

## 米国 2006年+3.5%、2007年+2.9%の安定成長維持

発表日：06年9月12日（火）

～設備投資、個人消費が景気の支えに。競争環境等を背景にインフレ加速回避～

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))

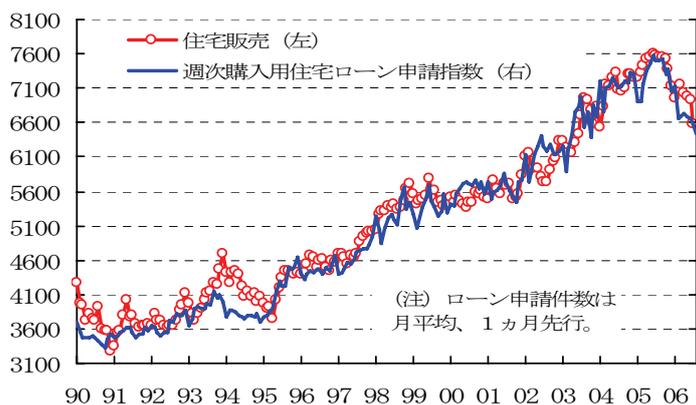
### ポイント

- 米国の2006年実質GDP成長率は前年比+3.5%と2005年の同+3.2%から小幅加速が予想される。2007年には金利上昇による住宅需要の減速、それに伴うホーム・エクイティ・ローン等の伸び鈍化により同+2.9%に減速すると予想する。
- 2006年後半は潜在成長率（前年比+3.1%：当社試算）を小幅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、金利上昇による家計部門の鈍化、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年の金利上昇の影響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%弱の成長が予想される。年後半には、金利の低下を受けた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、エネルギーを中心に原材料価格の高止まり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、PCEコアデフレーターは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り、川上からのインフレ圧力は減退、PCEコアデフレーターは前年比+2%台の上昇が予想される。
- 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2007年春先までFFレートは5.25%に据え置かれると予想される。その後、景況感の悪化持続に加えて、エネルギー・商品価格等の落ち着きを背景にFRBは小幅の利下げを実施すると見込まれる。

## 1. 現状景気は安定成長持続2006年は住宅投資、消費など家計部門の減速が続く

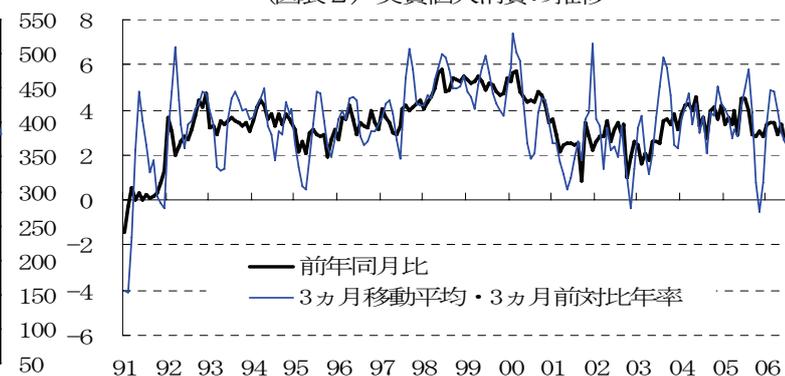
景気は、2006年6月までの17回に及ぶ連続利上げの累積的な効果、エネルギー価格の高止まりによって減速し、足下で過熱感のない安定成長が続いている。フロスと言われた住宅販売は昨年10～12月期以降減少傾向を辿っている（図表1）。過熱が懸念されていた個人消費も前期比年率+3%程度の安定的なペースに鈍化した（図表2）。一方、企業部門においては、経営者マインドが比較的良好なこと、オフィスビルの空室率が低下していること、稼働率が高止まりしていること、キャッシュフローが潤沢なことを背景に、設備投資は堅調さを維持している。

(千) (図表1) 住宅販売と住宅ローン申請動向



(出所) 米商務省、MBA

(%) (図表2) 実質個人消費の推移



(出所) 米商務省

## 2. 実質GDP成長率は2006年前年比+3.5%、2007年同+2.9%成長が予想される

今後の景気動向に関しては、2007年前半にかけて、設備投資が堅調に推移するなか、個人消費の小幅鈍化、住宅投資の低迷、自動車・住宅関連部門などでの需要減速による過剰な在庫の積み上がりを回避するための在庫の拡大ペース鈍化を背景に、潜在成長率（前期比年率+3.1%）を小幅下回る成長が予想される。2007年後半には、金利の低下による住宅投資の回復、世界的な景気拡大ペースの加速による輸出の拡大、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。

年間での実質GDP成長率は、2006年に前年比+3.5%と2005年から加速し、2007年には同+2.9%に減速すると予想する（図表3）。

(図表3) 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		政府支出		
							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	4.7	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	6.7	3.5 (3.7)	3.2	7.9	▲1.6	(0.3)	(▲0.2)	8.8	6.8	2.2	
↓ 2007	5.3	2.9 (3.2)	2.9	8.1	▲2.9	(0.0)	(▲0.3)	6.1	6.0	2.3	

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

## 3. 家計部門では住宅投資が2007年4～6月期に増加に転じ、個人消費は底固く推移しよう

### ●住宅投資は2007年4～6月期の底打ち後、緩やかなペースで拡大

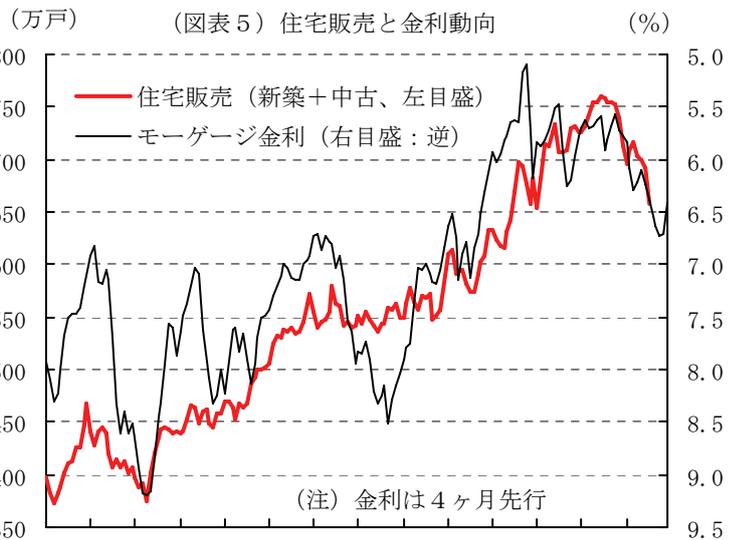
2006年末にかけて、住宅販売はこれまでのモーゲージ金利、住宅販売価格の上昇の影響から減少傾向を辿ろう。ただし、雇用・所得が拡大すること、実質長期金利が上昇したとはいえ水準が歴史的に低いこと（図表4）、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高いこと等などから、減少ペースは緩やかなものにとどまろう。

ただし、住宅販売に4ヵ月程度先行するモーゲージ金利は足下で低下に転じている（図表5）。雇用・所得も堅調さを保つとみられ、年明けにも住宅販売の減少に歯止めがかかろう。住宅販売の改善を受け住宅着工、住宅投資は春先にも増加に転じると見込まれる。

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。



(図表4) 住宅販売と実質モーゲージ金利の推移 (千戸)  
 (出所) 米商務省、NAR、MBA、米労働省



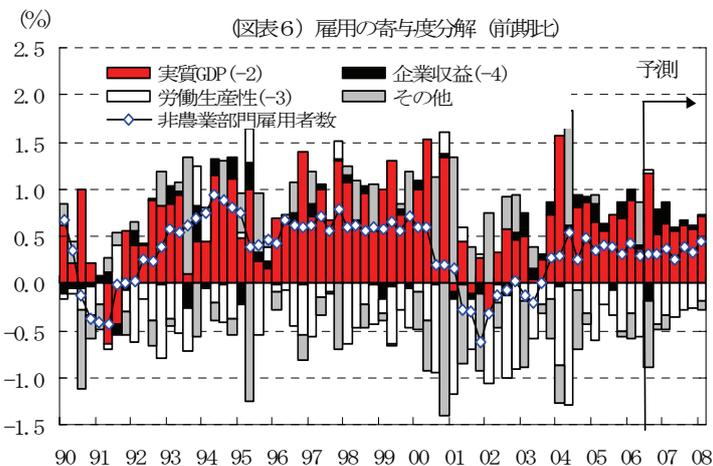
(図表5) 住宅販売と金利動向 (万戸)  
 (注) 金利は4ヶ月先行  
 (出所) 米商務省、NAR、MBA

### ●個人消費は不動産の押し上げ効果減退により緩やかな拡大に

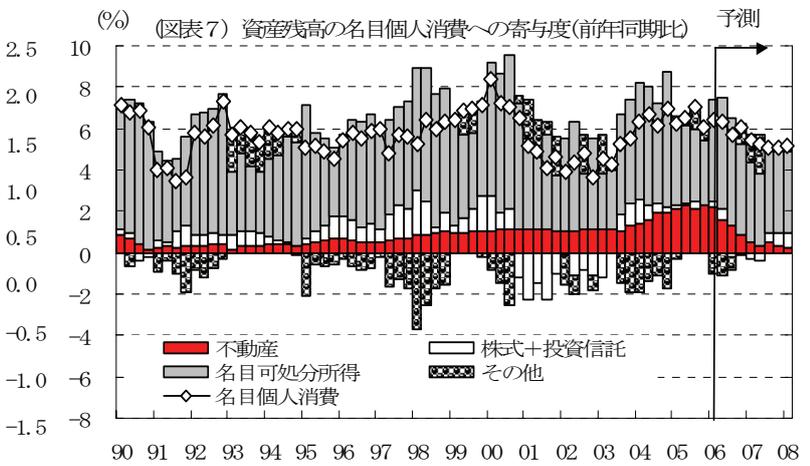
個人消費は、住宅価格の伸び鈍化により不動産資産からの押し上げ効果が減退するものの、潜在成長率程度の成長が続くなか雇用・所得の増加、株価の上昇が見込まれることから、前期比年率+3%弱の安定的な拡大が持続すると予想される。

雇用については、2007年半ばにかけて拡大ペースが小幅減速しよう。需要鈍化に伴い在庫調整が行われるものの、企業の在庫率は過去最低水準にとどまっており、需要が失速するようなことがなければ、生産活動も底割れを伴うような深刻な在庫調整に陥る可能性は小さい。このため、2007年前半の雇用の拡大ペース鈍化も小幅なものにとどまり、2008年にかけて拡大基調を維持すると予想される(図表6)。可処分所得は、雇用の拡大や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、拡大傾向を保つと見込まれる。

最後に、株式・不動産資産の個人消費への影響をみる。株価は景気・企業収益が拡大基調を保つうえ、エネルギー価格の落ち着き等から全般的には底堅い推移が予想される。2007年後半以降には、株式資産残高は個人消費の押し上げに寄与すると見込まれる。一方、不動産の消費押し上げ効果に関しては、徐々に減退していくと予想される。今後、デフレが懸念された時のような長期金利の大幅な低下は考え難いため、住宅販売は下げ止まった後も緩やかな増加にとどまると見込まれる。このため、住宅価格は2008年にかけて伸び率が低下傾向を辿るため、不動産資産の消費押し上げ効果は徐々に減退していくとみられる(図表7)。



(図表6) 雇用の寄与度分解(前期比)  
 (出所) 米商務省、米労働省データより当社推計。



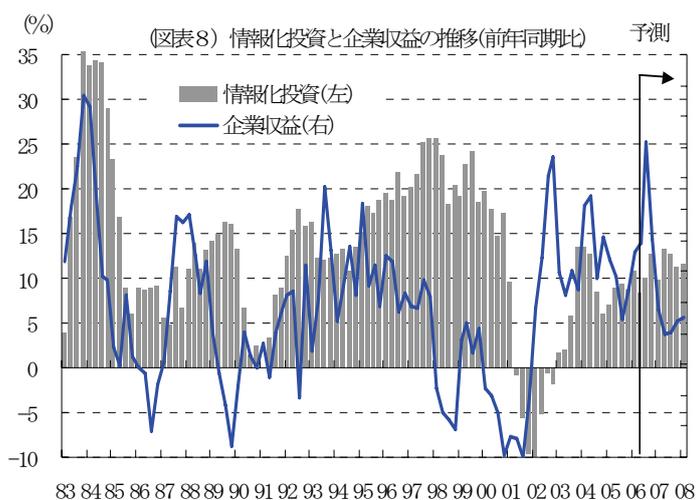
(図表7) 資産残高の名目個人消費への寄与度(前年同季比)  
 (出所) FRB、米商務省データより当社推計。

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。

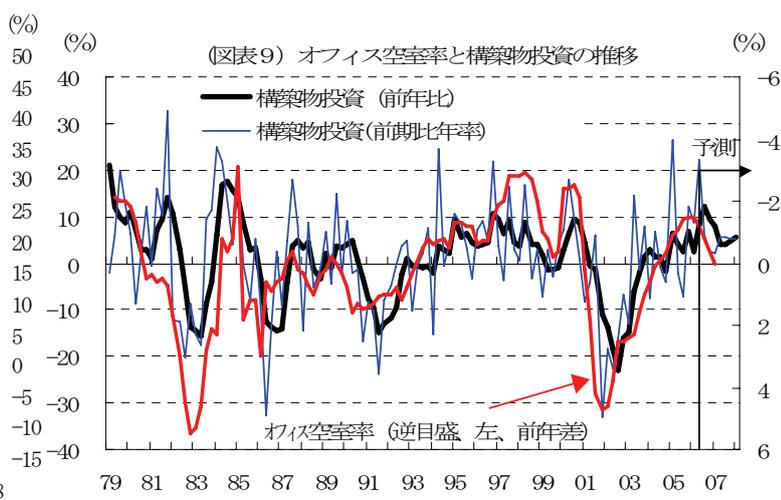
## ●設備投資はニーズの強さを背景に2008年にかけて堅調さを維持しよう

企業部門では、設備投資は2006年、2007年に前年比+8%程度増加し堅調さを維持するとみられる。設備投資に目立った減速が見られないと予想する背景は、①2001年以降の今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景気は安定的な成長が持続すると予想されること、③コスト削減圧力が高まるなかで堅調な企業業績を背景とした情報化投資の拡大（図表8）、④稼働率の高止まりによる増産投資の増加、⑤空室率の低下による建設投資の拡大（図表9）等、投資需要の強さが挙げられる。また、資金面でも⑥業績の拡大持続によるキャッシュフローの増加効果の残存、⑦株価の上昇等、投資を行い易い環境が続こう。

四半期では、2006年末にかけて2005年雇用創出法関連の減税に伴う設備投資の駆け込み的な拡大が予想される。また、2007年後半には、新OSの安定稼働が確認され、新OSを搭載したPCの導入増加が見込まれることから、情報化投資の拡大ペースが加速しよう。



(出所) 米商務省、予測は当社



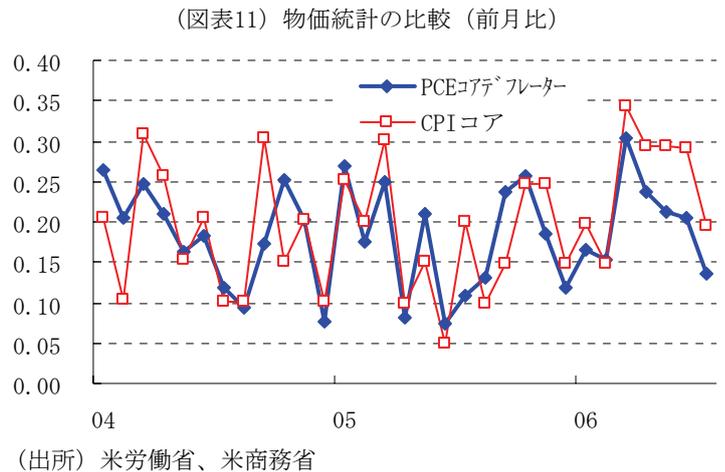
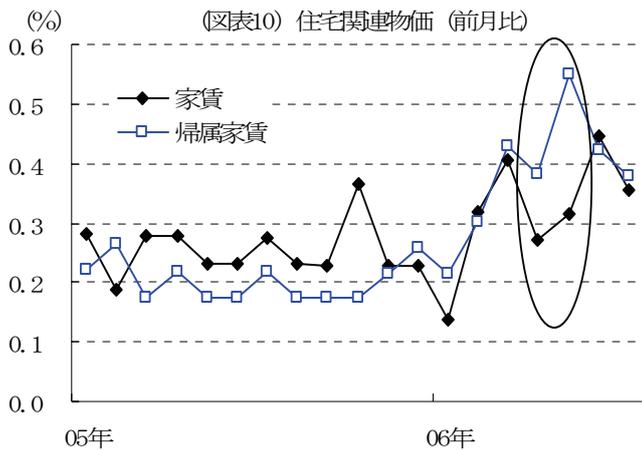
(出所) 米商務省、予測は当社。

## 3. インフレ加速は回避できる公算

物価は、財価格の低位安定が持続している一方で、サービス価格の上昇ペースが加速した。サービスでは、住宅購入需要が鈍化した一方、賃貸物件への需要が高まったことによって賃貸料が上昇し、賃貸料から算出される帰属家賃の上昇ペースが加速した。帰属家賃を算出する際に、公益費（天然ガス）は控除されるが、暖冬、冷夏等を背景に天然ガス価格が下落したため、逆に帰属家賃を押し上げた（図表10）。その天然ガス価格も今夏に上昇に転じたことから、当面帰属家賃の上昇ペースは抑制される可能性が高い。FRBが重視しているPCEコアデフレーターに関しては、CPI統計よりも帰属家賃の影響を受け難いこと（図表11）、競争が激化するなか財価格の低位安定が続くと予想されることから、2006年には前年比+2%台前半での推移が見込まれる。

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、景気は安定的な成長を維持すると予想され、川下のコア物価の上昇ペースが大幅に鈍化するような状況にはなり難いとみられ、PCEコアデフレーターは前年比+2%程度の上昇が続くと予想される。

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。

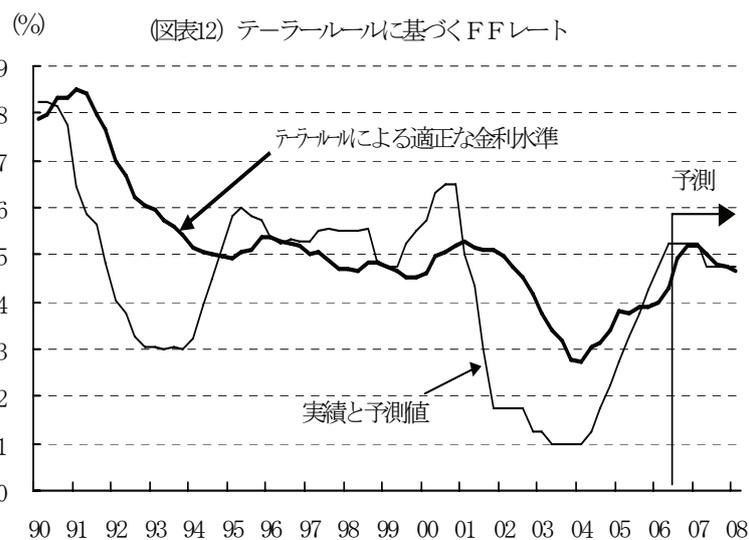


#### 4. 2006年中政策金利は据え置き、2007年春先に小幅利下げを実施

2006年8月8日のFOMCで、FRBは政策金利であるFFレートの誘導目標を5.25%に据え置いた。2004年6月以来17回連続で利上げが行われ、政策金利が引き締め的な水準にまで引き上げられたなかで(図表12)、景気が減速していること、それに伴いインフレ圧力が緩和すると予想されることを背景に様子見に転じた。

今後も潜在成長率程度の成長持続、インフレ圧力の一段の高まりが避けられると予想されることから、FRBは2007年1～3月期にかけて政策金利を5.25%に据え置き、様子見を続ける公算が大きい。ただし、声明文では、景気は底固く推移するとみられることや、川上からのインフレプレッシャーの残存、景気に遅行するインフレ関係統計の上ぶれの可能性があることから、長期金利の過度の低下による景気の押し上げ、期待インフレ率の高まりによるインフレ加速を避けるために、当面追加の利上げを示唆する文言を残すと見込まれる。

2007年春先頃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、引き締め的な政策金利の水準調整のために、FRBは政策金利を4.75%に小幅引き下げると予想される。4～6月期以降、政策金利は適正な水準と考えられる4.75%で据え置かれる公算が大きい。



(出所) FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。

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。

# 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				
実質GDP	3.9	3.2	3.5	2.9	4.2	1.8	2.9	2.9	5.6	2.9	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
個人消費	3.9	3.5	3.2	2.9	3.4	3.1	2.9	3.7	3.6	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
住宅投資	9.9	8.6	▲1.6	▲2.9	3.9	0.8	2.9	4.8	2.6	▲8.3	▲5.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3	▲8.3
設備投資	5.9	6.8	7.9	8.1	7.1	▲1.0	9.0	6.1	▲1.2	▲4.9	▲6.0	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9	▲4.9
在庫投資	53.4	19.7	56.0	56.8	▲12.7	43.5	▲0.2	41.2	58.7	60.4	63.8	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4
政府支出	1.9	0.9	2.2	2.3	3.4	▲1.1	1.2	4.9	0.9	0.9	2.2	3.0	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
純輸出	▲590.9	▲619.2	▲637.6	▲675.7	▲607.6	▲636.6	▲636.6	▲636.6	▲623.6	▲623.6	▲652.4	▲637.8	▲637.8	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4	▲652.4
輸出	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.1	▲1.0	▲0.3	0.0	0.5	0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5
輸入	9.2	6.8	8.8	6.1	3.2	9.6	6.7	9.0	14.0	5.1	6.2	9.7	9.7	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
実質国内需要	10.8	6.1	6.8	6.0	2.5	13.2	6.0	9.1	0.6	0.6	7.3	9.5	9.5	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
実質最終需要	4.4	3.3	3.5	3.0	4.0	2.7	3.0	5.3	2.3	2.3	2.9	3.4	3.4	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
実質国内最終需要	3.5	3.6	3.2	2.9	4.4	▲0.3	2.9	5.7	2.3	2.3	2.5	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
名目GDP	4.0	3.6	3.2	3.1	4.2	0.7	3.1	5.4	1.7	1.7	2.8	3.3	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
GDPデフレター	6.9	6.3	6.7	5.3	3.8	3.2	5.3	3.7	3.0	3.0	5.1	2.8	2.8	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
	2.84	3.03	3.17	2.49	3.3	3.3	2.49	3.3	3.3	3.3	2.4	3.3	3.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
					3.1	3.1		3.1	3.1	3.1	3.1	3.3	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1

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。