

MUFG Focus USA Weekly

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 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

株価が不安定な中での年末商戦の動向

【要旨】

- ◇ 先週金曜日に発表された 11 月の小売売上高は、前月比+0.2%の増加となった。基調を捉えるために、変動の大きな「自動車・同部品」と「ガソリン」を除いた売上高をみると、同+0.5%で増加しており、10 月（同+0.7%）に続き堅調であった。年末商戦は、感謝祭（11 月 22 日）翌日から本格化しているが、11 月の小売売上高の結果は、年末商戦の出足がまずまず良好なことを示唆していよう。
- ◇ 現在の個人消費を取り巻く環境をみると、プラス要因として「良好な雇用・所得環境」、「年初から実施されている所得税減税」、「ガソリン価格の下落」、「住宅価格の上昇傾向」等が挙げられる一方、マイナス要因として「FRB による段階的な利上げ実施」、「株価の下落」等が挙げられよう。前者のプラス要因の影響が大きく、消費者のセンチメントは現在のところ良好な水準を維持している。
- ◇ 今後の個人消費は、良好な雇用・所得環境等を背景に引き続き緩やかな拡大が予想されるが、最大のリスク要因は、株価の一段の下落であろう。株価下落は、主に所謂逆資産効果を通じて、個人消費を下押しする。株価は、10 月初旬をピークとして下落に転じ不安定な状態が続いており、今後の動向が気懸かりである。
- ◇ 但し、資産効果乃至逆資産効果の“度合い”について言えば、過去に比べて弱まっている可能性はある。この点で、家計の純資産と貯蓄率の推移をみると、金融危機前までは、例えば「株価や住宅価格が上昇して家計の純資産が増加すると、貯蓄率が低下する」といった関係が比較的顕著にみられ、資産効果の強さが示唆されていた。一方、金融危機後はその関係が崩れていて、家計の純資産は、株価や住宅価格の上昇によって大きく増加してきたものの、貯蓄率の低下は限られている。
- ◇ 仮に株価が一段と下落した場合でも、逆資産効果が過去に比べれば抑制されて、個人消費が底堅さを保てるのかどうか注目される。なお、貯蓄率の高めの推移と整合するように、家計の債務残高は全体としてみれば比較的抑制されており、逆風下ではこの点が緩衝となることも期待されよう。

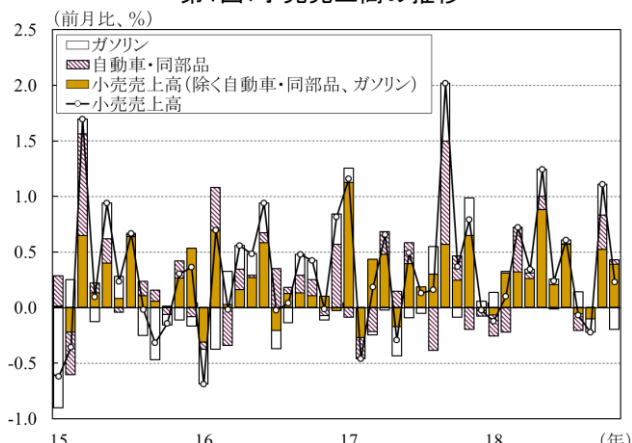
年末商戦の出足は、まずまず良好な模様

先週金曜日に発表された 11 月の小売売上高は、前月比+0.2%の増加となった（第 1 図）。基調を捉えるために、変動の大きな「自動車・同部品」と「ガソリン」を除いた売上高をみると、同+0.5%で増加しており、10 月（同+0.7%）に続き堅調であった。

年末商戦は、感謝祭（11 月 22 日）翌日から本格化しているが、11 月の小売売上高の結果は、年末商戦の出足がまずまず良好なことを示唆していよう。全米小売業協会（NRF）は、10 月 3 日時点で今年の年末商戦売上高（注 1）を前年比+4.3~4.8%増と予想していたが（第 2 図）、11 月の小売売上高の結果等を受けて、当該予想は容易に達成できそうだとの見方を示している（尚、11 月の自動車、ガソリン、レストランを除いた小売売上高の前年比は +5.0%）。

（注 1）全米小売業協会は「年末商戦売上高」を、「自動車、ガソリン、レストランの売上高を除いた 11 月と 12 月の小売売上高」と定義している。

第1図：小売売上高の推移



第2図：年末商戦売上高の推移

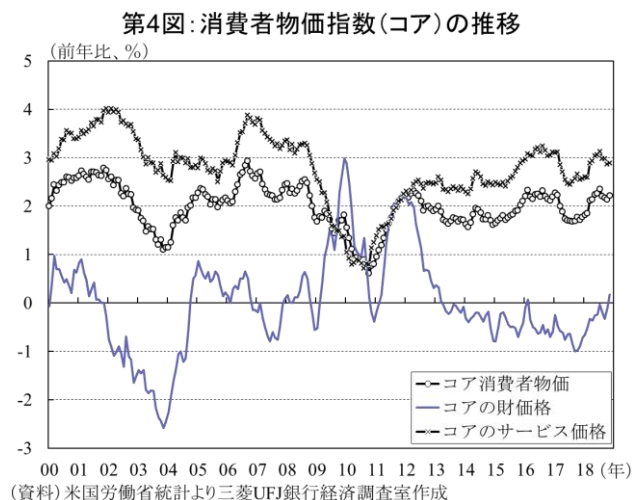
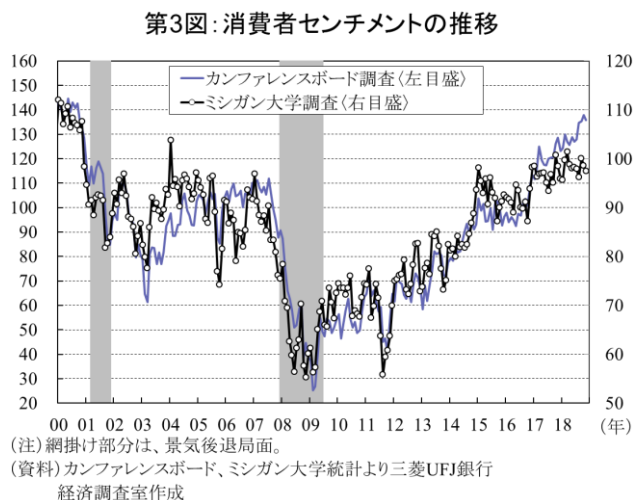


良好な雇用・所得環境等が、足元の個人消費をサポート

現在の個人消費を取り巻く環境をみると、プラス要因として「良好な雇用・所得環境」、「年初から実施されている所得税減税」、「ガソリン価格の下落」、「住宅価格の上昇傾向」等が挙げられる一方、マイナス要因として「FRB による段階的な利上げ実施」、「株価の下落」等が挙げられよう。前者のプラス要因の影響が大きく、消費者のセンチメントは現在のところ良好な水準を維持している（第 3 図）。

なお、トランプ政権による対中国を中心とした追加関税措置が、直接的または間接的に物価を大きく上昇させ、年末商戦を下押しするのではないかとの見方も一部にあったが、現時点ではそういった状況に至っていない。関税の影響が現れ易い財価格について、エネルギーと食品を除いたコア指数をみると、直近 11 月は前年比+0.2%の上昇に止まっている（第 4

図)。関税措置に伴う物価上昇圧力は、進行してきたドル高によって相殺されている側面もありそうだ。



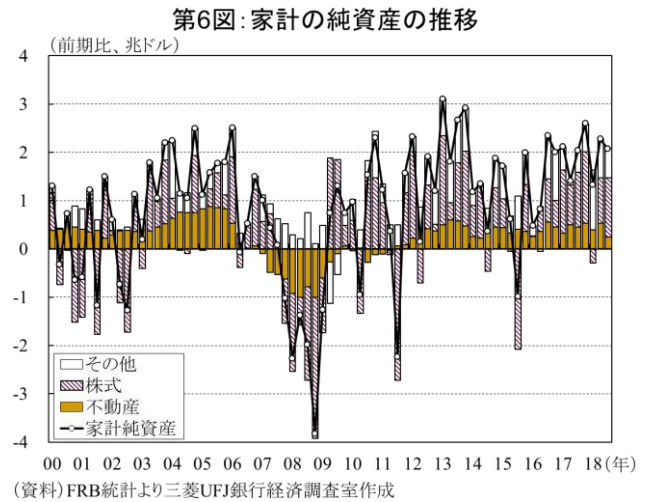
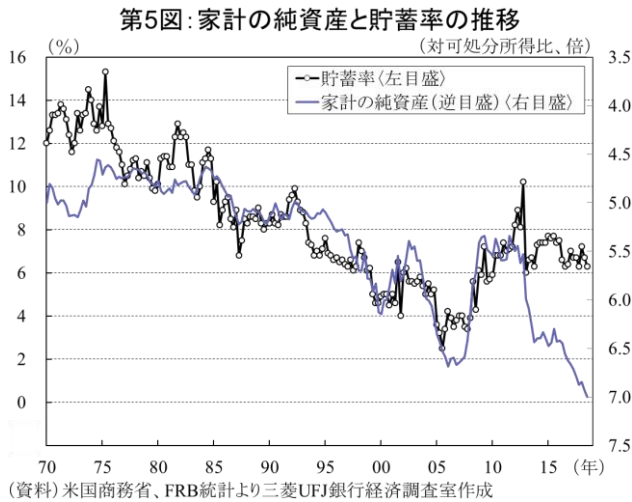
今後の個人消費に対する最大のリスク要因は、株価の一段の下落

今後の個人消費は、良好な雇用・所得環境等を背景に引き続き緩やかな拡大が予想されるが、最大のリスク要因は、株価の一段の下落であろう。株価下落は、主に所謂逆資産効果を通じて、個人消費を下押しする。株価は、10月初旬をピークとして下落に転じ不安定な状態が続いており、今後の動向が気懸かりである。

但し、資産効果乃至逆資産効果の“度合い”について言えば、過去に比べて弱まっている可能性はある。この点で、家計の純資産対可処分所得比と貯蓄率（可処分所得に対する貯蓄の割合）の推移をみると、金融危機前までは、例えば「株価や住宅価格が上昇して家計の純資産が増加すると、貯蓄率が低下する（消費の割合が増える）」といった関係が比較的顕著にみられ、資産効果の強さが示唆されていた（第5図）^(注2)。

一方、金融危機後は、2012年末～2013年末の乖離には制度要因もあり割り引いてみる必要があるものの、その関係が崩れている。家計の純資産対可処分所得比は、株価や住宅価格の上昇によって大きく増加してきたものの（第6図）、貯蓄率の低下は限られている。貯蓄率は、直近7-9月期に6.3%と、前回景気回復局面の平均（4.6%）よりも高い。

(注2) 家計の純資産における株式・不動産の増加には、保有分の価格上昇に加えて、新規取得も寄与するが、後者の影響は小さい。

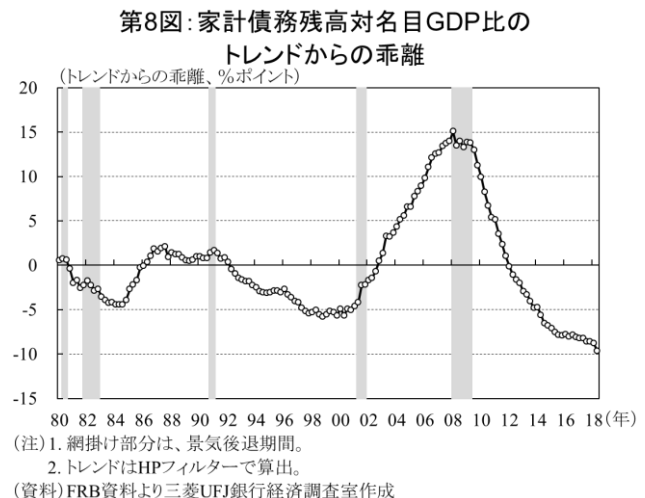
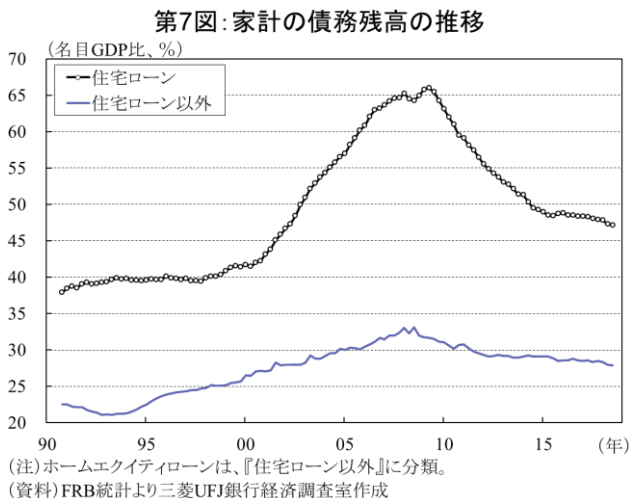


所謂逆資産効果は、過去に比べれば弱い可能性も

金融危機後に家計純資産と貯蓄率の関係が変化した背景について、当初は「住宅バブル崩壊による家計のバランスシート調整」が指摘できるが、足元までその変化が持続している背景は必ずしも明確ではない。

考えられる背景としては、①「金融危機前後に住宅価格や株価が大幅に調整したことで、住宅価格や株価は安定的に上昇するとの見方が変化した」、②「貸出基準の厳格化や金融規制の強化で、従来資産効果の顕現に寄与していたホームエクイティローン等が抑制された」、③「金融危機後の資産価格上昇については、異例に緩和的な金融政策が一因と受け止められ、価格上昇の持続性が疑問視された」等が挙げられる。

仮に株価が一段と下落した場合でも、逆資産効果が過去に比べれば抑制されて、個人消費が底堅さを保てるのかどうか注目される。なお、貯蓄率の高めの推移と整合するように、家計の債務残高は全体としてみれば比較的抑制されており、逆風下ではこの点が緩衝となることも期待されよう（第7図・第8図）。



(2018年12月18日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

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 MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") 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 MUFG Bank. MUFG Bank 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 MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank 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 MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.