

2014年5月1日 全6頁

成長率鈍化は一時的

2014年1-3月期実質GDP成長率は前期比年率0.1%増

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

- 2014年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率0.1%増と辛うじてプラス成長を維持した。悪天候などによるかく乱が生じたが、中には明るい動きも見られる。今後の米国経済は緩やかな成長軌道に復するだろう。
- 個人消費は意外にも高成長を維持した。オバマケアや暖房需要など特殊要因による押し上げとみられる部分もあるため割り引いてみる必要があるが、雇用・所得環境の緩やかな改善や資産価格の上昇が続いており、消費の下地は強い。今後も個人消費の拡大が続くことを見込む。
- 住宅投資は住宅販売の鈍化による販売手数料の減少によってマイナス成長になったが、住宅建設はむしろ増加しており、住宅建設の増加、販売の鈍化により在庫不足は解消に向かっている。天候の回復とともに住宅販売は再び増加するだろう。
- 企業部門では設備投資が減少に転じたが、企業の生産活動は過去最高に達しており、稼働率も上昇が続いている。海外経済が改善傾向にあることも設備投資増加の後押し要因となるだろう。
- GDPデフレーターは前期比年率1.3%と前期から低下した。PCE価格指数の前年比も1.1%と前期とほぼ変わらず、FRBの長期目標を大きく下回っている。賃金上昇圧力は限定的であり、引き続き低いインフレ率が続くだろう。

悪天候により辛うじてプラス成長

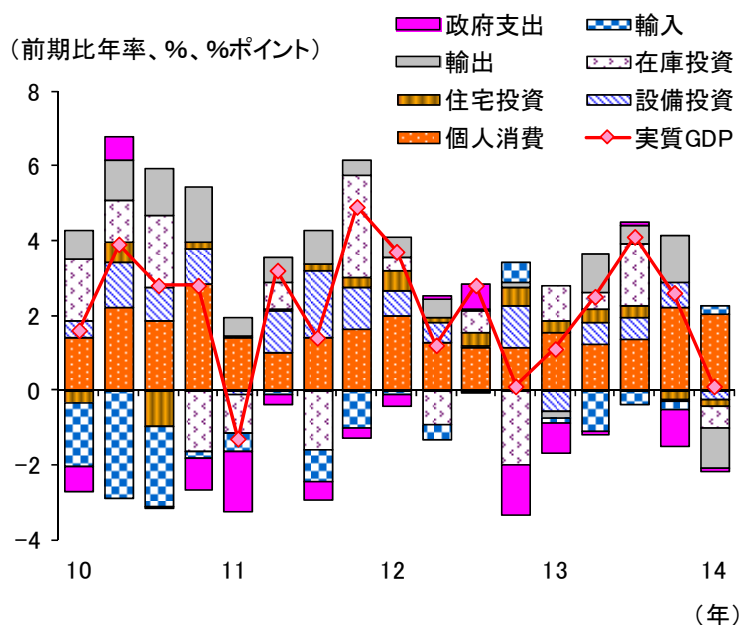
2014年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率0.1%増と市場予想（Bloomberg調査：中央値同1.2%増）を下回り、2011年4-6月期から続くプラス成長を辛うじて維持した。1-3月期は主に北東部を記録的な寒波が襲い、西部を干ばつが襲うなど、悪天候が経済活動を抑制した。その中でも個人消費が前期比年率3.0%増であったことは意外であった。中身はオバマケア（医療保険制度改革）や暖房需要の高まりなど特殊要因が含まれるが、消費の下地は悪くないことが確認された。

また、悪天候の影響を受け、ブローカーの販売手数料などの落ち込みが住宅投資を抑制したとみられ、住宅投資は2四半期連続で大幅な減少となった。だが、住宅建設は増加しており、一部には販売が回復する見通しが出ている。

企業関連は2013年末の投資減税終了と悪天候などによって減少に転じたが、今後は緩やかな増加が見込まれる。企業の生産活動はリーマン・ショック前の水準を上回っており、景況感も改善傾向にある。海外経済も緩やかながら改善していることも後押し要因となり、企業活動の拡大が続くだろう。

1-3月期は悪天候などにより成長率が大幅に鈍化したが、明るい動きも散見され、年後半にかけて成長率が加速すると見込んでいる。

図表1 実質GDP成長率の推移



(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

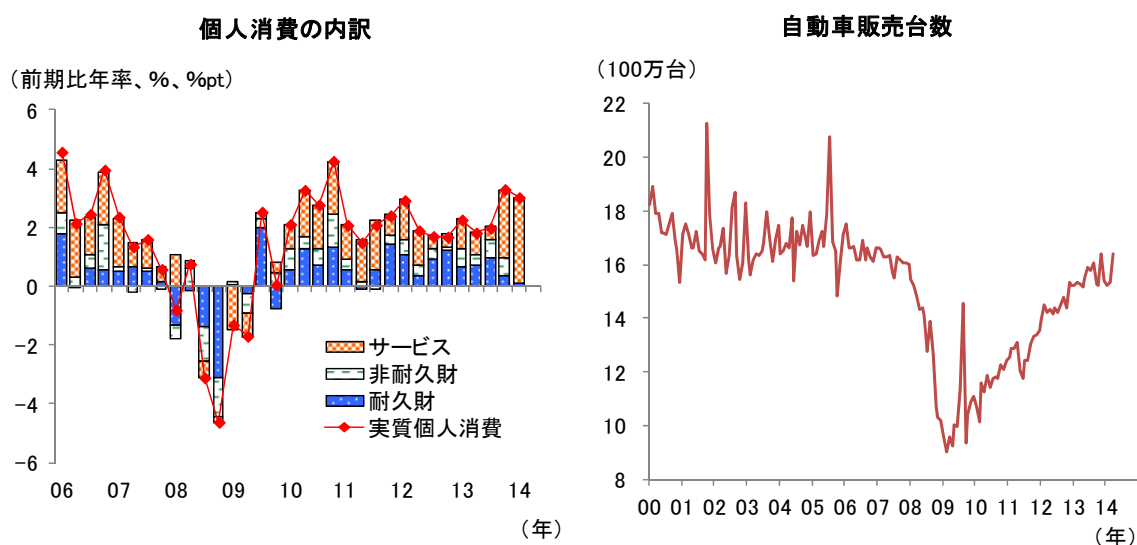
個人消費はオバマケア、暖房需要により高成長を維持

個人消費は前期比年率 3.0%増と前期 (同 3.3%増) からわずかに増加幅が縮小した。しかし、悪天候にもかかわらず 3%成長を維持したことは意外であった。個人消費の内訳を見ると、財消費は同 0.4%増と前期 (2.9%増) から増加幅が大きく縮小した。前期に減少していた自動車・同部品やガソリンなどのエネルギーは増加に転じたが、食料品や娯楽用耐久財は増加幅が縮小し、衣料品や家具・家庭用品は減少に転じた。

サービス消費は前期から増加幅が拡大し、個人消費の押し上げに寄与した。しかし、特殊要因の影響が大きいとみられる。サービス消費の拡大をけん引したのは医療サービスと住居・設備関連であった。医療サービスはオバマケア (医療保険制度改革) の施行に伴う医療支出の増加が背景にあると考えられる。GDP 統計の個人消費は政府や企業が個人のために支払った分も含まれるため、オバマケアによってメディケイドの対象が拡大したことなどが医療サービスの増加につながったとみられる。住居・設備関連では、悪天候によって暖房需要が高まったことが背景にあるだろう。趣味・娯楽や宿泊・飲食などのサービスは減少に転じており、特殊要因を除けば総じて積極的に消費を行う環境ではなかったことがうかがえる。

実質可処分所得は前期比 0.5%増と前期 (同 0.2%増) から増加幅が拡大した。住宅価格や株価など資産価格の上昇も続いており、消費の下地は強かったとみられる。また、コンファレンスボードの消費者信頼感指数やロイター／ミシガン大消費者センチメントは前期より上昇しており、消費者マインドの改善も個人消費の増加要因になったと考えられる。個人消費を取り巻く環境に特段悪い状況は見当たらない。それにもかかわらず財消費などが大幅に鈍化したのはやはり悪天候の影響と言えるだろう。2013 年 12 月、2014 年 1 月に減少した小売売上高は 3 月にかけて増加幅が拡大しており、軟調であった自動車販売台数も悪天候の影響が和らいだ 3 月には前月比 6.9%増で再び年率換算 1,600 万台に回復した。

図表 2 サービス消費、自動車販売の増加



(出所) BEA, Autodata, Haver Analytics より大和総研作成

雇用・所得環境は緩やかながら改善が続いており、資産価格、消費者マインドも上昇傾向にある。引き続き個人消費は緩やかな拡大が続くだろう。

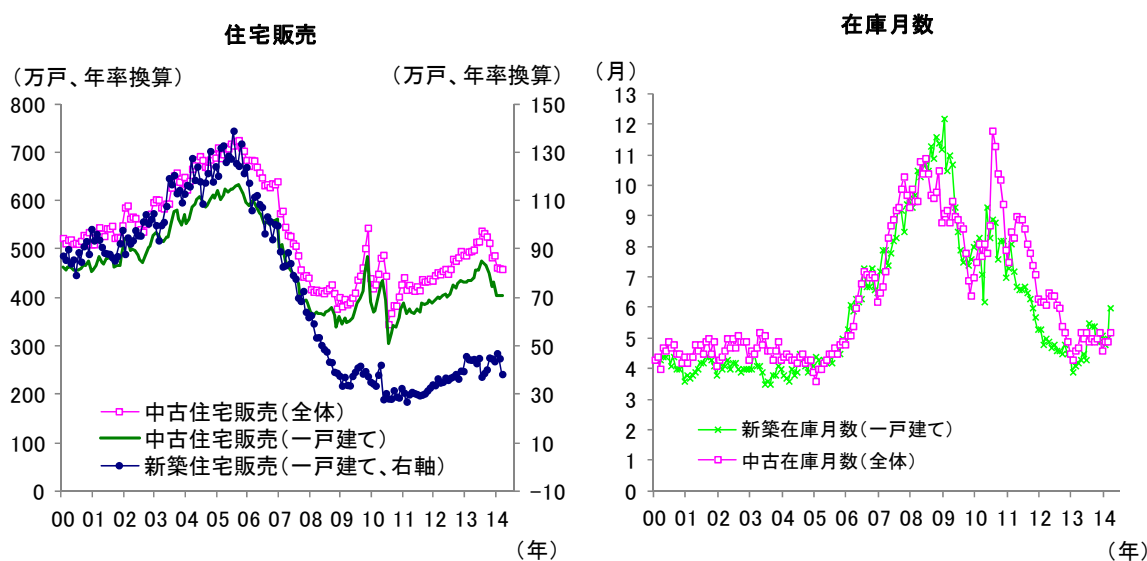
住宅販売の減少が住宅投資を抑制

住宅投資は、ブローカーの販売手数料などが含まれるその他の項目が大幅に減少したため前期比年率 5.7%減と 2 四半期連続のマイナス成長となった。住宅販売が軟調であったことが住宅投資減少の背景にあるだろう。1-3 月期の新築住宅販売（一戸建て）は前期比 2.5%減と 2 四半期ぶりに減少に転じ、中古住宅販売（一戸建て）も同 6.9%減と 2 四半期連続で減少した。販売の落ち込みが販売手数料の減少として GDP 統計の住宅投資を抑制したとみられる。住宅販売は、悪天候や在庫不足、在庫不足による住宅価格の上昇などによって抑制されたとみられる。

一方で、一戸建ては前期比年率 11.9%増、集合住宅は同 8.1%増と住宅建設は前期から増加した。住宅市場の代表的な指標である 1-3 月期の新築着工件数は大幅に減少したが、GDP 統計の住宅投資は着工ではなく進捗ベースで表される。名目の進捗ベースで見る 1 月、2 月の住宅投資は 2013 年末の水準より高く、住宅建設の増加と整合的である。

NAR（全米不動産協会）によれば、悪天候の影響が和らぎ、今後は中古住宅販売が増加する見込みとされている。また、販売の減少によって在庫不足が解消に向かっている。1-3 月期の新築着工件数の減少も悪天候の影響が考えられ、再び増加に転じれば住宅供給も増加し、住宅市場は緩やかに回復するだろう。

図表 3 住宅販売は在庫不足により鈍化



(注) 在庫月数は販売／在庫。

(出所) Census, NAR Haver Analytics より大和総研作成

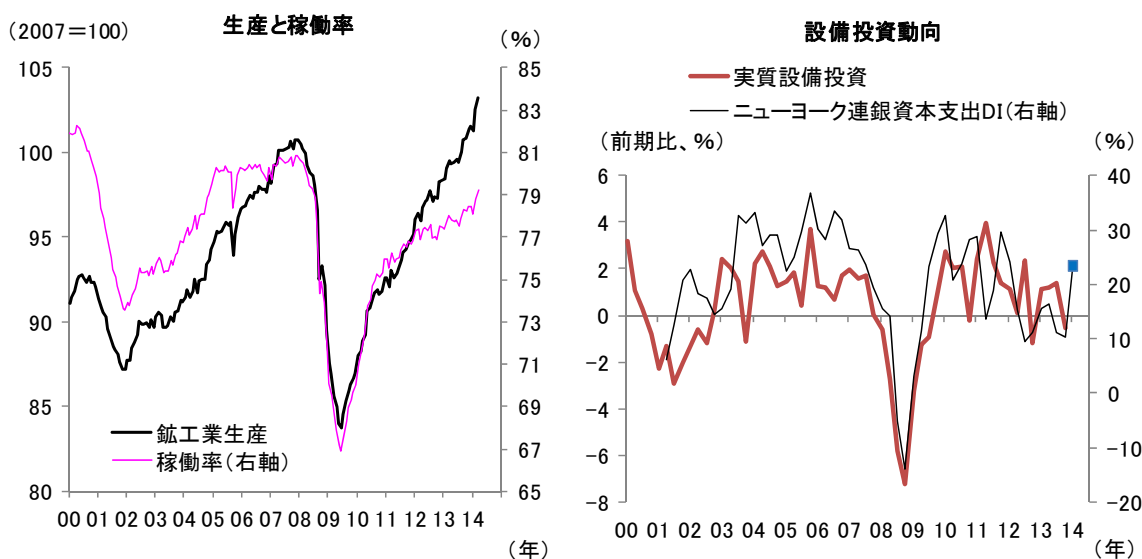
設備投資は減少に転じたが今後の増加に期待

設備投資は前期比年率 2.1%減と 4 四半期ぶりのマイナス成長になった。内訳を見ると、構築物では商業施設、医療施設などが減少したが、製造施設や電力・通信施設が増加したため前期からほぼ横ばいであった。また、ソフトウェアや研究開発を含む無形資産投資も増加が続いた。しかし、コンピューターなどを含む IT 関連投資、輸送用機械投資などが減少し、全体を押し下げた。

2013 年末に投資減税が終了するため、昨年末にかけて駆け込み需要が発生し、1-3 月期はその反動が出たとみられる。また、1-3 月期の ISM 製造業、非製造業指数の新規受注 DI はそろって前期から低下しており、企業の景況感悪化が設備投資を抑制したのだろう。しかし、1-3 月期の中で見れば、企業の景況感は 1 月から 3 月にかけて改善方向にあることから、悪天候による企業の景況感悪化から脱しつつあるとみられる。

鉱工業生産指数はすでにリーマン・ショック前のピークを上回っており、稼働率も景気後退期前（2007 年 12 月）の 98%程度まで回復している。今後も民需を中心に米国経済の拡大が続けば、早晚設備の拡大が必要となるため、設備投資は緩やかな増加が続く見込みである。ニューヨーク連銀の製造業景況感指数の資本支出 DI は 2 月を底に 4 月まで改善が続いている。今後の設備投資回復を期待させる要素であろう。

図表 4 生産活動と設備投資動向



(注) ニューヨーク連銀資本支出 DI の直近値は 4 月のデータを 4-6 月期として表示。

(出所) FRB, BEA, NYFed, Haver Analytics より大和総研作成

輸出は前期比年率 7.6%減、輸入が同 1.4%減となり、輸出の減少幅が大きかったため純輸出の前期比年率寄与度は 0.83%pt 減と実質 GDP を抑制した。輸出は 2013 年 12 月が大幅に減少して 1-3 月期の伸びが低くなっており（マイナスのゲタ）、1、2 月は 12 月の水準からほぼ横ばいである。地政学リスクなど不透明要因はあるが、欧州など海外経済は緩やかながら改善基調に

あり、輸出は緩やかなペースで拡大が続くとみられる。輸出の増加は国内の生産活動の拡大につながり、設備投資増加を後押しするだろう。

在庫投資増減は 874 億ドル増と前期（1,117 億ドル増）から積み増しペースが鈍化し、実質 GDP への前期比年率寄与度は 0.57%pt 減と大幅なマイナス寄与になった。悪天候などによって経済活動が停滞し出荷の伸びが鈍化したため、2013 年 12 月から出荷在庫バランスはマイナスに転じており、2 月にかけてその幅が拡大している。そのため、在庫の積み増しペースが鈍化した可能性がある。再び出荷が上向けば在庫の積み増しペースは加速するとみられる。

連邦政府の支出が 6 四半期ぶりに増加

政府支出は前期比年率 0.5%減と引き続きマイナス成長であったが、前期（同 5.2%減）から減少幅が縮小した。州・地方政府は投資が大幅に減少し、同 1.3%減と 4 四半期ぶりの減少となった。一方で、連邦政府は引き続き国防費の削減が続く中、非国防の消費支出が増加に転じ、6 四半期ぶりの増加となった。議会において 2015 年度までの財政合意が形成され、一旦は歳出の削減圧力が和らいだとみられる。しかし、中長期的な財政再建に向けて歳出削減は続くため、今後も米国経済を押し上げることは期待できないだろう。

PCE 価格指数は FRB の長期目標を大きく下回る

GDP デフレーターは前期比年率 1.3%と前期（同 1.6%）から低下した。一方で PCE（Personal Consumption Expenditure）価格指数は同 1.4%と前期（同 1.1%）から上昇した。特に、サービス価格指数が同 2.4%と 3 四半期連続で加速した点は前向きに捉えられるだろう。しかし、PCE 価格指数は前年比で 1.1%と前期（1.0%）からわずかしこ加速しておらず、引き続き FRB が長期的な物価の目標としている 2%を下回っている。雇用環境からは賃金の上昇圧力も限定的だと考えられるため、急速な物価上昇は想定しづらい。

図表 5 GDP 統計の概要

（前期比年率、%、%pt）	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
名目 GDP	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	6.2	4.2	1.4
実質 GDP	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	2.6	0.1
国内最終需要	2.0	2.2	1.4	0.5	2.1	2.3	1.6	1.5
個人消費	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	3.0
設備投資	4.5	0.3	9.8	-4.6	4.7	4.8	5.7	-2.1
住宅投資	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	10.3	-7.9	-5.7
政府支出	0.3	3.5	-6.5	-4.2	-0.4	0.4	-5.2	-0.5
純輸出（寄与度）	0.10	-0.03	0.68	-0.28	-0.07	0.14	0.99	-0.83
輸出	3.8	0.4	1.1	-1.3	8.0	3.9	9.5	-7.6
輸入	2.5	0.5	-3.1	0.6	6.9	2.4	1.5	-1.4
民間在庫投資（寄与度）	-0.91	0.60	-2.00	0.93	0.41	1.67	-0.02	-0.57
GDP デフレーター	1.8	2.3	1.1	1.3	0.6	2.0	1.6	1.3
PCE 価格指数	1.1	1.7	1.6	1.1	-0.1	1.9	1.1	1.4
コア PCE 価格指数	1.8	1.4	1.3	1.4	0.6	1.4	1.3	1.3

（出所）BEA, Haver Analytics より大和総研作成