

US Economic Outlook 2014 年 4 月

今月のトピック「1-3 月期は一時的に減速見込み」

2014/4/11

景気動向のポイント

- 【景況感】…………… 製造業・非製造業ともに改善
- 【生産・投資】…………… 投資は一進一退を続ける一方、生産は上向く
- 【消費・所得】…………… 雇用・所得環境の改善が消費を下支え
- 【物価】…………… 低水準の伸びが継続

- 米国景気は緩やかな拡大を続けている。13 年 10-12 月期の実質 GDP(確定値)は、前期比年率 +2.6%。14 年 1~3 月期は鈍化が予想されるも、一時的なものと見られている。
- 企業部門は、生産・投資が足踏み気味ながら、先行きに対する期待感が改善を見せている。家計部門は、雇用・所得環境が改善しており、今後はマインドも上向いてくると期待される。
- FRB は、3 月の FOMC でフォワードガイダンスから失業率の閾値目標を削除。金融政策は、従来通り、包括的な雇用・物価情勢に注視する質的ガイドライン方式となった。

主要経済指標

		四 半 期			月 次			
		13Q2	13Q3	13Q4	13/12	14/1	14/2	14/3
景況	実質GDP(前期比)	2.5%	4.1%	2.6%				
	ISM製造業指数[上段]・	50.8	55.7	56.7	56.5	51.3	53.2	53.7
	非製造業指数[下段]	53.7	56.1	54.1	53.0	54.0	51.6	53.1
生産	鉱工業生産指数	0.3%	0.6%	1.3%	0.0%	▲0.1%	0.6%	
	設備稼働率(前期/月比)	79.1%	80.1%	81.1%	78.4%	78.1%	78.4%	
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	2.1%	▲1.8%	0.5%	▲1.6%	0.8%	▲1.4%	
消費	消費者信頼感指数[ミシガン大]	81.7	81.6	76.9	82.5	81.2	81.6	80.0
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.5%	0.5%	0.8%	▲0.1%	0.1%	0.2%	
	小売売上高(前期/月比)	0.5%	1.2%	0.7%	▲0.3%	▲0.6%	0.3%	
	自動車販売台数[百万台]	15.5	15.7	15.6	15.3	15.2	15.3	16.3
雇用・所得	非農業部門就業者数(前期/月差)[万人]	60.3	51.5	59.5	8.4	14.4	19.7	19.2
	完全失業率(%)	7.5%	7.3%	7.0%	6.7%	6.6%	6.7%	6.7%
	実質可処分所得(前期/月比)	1.0%	0.7%	0.2%	▲0.3%	0.2%	0.3%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	▲9.3%	1.6%	14.2%	▲7.0%	▲11.2%	▲0.2%	
	新築住宅販売件数(前期/月比)	▲1.6%	▲12.2%	15.2%	▲1.6%	3.2%	▲3.3%	
	中古住宅販売件数(前期/月比)	3.5%	4.4%	▲7.1%	0.8%	▲5.1%	▲0.4%	
	S&Pケース・シラー住宅価格指数(前期/月比)	4.2%	2.6%	2.9%	0.7%	0.8%		
金融	NYダウ工業株30種(期末値/月末値)[ドル]	14,910	15,130	16,577	16,577	15,699	16,322	16,458
	米10年債利回り(期末値/月末値)	2.49%	2.61%	3.03%	3.03%	2.64%	2.65%	2.72%

※: 四半期の数値は原則、月次数値の単純平均にて算出。

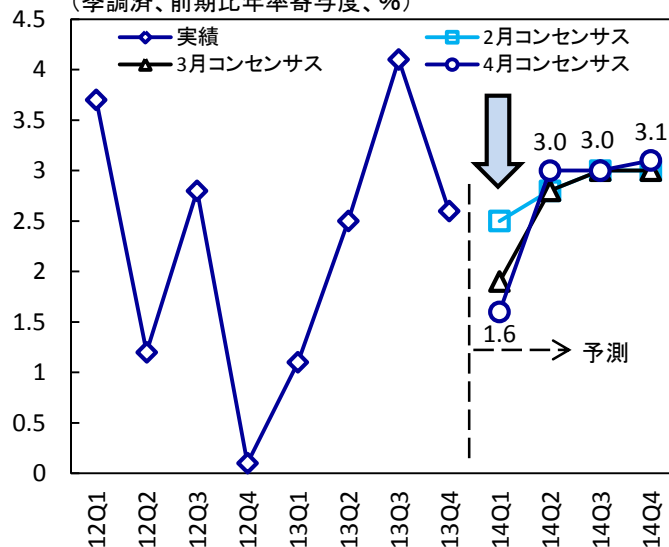
1. 1-3 月期は一時的に減速見込み

【2014 年前半の成長率見通しは下方修正が続く】

4 月 30 日（水）、商務省経済分析局（BEA）より GDP 速報が公表される。4 月 11 日時点での市場コンセンサスによると、14 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%と、2 期連続の減速が予想されている。期初である 1 月時点での市場コンセンサスは同+2.6%であり、2 月時点では同+2.5%、3 月同+1.9%、4 月同+1.6%と連続して下方修正されている。一方、4-6 月期以降についての市場コンセンサスは同+3.0%（4-6 月期）、+3.0%（7-9 月期）、+3.1%（10-12 月期）と、ほぼ修正なく回復が予想されており、1-3 月期の減速は一時的であると判断されている。（図表 1）

図表 1 米国の GDP 成長率の推移と予測

（季調済、前期比年率寄与度、%）



（資料）Bloomberg より丸紅経済研究所作成

【米国経済の成長は、内需頼み】

1-3 月期について需要項目別に見ると、まず需要の 7 割を占める個人消費に関しては、年末の落ち込みから一転、実質個人消費支出が 1、2 月に、小売売上高が 2 月に、自動車販売台数が 3 月に加速を見せている（後述の指標参照）。

このような 13 年末の落ち込みと 14 年に入ってから持ち直しの動きは、13 年 12 月から 14 年 2 月にかけての記録的な寒波と、ほぼ同時期に起きた量的金融緩和政策の縮小決定に対するショック、そしてその後の持ち直しと整合的な動きである。個人消費の裏づけとなる非農業部門就業者数、実質可処分所得も加速を見せており、一時的な減速の後、堅調さを取り戻していくという個人消費のシナリオは説得力を持っている。

次に、設備投資に関しては、先行指標である資本財受注が 13 年 10-12 月期に上向いており、1-3 月期の設備投資を押し上げる可能性がある。しかし、資本財受注は足元下振れ、稼働率も改善が滞っているため、設備投資が順調な回復に向かうという市場の見方には期待先行の感がある。さらに、住宅投資に関しては、中低所得者層の相対的に厳しい雇用・所得環境、住宅ローン金利の上昇により、回復ペースが鈍化する可能性がある。

在庫については、2、3月に生産活動が上向いてきているところを見ると、1-3月期ではプラスの寄与が予想される。4-6月期は、個人消費が加速してくるものの、売上高在庫比率が高水準となっており、積み増しに慎重になる可能性がある（図表2）。

図表2 売上高在庫比率



最後に、輸出については、13年後半には成長の押し上げ要因となったが、足元では欧州や新興国の不透明感を背景に鈍化しており、4-6月期も反転加速は望みにくいだろう。

以上、1-3月期は、個人消費と輸出を主因に減速するものの、4-6月期は個人消費を主因に加速が見込まれる。個人消費の加速は、雇用・所得の裏づけがあり、確度の高い見方と判断される。ただし、個人消費から設備投資への波及による好循環の発現、輸出による側面からの景気のサポートは、確証がもてない。1-3月期の市場コンセンサスが下方修正され続けたように、4-6月期も下方修正されるリスクがあり、寒波による落ち込みからの反発が期待されるとはいえ、V字的な回復シナリオに落とし穴があることは留意すべきであろう。

【1-3月期の成長は鈍化も、金融政策の縮小は継続か】

なお、後述の指標でも明らかなように、政策判断の中心となっている雇用・所得環境の改善が続いていることや、イエレン新議長率いるFRBが事前の評判ほどにはハト派でなかったことから、FRBは引き続き、量的金融緩和からの脱却に向けた動きを続けよう。FRBは3月FOMCで失業率の閾値目標を削除するなど数値的なフォワードガイダンスを取り下げ、金利引き上げについては、包括的な雇用・物価情勢に注視する総合判断による政策運営に、実質的に逆戻りしている。また、4月9日公表の議事録からは、FRBが一部市場で懸念されていたほどには、金融引き締めに積極的でない可能性があることが示された。1-3月期に一時的な成長鈍化が見込まれる中で、イエレン新体制のFRBからのメッセージが今後も安定した見通しを与えてくれるのか、しばらく神経質な状況になると考えられる。

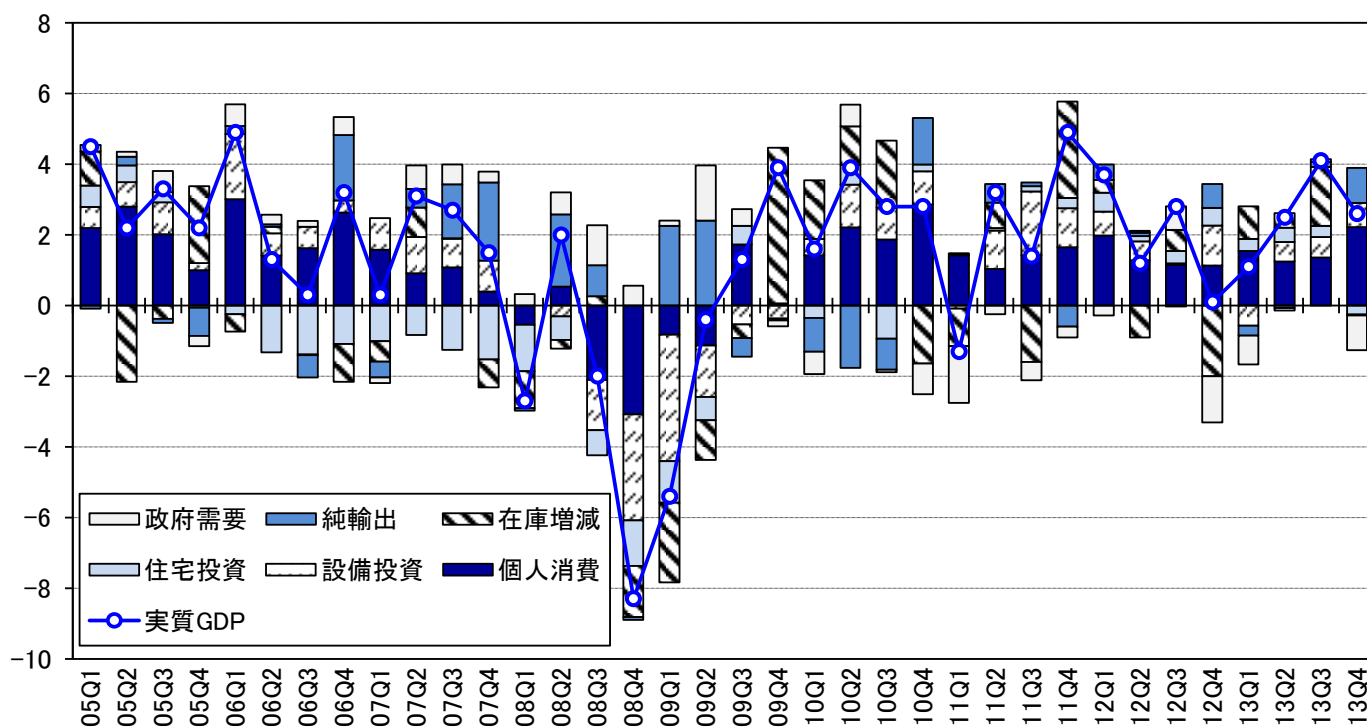
2. 主要指標の動き

(1) GDP・景況感

実質GDP

- 3月27日に発表された13年10-12月期の実質GDP成長率（確定値）は、前期比年率+2.6%（改定値同+2.4%）と上方修正された。内訳をみると、個人消費支出が同+3.3%（同+2.6%）、設備投資が+5.7%（同+4.8%）と引き上げられた。消費では、耐久財が鈍化した一方、サービスの伸びが顕著であった。
- なお、13年通年の成長率は+1.9%と修正はなかった。
- 14年の成長率は、記録的な寒波等の影響により1-3月期が同+1.6%と一旦足踏みした後、4-6月期は同+3.0%と加速する見込みである。（※詳細はトピック参照）

（季調済、前期比年率寄与度、%）



（資料）Bureau of Economic Analysis

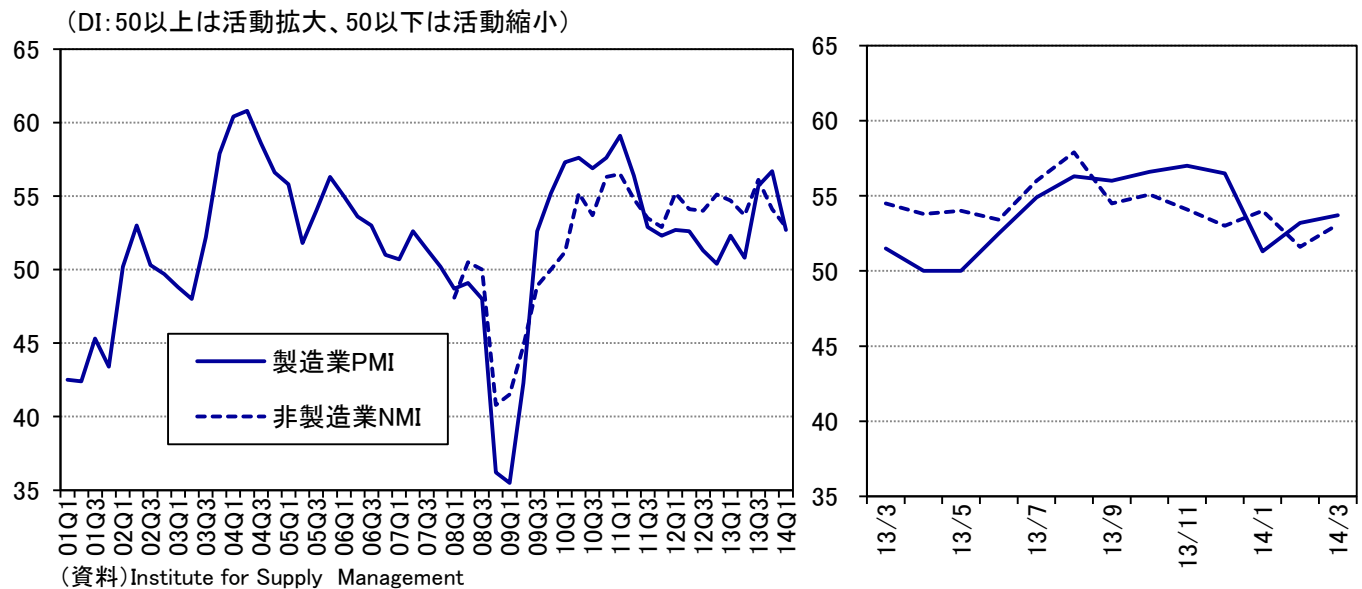
▽ 米国の実質GDP予測(%)

ソース	13年 4-6月	13年 7-9月	13年 10-12月	14年 1-3月	14年 4-6月	14年 7-9月	2012年	2013年	2014年	2015年
市場コンセンサス (2014/4)	+2.5	+4.1	+2.6	+1.6	+3.0	+3.0	+2.8	+1.9	+2.7	+3.0
IMF (2014/4)				—	—	—			+2.8	+3.0

※四半期は前期比年率、暦年は前年比。共通部分は実績。市場コンセンサスは Bloomberg 予想。

企業業況感(ISM製造業・非製造業指数)

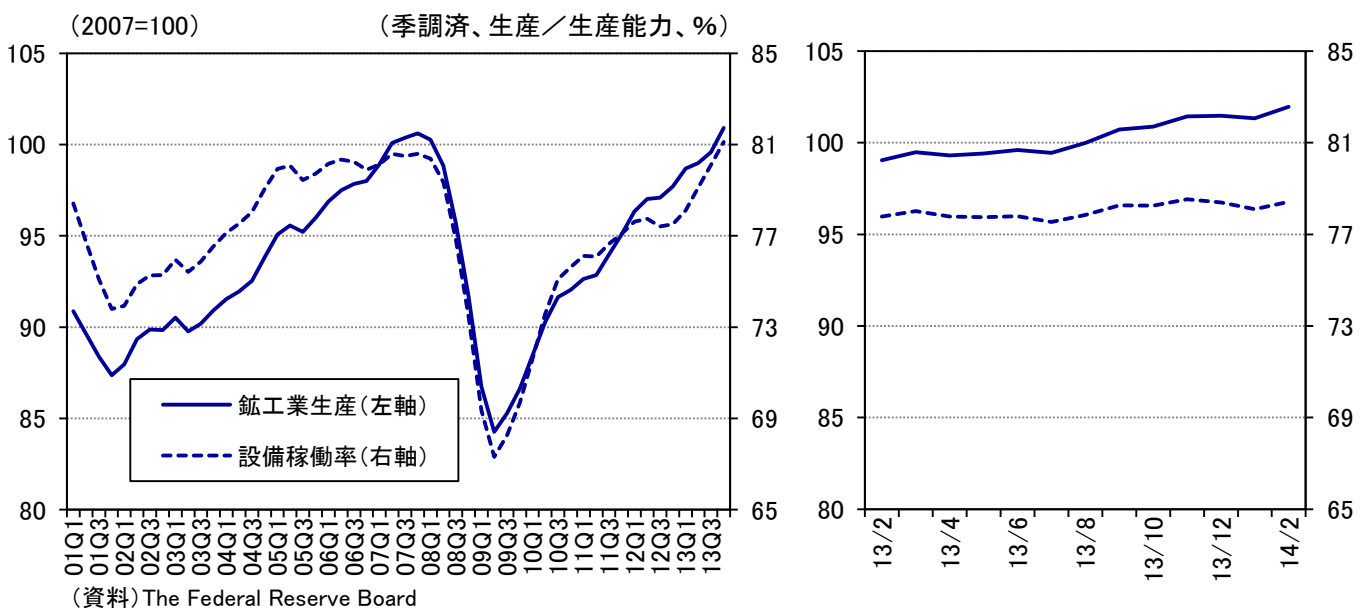
- 3月の製造業ISM指数は53.7(2月53.2)と、2か月連続で上昇した。生産指数(2月48.2⇒3月55.9)、受注残(同52.0⇒57.5)などが指数を押し上げた。非製造業も53.1(2月51.6)と、雇用、受注の改善が上昇に寄与した。



(2)生産

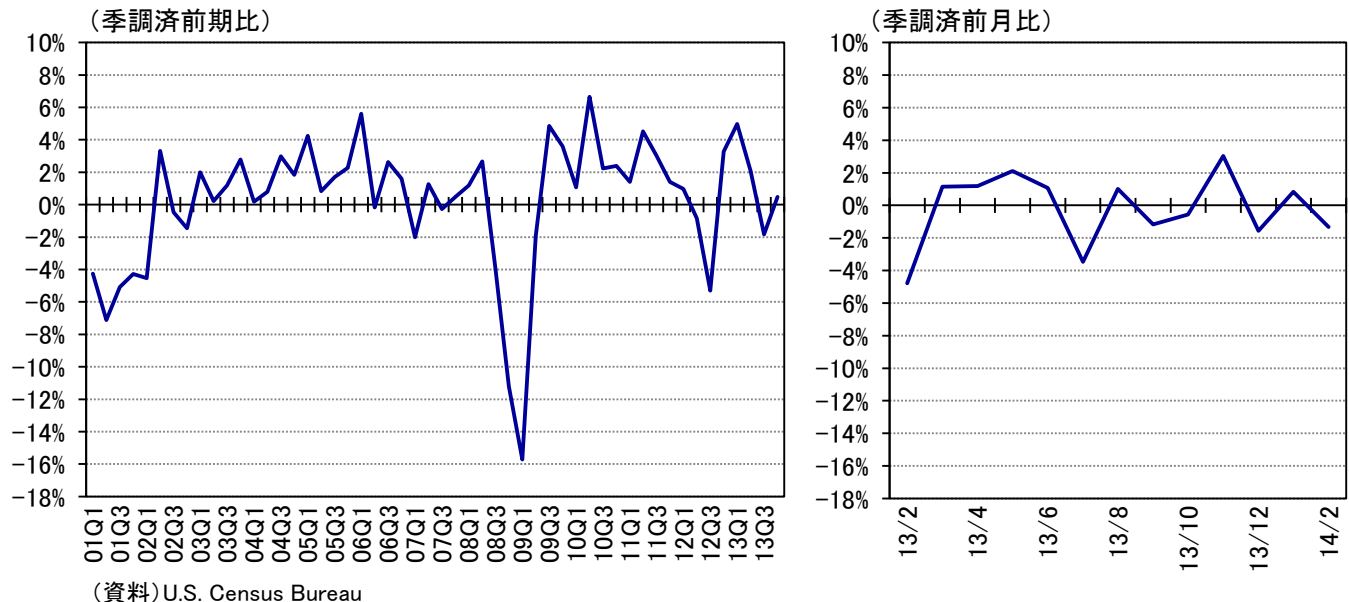
鉱工業生産指数・設備稼働率

- 2月の鉱工業生産指数は前月比+0.6% (1月同▲0.1%) と寒波の影響で微減となった1月から一転、増加をみせた。設備稼働率も78.4% (1月同78.1%) と小幅上昇した。

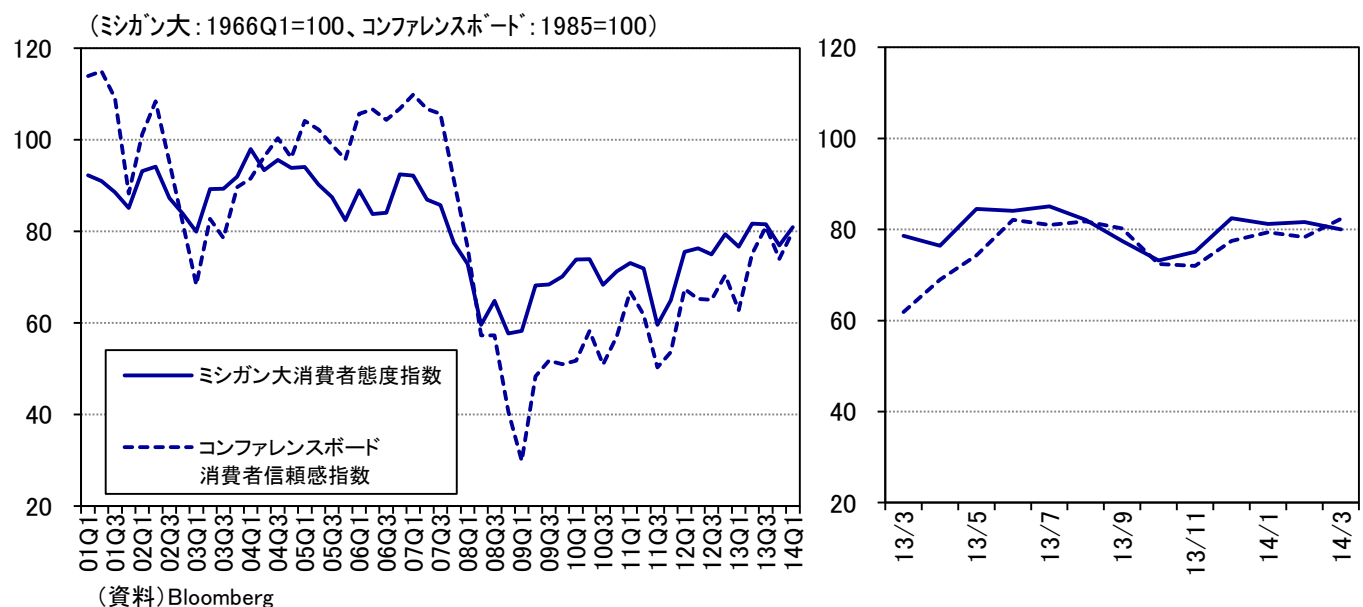


(3)投資**設備投資(非国防資本財受注)**

- 2月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比▲1.4%（1月同+0.8%）となった。受注は一進一退だが、段階的に改善するとの期待が根強い。

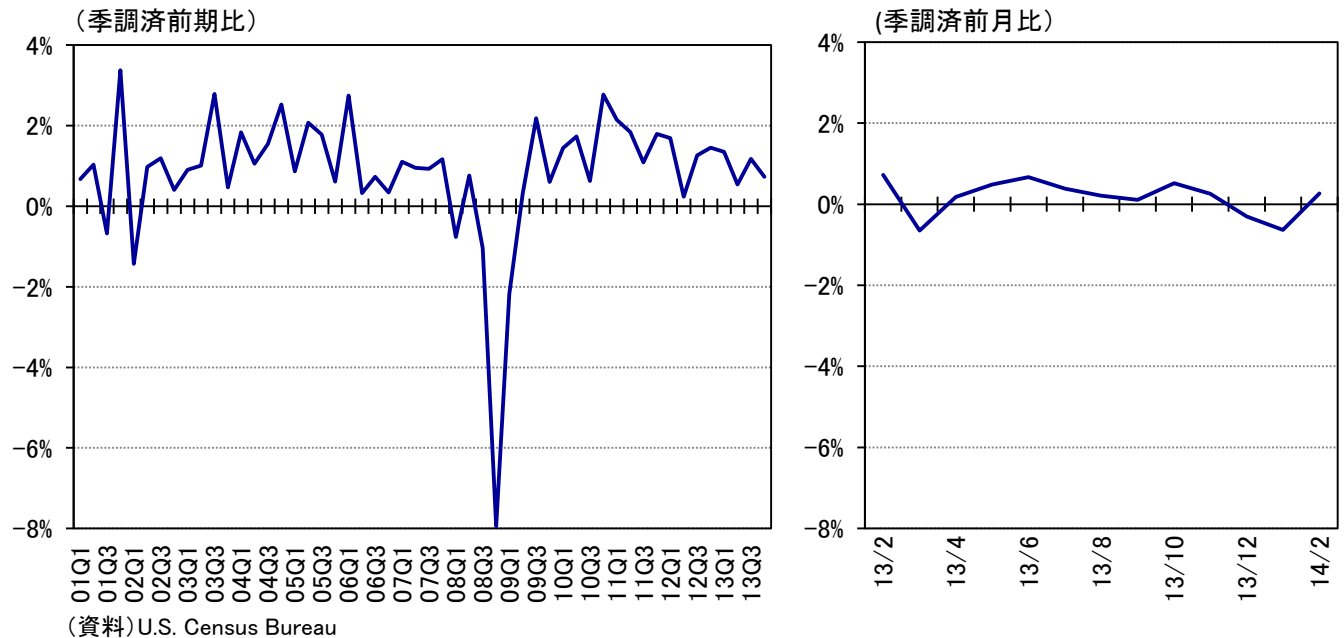
**(4)消費・所得****消費者センチメント(消費者信頼感指数)**

- 消費者センチメントは改善方向にあるも、足踏み気味となっている。3月のミシガン大学消費者態度指数は80.0（2月81.6）と小幅低下した。一方、3月コンファレンスボード消費者信頼感指数は82.3（2月78.3）と改善した。



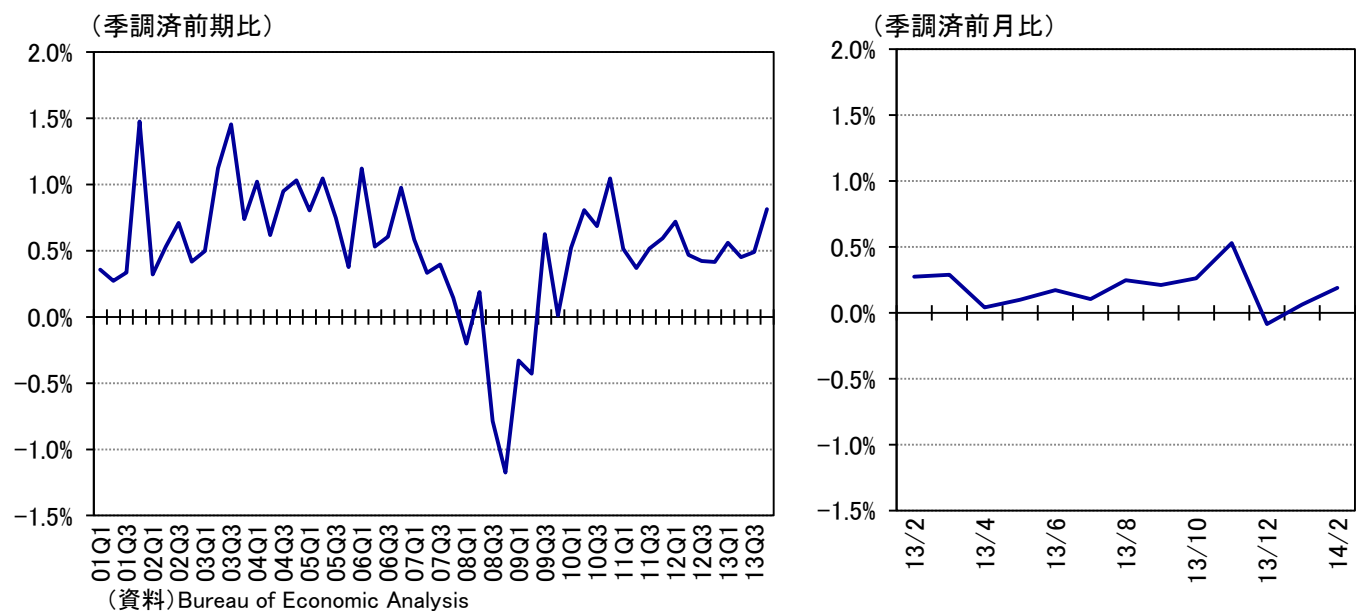
小売売上高

- 2月の小売売上高は前月比+0.3%（1月同▲0.6%）と、3か月ぶりの増加となった。インターネットショップを含む無店舗小売の他、スポーツ用品店、百貨店などが加速し、天候の回復に伴い徐々に客足がもどってきていることが伺える。



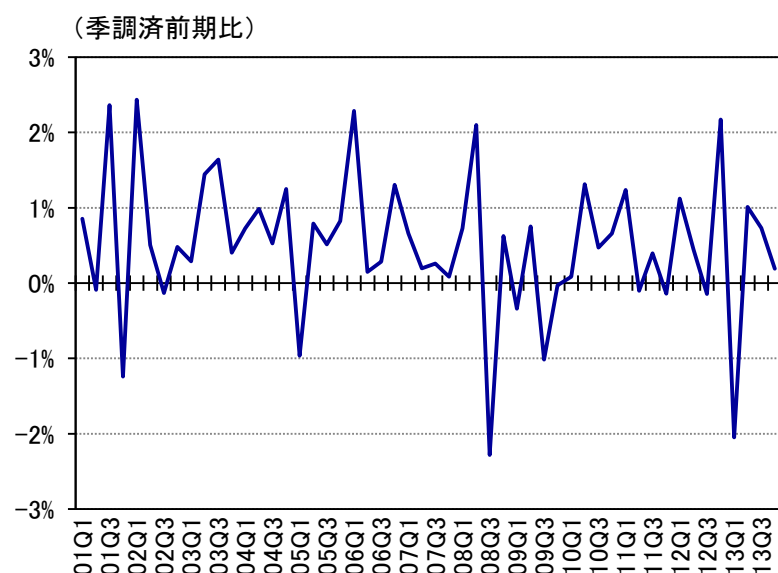
実質個人消費支出

- 2月の実質個人消費支出は、前月比+0.2%（1月同+0.1%）となった。個人消費の2/3を占めるサービス支出が同+0.2%（1月同+0.5%）と減速したものの、財への支出が、非耐久財同+0.3%（1月同▲0.9%）、耐久財同+0.1%（1月同▲0.4%）と加速し、全体を押し上げた。

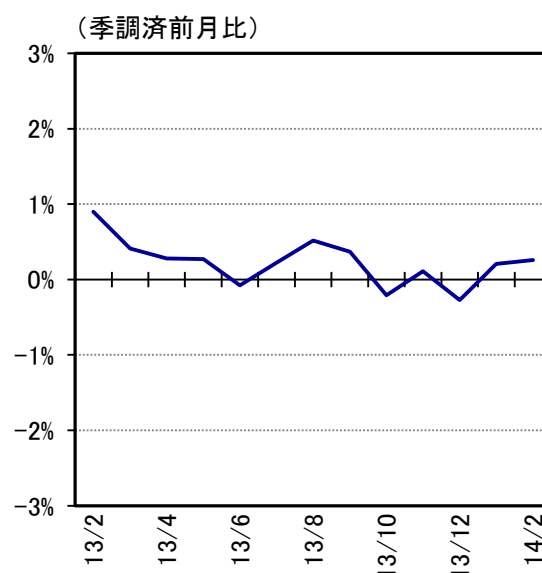


実質可処分所得

- 2月の実質可処分所得は、前月比+0.3%（1月同+0.2%）と増加を続けた。名目ベースでは、同+0.3%（1月同+0.3%）であった。内訳をみると、賃金（所得全体の約62%）が同+0.2%（1月同+0.3%）と小幅鈍化した一方、配当金・利息の受け取り（所得全体の約14%）が同+0.1%（1月同▲0.6%）と持ち直し、全体を押し上げた。

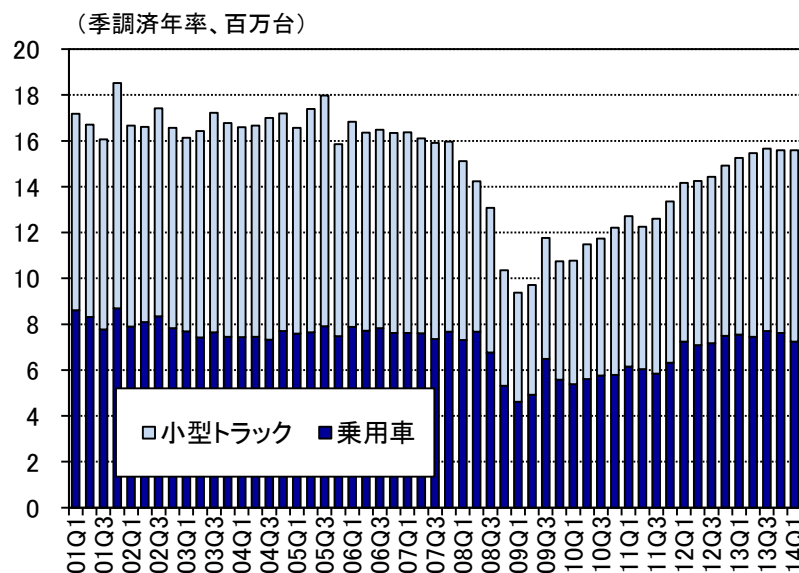


(資料) Bureau of Economic Analysis

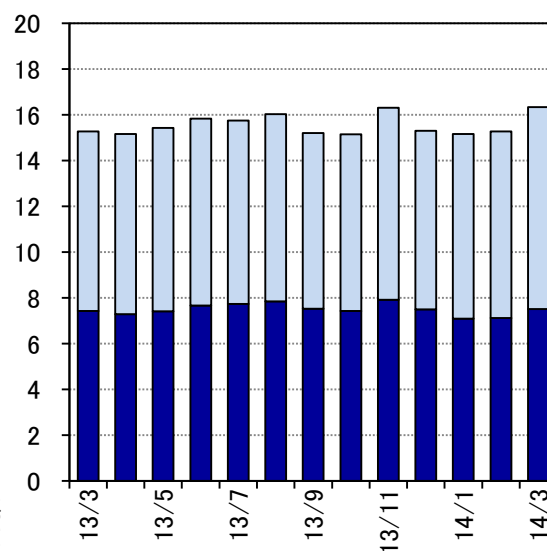


自動車販売台数

- 3月の自動車販売(大型トラックを除く)は、前月比+6.9%（2月同+0.8%）の年率1,633万台と大幅に増加した。月初は寒波の影響で購買意欲が落ち込んだが、月後半にかけて持ち直した。各社のインセンティブ（販売奨励金）強化も、販売の押し上げ要因となった。

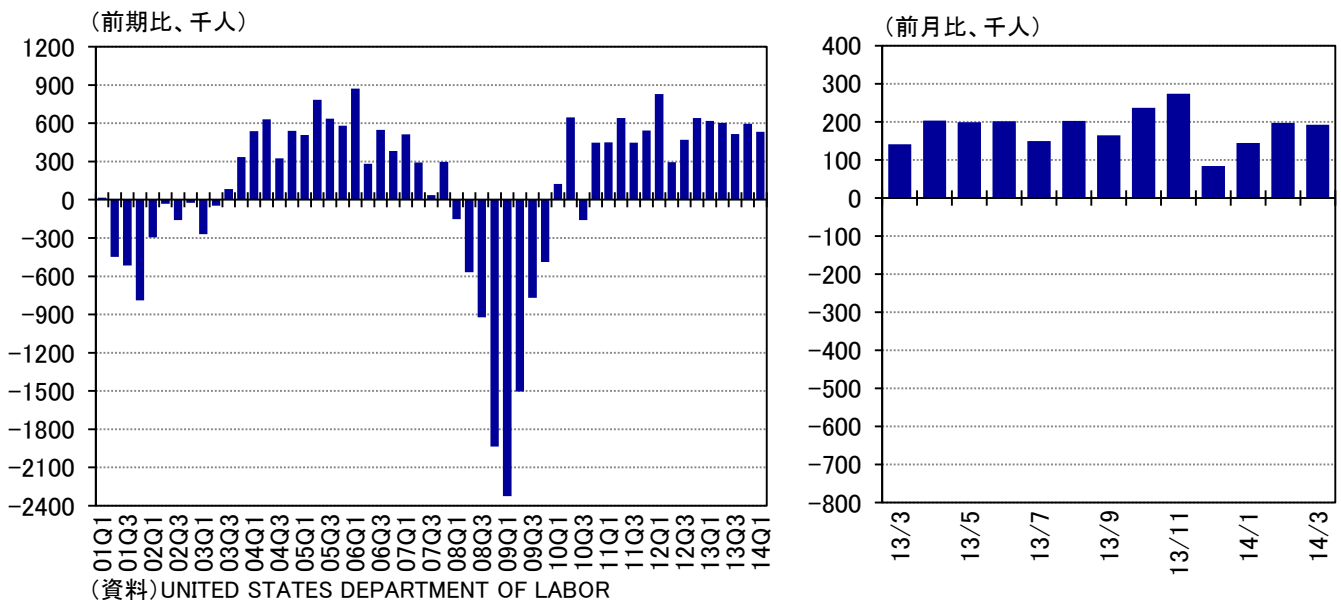


(資料) Bureau of Economic Analysis

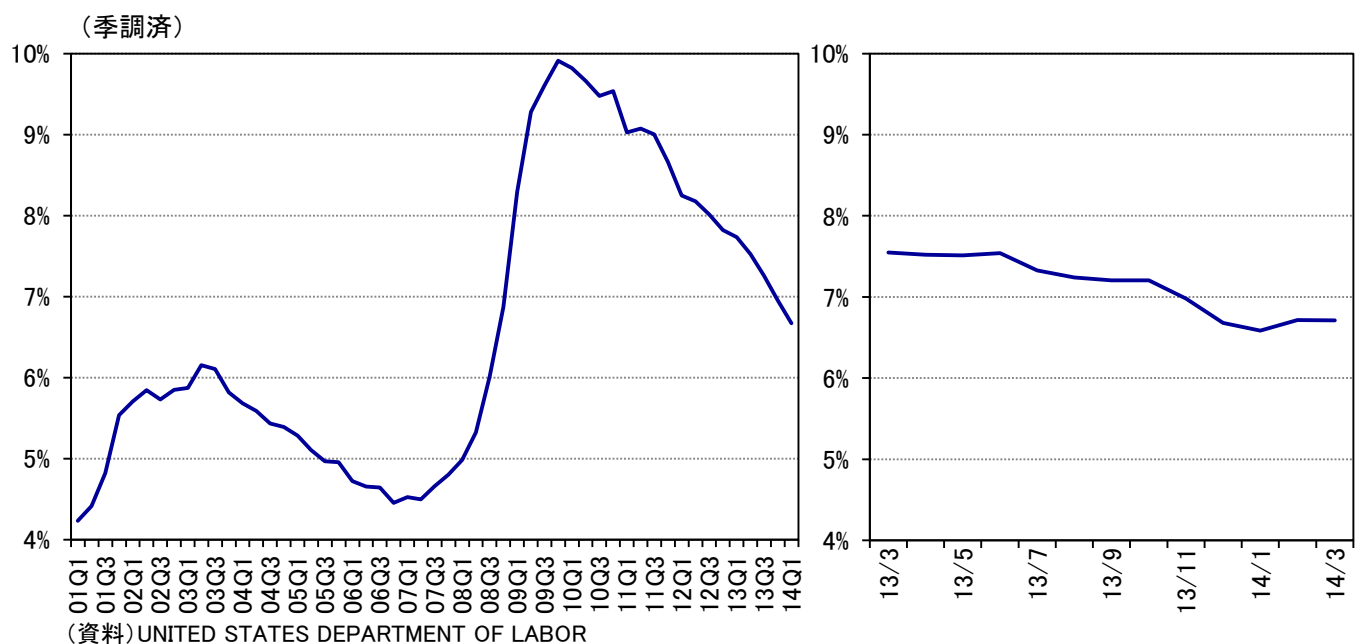


(5)雇用**雇用統計(非農業部門就業者数)**

- 3月の非農業部門雇用者数は前月差+19.2万人(2月+19.7万人)と、上方修正された2月に続く20万人弱の堅調な増加が続いた。内訳をみると、小売業や卸売業が伸び悩んだものの、サービス部門で堅調な増加がみられた。寒波の影響が剥落してきているものとみられる。

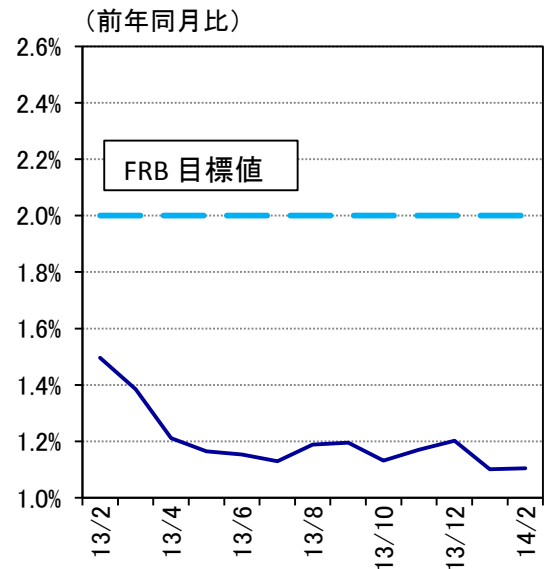
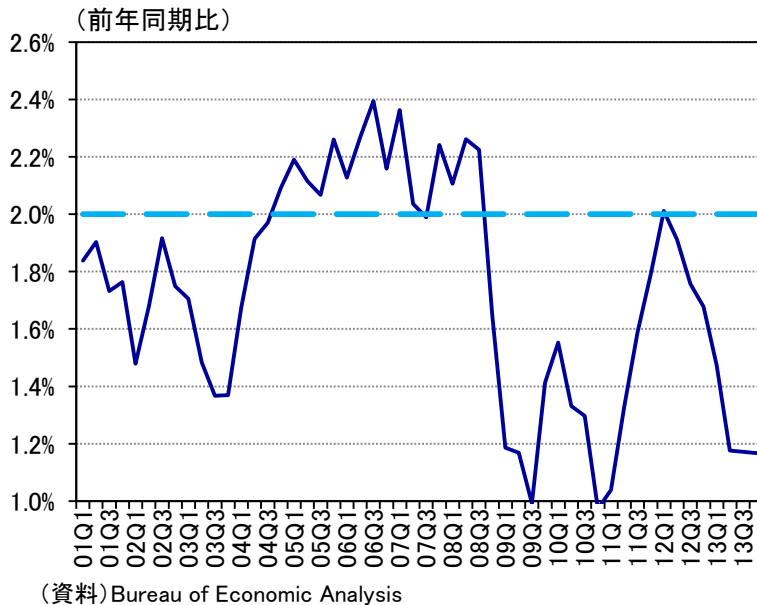
**完全失業率**

- 3月の失業率は6.7% (2月 6.7%) であった。就業者は増加したが、求職者も増加したため、横ばいとなった。これまで失業率は比較的早いペースで低下してきていたが、労働力人口が労働市場に戻りつつあり、失業率の低下を抑えるようになってきている。

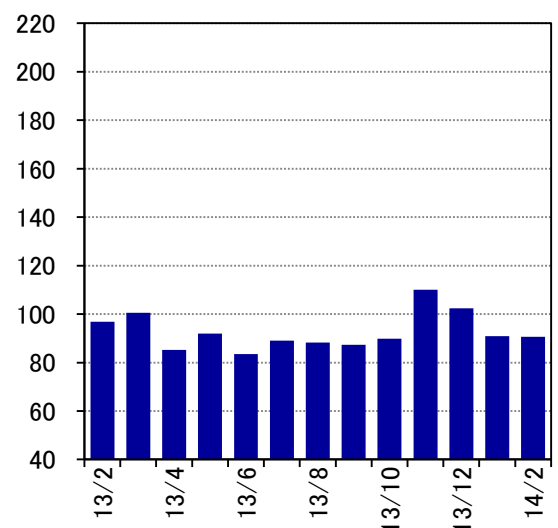
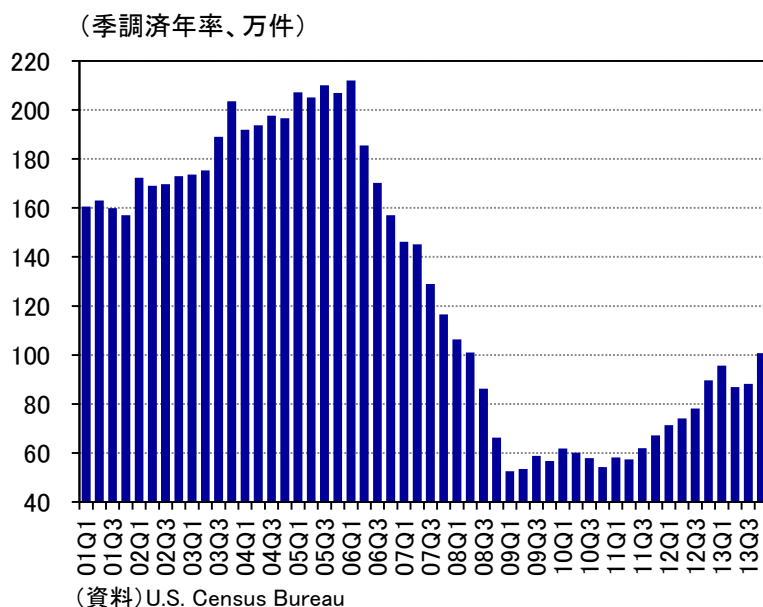


(6)物価**消費者物価(コアPCEデフレーター)**

- 2月のコアPCEデフレーターは前年同月比+1.1%(1月+1.1%)と、横ばいであった。インフレ圧力が高まる兆候は依然としてみられない。

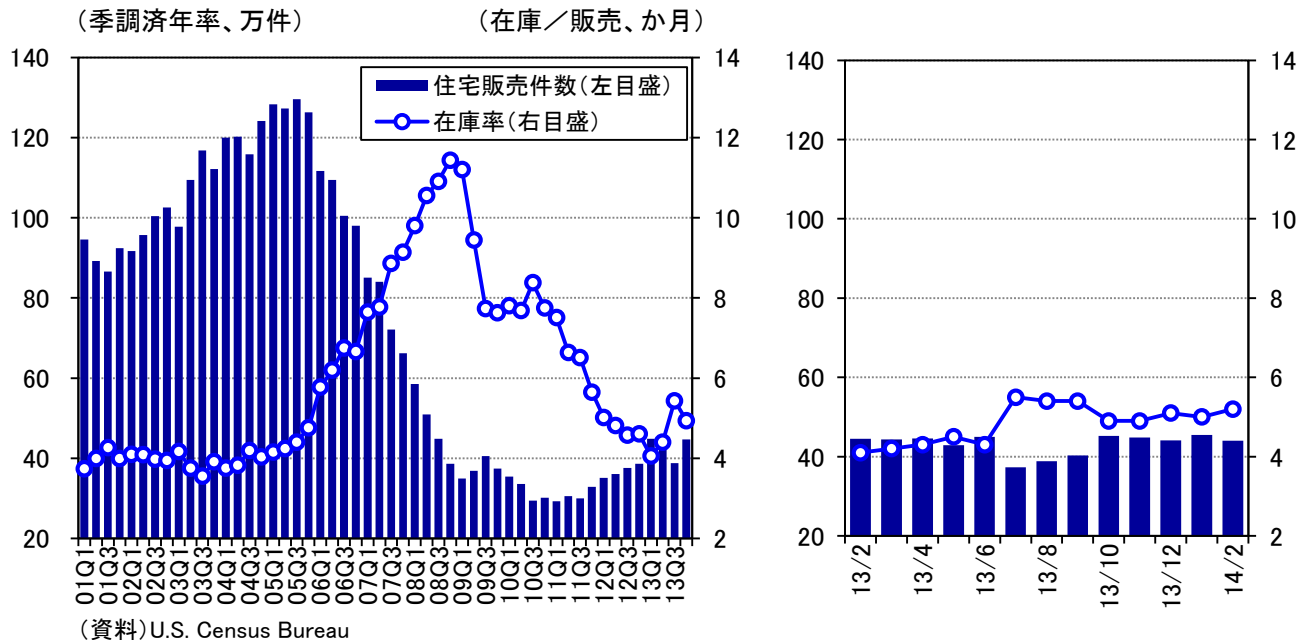
**(7)住宅****新築住宅着工件数**

- 2月の新築住宅着工件数は前月比▲0.2%(1月同▲11.2%)の年率90.7万件(1月同90.9万件)と下げ止まりの兆候をみせた。住宅着工許可件数は前月比+7.7%の102万件と増加に転じた。天候の改善に伴い、今後は改善が予想される。



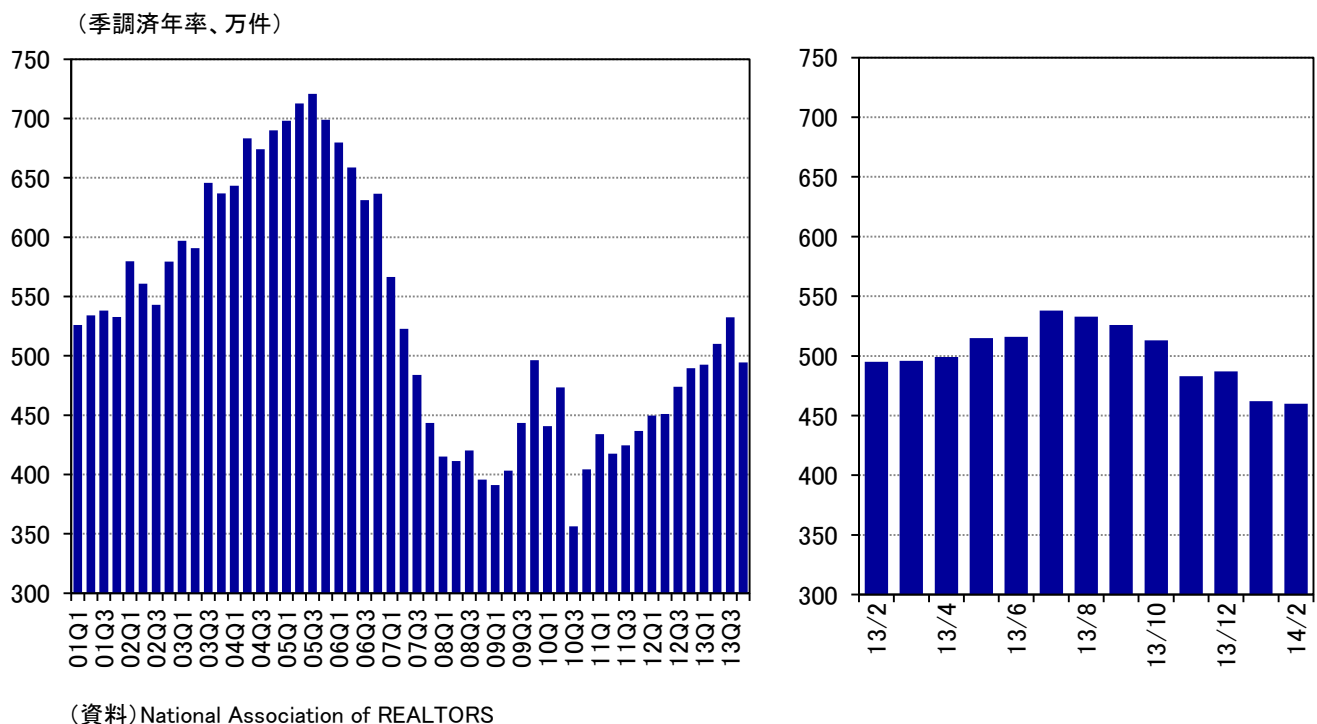
新築住宅販売件数

- 2月の新築住宅販売戸数は前月比▲3.3%（1月同+3.2%）の年率44.0万戸（1月同45.5万戸）と減少した。13年初以来、販売は横ばい気味で推移しているが、景気回復感が強まればもう一度改善してくるのではとの期待が出ている。



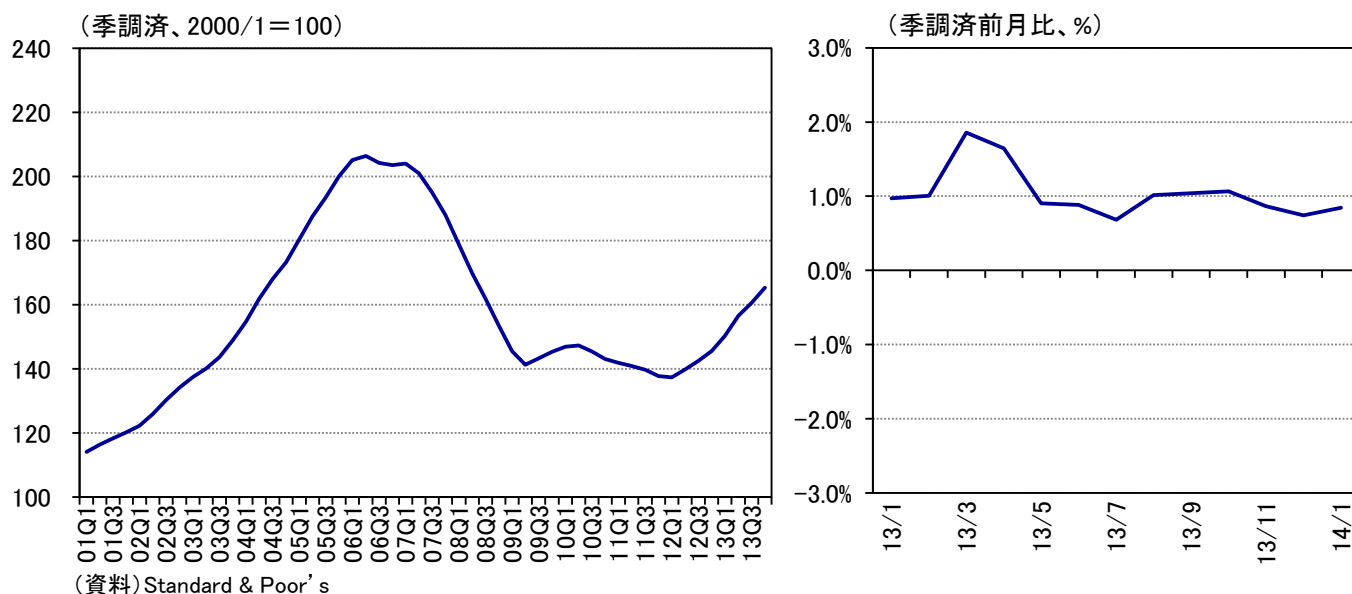
中古住宅販売件数

- 2月の中古住宅販売件数は前月比▲0.4%（1月同▲5.1%）の年率460万戸（1月同462万戸）となった。2012年7月以来の低水準であり、在庫不足と記録的な寒波が影響している。新築同様、今後回復してくるとの期待がある。



住宅価格(S&P ケース・シラー住宅価格指数(20 都市圏))

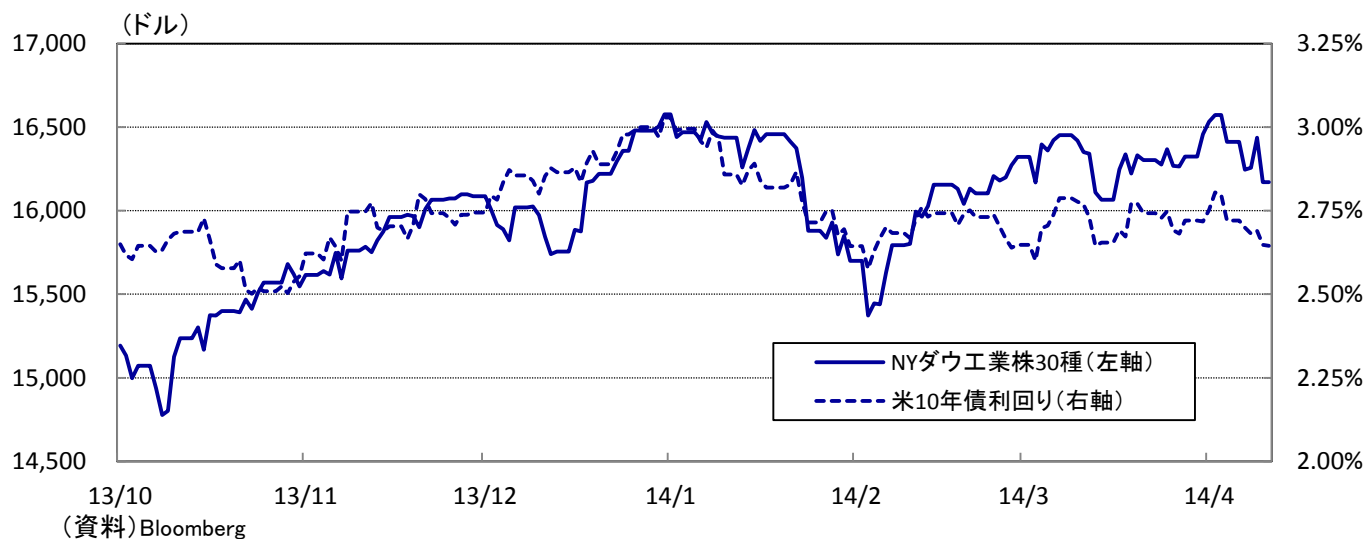
- 1月のS&P ケース・シラー住宅価格指数(20都市圏)は前月比+0.8%(12月+0.7%)と、高い伸びが続いた。前年同月比では同+13.2%(12月同+13.4%)であった。住宅需要は根強いものの、13年に比べて回復の勢いは落ちてくるため、住宅価格の伸びは今後低下してくるとみられている。



(8) 金融市場

株価指数と10年債利回り

- 米株式相場は、年初、FRBの金融政策の不透明感に加えて、寒波の影響から下落した。2月には、FRBが景気回復見通しや低金利維持の方向性を示したことを背景に上昇するも、3月は、ウクライナ等海外情勢への警戒感から、再び軟調な動きとなった。
- 長期金利は、年初、リスクオフムードの中で低下。2月以降、低金利維持の方針が示されているものの、天候要因の好転に伴う景気回復期待からじわりと上昇を見せている。



担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム	T E L : 03-3282-7683 E-mail: TOKB4A1@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。