



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

来週・再来週の Weekly は休暇のため休刊となります。どうぞよろしくお願い致します。

June 27, 2014

## <FOCUS>

### 遠のく 3%成長、焦点は年後半の成長ペース

- ▶ 今週公表された1~3月期の実質GDP成長率・確報値は前期比年率▲2.9%と、医療費支出の改定を主因に大幅に下方修正され、今年の3%成長はさらに遠のいた。一方、2011年以来の悪天候による生産・支出活動抑制と在庫調整が重なったこと、実力以上に押し上げられていた個人消費が修正された面が大きいこと、を踏まえると過度の懸念までは不要。悪天候要因の剥落と在庫復元の動きは4~6月期成長率の押し上げ要因になると見込まれる。
- ▶ 実際、足元の企業関連指標は、4~6月期の景気好転を引き続き示唆している。6月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数はともに小幅改善、ISM同様、企業の生産活動が足踏み局面を脱してきていることを明確に示している。4~5月のコア資本財出荷と直近4月の実質輸出(財)も1~3月期を各々年率+6.3%、同+6.4%上回っている。
- ▶ 4~6月期の成長率は反発が見込まれ、景気の基調は捉え難いが、年後半以降の景気展開を占ううえで注目すべきは住宅市場の動向だ。今週公表された5月の住宅販売は新築住宅が急増する形で大きく持ち直したものの、中古と合わせた販売戸数は昨年ピークを約6%下回っている。家計の住宅購入態度が特に新築住宅で低迷が続いていることも踏まえると市場回復の兆しと捉えるのは時期尚早だろう。当面は個人消費への波及も要注視だ。
- ▶ 年後半の成長ペースについては不透明感も残るなか、FRBは先週のFOMCで、2014年の成長率を+2%強へ大幅に引き下げつつも、今年後半から来年にかけては+3%成長が続くとの見方を維持した。ただ、FRBが総じて強気の見通しを維持している背景には、先行きの景気見通しを引き下げれば、潜在成長率との対比で金融緩和効果が期待できないことを自ら認めることになるほか、出口政策の再考を迫られかねないことがある。
- ▶ したがって、年後半の成長ペースは極めて重要な意義を持っている。この点、+3%成長には、ISM等の企業景況感が足元並みの好調さを維持することが必要。留意すべきなのはISMは成長率そのものより、潜在成長率と比べた場合の成長加速・減速を示すことである。ISMは短期の景気循環を的確に捉える反面、中長期のトレンド変化は反映しないためだ。潜在成長率をラフに+2%とした場合、+3%成長と整合的なISMのレベルは50台後半となる。

<FOCUS> 遠のく 3%成長、焦点は年後半の成長ペース

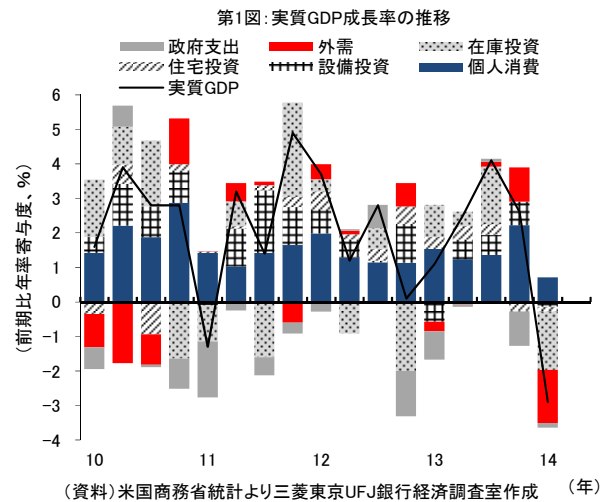
1～3 月期の成長率は▲3%

今週公表された 1～3 月期の実質 GDP 成長率・確報値は前期比年率▲2.9%と、改定値の同▲1.0%から大幅に下方修正された（第 1 図）。

主因は個人消費が改定値の同+3.1%から、同+1.0%へ修正されたためであり、内訳では医療費の寄与度が同+1.0%から同▲0.2%へ、▲1.2%下方修正となったことが大きい。昨年 10 月のオバマケア開始に伴う医療費の増加が、これまでは 1～3 月期も継続するというやや違和感のある動きとなっていたが<sup>1</sup>、これが修正された形だ。

1～3 月期の大幅マイナス成長は、今年通年の経済成長率にとってネガティブであることは間違いなく、年初、FRB や巷間で予想されていた<sup>2</sup>今年の 3%成長はさらに遠のいた。

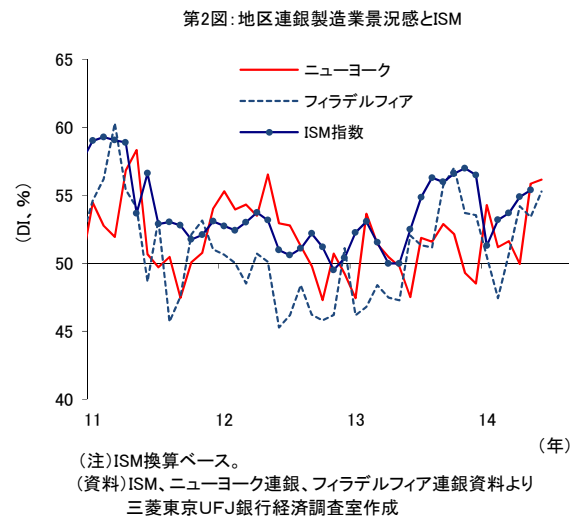
一方で、2011 年以来の悪天候による生産・支出活動の抑制と在庫調整（GDP 寄与度▲1.7%、前掲第 1 図）が重なったこと、また、実力以上に押し上げられていた個人消費が修正された面が大きいこと、を踏まえると過度の懸念までは不要だろう。逆に悪天候要因の剥落と在庫復元の動きは 4～6 月期成長率の押し上げ要因となることが見込まれる。



企業セクターは持ち直し傾向持続

実際、足元の企業セクターの指標は、4～6 月期の景気好転を引き続き示唆する動きとなっている。6 月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数はともに小幅改善し、ISM 同様、企業の生産活動が 1～3 月期の足踏み局面を脱してきていることを明確に示している（第 2 図）。

今週公表された耐久財受注統計でも、4～5 月の非国防資本財出荷（除く航空機）は、1～3 月期平均を年率+6.3%上回り、設備投資が緩やかな増加トレンドにあることを確認する内容だったほか、GDP 確報値で下方修正された輸出の落ち込みについても、グローバル景気の緩やかな回復基調自体は崩れていないことを踏まえれば、悪天候による一時的な振れの側面が大きいとみていいだろう



<sup>1</sup> 5 月 16 日付 Weekly 「インフレ安定の鍵を握る消費の裾野拡大」ご参照。

<sup>2</sup> イエレン FRB 議長（当時副議長）は 1 月のインタビューで 3%成長への強い期待を表明している。ブルーチップ集計による 1 月時点の 2014 年成長率は平均が+2.8%、上位 10 社予想が+3.2%。

う。直近4月の実質輸出（財）も単月ではあるが1～3月期対比年率+6.4%の伸びを示している。

### 住宅市場回復の判断にはもう少し時間

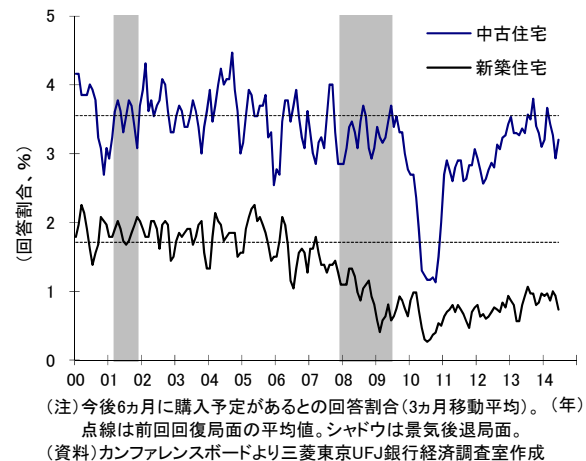
4～6月期の成長率はマイナス成長後の反発が見込まれ、景気の基調は捉え辛い状況が続くが、年後半以降の景気展開を占ううえで注目すべきは、住宅市場の持ち直しが明確化するかだ。

今週公表された5月の住宅販売は新築住宅が急増する形で持ち直し、中古住宅と新築住宅合計（一戸建ベース）では480万戸、前月比+6.8%の大幅増となった。ただ、販売戸数の水準は昨年夏のピークである512万戸を約6%下回っている。

住宅購入に対する家計マインドも、中古住宅については幾分持ち直す兆しもみえるが、新築住宅は前回回復局面平均を大きく下回り、低迷が続いている（第3図）。

背景には、昨年後半以降の金利上昇に加え、急ピッチの住宅価格上昇に家計の需要がつかないことがある<sup>3</sup>。このところの金利低下は住宅需要にとってプラス材料である一方、割高化した住宅価格については、2～3ヵ月で状況が変化するものではない。5月の住宅指標の動きをもって市場回復の兆しと捉えるのは時期尚早だ。足元の住宅投資のGDPシェアは3%程度に過ぎないものの、個人消費への影響がラグを伴って大きく出るため、年後半の成長率を左右し得る。金利や住宅価格動向と合わせ当面注視が要るだろう。

第3図：消費者信頼感指数－住宅購入予定

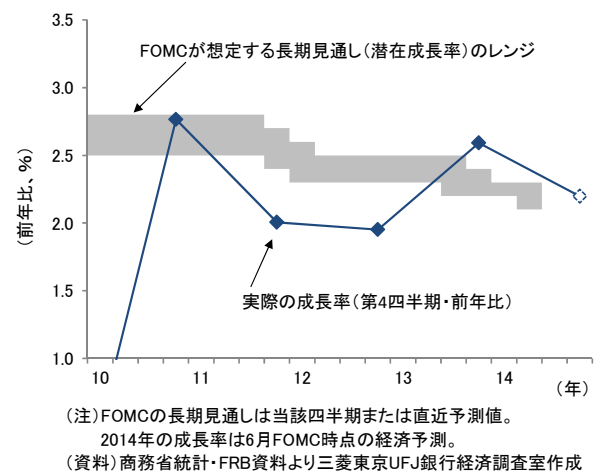


### FRBは+3%成長予測を維持

このように、年後半の成長ペースについてはまだ不透明感も残るなか、FRBは先週のFOMCで、2014年の成長率を+2.1%～+2.3%（第4四半期・前年比、中心傾向値）へ大幅に引き下げつつも、今年後半から来年にかけては+3%成長が続くとの見方を維持した。来年の成長率は前回3月時点と同様の+3.0%～+3.2%を予測。今年、+2%強の成長を達成するためにも、年後半は+3%成長が持続することが想定されている（GDP改定値ベース）。

ただ、FRBが総じて強気の見通しを維持している背景には、経済予測を大きくは下げられないFRBの事情もある。FRBが想定する長期見通し（=潜在成長率）は低下傾向にあり、今回2%近傍（2.1%～2.3%）まで低下したが（第4図）、仮に景気見通しを大幅に引き下げれば、潜在成長率との対比で金融緩和効果がほとんど期待できないことを自ら認めることになるほか、

第4図：FOMC想定 of 潜在成長率と実質GDP成長率



<sup>3</sup> 5月23日付 Weekly「金利・価格上昇と在庫減少が圧迫する住宅市場」ご参照。  
BTMU Focus USA Weekly June 27, 2014

出口政策の再考も必要になりかねない。また、FRB が+3%成長は達成できるというこれまでの見方を撤回することが、家計・企業の成長期待に及ぼす負の影響もある。結局、これまで通り、+3%の成長予測を維持しつつ、足元の経済成長ペースを目先の経済予測に逐次反映させていく形が続くだろう。

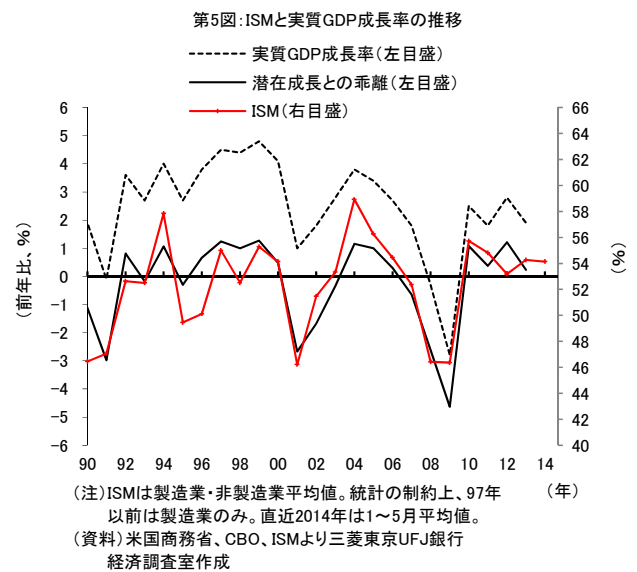
**焦点は年後半の成長ペース、ISM が 50 台後半を維持するか注目**

今年の成長率を左右する点で目先は 4~6 月期の GDP 成長率が重要だが、米国経済の実力や金融政策の行方を占ううえでは、年後半の成長ペースがより重要な焦点になってくる。この点、+3%成長を見込むには、上述した ISM 等の企業景況感が足元並みの好調さを維持することが必要だ。ここで留意すべきなのは ISM は成長率そのものより、巡航速度（潜在成長率）と比べた場合の成長加速・減速を示すことである。

ISM と実質 GDP 成長率を比較すると、成長率より、成長率と潜在成長率の乖離幅と連動していることがみてとれる<sup>4</sup>（第 5 図）。もちろん、短期的には両者ともに GDP 成長率と乖離することは割り引くべきだが、少なくとも、ISM が過去の回復局面並みの水準に上昇すれば、+3%超の成長が実現するという関係にはない。ISM は景気循環を的確に捉える指標である一方、中長期のトレンド変化は反映されないためだ。

仮に潜在成長率をラフに+2%とした場合、+3%成長と整合的な ISM のレベルは 50 台後半であり、これを年後半、持続できるかが焦点となる。

（岩岡聰樹）



<sup>4</sup> 1990年~2013年でみた相関係数は前者が0.50、後者が0.69。2000年~2013年では各々0.68、0.84。  
 BTMU Focus USA Weekly June 27, 2014



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.