



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

December 19, 2011

<FOCUS>

個人消費の方向感

- 今年の年末商戦は総じて堅調のようだ。商務省の小売統計でみると、11月の売上高は前年比+5.6%と、昨年11月実績を若干下回るものの高めの伸びを記録している。週次でみた年末商戦の推移も悪くない。今年の年末商戦は昨年からは若干鈍化しつつも、5%前後の伸びが確保できそうである。
- ただ、やはり実力ベースでみた場合には、個人消費は引き続き力強さに欠けるというのが実際のところであろう。まず、インフレ率が上昇してきていることを踏まえると、実質ベースでは決して強くない。
- また、足元の個人消費の持続力には疑問も残る。家計の実質可処分所得は前年比ほぼ横這いでの推移を余儀なくされている。所得の伸びに比べると足元の2%強の実質個人消費の伸びはやや高過ぎるように思われる。個人消費の伸びはいずれ消費の源泉である所得に見合ったところへ鈍化してくると考えるのが妥当と考えられる。
- とすると、これまでの個人消費の高めの伸びをどう説明するかが問題となるが、個人消費を選択的支出と基礎的支出にラフに分けてみると、足元の個人消費は、これまで牽引役となってきた選択的支出の伸びが徐々に低下する一方、医療費など基礎的支出の伸びが維持されることで、所得対比では高めの増加率が維持されていることが分かる。
- 基礎的支出の動きは長い目で見ても安定的であるから、個人消費の先行きを考える上では、選択的支出の伸びをどうみるかがポイントとなる。この点、これまでの選択的支出の推移や、所得やマインドの回復がまだ限られていることも踏まえると、このところの堅調な伸びは、前回の後退局面の減少分を取り戻す動き、言い換えればペントアップ需要がまだ続いているという結論になるだろう。
- 足元の選択的支出の水準が住宅バブル期にあった2007年頃のピークを越えて回復してきていることを踏まえると、今後は、伸びが緩やかに鈍化する局面に向かうと考えられる。年末商戦下の消費は表面的には底堅さを示しているが、選択的支出の伸びの鈍化は足元の消費の強さを過信すべきでないことを示唆しているように思われる。

<FOCUS> 個人消費の方向感

堅調な年末商戦

今年の年末商戦は総じて堅調のようだ。商務省の小売統計でみると、11月の売上高（自動車関連・ガソリンスタンド・飲食店を除くベース）は前年比+5.6%と、昨年11月の同+6.3%を若干下回るものの、高めの伸びを記録している（第1図）。例年、その年末商戦予想が注目される全米小売業協会（NRF）も、今月に入って今年の売上予想を上方修正してきている¹。

週次でみた年末商戦の推移も悪くないようだ。国際ショッピングセンター評議会（ICSC）の週間チェーンストア売上で見ると（第2図）、感謝祭後、足元にかけてやや鈍化しているが、好調な回復を示した2010年並みの伸びを維持している。

年末商戦の結果は、11月の小売売上から大幅に乖離することは少ないことを踏まえると（前掲第1図）、今年の年末商戦は昨年からは若干鈍化しつつも、5%前後の伸びが確保できそうである。

実態としての弱さは否めず

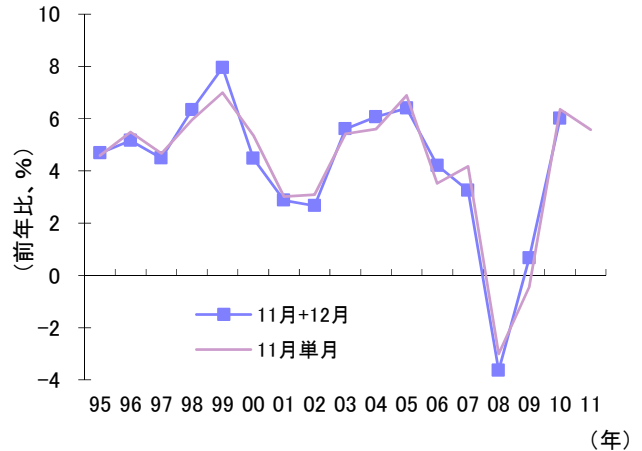
ただ、やはり実力ベースでみた場合には、個人消費は引き続き力強さに欠けるといのが実際のところであろう。

まず、インフレ率が上昇してきていることを踏まえると、実質ベースでは決して強くない。小売売上高（飲食店を除くベース）から消費財のインフレ率を差し引いてラフに実質ベースの小売売上高をみると（第3図）、足元は前年比+1%強程度の伸びで一進一退となっている。

所得との乖離目立つ個人消費

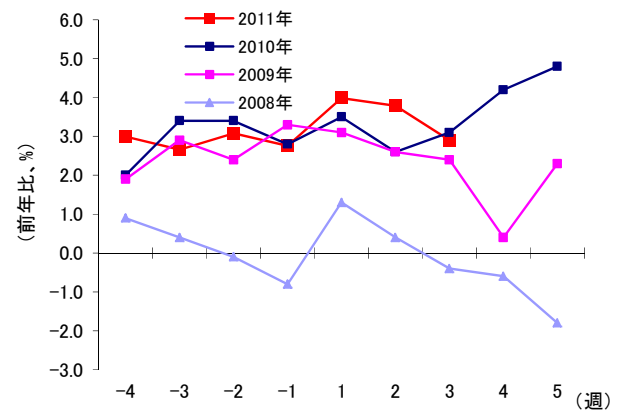
また、足元の個人消費の持続力には疑問も残る。家計の実質可処分所得は前年比ほぼ横這いでの推移を余儀なくされている。賃金が伸び悩むなかでインフレ率が上昇していることに加え、失業保険給付などによる所得押し上げ効果が徐々に剥落してきているためである。所得の伸

第1図：年末商戦売上高の推移



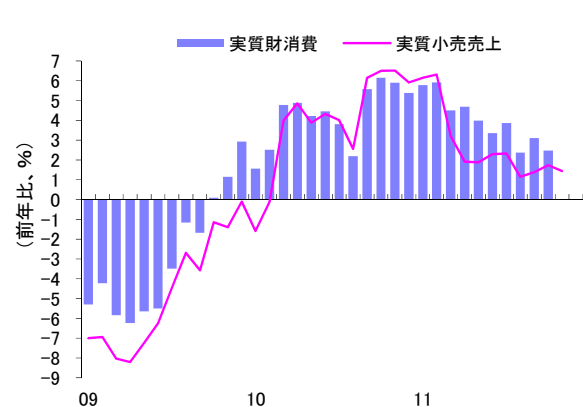
(注) 年末商戦売上は小売売上高統計から自動車関連・ガソリンスタンド・飲食店を除き、11月と12月分を合計したもの。
(資料) 商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：年末商戦中の週次チェーンストアセールス指数推移



(資料) ICSC統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。
(注) 第1週は感謝祭(11月第4木曜日)を含む土曜日までの1週間。

第3図：実質小売売上高と実質財消費の推移



(注) 小売売上高(除く飲食店)をCPI・財で実質化したもの。
(資料) 米商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ NRFは今月15日、年末商戦売上予想を従来の前年比+2.8%から同+3.8%に引き上げた。なおNRFが集計する売上高は上記商務省の小売売上とは異なる。

びに比べると足元の 2%強の実質個人消費の伸びはやや高過ぎるように思われる（第 4 図）。マインドの改善で消費性向が上昇しているとの見方もあるが、足元の環境でそうした前向きの消費行動が起きるとは想定し難い。個人消費の伸びはいずれ消費の源泉である所得に見合ったところへ鈍化してくると考えるのが妥当と考えられる。

これまでの牽引役は選択的支出

とすると、これまでの個人消費の高めの伸びをどう説明するかが問題となる。

個人消費の中身をみると、足元で伸びを高めている、ないし高めの伸びを維持しているのは娯楽用耐久財や医療費であるが、前者は消費が強い時に伸びる費目であろうし、後者は義務的支出の性格が強い。実際、個人消費の主要項目別に支出弾性値をみると（第 5 図）、耐久財や、サービス消費のなかでは交通や娯楽サービスなどが高い一方、医療サービスや住宅・光熱関連は低い。

この弾性値に基づき個人消費を選択的支出と基礎的支出にラフに分けてみると（第 6 図）、足元の個人消費は、これまで牽引役となってきた選択的支出の伸びが徐々に低下する一方、医療費など基礎的支出の伸びが維持されることで、所得対比では高めの増加率が維持されていることが分かる。

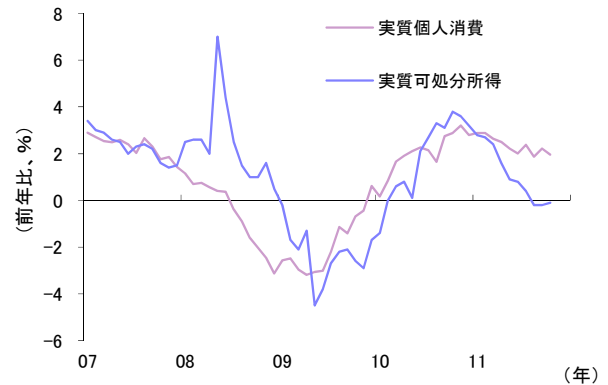
選択的支出は緩やかに鈍化する公算

基礎的支出の動きは長い目で見ても総じて安定的であることを踏まえると、個人消費の先行きを考える上では、足元で伸びが徐々に鈍化している選択的支出の伸びをどうみるかがポイントとなる。

選択的支出の推移を振り返ると、前回の後退局面においてトレンドから大きく乖離する形で減少を余儀なくされたが、2010 年後半以降はトレンドを上回る伸びとなっている（次頁第 7 図）。所得やマインドの回復がまだ限られていることも合わせて考えれば、このところの堅調な伸びは、前回の後退局面の減少分を取り戻す動き、言い換えればペントアップ需要が続いているという結論になるだろう。

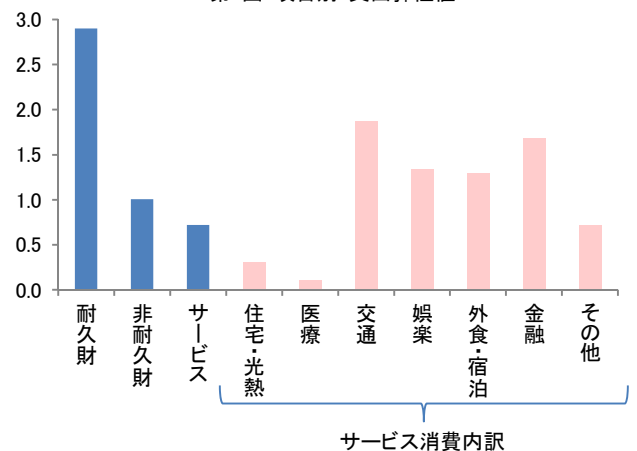
同図のトレンド自体は今後の実績次第で変わ

第4図：個人所得と消費



(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

第5図：項目別・支出弾性値

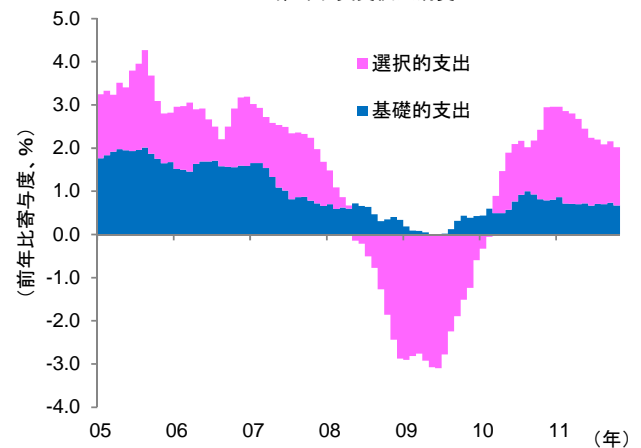


サービス消費内訳

(注)財別に個人消費が1%増えた時に何%増えるかを計測したもの。計測期間は2005年1月～2011年10月とした。

(資料)商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：実質個人消費



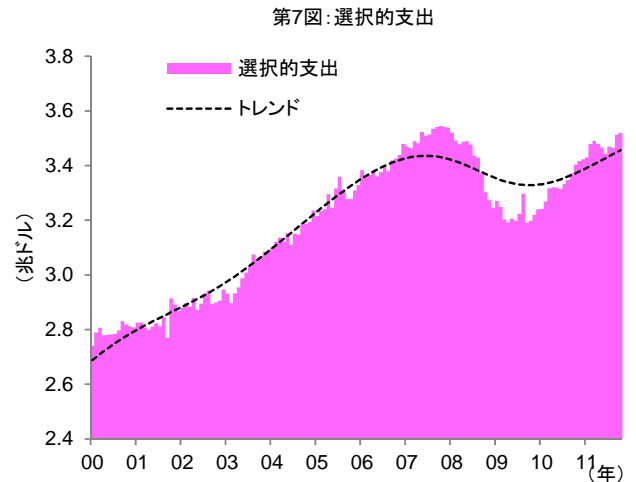
(注)前掲第5図の支出弾性により個人消費を選択的支出(弾性 ≥ 1)と基礎的支出(同 < 1)にラフに分類したもの。

(資料)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ってくるため、あくまで一つの目安に過ぎないが、足元の選択的支出の水準が住宅バブル期にあった 2007 年頃のピークを越え相応に回復してきたことを踏まえると、今後は、伸びが緩やかに鈍化する局面に徐々に向かうと考えるのが自然であろう。

もちろん、個人消費の増加が雇用増を促すという好循環に繋がる可能性もあるが、それは、あくまで外部環境の不透明要因が除去されてからのこととなるのではないかと。年末商戦下の個人消費は、欧州ソブリン問題を中心とする外部環境の悪化が続くなかでも底堅さを示しているが、前掲第 6 図における選択的支出の伸びの鈍化は足元の消費の強さを過信すべきでないことを示唆しているように思われる。

< FOCUS >



(注)トレンドはHPフィルターによる。

(資料) 商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



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.