

## 米国 インフレ懸念を払拭し安定成長持続

発表日：06年6月1日（木）

～2006年+3.5%、2007年+3.0%成長が見込まれる～

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

- 2006年の米国の実質GDP成長率は+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4～6月期以降は潜在成長率を若干下回る成長が予想される。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、ハリケーン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前期比年率+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%を小幅下回る成長が予想される。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コアは前年比+2%台の上昇が続くと予想される。
- 金融政策は、政策金利の水準が引き締めの水準になっているなか、景気減速が予想されるため6月28、29日のFOMCでFFレートは5.00%に据え置かれると予想される。その後も、潜在成長率前後の成長が続くもと、エネルギー価格の高止まりが持続すると見込まれることからFFレートは年内据え置かれる公算が大きい。2007年には景況感の悪化に加えて、エネルギー価格の落ち着き等を背景にFRBは利下げを実施すると見込まれる。

## 1. 現状では景気の堅調さ持続

### ●足元で住宅需要がピークアウトしているものの消費、投資は堅調さ維持

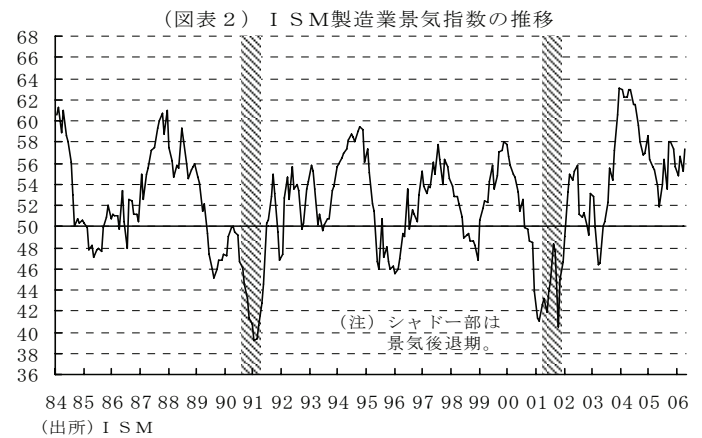
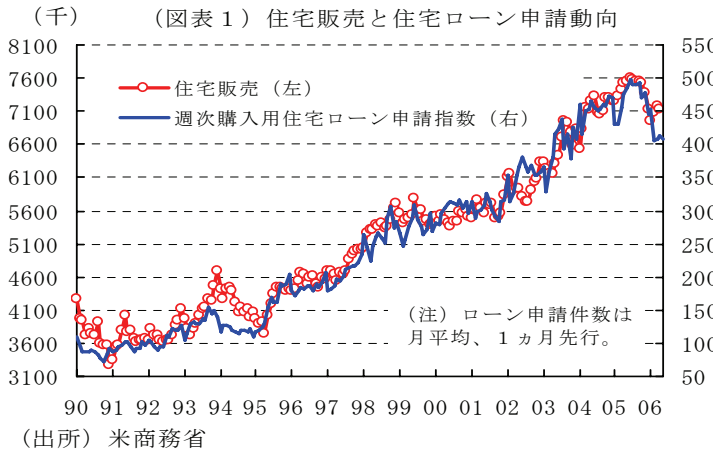
米国経済は、ここ3年ほど物価の安定が続くなか、概ね潜在成長率（3%台半ば）程度の成長が続いた。こうしたなか、FRBは2004年6月以降合計16回の利上げを実施、政策金利であるFFレート誘導目標を5.00%に引き上げた。この間、長期金利が5%台前半、モーゲージ金利が6%台に上昇したため、住宅販売（図表1）、

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。

住宅着工件数はピークアウトしている。住宅需要の動向を示すNAHB住宅市場指数も、5月に拡大縮小の分岐点である50を下回り1995年6月以来の低い水準となるなど、住宅需要は鈍化傾向を辿っている。

一方、基調を示す3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率変動で消費動向をみると、4月に変動の大きい自動車を除く小売・飲食サービス売上高は+9.2%（3月+11.3%）、自動車・ガソリン販売を除く小売・飲食サービス売上高も4月に+8.6%（同+11.2%）と高い伸びを維持しており、堅調さを維持した。

また、企業部門においても、ISM製造業景気指数で示唆されているように景況感（図表2）、生産、受注動向は4月まで好調に推移している。このように、現在減速が明確化しているのは、住宅部門だけである。



## 2. 2006年4～6月期以降は安定成長に減速

### ●2006年4～6月期以降は設備投資の堅調が見込まれるが、住宅投資、消費の減速が予想される

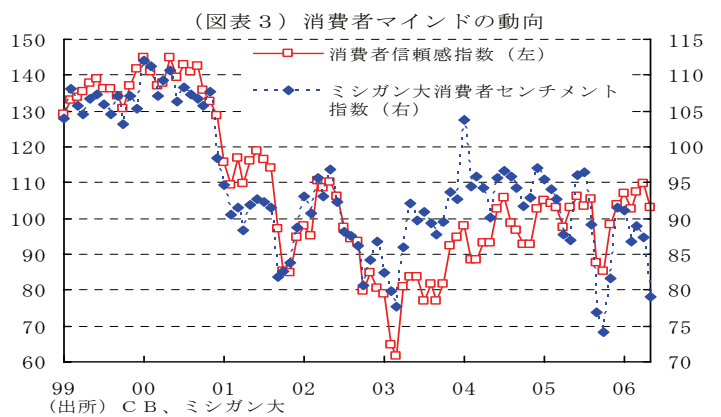
2006年4～6月以降の実質GDP成長率は1～3月期の高い成長（前期比年率+5.3%）からは減速するものの、個人消費の底堅さ、設備投資の好調、政府支出の拡大を背景に、2006年末にかけて同+3%程度を維持する公算が大きい。

### ●目先、個人消費が減速し、企業部門はピークアウトする公算

今後も、住宅需要は金利高止まりを背景に、減少傾向を辿る公算が大きい。加えて、個人消費も減速が予想される。ガソリン価格の急騰等を背景に5月の各種消費者マインド調査が急激に悪化している（図表3）。さらに、これまで個人消費を流動性の面から押し上げていた住宅関連資産からの資金調達額も増加ペースが鈍化している。

1～3月期のホーム・エクイティ・ローン（\*）は、住宅価格の上昇率低下を受けて、拡大ペースが鈍化したと見込まれる。このような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、2006年4～6月期の家計の流動性増加ペースは鈍化しよう。こうした傾向は2007年まで続き、消費押し上げ効果が減退していくと予想される。

企業活動においては、ISM製造業景気指数に1、2ヵ月先行する受注在庫比率が生産活動の減速を示



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。

峻している（図表4）。年央以降は、需要の鈍化持続によって企業部門の拡大ペースが鈍化すると予想される。

また、在庫面では、価格競争が激化するもと、投入コストの上昇によってコスト削減圧力が強まっていることから、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る。

外需面では、国内需要の減速により、輸入の増勢鈍化が予想されるものの、輸出も海外景気の拡大ペース減速を背景に鈍化すると見込まれるため、純輸出のマイナス寄与は比較的高い水準が続くと見込まれる。

（\*）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。

### ●雇用・所得環境は底堅く、設備投資も堅調さを維持することで過度な景気減速も避けられよう

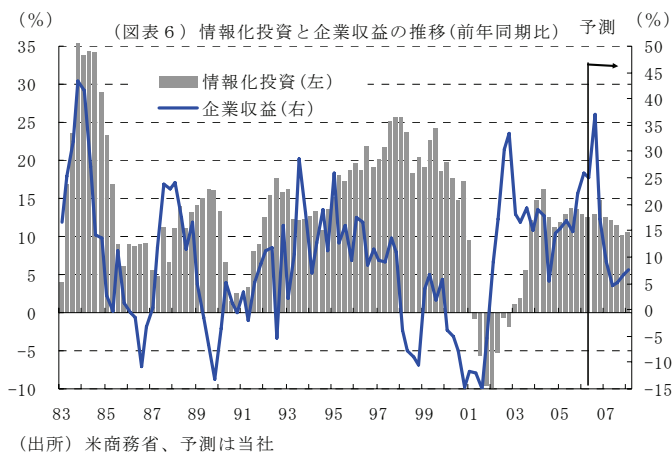
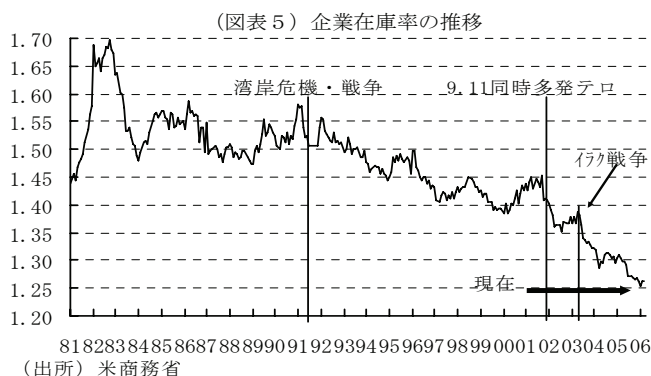
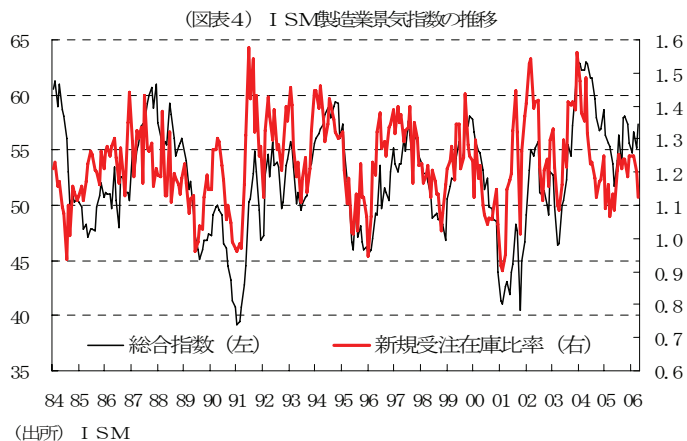
以上のように、住宅部門の減速は個人消費や生産活動にまで波及するとみられるものの、総じて小幅な鈍化にとどまると予想される。4～6月期以降の個人消費は、住宅部門からの資金調達の縮小や利払い負担の増加などが見込まれるものの、雇用・所得の拡大持続が予想されることから、均してみれば前期比年率+3%程度の拡大が見込まれる。

雇用については、年後半に需要鈍化に伴い在庫調整が行われるものの、企業の在庫率が過去最低水準にとどまるなど（図表5）、過剰な在庫を抱えていないため雇用の削減に繋がるような深刻な在庫調整に陥る可能性は小さく、雇用の拡大が持続すると予想される。

可処分所得は、雇用の拡大、一部の熟練労働者不足を背景とした賃金の上昇、金利収入の増加によって、拡大傾向を辿ると見込まれる。資産面では、住宅資産からの押し上げ効果が減退する一方、株価は景気・企業収益が拡大基調を保つうえ、年後半にはインフレ懸念の緩和、利下げ期待が強まることから、全般的には底堅い推移が予想される。

住宅販売は、モーゲージ金利の上昇を背景に減少傾向を辿ると予想される。ただし、雇用・所得が拡大傾向を辿ること、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高いこと等によって下支えされ、減少は緩やかなものにとどまろう。

一方、企業部門でも設備投資は年率+8%程度の高い伸びが続くと予想される。設備投資に目立った減速が見られないと予想される理由の背景としては、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高水準に達した稼働率、③コンピューターの更新需要、④業績の拡大持続によるキャッシュフローの増加（図表6）などが挙げられるほか、⑤通信業での規制緩和（光ファイバー投資計画の増加）



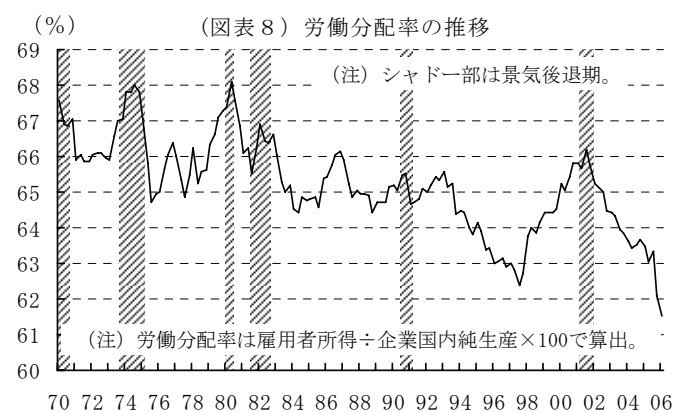
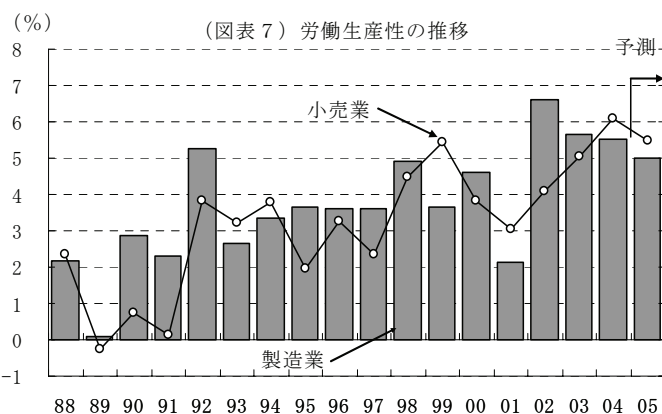
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

といった押し上げ要因もある。

## ●インフレは前年比+2%台前半で推移しよう

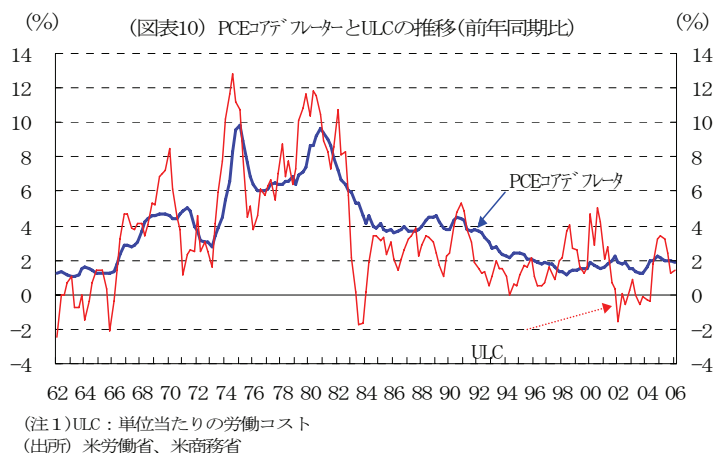
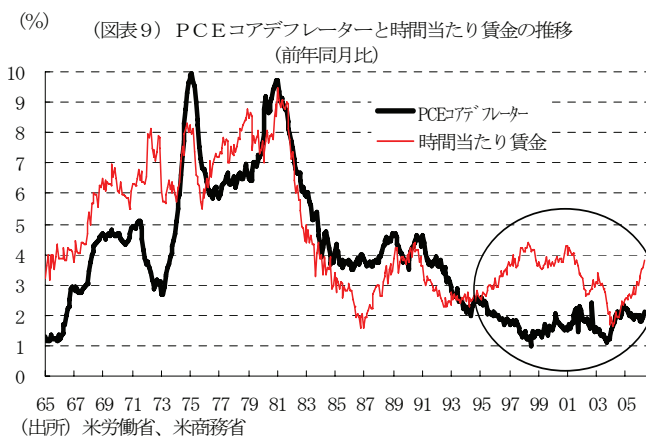
インフレ面では、まず財価格である商品コアについてみると、商品価格、エネルギー価格が再び上昇しており、川上でのインフレ圧力が強まっている。しかしながら、川中の製造業では①売上の増加による数量効果、②情報化投資やリストラクチャリング等による生産性の向上（図表7）、③労働分配率が低下するなど利益率が改善しており（図表8）、コストの増加をある程度吸収できるとみられ、価格競争が激しいなか生産者物価（最終財）コアは前期比で緩やかな上昇が続こう。

川下段階においても、価格を抑制する要因として競争の激化が挙げられるが、効率化の動きも継続しているとみられることから、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。以上のことから、今後、川上・川中での価格が上昇しても消費者段階での価格転嫁に限られたものにとどまるとみられ、商品コアは前年比で+1%を下回る低い伸びに抑制されよう。



一方、サービス価格に影響を与える賃金に関しては、足下で4月の時間当たり賃金が前年同月比+3.8%と上昇ペースが加速している。しかし、物価の基調を示すPCEコアデフレーターと時間当たり賃金の関係は、95年以降希薄化しており、賃金上昇のPCEコアデフレーターへの影響は非常に限定的なものとなっている（図表9）。また、賃金に福利厚生費などを加えた雇用コストは2006年1～3月期で前年同期比+2.8%と鈍化傾向を辿り低い水準にとどまっている。

仮に、雇用コストの上昇ペースが加速しても労働生産性の向上が伴っていれば物価への影響は小さい。PCEコアデフレーターとULC（単位当たりの労働コスト）の関係を見ると、ULCは労働生産性の上昇によって2006年1～3月期で前年同期比+1.4%と伸びが鈍化しており、足下での物価押し上げ圧力は緩和している



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。

(図表10)。先行きに関しては、ULCを押し上げる要因となる雇用コストは、失業率の下げ止まりによって緩やかな上昇になると見込まれる。一方、ULCを押し下げる要因となる労働生産性は、情報化投資が10四半期連続で二桁の伸びとなっていること、企業がアウトソーシングの動きを続けていること等を背景に、前年比+2%~同+3%程度の伸びが持続するとみられる。以上のことから、ULCは低い伸びが続くとみられ、PCEコアデフレーターの上昇ペースは前年比+2%台前半にとどまる公算が大きい。

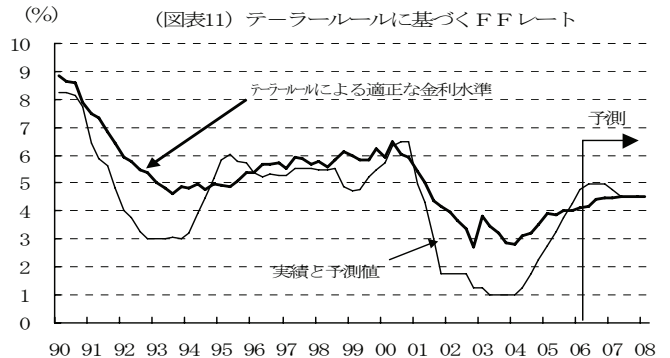
**●政策金利は5%で据え置きが続く公算**

PCEコアデフレーターはFRBが物価の安定と考えている前年比+1%~+2%の上限付近で推移しており、利上げを止め難い状況にある。しかし一方で、現在の政策金利は適正な水準を上回る引き締め的な水準になっており、過去と同様に引き締め過ぎのリスクが強まっている(図表11)。このため、物価が安定レンジの上限を少し上回った程度状況にあるとしても、成長ペースの鈍化が顕著であればFRBは一旦様子見に転じる可能性が高いと考えられる。

次回6月28、29日のFOMCまでに発表される5月のCPIコアは、衣料品価格の前月までの上昇からの反動、販売が鈍化している自動車価格の下落等によって上昇ペースが鈍化すると見込まれる。景気についても、暖冬効果の剥落や金利の上昇、エネルギー価格の急騰によって、個人消費、住宅需要は鈍化傾向を辿るとみられる。

以上のことから、6月28、29日のFOMCでFRBは様子見に転じるとみられる。ただし、潜在成長率程度の成長、エネルギー価格の高止まりは続いており、利上げ打ち止め感を出さないような声明文を発表すると見込まれる。

7月以降についても、金利上昇の影響によって経済は潜在成長率を小幅下回る程度の成長が続くと見込まれることから、年内は政策金利の据え置きが続くと予想される。



(出所) FRB。テラールールによる算出値、予測値は当社。

**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が、住宅投資、消費の減速が予想される**

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回復、輸出の拡大、在庫調整の終了等によって景気は緩やかに持ち直す公算が大きい。

**●家計部門では、2007年後半に住宅投資が持ち直す一方、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。また、2006年後半からの生産鈍化、在庫調整によって、雇用の拡大ペースも鈍化しよう。ただし、在庫調整は軽微にとどまるとみられ、雇用の鈍化は小幅なものにとどまると見込まれる。

資産面では、モーゲージ金利の低下を受けモーゲージ・ローンのリファイナンスは増加に転じよう。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を受けて2007年後半には住宅需要は持ち直すと予想されるものの、需要に遅行する住宅価格の上昇ペースは、年内は鈍化傾向を辿ると見込まれる。このため、住宅資産からの資金調達増加ペースも減速傾向を辿り、消費の押し上げ効果は弱まっていくとみられる。以上のように、2007年の個人消費は、雇

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。

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%から減速が予想される。

**●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、①06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、②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年も06年後半と同様に、純輸出の赤字拡大ペースは小幅鈍化にとどまろう。この結果、純輸出のGDP成長率へのマイナス寄与は前年比▲0.6%と06年から小幅縮小にとどまる公算が大きい。経常赤字の水準は2006年に8,000億ドル、2007年に8,500億ドルまで拡大、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。ただし、復興関連の支出がなくなるため、2007会計年度の財政赤字は2006会計年度の3,500億ドル程度の赤字から縮小する公算が大きい。

**●川上でのインフレ圧力が緩和するがPCEコアデフレーターは2%程度で推移**

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、PCEコアデフレーターは前年比+2%台の上昇が続くと予想される。

**●FFレートは2007年前半に4.50%に引き下げ**

2007年1～3月期には川上のインフレ圧力の緩和に加えて、景況感の低下が続くとみられることから、引き締めの政策金利の水準調整のために、4.5%程度に小幅利下げを実施すると予想される。4～6月期以降、政策金利は適正な水準と考えられる4.5%で据え置かれる公算が大きい。

米国経済見通し（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・輸入		政府支出
		内需	内需						輸出	輸入	
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	3.4	1.6	(2.3)	2.7	▲9.2	4.8	(0.4)	(▲0.7)	▲2.3	3.4	4.4
2003	4.8	2.7	(3.2)	2.9	1.3	8.4	(0.0)	(▲0.5)	1.8	4.6	2.8
2004	7.0	4.2	(5.0)	3.9	9.4	10.3	(0.4)	(▲0.8)	8.4	10.7	2.2
2005	6.4	3.5	(3.8)	3.5	8.6	7.1	(▲0.3)	(▲0.3)	6.9	6.3	1.8
2006	6.7	3.5	(4.1)	3.2	9.5	2.4	(0.2)	(▲0.7)	8.2	9.3	2.5
2007	5.4	3.0	(3.6)	2.8	8.6	0.2	(0.1)	(▲0.6)	6.6	7.9	2.5

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

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。

# 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)		2008年						
									2007年						
									2006年						
	2004年 (実績)	2005年 (実績)	2006年 (予測)	2007年 (予測)	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	1.7	5.3	2.9	3.0	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1
個人消費	3.9	3.5	3.2	2.8	4.1	0.9	5.3	2.5	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.9	3.2
住宅投資	10.3	7.1	2.4	0.2	7.3	2.8	3.0	▲0.8	▲1.3	▲0.8	0.7	▲0.2	2.4	1.3	3.1
設備投資	9.4	8.6	9.5	8.6	7.2	7.6	5.9	3.1	0.9	0.0	▲0.5	▲0.4	0.5	1.0	1.7
在庫投資	52.0	20.3	41.8	52.3	▲13.3	37.9	32.3	45.3	47.3	42.3	37.3	47.3	57.3	67.3	77.3
政府支出	0.4	▲0.3	0.2	0.1	▲0.4	1.8	▲0.2	0.5	0.1	▲0.2	▲0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	2.2	1.8	2.5	2.5	2.9	▲0.8	4.3	2.5	4.0	2.2	2.2	2.5	2.5	1.2	1.9
	▲601.3	▲633.1	▲706.3	▲778.1	▲617.5	▲655.3	▲669.9	▲697.5	▲724.1	▲733.8	▲744.9	▲766.4	▲789.3	▲811.7	▲841.2
純輸出	▲0.8	▲0.3	▲0.7	▲0.6	▲0.1	▲1.3	▲0.5	▲1.0	▲0.9	▲0.3	▲0.4	▲0.7	▲0.8	▲0.8	▲1.0
輸出	8.4	6.9	8.2	6.6	2.5	5.0	14.7	9.9	3.1	6.3	6.2	6.1	11.0	5.9	8.7
輸入	10.7	6.3	9.3	7.9	6.9	6.4	8.1	7.9	8.1	8.4	6.3	5.4	7.4	7.3	7.9
実質国内需要	4.7	3.6	3.9	3.4	4.0	2.9	5.5	3.7	3.8	3.2	3.1	3.4	3.6	3.6	3.9
実質最終需要	3.9	3.8	3.3	2.9	3.5	3.2	3.6	4.0	4.0	4.0	3.4	3.4	3.3	3.4	3.6
実質国内最終需要	4.4	3.9	3.7	3.3	4.6	▲0.2	3.9	3.1	2.7	3.5	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7
名目GDP	7.0	6.4	6.7	5.4	7.6	5.2	8.8	6.2	5.5	5.4	5.1	5.1	5.4	5.5	5.5
GDPデフレター	2.63	2.82	3.15	2.40	6.7	6.4	6.9	3.4	6.4	2.4	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
					2.9	3.1	3.2	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3

予測

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額(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言及す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。