

US Economic Outlook 2014 年 7 月

今月のトピック「物価は上昇するも、GDP ギャップからの押し下げ圧力は根強い」

2014/7/11

景気動向のポイント

- 【景況感】…………… 製造業・非製造業ともに改善傾向
- 【生産・投資】…………… 5 月は改善
- 【消費・所得】…………… 高水準の状態が続く
- 【物価】…………… 小幅上昇が続く

- 米国景気は緩やかな拡大を続けている。14 年 1-3 月期の実質 GDP(改定値)は、前期比年率▲2.9%と大幅に減速したが、寒波による一時的なものと判断される。
- 企業部門は生産・投資共に、持ち直した。家計部門も、雇用・所得環境の改善傾向を受けて、センチメントも上向きつつある。
- FRB は、6 月 FOMC で資産買い入れ額を 100 億ドル減額し、350 億ドルとした。イエレン議長は金融安定のために、現行の金融政策を当面維持するとの認識を改めて示している。

主要経済指標

		四 半 期			月 次			
		13Q3	13Q4	14Q1	14/3	14/4	14/5	14/6
景況	実質GDP(前期比)	4.1%	2.6%	▲2.9%				
	ISM製造業指数[上段]・	55.7	56.7	52.7	53.7	54.9	55.4	55.3
	非製造業指数[下段]	56.1	54.1	52.9	53.1	55.2	56.3	56.0
生産	鉱工業生産指数	0.6%	1.2%	1.1%	0.8%	▲0.3%	0.6%	
	設備稼働率(前期/月比)	80.1%	81.1%	82.1%	79.3%	78.6%	79.1%	
投資	非国防資本財受注(前期/月比)	▲1.3%	1.3%	1.0%	4.7%	▲1.1%	0.7%	
消費	消費者信頼感指数[Conference Board]	81.0	74.0	80.5	83.9	81.7	82.2	85.2
	実質個人消費支出(前期/月比)	0.5%	0.8%	0.3%	0.6%	▲0.2%	▲0.1%	
	小売売上高(前期/月比)	1.0%	0.9%	0.2%	1.5%	0.5%	0.3%	
	自動車販売台数[百万台]	15.7	15.6	15.6	16.3	16.0	16.7	16.9
雇用・所得	非農業部門就業者数(前期/月差)[万人]	51.5	59.5	56.9	20.3	30.4	22.4	28.8
	完全失業率(%)	7.3%	7.0%	6.7%	6.7%	6.3%	6.3%	6.1%
	実質可処分所得(前期/月比)	0.7%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	
物価	コアPCEデフレーター(前年比)	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	
住宅	新築住宅着工件数(前期/月比)	1.8%	16.2%	▲9.8%	2.4%	12.7%	▲6.5%	
	新築住宅販売件数(前期/月比)	▲14.7%	16.8%	▲2.8%	▲5.1%	3.7%	18.6%	
	中古住宅販売件数(前期/月比)	▲7.1%	▲6.9%	3.7%	▲0.2%	1.5%	4.9%	
	S&Pケース・シラー住宅価格指数(前期/月比)	2.6%	3.0%	2.6%	1.2%	0.2%		
金融	NYダウ工業株30種(期末値/月末値)[ドル]	15,130	16,577	16,458	16,458	16,581	16,717	16,827
	米10年債利回り(期末値/月末値)	2.61%	3.03%	2.72%	2.72%	2.65%	2.48%	2.53%

※: 四半期の数値は原則、月次数値の単純平均にて算出。

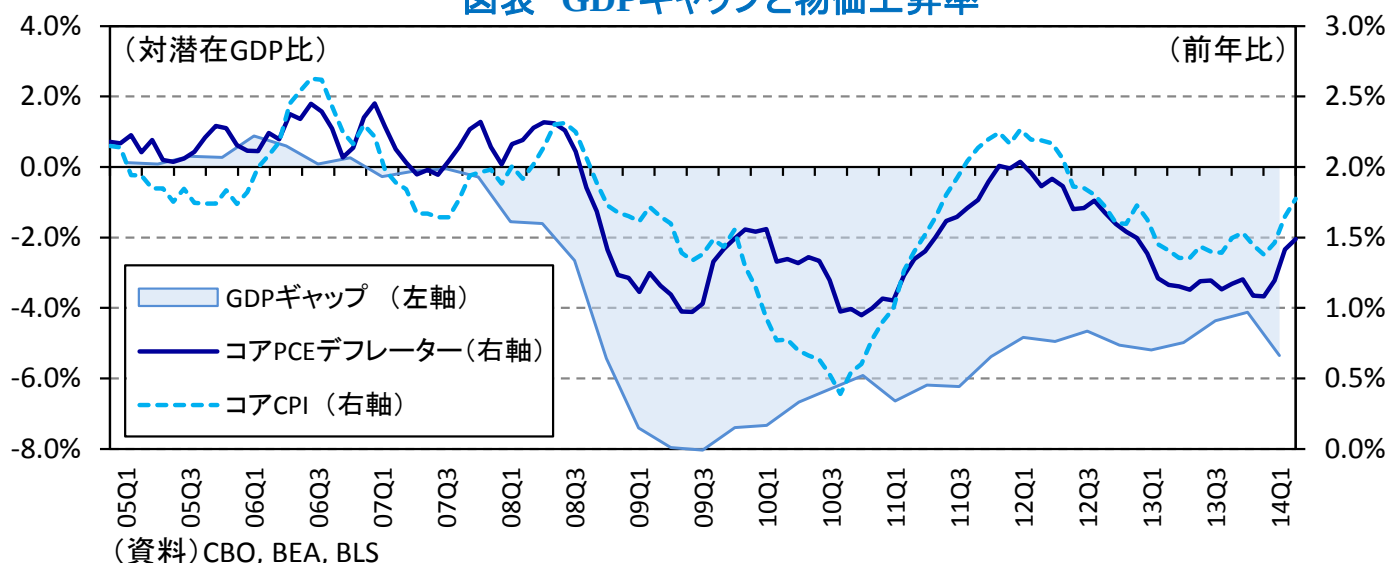
1. 今月のトピック「物価は上昇するも、GDP ギャップからの押し下げ圧力は根強い」

米国経済は安定感を増してきており、FRB は 2014 年 1 月から連続して量的金融緩和政策を縮小している。一方、「経済の体温」と言われる物価（コア PCE デフレーター）は、5 月には前年比+1.5%と 3 カ月連続して上昇している。内訳をみると、医療、住居など一部のサービス価格が上昇を強めているものの、財価格は極めて安定している。また、FRB の物価見通しは、14 年同+1.5~1.6%、15 年同+1.6~2.0%であり、長期目標の+2%に達し、体温が十分高まったと判断されるには楽観的に見ても、なお 1 年以上を要する状況だ。こうした物価の状況をどう判断すべきであろうか。

物価は、基本的には需要と供給で決まるが、マネーの供給量、天候やイベント等にも左右され、大きく変動することもある。需給ギャップを示す GDP ギャップをみると、08 年以降、マイナス幅が大幅に拡大している。10~11 年にかけて、リーマンショックからの脱出期待を背景に、一時的に物価が上昇し、その後、世界経済の減速を背景に再度物価が低下する不安定な局面はあったが、マイナスの GDP ギャップに引き摺られて物価の停滞基調は根強いと考えられる。特に足元は、成長期待の低下に伴って、物価上昇期待が下がっており、物価が押し下げられやすくなっているとも考えられる（図表）。なお、GDP ギャップの基礎となる潜在成長率を推計した米議会予算局（CBO）は、物価上昇率が+2%に達するには 2018 年までかかると見通しており、FRB のイエレン議長も「最近の物価上昇にはノイズが含まれる」としている。

今後については、労働力人口の伸びの低下が賃金押し下げを和らげていることから、人件費比率の高いサービス価格をやや押し上げてくると予想する。また、14 年 1 月の緊急失業給付金終了に伴う医療支出カットから、医療価格押し下げ要因が弱まるため、サービス物価はやや押し上げられるだろう。しかし、これらは上述した通り、物価を押し上げる強い要因とはならないと考えられる。リーマンショック以来、相当の金融緩和をやってきたにも関わらず、物価が上がってこなかったことから、足元の物価上昇については慎重に考えるべきであろう。

図表 GDPギャップと物価上昇率



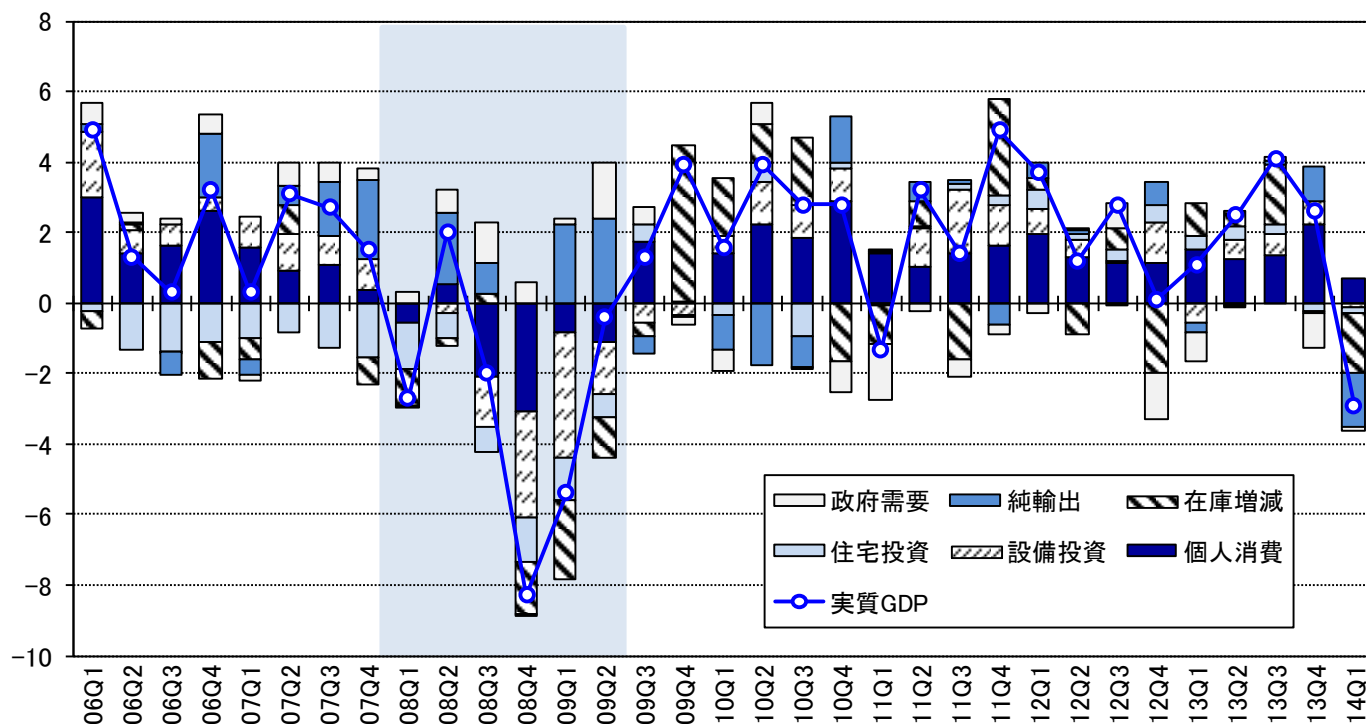
2. 主要指標の動き

(1) GDP・景況感

実質GDP

- 6月25日に発表された14年1-3月期の実質GDP成長率（確定値）は前期比年率▲2.9%（改定値同▲1.0%）と、大幅に下方修正された。需要項目別にみると、医療保険制度改革法（オバマケア）の効果の見直しを受け、ヘルスケア支出が大幅下方修正された個人消費が同+1.0%（改定値同+3.1%）となり押し下げた。また、純輸出の寄与度が▲1.5%（同▲1.0%Pt）、在庫投資が同▲1.7%Pt（改定値同▲1.6%Pt）とそれぞれ落ち込んだ。
- 4-6月期は、寒波終了によるペントアップディマンドの顕現により同+3.5%、7-9月期は同+3.0%と拡大が続くと予想されている。

（季調済、前期比年率寄与度、%）



（注）シャドーは景気後退期

（資料）Bureau of Economic Analysis

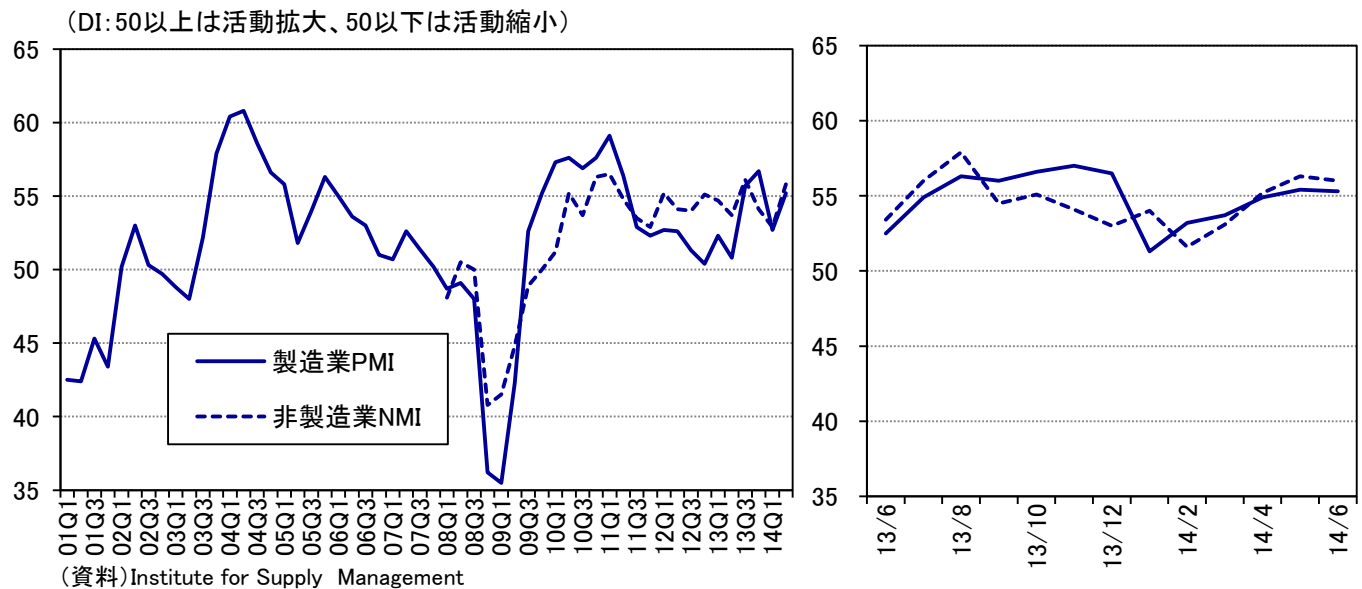
▽ 米国の実質 GDP 予測(%)

ソース	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	14年 10-12月	2012年	2013年	2014年	2015年
市場コンセンサス (2014/7)	+4.1	+2.6	▲2.9	+3.5	+3.1	+3.1	+2.8	+1.9	+2.2	+3.0
IMF (2014/6)				—	—	—			+2.0	+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)

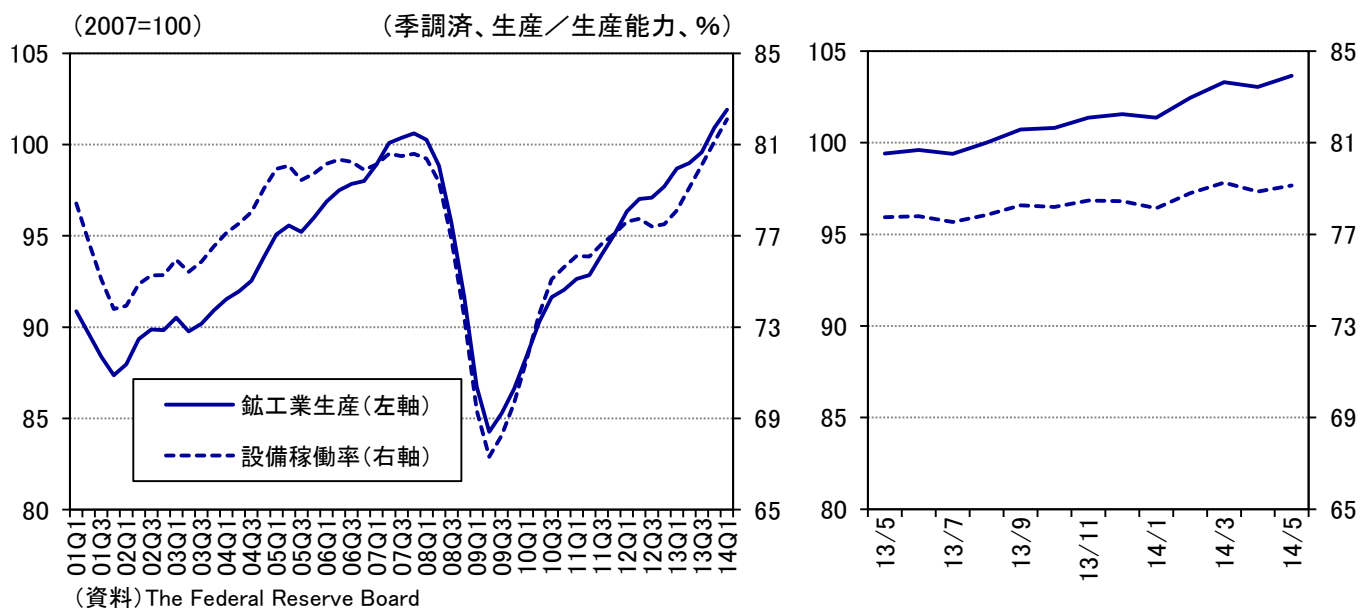
- 6月の製造業ISM指数は55.3(5月55.4)と、改善が足踏みした。内訳をみると、新規受注が6月58.9(5月56.9)と上昇したが、生産6月60.0(5月61.0)、受注残6月48.0(5月52.5)などが低下した。非製造業も56.0(5月56.3)と、小幅低下した。



(2)生産

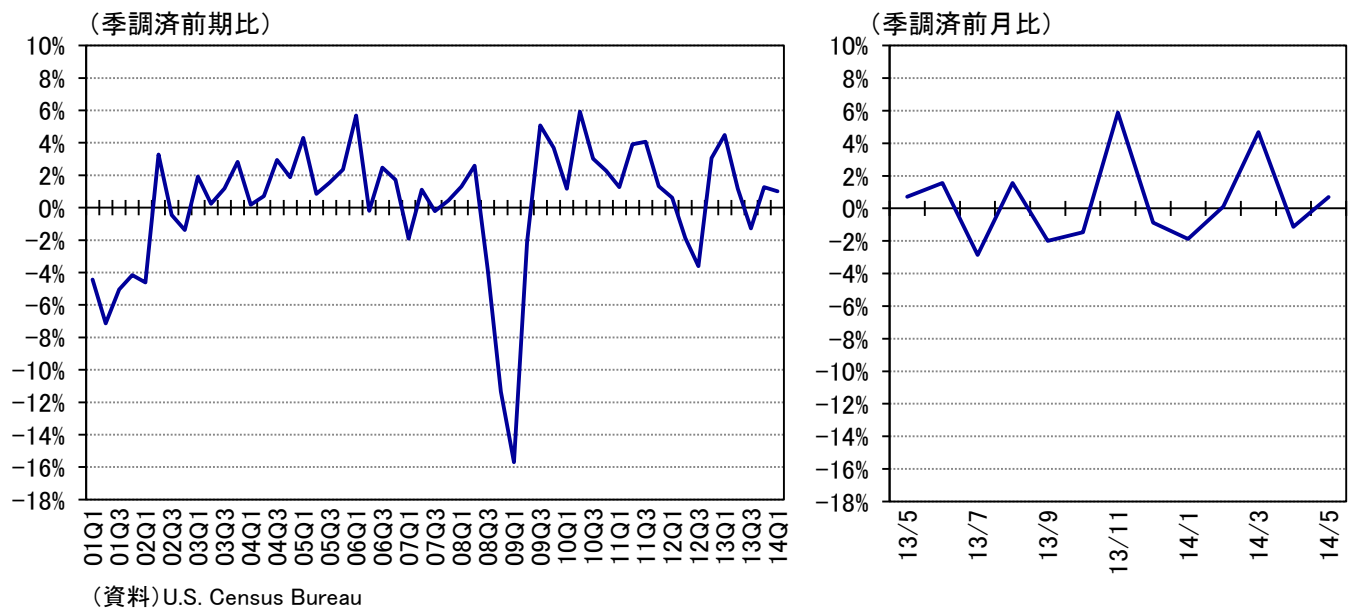
鉱工業生産指数・設備稼働率

- 5月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%(4月同▲0.3%)と上昇した。消費財(製造品)、資本財(企業設備、機械等)が上昇し、生産が全般的に好調であることが示された。設備稼働率も79.1%(4月78.9%)と上昇した。

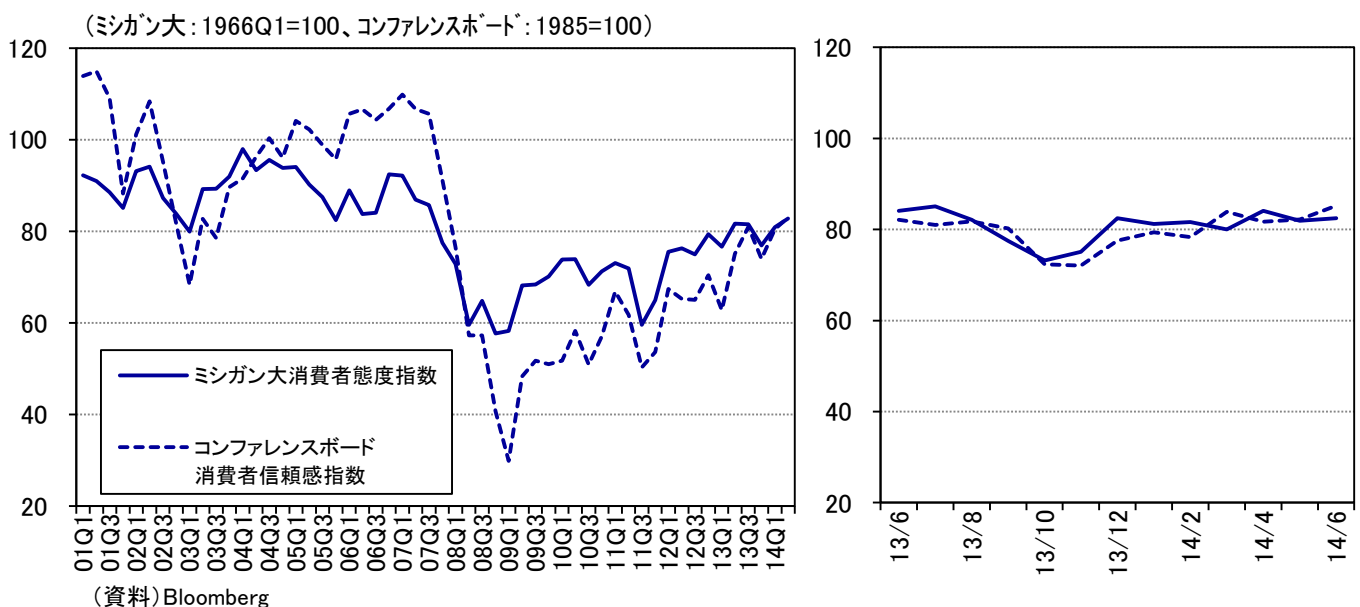


(3)投資**設備投資(非国防資本財受注)**

- 5月の非国防資本財受注（航空機除く）は前月比+0.7%（4月同▲1.1%）となった。一進一退の動きが続いているが、好調な自動車販売等を背景に、企業の投資マインドは持ち直してきている。

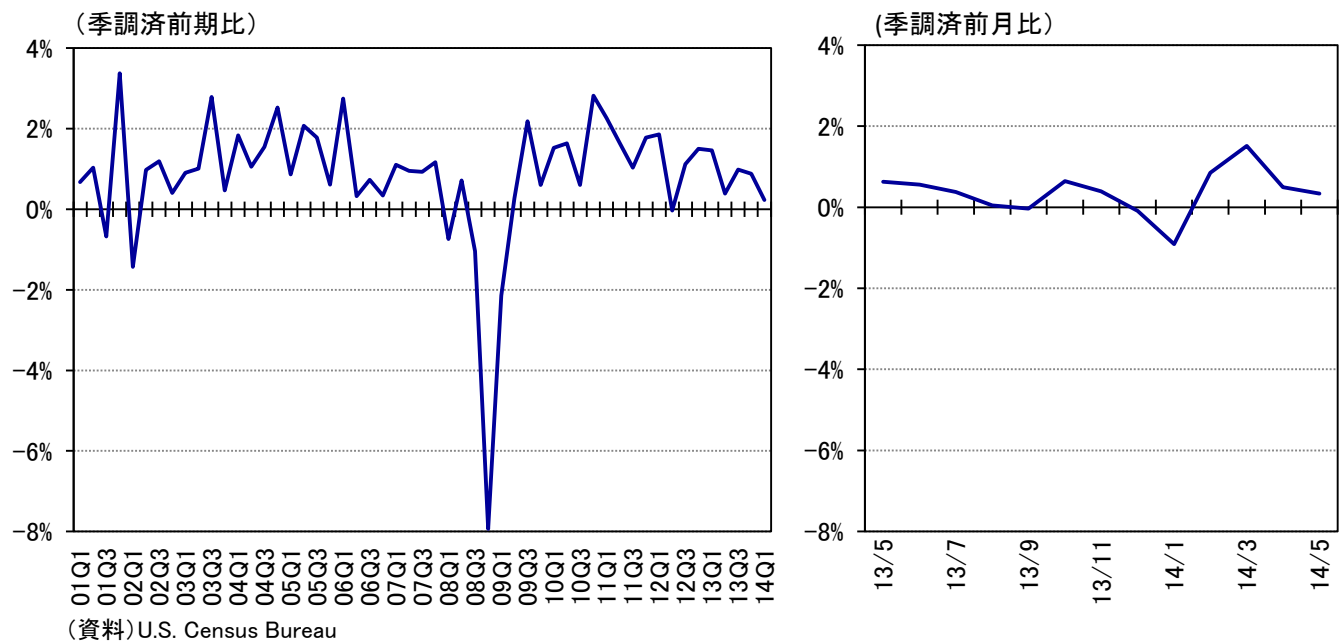
**(4)消費・所得****消費者センチメント(消費者信頼感指数)**

- 足踏み気味ながら、消費者センチメントは上向きつつある。6月のミシガン大学消費者態度指数は82.5（5月81.9）と小幅上昇した。6月コンファレンスボード消費者信頼感指数も85.2（5月82.2）と上昇した。



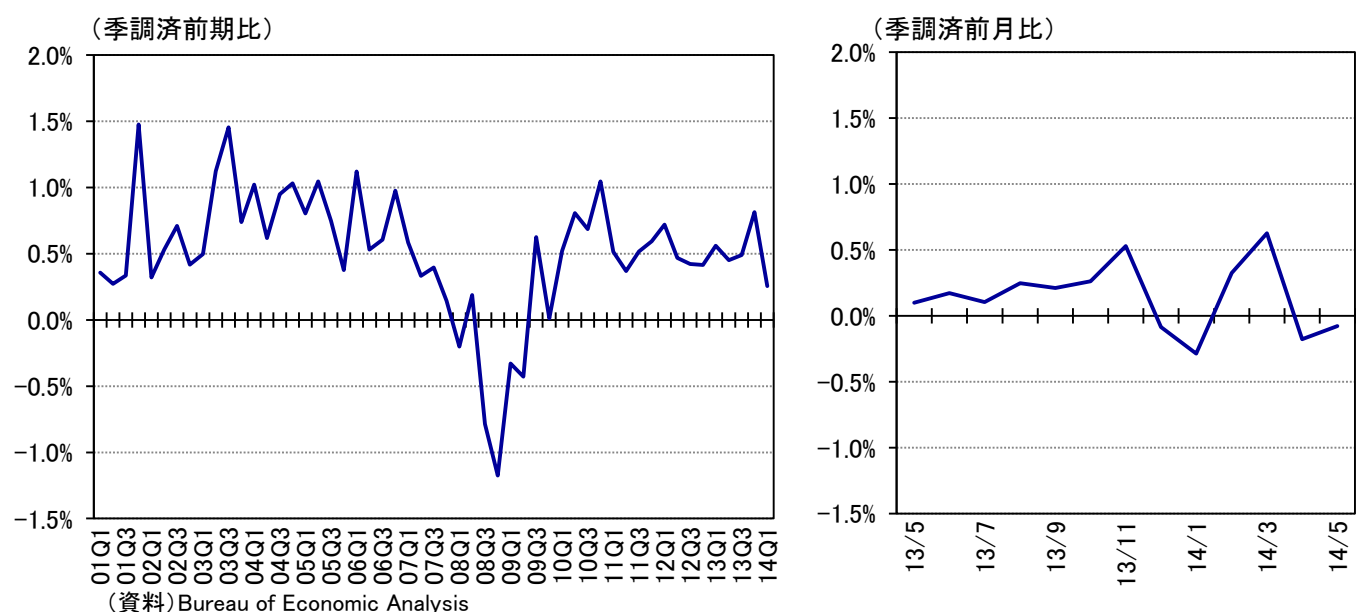
小売売上高

- 5月の小売売上高は前月比+0.3%（4月同+0.5%）と、4か月連続で増加した。内訳をみると、自動車・部品販売店や建材・園芸用品が押し上げたが、総合用品店のデパート売上が鈍化した。減速が懸念された4月分も上方修正され、堅調な雇用・所得環境を背景に消費は持ち直してきている。



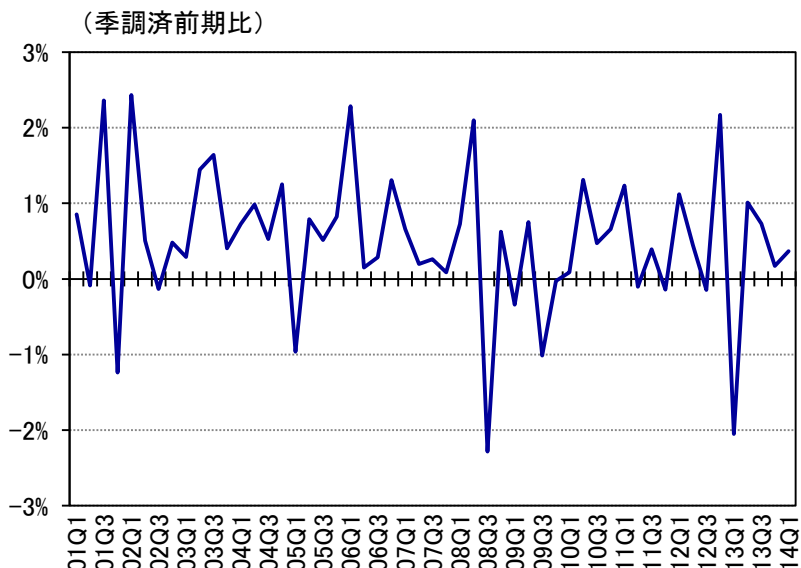
実質個人消費支出

- 5月の実質個人消費支出は、前月比▲0.1%（4月同▲0.2%）と2か月連続でのマイナス圏推移となった。個人消費の2/3を占めるサービスへの支出が同▲0.2%（4月同▲0.1%）、財への支出が、非耐久財同▲0.3%（4月同▲0.1%）、耐久財同+1.0%（4月同▲0.9%）となった。食料品やエネルギー価格の上昇を受けて減少が続いたが、自動車の好調が下支えした。

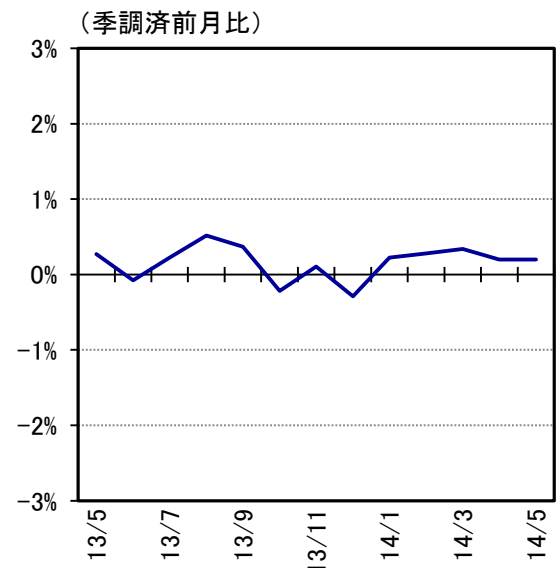


実質可処分所得

- 5月の実質可処分所得は、前月比+0.2%（4月同+0.2%）と横ばいであった。名目ベースでは、同+0.4%（4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+0.4%（4月同+0.2%）となった一方、配当金・利息の受け取り（所得全体の約14%）が同+0.7%（4月同+0.8%）であった。

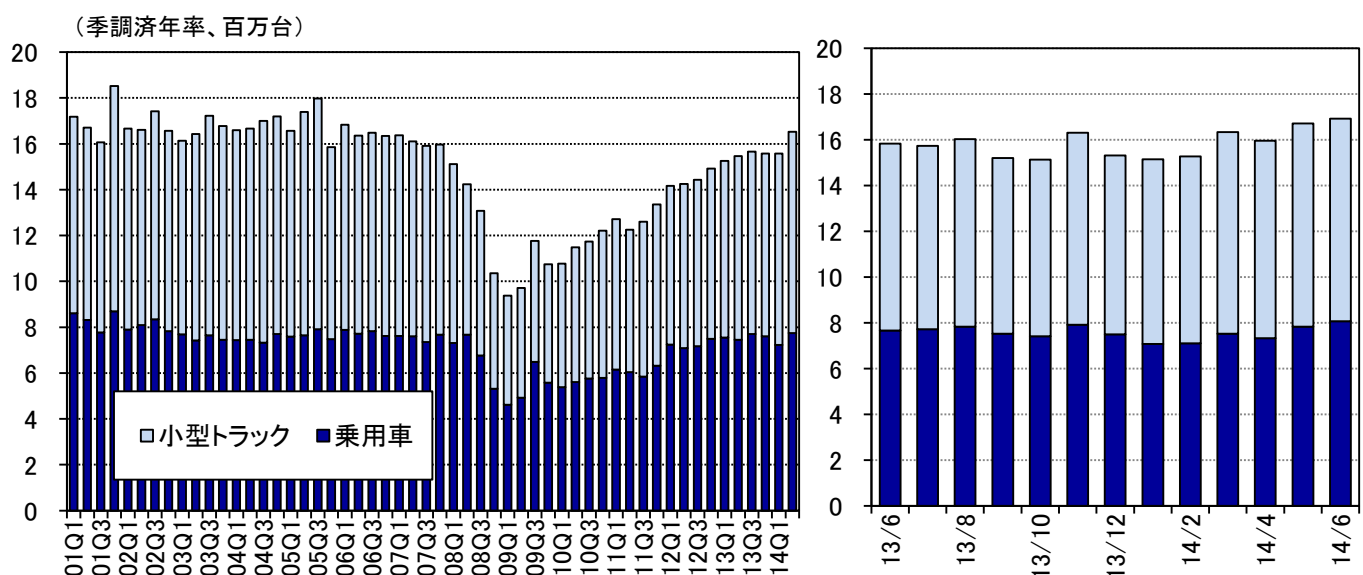


(資料) Bureau of Economic Analysis



自動車販売台数

- 6月の自動車販売(大型トラックを除く)は、前月比+1.3%（5月同+4.8%）の年率1,692万台と、2006年7月以来の高い水準となった。堅調な雇用・所得環境を背景に、好調な販売が続いている。

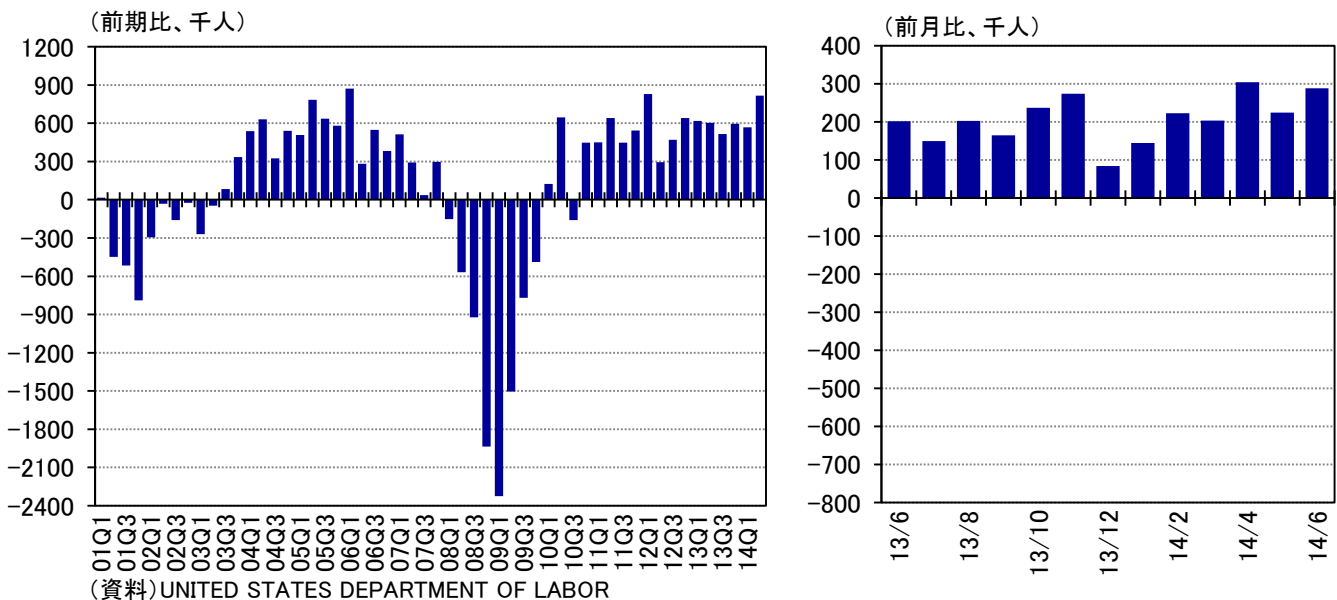


(資料) Bureau of Economic Analysis

(5)雇用

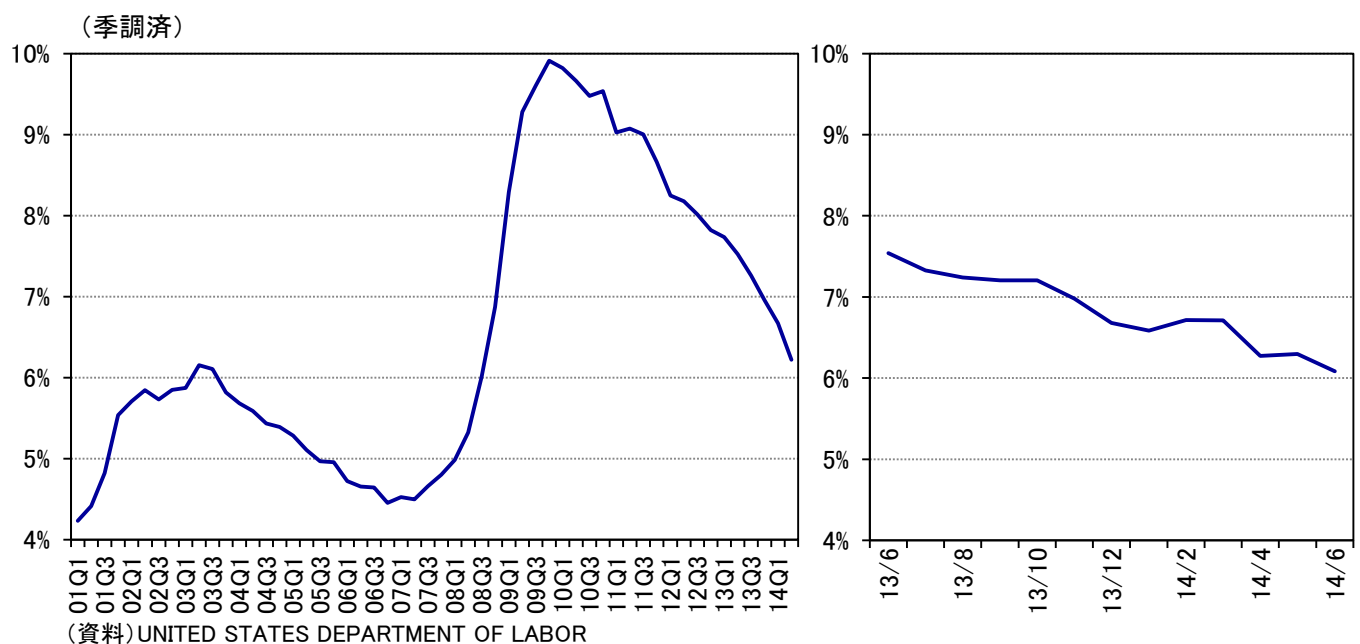
雇用統計(非農業部門就業者数)

- 6月の非農業部門雇用者数は前月差+28.8万人(5月+22.4万人)と、5か月連続で20万人を超えた。内訳をみると、小売、ビジネスサービス、教育、医療などのサービスや、耐久財製造業等の幅広い分野での増加であった。



完全失業率

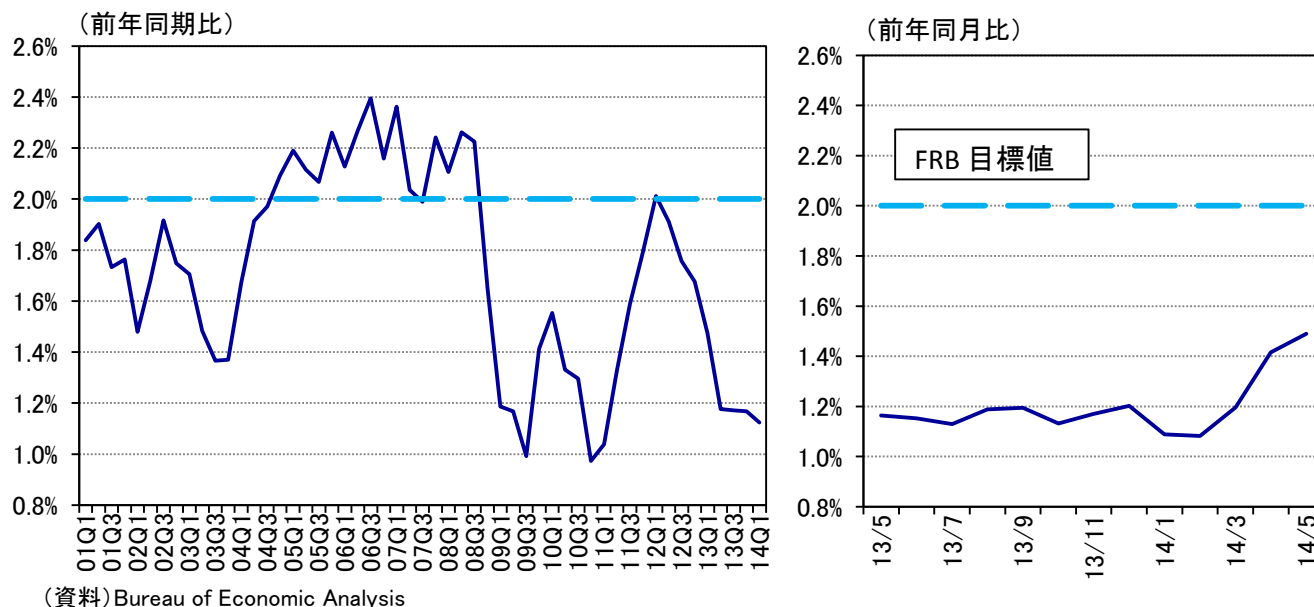
- 6月の失業率は6.1% (5月6.3%) と、5年9か月ぶりの水準まで低下した。雇用者数が前月差+40.7万人と増加し、失業者数が同▲32.5万人減少した。労働力人口が前月差+8.1万人と小幅な増加に留まったため、労働参加率は62.8% (前月比▲0.01%Pt) と低水準で推移した。



(6)物価

消費者物価(コアPCEデフレーター)

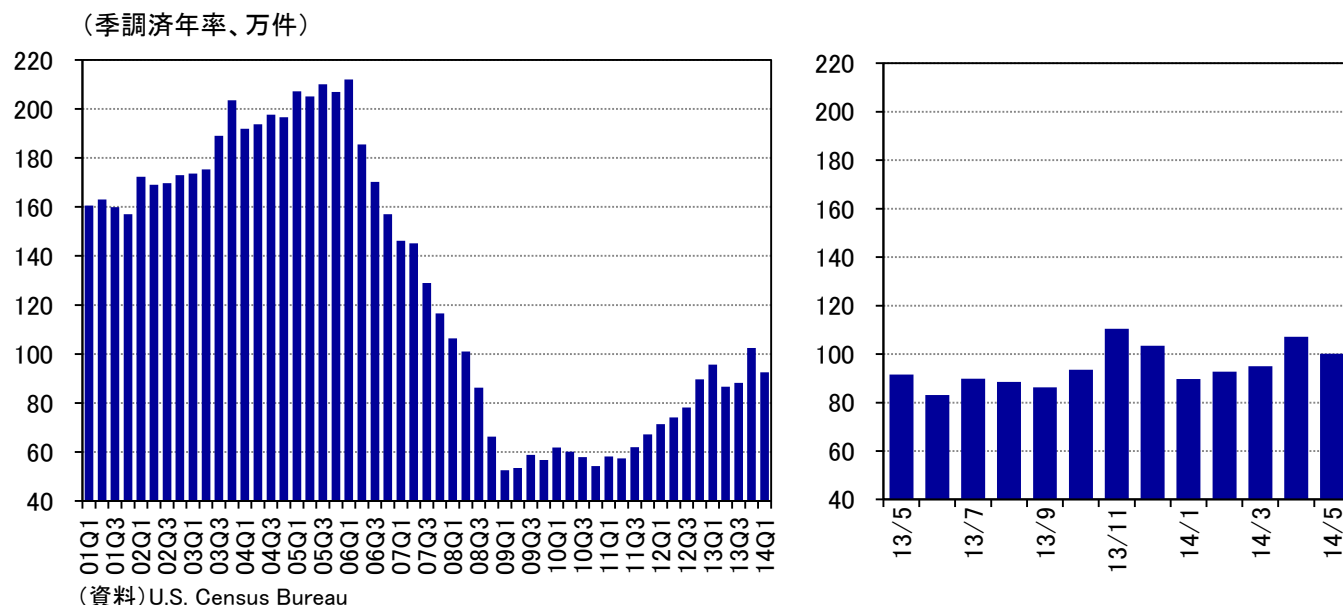
- 5月のコアPCEデフレーターは前年同月比+1.5%（4月+1.4%）と、小幅上昇した。耐久財が押し下げ要因となる一方で、サービス等が全体の伸びを押し上げた。



(7)住宅

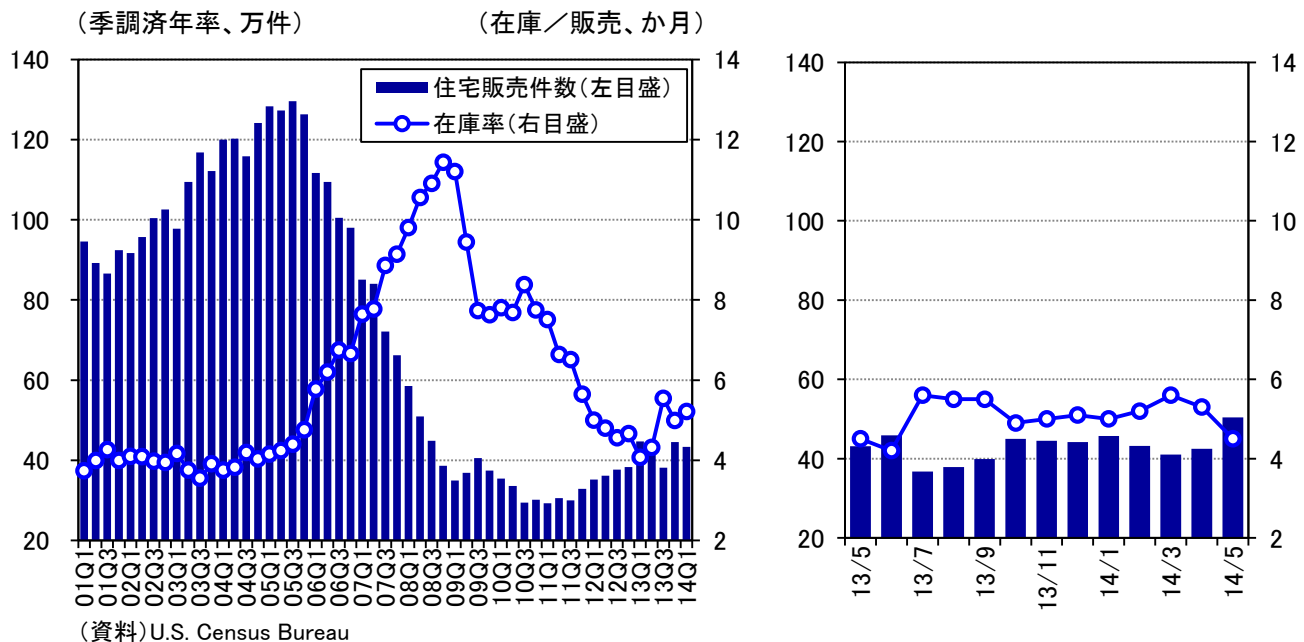
新築住宅着工件数

- 5月の新築住宅着工件数は前月比▲6.5%（4月同+12.7%）の年率100.1万件（4月同107.1万件）であった。4か月ぶりの減少であったが、2か月連続で100万戸台を維持した。先行指標である住宅着工許可件数は、同▲6.4%の99.1万件と減少した。住宅ローン金利が上がり、価格上昇が需要を圧迫する中、住宅市場は回復の勢いを取り戻しにくくなっている。



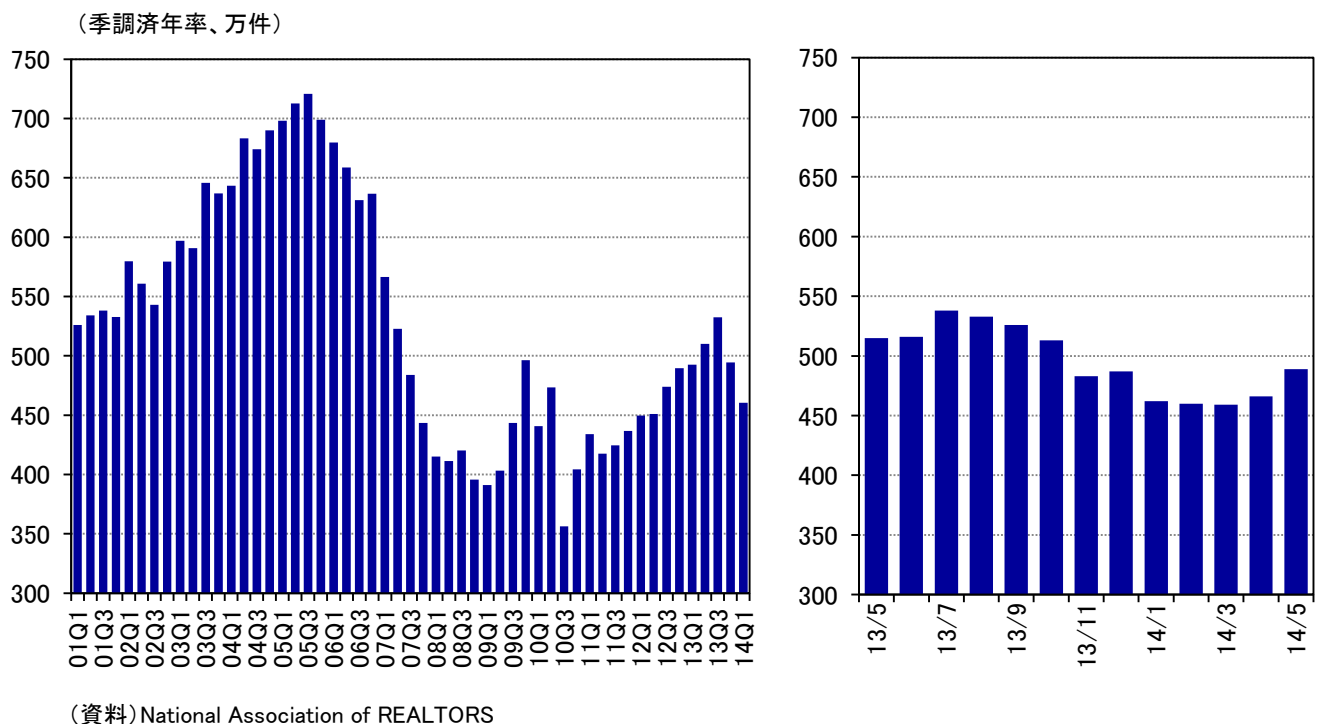
新築住宅販売件数

- 5月の新築住宅販売戸数は前月比+18.6%（4月同+3.7%）の年率50.4万戸（4月同42.5万戸）と2か月連続で増加した。新築販売は昨年後半以来、足踏みが続いているが、今後は家計のセンチメント回復に乗じて拡大が持続するか注目される。



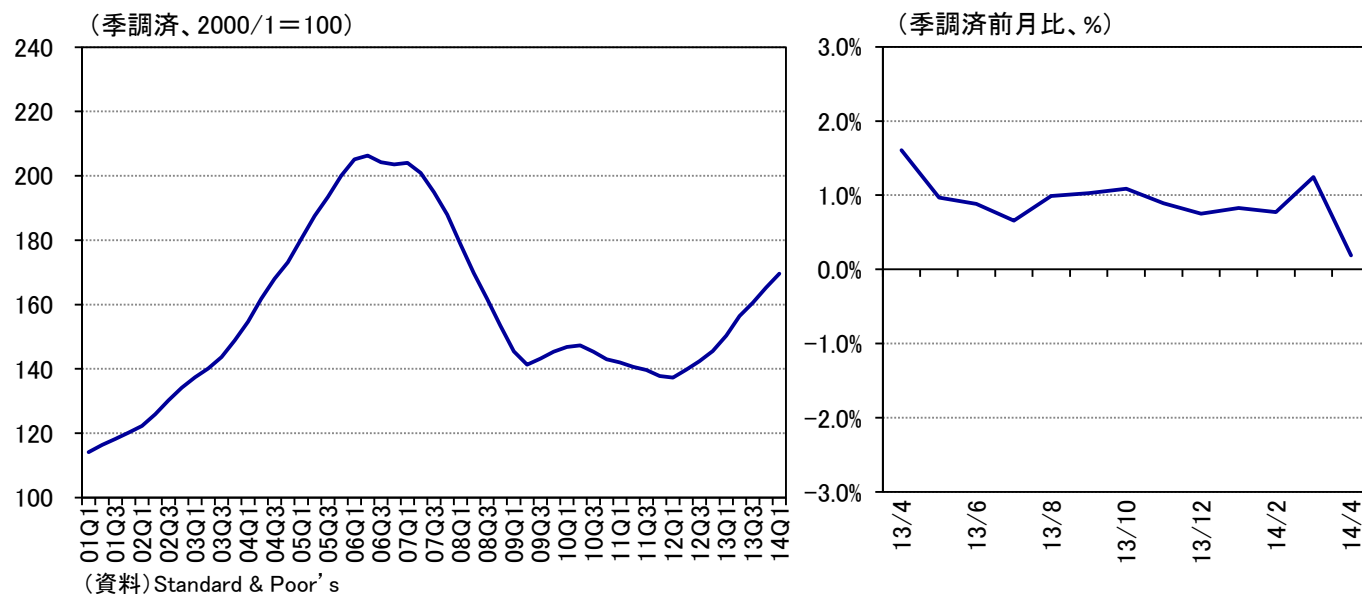
中古住宅販売件数

- 5月の中古住宅販売件数は前月比+4.9%（4月同+1.5%）の年率489万戸（4月同466万戸）と2か月連続で拡大した。但し、13年央のピークから2割程減少しており、今後も持ち直しが期待されるものの、直近のピークを超えるにはしばらく時間がかかる模様である。



住宅価格(S&P ケース・シラー住宅価格指数(20 都市圏))

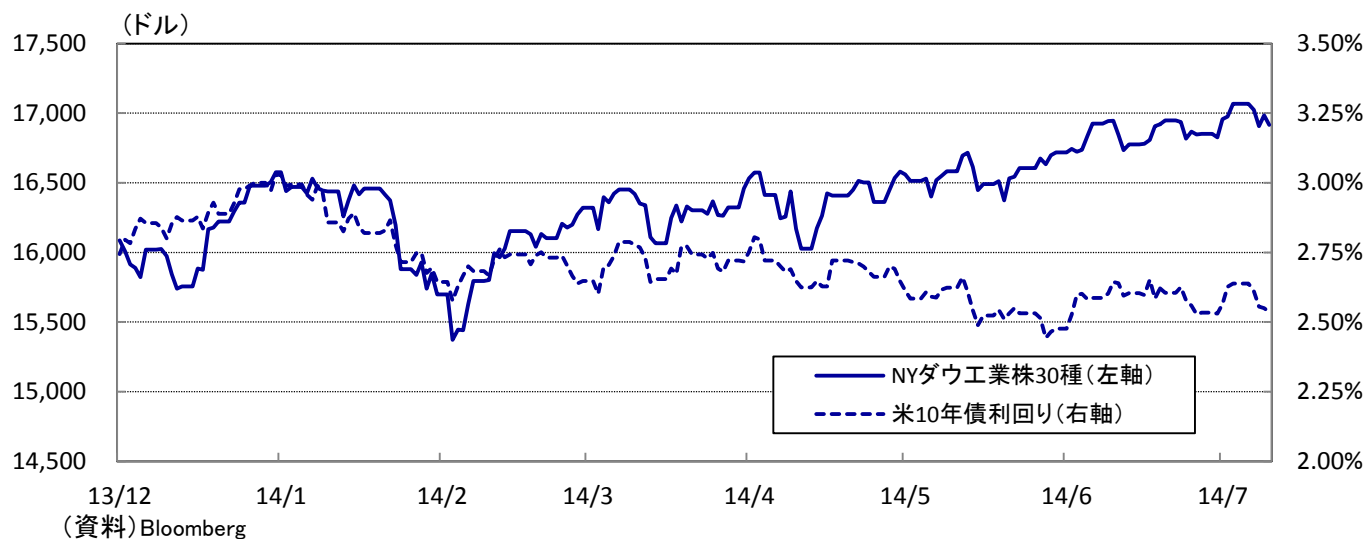
- 4 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数 (20 都市圏) は前月比+0.2% (3 月+1.2%) と、減速した。前年同月比では同+10.8% (3 月同+12.4%) であった。価格指数は今後も上昇するとみられるが、その上昇ペースは落ちてきている。



(8) 金融市場

株価指数と 10 年債利回り

- 株価は、5, 6 月と上向きの動きとなった。7 月初旬には 17,000 ドルの大台に乗った。ウクライナやイラクなど海外情勢への警戒感はあるが、景気回復期待が高まっていることや FRB の低金利維持の姿勢が強まったことが背景にある。
- 長期金利は、引き続き低水準で推移。海外情勢への警戒感や、中国など新興国経済の減速懸念を背景に、安全資産である米国債に資金が流入している。



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。