



# 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](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

November 30, 2012

## <FOCUS>

### 財政の崖は年末商戦に影響しない？

- 10月の個人消費はハリケーンの影響もあって幾分低調だったが、11月下旬から始まった年末商戦はまずまずのスタートを切っている。全米小売業協会によれば、感謝祭からその週末にかけての小売売上高は前年比+12.8%の増加となった。財政の崖を巡る不透明感が強まるなか、個人消費全体については慎重にみていく必要があるが、11月・12月の年末商戦に限ってみれば、財政リスクの高まりが必ずしも影響しない理由は幾つかある。
- まず、雇用所得環境と消費マインドが緩やかながらも回復してきている。特に消費マインドについては、振れが小さく且つ消費との相関が相対的に高い現況指数が徐々に持ち直してきている点はプラス材料である。現況指数の改善は失業率の低下を反映しているため、雇用環境が年内急速に悪化する事態さえ避けられれば、今年の年末商戦は昨年よりやや伸びを鈍化させつつも、総じて底堅い伸びを示すことが可能であろう。
- また、景気回復が続くなか、家計の購買意欲が高所得層から徐々にではあるが、その他の所得層にも広がってきている点も指摘できる。感謝祭週末に買い物をした人の割合は、所得が5万ドル以下の層でも増加、景気回復1年目の2009年に47.1%だった同比率はその後毎年徐々に上昇、今年は53.8%まで回復した。同様の動きは贈答費における所得別シェアの推移でもみてとれ、ここ数年は高所得層のシェアが徐々に低下する一方、高所得層以外のシェアが上昇する格好となっている。
- 価格面からみると、年末は消費財が季節的に割安であることが影響する面もあるだろう。財価格は例年、年末・年初にかけて低下する。年末は新学期商戦期と並び家計にとっては消費をすべきタイミングである。最終的には回避せざるを得ない財政の崖を見込んで、現時点の消費を抑制することは必ずしも経済合理的ではない。
- こうした点を踏まえると、年末商戦には財政の崖を巡る不透明感の悪影響はさほど明確には反映されない可能性が相応に高い。と同時に、それは今後の景気回復持続を示唆するものでもないだろうということである。雇用環境は引き続き悪化リスクを抱えているが、年末商戦の堅調さが政府・議会の政策努力を緩める方向に作用するリスクもあながち否定できないだろう。

<FOCUS> 財政の崖は年末商戦に影響しない？

年末商戦緒戦は堅調

金曜日に公表された10月の個人消費はハリケーンの影響もあって幾分低調だったが、11月下旬から始まった年末商戦はまずまずのスタートを切っている。

全米小売業協会(NRF)によれば、感謝祭の22日からその週末にかけての小売売上高は591億ドル、前年比+12.8%の増加となった(第1図)。感謝祭週末の売上高は必ずしも、年末商戦の行方を示唆するものではないほか(例えば2008年などの景気後退局面では年末商戦結果との相関が崩れた)、財政の崖を巡る不透明感が強まるなか、個人消費全体については慎重にみていく必要があるが、11月・12月の年末商戦に限ってみれば、財政リスクの高まりが必ずしも影響しない理由は幾つかある。

ファンダメンタルズは緩やかに回復

まず、雇用所得環境と消費マインドが緩やかながらも回復してきている。特に消費マインドについては、振れが小さく且つ消費との相関が相対的に高い現況指数が徐々に持ち直してきている点はプラス材料である(第2図)。

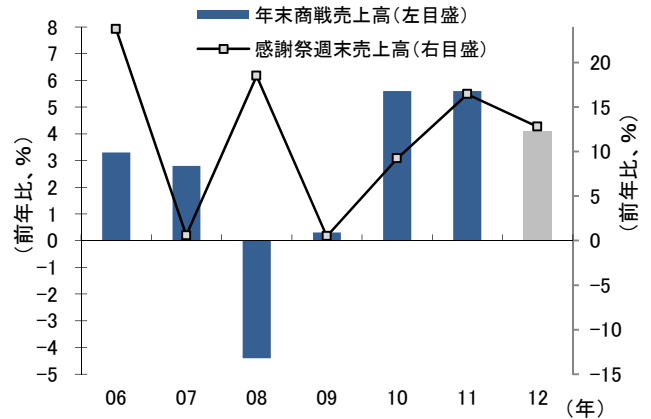
現況指数の改善は失業率の低下を反映しているため(同図)、雇用環境が年内急速に悪化する事態さえ避けられれば、マインドの悪化が年末商戦を冷え込ませる可能性は低い。足元並みの雇用所得環境やマインドを前提とすれば、今年の年末商戦は昨年よりやや伸びを鈍化させつつも、総じて底堅い伸びを示すことは可能であろう(第3図)。

高所得層以外の回復

また、景気回復が続くなか、家計の購買意欲が高所得層から徐々にではあるが、その他の所得層にも広がってきている点も指摘できる。

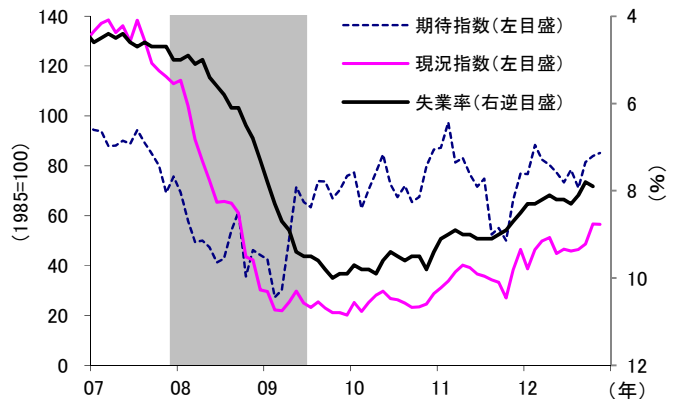
前掲全米小売業協会の調査では、感謝祭週末に買い物をした人の割合は、所得が5万ドル以下の層でも増加してきている。景気回復1年目の2009年に47.1%だった同比率はその後毎年徐々に上昇、今年は53.8%まで回復した。因みに、所得が5万ドル以

第1図: 年末商戦売上高の推移



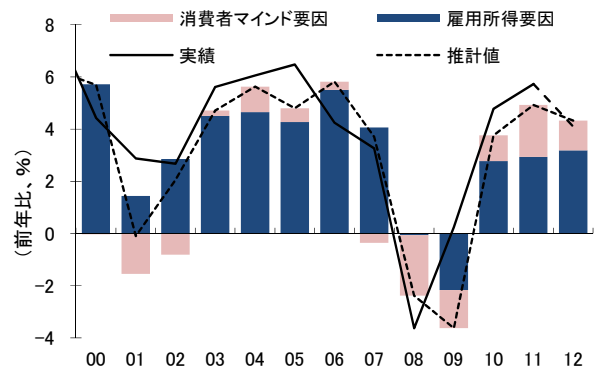
(注) 感謝祭週末売上、年末商戦売上ともに全米小売業協会(NRF)集計値。2012年の年末商戦売上はNRF予想。  
(資料) NRF資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 消費者信頼感指数の推移



(資料) 労働省、カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 年末商戦売上高の推移



(注) 年末商戦売上を雇用者報酬と消費者マインドで簡易推計したもの(12年は足元実績から横這いとした場合の試算値。自由度修正済R<sup>2</sup>=0.84)。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) 商務省統計、カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

上の層では、同比率は2009年の58.8%から、今年は65.0%まで上昇している。

同様の動きは労働省の調査でも確認できる。贈答費における所得別シェアをみると、ここ数年は高所得層（上位20%）のシェアが徐々に低下する一方、高所得層以外（その他80%）のシェアが上昇する格好となっている（第4図）。過去と比較すると依然高所得層のシェアが高いほか、そもそも贈答費が年末商戦そのものを表すものではないことなど割り引くべき点も多いが、年末商戦の裾野が徐々に広がっているとすればプラス材料となる。

### 年末商戦期は割安

また、価格面からみると、年末は消費財が季節的に割安であることが影響する面もあるだろう。財価格は年末商戦の割引販売を反映して例年、年末・年初にかけて低下する（第5図）。年末は新学期商戦期と並び家計にとっては消費をすべきタイミングである。景気後退を避けるには、政府・議会が何らかの形で回避策を取らざるを得ない財政の崖を見込んで、現時点の消費を抑制することは必ずしも経済合理的ではないと言える。

### 年末商戦への注目は控えめに

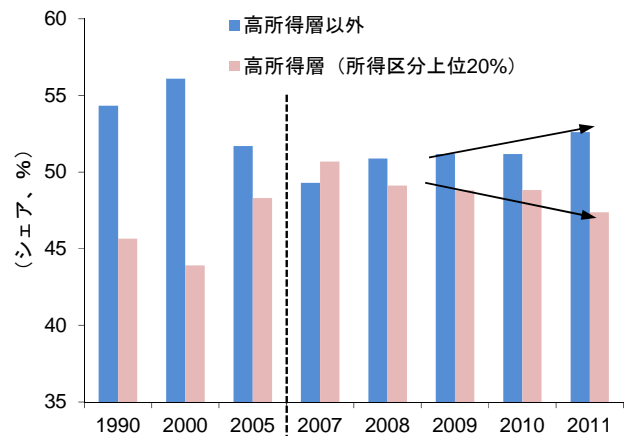
こうした点を踏まえると、年末商戦には財政の崖を巡る不透明感の悪影響はさほど明確には反映されない可能性がある。と同時に、それは今後の景気回復持続を示唆するものでもないだろうということである。

雇用環境については、設備投資を中心に企業セクターの低調さが継続するなか、悪化リスクを抱えている点は前回レポートでも指摘した通りであり、今週公表された10月コア資本財受注を踏まえても大きくは変わらない（第6図）。

大統領選で明らかであった通り、税・財政政策を巡る民主・共和両党の対立は根深く、財政の崖回避に向けた協議が年末以降も長引く可能性も相応に高いとみられる。年末商戦の堅調さが政府・議会の政策努力を緩める方向に作用するリスクもあながち否定できないだろう。

<FOCUS>

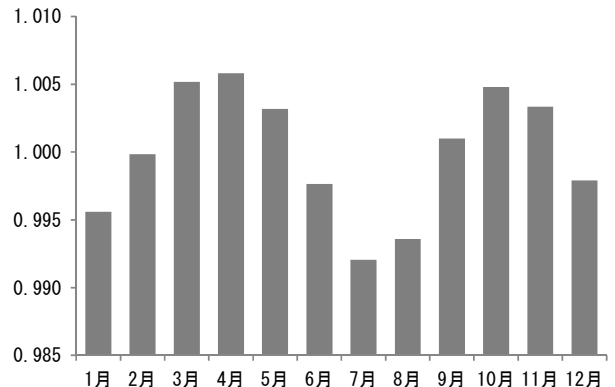
第4図：贈答費における所得区分別シェア



(注) 調査世帯外への贈答費(含むサービス)の所得別シェアをみだ年もの。なお、贈答費が必ずしも増加トレンドに無い点には留意が必要。

(資料) 労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

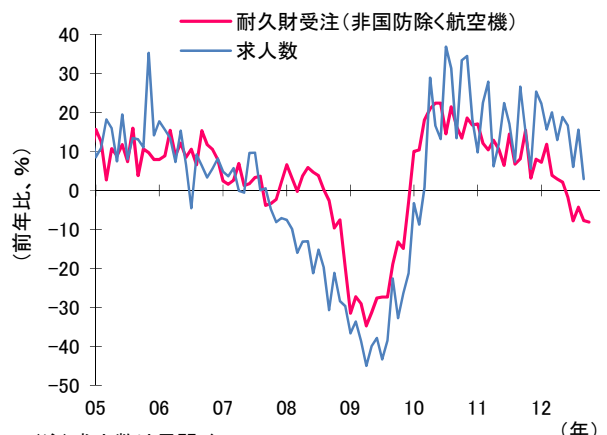
第5図：財価格の季節指数



(注) データは2011年。食料・エネルギー・中古自動車を除くベース。季節指数=原指数/季節調整指数。

(資料) 労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：耐久財受注と求人数



(注) 求人数は民間ベース。

(資料) 労働省、商務省統計より三菱東京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.