

## Ⅱ. 米国経済見通し ～2007、2008年と景気の基調は堅調～

経済調査部 桂畑 誠治

### (要旨)

- 2007年の米国経済は個人消費が底堅く推移するものの、金利上昇による住宅需要の大幅な減少等により実質GDP成長率は同+2.2%に減速すると予想する。2008年の実質GDP成長率は個人消費が底堅く推移するなか、設備投資の加速、住宅投資のマイナス幅縮小を受け同+3.1%に加速する公算が大きい。
- 2007年4-6月期は住宅投資の大幅な減少、個人消費の鈍化が見込まれる一方、輸出の拡大、設備投資の加速、在庫の積み増しにより前期比年率+2%台後半の成長が予想される。
- 2007年後半から2008年前半に景気は加速しよう。年前半の最終需要の堅調を背景に、年央には在庫・住宅投資の調整が終了すると予想される。2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大期待による在庫積み増し、実際の需要拡大などを背景に世界的に景気拡大ペースが加速するとみられ、輸出の拡大が期待できよう。
- 2008年後半から2009年前半にかけてオリンピック終了に伴う需要の鈍化、金利の上昇、世界的な景気減速から成長率の鈍化が予想される。

### 1. 2007年+2.2%、2008年+3.1%成長に

2007年の米国経済は個人消費が底堅く推移するものの、金利上昇による住宅需要の大幅な減少等により実質GDP成長率は同+2.2%に減速すると予想する。2008年の実質GDP成長率は住宅投資の減少幅縮小や、企業収益の拡大、強いコスト削減圧力、高い設備稼働率等を背景とした設備

投資の拡大を受け同+3.1%に加速する公算が大きい(資料1)。

### 2. サプライム問題の波及は限定的

足下でサブプライム(信用度の低い借り手)向けの住宅ローン貸し出しの延滞率、不履行率が上昇しており経済全体への波及が警戒されている。

資料1 米国経済成長率予測表(前年比)

(%)

暦年	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		政府支出
		内需	輸出						輸入		
2000	5.9			3.7	(4.5)	4.7	8.7	0.8		(▲0.1)	(▲0.9)
2001	3.2	0.8	(1.0)	2.5	▲4.2	0.4	(▲0.9)	(▲0.2)	▲5.4	▲2.7	3.4
2002	3.4	1.6	(2.3)	2.7	▲9.2	4.8	(0.4)	(▲0.7)	▲2.3	3.4	4.4
2003	4.7	2.5	(3.0)	2.8	1.0	8.4	(0.0)	(▲0.5)	1.3	4.1	2.5
2004	6.9	3.9	(4.6)	3.9	5.9	9.9	(0.4)	(▲0.7)	9.2	10.8	1.9
2005	6.3	3.2	(3.5)	3.5	6.8	8.6	(▲0.3)	(▲0.3)	6.8	6.1	0.9
2006	6.3	3.3	(3.3)	3.2	7.2	▲4.2	(0.2)	(0.0)	8.9	5.8	2.1
↓ 2007	5.0	2.2	(2.1)	3.4	4.3	▲14.0	(▲0.3)	(0.0)	6.1	4.0	1.8
2008	5.6	3.1	(3.5)	3.0	8.2	▲0.2	(0.1)	(▲0.4)	8.6	8.1	2.0

予測

(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。

2003年以降にサブプライム向け変動型住宅ローン（ARM）が大幅に増加したが、これらの多くは当初5年間は固定金利で6年目に金利が見直されるものである。従って、2008年以降ARMの金利見直しが順次行われ、サブプライム向け貸し出しの不履行率は今後も上昇するリスクがある。しかし、①住宅ローン全体に占めるサブプライムの比率は10%程度と低いこと、②全体の延滞率、不履行率は小幅な上昇にとどまっているように、サブプライム中心の信用の悪化であること、③融資の担保となる住宅価格が低い金利などを背景に上昇を続けると予想されること、④延滞率、不履行率に先行するモーゲージ金利が2006年8月をピークに低下傾向を辿ったことから、住宅ローン全体の延滞率、不履行率は2008年には一旦は低下に転じると予想され、金融システム不安に拡大するリスクは小さい。また、不履行となったサブプライム層の所得の全体に占める割合も高くないため、個人消費への影響は限定的なものにとどまろう。

### 3. 2007年後半から08年前半に景況感回復

2007年4-6月期は、住宅投資の低迷が続くなか、ガソリン価格の上昇などの影響で個人消費は減速すると予想される。一方、海外需要の好調持続や在庫調整の進展を背景に、企業部門が牽引し、実質GDPは前期比年率+2%台後半に再加速するだろう。

2007年後半から2008年前半に景気は好調を維

持しよう。年前半の最終需要の堅調を背景に、年央には在庫・住宅投資の調整が終了すると予想される。2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大と、これを期待する在庫の積み増しなどを背景に世界的に景気拡大ペースが加速し、輸出の拡大が期待できよう。

2008年後半から2009年前半にかけてオリンピック終了に伴う需要の鈍化、金利の上昇、世界的な景気減速から成長率はピークアウトしよう（資料2）。

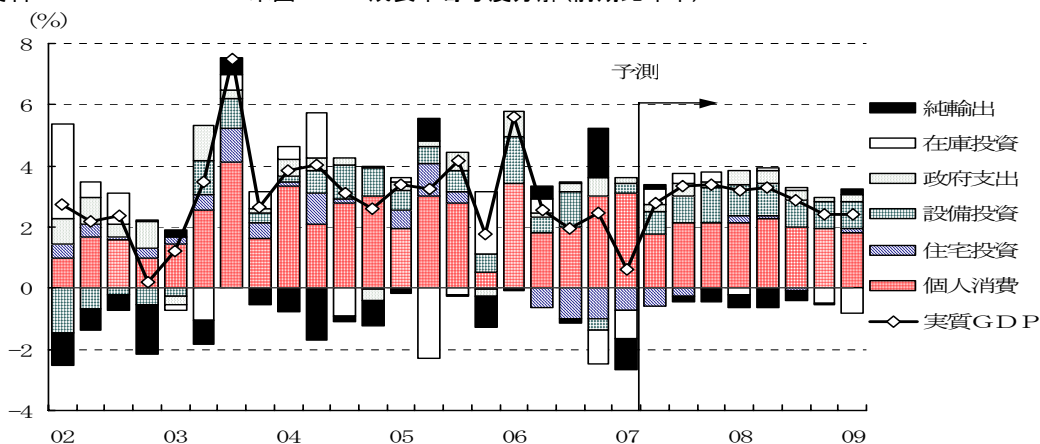
### 4. 個人消費は緩やかな拡大

部門別の動向では、個人消費は緩やかな拡大が見込まれる。足下では軽微ながらも在庫調整下であり、2007年前半の雇用の拡大ペースは小幅鈍化しよう。しかし、賃金の上昇、税還付の増加等により可処分所得の拡大ペースは堅調さを維持すると予想される。2007年後半以降には、景気の再加速を受け雇用の拡大ペースも若干速まろう。

消費への資産効果の影響をみると、2006年後半からの金利低下を受けて、足下で住宅販売は下げ止まり今後増加に転じると予想される。ただし、貸し出し基準の厳格化の動き等により、緩やかな拡大にとどまるとみられる。さらに、住宅の在庫率が高い水準にとどまっていることから、当面は住宅投資の減少が続くと見込まれ、住宅価格の上昇ペースも2008年前半にかけて鈍化傾向を辿るだろう。

このため、住宅資産からの資金調達増加ペー

資料2 米国GDP成長率寄与度分解(前期比年率)



(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。

スも減速し、消費押し上げ効果は2008年前半にかけて弱まっていくとみられる。一方、企業業績の拡大、金利の低下、自社株買い等を背景に株式からのキャピタルゲインの増加が期待される。雇用の拡大も考慮すると個人消費は前年比+3%前後の緩やかな拡大を続ける公算が大きい。

## 5. 設備投資は堅調さを取り戻す

2007年1-3月期の設備投資は前期比年率+2.7%にとどまった。しかし、設備投資の先行指標である非国防資本財受注・受注残(除く航空機)は高水準を維持しており、設備投資の減少、停滞は一時的なものであり、2007年、2008年も基本的には堅調さを維持するとみられる。設備投資需要を支える要因として①今回の景気拡大局面で設備投資が抑制されてきたため設備に過剰感がないこと、②コスト削減圧力の高まり、などが挙げられる。また、資金面からみても①業績の拡大ペースが2007年に鈍化するものの金融資産の拡大もありキャッシュフローは潤沢な状態が続くこと、②株価の上昇、③低い金利水準等、投資を行いやすい環境が続こう。

## 6. インフレは2008年もやや高止まり

足下2007年4月のPCE(個人消費支出)コアデフレーターは前年同月比+2.0%と鈍化傾向にあるが、FRBが物価安定と考えるレンジ(前年比+1%~同+2%)の上限にとどまっている。

賃金面では2006年のULC(単位労働費用)は高い伸びとなったが、物価への影響が小さい金融機関でのボーナスが大幅に増加したこと、06年からストックオプションの費用化が始まったこと、加えて自動車メーカーの大型人員削減等、特殊要因も含まれており持続性はない。

今後も失業率は低水準を保つと予想されることから、賃金の伸びは高止まりが見込まれるが、情報化投資、アウトソーシングなどによる労働生産性の向上を背景に、ULCの伸びは抑制される公算が大きい。

輸入面をみても、世界的な価格競争の激化等に

よってエネルギーを除く財の輸入物価は抑制され、前月比でほぼ横ばいにとどまっている。今後も競争環境に大きな変化は起こり難いとみられ、輸入面からのインフレ圧力はエネルギー、商品に限られるだろう。需給面からも、景気再加速局面においても拡大ペースは緩やかなものになると予想されることから、需給ギャップの縮小は限定的なものにとどまろう。

価格動向に大きな影響を与える競争環境は、アジア・中南米等からの安価な製品が引き続き流入する状況にある。このような中では、原材料価格や労働コストが上昇しても価格転嫁は難しく、財価格についてはインフレが一段と加速する可能性は小さい。

ただし、高齢化による医療サービス価格、賃貸需要の高まりに伴う住宅関連のサービス価格が高い伸びを続けるとみられ、2007年、2008年とPCEコアデフレーターは前年比+2%台前半の伸びが見込まれる。

## 7. 政策金利は小幅の変更に

FRBは2006年6月の利上げを最後に政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25%に据え置いている。

2007年については、コアインフレは上述の通り、FRBが物価の安定と考えるレンジを基本的には上回って推移すると予想される。さらに、景気は安定的な成長が持続すると見込まれるため、利下げが実施される可能性は小さい。

むしろ、2007年後半以降の世界的な景気加速による稼働率の上昇、失業率の一段の低下に伴うインフレ懸念の高まりを背景に2008年1-3月期に小幅の利上げを実施すると予想される。

その後、2008年10-12月期、2009年1-3月期には金利の上昇による米最終需要の減速や、北京オリンピックの終了に伴うデジタル家電等での需要鈍化、在庫調整によって世界的な景気減速が予想され、利下げを実施すると見込まれる。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)