3%）と予想外に高い伸びを示した。寒波の影響による購買不能や購買意欲の低下を映じ、自動車や家具などを中心に耐久財消費が0.8%と低い伸びにとどまったほか、非耐久財も衣料品が低調で0.2%と低迷した。しかし、サービス消費が4.4%と実に1999年以来の高い伸びを示し、財消費の低迷を補った。寒波に伴い外出ができず、娯楽サービス（3.9%）や外食サービス（2.4%）は減少したものの、寒波に伴うエネルギー需要増加を受けて電力やガスを含む住宅ユーティリティ・サービスが6.0%と増加したほか、オバマケアの影響もあって医療サービスも9.9%と高い伸びを示した。

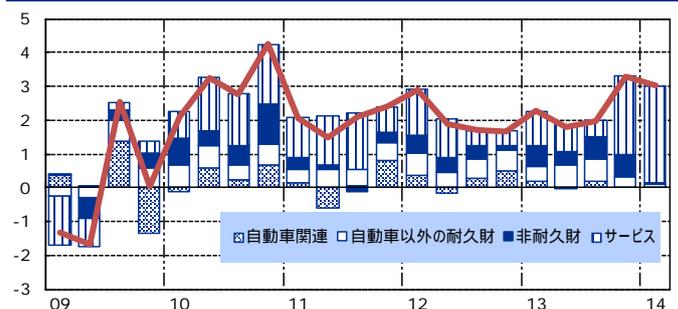
4~6月期は、住宅ユーティリティ・サービスの反動減や医療サービスの伸び鈍化は避けられないものの、

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



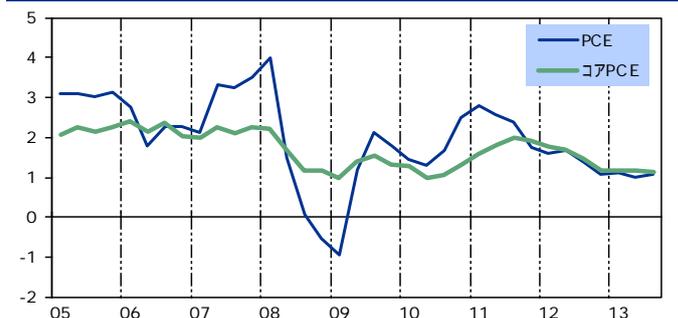
（出所）U.S. Department of Commerce

個人消費の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

個人消費支出デフレーター(PCED)の推移(前年比、%)



（出所）U.S. Department of Commerce

ペントアップ・ダイヤモンドにより財消費や娯楽サービス、外食サービスなどが持ち直す。そのため、個人消費は4~6月期も3%近い伸びを確保すると見込まれる。

なお、Fed が物価動向把握において重視する個人消費支出デフレーターは1~3月期も前年比1.1%（10~12月期1.0%）、コア個人消費支出デフレーターも1.1%（10~12月期1.2%）と低空飛行が続いた。デイスインフレからの脱却には至っていない。

住宅投資は減少継続

住宅投資は1~3月期に前期比年率 5.7%（10~12月期 7.9%）と2四半期連続で減少した。現時点で内訳は未公表だが、関連統計に基づくと、住宅建設は底堅く推移したものの、住宅販売の落ち込みに伴い販売手数料が減少、住宅投資を押し下げたと考えられる。寒波も販売低迷の一因だが、それだけではなく住宅価格の上昇に伴う住宅購入の割高感や、住宅ローン利用環境の改善の遅れなども影響していると考えられる。先行指標などに基づく、4~6月期に住宅販売は下げ止まり、住宅投資全体も増加へ向かうと見込まれるが、先行きに関する不透明感が残る。

設備投資は機器投資が足を引っ張る

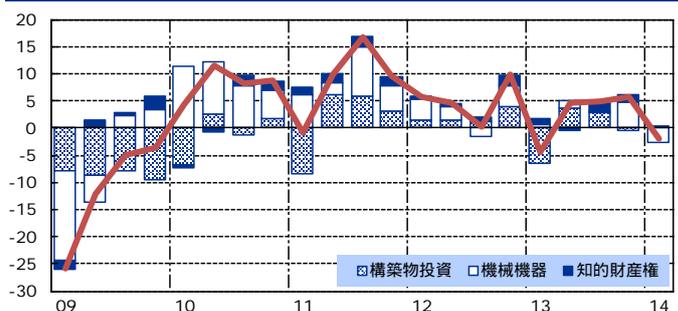
1~3月期の設備投資は前期比年率 2.1%（10~12月期 5.7%）と4四半期ぶりに減少した。構築物投資が0.2%（10~12月期 1.8%）と小幅持ち直す一方、機器投資が 5.5%（10~12月期 10.9%）と減少し、全体を押し下げている。なお、機器投資が10~12月期に高い伸びを示し、1~3月期に減少した一因として、昨年末での設備投資減税終了が指摘される。但し、減税終了に伴う駆け込みとその反動は限定的であり、4~6月期には収束し、設備投資は再び増勢へ復する見込みである。

在庫調整は道半ば

在庫投資の寄与度は、昨年7~9月期に前期比年率 1.67%Pt と大幅なプラス、10~12月期は 0.02%Pt とほぼ横ばいになった後、1~3月期に 0.57%Pt と明確なマイナスへ転じた。在庫残高の対GDP比率（GDPは在庫投資を除くベース、以下では在庫率と表記）を見ると、7~9月期から明らかに上振れし、ている。こうした在庫過剰感を反映し、1~3月期に在庫投資は縮小したと考えられる。しかし、既に見たように分母のGDPも低い伸びにとどまったが故に、在庫率は1~3月期に更に上昇し、過剰感は解消していない。そのため、在庫調整局面は4~6月期も継続する可能性が高い。

なお、在庫投資は3月分の基礎統計が未公表であり、BEAは3月分を仮置きして1~3月期のGDPを算出している。その仮置き値は幾分強めとなっており、3月データの公表に伴い、1~3月期の在庫投資が下方修正される可能性がある。その場合、既に1~3月期に在庫調整が十分なところまで進展していたという

設備投資の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率（%）



(出所) Department of Commerce

ことになるかも知れない。

政府支出は減少幅が縮小

1～3月期の政府支出は前期比年率 0.5% (10～12月期 5.2%) と2四半期連続で減少したものの、減少率は大きく縮小した。地方政府支出が 1.3% (10～12月期 0.0%) と1年ぶりに減少した一方、連邦政府支出が 0.7% (10～12月期 12.8%) と僅かながらも6四半期ぶりに増加している。10～12月期に 14.5% と急減した国防支出が1～3月期は 2.4% へ減少幅を縮小、また非国防支出は 6.0% (10～12月期 10.0%) と5四半期ぶりに増加した。なお、地方政府の1～3月期支出減少には、寒波に伴い公共投資が進捗しなかった影響なども含まれると推測される。

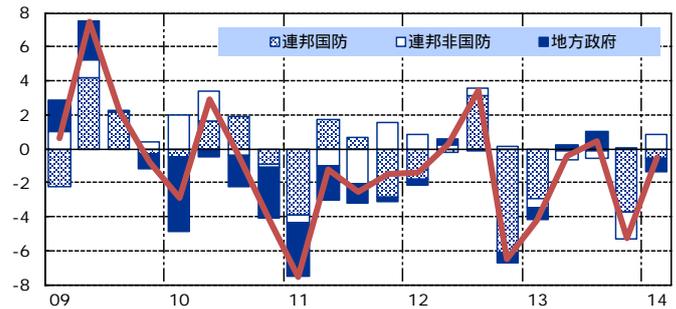
政府支出は2014年も減少傾向が続くものの、減少率は2013年の 2.2% から大幅に縮小し、成長に対する下押し度合いは大きく和らぐ見込みである。

寒波と反動減で輸出が大幅に減少

輸出から輸入を控除した純輸出は1～3月期に実質 GDP 成長率を前期比年率 0.83%Pt 押し下げた (10～12月期は 0.99%Pt の押し上げ)。1～3月期は輸出入ともに減少したが、輸出の減少率が 7.6% (10～12月期 9.5%) と、輸入の 1.4% (10～12月期 1.5%) を大きく上回り、純輸出の赤字が拡大している (成長率を押し下げている)。

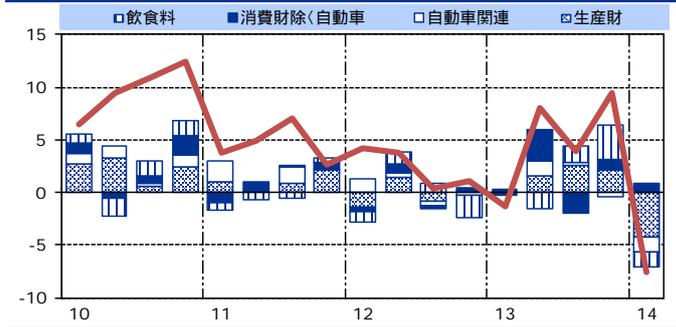
輸出の大幅減少については、穀物の豊作を受けて昨年後半に飲食料輸出が急増した反動と寒波に伴う生産不能が影響したと考えられる。内訳を見ると飲食料以外では生産財の落ち込みが目立つ。一方、輸入の減少は、内需減速に対応した動きと考えられる。輸出入ともに1～3月期の減少は一時的な要因が大きいため、4～6月期には増勢へ復する見込みである。

政府支出の推移 (前期比年率, %)



(出所) U.S. Department of Commerce

輸出の推移 (前期比年率, %, % Pt)



(出所) U.S. BEA