



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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara |栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

November 13, 2015

<FOCUS>

年末商戦は底堅い推移を予想

- 今週発表された 10 月の小売売上高は前月比+0.1%と、市場予想を下回る小幅な上昇率に止まった。小売売上高は 8 月、9 月に続き 3 ヶ月連続で伸び悩んでいるが、最近では財のインフレ率が原油安や輸入物価下落で低いため、名目ベースの小売売上高は抑制される傾向があり、また、サービス消費を類推する際にも留意が必要だ。サービス消費を含み、実質化した個人消費支出は 8 月に同+0.4%、9 月に同+0.2%とまずまずの結果となっている。勿論、10 月は回復が一服した可能性はあるが、数ヶ月に亘って消費が低調なわけではない。
- 今年の年末商戦売上高について、全米小売業協会（NRF）は前年比+3.7%と予想。①雇用所得環境の持続的な改善、②エネルギー価格下落、③財政問題の不透明感緩和、等を背景に底堅い推移となりそうだ。下振れリスクとしては株価の大幅下落等が挙げられるが、株価下落の個人消費への逆資産効果は弱まっている可能性もあり、過度な懸念は不要だろう。
- ①の雇用所得環境について、今後の実質雇用者所得は「雇用者数」と「労働時間」による一段の寄与拡大までは期待できない一方、加速の兆しが出てきた「賃金」の寄与拡大が期待される。昨年の年末商戦期前後にみられた実質雇用者所得の高い伸びには届かずとも、安定的な改善は示されよう。
- ②のエネルギー価格下落について、これまでの原油安は引き続き消費の追い風となろう。過去 1 年間における家計のエネルギー関連支出の節約額は 865 億ドル、名目 GDP 比 0.5%程度に達している。節約部分が消費にまわるまでにはラグを伴うため、今後も消費の押し上げとして期待される。加えて、最近の天然ガス価格下落もプラスに働きそうだ。
- 年末商戦後の来年の消費動向では、FRB による利上げの影響も注目される。今回の景気回復局面では消費の伸びに対して耐久財の寄与が幾分大きめである。今後、緩やかながらも FRB による利上げが実施されていくなか、耐久財消費の伸びは、足元からはやや鈍化しよう。耐久財消費は借入の拡大を伴い易いこともあり、利上げ開始後、即ち景気回復局面の後半においても、耐久財消費が目立って好調な状況は好ましいとも言えない。雇用情勢が大きく改善してきたため、利上げ開始後は消費の裾野が拡大しつつ、牽引役がサービス消費にシフトし、安定感を増す展開が期待される。

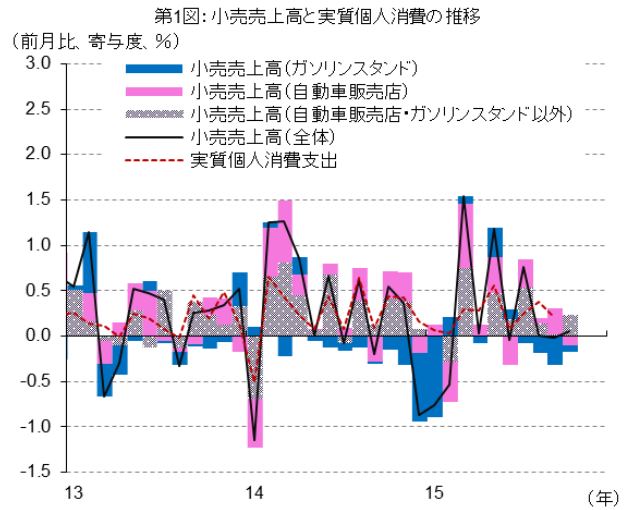
<FOCUS> 年末商戦は底堅い推移を予想

10月の小売売上高は市場予想を下回るも、消費実勢の解釈には留意が必要

今週発表された10月の小売売上高は前月比+0.1%と、市場予想(Bloomberg集計値:+0.3%)を下回る小幅な上昇率に止まった(第1図)。内訳をみると、無店舗小売(同+1.4%)や建設資材店(同+0.9%)、飲食店(同+0.5%)等の売上が増加した一方、自動車・部品販売店(同▲0.5%)やガソリンスタンド(同▲0.9%)等の売上が減少した。

小売売上高は8月(同0.0%)、9月(同0.0%)に続き3ヵ月連続で伸び悩んでいるが、最近では財のインフレ率が原油安や(ドル高による)輸入物価下落で低いため、名目ベースの小売売上高は抑制される傾向があり、また、(小売売上高に含まれない)サービス消費を類推する際にも留意が必要だ。

個人消費(PCE)デフレータは、2月から7月まで前月比プラスだった後、8月は前月比0.0%、9月は同▲0.1%。サービス消費を含み、実質化した個人消費支出は8月に同+0.4%、9月に同+0.2%とまずまずの結果となっている¹。勿論、10月は回復が一服した可能性はあるが、数ヵ月に亘って消費が低調なわけではない。



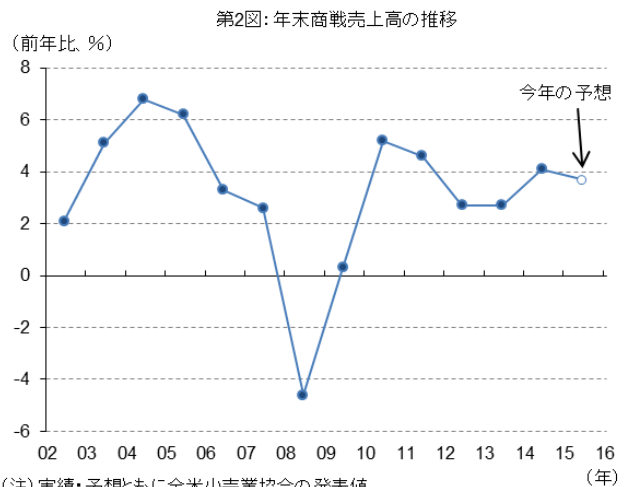
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

年末商戦は底堅い推移を見込む

今後は11月26日の感謝祭以降、いよいよ年末商戦を迎える。今年の年末商戦売上高について、全米小売業協会(NRF)は前年比+3.7%と予想(第2図)²。昨年実績(+4.1%)は下回るものの、過去10年の平均(+2.7%)は大きく上回るとの予想だ。

昨年実績を上回るかどうかは確かに微妙だが、①雇用所得環境の持続的な改善、②エネルギー価格下落、③財政問題の不透明感緩和、等を背景に底堅い推移となりそうだ。今週発表された11月の消費者センチメント指数(ミシガン大学調査:速報値)も93.1となり、10月(90.0)から市場予想以上に上昇している。

下振れリスクとしては株価の大幅下落等が挙げられるが、株価下落の個人消費への逆資産効果は弱まっている可能性もあり、過度な懸念は不要だろう³。



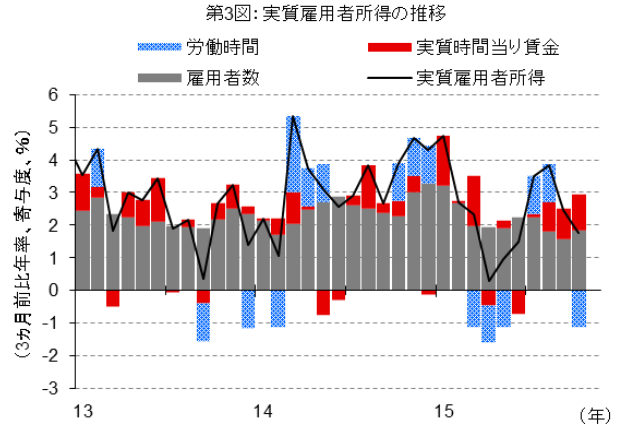
(注) 実績・予想ともに全米小売業協会の発表値。(資料) 全米小売業協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 10月の個人消費支出、個人消費支出デフレータは今後発表される。
² 10月8日発表値。対象期間は11月と12月。自動車・ガソリン・レストランを除く。
³ 例えば、2015年8月28日付Weeklyご参照。

雇用所得環境は安定的な改善が続く見通し

①の雇用所得環境について、10月の雇用統計をもとに試算した実質雇用者所得は3カ月前比年率で+1.8%（第3図）。

今後の実質雇用者所得は、「雇用者数」と「労働時間」による一段の寄与拡大までは期待できない一方、加速の兆しが出てきた「賃金」の寄与拡大が期待される。昨年の年末商戦期前後にみられた実質雇用者所得の高い伸び（3カ月前比年率で+4%超）には届かずとも、安定的な改善は示されよう。



(注)コアCPIで実質化。直近10月のコアCPIは未発表のため、Bloomberg上の市場予想で代替。
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

原油・天然ガス価格下落は消費の追い風に

②のエネルギー価格下落について、これまでの原油安は引き続き消費の追い風となろう。過去1年間における家計のエネルギー関連支出の節約額⁴は865億ドル、名目GDP比0.5%程度に達している。節約部分が消費にまわるまでにはラグを伴うため、今後も消費の押し上げとして期待される。

加えて、最近の天然ガス価格下落もプラスに働きそうだ。天然ガス先物価格は暖冬が予想されていること等もあり、足元で2.36ドル/百万Btu程度と2012年以来の低水準となっている（第4図）。昨年11月の平均価格（4.23ドル/百万Btu）と比較すれば半分程度である。

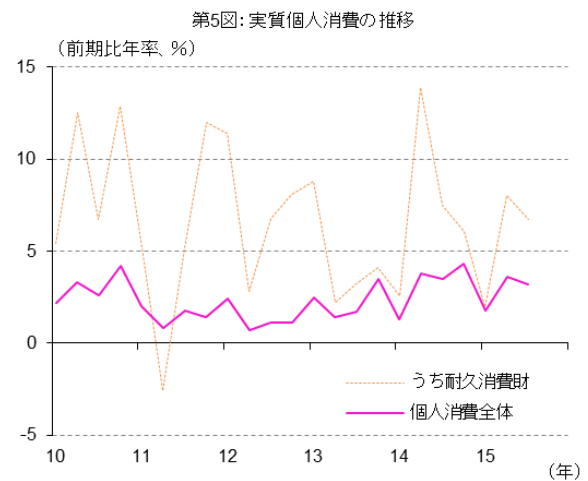


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先々の消費動向については、FRBによる利上げの影響も注目される

年末商戦後の来年の消費動向では、FRBによる利上げの影響も注目される。7-9月期のGDP統計における個人消費では、自動車だけでなく家具や電子機器等耐久財が全般に良好で、消費を牽引している（第5図）。背景には、低金利やガソリン安に加え、住宅販売が良好なこと、家計のバランスシートが改善していること等が指摘できよう。

米国の消費の内訳は、サービスが68%、非耐久財が22%で、耐久財は11%程度に止まる。それにも関わらず、今回の景気回復局面では消費の伸びに対して耐久財が30%程度寄与しており、幾分大



(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

⁴ 具体的には、（2013年10-12月期～2014年7-9月期の家計のエネルギー消費額）－（2014年10-12月期～2015年7-9月期の家計のエネルギー消費額）。



きめである。耐久財の伸びは景気回復局面で高くなり易いが、前回回復局面での寄与も 23% 程度に止まっている。

今後、緩やかながらも FRB による利上げが実施されていくなか、耐久財消費の伸びは、足元からはやや鈍化しよう。耐久財消費は借入の拡大を伴い易いこともあり、利上げ開始後、即ち景気回復局面の後半においても、耐久財消費が目立って好調な状況は好ましいとも言えない。以前の Weekly でも指摘の通り、雇用情勢が大きく改善してきたため、利上げ開始後は消費の裾野が拡大しつつ、牽引役がサービス消費にシフトし、安定感を増す展開が期待される⁵。

(栗原 浩史)

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、宜しくご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.

⁵ 例えば、2014年5月16日付 Weekly ご参照。