



# 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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara |栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

*A member of MUFG, a global financial group*

December 26, 2014

## <FOCUS>

### 今年の年末商戦は良好に着地か

- 足元の米国の経済指標は、個人消費関連では堅調な結果が続いている。年末商戦については、一部の速報的且つ対象を絞った調査で弱めの結果もみられるが、全体で見れば概ね良好と言えそうだ。小売売上高から年末商戦関連を抽出すると、11月迄の結果ではあるものの金融危機以降で最も高い上昇率となっている。
- このように個人消費が堅調な背景には、雇用所得環境の持続的改善が指摘できる。11月の雇用統計では雇用者数、労働時間、賃金が揃って改善し、実質雇用者所得は3ヵ月前比年率で+4%程度上昇した。また、消費マインドの緩やかな改善基調も一因であろう。特に米国家計の所得期待がここ半年程度に亘って水準を徐々に高めてきている点は、消費行動に少なからぬ好影響を与えつつあると思われる。
- 足元ではガソリン価格下落による実質購買力の上昇も消費の大きな押し上げ要因である。加えて、12月後半になっての天然ガス価格下落も、暖房需要の高まる冬場においては特に家計への恩恵となろう。家計のエネルギー関連支出額は可処分所得の5%程度(2013年末)に相当し、依然としてその価格変動が消費へ与える影響は大きい。
- なお、エネルギー関連支出の所得に占める割合は、低所得層において高く、特に近年高まっている。低所得層は一般に消費性向が高いため、エネルギー価格下落により利用可能となった資金を貯蓄せず、他の消費へまわす可能性は高いと言える。
- このように目先の消費は堅調持続若しくは一段と上振れる可能性もある一方、その先については、FRBによる大幅な金融緩和状態からの出口戦略が想定されるほか、エネルギー価格下落のプラス影響も一巡するため、消費の実力・自律的な拡大力が愈々試される局面となろう。

<FOCUS>今年の年末商戦は良好に着地か

個人消費は堅調に推移

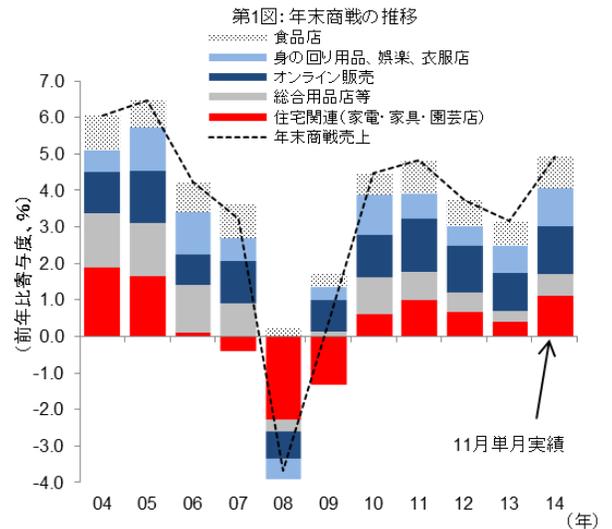
足元の米国の経済指標は、住宅関連等で市場予想を下回る結果もみられるが、個人消費関連では堅調な結果が続いている。

直近 11 月の小売売上高は前月比+0.7%となり、10 月（同+0.5%）に続き高めの上昇率を記録。価格が下落しているガソリン等の一部を除いて、幅広い品目（小売店）で増加がみられた。今週発表された個人消費全体をカバーする 11 月の個人消費支出も前月比+0.6%と小売売上高同様、堅調な結果となった。

また、7-9 月期実質 GDP 成長率の確定値も発表されたが、内訳の個人消費は前期比年率+3.2%と改定値（同+2.2%）から大幅に上方修正。個人消費の増勢は年央より強まっていた点が確認された。

年末商戦については、一部の速報的且つ対象を絞った調査で弱めの結果もみられるが、全体で見れば概ね良好と言えそうだ<sup>1</sup>。小売売上高から年末商戦関連を抽出すると、11 月迄の結果ではあるものの金融危機以降で最も高い上昇率となっている（第 1 図）。

その後の 12 月も年末商戦は勢いを維持しているようだ。ICSC（ショッピングセンター国際評議会）による週次チェーンストア売上高をみると、感謝祭・ブラックフライデー前後は天候要因もあり低めの上昇率だったが、直近 12 月 20 日終了週は前年比+3.1%へ加速。アンケート調査結果から、消費行動は前倒しされておらず幾分後倒し傾向が窺われる点もプラス材料である<sup>2</sup>。

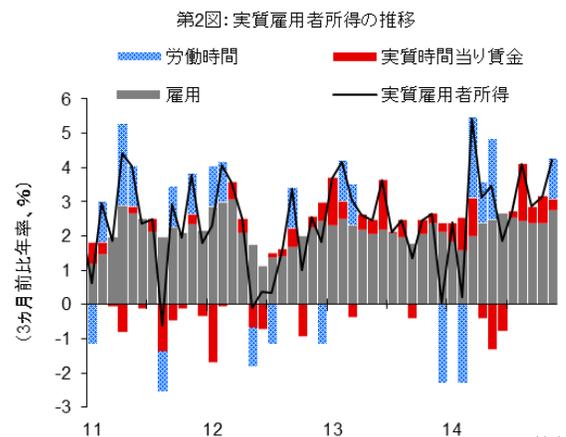


(注)ここでの年末商戦売上は商務省小売売上高から自動車関連・ガソリンスタンド・飲食店を除き、11月と12月分を合計したもの。  
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

背景には雇用所得環境の改善や所得期待の上昇

このように個人消費が堅調な背景には、雇用所得環境の持続的改善が指摘できる。11 月の雇用統計では雇用者数、労働時間、賃金が揃って改善し、それらをもとに試算した実質雇用者所得は 3 ヶ月前比年率で+4%程度上昇した（第 2 図）。

また、消費マインドの緩やかな改善基調も一因であろう。12 月 3 日付 Weekly でも指摘の通り、特に米国家計の所得期待（所得が増加との回答割合ー減少との回答割合、%）がここ半年程度に亘って水準を徐々に高めてきている点は、消費行動に少なからぬ好影響を与えつつあると思われる。



(注)コアCPIで実質化。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

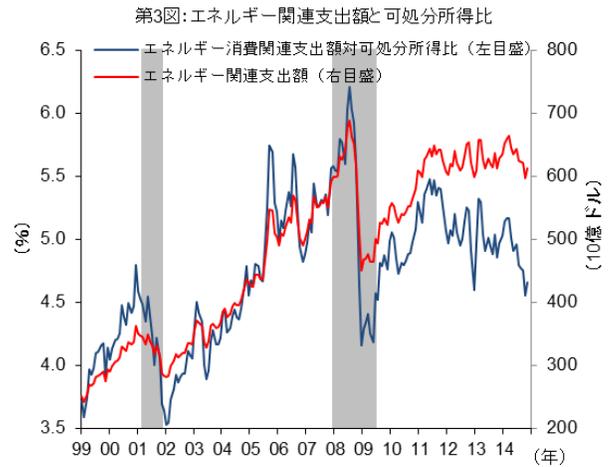
<sup>1</sup> 全米小売業協会 (NRF) は 10 月時点で、年末商戦 (11-12 月の小売売上高) を前年比+4.1%と予想。これは 2011 年 (同+4.8%) 以来の上昇率となる。NRF はその後、11 月実績が前月比+0.6%、前年比+3.2%と概ね予想通りの進捗であると発表。

<sup>2</sup> ICSC による 12 月 19 日から 21 日のアンケート調査では、「ホリデーショッピングをどの程度終了したか」との結果 (中央値) は 74.8%。過去 4 年間で最低水準に止まっている (2011 年は 89.8%、2012 年は 84.0%、2013 年は 83.5%)。

### 原油・天然ガス価格下落が実質購買力を押し上げ<sup>3</sup>

足元ではガソリン価格下落による実質購買力の上昇も消費の大きな押し上げ要因である。直近のガソリン価格は 2.403 ドル/ガロン（レギュラー・全米平均）と前年比で 27%程度下落しており、原油価格の動向からは一段の下落が見込まれる。加えて、12 月後半になっての天然ガス価格下落も、暖房需要の高まる冬場においては特に家計への恩恵となろう。

家計のエネルギー関連支出額（名目）は 2013 年で 6,280 億ドル（第 3 図）。内訳ではガソリンが 3,818 億ドル、電気・ガスが 2,197 億ドルとなっている。エネルギー関連支出額は可処分所得の 5%程度に相当し、依然としてその価格変動が消費へ与える影響は大きい<sup>4</sup>。

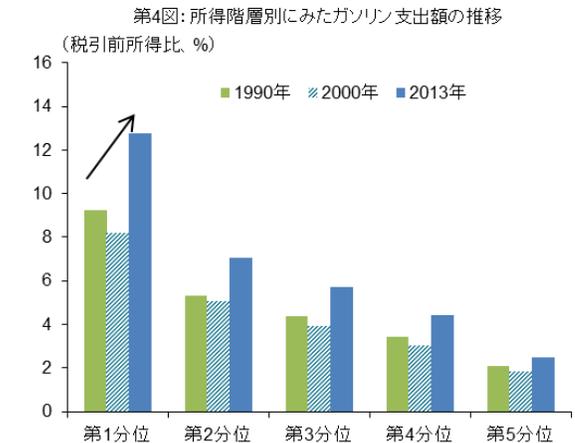


(注) シャドウは景気後退局面。月次ベース。金額は年換算値。  
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 低所得層でエネルギー関連支出割合は高水準

なお、エネルギー関連支出の所得に占める割合は、低所得層において高く、特に近年高まっている。例えば、下位 20%の低所得層におけるガソリン支出額の税引前所得比は、1990 年の 9.2%、2000 年の 8.2%から 2013 年には 12.7%へ上昇（第 4 図）。背景には、ガソリン価格上昇や所得格差拡大だけではなく、低所得層では燃費効率の悪い車が維持され、相対的にガソリンの利用量が増加している側面もあるようだ。

低所得層は一般に消費性向が高いため、エネルギー価格下落により利用可能となった資金を貯蓄せず、他の消費へまわす可能性は高いと言える。



(注) 家計を所得別に20%毎に分類したもの。最も高所得階層が第5分位。  
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 先行きは消費の実力・自律的な拡大力が愈々試される局面に

このように目先の消費は堅調持続若しくは一段と上振れる可能性もある一方、その先については、FRB による大幅な金融緩和状態からの出口戦略が想定されるほか、エネルギー価格下落のプラス影響も一巡するため、消費の実力・自律的な拡大力が愈々試される局面となろう。

(栗原 浩史)

<sup>3</sup> 原油安は、消費に対する“一次的影響”がプラスと判断される一方、他分野へはマイナスにも影響するため留意が必要である。例えば、石油・ガス採掘業の設備投資には下押し要因となるほか、原油安は貿易収支の改善をもたらすためドル高に繋がり、輸出の下押しともなり得る。また、近年はシェール革命に伴う積極的な設備投資で、石油・ガス採掘業の債務が拡大しているとみられるため、金融面の動向にも目配りが必要である。

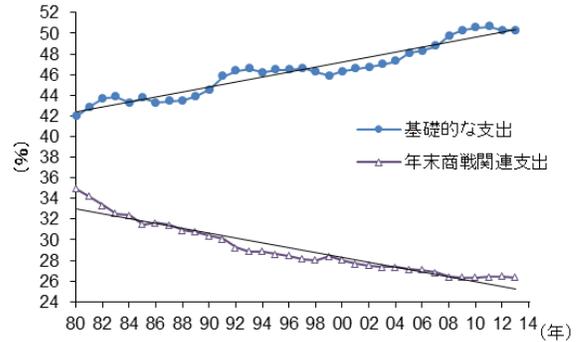
<sup>4</sup> 米国におけるガソリン需要（数量）は近年概ね横這いで推移。人口増による需要拡大要因（「人口増」）と需要抑制要因（「自動車の燃費改善」や「公共交通機関の利用増」等）が拮抗。

<BOX>年末商戦の消費に占める割合は低下

年末商戦の消費に占める割合は、以前に比べれば幾分低下しているようだ。まず、家計消費の季節性が長い目で見ると薄れている<sup>5</sup>。四半期毎の小売売上高が年間売上に占める割合をみると、年末商戦期にあたる10-12月期のシェアが低下トレンドにある一方、1-3月期のシェアが上昇傾向にある。こうした変化の背景は必ずしも明確ではないが、11月末から12月にかけて集中していた（年末商戦期の）消費は前後に平準化されつつあるようだ。

加えて、家計消費における年末商戦関連品目への支出割合も、（集計する項目にもよるが）長い目でみれば低下傾向にある（第5図）。この背景としては、①一部の「基礎的な支出（必需品的なもの）」の価格上昇率が高めで推移してきたこと、②消費のサービス化が進展してきたこと、等が挙げられそうだ。

第5図：個人消費に占める「年末商戦関連支出」と「基礎的な支出」の割合



(注)『年末商戦関連支出』は、「耐久財(自動車除く)」、「食料」、「衣料」、「その他非耐久財」の合計。ここでの『基礎的な支出』は、「ガソリン等」、「住宅・ユーティリティ」、「医療費」、「金融サービス・保険」、「通信費」、「教育費」の合計とした。これら以外の支出項目は、「自動車」、「輸送」、「レクリエーション」、「レストラン・宿泊」がある。

(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>5</sup> 2014年1月17日付 Weekly ご参照。



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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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.