

# U.S. Indicators

マクロ経済指標レポート

## 米国 潜在成長率程度の安定成長持続 (05年4~6月期実質GDP)

発表日：05年7月29日 (金)

～家計部門が好調を維持するなか、設備投資、輸出が拡大ペース加速～

(No. UI-076)

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 : [sei.ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:sei.ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

### 実質GDP (Gross Domestic Product)

	実質GDP							名目GDP		GDP デフレーター	
	個人消費	住宅投資	設備投資	在庫投資	政府支出	純輸出	輸出	輸入			
2000	+3.7	+4.7	+0.8	+8.7	(▲0.13)	+2.1	(▲0.88)	+8.7	+13.1	+5.9	+2.2
2001	+0.8	+2.5	+0.4	▲4.2	(▲0.90)	+3.4	(▲0.20)	▲5.4	▲2.7	+3.2	+2.4
2002	+1.6	+2.7	+4.8	▲9.2	(+0.45)	+4.4	(▲0.73)	▲2.3	+3.4	+3.4	+1.6
2003	+2.7	+2.9	+8.4	+1.3	(+0.03)	+2.8	(▲0.50)	+1.8	+4.6	+4.8	+2.0
2004	+4.2	+3.9	+10.3	+9.4	(+0.35)	+2.2	(▲0.77)	+8.4	+10.7	+7.0	+2.6
03/3Q	+7.2	+5.9	+21.9	+11.2	(+0.38)	+0.5	(+0.48)	+11.5	+4.1	+9.3	+1.9
03/4Q	+3.6	+3.1	+11.6	+4.4	(+0.76)	+0.5	(▲0.54)	+19.1	+16.5	+5.5	+1.8
04/1Q	+4.3	+4.7	+5.1	+7.9	(+0.49)	+3.3	(▲1.24)	+5.1	+12.0	+8.1	+3.7
04/2Q	+3.5	+1.9	+17.8	+13.5	(+0.90)	+2.3	(▲1.45)	+6.9	+14.5	+7.5	+3.9
04/3Q	+4.0	+4.4	+2.6	+11.8	(▲0.57)	+1.8	(▲0.18)	+5.4	+4.7	+5.3	+1.3
04/4Q	+3.3	+4.3	+1.6	+10.4	(▲0.01)	+0.9	(▲1.02)	+7.1	+11.3	+6.1	+2.7
05/1Q	+3.8	+3.5	+9.5	+5.7	(+0.30)	+1.9	(▲0.41)	+7.5	+7.4	+7.0	+3.0
05/2Q	+3.4	+3.3	+9.8	+9.0	(▲2.33)	+2.0	(+1.61)	+12.6	▲2.0	+5.9	+2.4

出所) 商務省 (Department of Commerce)、予測は当社。

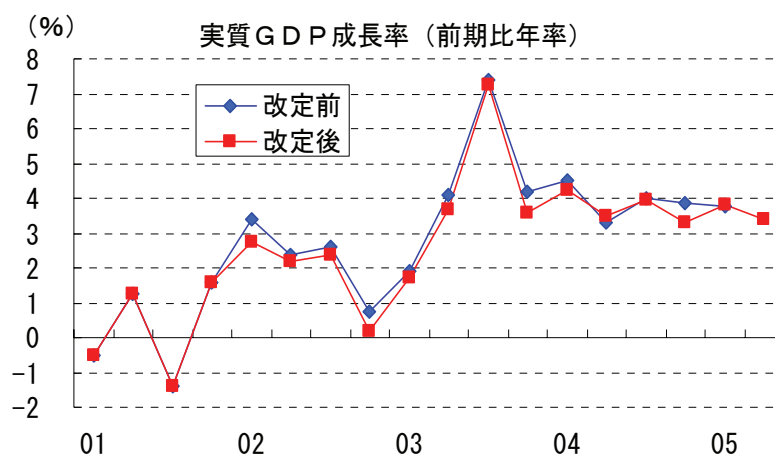
注) 数字は前期比年率伸び率。但しカッコ内は対実質GDP寄与度 (前期比年率ベース)

### 実質GDPは前期 比年率+3.4%に 鈍化

05年4～6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+3.4%(前年同期比+3.6%)と1～3月期の同+3.8%から鈍化し、市場予想である同+3.5%を下回った。実質最終需要が同+5.9%と加速したものの、在庫投資が同▲2.32%と大幅なマイナス寄与となった。実質最終需要では、家計部門が前期と同程度の拡大ペースを維持、設備投資は変動の大きい輸送機械投資の大幅増加によって拡大ペースが加速した。加えて、輸出は民間航空機・自動車等財需要の拡大に伴い加速した。一方、在庫投資の減少によって実質国内需要が同+1.7%(同+4.0%)と大幅に鈍化したことから、輸入も減少に転じ、純輸出が7四半期ぶりのプラス寄与となった。

以上のように、実質GDP成長率は小幅減速したものの、潜在成長率あるいはそれを小幅下回る程度への減速であることに加えて、家計部門、設備投資、輸出といった内外の最終需要が好調を維持していることから、安定成長の範囲内での動きと判断される。また、最終需要が好調ななかで在庫削減が行われており、今後の需要に見合った形での在庫積み増しが期待でき成長率が押し上げられるとみられる。

今回、2002年に遡って改定が行われた。年間では、2002年が+1.6%(改定前+1.9%)、2003年が+2.7%(改定前+3.0%)、2004年が+4.2%(改定前+4.4%)と全体的に下方改定された。



### コアの個人消費デフレーターは前期比年率+1.8%に鈍化

物価動向では、GDPデフレーターが前期比年率+2.4%（1～3月期同+3.1%）に鈍化した一方、個人消費デフレーターは同+3.3%（同+2.3%）と加速した。FRBが注目している個人消費デフレーターコアは、同+1.8%（同+2.4%）と鈍化しており、物価が落ち着いていることが示された。このような物価情勢のなか、景気が過熱せずに拡大を続けていることから、FRBは慎重なペースでの利上げを継続すると見込まれる。

### 個人消費の堅調持続

家計部門に関しては、個人消費は前期比年率+3.3%（1～3月期同+3.5%）と小幅鈍化したものの堅調な伸びを維持した。財別にみると、耐久財消費は家財道具消費が同+5.3%（同+11.3%）と鈍化したものの、自動車消費が同+9.9%（同▲8.0%）と増加に転じたことから、同+8.3%（同+2.6%）と加速した。一方、非耐久財消費では、衣料品の拡大ペースが加速したが、食料品が鈍化し、ガソリン・燃料消費がマイナスに転じたため、全体で同+3.3%（同+5.3%）に鈍化した。さらに、サービス消費は電気・ガス等の住宅関連が増加したものの、交通費、その他の消費が前月と同率の伸びにとどまり、メディアケア関連、余暇への支出が鈍化したことで、同+2.3%（同+2.8%）と小幅鈍化した。

家計部門では雇用が増加傾向を辿るなかで、賃金・福利厚生費等の伸びによって、所得は拡大傾向を辿った。このような状況のもと、消費者マインドはエネルギー価格の上昇や株価の下落によって前期から低下したが高水準を維持した。資産面では、住宅価格の上昇を背景に住宅関連資産からの資金調達が増加に転じ流動性の拡大ペースが小幅加速した。

以上のように、エネルギー価格の上昇といった個人消費を抑制する要因があったものの、比較的良好な所得環境に加え、不動産資産残高の増加等を背景に個人消費は堅調に推移した。

### 住宅投資は好調持続

住宅投資は、前期比年率+9.8%（1～3月期同+9.5%）と拡大ペースが小幅加速した。在庫が低水準にとどまるなかで、年初のモーゲージ金利の低下、雇用・所得環境の改善等を背景に、住宅販売が好調を維持した。そのような中、建築中の住宅件数や許可済み未着工件数が高水準で推移したことから、住宅投資が底堅く推移した。

### 輸送機械投資の大幅増によって設備投資加速

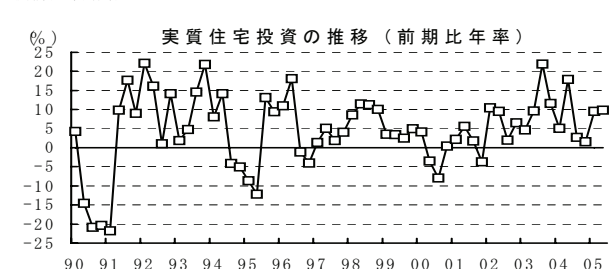
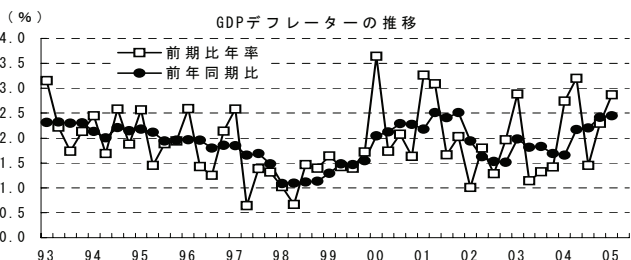
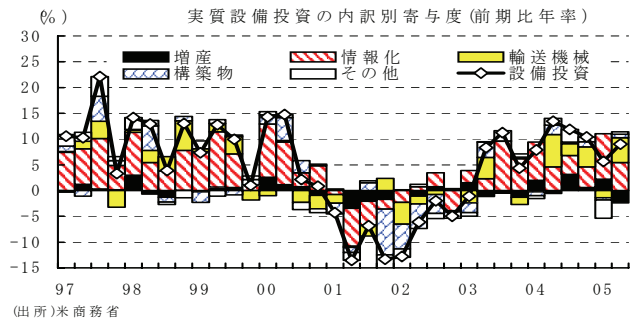
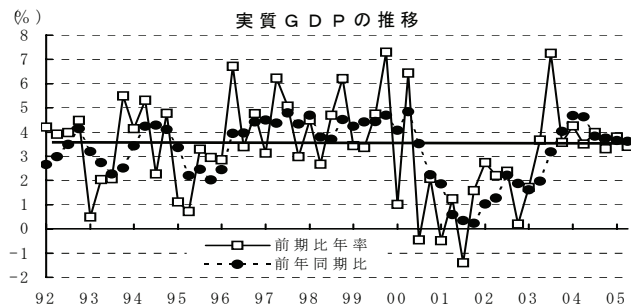
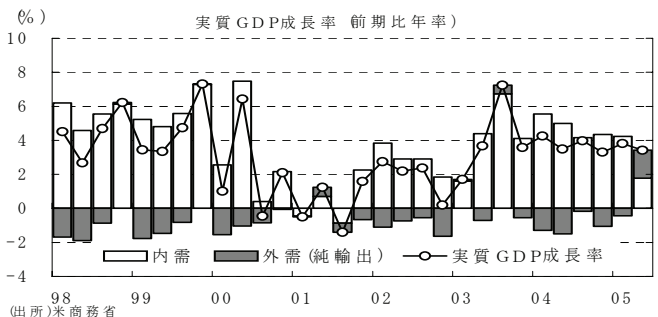
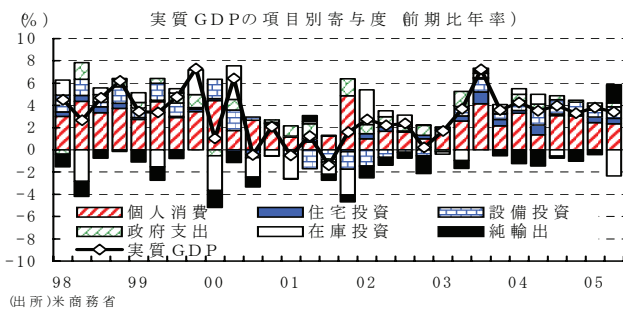
企業部門については、設備投資は輸送機械投資が大幅な増加に転じたため前期比年率+9.0%（1～3月期同+5.7%）と加速した。設備投資の内訳をみると、構築物投資は同+3.1%（同▲2.0%）とプラスに転じた。機械・ソフトウェア投資は同+11.0%（同+8.3%）に加速した。機械・ソフトウェア投資では、企業収益の拡大や減税によってキャッシュ・フローが拡大していることを背景に情報化投資が同+12.0%（同+20.2%）と高い伸びを維持したものの、前期からは大幅に鈍化した。さらに、増産投資が同▲19.6%（同+18.9%）と減少に転じた。一方、輸送機械投資が同+40.82%（同▲11.2%）と大幅なプラスとなった。

在庫投資は、一部産業での在庫調整によってGDPへの寄与度が前期比年率▲2.32%ポイントと大幅なマイナスに転じた。

### 輸出の高い伸びと輸入の減少を映じて純輸出が7四半期ぶりのプラス寄与

その他の需要項目では、輸出はドル安、エマージング経済の好調により財が増加したため、前期比年率+12.6%（1～3月期同+7.5%）と加速した。一方、輸入は在庫の削減に伴い財の輸入が減少したことで、同▲2.0%（同+7.4%）と9四半期ぶりにマイナス転じた。この結果、純輸出の寄与度は同+1.57%ポイント（同▲0.40%）と7四半期ぶりのプラス寄与となった。

政府支出は、前期比年率+2.0%（1～3月期同+1.9%）とほぼ変わらずとなった。連邦政府支出は、国防関連、非国防支出が共に鈍化したことから、同+1.3%（同+2.4%）と伸びが鈍化した。一方、州・地方政府の支出が同+1.6%（同+2.4%）と加速したため、政府支出全体ではほぼ変わらずとなった。



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。

## 個人消費は前期比年率+3%台で堅調に推移

年後半の米国景気は、前期比年率で+3%台後半の成長が見込まれる。個人消費を取り巻く環境をみると、労働生産性はプラス基調を維持するものの余剰生産能力の縮小によって、前期比年率で+2%程度の伸びが続く可能性が高い。一方で、雇用に先行する景気が2003年4～6月期から2005年4～6月期まで平均して潜在成長率を上回るペースで拡大したこと、7～9月期のマンパワー社による新規雇用計画調査や経営者団体の景況調査における雇用計画などでは採用拡大を示唆していることから、企業の採用意欲が強い状態にある。年内は、潜在成長率程度の成長が持続すること等により、雇用者数は増加基調が維持され、前期比+0.3%～+0.5%が予想される。

雇用環境の改善が続くなかで賃金の上昇や福利厚生費の増加によって、可処分所得は拡大傾向を辿る可能性が高い。加えて、雇用環境の改善や景気拡大期待の回復を背景に、消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

住宅関連資産からの資金調達動向では、前年比で住宅価格と概ね同様の動きをする中古住宅販売価格は、4～6月期に前年同期比+9.1%と1～3月期の同+9.7%から鈍化したものの依然として高い伸びを維持していることから、同時期の全米住宅価格も高い伸びが予想される。この結果、ホーム・エクイティ・ローン〔住宅の純資産価値（住宅の時価からモーゲージ・ローンの未払残高を除いた部分）を担保に借り入れ枠を設定すること〕は4～6月期にかけて堅調に推移すると見込まれる。また、長期金利が低位で推移していることで、モーゲージローンのリファイナンスも小幅ながら再び増加するなど、4～6月期の住宅資産関連からの資金調達は緩やかに増加しているとみられる。これらの住宅資産からの資金調達は、借入・借り換え申請から1四半期程度遅れて家計の流動性に影響を与えることから、7～9月期にかけて家計の流動性増加に寄与しよう。もっとも、住宅資産からの資金調達は、住宅価格の上昇を背景に2006年にかけて増加基調を維持するとみられるが、その増加ペースは鈍化傾向を辿ると見込まれる。

エネルギーに関しては、これまでの原油価格の上昇により足下でガソリン価格は高い水準で推移している。今後も世界的な景気の拡大ペース加速に伴う供給不足懸念や、過剰な流動性を背景にエネルギー価格が高水準で推移する可能性が高い。エネルギー価格が高止まりすれば、実際に景気に与える影響が小さいにも関わらず景気の先行きに対する不安感が強まりマインドを悪化させる可能性がある。しかし、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、急激に消費者マインドが悪化するリスクは乏しいため、消費者マインドが悪化することで個人消費が失速するリスクは小さい。

以上のような状況のもと、個人消費はエネルギー価格の高止まりの影響を受けるものの、雇用・所得の持続的な拡大によって2005年中前期比年率+3%台の伸びが続くと予想される。

## 今後の住宅投資は底堅く推移

住宅市場をみると、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高まるなかで、銀行の貸し出し基準が厳格化されることなく良好な借入環境が持続している。このような環境のもと、7月のNAHB住宅市場指数では、「客足指数」が55と前月と変わらずとなり、「現在の住宅販売指数」が75と前月比2ポイント低下したものの住宅需要の強い状態が持続していることを示唆している。その他の統計でも、住宅販売に約1ヵ月先行する住宅購入ローン申請件数は、モーゲージ金利が低下したことや、政策金利の引き上げ後も銀行が貸出基準を引き締めていないため資金調達が容易な状況にあることから、4、5、6月と



連続して過去最高水準を更新し、7月も過去2番目の高水準を維持している。このため、7、8月の住宅販売は過去最高水準で推移するとみられる。今後も、住宅価格の値上り期待が強いもと、雇用・所得が拡大を背景に、住宅需要が押し上げられると予想される。

年後半には、10年債利回りは物価の安定、潜在成長率程度の成長見通しを背景に4.7%を下回る水準にとどまる一方、物価は前年比で2%台前半での推移が予想される。このため、実質金利は歴史的にみて低い水準で推移するとみられる。加えて、雇用・所得環境の改善が持続すること、資産価格も上昇傾向を辿ると見込まれること等を背景に、住宅販売は堅調を維持すると予想される。

このような住宅需要のもと、在庫率が低水準にとどまっていること、建築中の住宅件数や許可済み未着工件数が高止まりしていることなどから、住宅着工件数は年内200万戸程度を維持すると見込まれ、10～12月期にかけて実質住宅投資は前期比年率で増加基調が維持されよう。

### **設備投資は今後拡大ペースを速める公算**

企業部門では、機械・ソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は、4～6月期に前期比年率+2.8%と1～3月期の同+21.8%から大幅に減速しているものの、1～3月期に上ぶれた反動と考えられ、機械・ソフトウェア投資は拡大基調を維持すると予想される。年後半に設備投資を押し上げる要因として、①これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、②キャッシュフローの拡大、③株価の上昇、④信用スプレッドの縮小、⑤2万5千ドルから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が挙げられる。

在庫投資は、年後半には国内需要の持続的な拡大に加え、海外需要の加速により拡大に転じよう。

### **純輸出は再びマイナス寄与に転じる公算**

その他の需要項目では、年後半には、ドル安効果や世界的な景気拡大ペースの加速によって輸出も堅調に推移すると見込まれる。一方、輸入は所得弾性値が高まるもと、内需の堅調を背景に高い伸びが予想され、純輸出は再び大幅なマイナス寄与に転じる公算が大きい。

政府支出では、州・地方政府の支出拡大が予想される一方、連邦政府支出は補正の成立によって一時的に歳出が増加する可能性があるものの、財政赤字削減方針のもと基本的には歳出が抑制されることから、緩やかな拡大にとどまろう。

### **年後半は前期比年率+3%台後半の成長に**

以上のように、年後半には、純輸出のマイナス寄与が予想される一方、家計部門や設備投資の堅調持続、在庫投資の拡大を背景に、実質GDP成長率は前期比年率+3%台後半の成長となる公算が大きい。

以上