

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 1～3 月期成長率はマイナス圏へ下方修正も、4～6 月期リバウンドの度合いは寧ろ高まる

1～3 月期の成長率は前期比年率 0.1%から▲1.0%へ大幅に下方修正。主因は、在庫投資の下方修正であり、在庫調整が 1～3 月期に集中して進捗したため、寧ろ先行きの成長に対してはポジティブ。1～3 月期の予想を上回る下方修正を反映し、2014 年成長率予想を 2.4%へ若干引き下げも、雇用所得環境の改善に支えられた個人消費に牽引され、米国経済が底堅く推移するとの見方は不変。

1～3 月期はマイナス成長へ転落

米国経済の 1～3 月期成長率は一次推計値の前期比年率 0.1%が二次推計値で▲1.0%へ大幅に下方修正された。マイナス成長は 2011 年 1～3 月期以来である。成長率のマイナス圏への修正自体は事前に予想されており、サプライズではないが、市場予想の▲0.5%（当社▲0.2%）を上回る下方修正幅だった。

需要項目別に見ると、下方修正されたのは外需寄与度と政府支出、そして在庫投資の寄与度である。逆に上方修正は個人消費と設備投資、住宅投資である。後述するように、在庫投資の大幅な下方修正により、全体が大きく押し下げられた。なお、需要項目のいずれも、一次推計段階で統計発表元の BEA が仮置きした値と 3 月実績値等の差異やその後の基礎データの遡及訂正により、修正が生じている。

GDPの改訂状況

	前期比年率 %					寄与度 %Pt				
	2013年			2014年		2013年			2014年	
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月		4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
	Final	Final	Final	1st	2nd	Final	Final	Final	1st	2nd
GDP	2.5	4.1	2.6	0.1	▲1.0	-	-	-	-	-
個人消費	1.8	2.0	3.3	3.0	3.1	1.24	1.36	2.22	2.04	2.09
耐久財	6.2	7.9	2.8	0.8	1.4	0.46	0.58	0.21	0.06	0.11
非耐久財	1.6	2.9	2.9	0.1	0.4	0.26	0.46	0.45	0.02	0.06
サービス	1.2	0.7	3.5	4.4	4.3	0.53	0.32	1.57	1.96	1.93
設備投資	4.7	4.8	5.7	▲2.1	▲1.6	0.56	0.58	0.68	▲0.25	▲0.20
構築物投資	17.6	13.4	▲1.8	0.2	▲7.5	0.43	0.35	▲0.05	0.00	▲0.21
機器	3.3	0.2	10.9	▲5.5	▲3.1	0.18	0.02	0.58	▲0.32	▲0.18
知的所有権	▲1.5	5.8	4.0	1.5	5.1	▲0.06	0.22	0.15	0.06	0.19
住宅投資	14.2	10.3	▲7.9	▲5.7	▲5.0	0.40	0.31	▲0.26	▲0.18	▲0.16
在庫投資	-	-	-	-	-	0.41	1.67	▲0.02	▲0.57	▲1.62
農業	-	-	-	-	-	0.12	0.12	▲0.05	0.02	▲0.08
非農業	-	-	-	-	-	0.30	1.55	0.03	▲0.59	▲1.54
純輸出	-	-	-	-	-	▲0.07	0.14	0.99	▲0.83	▲0.95
輸出	8.0	3.9	9.5	▲7.6	▲6.0	1.04	0.52	1.23	▲1.07	▲0.83
輸入	6.9	2.4	1.5	▲1.4	0.7	▲1.10	▲0.39	▲0.24	0.24	▲0.12
政府支出	▲0.4	0.4	▲5.2	▲0.5	▲0.8	▲0.07	0.08	▲0.99	▲0.09	▲0.15
連邦	▲1.6	▲1.5	▲12.8	0.7	0.7	▲0.12	▲0.11	▲1.00	0.05	0.05
国防	▲0.6	▲0.5	▲14.4	▲2.4	▲2.4	▲0.03	▲0.02	▲0.70	▲0.11	▲0.11
非国防	▲3.1	▲3.1	▲10.0	5.9	5.9	▲0.09	▲0.09	▲0.29	0.16	0.16
地方政府	0.4	1.7	0.0	▲1.3	▲1.8	0.05	0.19	0.00	▲0.14	▲0.20

（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。

民間最終需要は上方修正

上方修正された需要項目から見ると、設備投資は構築物投資が前期比年率 0.2%から▲7.5%へ大幅に下方修正も、機器投資が▲5.5%から▲3.1%へ、知的所有権投資も 1.5%から 5.1%へ上方修正されたため、全体では▲2.1%から▲1.6%へ若干の上方修正となった。住宅投資は▲5.7%から▲5.0%へ、個人消費も 3.0%から 3.1%へいずれも僅かだが上方修正された。

在庫投資の下方修正が響く

下方修正された需要項目では、まず輸出が前期比年率▲7.6%から▲6.0%へ、輸入も▲1.4%から 0.7%へ共に上方修正されたが、輸入の上方修正幅が大きく、輸出から輸入を控除した純輸出（外需）の成長率に対する寄与度は▲0.8%Pt から▲0.9%Pt へ若干下方修正された。政府支出は地方政府支出の下方修正に伴い▲0.5%から▲0.8%へ引き下げられた。

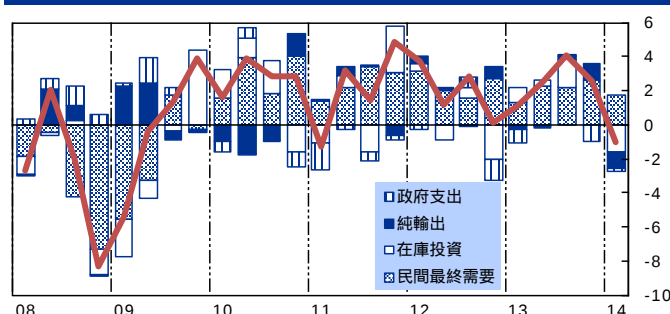
最も成長率の下方修正に寄与したのは、在庫投資である。在庫投資の成長率に対する寄与度は農業在庫が 0.02%Pt から▲0.08%Pt へ、非農業在庫は▲0.59%Pt から▲1.54%Pt へ下方修正され、全体では▲0.57%Pt から▲1.62%Pt へ、実に 1.05%Pt もの下方修正だった。

在庫投資の下方修正は4～6月期の成長に対してポジティブ

以上を総合すると、外需と公需の二次推計値での修正は僅かであり、また民間最終需要の寄与度は寧ろ前期比年率 1.6%Pt から 1.7%Pt へ小幅だが上方修正されており、ネガティブな内容とは判断されない。

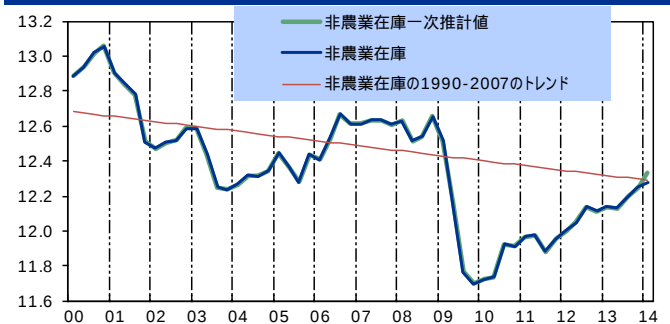
問題は、在庫投資の大幅な下方修正の解釈である。そもそも、在庫投資は昨年後半に積み上がっており、1～3月期の段階で調整が必要な状況にあったと考えられる。そうした積み上がりを受けて、1～3月期は一次推計値段階でも一定の調整、つまり在庫投資の抑制が行われたが、なお調整完了とは言い難かった。ところが、今回の大幅な下方修正により、一次推計段階で多少の過剰感が残存していた非農業在庫¹の在庫率（対GDP比率）が下方修正され、過剰感が大きく薄れている。従来は4～6月期も在庫投資を1～3月期と同程度の規模に抑制する程度の調整が必要だったが、遡及修正により、追加的な調整はほぼ不要になったと判断される。つまり、二次推計値での在庫投資の下方修正は、1～3月期の実質GDP成長率を押し下げる一方、4～6月期の予想値を押し上げる方向に寄与する。当社では従来4～6月期の成長率を前期比年率 3.9%と想定していたが、在庫投資の動きを踏まえ 4.9%へ引き上げる。

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率%、%Pt）



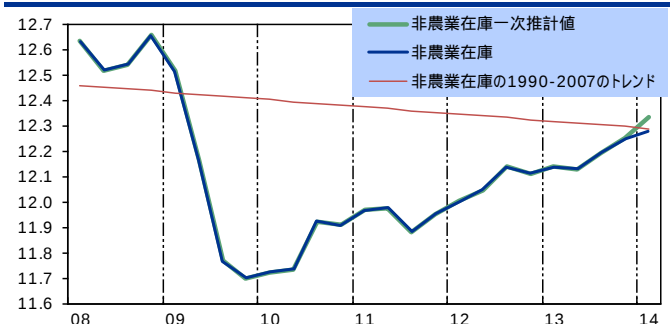
(出所) U.S. Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率～長期（%）



(出所) Department of Commerce

実質在庫残高の対GDP（除く在庫投資）比率～短期（%）



(出所) Department of Commerce

¹ 在庫投資の過半は非農業在庫である。なお、農業在庫は天候に左右される作柄に依存する部分も大きく、コントロールし難い。

成長率予想を 2014 年 2.4%、2015 年 2.6% に小幅修正

4～6 月期の成長率の予想こそ上方修正したものの、1～3 月期の予想を上回る下方修正が響き、2014 年の実質 GDP 成長率予想を従来の 2.5% から 2.4% へ若干だが引き下げる。下方修正の主因は、在庫パスの変更であり²、最終需要見通しに大きな変更はない。一方、在庫投資パスの想定変更と、最近明るさを増している設備投資の動向などを勘案し、2015 年の成長率見通しを 2.5% から 2.6% へ若干引き上げる。従って、成長率予想は 2013 年実績 1.9%、2014 年予想 2.4%、2015 年予想 2.6% である（従来は 2014 年 2.5%、2015 年 2.5%）。

2014 年の成長率予想は引き下げたものの、既に述べたように主因は在庫調整が 1～3 月期に集中したためであり、米国経済に対する見方を慎重化した訳ではない。雇用所得環境の改善に支えられた個人消費の拡大を原動力として米国経済が堅調に推移すると予想している。

米国経済の推移と予測（暦年）					
前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	1.8	2.8	1.9	2.4	2.6
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	2.4	2.3
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.7	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	3.0	5.5
設備投資	7.6	7.3	2.7	4.8	5.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)	(▲0.0)	(0.0)
政府支出	▲3.2	▲1.0	▲2.2	▲1.3	▲0.3
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
輸出	7.1	3.5	2.7	3.4	4.5
輸入	4.9	2.2	1.4	2.2	3.1
名目 GDP	3.8	4.6	3.4	4.1	4.5
失業率	8.9	8.1	7.4	6.4	5.9
(Q4)	8.7	7.8	7.0	6.2	5.7
雇用者数(月変化、千人)	174	186	194	218	226
経常収支（10億ドル）	▲458	▲440	▲379	▲357	▲343
(名目 GDP 比, %)	▲2.9	▲2.7	▲2.3	▲2.0	▲1.9
貯蓄率（%）	5.7	5.6	4.5	3.8	3.4
PCEデフレーター	2.4	1.8	1.1	1.4	1.7
コアPCEデフレーター	1.4	1.8	1.2	1.3	1.7
(Q4/Q4)	1.8	1.7	1.2	1.5	1.8
消費者物価	3.1	2.1	1.5	1.7	1.8
コア消費者物価	1.7	2.1	1.8	1.6	1.7

（出所）米国商務省等資料より当社作成。

² 従来見通しでは、在庫投資の調整が 4～6 月期までずれ込むと想定しており、余分な在庫投資分だけ、成長率は押し上げられていた（一部は輸入抑制などにより相殺されるが全てではない）。それが二次推計値の下方修正により前倒しされ、余分な在庫投資が存在しなくなったため、その分だけ GDP が押し下げられている。