

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

米国経済の 1～3 月期成長率は年率 2.9%へ下方修正され、寒波の悪影響が更に鮮明に

1～3 月期の成長率は前期比年率 2.9%へ下方修正。金融危機を除けば 1990 年以来の大幅なマイナス成長。医療サービス支出の下方修正が響く。オバマケアに伴う医療サービス支出の拡大が幻と消える一方、寒波の悪影響は極めて深刻だったことが鮮明に。当社では、医療サービス支出の大幅な下方修正を勘案し、2014 年の成長率見通しを 1.9%へ引き下げ(2015 年は 2.6%で据え置き)。

金融危機を除けば 1990 年以来の落ち込み

米国の 2014 年 1～3 月期実質 GDP 成長率は二次推計値の前期比年率 1.0%が最終推計値で 2.9%へ、1.9%Pt も大幅に下方修正された。一次推計値の 0.1%から見れば、実に 3.0%Pt もの大規模な修正である。米国において、これほどの大幅な修正は極めて珍しい。

なお、1～3 月期成長率のマイナス幅である前期比年率 2.9%は、金融危機に伴い 2009 年 1～3 月期に記

GDPの改訂状況 (最終推計)

	前期比年率 %					寄与度 %Pt				
	2014年					2014年				
	7～9月	10～12月	1～3月			7～9月	10～12月	1～3月		
	Final	Final	1st	2nd	Final	Final	Final	1st	2nd	Final
GDP	4.1	2.6	0.1	▲1.0	▲2.9	-	-	-	-	-
個人消費	2.0	3.3	3.0	3.1	1.0	1.36	2.22	2.04	2.09	0.71
耐久財	7.9	2.8	0.8	1.4	1.2	0.58	0.21	0.06	0.11	0.09
非耐久財	2.9	2.9	0.1	0.4	▲0.3	0.46	0.45	0.02	0.06	▲0.05
サービス	0.7	3.5	4.4	4.3	1.5	0.32	1.57	1.96	1.93	0.67
住居	▲2.5	1.6	6.0	6.4	6.5	▲0.31	0.20	0.73	0.77	0.79
医療	2.7	5.6	9.9	9.1	▲1.4	0.31	0.62	1.10	1.01	▲0.16
輸送	▲2.0	2.0	2.0	2.3	1.3	▲0.04	0.04	0.04	0.04	0.03
娯楽	4.2	0.4	▲3.9	▲4.0	▲2.5	0.10	0.01	▲0.10	▲0.10	▲0.06
飲食宿泊	0.5	7.6	▲2.4	▲1.4	▲1.6	0.02	0.32	▲0.11	▲0.06	▲0.07
金融保険	1.8	6.2	5.1	4.7	2.6	0.09	0.30	0.25	0.23	0.13
その他	1.0	1.8	1.3	1.0	0.2	0.06	0.10	0.08	0.06	0.01
設備投資	4.8	5.7	▲2.1	▲1.6	▲1.2	0.58	0.68	▲0.25	▲0.20	▲0.14
構築物投資	13.4	▲1.8	0.2	▲7.5	▲7.7	0.35	▲0.05	0.00	▲0.21	▲0.22
機器	0.2	10.9	▲5.5	▲3.1	▲2.8	0.02	0.58	▲0.32	▲0.18	▲0.16
知的所有権	5.8	4.0	1.5	5.1	6.3	0.22	0.15	0.06	0.19	0.24
住宅投資	10.3	▲7.9	▲5.7	▲5.0	▲4.2	0.31	▲0.26	▲0.18	▲0.16	▲0.13
在庫投資	-	-	-	-	-	1.67	▲0.02	▲0.57	▲1.62	▲1.70
農業	-	-	-	-	-	0.12	▲0.05	0.02	▲0.08	▲0.07
非農業	-	-	-	-	-	1.55	0.03	▲0.59	▲1.54	▲1.63
純輸出	-	-	-	-	-	0.14	0.99	▲0.83	▲0.95	▲1.53
輸出	3.9	9.5	▲7.6	▲6.0	▲8.9	0.52	1.23	▲1.07	▲0.83	▲1.25
輸入	2.4	1.5	▲1.4	0.7	1.8	▲0.39	▲0.24	0.24	▲0.12	▲0.29
政府支出	0.4	▲5.2	▲0.5	▲0.8	▲0.8	0.08	▲0.99	▲0.09	▲0.15	▲0.14
連邦	▲1.5	▲12.8	0.7	0.7	0.6	▲0.11	▲1.00	0.05	0.05	0.05
国防	▲0.5	▲14.4	▲2.4	▲2.4	▲2.5	▲0.02	▲0.70	▲0.11	▲0.11	▲0.11
非国防	▲3.1	▲10.0	5.9	5.9	5.9	▲0.09	▲0.29	0.16	0.16	0.16

(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。

録した 5.4%以来、金融危機を除けば1990年10~12月期の3.4%以来となる大きさである。

下方修正は個人消費と純輸出が主因

一次推計値から二次推計値への下方修正の主因は、在庫投資の下方修正（GDP成長率寄与度が0.57%Ptから1.62%Ptへ1.05%Ptの引き下げ）であったが、二次推計値から最終推計値への下方修正は個人消費と純輸出の下方修正である。個人消費が前期比年率3.1%から1.0%へ、寄与度は2.09%Ptから0.71%Ptへ、純輸出寄与度は0.95%Ptから1.53%Ptへそれぞれ下方修正された。

このうち、純輸出の下方修正は、基礎統計（貿易統計と国際収支統計）の改訂に伴う通例のものである。輸出が前期比年率6.0%から8.9%へ下方修正、控除項目である輸入は0.7%から1.8%へ上方修正され、純輸出寄与度が引き下げられた。

医療サービス支出が大幅に下方修正

問題は、個人消費の下方修正である。下方修正の過半は、サービス消費、中でも医療サービスの修正が大きい。サービス消費は二次推計値の前期比年率4.3%が1.5%へ、寄与度は1.93%Ptから0.67%Ptへ、医療サービスは前期比年率9.1%が1.4%へ、寄与度は1.01%Ptから0.16%Ptへ極めて大きな下方修正だった。医療サービスは、二次推計段階までは十分な基礎統計が得られず、公表元であるBEAは推計に依存せざるを得ない。そのBEA推計値と基礎統計であるQSS(Quarterly services survey)が大きく乖離し、極めて大規模な下方修正を招いた。なお、個人消費の内訳では非耐久財消費も前期比年率0.4%から0.3%へ下方修正されている。食料支出の0.5%から1.3%への引き下げが響いた。

上述した需要項目以外では、設備投資が前期比年率1.6%から1.2%へ、住宅投資も5.0%から4.2%へ上方修正されたが、大勢に影響するほどではない（両者合わせても成長率に対する寄与度変化は0.1%Pt弱）。

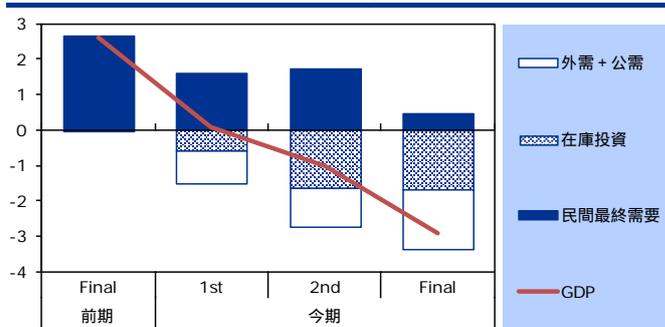
二つのインプリケーション

オバマケアによる医療支出増加は幻

2014年1~3月期実質GDP成長率の最終推計値から得られるインプリケーションは二つである。

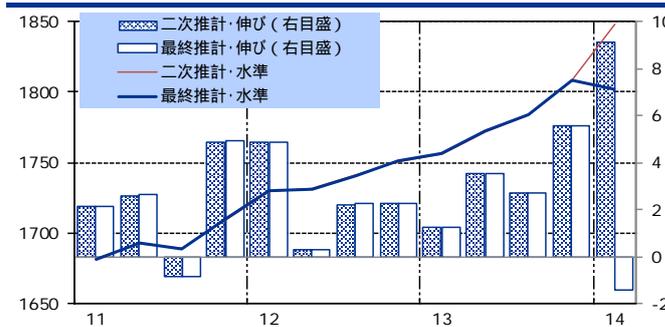
第一は、オバマケアが寄与しての1~3月期からの医療サービス支出の急拡大は幻だった点である。正直なところ、オバマケアが医療支出に及ぼす影響について、現時点では判断し難い。医療サービス支出は2014年1~3月期に小幅減少したが、これは2013年後半の伸

GDPの改訂状況（%、%Pt）



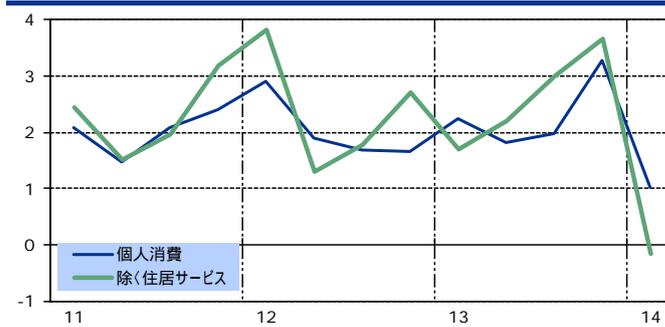
(出所)US.BEA

医療サービス支出の推移（実質・年率換算、10億ドル、%）



(出所)US.BEA

個人消費の推移（前期比年率、%）



(出所) U.S. Department of Commerce

びがトレンドよりやや高めだった反動と考えられ、オバマケアが医療サービス支出を下押しした訳ではないだろう。ただ、GDP 統計の二次推計値が示唆していたオバマケアによる医療サービス支出利用者の裾野拡大による支出増加は、(少なくとも1~3月期の段階では)最終推計値により明確に否定されてしまった。オバマケアは導入されたばかりのため、それが及ぼす経済や家計への影響は、今後のデータ蓄積をもって判断すべきである。ただ、少なくとも当面については、オバマケアの効果により医療サービス支出が大幅に拡大するとの見通しは描きにくいと言える。

寒波の影響は甚大

第二は、異例の寒波の悪影響は甚大だった点である。二次推計値までは、(結果的に誤りだった)医療サービス支出の急増により個人消費が過大に推計され、寒波による米国経済の落ち込みを小さく見せていた。しかし、最終推計値で、個人消費は10~12月期の前期比年率3.3%が1~3月期に1.0%まで減速、寒波に伴い伸びたエネルギー消費を含む住居サービスを除けば0.2%と僅かながらマイナスである。また、輸出は最終推計値で前期比年率8.9%まで引き下げられたが、この落ち込みにも寒波に伴う国内生産の不能が影響している。特にエネルギー輸出の落ち込みが顕著だった。逆に、寒波に伴うエネルギー国内需要の増加を受けて、輸入は押し上げられている。加えて、在庫投資の押し下げ寄与度が前期比年率1.70%Ptまで膨らんだのは、昨年後半の在庫積み上がりに伴う調整が主因ではあるものの、寒波に伴う生産不能も少なからず影響したと考えられる。

4~6月期以降の拡大見通しは不変だが...

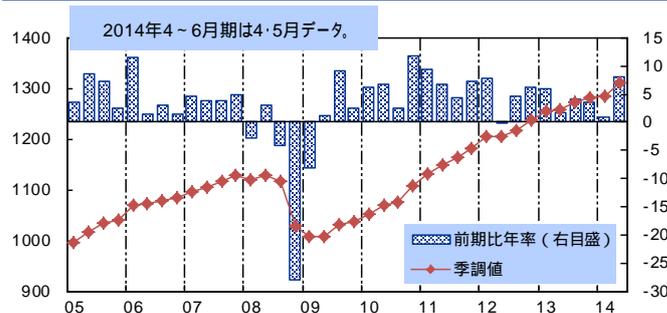
寒波に伴う下押しは、4~6月期のペントアップデマンドの顕在化により、(全てではないが)ある程度はカバーされる。4~6月期は財消費を中心に個人消費が、また住宅投資も月次データが堅調に推移しており、明確な反発を示す見込みである。生産回復に伴い、一定の在庫復元も図られるだろう。また、雇用統計や小売売上高が示すように家計部門は、ペントアップデマンドを除いたベース、つまり基調として上向いており、企業部門も実体指標と景況感を問わず好調である。米国経済は、寒波の悪影響から既に立ち直り、力強い拡大を示していると判断できる。米国経済が4~6月期から拡大基調へ復帰するとの見通しを疑う理由はない。当社は4~6月期の米国経済の成長率を、現

石油輸出の推移 (10億ドル)



(出所) CENSUS

小売・飲食サービス売上高 (10億ドル、%)



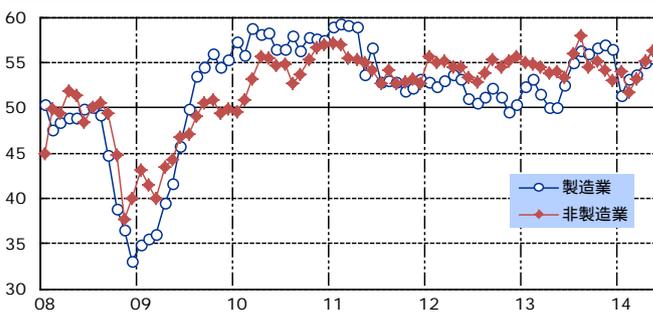
(出所) Department of Commerce

住宅市場の動向 (2008年=100)



(出所) Department of Commerce, Department of Labor, NAR

ISM調査の企業景況感 (中立=50)



(出所) Institute for Supply Management

時点で前期比年率 4%台半ばから後半と見込んでいる。

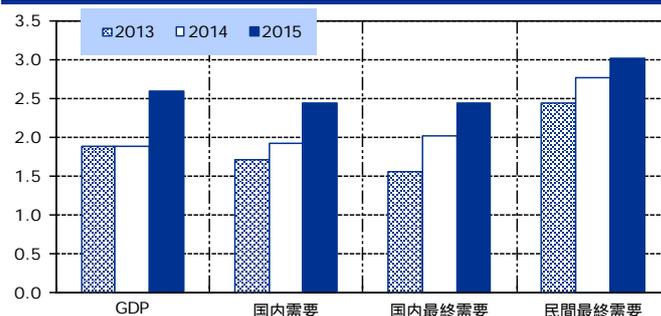
医療サービスの下方修正を踏まえ、2014 年の成長率見通しを 1.9%へ引き下げ

しかし、二次推計値まで過大な推計であった医療サービス支出が最終推計値において大幅に下方修正された影響を、4~6 月期以降の経済データが補うことはできない。医療サービス支出の下方修正は、寒波の悪影響や 4~6 月期の米国経済の堅調推移とは無関係である。そのため、当社では 2014 年 1~3 月期成長率の下方修正、というよりも医療サービス支出の下方修正を勘案し、2014 年の米国経済の成長率見通しを従来予想の 2.4%から 1.9%へ大幅に引き下げる。2015 年見通しは 2.6%で従来から変わらない。

寒波と在庫調整を除けば、2014 年は成長加速

2014 年の新しい成長率見通しである 1.9%は 2013 年実績の 1.9%から横ばいにとどまり、米国経済の拡大が停滞しているように見える。しかし、これは既に述べた寒波による下押しと在庫調整タイミングの影響が大きい。寒波による下押しのうち、個人消費や住宅投資に対する悪影響はその後のペントアップデマンドによりある程度補われるが、相手のある話であるエネルギー輸出入に関してはそうした動きを期待し難い。そのため、2014 年通年で見ると寒波による下押しは純輸出の悪化として残る。2014 年の GDP 成長率は 2013 年と変わらずの 1.9%だが、国内需要は 2013 年 1.7%が 2014 年は 1.9%へ加速する。次に在庫調整タイミングの影響は、在庫投資が 2013 年後半に積み上がり 2014 年 1~3 月期に集中して調整されたことを意味する。つまり、在庫投資により 2013 年の成長率は押し上げられ、逆に 2014 年は押し下げられる。当社では国内最終需要（国内需要 - 在庫投資）について 2013 年の 1.6%が 2014 年に 2.0%へ、民間最終需要は 2013 年 2.4%が 2014 年は 2.8%へ加速すると見込んでいる。

GDP、国内需要、最終需要の見通し（前年比、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

米国経済の推移と予測（暦年）

	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
前年比, %, %Pt					
実質 GDP	1.8	2.8	1.9	1.9	2.6
(Q4/Q4)	2.0	2.0	2.6	1.9	2.3
個人消費	2.5	2.2	2.0	2.2	2.3
住宅投資	0.5	12.9	12.2	4.0	5.8
設備投資	7.6	7.3	2.7	4.9	5.8
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(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	2.3	4.4
輸入	4.9	2.2	1.4	2.5	3.1
名目 GDP	3.8	4.6	3.4	3.6	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)	459	461	400	415	416
(名目GDP比, %)	3.0	2.8	2.4	2.4	2.3
貯蓄率(%)	5.7	5.6	4.5	4.2	3.8
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。