



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

Satoko Ura 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

May 16, 2014

<FOCUS>

インフレ安定の鍵を握る消費の裾野拡大

- ▶ 今週公表された4月の小売売上は悪くはなかったが、他の経済指標と同様、悪天候要因剥落に伴う反動増が出るタイミングにあるため、引き続き基調は読み難い。実質小売売上とミシガン大学消費者センチメントをみると、足元は消費マインドの改善ペースは鈍化するなかで、個人消費が伸びを高めた姿となっている。5月の消費者センチメントも若干弱く、天候要因を除いた個人消費の基調判断にはもう1~2ヵ月待つ必要がある。
- ▶ 一方、天候要因が剥落した後の個人消費を占ううえでは、耐久財消費からサービス消費への裾野拡大が重要だ。今回回復局面では、景気後退局面に蓄積されたペントアップデマンドが株高や低金利環境も相俟って自動車を中心に顕現化、耐久財消費が消費を牽引する姿が長期間続いてきたが、今後の増加ペースは徐々に逡減する局面に入りつつあるとみられる。足元の実質個人消費はサービス消費が増加する形となっているものの、オバマケア開始に伴う医療費増加が影響している点は割り引く必要がある。
- ▶ 個人消費の牽引役は、景気・雇用情勢の改善傾向が続けば、いずれ耐久財からサービスにも広がっていくことが期待される。一方、今後の個人消費の裾野拡大に向けたハードルとされないか注視が必要なのは住宅市場の動向だ。住宅価格と金利の上昇を受けた昨年後半以降の住宅販売減速は、住宅市場回復に伴う消費押し上げ効果が今年後半以降については、急低下する可能性を示唆する動きとなっている。
- ▶ 住宅市場を含めた景気回復力を高め、個人消費の裾野拡大を後押しすることは、インフレ安定確保という観点からも必要なプロセスである。労働コストを左右する失業率を業種別にみると、製造業セクターでの労働需給は相応に締まってきている一方、非製造業セクターでは改善余地が残る。今後、サービス消費が増加し、非製造業セクターの回復力が高まることがデysinフレ脱却に向けた鍵の1つであることが示されている。

<INDICATOR OF THE WEEK> 底入れの兆しをみせる持ち家比率・・・P.4

<FOCUS> インフレ安定の鍵を握る消費の裾野拡大

基調読み難い小売売上

今週公表された4月の小売売上はヘッドラインが大幅増となった3月に続き微増となるなど悪くはなかったが、他の経済指標と同様、悪天候要因剥落に伴う反動増が出るタイミングにあるため、引き続き基調は読み難い。

実質小売売上とミシガン大学消費者センチメント（現況指数）の関係はこのところ崩れている。消費マインドは政府機関閉鎖の解消により昨年末にかけて回復したが、悪天候により冬場の個人消費は抑制された。足元は、消費マインドの改善ペースは鈍化しているが、個人消費は悪天候要因の剥落により伸びを高めたということであろう（第1図）。

金曜日公表の5月の消費者センチメントは若干弱めの結果となり、少なくともマインド改善による消費加速までは示唆していない。天候要因剥落の好影響から4～6月期の個人消費は高めの伸びが予想されるが、天候要因を除いた個人消費の基調が判断できるには5～6月の指標を待つ必要がある。

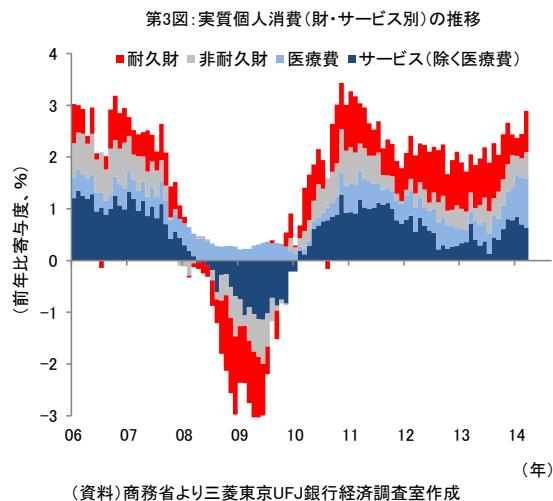
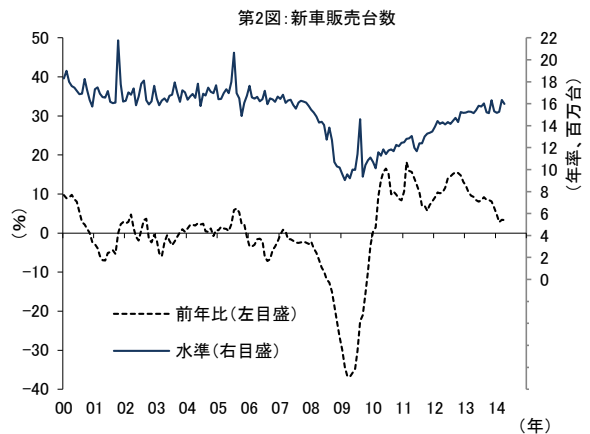
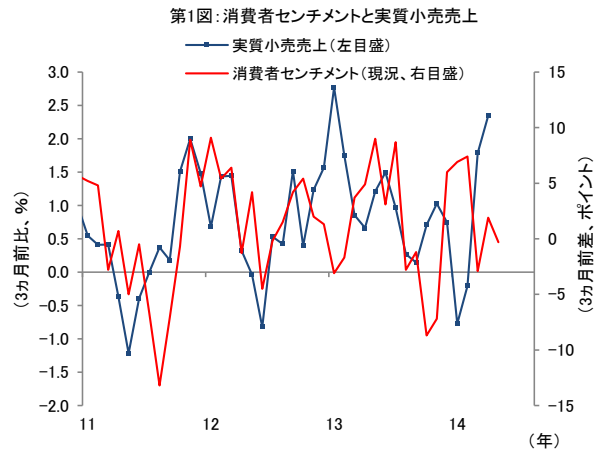
耐久財消費は底堅さ維持も、伸びは鈍化局面へ

一方、天候要因が剥落した後の個人消費を占ううえでは、耐久財消費からサービス消費への裾野拡大が重要だ。

今回の回復局面では、景気後退局面に蓄積されたpent-up demandが株高や低金利環境も相俟って自動車を中心に顕現化、耐久財消費が消費を牽引する姿が長期間続いてきた。

ただ、足元の自動車販売台数は年率16百万台近辺まで回復してきたことで、今後の増加ペースや成長率への寄与度は徐々に逡減する局面に入ってきているとみられる（第2図）。ちなみに、ブルーチップにおける民間予測（平均）は、2014年は16百万台、2015年は16.4百万台と、引き続き水準としては好調さが持続するものの、伸び率はこれまでの2桁近い伸びから、1桁台前半へ鈍化する姿が予想されている。

足元の実質個人消費は、耐久財の寄与度が低下する一方、サービス消費が増加する形とはなっているが（第3図）、昨秋のオバマケア開始に伴う医療費増加の影響が出ている点は割り引く必要がある。こ



うした制度要因を除いたサービス消費が増加し続けるかが焦点だ。

住宅市場減速には要注意

個人消費の牽引役は、今後も景気・雇用情勢の改善傾向が続けば、いずれ耐久財からサービスにも広がっていくことが期待される一方、今後の個人消費の裾野拡大に向けたハードルとならないか当面注視が必要なのは住宅市場の動向だ。

住宅販売の動きは、関連財・サービスの購入を通じ、個人消費への波及効果が大きく、これまでは住宅販売と個人消費双方の回復という好循環が続いてきた（第4図）。しかし、住宅価格と住宅ローン金利の上昇を受けた昨年後半以降の住宅販売減速は、ある程度予想されたことではあるものの¹、今年の後半以降については、住宅市場回復に伴う消費押し上げ効果が急低下する可能性を示唆する動きとなっている（同図）。今月上旬の議会証言でイエレンFRB議長が住宅市場の動向に警戒感を示したのは当然と言えるだろう。

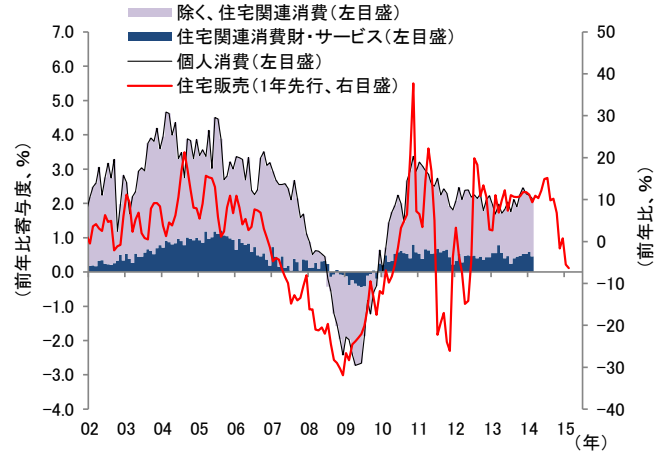
インフレ安定への条件

住宅市場を含めた景気回復力を高め、個人消費の裾野拡大を伴う増加を後押しすることは、デイスインフレの解消・インフレ率の安定確保という観点からも重要なプロセスである。

このところのデイスインフレの1つの背景としては財価格が軟調に推移していることがあるが、これは資源価格低下やドル高の影響も大きく、さほど懸念はない。

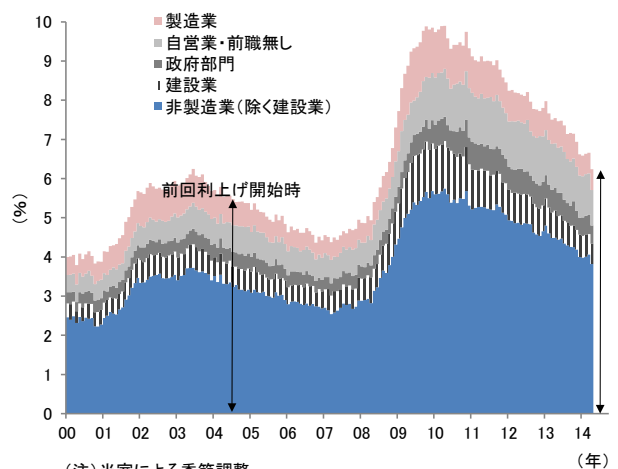
労働コストを左右する失業率を業種別にみても（第5図）、製造業セクターでの労働需給は相応に締まってきている。一方、労働需給の改善余地が残っているのはやはりサービスが中心となる非製造業セクターである（加えて政府部門・自営業等）。今後、個人消費の増加がサービスにも広がり、非製造業セクターでの回復力が高まることでデイスインフレ脱却に向けた1つの鍵を握ることがみてとれよう。

第4図：住宅販売と個人消費



(注) 住宅販売は一戸建、新築と中古の合計ベース。住宅関連消費は、住宅関連耐久財、住宅関連非耐久財、住宅費(帰属家賃含む)、音響・映像サービス、通信費、住宅補修サービスとした。
(資料) NAR、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：失業率／前職業種別の推移



(注) 当室による季節調整。
(資料) 労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(岩岡聰樹)

¹ 2013年7月2日付 Weekly「住宅価格は若干スピードオーバー」、同9月6日付「冴えない雇用統計 VS 企業マインド好調」ご参照。

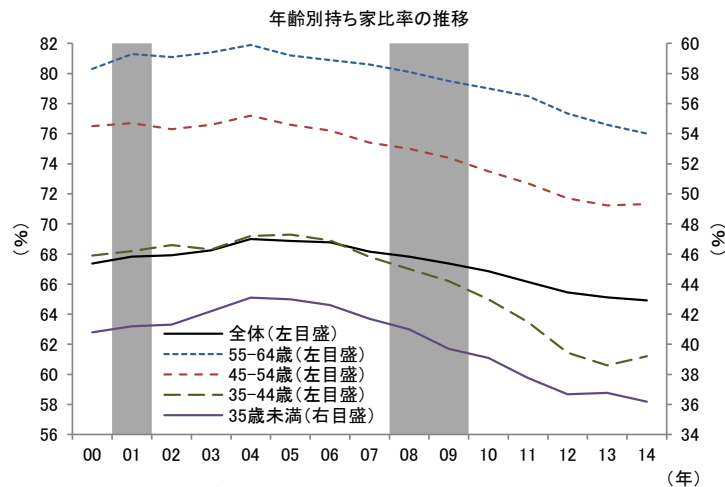
<INDICATOR OF THE WEEK> 底入れの兆しをみせる持ち家比率

先月末に公表された 2014 年第 1 四半期の持ち家比率（未季調値）は 64.8%と、前年同期と比べ▲0.2%ポイント低下したものの低下幅は小幅だった。持家率は住宅バブル期以降、低下基調が続いてきたが、足元では底入れの兆しがみられる（下図）。

こうした持ち家比率の下げ止まりに向けた動きは、労働市場の回復を背景に、35 歳～54 歳の層が中心となっている。年齢別の持ち家比率をみると、35 歳～44 歳の直近の持ち家比率は前年差+0.6%ポイントの 61.2%と、2005 年以来の上昇を示した。同年齢層の失業率は他の世代と比較して改善が速く、足元 4.9%まで低下している。また、失業率が同様に低下した 45 歳～54 歳の持ち家率も同+0.1%ポイントの 71.3%と、小幅だが 2004 年以来の上昇となった。一方、依然失業率が高い 35 歳未満の持ち家比率は同▲0.6%ポイントの 36.2%と大幅に低下した。持ち家比率は、年齢層毎の回復度合いにバラツキを残しつつも、労働市場の改善や 2012 年～2013 年にかけて続いた住宅市場の改善によって、全体としては漸く底入れに向かいつつあると評価できる。

この先については、労働市場の回復持続が引き続き持ち家比率を押し上げる方向に作用すると期待される反面、短期的には住宅価格高騰や住宅ローン金利上昇などのマイナス要因を相殺できるかが焦点となるだろう。

（浦賢子）



(注) シャドウ部分は景気後退期。
 2014年のデータは同第1四半期の前年比変化率で2013年平均値を延長。
 (資料) 米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.