



# 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)

来週の Weekly は都合により休刊となります。  
どうぞよろしくお願い致します。

January 17, 2014

## <FOCUS>

### 価格低下で若干弱かった年末商戦

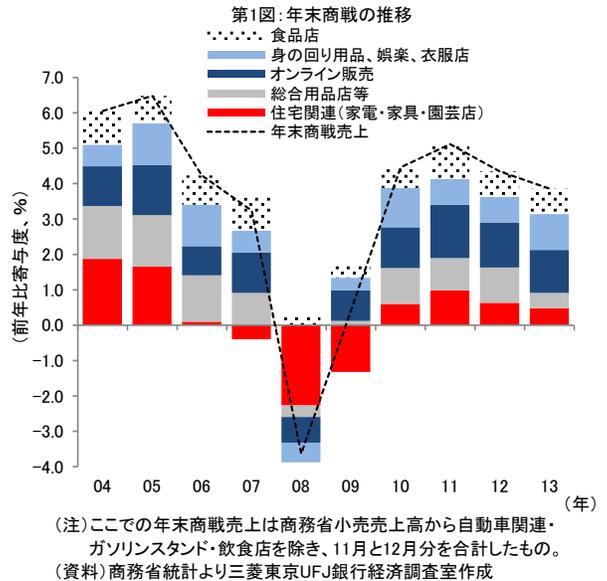
- 昨年の年末商戦は若干弱めとなった。今週公表された全米小売業協会（NRF）の集計では2013年は前年比+3.8%、商務省の小売売上高ベースでは同+3.9%と2010年以降では最も低い伸びとなった。オンライン販売が伸びたものの、全体を牽引するほど強くはなく、オンライン販売にシェアを取られるなか、値引き競争が厳しかったとみられる総合用品店等を中心に、財価格の下落が名目売上を抑える結果となった。
- 販売価格の低下が例年に比べ大きかった背景には、供給サイドの影響が大きいように思われる。足元の財価格下落には、このところ緩やかに進むドル高が影響している可能性が高いためだ。FRBが目標としているPCEインフレ率でみると、足元のディスインフレは財価格の低下が主因となっているが、これは実効ドル相場の上昇と概ね平行である。
- 一方、足元の価格低下に対する需要面からの影響はあまり大きくないとみられる。実質ベースでみた小売売上は、政府機関閉鎖等に伴い昨年秋に足踏みとなったが、その後はマインド改善を受けて持ち直す方向にある。例年以上に財価格が大きく低下した点を踏まえれば、実質ベースでみた年末の消費は堅調だったとみることも可能だ。
- なお、需要側の変化として、家計消費の季節性が薄れてきていることが、足元の販売価格に影響している可能性はある。四半期毎の小売売上が年間売上に占める割合は、年末商戦期にあたる第4四半期のシェアが低下、逆に第1四半期のシェアが上昇トレンドにある。家計にとって年末商戦期の消費の重要度が低下していること、企業からすれば年末商戦に過度に期待すると価格競争に繋がりがやすいという環境変化を示しているのかもしれない。
- 足元の財価格低下の評価は、今後、雇用所得の改善が続くかどうかにも左右されてくる。この点、期待されるのは雇用の回復持続に加え、労働市場の流動性が回復しつつあることだ。今週公表された雇用動態統計では、自発的離職率は1.8%まで上昇、より高い給与を求めた労働力の移動は賃金改善に繋がる。失業率が低下するなかでの労働移動の活発化、緩やかなドル高が購買力改善を通じ消費を支える可能性も踏まえると、基調としては、賃金は緩やかな上昇傾向を辿り、足元の低いインフレ率も徐々に改善する方向とみていだろう。

## <FOCUS> 価格低下で若干弱かった年末商戦

### 値引競争が影響した年末商戦

昨年の年末商戦は若干弱めとなった。今週公表された全米小売業協会（NRF）の集計では2013年は前年比+3.8%と、前年に続き同+4%を下回った。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）では同+3.9%と、2010年以降では最も低い伸びとなっている（第1図）。

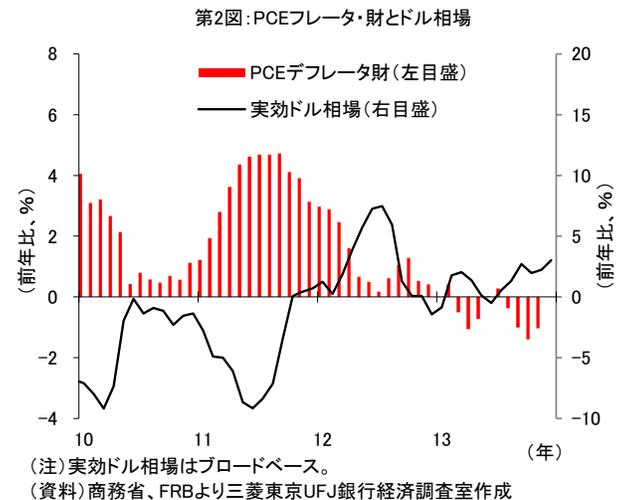
内訳では、オンライン販売が同+8.3%伸び、身の回り用品・娯楽・衣料店も伸びを高めたものの、全体を牽引するほど強くはなかった（同図）。オンライン販売にシェアを取られるなか、値引き競争が最も厳しかったとみられる総合用品店等（デパート等）を中心に、財価格の下落が名目売上を抑える結果となった。



### ドル高が財価格下落要因に

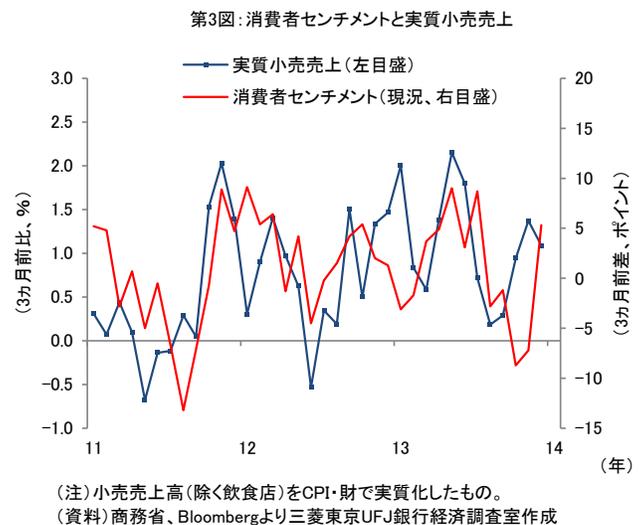
販売価格の低下が例年に比べ大きくなった背景には、供給サイドの影響が大きいように思われる。足元の財価格下落には、このところ緩やかに進むドル高が影響している可能性が高いためだ。

FRBが目標としているPCEインフレ率でみると、足元のディスインフレは財価格の低下が主因となっているが、これは実効ドル相場の上昇と概ね平行である。金融政策が徐々に出口へ向かうなかでのドル高、輸入消費財価格の低下が効いているとみていだろう（第2図）。



### 需要の弱さにさほど懸念は不要

一方、足元の価格低下に対する需要面からの影響はあまり大きくないとみられる。実質ベースでみた小売売上は、政府機関閉鎖や債務上限問題に伴って昨年秋に足踏みとなったが、その後はマインド改善を受けて持ち直す方向にある（第3図）。例年以上に財価格が大きく低下した点を踏まえれば、実質ベースでみた年末の消費はむしろ堅調だったとみることも可能だ。

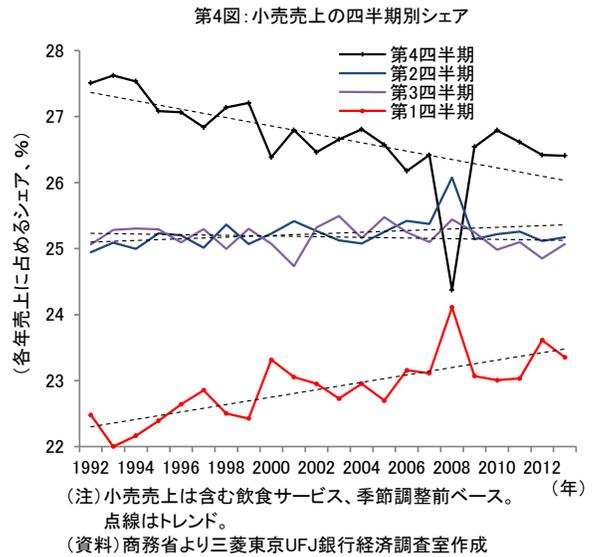


### 平準化する?小売売上

なお、需要サイドの変化として、家計消費の季節性が長い目で見ると薄れていることが、足元の販売価格に影響している可能性はある。

四半期毎の小売売上が年間売上に占める割合をみると、年末商戦期にあたる第4四半期のシェアが低下トレンドにある一方、第1四半期のシェアは上昇トレンドにある(第4図)。

こうした変化の背景や、そもそも構造変化と言えるのかは必ずしも明確ではないが、家計サイドからすれば、年末商戦に合わせた消費の重要度が低下していること、逆に企業サイドからすれば、年末商戦に過度に期待すると、価格競争に繋がりやすいという環境変化を示しているのかもしれない。

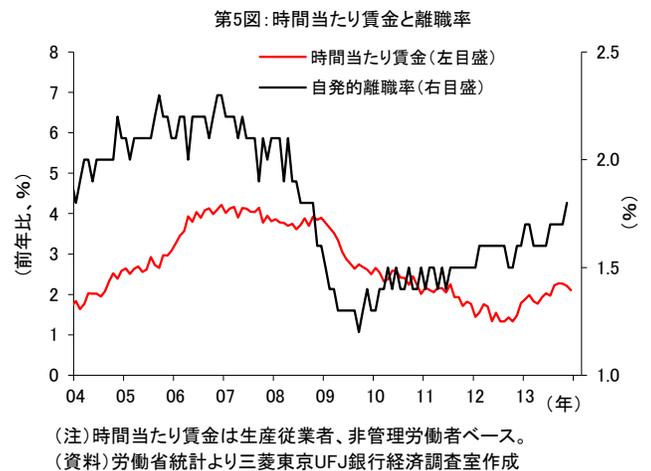


### 労働移動と賃金上昇

足元の財価格の低下が、ドル高など供給サイドの影響が大きく家計の購買力向上というプラス面が大きいとみていいのか、あるいは家計の予算制約を反映した価格選考の強さという需要サイドの動きも相応に影響しているとみるべきなのかという判断は、今後、雇用所得の改善が続くかどうかにも左右されてくるだろう。

この点、期待されるのは雇用の回復持続に加え、労働市場の流動性が回復しつつあるなかで、賃金上昇が続くとみられる点である。今週公表された雇用動態統計(JOLTS)では、自発的離職率は1.8%まで上昇してきた。より高い給与を求めた労働力の移動が賃金改善に繋がるのは米国労働市場の特徴である(第5図)。

先週の12月雇用統計で時間当たり賃金が再び前年比+2%を下回った点にはやや注視が必要だが、失業率が低下し、労働移動も徐々に活発化しつつあること、緩やかなドル高は家計購買力改善を通じて消費を支える可能性も踏まえれば、基調としては、時間当たり賃金は緩やかな上昇傾向を辿り、足元の低いインフレ率も徐々に改善する方向とみていだろう。





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.