

## 米国 2006年後半に減速も安定成長の範囲

発表日：06年3月2日（木）

～2006年+3.5%、2007年+3.0%成長が見込まれる～

(No. UT-08)

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))

### ポイント

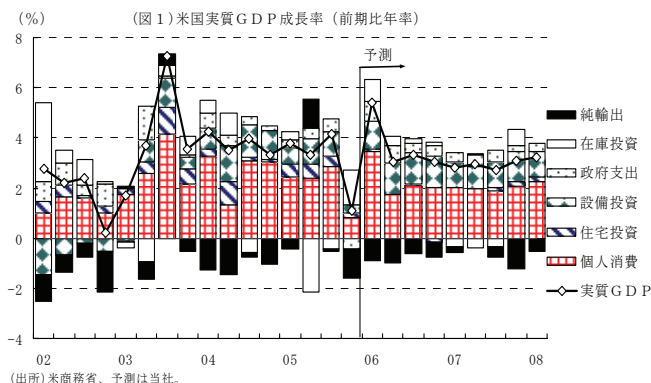
- 米国の実質GDP成長率は2006年は+3.5%と2005年と同程度の成長が予想される。2007年には金利上昇による住宅需要の減速、それに伴う住宅関連資産からの資金調達の鈍化により+3.0%に減速する公算が大きい。
- 2006年1～3月期は前期からの反動に加え、海外需要の持ち直しにより生産の拡大ペースが加速、設備・在庫投資も増加ペースを速めると予想され、実質GDPは前期比年率+5.4%への加速が見込まれる。ただし、前期からの反動要因が剥落する4～6月期以降は潜在成長率程度の成長が予想される。4～6月期以降は設備投資が好調を維持する一方で、金利の上昇による家計部門の鈍化、復興関連の押し上げ効果剥落、在庫の拡大ペース鈍化によって成長率は同+3%程度に減速しよう。
- 2007年前半は、2006年の金利上昇による住宅投資の低迷、在庫調整等によって前期比年率+3%前後の成長が予想される。年後半には、金利の低下を受け住宅投資の持ち直し、輸出の拡大、在庫調整の終了等によって景気は緩やかに再加速する公算が大きい。
- インフレに関しては、2006年もエネルギーを中心に原材料価格の上昇が予想されるものの、価格競争の激しい状況に変わりなく、消費者物価の急激な上昇は避けられるとみられる。2007年には2006年後半以降の世界的な景気拡大ペースの鈍化によって原油、商品等の価格上昇に一旦歯止めが掛かると予想され、川上からのインフレ圧力の減退が見込まれる。ただし、景気が減速するといっても高い成長から小幅鈍化する程度であり、川下のコア物価の上昇ペースが鈍化するような状況にはならないとみられ、CPIコアは2%台の上昇が続くと予想される。
- 金融政策面では、2006年前半には潜在成長率を上回る成長が持続、余剰設備や余剰労働力は縮小傾向を辿るとみられる。加えて、利上げ局面にもかかわらず長期金利が低水準にとどまっていることから、利上げ効果を減殺している。このため、物価が安定しているなかでも利上げを継続しなければ景気が過熱しインフレ圧力を高めるリスクがある。このような経済・金融情勢のもと、景気の過熱を避けるためにFRBはFFレートを2006年前半に適正な金利水準を上回る5.00%程度まで引き上げると見込まれる。同時に長期金利が5%まで上昇すれば、住宅部門の減少が明確化するなど成長率は鈍化し、利上げは終了する公算が大きい。ただし、海外からの資金流入等によって長期金利が低い水準にとどまったり、エネルギー価格が下落することで需要が押し上げられるような状況になれば、FFレートは5.25～5.50%まで引き上げられる可能性もある。

## 1. 2006年は1～3月期の高成長の後、成長ペースが鈍化する公算

### ●2006年は住宅投資、消費といった家計部門の減速が明確化

米国経済はここ2年ほど概ね潜在成長率（3%台半ば）程度の成長が続いたが、2005年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1%台に減速した。もっとも、これは自動車販売（10月）の一時的な急減という特殊要因によるもので、景気は11、12月に堅調さを取り戻し、年明け後も暖冬、昨秋のハリケーン被害の復興需要等の影響も加わり好調に推移している。

2006年1～3月期は前期からの反動に加え、海外需要の持ち直しによって生産の拡大ペースが加速する。また、設備・在庫投資も増加ペースを速めると予想されることから、実質GDPは前期比年率+5.4%への加速が見込まれる。ただし、これは2005年10～12月期の減速の反動によってかさ上げされたもので、その影響が剥落する4～6月期以降は潜在成長率程度の成長となろう。設備投資が好調を維持する一方で、金利の上昇による家計部門の鈍化、復興関連の押し上げ効果剥落、在庫の拡大ペース鈍化が背景である（図表1）。

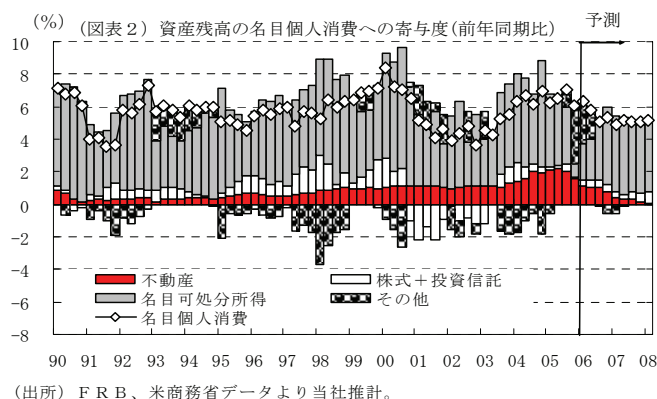


### ●個人消費は雇用・所得の拡大が続くものの住宅資産からのファイナンスの鈍化により小幅減速

2006年の個人消費は雇用・所得の拡大が続くものの、住宅部門からの資金調達の縮小によって拡大ペースが鈍化すると予想される。雇用環境をみると、投入コストの上昇を背景に、個別企業ではコスト削減のためコスト削減が止むことはないものの、2006年前半の潜在成長率を上回る成長、後半も潜在成長率程度の成長が続くことで、雇用者数は前期比+0.3%～+0.5%程度の拡大トレンドは維持すると予想される。所得は、失業率が低い水準で推移すること、労働生産性の向上が続くこと等を背景とした賃金上昇によって拡大傾向を辿ると見込まれる。

資産面では、株価は年前半は利上げ継続が上昇抑制要因となるものの、景気・企業収益が拡大基調を保つうえ、年後半には利上げ打ち止めの明確化、利下げ期待が強まることから、全般的には底堅い推移が見込まれる。一方、住宅価格は長期金利の上昇によって住宅需要の減速が見込まれるため、鈍化傾向を辿ると予想される。住宅価格の影響を受けるホーム・エクイティ・ローンの残高も増加ペースの鈍化が見込まれ、住宅資産からの資金調達は鈍化し、消費押し上げ効果が弱まっていくとみられる（図表2）。

以上のように、雇用・賃金が上昇するものの、住宅部門からのファイナンスが鈍化傾向を辿ることから、個人消費は2006年年間では+3.3%と2005年の+3.6%から小幅鈍化が予想される。



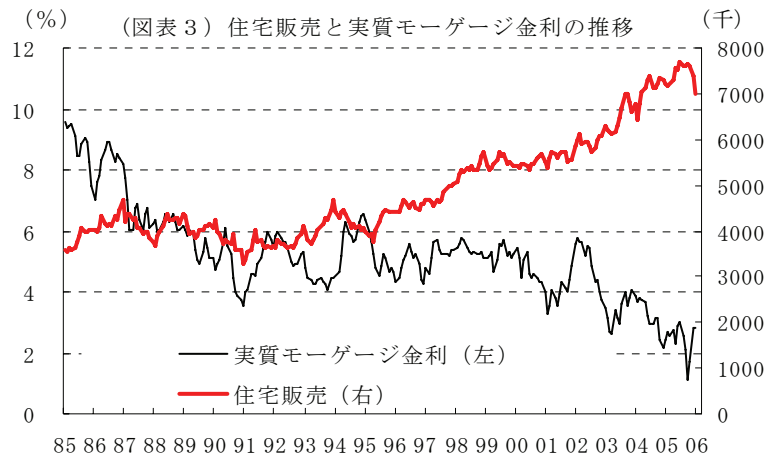
### ●住宅投資は金利上昇により縮小傾向を辿ろう

住宅投資に先行する住宅販売動向をみると、金利の上昇によって基調的には既にピークアウトしていると考えられる。ただし、雇用・所得環境の改善が持続すること、住宅購入意欲の強い20代半ばから40代半ばの人口に占める比率が高いこと、住宅ローンの延滞率、債務不履行率が過去最低水準に低下しているため金融機関

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。

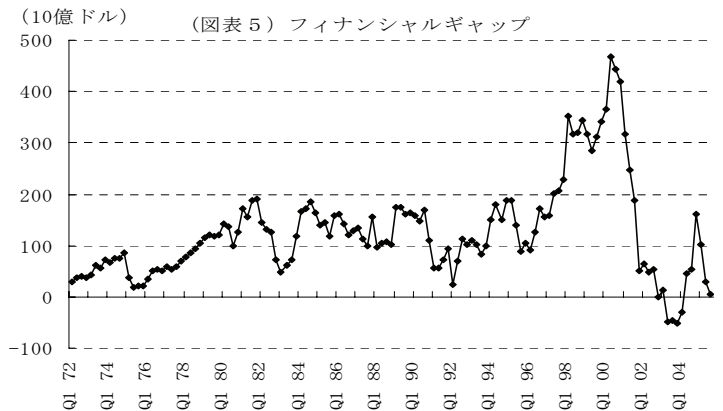
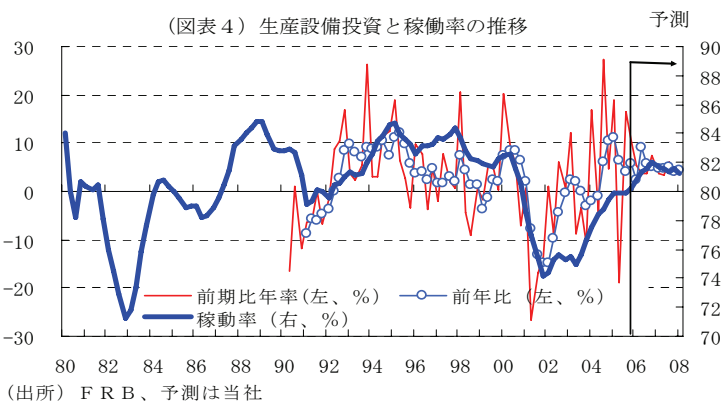
の通常の住宅ローン向け貸し出し姿勢が急激に引き締められる可能性が低いことから、減少ペースは緩やかなものにとどまろう（図表3）。

こうしたなか、住宅在庫率に過剰感がなく、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1～3月期をピークに緩やかなペースで水準を切り下げていくと見込まれ、4～6月期以降実質住宅投資は一進一退の動きが見込まれる。



### ●設備投資は潤沢なキャッシュフロー、減税、期待成長率の高まりを背景に好調持続

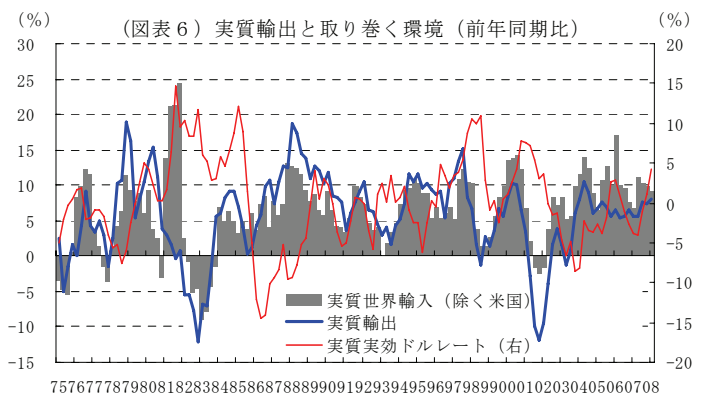
設備投資は、堅調なペースでの成長持続によって期待収益率が高い水準を維持するなか、①コスト削減圧力の強まりによる効率化投資需要の高まり、②稼働率の上昇（図表4）、③オフィスビル空室率の低下、④コンピューターの更新投資、⑤規制緩和に伴う通信業での光ファイバー投資の増加等、投資需要は強い。また、資金調達面では、①業績の拡大持続や雇用創出法の2005年末の失効を前にした海外利益の資金還流促進によるキャッシュフローの拡大効果の残存（図表5）、②株価の上昇、③信用スプレッドの縮小等、投資を行い易い環境にある。したがって、設備投資は堅調さを維持するとみられる。なお、2006年後半には雇用創出法による設備投資押し上げ効果が剥落するものの、2006年末の中小企業向け投資促進税制終了前の駆け込み需要が期待されることから、年間を通じて好調さを維持すると見込まれる。



### ●内需の堅調持続により純輸出のマイナス寄与拡大

2006年の純輸出は、海外景気の拡大ペース加速を背景に輸出が比較的高い伸びを続けると見込まれる一方、堅調な国内需要を映じて輸入の高い伸びも予想されるため、2005年に比べて赤字幅が拡大する公算が大きい（図表6）。

政府支出では、ハリケーン復興関連の歳出増やインフラ、高速道路の補修のための歳出が増加すると



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。

見られること、2006年初からメディアケア関連の政府負担が増加したこと、2006年前半政府支出は高い伸びが予想される。年後半には復興関連支出の減少等により拡大ペースが減速すると見込まれるが、年間では政府支出は2005年の+1.7%から2%台に加速すると予想される。

### 3. 2007年前半に景況感がやや悪化するものの後半には回復

#### ●2007年は設備投資の堅調が見込まれるものの、住宅投資、消費の減速が見込まれる

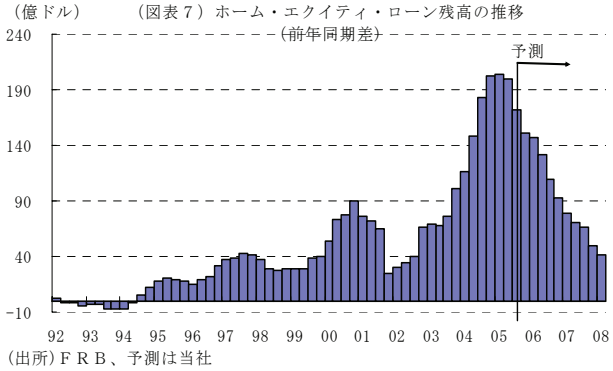
2007年前半は、2006年の金利上昇による住宅投資の低迷、在庫調整等によって前期比年率+3%前後の成長が予想される。年後半には、金利の低下を受け住宅投資の持ち直し、輸出の拡大、在庫調整の終了等によって景気は緩やかに再加速する公算が大きい。

#### ●家計部門では、2007年後半に住宅投資が持ち直すものの、個人消費は緩やかな拡大が見込まれる

2007年の個人消費は、住宅部門からのファイナンスの鈍化を背景に、緩やかな拡大にとどまろう。雇用・所得環境については、2006年後半からの生産鈍化、在庫調整によって、雇用の拡大ペースは鈍化しよう。ただし、在庫調整は在庫率が低い水準であること、最終需要が底堅く推移することから、鈍化は小幅なものにとどまると見込まれる。

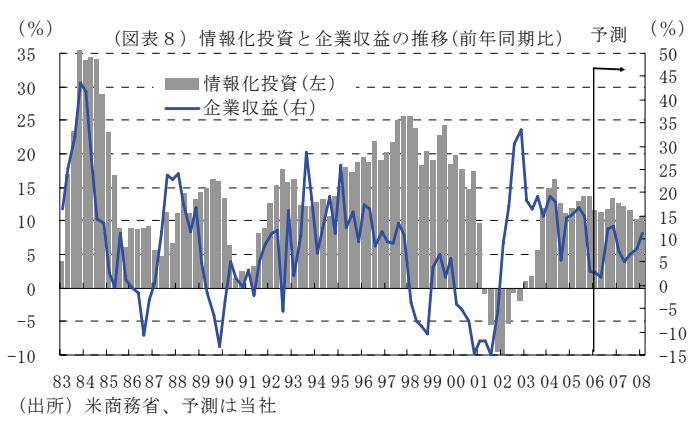
資産面では、金利の影響を受け易いモーゲージローンのリファイナンスはモーゲージ金利の低下を受け増加に転じよう。株価は景気・企業収益が拡大基調を保つうえ、利下げ期待の高まりによって堅調な推移が見込まれる。一方、2006年末頃からの金利低下によって2007年後半に住宅需要が持ち直すと予想されるものの、遅れて影響を受ける住宅価格の上昇ペースは前年同期比で鈍化傾向を辿ると見込まれる。住宅価格の影響を受け易いホーム・エクイティ・ローンの残高は鈍化傾向を辿ると予想され、住宅資産からの資金調達増加ペースは鈍化傾向を辿り、消費の押し上げ効果は弱まっていくとみられる(図表7)。以上のように、2007年の個人消費は、雇用・賃金の増勢が鈍化するうえ、住宅部門からのファイナンスが減少することから、前年比+2.8%と2006年の同+3.2%から鈍化が予想される。

2007年の住宅販売は、住宅購入意欲の強い20代半ばから40代半ばの人口に占める比率が高い状況が続くもと、雇用・所得環境の改善自体は持続すること、金利が低下に転じることから、住宅販売は再拡大し、住宅投資は年後半にかけて持ち直すと予想される。



#### ●設備投資は減税効果の剥落によって小幅鈍化も潤沢なキャッシュフロー等を背景に好調持続

2007年の設備投資は、年初に2006年末の中小企業向け投資促進税制終了前の駆け込み需要の反動減が予想される。しかし、①コスト削減圧力の強まりによる効率化投資需要が高まるなか06年末に予定されている新OS発売を受けコンピューター関連投資の拡大(図表8)、②規制緩和に伴う通信業での光ファイバー投資の増加、③オフィスビル空室率の低下等、投資需要は強い(図表9)。また、資金面では①業績の拡大持続によるキャッシュフローの拡大効果の残



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。



存、②株価の上昇等、投資を行い易い環境が続こう。設備投資の年間の実質的な上昇ペース（ゲタの部分を除く年間の伸び率）は2006年から鈍化するものの堅調さを維持するとみられる。

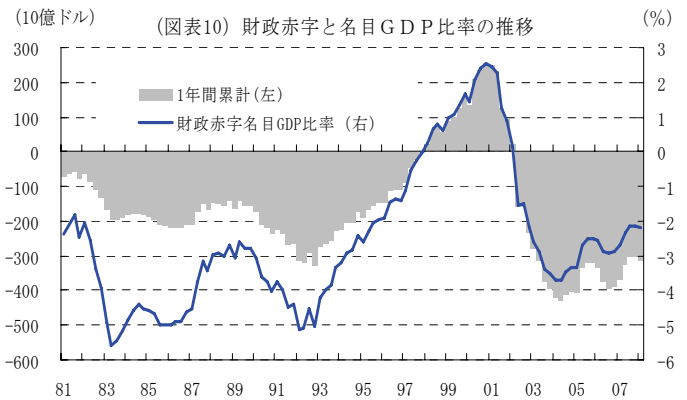
### ●経常赤字は拡大傾向を辿る可能性

2007年の純輸出は、国内需要の鈍化による輸入の拡大ペース減速を主因に赤字拡大ペースは鈍化、GDP成長率へのマイナス寄与は前年比▲0.4%と06年から縮小する公算が大きい。ただし、経常赤字の水準は2006年に8000億ドル、2007年に8500億ドルまで拡大、名目GDPに対する比率も6%台前半で高止まりする公算が大きい。このように対外赤字は高止まりすると見込まれるものの、米国企業の労働生産性の向上や海外との金利格差残存を背景とした期待収益率の高止まりによって米国への資金流入が持続するとみられることから、ドル暴落といった最悪の事態は避けられる公算が大きい。

政府支出では、高速道路の補修などインフラ整備のための歳出が増加すると見られることから、高い伸びが予想される。2007会計年度の財政赤字は、復興関連の支出がなくなるため、2006会計年度の4000億ドル程度の赤字から縮小する公算が大きい（図表10）。



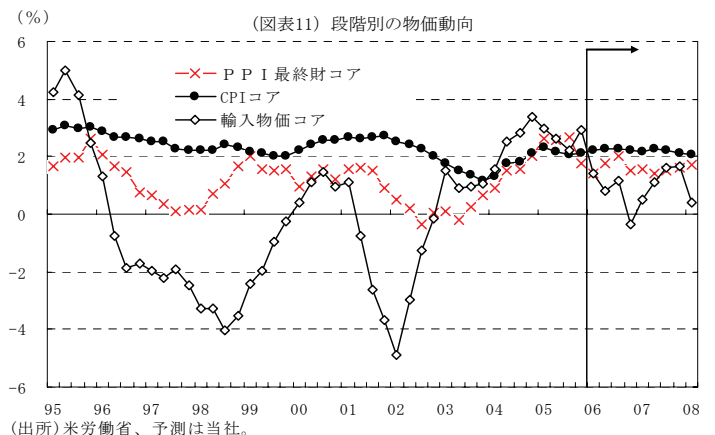
（出所）米商務省、予測は当社。



## 4. 川上でのインフレ圧力が残存するものの企業の生産性向上により川下での物価は抑制

物価は、2006年もエネルギーを中心に原材料価格の上昇が予想されるものの、価格競争の激しい状況に変わりなく、消費者物価の急激な上昇は避けられるとみられる。川中の製造業では、企業が効率化、収益性の向上のためアウトソーシングや海外での生産拡大など様々なコスト削減策を実施している。川下である小売業では、ICタグの導入、経営・流通システムの再構築など在庫・商品管理能力をより高め生産性の向上を図ると予想され、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い。

2007年には2006年後半以降の世界的な景気拡大ペースの鈍化によって原油、商品等の価格上昇に一旦歯止めが掛かると予想され、川上からのインフレ圧力の減退が見込まれる。ただし、景気が減速するといっても高い成長から小幅鈍化する程度であり、川下のコア物価の上昇ペースが鈍化するような状況にはならないとみられ、CPIコアは2%台の上昇が続くと予想される（図表11）。



（出所）米労働省、予測は当社。

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。

## 5. FFレートは2006年前半に5.00%程度が目処

金融政策面では、2004年6月から2006年1月までにFedは景気の堅調さやインフレ圧力の強まりから緩和的な金利水準の修正という形で合計12回、3.5%ポイントの利上げを実施し、金利水準が中立的な水準に近づいたと判断している。現在、消費者物価の安定が続いているものの、潜在成長率を上回る成長が続いているため、余剰資産の縮小が懸念されることから、まだ数回の利上げが必要となるかもしれないとFedは考えている。

2006年前半には潜在成長率を上回る成長が持続、余剰設備や余剰労働力は縮小傾向を辿るとみられる。加えて、利上げ局面にもかかわらず長期金利が低水準にとどまっていることから、利上げ効果を減殺している。このため、物価が安定しているなかでも利上げを継続しなければ景気が過熱しインフレ圧力を高めるリスクがある。このような経済・金融情勢のもと、景気の過熱を避けるためにFRBはFFレートを2006年前半に適正な金利水準を上回る5.00%程度まで引き上げると見込まれる。同時に長期金利が5%まで上昇すれば、住宅部門の減少が明確化するなど成長率は鈍化し、利上げは終了する公算が大きい。ただし、海外からの資金流入等によって長期金利が低い水準にとどまったり、エネルギー価格が下落することで需要が押し上げられるような状況になれば、FFレートは5.25～5.50%まで引き上げられる可能性もある。

# 米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2004年 (実績)	2005年 (実績)	2006年 (予測)	2007年 (予測)	2005年			2006年			2007年			2008年					
					7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
実質GDP	4.2	3.5	3.5	3.0	4.1	1.6	5.4	3.1	3.2	3.0	2.8	3.0	2.7	3.0	2.7	3.1	3.2		
個人消費	3.9	3.6	3.2	2.8	3.6	3.2	3.6	3.3	3.7	3.0	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	3.0		
住宅投資	10.3	7.1	2.5	▲0.1	7.3	2.6	▲0.4	▲0.4	0.7	▲3.2	0.3	▲0.6	2.5	▲0.7	▲0.3	3.5	3.3		
設備投資	9.4	8.7	8.7	8.8	7.2	7.5	5.8	3.0	1.4	▲0.1	▲0.7	▲0.7	▲0.3	▲0.7	1.4	2.2	2.2		
在庫投資	52.0	18.4	59.9	49.9	▲13.3	30.4	50.4	60.4	62.4	66.4	57.4	47.4	37.4	▲0.3	57.4	57.4	57.4		
政府支出	2.2	1.8	2.6	2.3	2.9	▲0.7	4.3	3.9	2.0	2.2	2.2	2.5	2.5	2.2	1.2	1.9	1.9		
純輸出	▲601.3	▲633.4	▲706.1	▲755.7	▲617.5	▲656.3	▲675.4	▲699.5	▲716.0	▲733.3	▲741.0	▲740.0	▲752.7	▲789.0	▲805.2	▲805.2	▲805.2		
輸出	8.4	7.0	6.6	6.5	2.5	5.7	10.2	6.6	3.2	6.4	6.3	6.2	11.2	5.9	8.9	8.9	8.9		
輸入	10.7	6.4	8.3	6.7	6.9	6.5	7.2	6.2	6.4	6.6	5.6	5.5	7.5	7.4	8.0	8.0	8.0		
実質国内需要	4.7	3.6	4.0	3.2	4.0	2.9	5.7	3.8	3.6	3.4	2.9	2.8	3.0	4.1	3.5	3.5	3.5		
実質最終需要	3.9	3.9	3.2	3.1	4.6	0.1	4.6	2.8	3.2	2.9	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.3		
実質国内最終需要	4.4	3.9	3.6	3.3	4.2	3.4	3.7	3.0	2.6	3.4	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0		
名目GDP	7.0	6.4	6.2	5.4	4.4	1.4	5.1	3.4	3.5	3.3	3.2	3.1	3.3	3.4	3.6	3.6	3.6		
GDPデフレーター	2.63	2.79	2.74	2.34	3.3	3.0	2.9	2.3	2.5	5.5	5.2	4.8	5.5	6.1	5.6	5.6	5.6		
					2.9	3.0	2.9	2.9	2.7	2.5	2.4	2.2	2.4	2.3	2.4	2.3	2.4		

↑ 予測

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実績(10億ドル)、下段は寄与度。  
(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

以上

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。