

## 米国 経済環境の改善を背景にクリスマス商戦は昨年を上回る公算

発表日：2014年11月27日(木)

～前年比での加速が予想され15年に向けて明るい材料だが、利上げを前倒しするほど強くない～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 桂畑 誠治

03-5221-5001

### ポイント

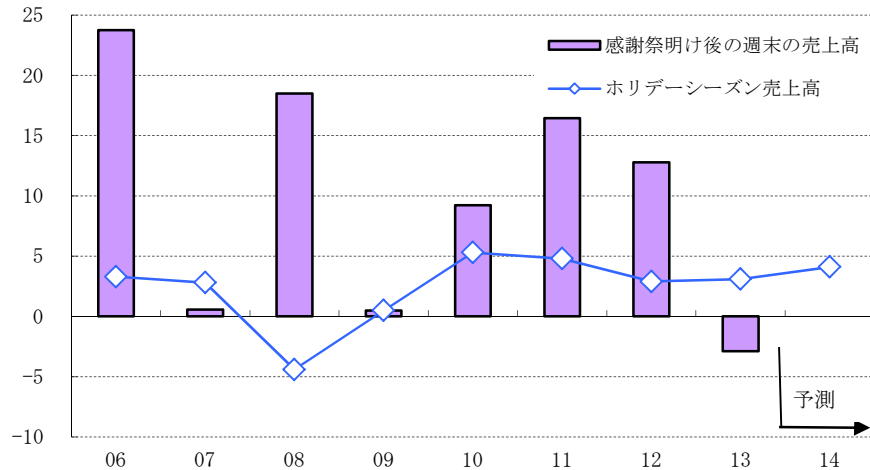
- 11月27日の感謝祭休日が終わると、今後の米景気動向を占ううえで重要なクリスマス商戦（ホリデーシーズン商戦）が本格化する。小売業は年間売上高の約20%をこの時期に計上するため、企業業績や米国経済に与える影響が大きい。感謝祭明け後の4日間の売上がクリスマス商戦の趨勢を決定と言われていたが、08年は感謝祭明け後の4日間の売上が前年比+18.5%だったにもかかわらず、その後失速、ホリデーシーズン商戦は前年比で減少した。11、12月全体を通じての販売動向で小売の状況を判断する必要がある。
- 11、12月の既存店売上高は、前年比+4.0%～+4.1%と13年より伸びが加速すると予想されている。業界団体である全米小売業協会（NRF）が同+4.1%（13年実績同+3.1%）、国際ショッピングセンター評議会（ICSC）が同+4.0%（同+2.0%）と予想している。
- 今年のクリスマス商戦について以下のとおり予想する。昨年寒波の影響で下ぶれたため、前年比での基準が低くなったほか、クリスマス商戦期間が昨年比1日長く、休日は同じ日数である。また、可処分所得の上昇、株価や住宅価格の上昇、消費者マインドの改善、物価の低位安定など、家計を取り巻く環境は昨年と比べ総合的に改善している。さらに、企業の積極的な販促が予想される。以上のことから、ホリデーシーズンの小売売上高（GAFOベース）は前年比+2.9%程度の伸びになると見込まれる（昨年同+1.1%）。
- 流通在庫が増えているが、売上が予想通りとなれば、在庫調整に陥るリスクは小さく、緩やかな景気拡大ペースが維持されよう。一方で、FRBの景気判断を上方修正させるほど強い内容ではないとみられ、利上げ前倒し要因にはならない見込み。

### 感謝祭明け4日間の売上高だけでなく11、12月の動向を見る必要

11月27日の感謝祭休日が終わると、今後の米景気動向を占ううえで重要なクリスマス商戦（ホリデーシーズン商戦）が本格化する。小売業は年間売上高の約20%をこの時期に計上するため、企業業績や米国景気に与える影響が大きい。この時期の小売売上が低調なものになれば、在庫調整により経済活動が下押しされるため、その動向は非常に重要である。

以前は、感謝祭休日、翌日の「ブラックフライデー」を含む週末4日間（11月27、28、29、30日）の売上高、連休明け12月1日の「サイバーマンデー」の動向でクリスマス商戦の趨勢を判断する傾向があったが、08年は感謝祭明け後の週末の売上高が前年比+18.5%と好調だったにもかかわらず、ホリデーシーズン商戦は前年比▲4.4%となったこともある。ここ数年はクリスマス後の大幅な値下げを待って商品を購入する消費者が増えていることや、使用された時点で売上計上される商品券をクリスマスギフトとして渡す人が増えていることから、それらの動向を含めて11、12月の小売売上高の動向をみる必要がある。

(%) (図表1) 米ホリデーシーズン(クリスマス)売上高



(注) 14年ホリデーシーズン売上高の予測値は全米小売業協会

### 企業側の11、12月の売上高見通しは前年比+4.0~+4.1%と昨年よりもプラス幅拡大

14年11、12月のホリデーシーズンの既存店売上高見通しは、前年比+4.0%~+4.1%と13年より伸びが加速するとの予想が多い。業界団体である全米小売業協会(NRF)が前年比+4.1%(13年実績同+4.1%)、国際ショッピングセンター評議会(ICSC)がチェーンストア売上高ベースで同+4.0%(同+2.0%)と昨年よりも伸びが加速すると予想している。

一方、消費者側からみると、年末商戦に関する全米小売業協会(NRF)の家計へのアンケート調査では、今年の年末商戦における1人当たりの平均予算は804.43ドル(昨年実績対比+4.8%)と増加している。また、13年はクリスマス商戦前の調査で平均予算は737.95ドルだったが、消費意欲の回復もあり結果は767.27ドルと当初予算以上に使われた。さらに、企業は在庫を積み増しており、仮に売上が低調となれば大幅な値下げを実施し消費者の購買意欲を高めるとみられ、一人当たり予算の伸びも計画を上回る可能性が高い。

購入計画についてのアンケート調査によると、ディスカウント店を利用するとの回答が61.9%(昨年64.7%)と低下した一方、百貨店が59.7%(昨年56.3%)と上昇した。また、米経済の状況がホリデーシーズンの消費計画に影響を与えるか否かとの問いに対して、影響を受けるとの回答が41.4%(昨年51.0%)と昨年の52.3%から低下、受けないとの回答は58.6%(昨年49.0%)と上昇しており、消費者の購買意欲が昨年よりも強まっている様子が窺われる。

なお、悪天候の影響が懸念されるが、オンラインショッピングを利用するとの回答が56.0%(昨年51.5%)と上昇しており、売上への影響は以前よりも弱まっている。

### 小売売上高は所得が最大の決定要因

次に、家計を取り巻く環境から、今年のホリデーシーズン商戦を予想する。小売売上高(GAFO:米小売売上高統計の一般小売、衣料、家具、家電、スポーツ用品・趣味・本・音楽、オフィス用品・ギフト店の売上を合計)について関数を推計すると、影響度の大きい順に名目可処分所得、消費者物価、不動産価格、株価、消費者マインドとなっている。以下では、これら関連指標について、11、12月の動向を見通し、今年のクリスマス商戦における小売売上高の伸びを予想する。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表2) 小売売上高への影響度

	可処分所得	消費者物価	住宅価格	株価	消費者マインド
影響度	0.84	-0.36	0.11	0.04	0.03

R<sup>2</sup>=0.998

(\*) 影響度=それぞれの項目が一単位変化した時の小売売上高に与える影響

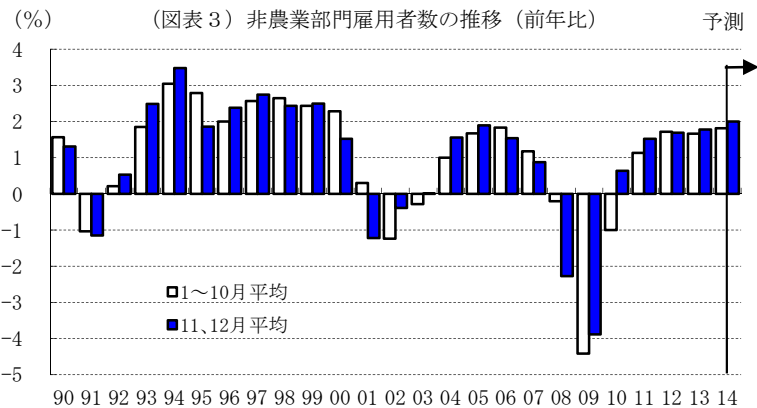
(出所) 第一生命経済研究所

### 雇用は増加傾向

可処分所得に影響する雇用環境について、非農業部門雇用者数は14年1～10月平均前年比+1.8%と前年並みである(図表3)。雇用者数(前年比)は、景気変動の影響を受け難いヘルスケアや教育関連などだけでなく、製造業、金融業、建設業など広い範囲で増加した。

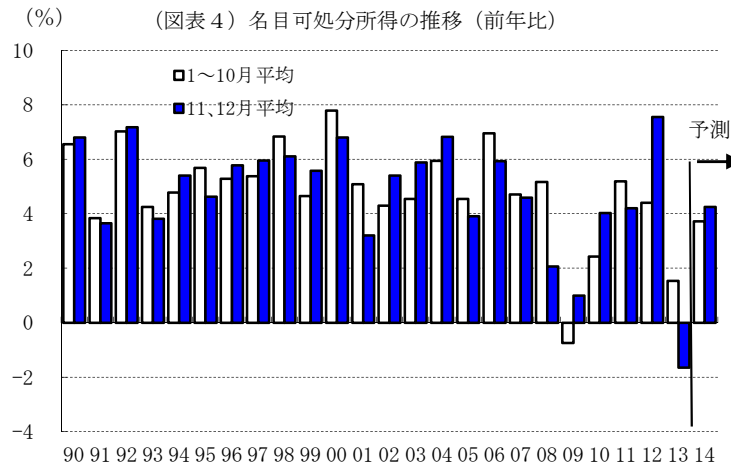
ホリデーシーズンである11、12月の雇用環境に関しては、14年10-12月期のマンパワー社の新規雇用計画を示す指数(季節調整済み)や、多くの雇用を抱える中小企業の雇用計画(3カ月移動平均)が前年よりも改善しており、企業の採用意欲は慎重ながら改善傾向を辿っている。また、臨時雇用の採用数は多くの企業で昨年を上回っている。

これらにより、11、12月の非農業部門雇用者数は前年比+1.9%程度と昨年の同+1.8%を若干上回る伸びになると予想される。



### 可処分所得は比較的高い伸び

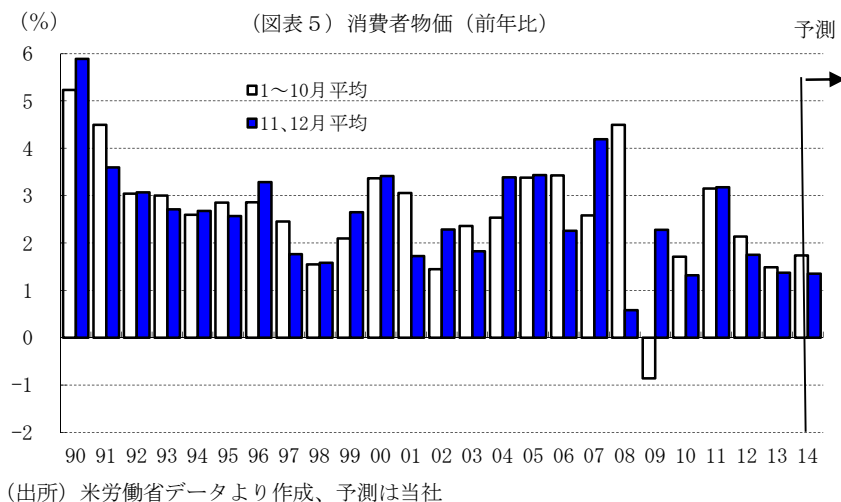
1～10月期の名目可処分所得は、給与所得、移転所得などが増加したほか、前年に給与税など増税の影響で鈍化したため、前年比+3.7%(13年+1.5%)と伸び率が加速した(図表4)。11、12月の可処分所得は、12年に配当所得が急増した反動で13年がマイナスとなったため、前年比の伸びは+4.3%(13年同▲1.7%)とプラスに転じると予想される。



**物価の低位安定のほか、企業の積極的な販促が売上押し上げ要因に**

物価面では、1～10月の消費者物価はガソリン価格が下落した一方で、食料品価格の上昇により前年比+1.7%上昇した(図表5)。11、12月は、コア物価の上昇ペースが安定を続けるもと、エネルギー価格の下落、食料品価格の上昇によって、消費者物価の上昇ペースは前年比+1.4%程度にとどまるとみられ、昨年の前年比+1.4%と同様に低い伸びとなる可能性が高い。

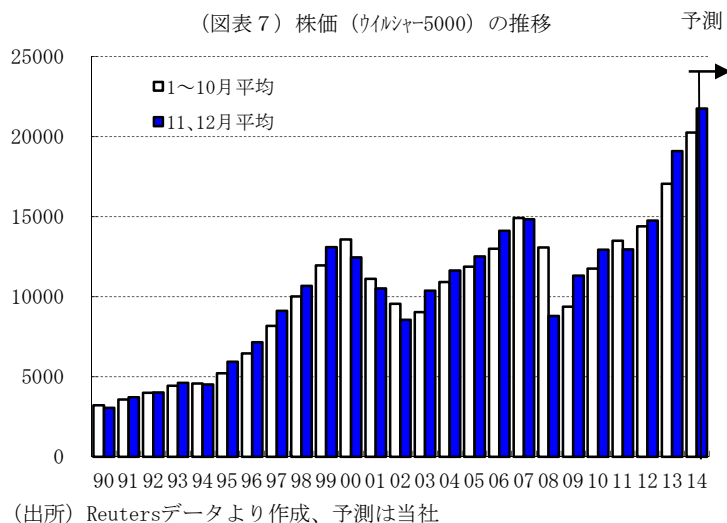
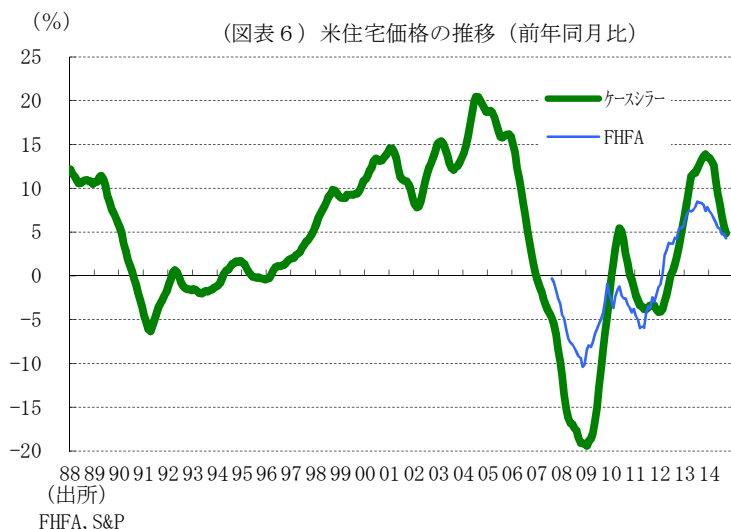
消費者の財布の紐はやや緩くなっているうえ、小売業は競争が激化する中で売上拡大のために大幅な値下げを行うほか、通信販売での送料無料など販促活動の強化を実施している。これらは物価統計には表れ難いものの、実質的な価格下落による消費下支え効果が期待できよう。



**株高による資産効果**

資産面では、住宅価格が前年比で上昇しているうえ、株価は前年の水準を大幅に上回っており、資産価格が個人消費にプラスの影響を及ぼしている(図表6、7)。

住宅販売が回復途上にある中で、11、12月も住宅価格は上昇を続けると見込まれる。一方、株価に関しては、予算など財政問題への不透明感が残存するものの、米景気の先行きに対する楽観論、企業収益の改善見通し、FRBによる慎重な金融政策期待などを映じて、上昇基調を維持すると予想される。このような状況は年内持続可能とみられ、11、12月の株価水準は昨年を大幅に上回り、資産効果が期待できよう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

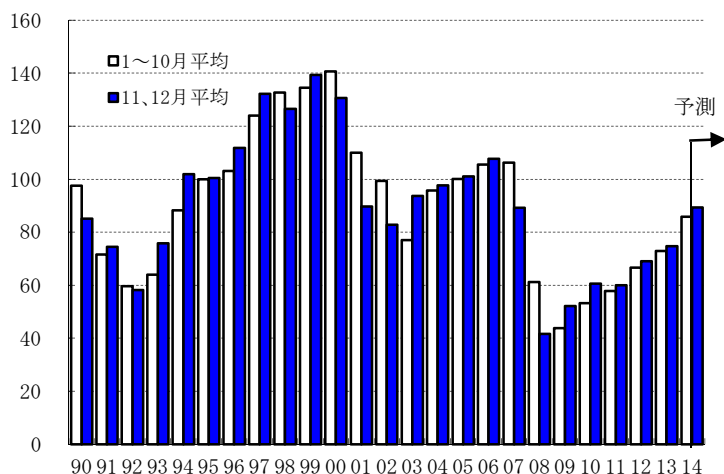
## 消費者マインドは安定

消費者のマインドを示す消費者信頼感指数は、景気、雇用、所得の先行き不透明感の緩和のほか、資産価格の上昇等によって改善し、1～10月期平均で昨年よりも上昇している（図表8）。

11、12月の消費者信頼感（平均値）も、政治不信、人種差別問題などへの懸念で大幅上昇は見込み難いが、雇用、所得の増加、経済成長持続、株価の安定等を背景に現在の水準を維持すると予想される。

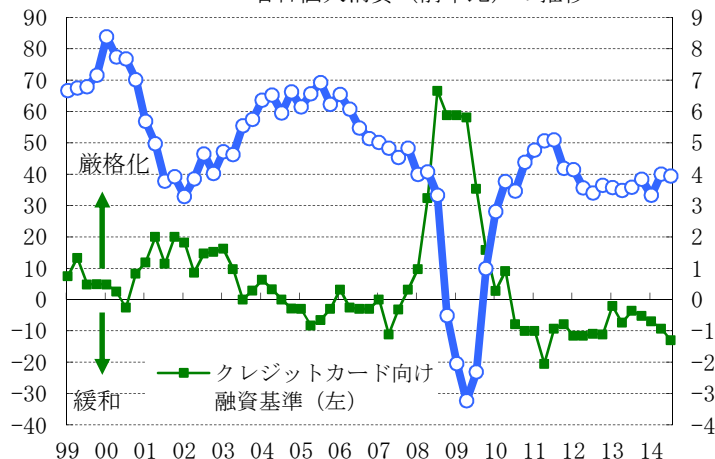
また、借入環境では金融機関のクレジット向けの融資姿勢の緩和が続いており、クレジットカードの利用増加が売上高を下支えするとみられる（図表9）。

（図表8）消費者信頼感指数の推移



（出所）C Bデータより作成、予測は当社

（図表9）クレジットカード向け融資基準と名目個人消費（前年比）の推移



（出所）米商務省、FRB

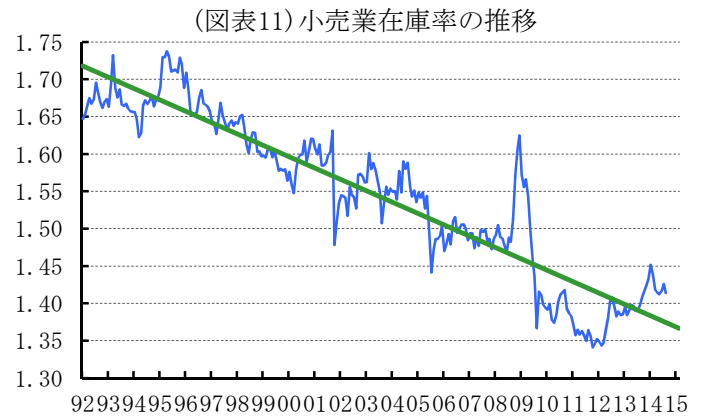
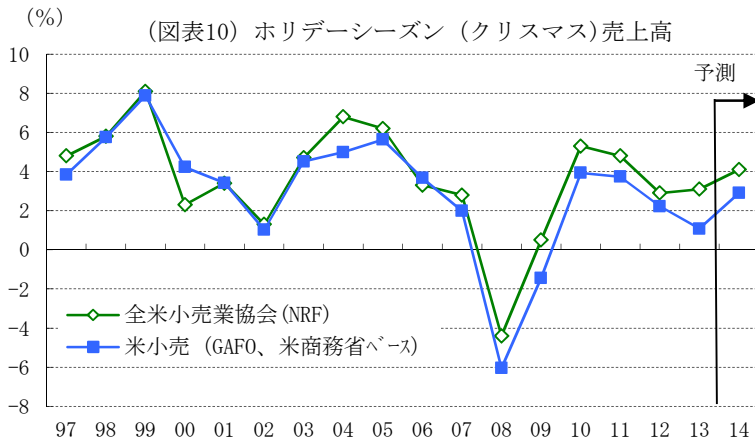
## ホリデーシーズンの売上高は資産価格の上昇などにより、昨年を上回る公算

以上を総括すると、所得の増加、資産価格の上昇、消費者マインドの改善など、家計を取り巻く環境は昨年よりも良い。また、大幅な値下げなどによる販促効果が期待されるほか、今年のホリデーシーズン商戦の期間は11月28日から12月24日までと昨年比1日長い。うえ、休日が昨年と同じ日数である。今年も悪天候による下振れが懸念され、感謝祭明けの連休の売上は弱い可能性があるが、前倒し購入やネット販売の増加、通常鈍化する連休後の販売などが押し上げられることで悪影響は緩和されると考えられる。

このような環境の中で、可処分所得（一時的な所得増により消費性向の変化を考慮）や消費者物価などの変数の予想等を踏まえれば、ホリデーシーズンの小売売上高（G A F Oベース）は前年比+2.9%程度（昨年同+1.1%）と昨年を上回ると見込まれる（図表10）。

小売業の在庫は売上高を上回って増加しており在庫率も小幅上昇しているが、当社の小売売上高見通しを前提すれば、在庫調整に陥る可能性は小さく、2015年に向けて明るい材料になると考えられる。

このように、景気は拡大ペースを維持すると見込まれるものの、FRBの景気判断を上方修正させるほど強い内容ではないとみられ、FRBが利上げを前倒しする要因にはならないと考えられる。



(出所) 全米小売業協会、米商務省データより作成  
(注1) 予測値はNRFベースはNRF、商務省ベースは当社。  
(注2) GAFO: 米小売売上高統計の一般小売、衣料、家具、家電、スポーツ用品・趣味・本・音楽、オフィス用品・ギフト店の売上を合計

以上