

# 2006-2007 年米国経済見通し

～ 企業の高い生産性の伸びに支えられ、景気拡大が持続する見込み～

## < 要旨 >

実質GDP成長率は、2006年：前年比3.6%、2007年：同3.6% を予想。

### 【2006年】

足元の米国景気は堅調に推移しているが、足元減速の動きがみられる。2006年1-3月期の実質GDP成長率は、前期からの反動もあり前期比年率5.6%の高成長となったが、4-6月期は原油価格の騰勢により個人消費が低い伸びにとどまったとみられ、実質GDP成長率は2%台に低下した可能性が高い。

2006年後半は、住宅投資が減速するものの、企業部門の高い生産性の伸びにより企業収益の拡大が持続するとみられる。企業部門の好調は雇用の拡大をもたらし家計部門は底堅く推移すると見込まれる。このため、景気は堅調に推移し、年間の実質GDP成長率は3.6%と、2005年並みの成長率を達成する見通しである。

### 【2007年】

2007年は、企業部門ではサービス業を中心に収益拡大が続き、景気の底堅い推移が見込まれる。そうした中、インフレ抑制による金融政策への信認の高まりにより、長期金利は低下に転じるとみられ、金利上昇の一服により家計部門では住宅投資が持ち直すと予想される。実質GDP成長率は3.6%と2006年と同水準となり、潜在成長力並みの安定した成長率を持続する見通しである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 海外経済班

細尾 (E-Mail: hosoo@murc.jp)

## はじめに．米国景気の現状と予測のポイント

### ( 1 ) 2006 年の現状

米国景気は堅調に推移している。2006年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率5.6%と2年半ぶりの高成長となった。昨年後半に自動車販売が低迷したことによる反動増が高成長の主因であったが、自動車以外の個人消費も伸びが拡大したほか、設備投資は6年ぶりの高い伸びを記録した。

もっとも、4-6月期は、個人消費が名目ベースでは高い伸びを持続したものの、原油価格上昇により物価上昇率が加速したため、実質ベースでは低い伸びにとどまったとみられる。このため、実質GDP成長率は2%台に低下した可能性が高い。

### ( 2 ) 2006 年後半の見通し

2006年後半は、住宅投資が減速するものの、企業部門の高い生産性の伸びにより企業収益の拡大が持続するとみられる。企業部門の好調は雇用の拡大をもたらし、家計部門は底堅く推移すると見込まれる。景気は堅調に推移し、年間の実質GDP成長率は3.6%と、2005年並みの成長率となる見通しである。

家計部門では、教育・健康、レジャー・娯楽などのサービス業を中心に雇用の増加が続いているほか、実質可処分所得も2005年の前年比1.5%から2006年1~3月期には年率3.2%に加速した。このため、個人消費は底堅く推移すると見込まれる。一方、住宅投資は金利上昇により減速が鮮明となり、年後半には小幅ながら前期比マイナス成長に転じる見通しである。

企業部門では、エネルギーなどのコストが増加しているものの、堅調な需要や生産性の改善を背景に、自動車を除く製造業や小売業など幅広い業種で企業収益の増加が続く見通しである。このため、設備投資の増勢が続くとみられる。

貿易収支については、輸出は世界経済の成長持続により拡大が見込まれるものの、輸入が原油価格の高止まりと景気の堅調さにより増加する見込みであり、貿易収支の赤字幅は過去最高の約9,000億ドルまで拡大するとみられる。一方、財政収支は、イラク駐留経費を盛り込んだ補正予算が成立し歳出拡大が続くものの、景気の好調により所得、法人税収入が、2月の予算教書での見込みを大幅に上回って推移している。このため、赤字幅は当初予想の4,000億ドル台と比べ低下し、2,000億ドル台まで削減される見込みである。

物価については、原油価格の騰勢が一服するとみられ、消費者物価上昇率は低下する見通しである。もっとも、消費者物価を変動の激しい食品とエネルギーを除くコアベースでみると、これまでの景気拡大やエネルギー高の効果が波及するため緩やかな上昇が続く見込みである。

インフレ懸念の高まりに対し、F R B（連邦準備制度理事会）は予防的な引き締め策を継続するとみられる。政策金利であるF Fレートは、年後半4回のF O M C（連邦公開市場委員会）のうち3回で利上げが実施され、年末時点で6.0%まで引き上げられると予想する。積極的な引き締め策は、インフレ期待の抑制を通じて長期金利の安定に寄与することになる。

### （3）2007年の展望

2007年は、企業部門ではサービス業を中心に収益拡大が続き、景気の底堅い推移が見込まれる。そうした中、インフレ抑制による金融政策への信認の高まりにより、長期金利は低下に転じる可能性がある。金利上昇の一服により家計部門では住宅投資が持ち直すとみられ、実質G D P成長率は3.6%と2006年と同水準となり、潜在成長力並みの安定した成長率を持続する見通しである。

景気の堅調が続くことから、貿易収支の赤字幅は一段と拡大し、1兆ドルの大台に迫るとみられる。一方、財政収支は、税収の一段の拡大により赤字幅は縮小すると予想される。

金融政策については、インフレ率が頭打ちとなり、引き締め政策はいったん休止されるとみられる。政策金利であるF Fレートは、2007年中は変更はないと予想する。金融政策への信認の高まりにより長期金利は低下に転じ、逆イールド状態が恒常化する見通しである。ただし、世界的な景気拡大によりエネルギー価格が一段と上昇し、家計や企業の期待インフレが上昇する場合には、追加利上げが実施されることになろう。

**図表.米国見通し総括表**

	予測 →								予測 →			
	2006年				2007年				2004年	2005年	2006年	2007年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP(00年価格、10億ドル)	11,404	11,479	11,577	11,678	11,788	11,888	11,991	12,108	10,756	11134.8	11534.4	11944.0
(前期比年率)	5.6	2.7	3.5	3.5	3.8	3.4	3.5	3.9				
(前年比)	3.7	3.5	3.3	3.8	3.4	3.6	3.6	3.7	4.2	3.5	3.6	3.6
個人消費	8,024	8,065	8,142	8,213	8,292	8,354	8,421	8,496	7,589	7856.9	8110.9	8390.9
(前期比年率)	5.1	2.1	3.9	3.5	3.9	3.0	3.2	3.6				
(前年比)	3.3	3.0	3.0	3.6	3.4	3.6	3.4	3.5	3.9	3.5	3.2	3.5
住宅投資	619	617	616	616	618	621	625	631	562	601.9	617.3	623.8
(前期比年率)	3.3	-1.2	-0.8	0.2	0.8	2.0	3.0	4.0				
(前年比)	6.0	3.0	1.0	0.4	-0.3	0.5	1.5	2.4	10.3	7.1	2.6	1.1
設備投資	1,364	1,399	1,425	1,455	1,484	1,515	1,548	1,584	1,187	1289.0	1410.8	1533.0
(前期比年率)	14.2	10.5	7.9	8.5	8.3	8.7	8.9	9.6				
(前年比)	8.9	9.4	9.2	10.2	8.8	8.3	8.6	8.9	9.4	8.6	9.4	8.7
在庫投資	29.5	39.0	33.0	25.0	24.0	25.0	27.0	30.0	52.0	20.3	31.6	26.5
(寄与度)	-0.3	0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	-0.3	0.1	0.0
政府支出	2,018	2,030	2,043	2,055	2,060	2,065	2,071	2,076	1,952	1987.1	2036.3	2068.0
(前期比年率)	4.8	2.5	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0				
(前年比)	2.3	2.3	2.2	3.1	2.1	1.7	1.4	1.0	2.2	1.8	2.5	1.6
純輸出	-661	-686	-696	-700	-704	-706	-715	-724	-601	-633.1	-685.7	-712.2
(寄与度)	-0.2	-0.9	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2
輸出	1,260	1,282	1,305	1,328	1,351	1,378	1,407	1,438	1,118	1195.3	1293.7	1393.2
(前期比年率)	14.7	7.0	7.4	7.4	7.0	8.2	8.7	9.1				
(前年比)	8.1	7.2	8.5	9.1	7.2	7.5	7.8	8.2	8.4	6.9	8.2	7.7
輸入	1,921	1,967	2,001	2,029	2,055	2,084	2,121	2,162	1,719	1828.4	1979.4	2105.4
(前期比年率)	10.7	10.0	7.0	5.7	5.3	5.7	7.4	7.8				
(前年比)	6.1	8.7	9.9	8.3	7.0	5.9	6.0	6.6	10.7	6.3	8.3	6.4
名目GDP(10億ドル)	13,042	13,237	13,441	13,630	13,811	14,045	14,252	14,457	11,734	12487.2	13337.7	14141.3
(前期比年率)	8.9	6.1	6.3	5.7	5.4	6.9	6.0	5.9				
(前年比)	6.9	6.9	6.6	6.8	5.9	6.1	6.0	6.1	7.0	6.4	6.8	6.0
消費者物価コア(前年比、%)	203.63	205.24	206.06	207.49	208.72	210.58	211.42	212.89	196.6	200.9	205.6	210.9
	2.1	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	1.7	2.2	2.3	2.6
鉱工業生産(前期比、%)	110.81	112.14	112.36	112.36	112.92	113.83	115.08	116.46	104.7	108.1	111.9	114.6
	1.3	1.2	0.2	0.0	0.5	0.8	1.1	1.2	4.1	3.2	3.6	2.4
失業率(%)	4.7	4.6	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	5.5	5.1	4.6	4.3
貿易収支(通関、億ドル)	-2,042	-2,206	-2,311	-2,340	-2,334	-2,427	-2,526	-2,518	-6,509	-7675	-8899	-9805
(名目GDP比)	-6.3	-6.7	-6.9	-6.9	-6.8	-6.9	-7.1	-7.0	-5.5	-6.1	-6.7	-6.9
FFレート	4.75	5.25	5.50	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	-	-	-	-
10年債利回り	4.6	5.1	5.3	5.8	5.8	5.7	5.6	5.5	-	-	-	-

(注)FFレートは期末値。長期金利は期中平均。2006年1QのGDPは改定値ベース

## 1. 生産性上昇を背景に好調が見込まれる企業部門

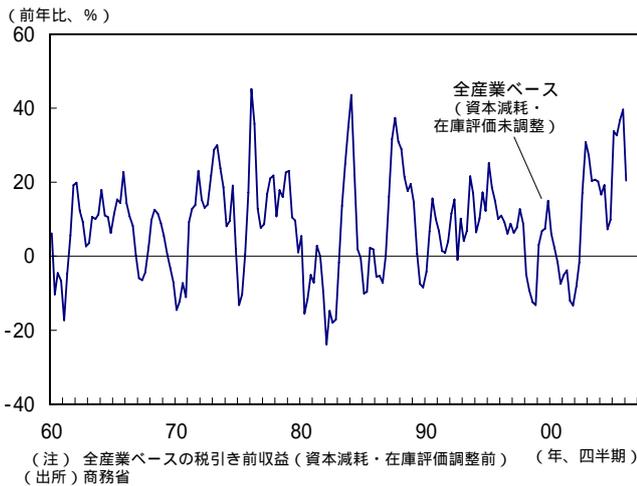
(1) 企業収益は、経済のサービス化の進展により好調が続く

米国の企業収益は拡大が続いている。カバレッジの最も広い商務省の統計によると、企業収益は2002年7~9月期から直近2006年1~3月期まで16四半期連続で増益となっている（前年比ベース、図表1）。

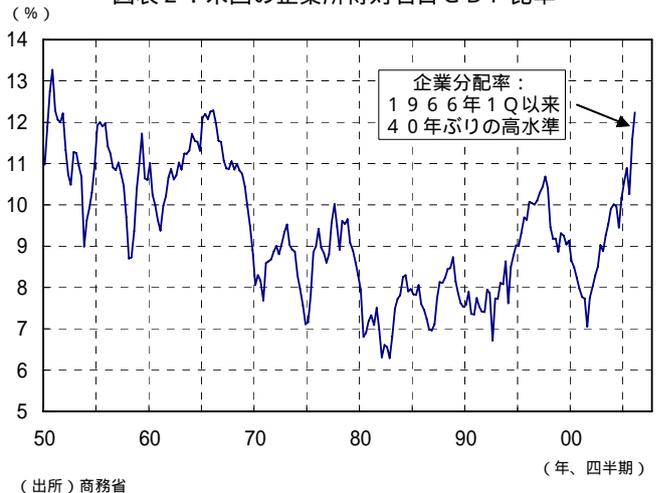
今回の増益局面の特徴として、まず、所得分配の面では、企業所得の対名目GDP比率が1966年以来40年ぶりの高水準となっている。これは、家計部門と比べ景気拡大の恩恵をより受けているのが企業部門であることを示している（図表2）。

また、過去の増益局面と比べると、今回の増益期間は、すでに長期間続いた主な増益局面並みの長さとなっており、今後2007年末まで増益が続いた場合には、統計開始以来の最長に並ぶことになる。さらに、今回の増益局面における平均増益率が過去と比べ2倍程度と高くなっており、企業部門の力強い動きを示している（図表3）。

図表1. 米企業収益の推移



図表2. 米国の企業所得対名目GDP比率



図表3. 過去の連続増益局面と今回との比較

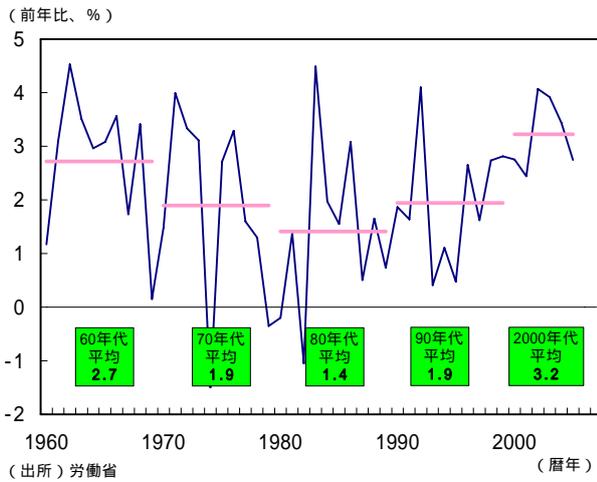
年/四半期	増益期間 (四半期)	平均増益率 (前年比、%)
1961年第3四半期 ~ 1966年第4四半期	22	11.3
1971年第1四半期 ~ 1974年第4四半期	15	16.4
1975年第3四半期 ~ 1980年第1四半期	19	16.0
1992年第4四半期 ~ 1997年第4四半期	21	11.7
2002年第3四半期 ~ 2006年第1四半期	15	23.5

(注) 全産業ベースの税引き前収益 (資本減耗・在庫評価調整前)  
(出所) 商務省

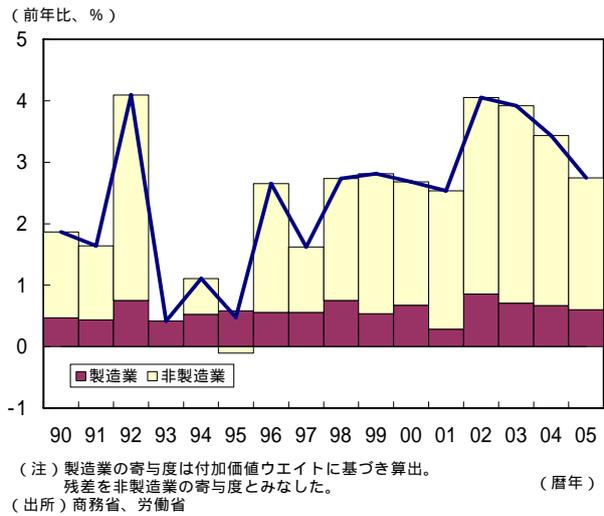
こうした企業部門の好調さをもたらした要因の一つとして、労働生産性の伸びの高まりがある。米国の非農業部門労働生産性について、各年代毎の平均伸び率をみると、米国の競争力低下が指摘された70～80年代に低下傾向を示していたのが、90年代にIT革命の効果などから下げ止まりの動きを示した。その後、2000年代に入り一段と加速し60年代を上回る高い伸びを記録している（図表4）。

生産性の伸びを業種別にみると、海外との競争に直面する製造業にとどまらず、非製造業でも製造業を上回る高い伸びを示していることが特徴的である（図表5）。

図表4．米国の労働生産性



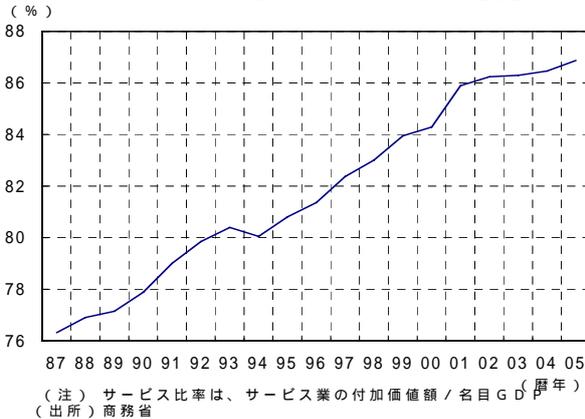
図表5．労働生産性の業種別要因分解



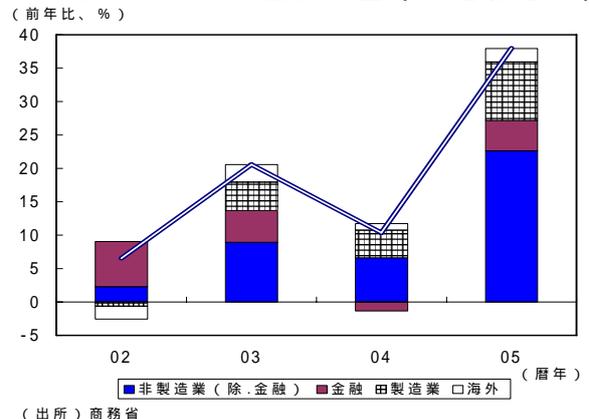
非製造業の生産性上昇は、米国経済のサービス化と平行して進展している。米国経済のサービス化比率は、90年代前半に80%台を越えた後も一段と上昇し、足元では90%目前まで上昇している。サービス化が進展した結果、企業収益の業種別寄与度をみると非製造業の寄与度が高いことが分かる（図表6、7）。

一般にサービス化が進展した経済では、製造業の比率が高い経済と比べ、景気の振幅が平準化される傾向にあり、過熱や縮小が回避されやすくなる。このため、足元の企業部門の好調さは、当面持続可能なものと予想される。

図表6．米国経済のサービス化比率



図表7．米国の企業収益（業種別内訳）

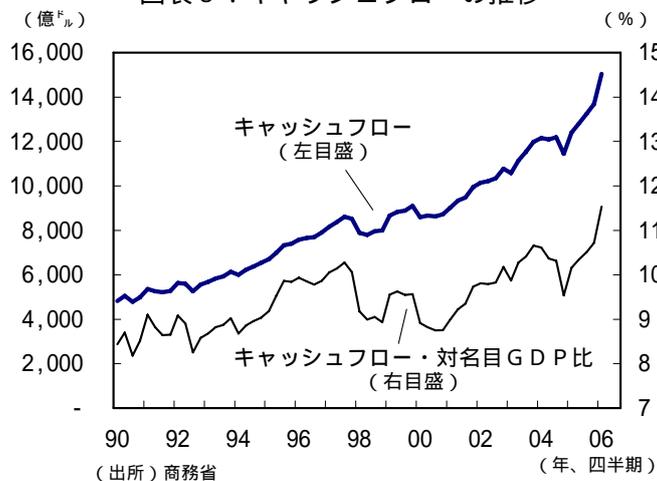


## (2) 企業収益の拡大に伴うキャッシュフローの増加が設備投資を支える

企業収益の拡大は、企業のキャッシュフローを増加させる要因ともなっている。米国では、ITバブル崩壊によるバランスシート調整の進展も、企業のキャッシュフローが増大した要因となっている。キャッシュフローの対名目GDP比率は、直近2006年1~3月期に過去最高を記録した。

そこで、キャッシュフローを説明変数とした設備投資関数を推計してみると、キャッシュフローは設備投資に対して有意にプラスとなっている。潤沢なキャッシュフローが、2006年後半から2007年にかけて、設備投資の押し上げ要因として寄与することが見込まれる(図表8、9)。

図表8．キャッシュフローの推移



図表9．設備投資関数の推計結果

	係数值	t値
定数項	-0.039	-5.346
実質GDP	5.761	8.907
実質長期金利	-0.019	-2.343
キャッシュフロー	0.514	2.186

推計期間：1995Q1～2005Q4  
 決定係数：0.66  
 D.W.比：1.89

(注) 実質設備投資を推計。  
 1階差、対数形により推計。  
 説明変数は、1期前～4期前の移動平均値。

## 2. 雇用増により所得の拡大が見込まれる家計部門

### (1) 実質可処分所得の伸びは拡大の見込み

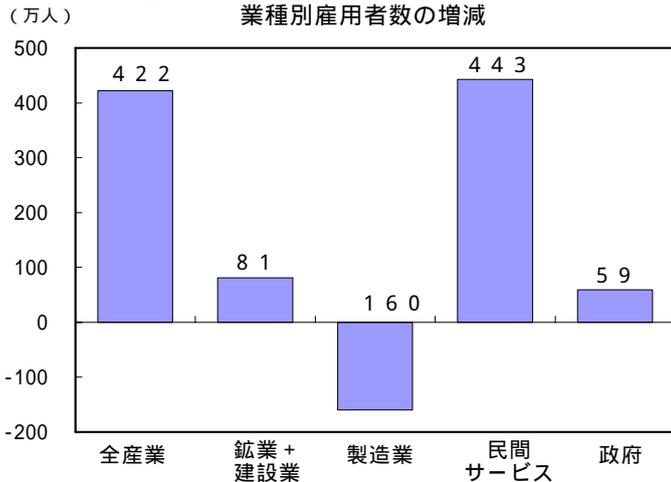
企業部門の好調は、雇用増加を通じて家計部門の所得増加に寄与することが見込まれる。今回の景気回復局面では、景気の谷である2001年11月以降、直近2006年5月までの4年半の間に422万人の新規雇用が創出された。その大半は生産性上昇・企業収益の拡大が著しい非製造業(民間サービス業)で生み出されており、企業部門の好調が雇用の拡大に結びついていることが分かる(次頁図表10)。

雇用の増加基調が今後も持続することにより、雇業者所得も一段と拡大することが期待される。このため、家計の実質可処分所得の伸びは上昇するとみられる（図表 11）。

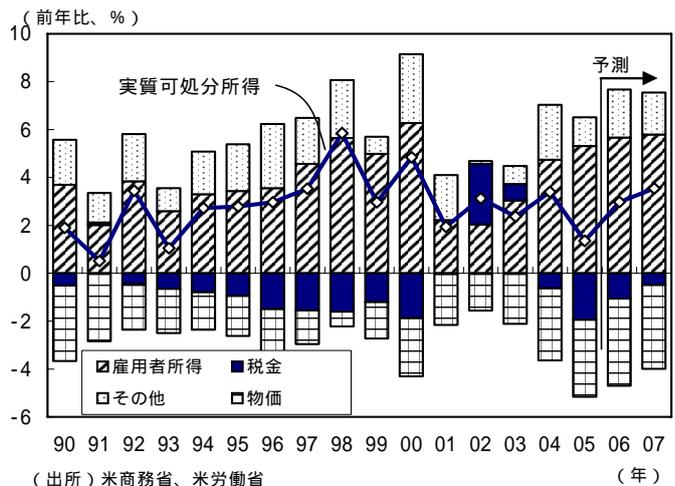
雇業者所得の中身をみると、雇業者数、労働投入（時間）、名目賃金（単価）のいずれの要因も拡大が見込まれる。第一に雇業者数については、失業率が需給逼迫の目安とされる 5% を下回っており、2004、05 年なみの 16、7 万人程度の増加ペースが続くとみられる。第二に労働時間については、企業の雇用抑制姿勢が強いこともあり緩やかな増大を続けている。第三に賃金の伸びは、労働需給の引き締まりを反映して足元で加速している。雇業者の増加に加え賃金の伸びが高まることは、2006～07 年の雇業者所得の拡大に寄与するとみられる（図表 12）。

2006～07 年にかけては、税金負担の軽減も所得を支える要因となる。所得税については、2001、03 年ブッシュ減税で予定された各年の減税ペースが縮小するものの、所得増加へのマイナスの寄与度は 2005 年と比べると低下する（＝所得の押し上げ要因）。また、ブッシュ減税の恒久化に向けた措置として、キャピタルゲイン減税の 2010 年までの延長が認められたことも、将来にわたる期待所得の押し上げに寄与するものと考えられる。

図表 10．今回の景気拡大局面での業種別雇業者数の増減

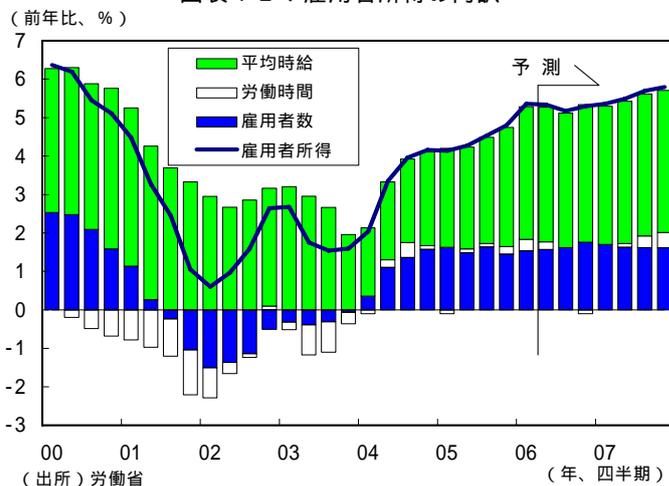


図表 11．実質可処分所得の推移



(注) 景気の谷である 2001 年 11 月の雇業者数と、2006 年 5 月の雇業者数を比較  
(出所) 労働省

図表 12．雇業者所得の内訳



(2) 住宅投資は金利上昇により緩やかに減少するが 2007 年には下げ止まり

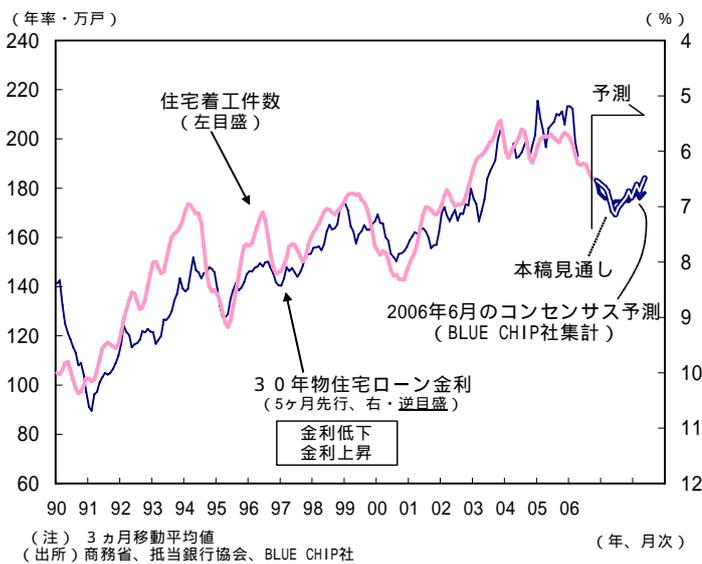
住宅投資は減速傾向が鮮明になっている。月次指標の動きをみると、新築住宅販売は 2005 年 7 月にピークをつけたほか、中古住宅販売は同年 9 月に、また、住宅業者による聞き取り調査をまとめた住宅市場指数は同年 8 月にピークをつけている。一方、住宅着工件数は、2006 年 1 月に暖冬の影響により急増した時期を除くと、2005 年 9 月がピークとなっている。

住宅市場が調整局面入りしたことは、金利上昇の影響によるところが大きかったと考えられる。ローン金利の基準となる 10 年物国債利回りは 05 年前半は 4% 前後で推移していたのが、直近では 5% 台まで水準を切り上げた。

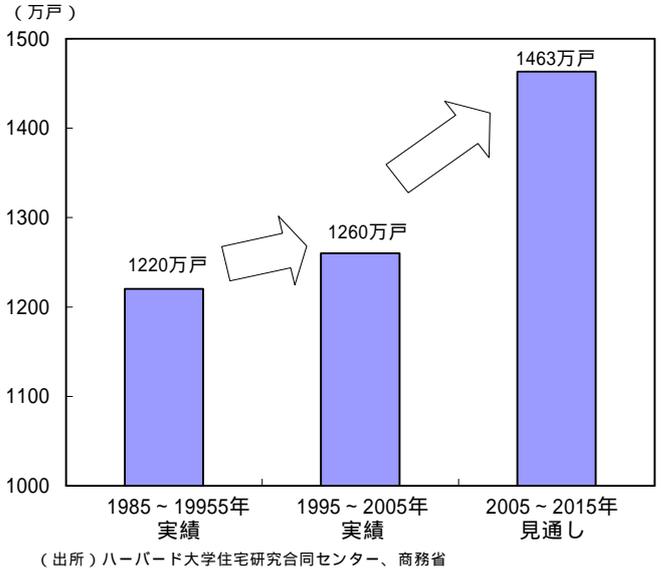
長期金利は今後も緩やかな上昇が予想され、2006 年の住宅投資は減少が続くとみられる。もっとも、金利については、過去の景気拡大局面でみられたような急激な上昇は回避され(後述)、住宅投資の減少ペースは緩やかなものにとどまる見込みである。

2007 年の住宅投資については、金利が低下に転じることにより下げ止まる見込みである。また、これまで米国に流入した移民が世帯形成年齢となることにより、世帯数の増加テンポが一段と加速する見込みであること、ベビーブーマー世代を中心としたセカンドハウス需要の高まりなどの実需要因も住宅投資の回復に寄与するとみられる(図表 13、14)。

図表 13 . 米住宅着工と住宅ローン金利



図表 14 . 米国の世帯数の増加ペース



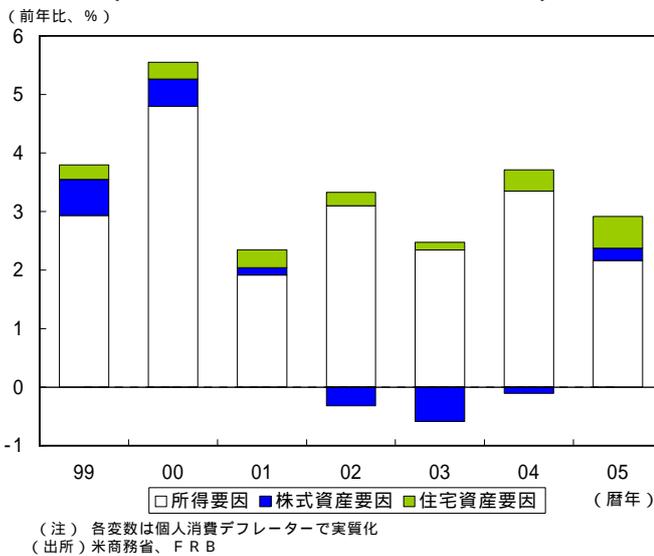
(3) 所得増が住宅の逆資産効果を上回り消費を下支え

住宅投資減速による実体経済への影響についてみると、住宅投資がピークアウトしてから 1 年近くが経過したものの、当初懸念された消費減速を通じた経済への下押し圧力は軽微にとどまっている。ホームエクイティローン残高の伸びは急速に鈍化しているものの、消費支出は名目ベースでは高い伸びを持続している。

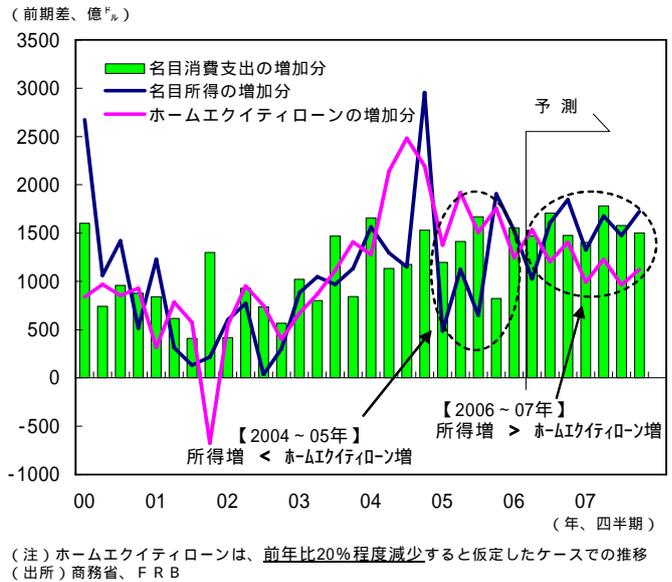
これは、所得の拡大が消費を下支えしていることによるとみられる。消費関数の推計により、所得、実物資産、金融資産がそれぞれどの程度個人消費を押し上げたかをみると、所得の押し上げ効果が最大となっている（図表 15）。

また、所得とホームエクイティローンの限界的な増加幅を比べると、2 桁の伸びを続けるホームエクイティローンが、住宅投資の減少の影響により、仮に今後前年比 20% 程度減少したとしても、2006 年に予想される所得の増分は、ホームエクイティローンの減少分を上回ることになる。このため、住宅市場の低迷が続いた場合でも、所得の高い伸びが下支えとなり、個人消費が大幅に鈍化する状況は回避されるとみられる（図表 16）。

図表 15 . 実質個人消費の要因分解  
(消費関数の推計結果による要因分解)



図表 16 . 所得とホームエクイティローンの推移



### 3 . 家計と企業の好循環を支える金融政策

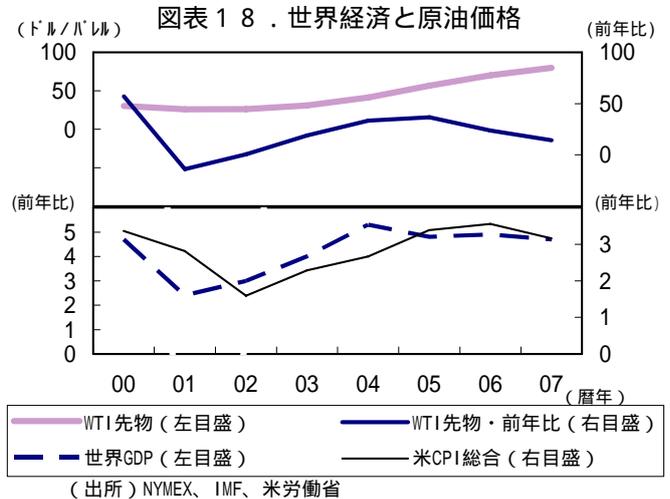
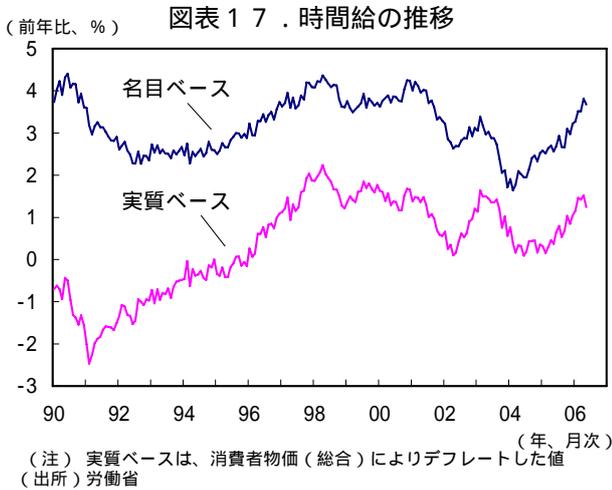
#### (1) 需要、供給、インフレ期待の3面からインフレ圧力が高まる

FRB（連邦準備制度理事会）は、6月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、インフレ圧力の高まりを警戒し、政策金利であるFF金利を0.25%ポイント引き上げ5.25%とすることを決定した。2004年6月に開始された今回の金融引き締め局面において17回連続の利上げとなる。

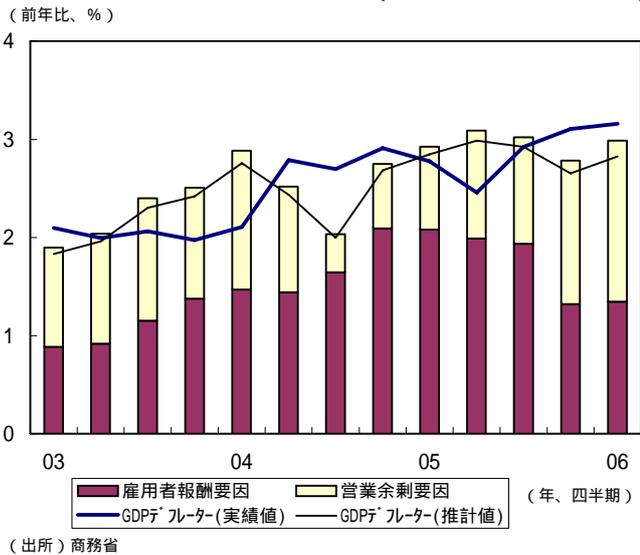
インフレの原因を需要面、供給面、インフレ期待の面からみると、まず、需要面では、これまでの景気拡大の持続により、設備稼働率は長期のトレンドである80%台の水準を上回る状態が続いている。また、労働市場では失業率が低下基調で推移しており、賃金の伸びが加速している。非製造業での賃金上昇は、サービス価格を押し上げることになる（図表 17）。

供給面では、原油をはじめエネルギー価格の高止まりが続いており、今後も、世界経済の拡大によりエネルギー価格の大幅な反落は見込みにくい。こうした高水準のエネルギー価格は先行きのコア物価に波及し、インフレ率を一段と押し上げる要因になるとみられる。ページブック（地区連銀経済報告）によると、企業がエネルギー価格高によるコスト上昇分を価格に転嫁する動きが指摘されている。実際、GDPデフレーターの上昇が、企業と家計のいずれに転嫁されたかを試算すると、消費者への価格転嫁が進み始めていることが分かる。（図表 18、19）

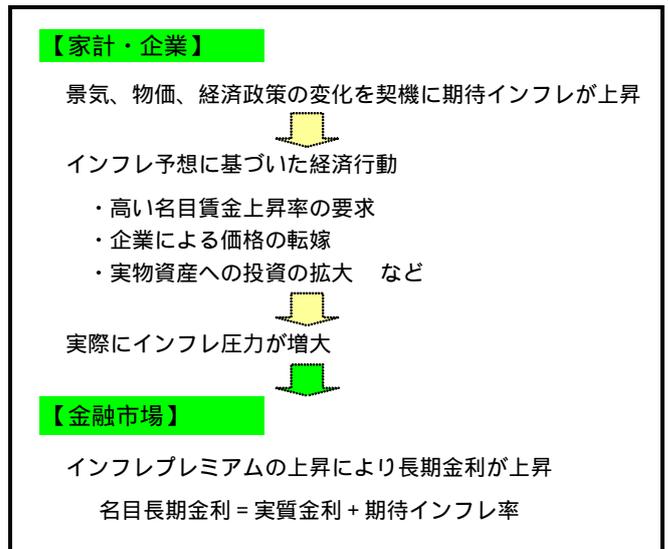
さらに、インフレ期待の面では、家計や企業、市場の期待インフレ率が緩やかに上昇していることが指摘されている。期待インフレ率の上昇は、家計や企業の経済行動に影響を与えることにより、実際のインフレ加速に結びつくことになる（図表 20）。



図表 19．GDPデフレーターの変因分解  
～足元は企業利潤が拡大（価格転嫁の動きを示唆）



図表 20．インフレ期待と金融市場



(2) 金融政策～インフレへの事前的な対処によりFFレートは06年末6.00%と予想  
 こうしたインフレ圧力の高まりに対し、FRBにはインフレを回避するための予防的な政策対応が求められている。このため、金融引き締め策は、今後もしばらくは続く公算が高いとみられる。

利上げ幅の一つの目安として、名目GDP成長率と名目金利の関係を踏まえると、名目成長率がおおむね6%台で推移すると予想されることから、金利水準は6%前後が景気に中立的な水準となっていると考えられる(図表21)。

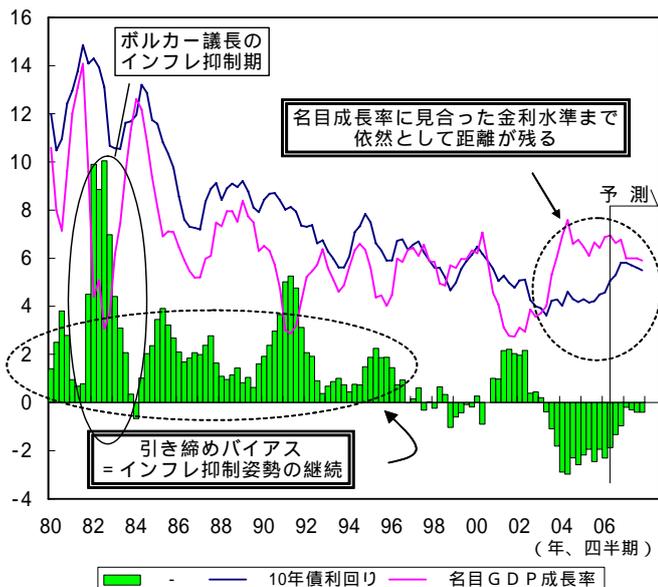
(3) 金融引締めが続く中、逆イールドが常態化する可能性

2004年6月から始まったFRBの引き締め策は、これまでのところ、インフレ期待の安定に寄与してきたと考えられる。2004年2月にグリーンズパン議長(当時)が指摘した「長期金利の謎」は、金融政策に対する信認の表れとみることができる。

FRBの利上げが期待インフレを抑制することにより、長期金利の低下圧力として作用している。このような長短金利の関係は、FRBがインフレ警戒姿勢を強める中、当面続くものとみられる。また、金融市場の当初の想定を上回るペースでの利上げは、先行きの景気減速懸念を引き起こし、債券への需要を拡大させることにもなる。このため、長期金利は短期金利ほどには上昇することなく、逆イールドが常態化すると予想される(図表22)

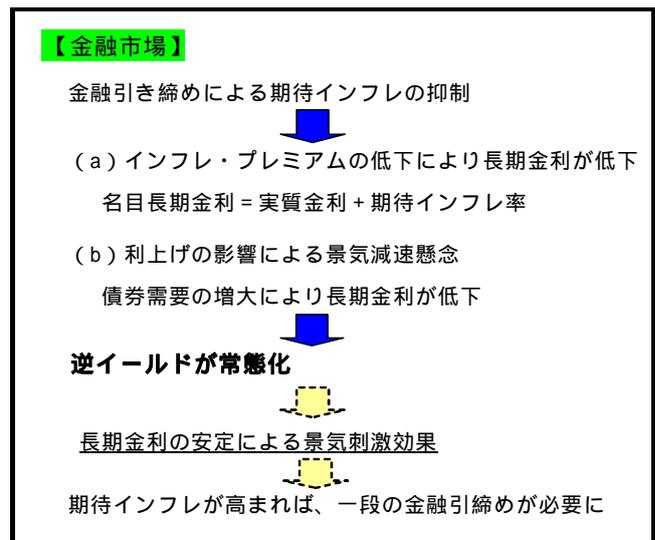
インフレの抑制と長期金利の安定は、本稿でみてきた家計と企業の好循環による景気拡大を持続的なものにする要因となろう。

図表21. 長期金利と名目GDP成長率の推移



(出所) FRB、商務省

図表22. 逆イールドが常態化する見込み



以上