



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

May 2, 2012

<FOCUS>

暖冬後の個人消費は株価次第？

- ▶ 今週発表された3月の実質個人消費は前月比+0.1%と低めの伸びとなった。米国の個人消費はこのところ底堅さを示してきたが、これは消費性向の上昇によって大きく牽引されたものである。株価上昇が資産効果をもたらすと同時に、異例の暖冬が若干の押し上げ要因として加わった結果と整理できる。今後の個人消費を占ううえでは、こうした外部環境が重要だ。
- ▶ 暖冬の影響からみると、今冬は歴史的な暖かさであった。過去10年平均との気温差は華氏3度に及び、これによって家計のエネルギー消費量は顕著に抑制された格好だ。懸念されたガソリン価格高騰の影響は暖冬によって相殺され、家計のエネルギー消費額が可処分所得に占める割合は今年1月にかけてむしろ低下した。
- ▶ 今後はこうした暖冬要因は剥落するとみられるが、原油などエネルギー価格が安定的に推移すれば、家計のエネルギー消費の負担感は概ね横這い圏内の動きにとどまりそうだ。目先は、暖冬要因が剥落するなか、個人消費は減速気味とみられるものの、急失速は避けられるとみていいだろう。
- ▶ 他方、より注視が必要なのは株価だと思われる。このところ堅調さが目立っていたのは、株価への感応度が高い自動車などの耐久消費財であり、これは暖冬によるエネルギー支出の軽減よりも、株高によってペントアップ・デマンドが喚起されたとみる方が自然である。ちなみに、新車購入費は高・中所得層のウェイトが大きく、実際に個人消費の押し上げ要因になったのは、資産効果によって刺激された高・中所得層の耐久財需要だとみられる。
- ▶ 株価の先行きだが、緩やかな景気回復が続くなか、増益率は低下しつつも増益基調自体は維持されると見込まれる。ただ、足元で労働分配率の底入れが徐々に明確化している点には注視が必要だ。今後、雇用の増加ペースは需要の伸びに見合ったところへ鈍化するとみられるが、裏返せばそうした動きが増益傾向と株価上昇を維持する要因となる。高所得層のシェアが大きい米国の消費構造を前提とすると、目先は雇用が少しペースダウンした方が、株高による消費刺激と景気回復持続に繋がる可能性もあながち否定できないわけだ。

<FOCUS> 暖冬後の個人消費は株価次第？

株高と暖冬で底堅かった個人消費

今週発表された3月の実質個人消費は前月比+0.1%と低めの伸びとなった。2月が同+0.5%と高い伸びとなったことの反動も出たとみられるが、第1四半期の個人消費は最終月にかけてややペースダウンした形である。

米国の個人消費はこのところ底堅さを示してきたが、これは雇用所得環境の回復もあるが、消費性向の上昇により大きく牽引されたものである(第1図)。欧州債務問題が小康状態を取り戻すなかでの株価上昇が消費マインドの改善と消費性向の上昇、すなわち資産効果をもたらすと同時に、異例の暖冬が押し上げ要因として加わった結果と整理できるだろう。したがって、今後の個人消費を占ううえでは、雇用所得環境に加え、こうした外部環境がどうなるかが重要だ。

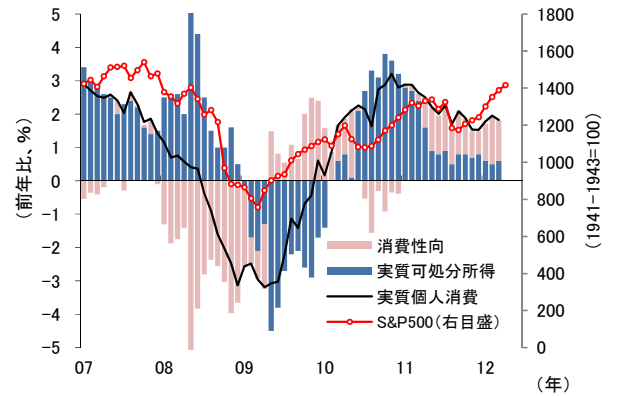
暖冬がガソリン高の悪影響を相殺

まず、暖冬の影響からみると、今冬(12月~2月)は歴史的な暖かさであった。商務省によると、今冬の平均気温は史上4番目、2000年以来の高さとなっている。過去10年平均との気温差は華氏3度に及んでおり、これによって家計のエネルギー消費量は過去数年とは大きく異なり160億ドル程度(消費に占める比率は年率換算約0.1~0.2%)抑制された格好となっている(第2図)。

懸念されたガソリン価格高騰の影響は暖冬によって相殺され、家計のエネルギー消費額が可処分所得に占める割合は今年1月にかけてむしろ低下した(第3図)。同比率はなお高水準にはあるが、個人消費が減速を余儀なくされた昨年初夏頃のような急上昇は回避されている。

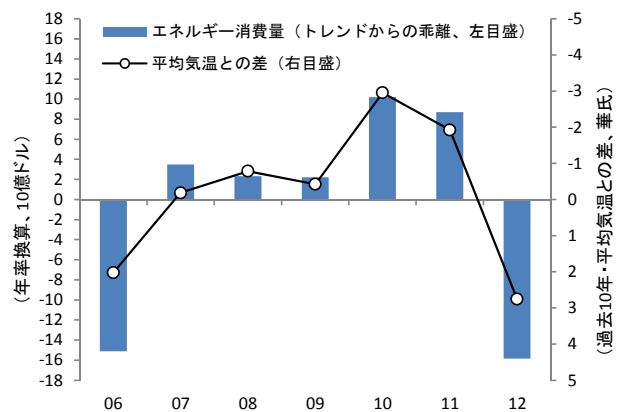
今後はこうした暖冬要因は剥落するとみられるが、中東情勢緊迫化などの外的ショックが回避され、グローバルな景気停滞観測などを背景に原油などエネルギー価格が安定的に推移すれば、家計のエネルギー消費の負担感は概ね横這い圏内の動きにとどまりそうだ。目先は、暖冬要因が剥落するなかで、個人消費は減速気味とみられるものの、急失速

第1図: 個人消費と株価の推移



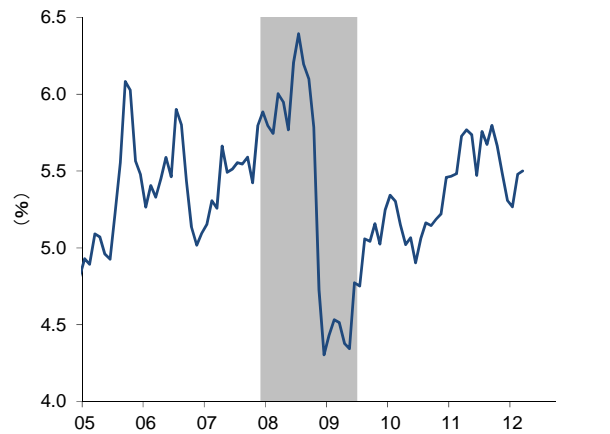
(資料)米商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 平均気温差とエネルギー消費量



(注)エネルギー消費量は各年1~3月期(2012年は1~2月)、平均気温は便宜的に12月~2月のデータを使用。
エネルギー消費量のトレンドは2005年~2012年(線形)とした。
(資料)商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: エネルギー関連支出の対可処分所得比



(注)シャドウは景気後退局面。
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

は避けられるとみていいだろう。

より影響が大きいのは耐久財への資産効果

他方、個人消費の先行きをみるうえで、より注視が必要なのは株価だと思われる。

まず、上述の通り、外的ショックが無ければエネルギー消費の変動自体は総じて小幅なものにとどまる公算が大きい。また、最近の個人消費の中身をもエネルギー消費が抑制された分以上に、他の消費が喚起された様子は窺われない。

このところ堅調さが目立っているのは、株価への感応度が高い自動車などの耐久消費財であり、これは暖冬によるエネルギー消費の軽減よりも、株高によってペントアップ・デマンドを中心に耐久財需要が喚起されたとみる方が自然であろう。

ちなみに、家計のエネルギー支出と新車購入費を所得階層別にみると、エネルギー支出に比べ、新車購入費は高・中所得層のウェイトが大きい（第4図）。暖冬は幅広く家計のエネルギー支出を少しずつ軽減することに繋がったとみられる一方、実際に個人消費の押し上げ要因になったのは、資産効果によって刺激された中・高所得層の耐久財需要だとみられる。

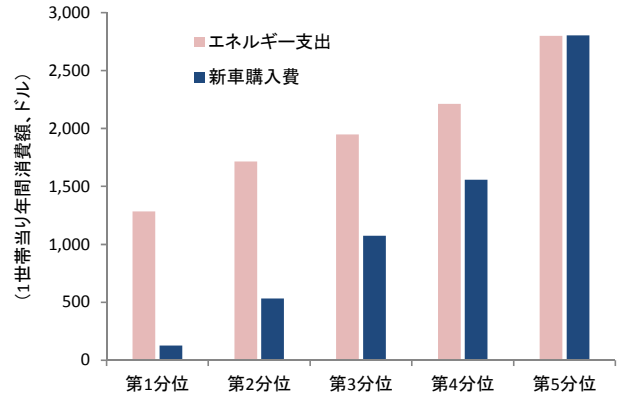
株価の上昇テンポは鈍化の公算

問題は先行きの株価だが、ファンダメンタルズの観点からは、緩やかな景気回復が続かなかで、増益率は低下しつつも増益基調自体は維持されると見込まれる。ただ、目先、注視が必要なのは人件費の動向だ。

最近の労働分配率は底入れが徐々に明確化してきており、企業にとって労働コストが幾分増加しつつあることを示している（第5図）。労働コストの増加は当然、企業収益の鈍化に繋がる。背景は賃金上昇率が漸く底入れしつつあることに加え、このところの雇用の伸びが需要（≒売上）の伸びを若干上回っているためである。後者については、以前にも当レポートで指摘した通り、今後、雇用の増加ペースは需要の伸びに見合ったペースへ緩やかに鈍化する公算が大きい。裏返せば、そうした動きが今後の企業収益の増益傾向を維持する要因となる。

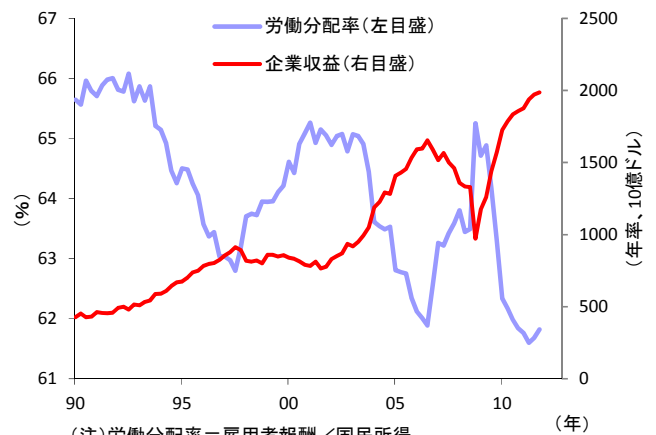
金融緩和によるこれ以上の需要の刺激が難しく、また金融市場のリスク・テイク促進による株高を実現できないのであれば、むしろ目先は雇用の回復が少しペースダウンした方が、株高による消費刺激と景気回復持続に繋がる可能性もあながち否定できないわけだ。無論、これはあくまで所得分配のあり方など経済価値観とは離れて、高所得層のシェアが大きい米国の消費構造を前提とした推論である。

第4図：所得階層別・エネルギー支出と新車購入費



(注) 家計を所得別に20%毎に分類したもの。2010年調査。
(資料) 労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：労働分配率と企業収益



(注) 労働分配率＝雇員報酬／国民所得
(資料) 商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.