



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

来週の Weekly は年末・年始のため休刊となります。来年もどうぞよろしくお願ひ致します。

December 25, 2013

<FOCUS>

初めて揃う政策不透明感緩和と賃金上昇

- ▶ 年末商戦の走りは全体としては概ね平年並みとなっている一方、業種別にはバラツキが大きくなっている。オンライン販売が好調に推移し全体を牽引する反面、値引き競争が激化するなかデパートを含む総合用品店の苦戦が目立つ。他方、園芸・家具などの住宅関連売上が過去数年を上回る伸びを示している点は明るい動きである。
- ▶ 年末商戦における販売価格の下落は今年は特に顕著である。大手小売を調査対象とし、オンライン専業を含まない国際ショッピングセンター評議会 (ICSC) の週次チェーンストア売上も今年は前年比+2%前後と、過去数年の同+3%台の伸びを下回っている。価格競争は家計の価格選好の強さを反映し、小売業のマージン圧迫に繋がる点には注意が必要である。
- ▶ 他方、価格低下は家計サイドからみれば実質購買力向上を意味している。消費マインドの好転も年末商戦の追い風となりつつある。12月ミシガン大学消費者センチメントでは、耐久財の購入態度が前回の景気後退局面以前の水準へ急回復を示した。実質ベースの売上は伸びており、価格低下による消費先送りという悪循環には繋がっていない。低いインフレ率は今のところ家計消費へのプラス面が大きいとみていだろう。
- ▶ また、今月妥結された与野党の財政協議は、家計マインド改善や財政緊縮緩和を通じ、来年の景気にとって大きなプラス要因となる。両院を通過した予算案では、歳出の強制削減措置が緩和され、裁量支出は現行法上の歳出規模と比べ、2014年度が約450億ドル増加、GDPを約0.3%押し上げる。財政支出は2011年以降初めて成長加速要因になる。
- ▶ こうしたなか、来年は基調としての成長率が2%台半ばから後半にかけて加速できるかどうかを試されることになるだろう。今回回復局面では、所得回復の遅れや政策不透明感から個人消費が伸び悩むなか、資本ストックの伸びが限られ、潜在成長率低下と成長期待低迷が成長抑制要因となってきた。失業率低下を受けて賃金が持ち直し局面に入るなか、財政政策を巡る不透明感が緩和する意義は大きい。来年は、本格回復のハードルとなってきた家計を中心とするコンフィデンスがよいよ戻るか試される。

<FOCUS> 初めて揃う政策不透明感緩和と賃金上昇

年末商戦全体としては平年並み、値引き競争が激化

今年の年末商戦の走りは、全体としては概ね平年並みとなっている。商務省の小売売上高ベース（全体から自動車関連・ガソリンスタンド・飲食店を除く）でみると、既に公表されている11月実績は前年比+4.4%と、2010年～2012年同様、+4%～+5%のレンジ内で推移している（第1図）。

一方、業種別にはバラツキが大きくなっている。オンライン販売が好調に推移し全体を牽引している反面、デパートを含む総合用品店の苦戦が目立つ（同図）。他方、園芸・家電・家具などの住宅関連売上が過去数年を上回る伸びを示している点は明るい動きである。

今年の年末商戦は、オンライン販売拡大に伴う同業の好調と、それに伴う実店舗販売での値引き競争激化、今年の住宅販売の堅調さなどが、強く反映された形になっている¹。

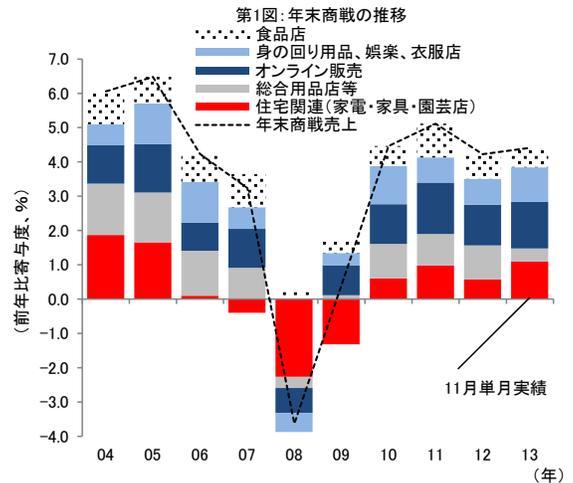
実質ベース堅調、過度の懸念は不要

年末商戦における販売価格の下落は、今年は特に顕著である。大手小売を調査対象とし、オンライン専業を含まない国際ショッピングセンター評議会（ICSC）の週次チェーンストア売上も、今年は前年比+2%前後で推移、2010年～2012年の同+3%台の伸びを下回っている（第2図）。

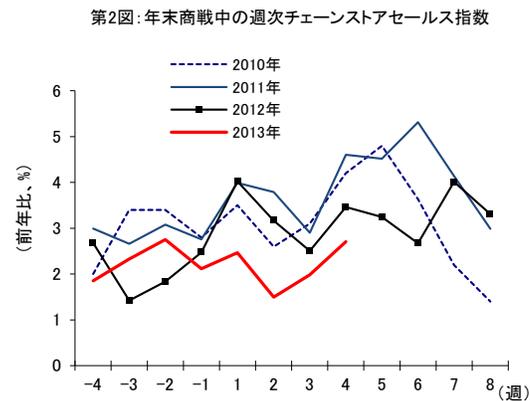
価格競争の激化は、家計の価格選好の強さを反映しているほか、小売業のマージン圧迫に繋がる点には注意が必要である。先週17～18日のFOMCでも、このところの低いインフレ率に対しては警戒感が示されている²。

他方、価格低下は、家計サイドからみれば実質購買力向上を意味している。また、消費マインドの好転も年末商戦の追い風となりつつある。12月のミシガン大学消費者センチメントは、現況指数が今年夏場以来の水準へ反発したほか、耐久財の購入態度も前回の景気後退局面以前の水準まで急回復を示した（次頁第3図）。

オンライン販売を含めた小売売上が平年並みの推移となるなか、実質ベースの売上は伸びており、価格低下による消費先送りという悪循環には繋がっていない。景気の本質が上向くなか、雇用所得環境が改善方向にあることも踏まえると、低いインフレ率は、今のところ家計の購買力向上というプラス面が大きく、個人消費は底堅く推移するとみていいだろう。



(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。2013年は11月単月実績。
(資料)商務省統計より三菱東京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。
(資料)ICSC統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 11月29日付 Weekly 「年末商戦は平年並みへ」 ご参照。

² 12月18日付 Weekly 「QE3 縮小開始と時間軸強化を決定」 ご参照。

財政協議進展は来年の景気を押し上げ

また、今月妥結された与野党の財政協議は、家計のマインド改善や、財政緊縮緩和を通じ、来年の景気にとって大きなプラス要因となる。

両院を通過した予算案では、歳出の強制削減措置 (Sequester) を緩和したうえで、2014年度～2015年度の2年間の歳出で合意、2015年9月末までは政府機関閉鎖のリスクが無くなった。

来年の中間選挙が視野に入るなかでの今回の妥協案は、増税や社会保障制度改革には踏み込んでいないほか、来年2月の債務上限問題も残るものの、少なくともこれまで景気を下押ししてきたフィスカラッグが明確に緩和される。

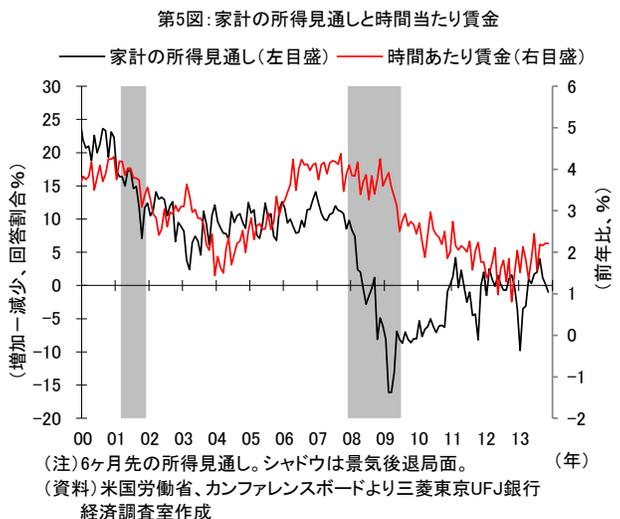
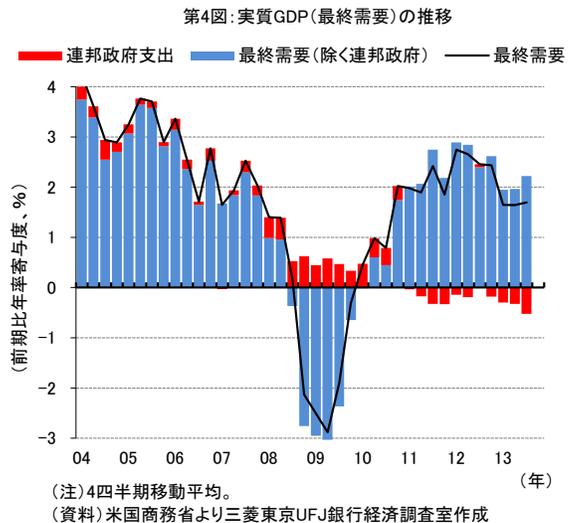
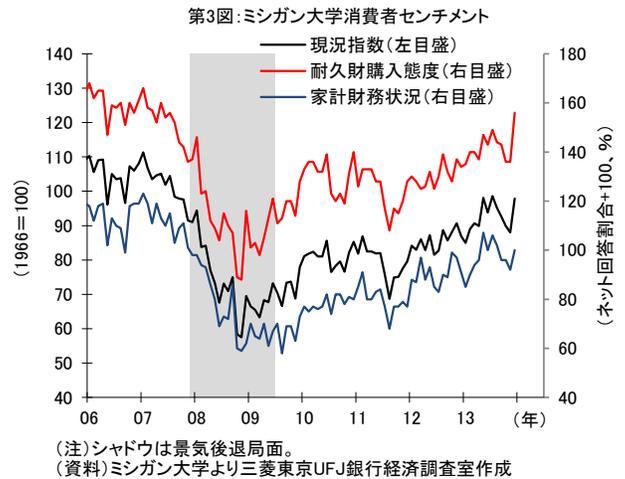
合意された裁量支出は、現行法上の歳出規模と比べ、2014年度が約450億ドル増加、2015年度が約180億ドル増加となり、2014年度については、GDPを約0.3%押し上げる。今年のGDP成長率は、連邦政府支出削減だけで▲0.3%～▲0.4%程度下押しされてきたが (第4図)、財政支出は2011年以降初めて成長加速要因になるとみていだろう。

初めて揃う政策不透明感緩和と賃金上昇

来年の成長率について、FRBは+3%成長を予想しているが (FOMC 経済予測・第4四半期前年比ベース)、実際には、基調としての成長率が一気に3%成長へ加速するというよりは、2%台半ばから後半にかけて加速できるかどうかを試されるということになるだろう。

今回回復局面における最終需要は、2011年に危機後の反動増や投資減税もあって設備投資主導で一旦加速したものの持続しなかった (同図)。高失業下での所得回復の遅れや、財政政策迷走により、個人消費が結局+2%程度の伸びにとどまったことが大きい。資本ストックの伸びが限られ、潜在成長率低下と成長期待低迷が成長抑制要因となってきた姿はまだ大きくは変わっていないとみられる。

ただ、これまで、財政リスクが顕現化するたびに家計の所得期待が悪化を繰り返してきたことを踏まえると (第5図)、財政政策を巡る不透明感が緩和する意義は大きい。また、失業率低下を受けて賃金は既に底入れから持ち直し局面に入っている。政策不透明感の緩和と賃金上昇が重なるのは、今回の回復局面で初めてである。先





行き不透明感の後退で金融緩和の効果も出やすいだろう。来年は、本格回復へのハードルとなってきた家計を中心とするコンフィデンスがいよいよ戻るかが試される。

<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.