

2005 年米国経済見通し

～ 年前半の在庫調整局面を経て、後半から再加速 ～

< 要旨 >

- 実質 GDP 成長率は、2004年：前年比4.4%（見込み）、2005年：同3.2%（予想）。

【2004 年】

- 米国景気は 2003 年後半以降、減税や歴史的な低金利といった政策効果を背景に高い伸びを続けてきたが、景気拡大の勢いは 2004 年前半でピークアウトしたとみられる。足元の景気は、底堅さを維持しているものの、成長テンポの減速傾向が続いている。減速要因のひとつは減税効果の剥落である。家計の可処分所得は、2003 年後半からの減税によって大きく押し上げられたが、こうした所得の押し上げ効果は、2004 年初めの確定申告に伴う税還付をもって終了した。また、長期金利が上昇トレンドに転じたことによる住宅ローン借り換えの減少や、エネルギー価格の高騰も成長テンポ減速の一因とみられる。

【2005 年】

- 2005 年の前半は、2004 年後半からの需要鈍化を受けて在庫調整局面となり、企業活動が弱含むことが予想される。ただし、2004 年中の在庫積み上がりが小幅なものにとどまるため、2005 年に入ってから在庫調整圧力は比較的小さく、在庫調整は短期間で終了する可能性が高い。
- 2005 年年央以降は、在庫調整終了によって企業の生産活動が再び活発化し、景気は加速に転じると予想する。生産の増加に伴って雇用の増加幅も拡大し、家計所得の伸びも高まってくる。また、原油価格の低下によって家計の実質購買力が高まり、個人消費も力強さを増してこよう。消費を中心とした需要の拡大を受けて、企業の設備投資意欲も年末にかけて高まり、景気は自律的な拡大サイクルに入るとみられる。



【お問い合わせ先】調査部(東京) 海外経済班

高山 E-mail: shin.takayama@ufji.co.jp

1．景気の現状と予測のポイント

(1) 景気の現状～減速傾向が続く

- 米国景気は底堅さを維持しているが、成長テンポの減速傾向は続いている。2004年7-9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率3.9%となり、4-6月期の同3.3%を上回ったが、前年比の伸び率は4.0%と2四半期連続で低下した(1-3月期:前年比5.0%、4-6月期:同4.8%)。また、コンファレンスボードの景気先行指数は、6月以降5ヵ月連続で前月水準を下回っており、減速傾向の継続を示唆している。
- 減速要因のひとつは減税効果の剥落である。家計の可処分所得は2003年後半以降、減税による押し上げが続いてきたが、こうした所得の押し上げ効果は、2004年初めの確定申告に伴う税還付をもって終了した。また、長期金利が上昇トレンドに転じたことによる住宅ローン借り換えの減少やエネルギー価格の高騰も成長テンポ減速の一因とみられる。
- 企業部門は、需要の鈍化を受けて生産活動が減速している。ただし設備投資は、情報機器の買い換え需要の増加や設備投資減税(2004年末まで)を背景に高い伸びを続けており、景気を下支えしている。

(2) 2005年の予測のポイント

前提条件

本予測は下記の条件を前提としている。

- ・中東情勢の大幅な悪化や米国内での大規模テロの再発など地政学的なリスクを増大させる事態は発生しない。
- ・米国からの急速な資本流出や、それに伴うドルの暴落は発生しない。¹
- ・原油価格の高騰は終息し、2005年のWTI原油価格は1バレル40ドル台前半で安定。²

2005年の予測～在庫調整を経て、景気は年央から再加速

- 2005年の前半は、需要鈍化を受けて在庫調整局面となり、企業活動が弱含むと予想される。ただし、2004年中の在庫積み上がりが小幅なものにとどまるため、2005年に入ってから在庫調整圧力は比較的小さく、在庫調整は短期間で終了する可能性が高い。したがって、生産や雇用のスローダウンが予想されるものの、その程度は軽微にとどまり、景気は底固く推移するとみられる。ただし設備投資については、設備投資減税の終了によって、2005年前半に減速感が強まる可能性が高い。
- 2005年年央以降は、在庫調整終了によって企業の生産活動が再び活発化し、景気は加速

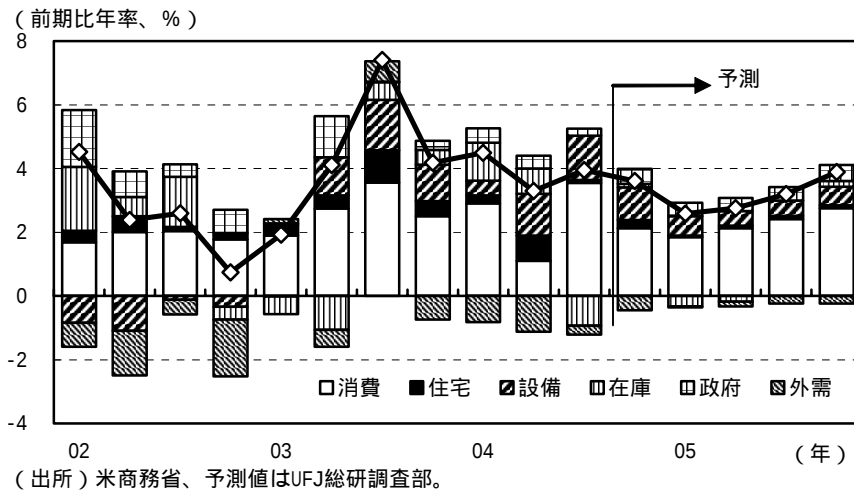
¹ 『2005年度改定経済見通し』(調査レポート04/84 2004年12月10日)参照。

² 同上。

に転じると予想する。生産の増加に伴って雇用の増加幅も拡大し、家計所得の伸びも高まってくる。また、原油価格の低下によって家計の実質購買力が高まり、個人消費も力強さを増してこよう。消費を中心とした需要の拡大を受けて、企業の設備投資意欲も年末にかけて高まり、景気は自律的な拡大サイクルに入るとみられる。

○ 以上の見通しから、2005 年の実質 G D P 成長率は前年比 3.2% と予想する（図表 1、2）。

図表 1 実質 G D P 成長率の需要項目別寄与度



図表 2 米国見通し総括表

	2004年				2005年				2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
実質 G D P (00年価格、10億ドル)	10,698	10,785	10,890	10,987	11,057	11,132	11,220	11,328	9,867	10,075	10,381	10,840	11184.4
(前期比年率)	4.5	3.3	3.9	3.6	2.6	2.8	3.2	3.9					
(前年比)	5.0	4.8	4.0	3.8	3.4	3.2	3.0	3.1	0.5	2.1	3.0	4.4	3.2
個人消費	7,543	7,572	7,667	7,724	7,774	7,833	7,899	7,976	6,905	7,123	7,356	7,627	7870.7
(前期比年率)	4.1	1.6	5.1	3.0	2.6	3.0	3.4	3.9					
(前年比)	4.2	3.6	3.6	3.4	3.1	3.4	3.0	3.3	2.5	3.2	3.3	3.7	3.2
住宅投資	543	564	566	573	574	577	579	582	449	470	511	561	578.2
(前期比年率)	5.0	16.5	1.8	5.0	1.0	1.5	2.0	1.8					
(前年比)	11.3	13.2	8.1	6.9	5.9	2.3	2.4	1.6	0.4	4.8	8.8	9.8	3.0
設備投資	1,173	1,208	1,245	1,273	1,290	1,303	1,316	1,332	1,177	1,076	1,111	1,225	1310.1
(前期比年率)	4.2	12.4	13.0	9.2	5.4	4.0	4.2	5.0					
(前年比)	10.6	10.8	10.1	9.6	10.0	7.8	5.7	4.7	-4.5	-8.6	3.3	10.3	7.0
在庫投資	40.0	61.1	35.9	39.0	30.0	25.0	25.0	30.0	-36.0	11.8	-0.7	44.0	27.5
(寄与度)	1.2	0.8	-0.9	0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.2	-1.2	0.7	-0.1	0.4	-0.2
政府支出	1,936	1,947	1,952	1,965	1,977	1,988	2,000	2,014	1,769	1,858	1,909	1,950	1994.7
(前期比年率)	2.5	2.2	1.2	2.6	2.4	2.3	2.4	2.8					
(前年比)	2.8	1.6	1.9	2.2	2.1	2.1	2.4	2.5	2.8	5.0	2.8	2.1	2.3
純輸出	-550	-580	-588	-600	-601	-605	-612	-619	-398	-472	-518	-580	-609.2
(寄与度)	-0.8	-1.1	-0.3	-0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-0.3
輸出	1,095	1,115	1,132	1,149	1,164	1,170	1,180	1,193	1,039	1,012	1,032	1,123	1176.7
(前期比年率)	7.3	7.3	6.4	6.1	5.3	2.2	3.2	4.5					
(前年比)	8.4	10.8	9.5	6.8	6.3	5.0	4.2	3.8	-5.2	-2.6	1.9	8.8	4.8
輸入	1,646	1,695	1,720	1,749	1,765	1,776	1,792	1,811	1,437	1,484	1,550	1,703	1785.9
(前期比年率)	10.6	12.6	6.0	7.0	3.6	2.4	3.6	4.5					
(前年比)	8.1	10.7	11.5	9.0	7.3	4.8	4.2	3.5	-2.6	3.3	4.4	9.8	4.9
名目 G D P (10億ドル)	11,473	11,649	11,757	11,945	12,069	12,206	12,322	12,501	10,102	10,487	11,004	11,706	12274.7
(前期比年率)	7.4	6.3	3.8	6.5	4.2	4.6	3.9	5.9					
(前年比)	6.8	7.0	5.8	6.0	5.2	4.8	4.8	4.7	2.9	3.8	4.9	6.4	4.9
消費者物価コア (前年比、%)	195.0	196.5	196.9	198.0	199.06	200.27	201.07	202.56	186.1	190.5	193.2	196.6	200.7
	1.3	1.8	1.8	2.1	2.1	1.9	2.1	2.3	2.7	2.3	1.5	1.8	2.1
鉱工業生産 (前期比、%)	114.4	115.8	116.7	117.8	118.59	119.30	119.77	120.49	111.2	110.9	111.2	116.2	119.5
	1.6	1.2	0.8	0.9	0.7	0.6	0.4	0.6	-3.5	-0.3	0.3	4.5	2.9
失業率 (%)	5.6	5.6	5.4	5.4	5.5	5.6	5.5	5.4	4.8	5.8	6.0	5.5	5.5
貿易収支 (通関、億ドル)	-1,469	-1,599	-1,637	-1,661	-1,662	-1,473	-1,539	-1,660	-4,119	-4,683	-5,324	-6,366	-6334
(名目 G D P 比)	-5.6	-5.6	-5.7	-5.6	-4.9	-5.0	-5.4	-5.5	-4.1	-4.5	-4.8	-5.4	-5.2
F F レート	1.00	1.01	1.44	2.25	2.50	2.75	3.25	3.75	-	-	-	-	-
10年債利回り	4.0	4.6	4.3	4.2	4.4	4.7	5.1	5.4	-	-	-	-	-

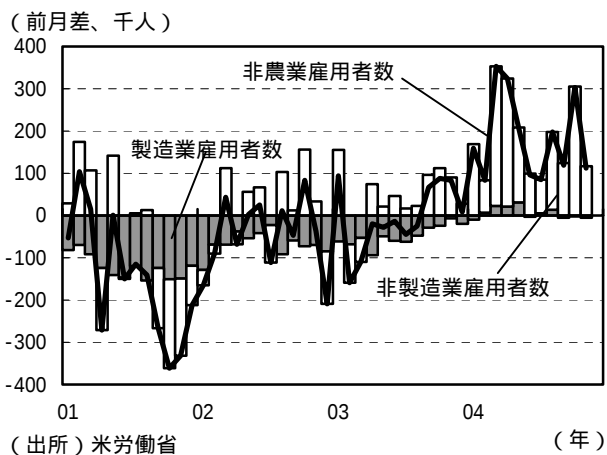
(注) 金利は実績値は期中平均、予測値は期末値、2004年3QのGDPは改定値ベース

2. 家計部門

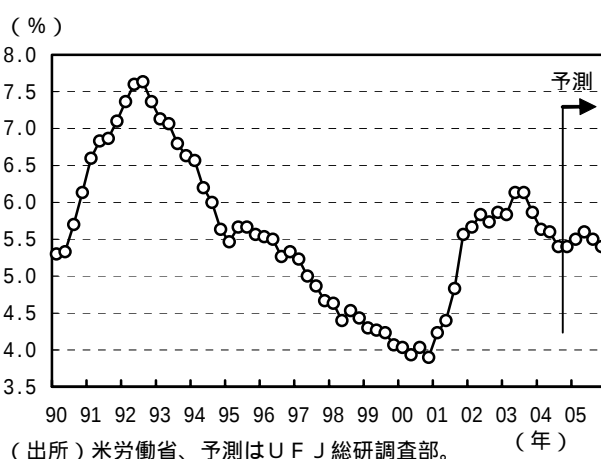
(1) 雇用環境～回復基調が持続

- 雇用の回復が続いている。非農業雇用者数は、2004年1～6月に合計122.3万人（毎月平均20.4万人）の大幅な増加となった（図表3）。7月以降も毎月16.3万人のペースの増加が続いている。失業率も改善が続いており、11月の失業率は5.4%と2001年10月以来の水準にまで低下した（図表4）。
- 雇用環境は今後も回復基調が持続する可能性が高い。その理由のひとつは、生産性の伸びの鈍化である。7-9月期の非農業部門の生産性伸び率は前期比年率1.8%に鈍化する一方、労働投入量の伸び率は同2.4%に加速した（図表5）。生産性の伸びが低下したことにより、需要の増加に対して労働投入を増やすことで対応する傾向が強まってきたことを示している。
- 2005年の雇用環境は、在庫調整局面となる年前半については、製造業を中心に一時的に雇用拡大ペースが鈍化することが予想されるが、在庫調整が終了する年央以降は再び力強さを増してくるとみられる。なお、失業率は低下傾向で推移するが、雇用が増加する一方で雇用回復期待の高まりから労働市場への参入も増加するため、失業率の低下テンポは緩やかなものにとどまる可能性が高い（図表6）。

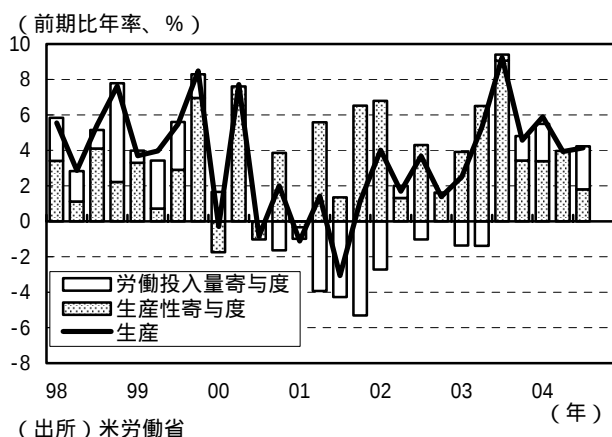
図表3 非農業雇用者数



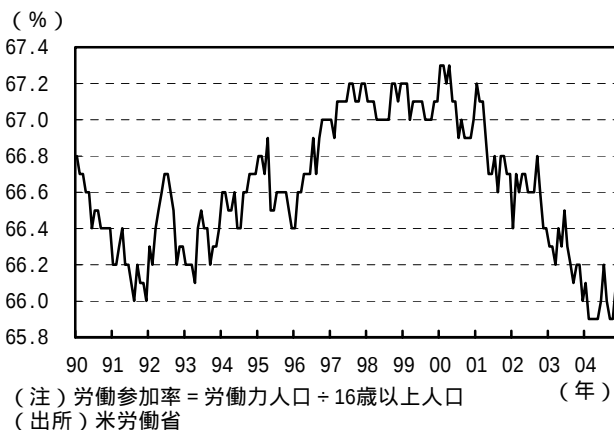
図表4 失業率



図表5 非農業部門生産



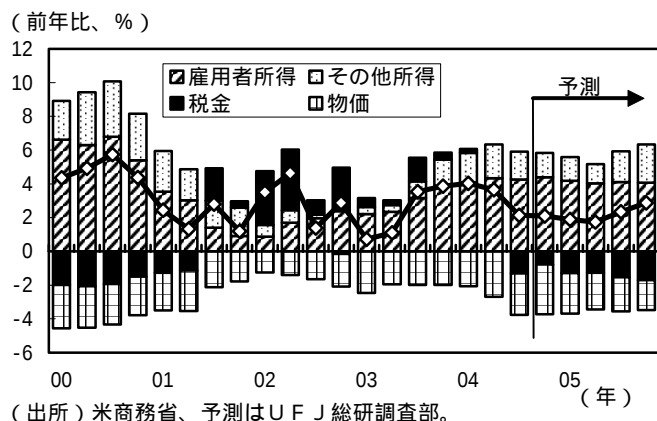
図表6 労働参加率



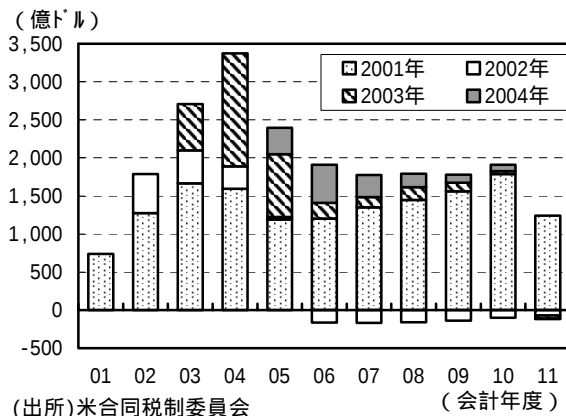
(2) 所得～雇用回復を背景に底堅く推移

- 家計の実質可処分所得の伸びは鈍化している。7-9 月期の家計収入（名目ベース、税引き前）は、雇用回復を反映して前年比 5.0% 増と高い伸びを維持したが、減税効果の剥落によって租税要因がマイナス（可処分所得の押し下げ要因）に転じたことや、エネルギー価格高騰によるインフレ率の上昇を受けて、実質可処分所得の伸びは同 2.1% に鈍化した（図表 7）。
- 2005 年の家計の可処分所得の伸びは、減税効果で大きく押し上げられた 2004 年（図表 8）に比べれば鈍化するが、雇用拡大を背景に底堅く推移するとみられる。とくに雇用の増加ペースが加速する年後半以降は、可処分所得の伸びも高まってこよう。また、エネルギー価格の下落が実質可処分所得を押し上げるとみられる。

図表 7 実質可処分所得



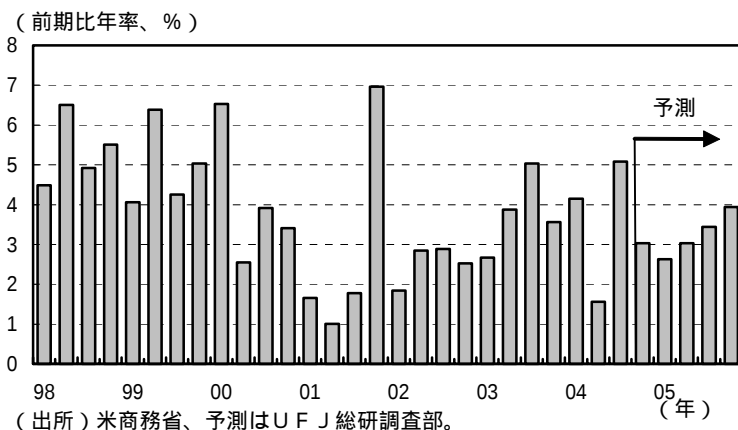
図表 8 ブッシュ政権による減税累計額



(3) 個人消費～減税等の押し上げ効果は剥落するが、底堅さを持続

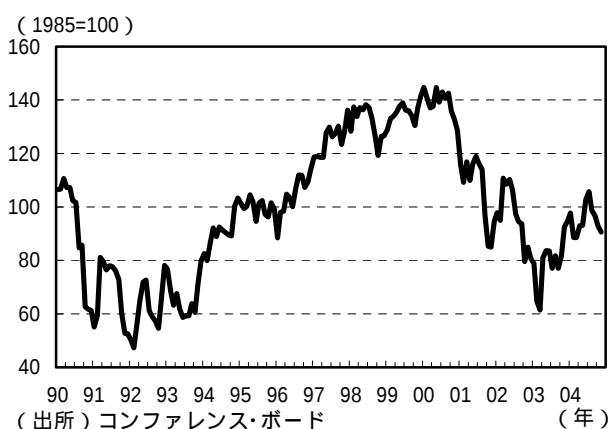
- 消費は底固い動きが続いている。減税効果が剥落した 2004 年 4-6 月期の消費は前期比年率 1.6% 増に鈍化したが、7-9 月期は販促インセンティブ拡大による自動車販売の好調等が寄与し同 5.1% 増（改定値）に持ち直した（図表 9）。雇用環境の回復持続が消費を下支えしている。ただし 10-12 月期については、自動車販売の落ち込み（10～11 月の販売台数は 2 ヶ月連続で減少）やクリスマス商戦の出足の鈍さなど弱い動きもみられる。

図表 9 実質個人消費

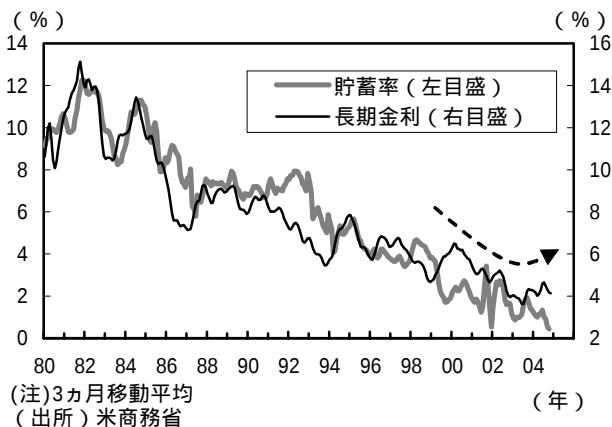


- 消費は 2005 年初めにかけて鈍化傾向が続くとみられる。コンファレンスボードの消費者信頼感指数は、8 月以降 4 ヶ月連続で低下しており、消費の先行き鈍化を示唆している（図表 10）。また、エネルギー価格の高騰は収束したとみられるが、依然として高水準で推移しており、冬場の暖房費負担がその他の消費の圧迫要因となろう。
- 消費は、2005 年半ばから再び伸びが高まってくるとみられる。在庫調整終了を受けて雇用の増加ペースが加速するため、家計所得の伸びが高まり、消費者マインドも上昇基調に転じよう。また、エネルギー価格低下の持続によって、家計のエネルギー費負担が縮小することも消費の反発力を強める要因となる。ただし、その一方、緩やかではあるが金利の上昇が続くことを受けて貯蓄率が上昇するため、消費が大幅に加速する可能性は小さい（図表 11）。

図表 10 消費者信頼感指数



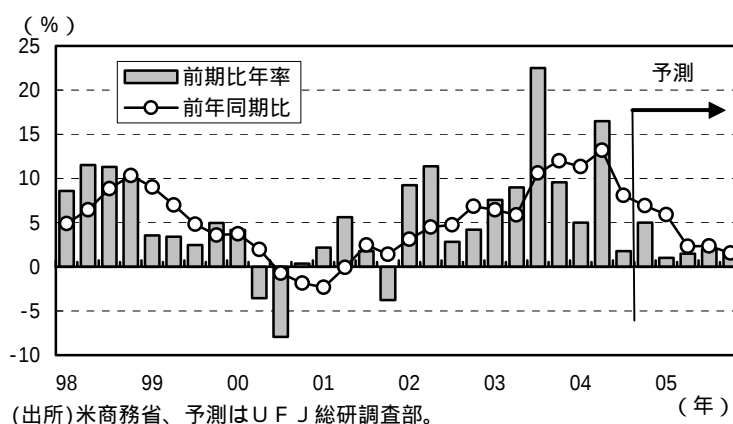
図表 11 貯蓄率と長期金利



(4) 住宅投資～緩やかに減速

- 足元の住宅投資には足元、ピークアウトの兆しがみられる。7-9 月期の住宅投資は前期比年率 1.7% 増と、4-6 月期（同 16.5% 増）から大きく鈍化した（図表 12）。前年比で見ても、7-9 月期は 8.1% 増と 5 四半期ぶりに 10% を下回った。

図表 12 実質住宅投資



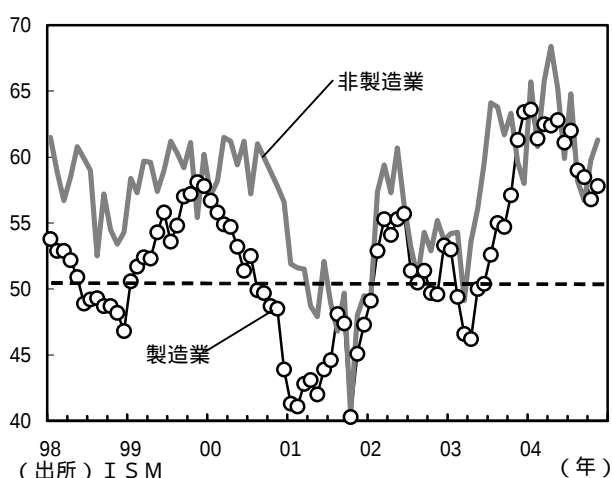
- 住宅投資は2002年以降、長期金利の大幅低下を受けて高い伸びが続いてきたが、今後は長期金利の上昇によって、減速に向かう可能性が高い。ただし、住宅投資が大幅に落ち込む可能性は小さい。雇用環境の改善や所得の増加など住宅投資の押し上げ要因も存在しており、また、インフレ率の安定を背景に長期金利の上昇が緩やかなものにとどまることも住宅投資の失速回避に寄与しよう。
- なお、足元の住宅市場は、住宅価格の上昇率が過去最高となるなど過熱感が強いが、2005年は、住宅需要の鈍化により住宅市場の過熱感も後退していくとみられる。

3．企業部門

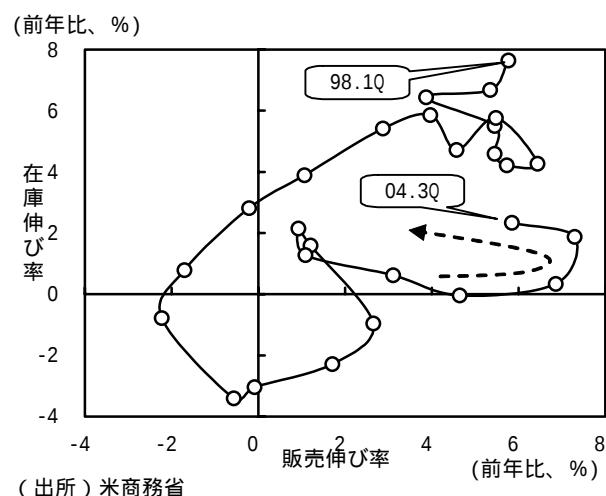
(1) 企業活動～2005年前半は在庫調整局面に

- 企業活動は拡大を続けているが、拡大のペースは鈍化している。ISM（米供給管理者協会）指数は、製造業、非製造業ともに企業活動の拡大・縮小の分岐点である50を上回っているものの、2004年前半に比べて水準は低下している（図表13）。
- 在庫循環の動きをみると、7-9月期は販売の伸びが鈍化する一方、在庫の伸びが拡大しており、在庫調整圧力の高まりを示している（図表14）。自動車や半導体など一部の業種は既に生産調整を始めている。今後、こうした動きが他の業種にも拡大してくるとみられ、2005年前半は在庫調整局面となり、企業活動が弱含む可能性が高い。ただし、2004年中の在庫積み上がりが小幅にとどまることから、在庫調整は比較的小幅かつ短期間で終了し、2005年後半から企業活動は再び堅調さを増してくるとみられる。

図表13 ISM指数



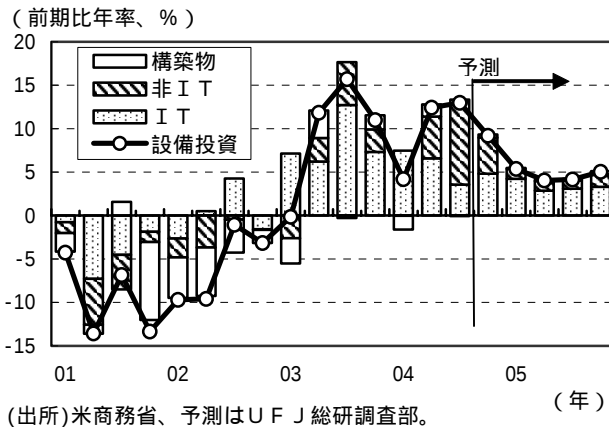
図表14 在庫循環（製造・卸・小売業）



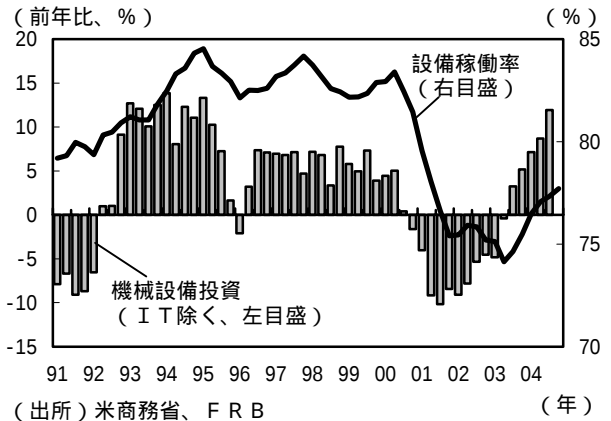
(2) 設備投資～2005 年前半は一時的な弱含み局面に

- 設備投資は高い伸びが続いている。2004 年 7-9 月期の実質設備投資は前期比年率 12.9% 増となり、2 四半期連続で二桁台の伸びとなった(図表 15)。更新需要一巡によって情報化投資は鈍化した、その一方で設備稼働率の上昇を背景に非情報化機械投資の伸びが高まり(図表 16)、設備投資全体としては高い伸びを維持した。2004 年末の投資減税期限切れを前に駆け込み需要の発生も予想され、2004 年いっぱいには設備投資の堅調が持続すると見込まれる(図表 17)。
- 2005 年前半は投資減税終了に伴う反動や在庫調整に伴う生産の鈍化から、一時的な設備投資の弱含みが予想される。ただし、資本ストック循環の動きをみると、設備投資は中期的な拡大局面に入っているため、大幅な落ち込みとなる可能性は小さい(図表 18)。また、在庫調整も小幅なものにとどまるため、2005 年後半からは、企業活動が再び活発化することによって設備投資も力強さを増してくるとみられる。

図表 15 実質設備投資



図表 16 設備稼働率と実質機械設備投資

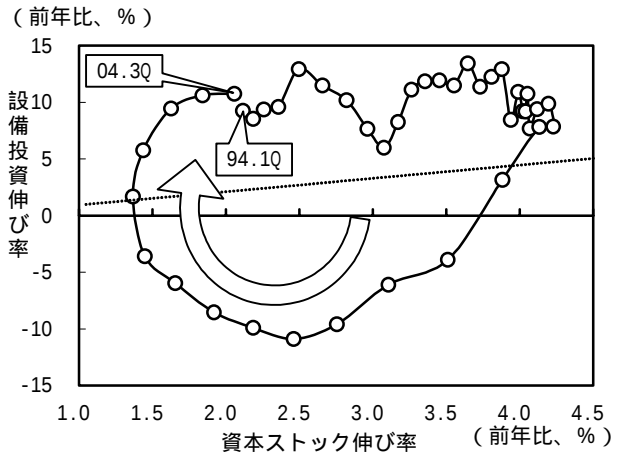


図表 17 設備投資減税

A . 設備の初年度追加特別償却枠 (2002 年)	
内容	新規に投資した設備について、初年度は通常の償却に加えて、投資額の30%の償却を認める (2003 年減税で、特別償却枠を50%に拡大。)。
対象	2005 年1月1日までに購入し、稼働した設備。
B . 中小企業向け投資減税 (2003 年)	
内容	新規に投資した設備について、10万ドルの即時償却を認める (従来は2.5万ドル)。
期間	2003 年1月から2007 年12月まで (当初は2005 年までだったが、2004 年減税で延長)。

(注) 中小企業は、 A と B の併用可。
(出所) 米財務省、米合同税制委員会

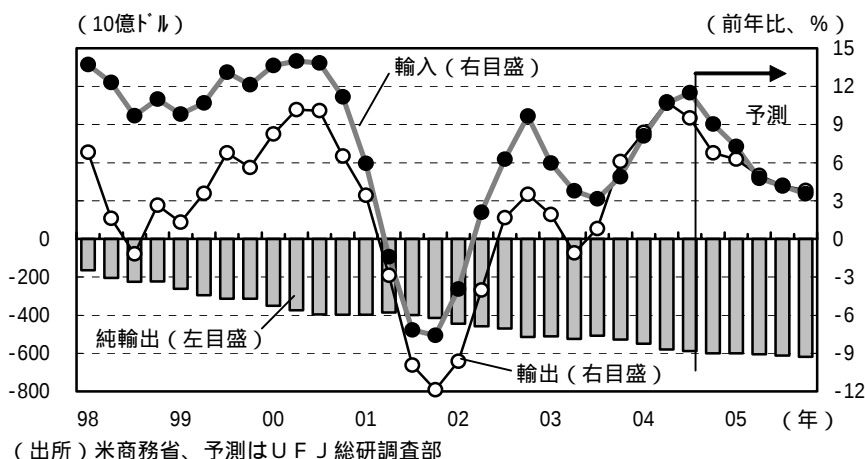
図表 18 資本ストック循環



4．外需

- 純輸出は、マイナス幅の拡大基調が続いている（図表 19）。2004 年 7-9 月期の純輸出は年率 5,880 億ドルのマイナスとなり、4-6 月期に比べてマイナス幅が 73 億ドル拡大した（実質 GDP 成長率（前期比年率ベース）に対する寄与度はマイナス 0.3%ポイント）。こうした純輸出のマイナス幅拡大傾向は、米国の内需の相対的な強さに起因するものであり、2005 年も継続する可能性が高い。

図表 19 実質純輸出



- ただし、2005 年の純輸出はドル安の効果によって、マイナス幅の拡大ペースが鈍化するとみられる。時系列分析の結果によると、ドル相場の変動が純輸出に与える影響は 3～4 年目が最も大きい（図表 20）。これは為替（＝価格）の変動が数量の変化につながるまでに時間がかかるためと考えられる。最近のドル安傾向は 2002 年の後半から始まったため、2005 年には純輸出の押し上げ（マイナス幅縮小）効果が強く現れてくるとみられる（図表 21）。

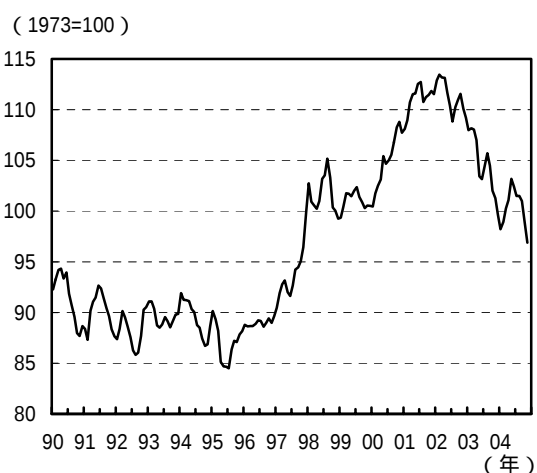
図表 20 ドル安の純輸出に対する影響



(注) 当期（1年目）におけるドルの10%の下落（ドル安）が、その後の純輸出に与える効果。VARモデルによるインパルス応答関数。

(出所) U F J 総研調査部試算

図表 21 ドル実質実効レート

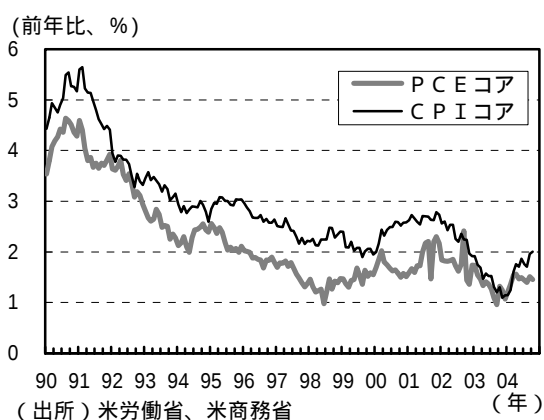


5．物価と金融政策

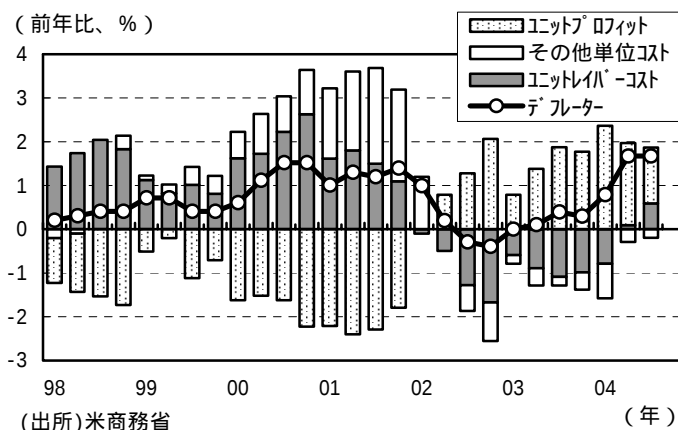
(1) 物価～コアインフレ率は緩やかに上昇

- インフレ率は緩やかに上昇している。2004 年 10 月のコア C P I（エネルギー及び食品価格を除く消費者物価）上昇率は前年同月比 2.0% となり、2002 年 10 月以来初めて 2% 台の伸びとなった（図表 21）。ただし、インフレ率の上昇ペースは緩やかなものにとどまっており、インフレ圧力は引き続き抑制された状態にあるといえる。F e d（米連邦準備制度）の注目度が高いとされる個人消費デフレーターのコア指数についても、3 月以降の上昇率は前年比 1.5% 前後で安定している（10 月は同 1.45%）。また、原油等の一次産品価格高騰の影響が懸念されたが、小売段階での価格競争の厳しさなどから物価全般に対する波及は軽微なものにとどまった。
- 2005 年もインフレ率の緩やかな上昇傾向が続くとみられる。足元の設備稼働率は、水準は低いものの上昇傾向で推移しており（前掲図表 16）、需給ギャップのマイナス幅縮小（企業の価格決定力持ち直し）を示唆している。また、雇用拡大に伴ってユニット・レイバー・コスト（単位労働コスト）は上昇に転じている（図表 23）。2005 年も雇用の拡大が持続することから、人件費要因による物価の押し上げが続こう。
- ただし、価格競争や安価な海外製品の流入といったインフレ抑制要因は今後も継続するとみられるため、インフレ率が急上昇する可能性は小さい。また 2005 年前半については、在庫調整による需要の鈍化を反映して、インフレ圧力も一時的に緩和すると予想する。

図表 22 コアインフレ率



図表 23 GDPデフレーター（非金融部門）



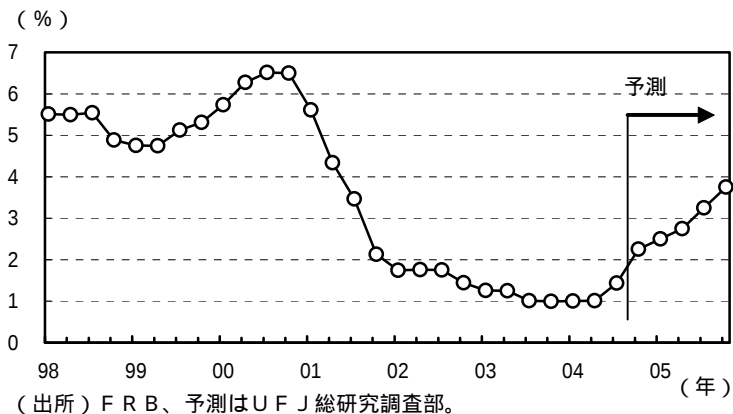
(2) 金融政策～「慎重なペース」での利上げが継続

- F F レートの小幅な引き上げが続いている（次ページ図表 24）。F e d は、2004 年 6 月 29-30 日の F O M C（連邦公開市場委員会）において約 4 年ぶりとなる利上げを行い、緩和的な金融政策の解除に動き始めた。その後の F O M C でも毎回利上げが実施されている。ただし、利上げ幅は毎回 0.25% と「慎重なペース」にとどまっている。足元の F

F レートは 2.00% であり、3～5% といわれる中立水準を大きく下回っている。

- 2005 年も、中立水準へ向けて「慎重なペース」での利上げが継続するとみられる。緩やかながらもインフレ率が上昇することも利上げ継続の背景となろう。ただし、2005 年前半は在庫調整によって景気が弱含むことから、4 回ある F O M C のうち 1～2 回は利上げが見送られるとみている。2005 年末の F F レートは 3.75% と予想する。

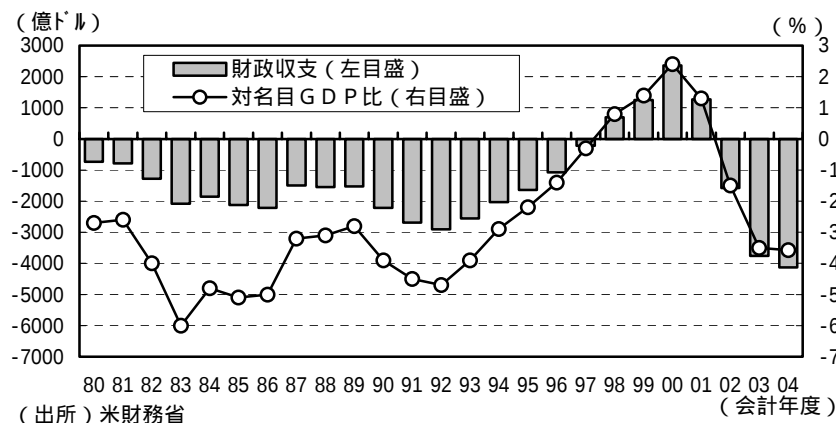
図表 24 F F レート



6 . 財政収支

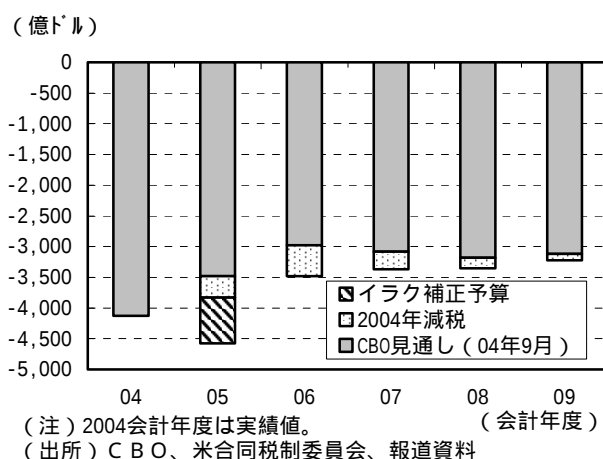
- 財政収支は大幅な赤字が続いている。2004 会計年度 (2003 年 10 月～2004 年 9 月) の財政赤字は 4,126 億ドル (名目 G D P 比 3.6%) と、前年度に比べて赤字額が 369 億ドル拡大した (図表 25)。2005 会計年度についても大幅赤字の継続が見込まれている。

図表 25 財政収支

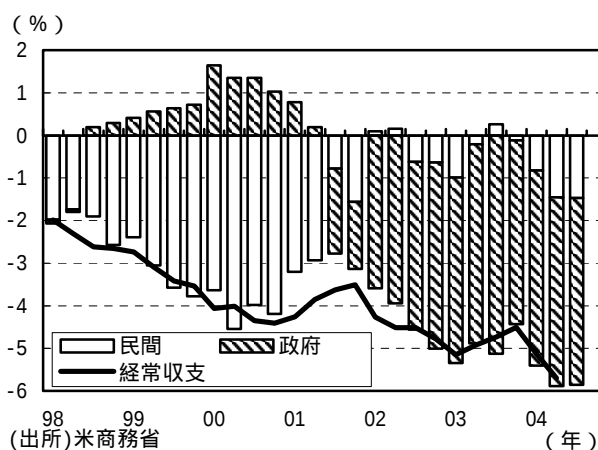


- C B O（米議会予算局）の財政見通し（9月7日発表）によると、2005会計年度（2004年10月～2005年9月）の財政赤字は3,480億ドル（前年度比646億ドルの赤字縮小）と予想されている（図表26）。しかし、財政見通し発表後に2つの減税法案³が成立しており、これらの影響を加味すると2005会計年度の財政赤字は3,829億ドルに拡大する。また、イラク及びアフガニスタン関連の戦費として新たに最大750億ドルの補正予算が申請されるとの観測もある。この補正予算が可決されれば、2005会計年度の財政赤字は4,579億ドルに達し、前年度を上回ることになる。
- 最近の米国経済は、財政赤字と経常赤字という2つの赤字（いわゆる「双子の赤字」）が大きな問題となっている。経常赤字は国内のIS（貯蓄・投資）バランスの投資超過状態を反映したものであり、近年の経常赤字拡大は政府部門の投資超過（＝財政赤字）に起因しているといえる（図表27）。したがって「双子の赤字」問題の解決には財政赤字削減が不可欠であるが、ブッシュ政権は今のところ有効な赤字削減策を打ち出していない。年明けに予定されている大統領就任演説や一般教書演説、または2月に議会に提出される予算教書などで、実効性のある赤字削減策が提示されることが期待されるが、提示されない場合には、ドル安が一段と進行するリスクが高まろう。

図表 26 財政見通し



図表 27 IS バランスと経常収支（GDP 比）



³ 「WORKING FAMILIES TAX RELIEF ACT OF 2004」（10月4日署名）と「AMERICAN JOBS CREATION ACT OF 2004」（10月22日署名）。