

## 米国 安定成長持続も双子の赤字拡大

～ 2005、2006年経済見通し ～

発表日：2005年2月25日（金）

(No.UT-11)

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001,4518 : [seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

### ポイント

米国経済は、2003年4～6月期以降潜在成長率（3%台半ば）を上回る成長が持続している。減税効果の剥落、原油高等の成長押し下げ要因があったものの、雇用・所得環境の改善、長期金利の低位安定、投資減税や企業の投資意欲の回復によって、2004年10～12月期まで潜在成長率並み、あるいはそれを上回って推移している。

2005年前半には個人消費の小幅鈍化、投資減税効果の剥落に伴う設備投資の小幅鈍化が予想されるもと、在庫投資が抑制されるとみられ、景気拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、年後半には雇用・所得の増加や資産効果によって個人消費が安定的に拡大するなか、再び設備・在庫投資が拡大ペースを速めるとみられ、成長ペースがやや加速しよう。

2006年の個人消費は雇用・所得の拡大持続や資産残高の増加、金利の低位安定によって堅調に推移しよう。設備投資は年初に減税効果の剥落により拡大ペース鈍化が予想される。しかし、年央以降には、規制が緩和された通信での光ファイバー投資、海外でのハイテク需要、情報化投資の拡大に伴う増産投資の拡大が期待できよう。全体の成長率も予測期間を通じて潜在成長率程度の成長が見込まれる。実質GDP成長率は04年の+4.4%からは鈍化するものの、05年に+3.5%に鈍化、06年も+3.6%と潜在成長率並みを維持しよう。

金融政策面では、過去9ヵ月（2004年6月から2005年2月）の間にFRBは1.5%の利上げを実施した。利上げによってFRBは景気の過熱を抑制し、また期待インフレが高まるのを防いできた。今後も、CPIコアが前年比+2%台前半で推移すること、緩和的な政策金利を維持しなくとも潜在成長率程度の成長持続が可能とみられることから、FRBは現在のような緩和的な政策金利は必要ないと判断している。このため、FRBは中立的な水準まで利上げを継続しよう。利上げのペースに関しては、インフレ加速懸念が乏しいもと、景気に過熱感もないことから、FRBは中立水準まで「慎重なペース」での利上げを継続すると予想される。2006年前半までにFFレート誘導目標は、3.5%～4.0%まで引き上げられる公算。

予算教書では表面上財政赤字が削減されるような見通しとなっているが、結果的に財政赤字は高水準で推移する可能性が高い。政府が財政赤字削減の姿勢を示したことやグリーンズパンFRB議長が双子の赤字に対して楽観的な見通しを示したことでドルが買い戻されているが、財政面からはドル高をサポートする材料にはならないだろう。

原油価格が1バレル=50ドル、現状程度のドル実効レートで推移するとの前提で、経常赤字は国内需要の堅調を背景に2006年に7000億ドルまで拡大、名目GDPに対する比率も5%台後半で高止まりする公算が大きい。

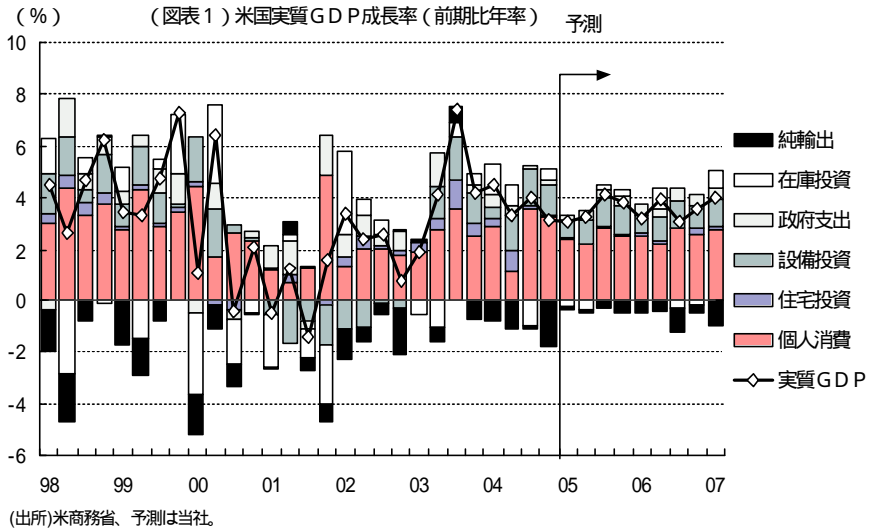
以上のように、2005年、2006年と安定成長が持続するなかで、双子の赤字は拡大傾向を辿ると予想される。このため、資金流出懸念が熾りつづけ金融市場の変動リスクとなろう。また、最大のリスク要因としては、行き過ぎた利上げである。過去金融政策は必ずと言っていいほどビハインドザカーブに陥り、引き締め過ぎてしまうことで、景気を失速させている。特に、今回グリーンズパンFRB議長の任期が2006年1月に終了するため、引き締め過程で後任のFRB議長に引き継ぐことになる。交代直後に、後任のFRB議長やFOMC参加者が市場から信任を得ようとして引き締め過ぎ景気を失速させるリスクがある。

1.05年は減税効果の剥落、利上げ、原油高によって+3.5%成長に鈍化が見込まれる。06年も+3.6%と潜在成長率並みを維持する見込み。

米国経済は、2003年4～6月期以降潜在成長率（3%台半ば）を上回る成長が持続している。2004年半ばには減税効果の剥落、原油高等の成長押し下げ要因があったものの、雇用・所得環境の改善、金利の低下、投資減税や企業の投資意欲の回復によって、2004年後半も潜在成長率を上回って推移した。

2005年前半には個人消費の小幅鈍化、投資減税効果の剥落に伴う設備投資の小幅鈍化が予想されるもと、在庫投資が抑制されるとみられ、景気拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、

年後半には所得の増加や資産効果によって個人消費が安定的に拡大するなか、再び設備・在庫投資が拡大ペースを速めるとみられ、潜在成長率を小幅上回る成長が見込まれる（図表1）2006年には個人消費は雇用・所得の拡大持続や資産効果、金利の低位安定によって堅調に推移しよう。設備投資は2006年初も減税効果の剥落により、一旦拡大ペースが鈍化すると予想される。しかし、年央以降には、規制が緩和された



通信業での光ファイバー投資、海外でのハイテク需要、情報化投資の拡大に伴う増産投資の増加が期待できよう。実質GDP成長率も予測期間を通じて潜在成長率程度の成長が見込まれる。実質GDP成長率は04年の+4.4%からは鈍化するものの、05年に+3.5%、06年も+3.6%と潜在成長率並みを維持する見込み（図表2）

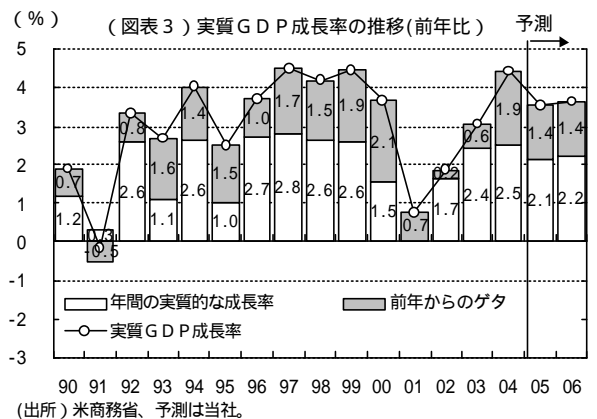
(図表2) 米国経済見通し(前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP (%)										
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		輸入	政府支出	
								輸出	輸入			
1999	6.0	4.4	(5.5)	5.1	9.2	6.0	(0.0)	(1.0)	4.3	11.5	3.9	
2000	5.9	3.7	(4.5)	4.7	8.7	0.8	(0.1)	(0.9)	8.7	13.1	2.1	
2001	3.2	0.8	(1.0)	2.5	4.2	0.4	(0.9)	(0.2)	5.4	2.7	3.4	
2002	3.5	1.9	(2.6)	3.1	8.9	4.8	(0.4)	(0.7)	2.3	3.4	4.4	
2003	4.9	3.0	(3.5)	3.3	3.3	8.8	(0.1)	(0.5)	1.9	4.4	2.8	
2004	6.6	4.4	(5.0)	3.8	10.6	9.6	(0.5)	(0.6)	8.5	9.9	2.0	
2005	5.8	3.5	(4.0)	3.8	8.8	2.2	(0.1)	(0.6)	6.4	7.8	1.4	
2006	5.9	3.6	(4.1)	3.6	7.6	2.3	(0.2)	(0.5)	9.6	9.3	2.2	

↓ 予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

ゲタを除いた年間の実質的な成長率をみても、2004年+2.5%から、2005年+2.1%、2006年+2.2%と安定成長が持続しよう（図表3）。ただし、インフレの顕在化による速いペースでの大幅な利上げ、原油価格の一段の上昇、経常赤字の拡大を嫌気したドル暴落、米国内でのテロなど景気を減速させるリスクはある。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 原油高の悪影響も限界的には縮小

今回の見通し（2004年10～12月期から2007年1～3月期）では、05年、06年の原油価格は平均で1バレル＝約50ドルを前提としている。原油価格（WTI）は、米国、中国での強い需要に加え、BRICsといったエネルギー効率の悪い国の高成長による中長期的な需給の逼迫懸念から高止まりする可能性が高い。また、中東ではパレスチナ、イラク、イラン情勢など不透明が残存、供給懸念も原油価格の高止まりに繋がる。

## 個人消費、住宅投資は雇用・所得の拡大、資産効果で底固く推移

家計部門について、雇用を取り巻く環境をみると、生産性の向上が雇用を抑制する要因となるものの、企業収益の拡大や期待成長率の高まりを背景に雇用は改善傾向が続こう。生産性に関しては、国際競争によるコスト削減圧力が残存するなかで、情報化投資の高い伸びが続いたこと、資本装備率が安定的に生産性上昇に貢献していることから、ペースは鈍化するものの向上持続が見込まれる。所得の増加や資産効果によって個人消費が安定的に拡大するもと、企業収益は、景気の拡大、販売価格の上昇、ユニット・レーバークスト（ULC）の抑制等によって拡大傾向を辿る可能性が高い。2003年後半から2004年末にかけての潜在成長率を上回るあるいは同程度の成長に伴う期待成長率の高まりに加え、所得の増加や資産効果によって個人消費が安定的に拡大するなか、雇用者数は前期比で+0.3～+0.5%程度のペースでの増加が予想される（図表4）。

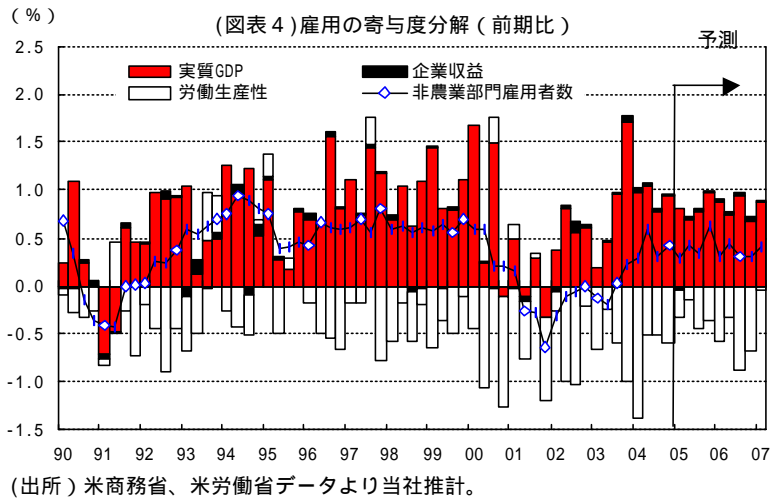
雇用環境の改善や持続的な福利厚生費の拡大傾向によって、今後も可処分所得は増加傾向を辿る可能性が高い。加えて、配当減税によって企業は配当を増やす傾向にあり、予測期間の配当収入を押し上げよう。

さらに、雇用環境の改善が見込まれることや景気の拡大期待が強まっていることから、消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

資産面では、2005年前半は原油高や金利上昇等の影響により株価のみみ合う展開が予想されるものの、2005年後半から2006年には景気・企業収益の拡大ペース再加速を背景に株価も堅調が見込まれる。不動産資産関連では、住宅投資は、金利の変動等により一時的に減少する可能性がある。しかし、実質長期金利（10年債利回り - 物価上昇率）水準が過去に比べて低いものにとどまると見込まれるうえ、雇用・所得環境の改善や資産価格の上昇等を背景に、住宅投資は緩やかながらも増加傾向を辿ろう。

このような住宅投資の底固さを映じて、住宅価格の上昇が持続するとみられることから、不動産資産残高は増加傾向を辿ろう。この結果、資産残高全体でも増加傾向を辿り、個人消費の押し上げ効果が期待できる（図表5）。

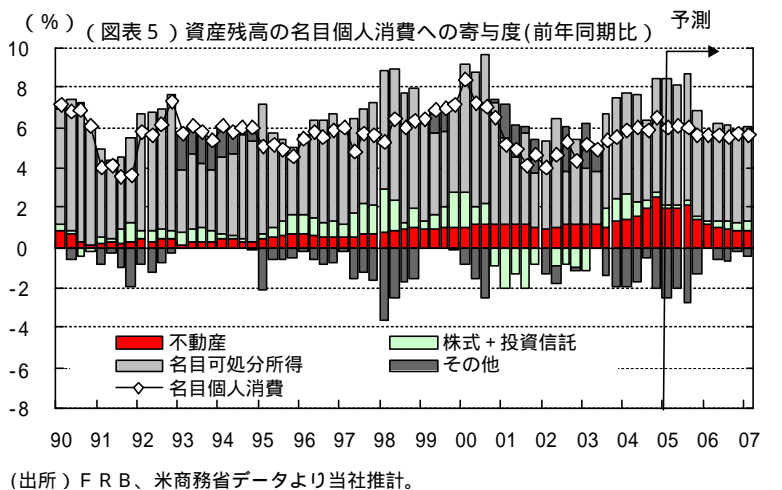
このような住宅投資の底固さを映じて、住宅価格の上昇が持続するとみられることから、不動産資産残高は増加傾向を辿ろう。この結果、資産残高全体でも増加傾向を辿り、個人消費の押し上げ効果が期待できる（図表5）。



雇用環境の改善や持続的な福利厚生費の拡大傾向によって、今後も可処分所得は増加傾向を辿る可能性が高い。加えて、配当減税によって企業は配当を増やす傾向にあり、予測期間の配当収入を押し上げよう。

さらに、雇用環境の改善が見込まれることや景気の拡大期待が強まっていることから、消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

資産面では、2005年前半は原油高や金利上昇等の影響により株価のみみ合う展開が予想されるものの、2005年後半から2006年には景気・企業収益の拡大ペース再加速を背景に株価も堅調が見込まれる。不動産資産関連では、住宅投資は、金利の変動等により一時的に減少する可能性がある。しかし、実質長期金利（10年債利回り - 物価上昇率）水準が過去に比べて低いものにとどまると見込まれるうえ、雇用・所得環境の改善や資産価格の上昇等を背景に、住宅投資は緩やかながらも増加傾向を辿ろう。



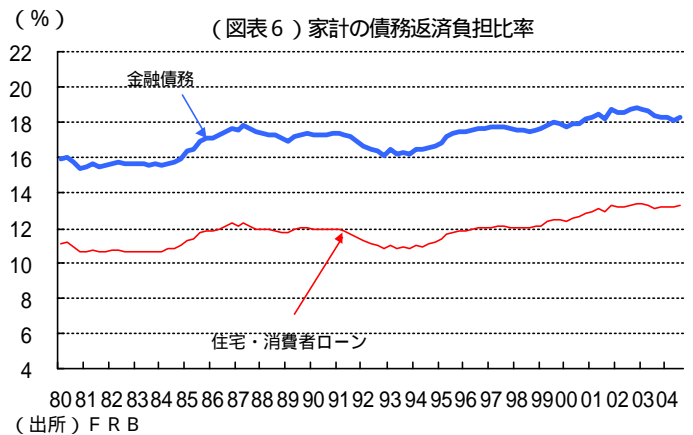
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

個人消費は減税効果によって押し上げられた2004年前半のような高い伸びは予想し難いものの、2004年末で終了予定であった家計部門に対する減税延長が決定されていることもあり、2005年以降も年率+3%程度の伸びが予想される。延長された減税も一部2005年末で終了するものがあるが、減税の恒久化を目指すブッシュ政権、中間選挙を控えた議会が再延長する可能性が高いことから、2006年の成長の足かせにはならないであろう。

### 負債残高が急増しているものの、支払負担は既にピークアウト

負債残高の可処分所得に対する比率は、2004年7～9月期に114.8%まで拡大しており、消費への影響が懸念されている。しかし、残高よりも毎月の返済額の大きさが個人消費に影響を与える。家計の返済負担を示す金融債務比率(\*)は、負債残高が急増した2000年1～3月期から2004年7～9月期の間でも17.66%から18.31%への小幅上昇にとどまっている(図表6)。この要因として、住宅価格の上昇や金利の低下を背景にモーゲージ・ローンのリファイナンスやホーム・エクイティ・ローンによって低コストの資金を調達し、高い金利のローンを返済したことが挙げられる。債務残高が増加しているものの返済負担は高まっていないため、個人消費が抑制されるリスクは小さい。

(\*)金融債務比率とは、住宅・消費者ローンの元利、自動車リース料金、借家賃貸料、持ち家に付随する保険、財産税支払額を合計した額の可処分所得に対する比率のことである。



金利上昇に伴う返済負担増が個人消費押し下げに繋がるリスクも小さい。可処分所得に対する消費者信用残高の比率は2000年1～3月期の21.8%から2004年7～9月期の24.2%へと小幅上昇にとどまった。一方、可処分所得に対する住宅ローン残高の比率は2000年1～3月期の65.1%から2004年7～9月期の84.1%へと急激に上昇した。しかし、住宅ローンに占める固定金利の割合が83%(2002年)と高いことや、変動金利でも変動幅に上限が設定されていること、住宅ローンのリファイナンスが行い易いことから、金利上昇の悪影響を受け難く、返済負担が急激に強まる可能性は小さい。

今後、金利が上昇すれば少なからず負担は増加するものの、雇用・所得環境の改善が見込まれることや、住宅ローンの利子は所得控除されることから、この面から個人消費が大きく抑制されるリスクは小さいといえる。ただし、一方、金融機関の貸し出し姿勢厳格化、借入コストの上昇を嫌気して新規の借入需要は抑制されるとみられ、貯蓄率の上昇につながり、個人消費の拡大ペースを抑制する要因となろう。

### 設備投資は企業収益の改善を背景に好調に推移しよう

企業部門では、2004年末の減価償却率引き下げの影響から、2005年初の設備投資拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、キャッシュフローの拡大、株価の上昇、信用スプレッドの縮小、2万5千ドルから10万ドルに拡大された中小企業の設備投資償却枠が2005年末で終了することに伴う駆け込みを背景に、年後半にかけて拡大ペースを速めると見込まれる(図表7)。

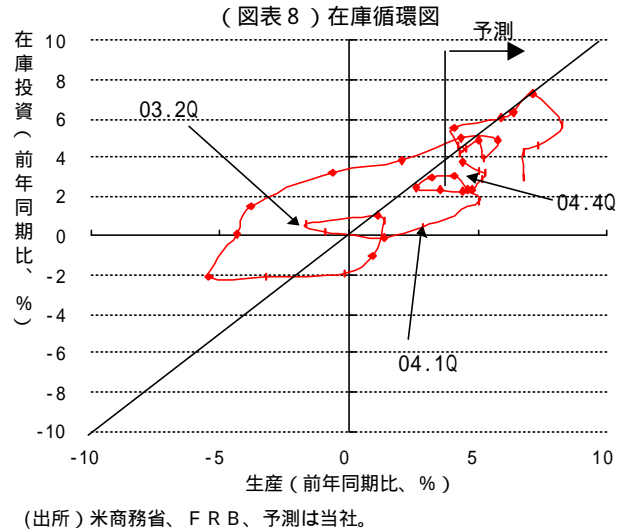
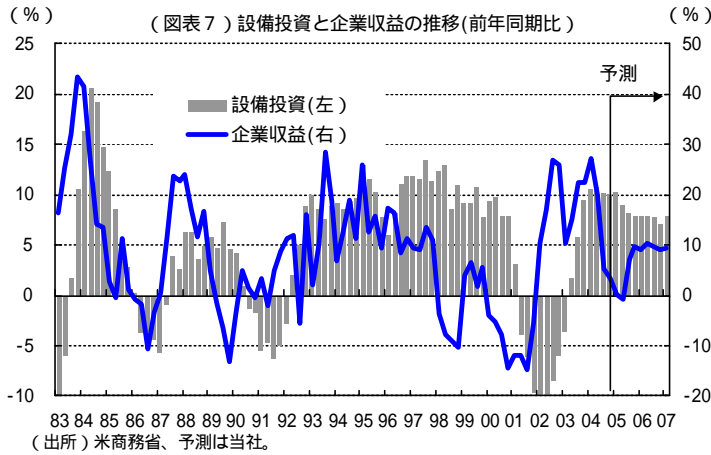
2006年にも減税効果の剥落によって年初に拡大ペース鈍化が見込まれるものの、企業業績の拡大、キャッシュフローの拡大等を背景に底堅い展開が見込まれる。

内訳をみると、構築物投資では、オフィスビルの空室率の上昇ペースが鈍化(前年差でゼロ%付近まで低下)しているため、これまでのような大幅な減少は見込み難い。企業収益の改善や更新需要を背景に、情報化投資ではコンピューター投資や光ファイバー投資の拡大が予想される。さらに、収益の改善や稼働率の上昇により、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

増産投資も拡大しよう。

在庫投資では、2005年初には設備投資の減速が見込まれること、ハイテク部門では需要の伸び悩みから稼働率が低下傾向を辿っているため設備投資が抑制されていること、コスト削減圧力が強いことから、企業が在庫の積み増しに慎重な姿勢を維持すると見られ、2005年前半は在庫投資の増加ペースが抑制されよう(図表8)。その後は、需要の拡大に見合った形で在庫投資は増加ペースを速めよう。2006年後半には生産の拡大ペース鈍化に伴い在庫の増加ペースも一旦鈍化が見込まれる。



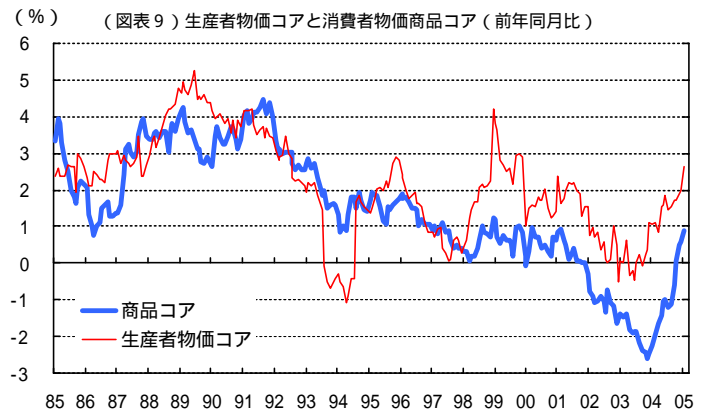
## 2. 利上げは慎重なペースで4%程度が目処

金融政策面では、過去9ヵ月(2004年6月から2005年2月)の間にF R Bは1.5%の利上げを実施した。利上げによってF R Bは景気の過熱を抑制し、また期待インフレが高まるのを防いだ。

川上、川中等の生産者物価では徐々にインフレ圧力が高まっており、目先一段と強まる可能性が高い。しかし、生産者物価最終財コアと消費者段階の商品コアとの関係を見ると、98年まで同様の伸びを示していた両者の伸び率が98年以降低下2005年1月まで乖離している。これは、小売での競争激化、それに伴う小売業での積極的な情報化投資による生産性の向上を背景に、価格転嫁率が低下している影響とみられる(図表9)。

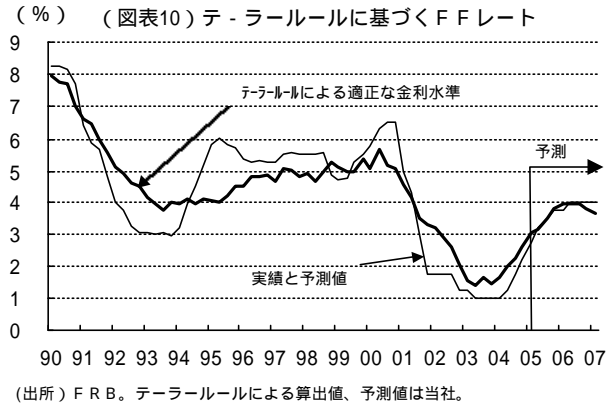
今後も価格を抑制させる要因として国際的な競争が挙げられるが、これは強まることであっても緩和するような状況にない。企業はコスト増加の影響を軽減するために、効率化やコスト削減の動きを続けざるを得ないことから、雇用者数の増加ペースや賃金上昇が抑制されるとみられる。雇用の拡大ペースが抑制されれば、消費者の低価格志向が続くと見込まれ、小売段階での価格抑制圧力が強い状況が続こう。このような情勢のもと、ICタグの導入などによって小売業の生産性向上が今後も続くと思われる、生産性の向上によって99年以降価格転嫁率が低下している状況に変化が生じる可能性は小さく、消費者段階での価格転嫁は限られたものにとどまる公算が大きい。

ただし、C P I コアは前年比で+2%台前半での推移が予想される。このよう中、潜在成長率程度の成長持続が予想されることから、F R Bは既に現在



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

のような緩和的な政策金利は必要ないと判断している。このため、F R Bは中立的な水準（テーラールールにより当社推計）まで利上げを継続しよう（図表10）。利上げのペースに関しては、インフレ加速懸念が乏しいもと、景気に過熱感もないことから、F R Bは中立水準まで「慎重なペース」での利上げを継続すると予想される。2006年前半までにF Fレート誘導目標は、3.5%～4.0%まで引き上げられる公算が大きい。



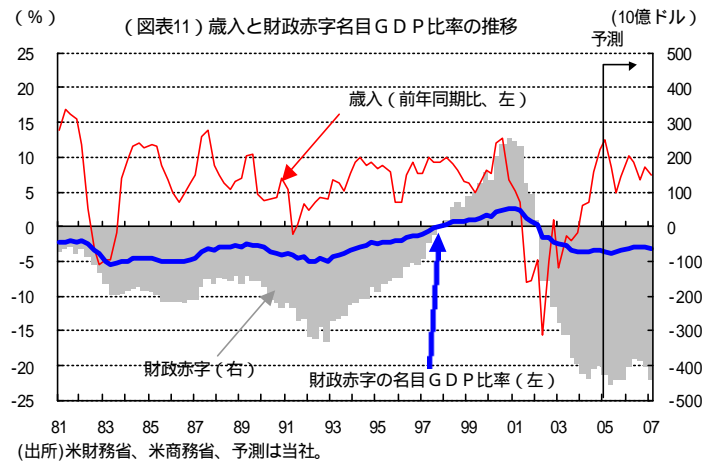
### 3. 財政赤字は税収増ながら歳出抑制ができずに拡大する可能性

景気の拡大が見込まれる中、税収を中心とする歳入の増加が予想され、歳出が抑制されれば財政赤字は縮小する。このため、財政赤字の動向はほぼ歳出動向にかかっているといえよう。2月7日にブッシュ米大統領は2006会計年度（05年10月～06年9月）の予算教書を議会に提出した。2005会計年度の財政赤字額は、イラク・アフガニスタンでの駐留経費として2005年前半にも820億ドル程度の補正予算が組まれるため、過去最悪を更新するのがほぼ確実な情勢となっている。このような状況のもと、2006年会計年度の予算教書は、国防重視のブッシュ政権の特徴を前面に出しつつも、国防・国土安全保障費以外の裁量的支出を0.7%削減するなど表面的には緊縮的にみえる内容となっている。社会保障など除いた歳出全体の伸びは、2005会計年度の前年度比+3.9%から、2006会計年度は同+2.1%と米政府予想の物価上昇率である前年比+2.3%を下回っており実質マイナス予算となっている。一方、対テロ戦争を継続するなかで国防費は前年度比+4.8%、国土安全保障費が同+7.0%となっている。

同時に公表された財政収支見通しでは、赤字削減目標を以前の公約より1年前倒しで達成する方針を示し、財政赤字額は、2004会計年度の4,270億ドルから、2006会計年度に3,900億ドル、2008会計年度に2,510億ドルまで縮小し、昨年初め時点の財政赤字予想である5,210億ドルから半減を見込んでいる。財政赤字のGDP比率では、2008年会計年度に1.7%と04年度の3.6%の半分に以下に低下するとしている。今回予算案が提出された2006会計年度は、景気拡大によって税収の増加が見込まれるものの、駐留長期化が予想されているイラク・アフガニスタンでの駐留経費が含まれていない。また、2006年に中間選挙が実施されるため、選挙を控えた議員が歳出削減を含んだ予算案の成立を拒む可能性が高い。さらに、2006年から始まるメディケア関連の支出が、当初予想していた年間400億ドルから年間700億ドル程度に増加する可能性が高い。これらのことを勘案すると、2006会計年度の政府見通しである3,900億ドルの赤字達成も危ういと考えられる。

2007会計年度以降の財政動向に関しても、引き続きイラク・アフガニスタンの情勢は不透明な状況が続く可能性がある。加えて、ブッシュ政権は大型減税の恒久化を目指しているが、この負担についても今回の予算教書の財政赤字見通しには含まれていないため、恒久化が決定されると赤字が拡大することになる。恒久化が決まらない場合でも、期限が到来する減税は景気に配慮して延長される可能性が高い。さらに、2009年以降についても、ブッシュ政権は2009年に年金制度を一部民営化する方針を表明しており、これに伴い一時的に歳入不足に陥るため当初10年間で合計6,640億ドルの借入れが必要になる。

以上のように、予算教書では表面上財政赤字が



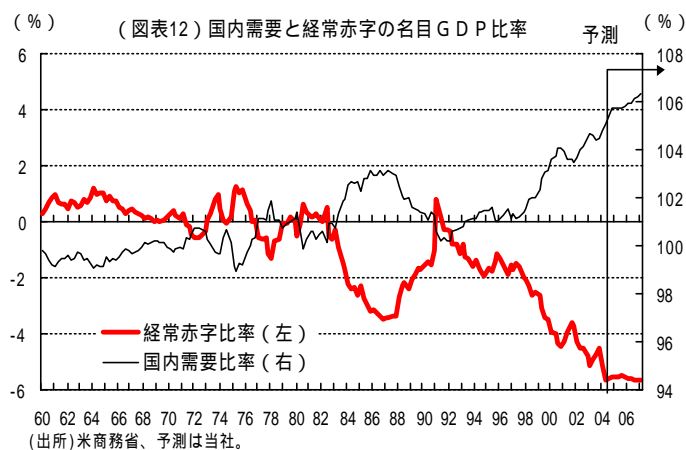
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

削減されるような見通しとなっているが、結果的に財政赤字は高水準で推移する可能性が高い(図表11)。政府が財政赤字削減の姿勢を示したことやグリーンспанFRB議長が双子の赤字に対して楽観的な見通しを示したことでドルが買い戻されているが、財政面からはドル高をサポートする材料にはならないだろう。

#### 4. 国内需要の堅調を映じて経常赤字の拡大が続く公算

輸出は2005年前半にかけて欧州、日本、アジアの成長鈍化で伸びが減速しよう。その後、海外景気の拡大ペース加速に加え、これまでのドル安の効果も予想されるため、輸出は堅調に推移しよう。一方、上記で示したように、国内需要は2005、2006年も堅調に推移すると予想されることから、価格要因よりも所得要因の弾性値が高い輸入の高い伸びが見込まれる。この結果、純輸出は2007年1～3月期にかけてマイナス寄与が続く公算が大きい。

また、原油価格が1バレル=50ドル、現状程度のドル実効レートで推移するとの前提で経常赤字は、国内需要の堅調を背景に2006年に7000億ドルまで拡大、名目GDPに対する比率も5%台後半で高止まりする公算が大きい(図表12)。



#### 5. 引き締め過ぎによる景気失速が最大のリスク

以上のように、2005年、2006年と安定成長が持続するなかで、双子の赤字は拡大傾向を辿ると予想される。このため、資金流出懸念が燻りつづけ、金融市場での変動リスクとなる。また、最大のリスク要因としては、行き過ぎた利上げである。過去金融政策は必ずと言っていいほどビハインドザカーブに陥り、引き締め過ぎてしまうことで、景気を失速させている。特に、今回グリーンспанFRB議長の任期が2006年1月に終了するため、引き締め過程で後任のFRB議長に引き継ぐことになる。交代直後に、後任のFRB議長やFOMC参加者が市場から信任を得ようとして引き締め過ぎ景気を失速させるリスクがある。

以上