

## 2005年、2006年米国経済見通し

～多くのリスクを抱えながらも安定成長持続～

第一生命保険相互会社(社長 斎藤 勝利)のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所(社長 石嶺 幸男)では、標記のとおり「2005年、2006年米国経済見通し」と題するレポートを取りまとめましたので、ご報告いたします。

### 米国国内総生産（GDP）成長率

2005年予測                      実質+3.5%

2006年予測                      実質+3.5%

#### 【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治  
TEL 03-5221-5001

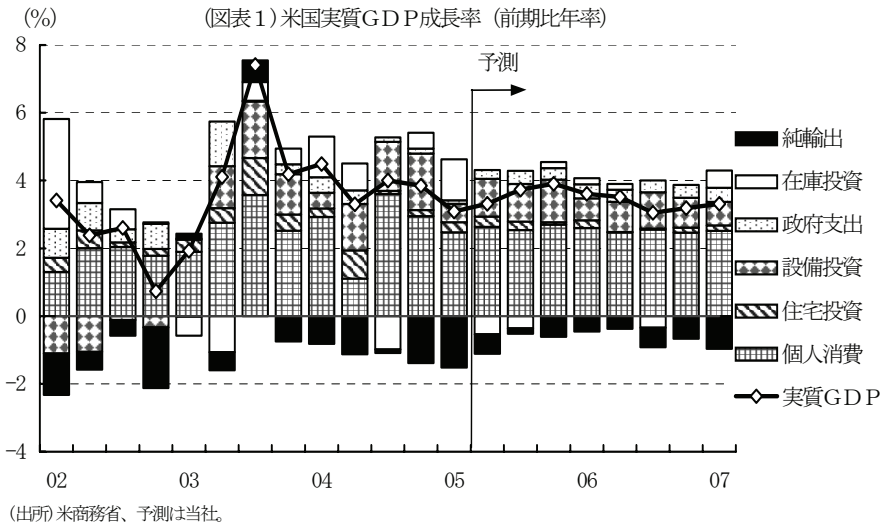
(詳細は次頁以降をご覧ください)

< 要旨 >

- 米国の実質GDP成長率は05年+3.5%、06年+3.5%と安定的な成長が見込まれる。04年の+4.4%からは鈍化するものの、企業の効率化が進んでいることから予測期間を通じて潜在成長率程度の成長が見込まれる。
- 米国経済は2003年4～6月期以降2004年10～12月期まで、潜在成長率（3%台半ば）を上回る成長が続いたが、2005年1～3月期以降は、家計部門が好調を維持する一方で、企業部門でやや減速感が強まっている。ただし、年後半には、海外需要の持ち直しにより企業部門の調整が終了し、設備・在庫投資が増加ペースを速めると予想される。雇用・所得の拡大や不動産資産残高の増加による資産効果によって個人消費も安定的に拡大するため、潜在成長率を小幅上回る成長が見込まれる。
- 2006年についても、個人消費、住宅投資はエネルギー価格の上昇によって2005年からは減速するものの、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小幅鈍化にとどまるとみられる。また、設備投資は2006年初に投資促進税制効果の剥落に伴い一旦増加ペースが鈍化しようが、規制が緩和された通信業での光ファイバー等の情報化投資の拡大、海外でのハイテク需要の強まりに伴う増産投資の拡大を背景に底堅く推移しよう。純輸出は、輸入の高い伸びが続く一方で輸出の増加も見込まれ、赤字の拡大は続くものの、マイナス寄与は縮小すると予想される。
- 潜在成長率程度の成長持続が予想されることから、FRBは既に現在のような緩和的な政策金利は必要ないと判断しており、2005年中は中立的な水準（テーラールールにより当社推計）にあわせる形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、エネルギー価格の上昇が景気に与える影響を見極めながら、FRBは「慎重なペース」での利上げを継続すると予想される。2005年中にFFレート誘導目標は、4.00%まで引き上げられる公算が大きい。2006年入り後も、潜在成長率程度のペースで景気拡大が続くもとで、余剰生産能力や雇用の余剰が縮小を続けるとみられ、景気の過熱を避けるためにFRBはFFレートを段階的に引き上げ2006年末で4.75%程度にすると見込まれる。
- 以上のように、2005年、2006年と安定成長が持続するなかで、多数のリスクもある。第一に、インフレの顕在化による利上げペース加速、さらに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、過度の引き締めによって、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FRB理事の任期が2006年1月末で終了するため、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過度の引き締めを行い景気を失速させるリスクがある。その他では、①信用リスクの高まりやファンドの運用不振による資金引き揚げに伴う金融市場の急変動、②住宅市場の急激な縮小、③原油価格の急騰、④双子の赤字拡大を嫌気したドル暴落、⑤米国内でのテロ、⑥地政学的なリスクの高まりによる金融市場の低迷、など景気を減速や失速させるリスクが多数ある。

# 1. 05年、06年と原油高、金利上昇が続くものの、雇用・所得の拡大により+3.5%成長と堅調を維持する見込み

米国の実質GDP成長率は05年+3.5%、06年+3.5%と安定的な成長が見込まれる(図表1、2)。04年の+4.4%から鈍化するものの、企業の効率化が進んでいることから予測期間を通じて潜在成長率程度の成長が見込まれる。なお、ゲタを除いた年間の実質的な成長率は、エネルギー価格の上昇・高止まりや政策金利の引き上げによって、2005年+2.1%、2006年+2.2%成長にとどまろう。



米国経済は2003年4～6月期以降2004年10～12月期まで、潜在成長率(3%台半ば)を上回る成長が続いたが、2005年1～3月期以降は、家計部門が好調を維持する一方で、企業部門でやや減速感が強まっている。ただし、年後半には、海外需要の持ち直しにより企業部門の調整が終了し、設備・在庫投資が増加ペースを速めると予想される。雇用・所得の拡大や不動産資産残高の増加による資産効果によって個人消費も安定的に拡大するため、潜在成長率を小幅上回る成長が見込まれる。

2006年についても、個人消費、住宅投資はエネルギー価格の上昇によって2005年からは減速するものの、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小幅鈍化にとどまるとみられる。また、設備投資は2006年初に投資促進税制効果の剥落に伴い一旦増加ペースが鈍化しようが、規制が緩和された通信業での光ファイバー等の情報化投資の拡大、海外でのハイテク需要の強まりに伴う増産投資の拡大を背景に底堅く推移しよう。純輸出は、輸入の高い伸びが続く一方で輸出の増加も見込まれ、赤字の拡大は続くものの、マイナス寄与は縮小すると予想される。

(図表2) 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		政府支出
		内需							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	(5.1)	3.8	10.6	9.7	(0.4)	(▲0.6)	8.6	9.9	1.9
2005	6.1	3.5	(4.4)	3.8	9.8	5.0	(0.2)	(▲0.9)	6.7	10.1	1.2
2006	5.9	3.5	(4.0)	3.6	7.9	2.6	(▲0.0)	(▲0.5)	9.4	8.8	2.1

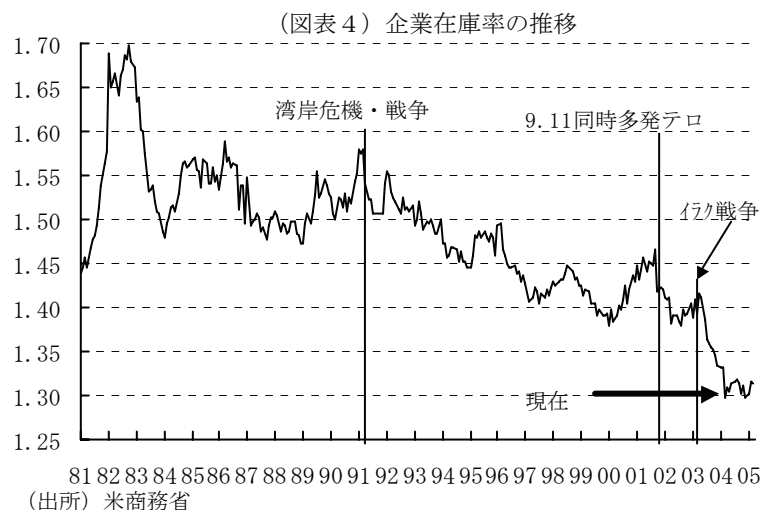
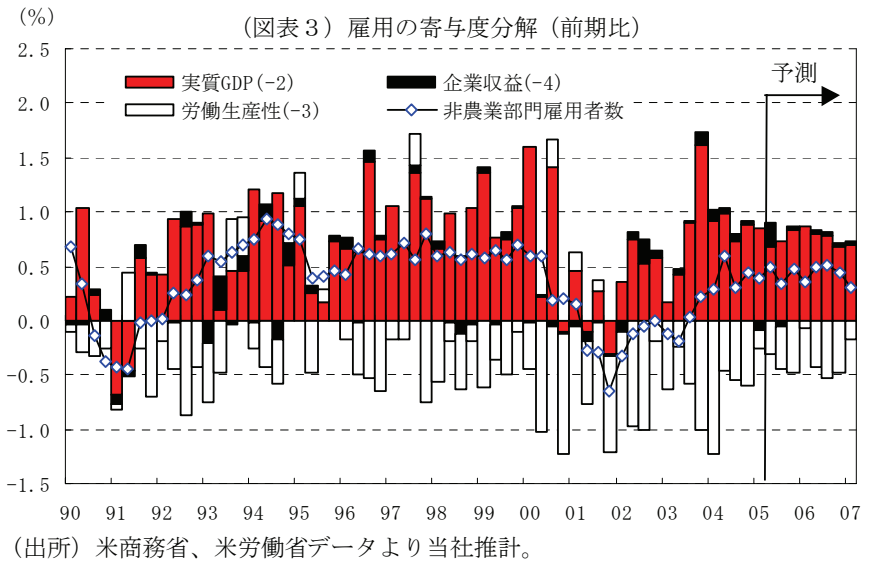
(注) 図中カッコ内は寄与度。

## ●雇用・所得の拡大持続

個人消費は、今後大型の減税が予定されていないことから、雇用の動向次第となる。そこで雇用を取り巻く環境をみると、情報化投資の高い伸びが続いたことで、資本の情報化比率が高まるなど生産性が向上、雇用を抑制する要因となろう。しかし、企業収益は金利が比較的低下水準を保つ中、需要が底堅く推移することから、拡大傾向を辿る可能性が高い。したがって、潜在成長率程度の成長が続く中、期待成長率も現状程度が維持されるとみられ、雇用の拡大傾向は続こう（図表3）。

ただし、在庫率の水準が大きく上昇し深刻な在庫調整に陥った局面では、雇用が減少する可能性がある。しかし、今次局面では、在庫管理能力の向上によって在庫率は90年代前半の約1.5ヵ月から足下で1.31ヵ月程度と過去最低水準に低下（図表4）、労働分配率も97年7～9月期以来の低水準まで低下するなど、企業の効率化が進んでいる。このため、エネルギー価格の上昇等によって需要が小幅鈍化しても、雇用削減に繋がるリスクは小さい。また、足下で消費者マインドが低下しているが、雇用の増加や景気の拡大期待の持続がマインドを押し上げ、ガソリン等エネルギー価格が前期比で+15%程度のペースで高騰し続けなければ消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

今後の個人消費は、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の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。



## ●設備投資は企業収益・マインドの改善を背景に好調に推移しよう

企業部門では、2004年末をもって減価償却率を引き下げた影響から、2005年初の設備投資拡大ペースが鈍化している。しかし、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信用スプレッドの縮小にみられるように資金調達コストの抑制、④2万5千ドルから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。

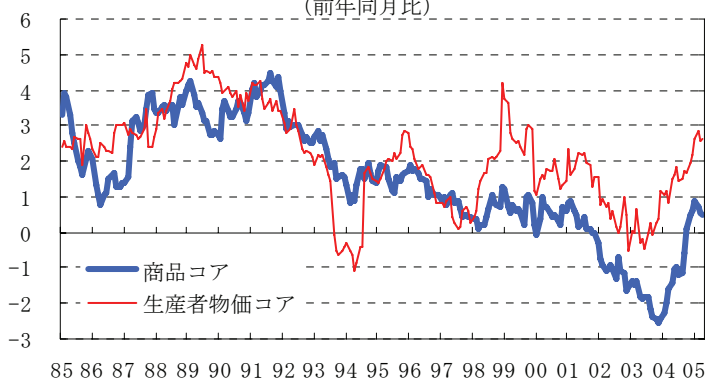
2006年も減税効果の剥落によって年初に拡大ペース鈍化が見込まれるものの、企業業績の拡大、キャッシュフローの拡大等を背景に底堅い展開が見込まれる。具体的には、①構築物投資ではオフィスビルの空室率の上昇ペースが鈍化（前年差でゼロ%付近まで低下）しているため減少幅が縮小する、②企業収益の改善や更新需要を背景に情報化投資ではコンピューター投資や光ファイバー投資が拡大する、さらに、③収益の改善や稼働率の上昇により増産投資が拡大する、と見込まれる。

## 2. 利上げは慎重なペースで2005年中にFFレートで4%程度が目処

金融政策面では、過去11ヵ月（2004年6月から2005年5月）の間にFRBは合計8回、2.0%ポイント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。また、慎重なペースでの利上げは国際金融市場が大きく混乱するのを防いでいる。今後の金融政策に関しても、景気に加えインフレの動向が大きく影響を与える。

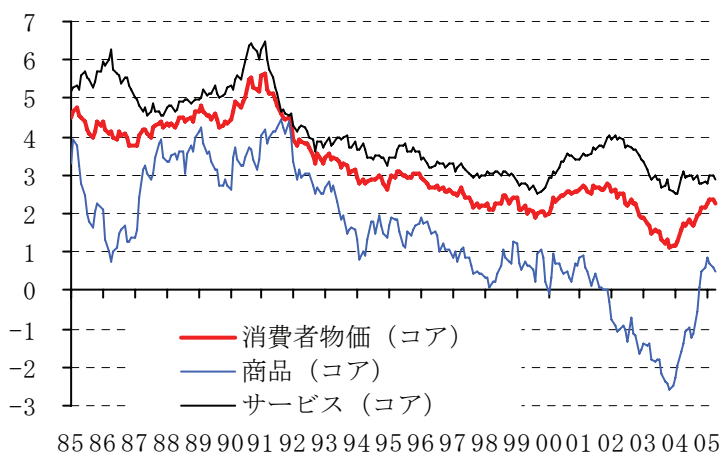
インフレに関しては、商品・原油価格が足下で下落していることから、目先川上段階でのインフレ圧力はピーク時から徐々に弱まっているとみられる。しかし、世界的な景気拡大持続に伴う供給不足懸念を背景にエネルギー価格の高止まり、或いは上昇が続く可能性が高く、商品価格も高止まりしよう。このため、原材料価格は再び上昇に転じると見込まれる。しかし、製造業では①数量効果、②情報化投資やリストラクチャリング等による生産性の向上、③利益率の改善、などによってコストの増加をある程度吸収できるとみられる。国際商品市況の上昇ペースも、昨年と比べれば小幅なものにとどまると予想される。

(%) (図表5) 生産者消費財物価コアと消費者物価商品コア (前年同月比)



(出所) 米労働省

(%) (図表6) 商品・サービス価格の推移 (コア、前年比)



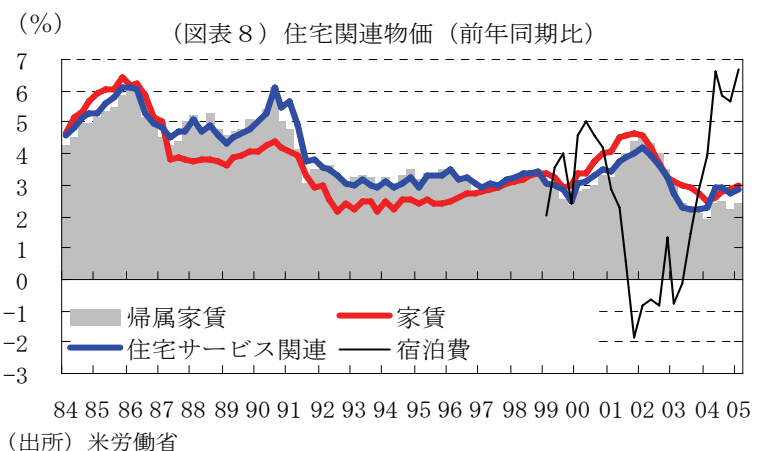
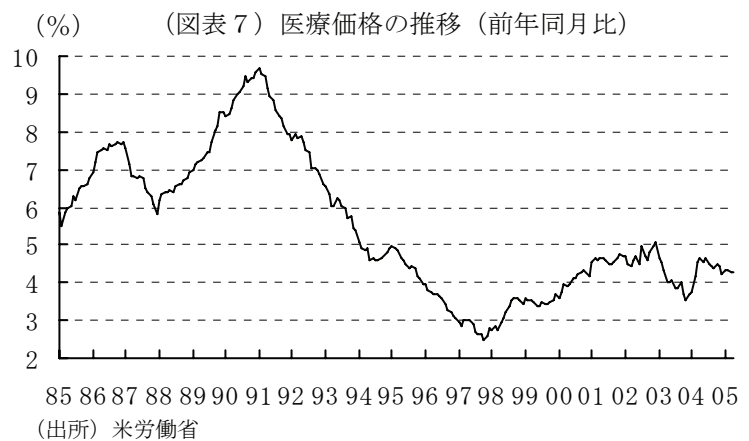
(出所) 米労働省

価格を抑制する要因として競争の激化も挙げられるが、今後も強まることがあっても緩和する状況にはない。このため企業はコスト増加の影響を軽減・吸収するために、効率化の推進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。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の強い状況が続こう。この

ような情勢に対応するために、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進めるとみられ、価格転嫁率が低下している98年以降の状況に変化が生じる可能性は小さい(図表5)。今後も川上・川中での商品価格の上昇にもかかわらず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。

CPIコアは、生産者物価や輸入物価の影響を受ける商品コアが3分の1を占める一方、サービスコアが3分の2を占めており全体に与える影響が大きい(図表6)。サービスコアでは、医療費、帰属家賃の影響が大きく、この項目がサービス価格の動向を決定している。医療費は足下で上昇ペースが鈍化している(図表7)。この要因としては、昨年から企業がグループを作り都市ごとに保険会社を1社だけ選んで大口契約を結ぶことで保険会社に対する価格交渉力を強めていることが挙げられる。医療費負担が企業経営を圧迫するようになっているので、今後もこのような医療費負担を削減する動きが続くとみられる。さらに、今年2月には企業の訴訟リスクを減らすため、集団代表訴訟制度が変更された。訴訟案件が複数の州にまたがり原告の賠償請求額が500万ドル以上の訴訟は連邦裁判所にしか提訴できなくなった。これまでは、州の裁判所の判決は原告の消費者側に偏り企業に不利なものが多かったため、企業の保険料、薬品価格等の上昇につながっていた。しかし、今後はこれまでよりは企業側に不利な判決が減少するとみられ、保険料や薬品価格の下落に繋がる可能性が高く、医療費の伸び抑制に貢献しよう。

また、サービスコアの2分の1を占める帰属家賃は、賃貸料をもとに算出されるため、賃貸料の価格動向の影響を受ける(図表8)。足下では住宅購入の増加によって賃貸需要が低下、賃貸料の伸びは鈍化している。今後も、雇用・所得の増加、低金利、借入易さ等を背景に、住宅購入の増加が続くと予想され、賃貸料の高い伸びは見込み難いことから、帰属家賃も急激に上昇する可能性は小さい。このため、サービスコア



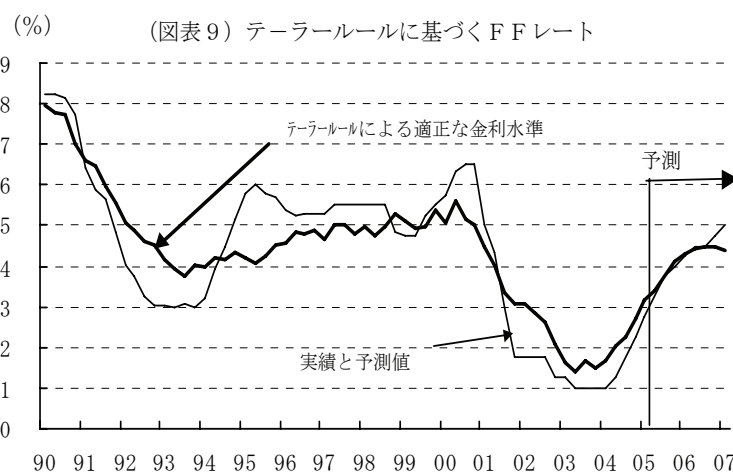
は前年比+3%程度にとどまる公算が大きい。

以上のように、消費者段階での商品価格への転嫁は限られたものにとどまり、サービス価格の上昇も現状程度の伸びにとどまるとみられることから、CPI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、FRBは既に現在のような緩和的な政策金利は必要ないと判断しており、2005年中は中立的な水準（テーラールールにより当社推計）にあわせる形で利上げを継続しよう（図表9）。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、エネルギー価格の上昇が景気に与える影響を見極めながら、FRBは「慎重なペース」での利上げを継続すると予想される。

2005年中にFFレート誘導目標は、4.00%まで引き上げられる公算が大きい。

2006年入り後も、潜在成長率程度のペースで景気拡大が続くもとで、余剰生産能力や雇用の余剰が縮小を続けるとみられ、景気の過熱を避けるためにFRBはFFレートを段階的に引き上げ4.75%程度にすると見込まれる。



(出所) FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。

### 3. 景気の持続的な拡大が見込まれるなか多数のリスクが存在

以上のように、2005年、2006年と安定成長が持続するなかで、多数のリスクもある。第一に、インフレの顕在化による利上げペース加速、さらに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、過度の引き締めによって、景気を失速させている。特に、今回グリーンズパンFRB議長FRB理事の任期が2006年1月末で終了するため、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過度の引き締めを行い景気を失速させるリスクがある。その他では、①信用リスクの高まりやファンドの運用不振による資金引き揚げに伴う金融市場の急変動、②住宅市場の急激な縮小、③原油価格の急騰、④双子の赤字拡大を嫌気したドル暴落、⑤米国内でのテロ、⑥地政学的なリスクの高まりによる金融市場の低迷、など景気を減速や失速させるリスクが多数ある。

### 4. 株式市場の軟調な展開も住宅価格の上昇で緩和

株式市場は足下で軟調な展開となっており、2005年は原油高や金利上昇等の影響を受けもみ合う展開が予想される。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。一方、家計の不動産関連資産残高は、住宅販売、住宅価格の影響を受ける。当面は、モーゲージ金利が再び低下したことや、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、住宅販売は過去最高水準まで増加するとみられる。しかし、2006年は、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇期待が強い一方、長期金利が上昇すると予想されることから、住宅投資、住宅価格

の伸び率は鈍化傾向を辿る可能性が高い。この結果、不動産関連資産残高の個人消費押し上げ効果も鈍化傾向を辿ろう。

今後、企業の信用不安から格下げが実施されファンドからの資金流出に伴う換金によって株価が下落する場合には、同時に金利が低下する可能性が高いため、住宅市場を押し上げ住宅価格の下支え要因となる。家計の株式関連資産残高と不動産関連資産残高の消費に与える影響をみると、株式関連資産残高が1%増加すると個人消費が+0.03%、不動産関連資産残高が1%増加すると個人消費が+0.07%押し上げられ、不動産関連資産残高の影響のほうが大きいことから、株価下落の悪影響を相殺できよう。

他方、バブルとの指摘もある住宅市場が調整するリスクがある。仮に、金利が大幅に上昇し、金融機関が貸出姿勢を厳格化して資金調達コストが上昇すれば、住宅需要が減退し住宅価格が下落するリスクがある。また、ドル安ユーロ高に伴い欧州から米不動産に資金が流入したため、金利の引き上げにつれてドル高が進めば不動産市場から資金が流出する可能性もある。住宅価格に関しては、基本的に政策当局者は緩やかな調整を想定しているが、経験則から現実的には急激な調整が生じるリスクが高い。株価の変動より影響の大きい住宅価格が下落すれば、個人消費は失速する可能性が高い。このため、FRBはITバブル崩壊後よりも積極的な対応を行おう。同時に、長期金利は大幅に低下し、株価も持ち直すとみられ需要が下支えられると予想される。とはいえ、住宅価格の下落によって家計部門の低迷（緩やかな拡大）が長期化、再びデフレ懸念が強まるのは避けられない。

## 5. 原油高の緩やかな上昇は景気過熱を抑制する要因に

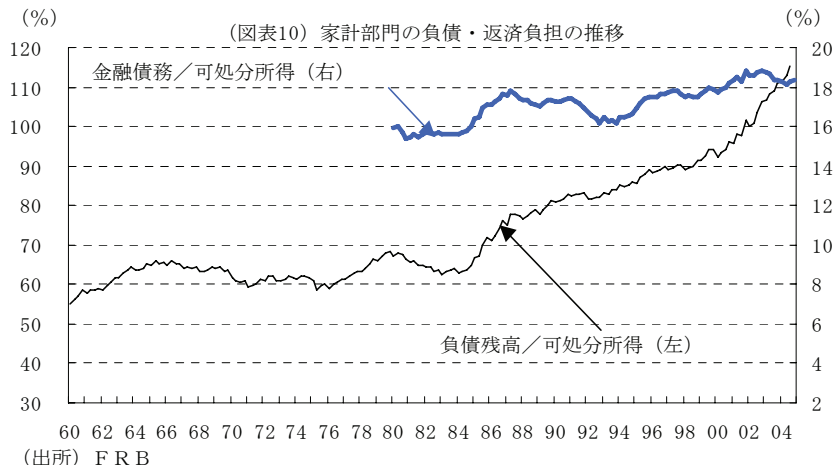
原油価格(WTI)は、米国、中国での強い需要に加え、BRICsといったエネルギー効率の悪い国の高成長による中長期的な需給の逼迫懸念から高止まりする可能性が高い。また、中東ではパレスチナ、イラク、イラン情勢など不透明が残存、供給懸念も原油価格の高止まりに繋がろう。今回の見通し(2005年4~6月期から2007年1~3月期)では、原油価格は05年平均で1バレル=約53ドル、06年平均で1バレル=55ドルを想定している。ただし、原油価格上昇の05年の実質GDP押し下げは▲0.34%と、原油価格の上昇だけであれば景気押し下げ効果は限定的である。インフレ面では、05年のCPIが+0.42%押し上げられるものの、企業の生産性向上や厳しい価格競争のもと、CPIコアへの波及は限定的なものにとどまる公算が大きい。

## 6. 負債残高が急増しているものの月々の支払負担はほとんど変わらず

負債残高の可処分所得に対する比率は、2004年10~12月期に115.5%まで拡大している(図表10)。ただし、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10~12月期の間でも、17.66%から18.32%への小幅上昇にとどまっており、個人消費が抑制されるリスクは小さい(この背景には、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)。今後も、可処分所得の緩やかな増加が予想されるもと、借入を増やす場合にも返済額を一定とした借入(リボ払い)を増やすとみられ、金融債務負担の比率上昇は抑制されよう。



金利変動の影響をみると、負債は消費者ローンと住宅ローンに分けられ、可処分所得に対する比率では、消費者信用残高が2000年1～3月期の21.8%から2004年10～12月期の24.2%へと小幅上昇にとどまった一方、住宅ローン残高は2000年1～3月期の65.1%から2004年10～12月期の84.9%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約75%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なっており、返済負担が急激に高まる可能性は小さい。

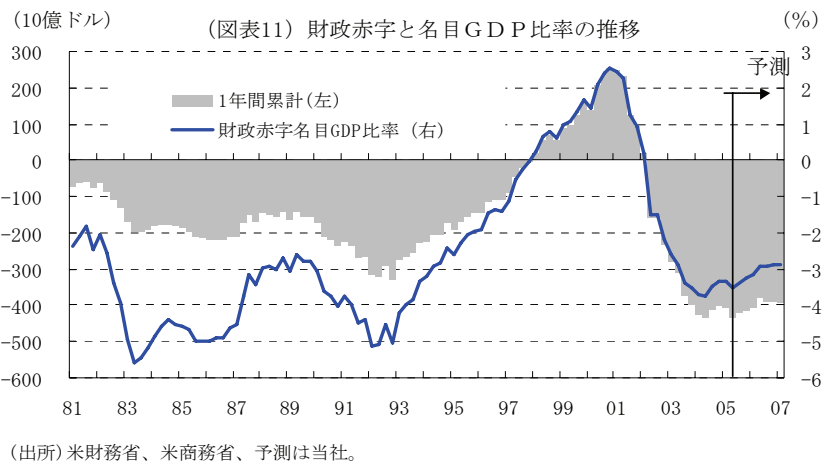
今後、金利上昇に伴い返済負担は増加するものの、雇用・所得環境の改善が見込まれることや、住宅ローンの利子は所得控除されることから、個人消費が大きく抑制されるリスクは小さいといえる。ただし、金融機関の貸し出し姿勢厳格化に加え、借入コストの上昇を嫌気して新規の借入需要は抑制されるとみられ、個人消費の拡大ペースを抑制する要因となる。

(\*) 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。

## 7. 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るため、財政赤字の動向はほぼ歳出動向にかかっている。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5月に約820億ドルの補正予算が成立したため、過去最悪を更新する可能性が高い。

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。

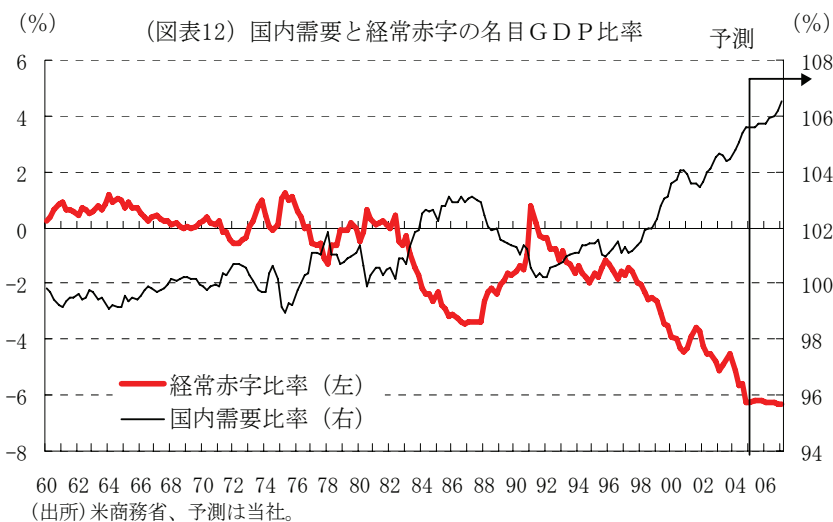


2006会計年度は、景気拡大によって税収の増加が見込まれるものの、駐留長期化が予想されているイラク・アフガニスタンでの駐留経費が含まれていない。また、2006年秋に中間選挙が実施されるため、選挙を控えた議会が歳出削減を含んだ予算案の成立を拒む可能性が高い。さらに、2006年から始まるメディケア関連の支出が、当初予想していた年間400億ドルから年間700億ドル程度に増加する可能性が高い。これらのことを勘案すると、2006会計年度の政府見通しである3,900億ドルの赤字達成も危ういと考えられる（図表11）。

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さらに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。

## 8. 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7～9月期にかけて欧州、日本、アジアの成長鈍化を背景に緩やかな拡大にとどまるものの、今秋以降は、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により堅調に推移しよう。一方、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



けて赤字拡大傾向が続く公算が大きい。経常赤字は2006年に8000億ドルまで拡大、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（図表12）。

以上のように、財政赤字は高水準で推移する可能性が高く、経常赤字は拡大傾向を辿る可能性が高い。現在は、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、再びドル暴落リスクが強まる可能性は否定できない。

以上