

## 極めて弱い6月米小売売上高がQE3を促す

6月小売売上高は予想外に大幅な減少。遡及修正もあり、4～6月期は2009年以来の減少に。1～3月期好天の反動やガソリン価格下落の影響を考慮しても、低調は揺るがず。4～6月期の個人消費は年率1%程度にとどまり、GDP成長率も1%前半へ低下する見込み。個人消費の予想以上の低迷は、FOMC投票権者にスタンス転換を促すことに。

### 6月小売売上高は予想外の大幅減少

7月16日に公表された米国の6月小売売上高は6月に前月比 0.5%と3ヶ月連続で減少した。市場コンセンサスでは0.2%の増加が見込まれており、大きなネガティブ・サプライズである。加えて、遡及しての下方修正幅も大きい。4月データが前月比 0.2%から 0.5%へ大幅に下方修正され、4月 0.5%、5月 0.2%、6月 0.5%と大幅な落ち込みになった。5月実績発表時点において、4～5月平均は1～3月期を年率換算で1.1%上回っていたが、今回の6月実績発表時点では4～6月期は1～3月期を0.8%下回る。小売売上高の減少は2009年1～3月期以来である。

### 5月は実質ベースでは堅調だったが、6月は実質ベースも低迷

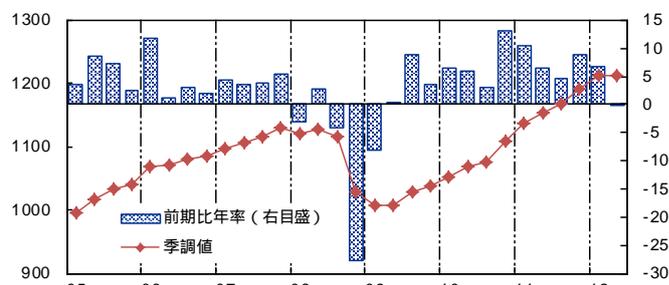
5月の小売売上高減少には、前回レポート<sup>1</sup>で指摘したように、ガソリン価格の急落によるデフレーターの低下が大きく響いていた。名目ベースの前月比 0.2%に対し、商務省が試算している実質小売売上高は5月に前月比 0.4%<sup>2</sup>と明確に増加した。ガソリン価格下落による実質可処分所得の拡大は、マインド悪化に遮られ、消費支出の増加にまでは結びついてはなかったものの、5月段階では消費者の支出行動が低迷していた訳ではない。

しかし、後述するように、6月はガソリン価格の下落ペースが鈍化しており、デフレーターの低下幅も限られる見込みである。6月CPIは、17日に公表されるが、執筆時点の市場コンセンサスは前月比横ばいと5月 0.3%から低下ペースが鈍化する。財に限っても、低下幅が5月の 0.9%から大きく縮小すると見込まれる。6月小売売上高は、実質ベースで見ても小幅に減少したと判断される。

### 住居関連が特に振るわず

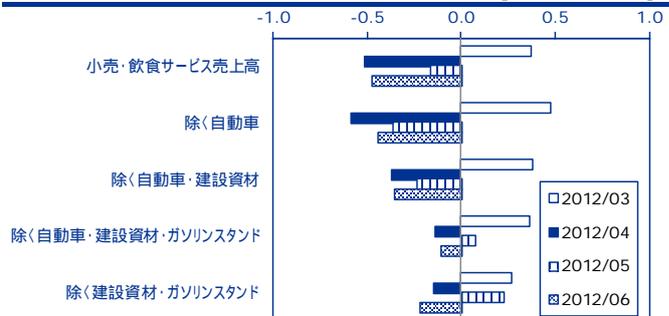
4～6月期の小売売上高は、上述の通り、前期比年率 0.8% (1～3月期 6.7%) と落ち込んだ。落ち込み

#### 小売・飲食サービス売上高 (10億ドル、%)



(出所)CEIC

#### 小売・飲食サービス売上高の定義別変動 (前月比、%)



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 6月14日付 Economic Monitor 「米小売売上高は減速が鮮明化も、実質ベースでは印象が異なる」を参照。

<sup>2</sup> 5月の名目小売売上高に基づくベースだが、5月の前月比は遡及修正がないため、現時点でも大きくは変わらない。一方、4月の実質小売売上高は前月比 0.0%だが、本文で述べた遡及修正に基づけば、下方修正されると考えられる。

の一部は、ガソリン価格下落に伴うガソリン販売の目減りによるものである。ガソリン販売は4~6月期に8.7%（1~3月期 11.4%）と急減し、小売売上高全体を1.0%Pt押し下げた。しかし、ガソリン販売を除くベース（1~3月期 6.1% 1~3月期 0.3%）や、コア指標（除く自動車・建設資材・ガソリン、1~3月期 5.8% 4~6月期 1.4%）で見ても、小売売上高の低迷は変わらない。

品目別に見ても、4~6月期は全般的に振るわないのだが、中でも落ち込みが特に大きいのは建設資材である。1~3月期に好転に恵まれ、住宅建設や改築が進み、15.2%と大きく伸びた反動はあるものの、4~6月期の建設資材は14.9%と大幅に減少した（全体に対する寄与度 1.0%Pt）。住居関連と言うことでは、家具（1~3月期 14.8% 4~6月期 1.0%）や電気製品（1~3月期 9.8% 4~6月期 6.2%）も振るわなかった。

他では、衣料品販売が前期比年率 1.8%（1~3月期 11.3%）と減少に転じている。一方、自動車・同部品売上高は4~6月期に2.0%（1~3月期 4.3%）と減速こそしたものの、増勢を維持した。増加は4四半期連続である。

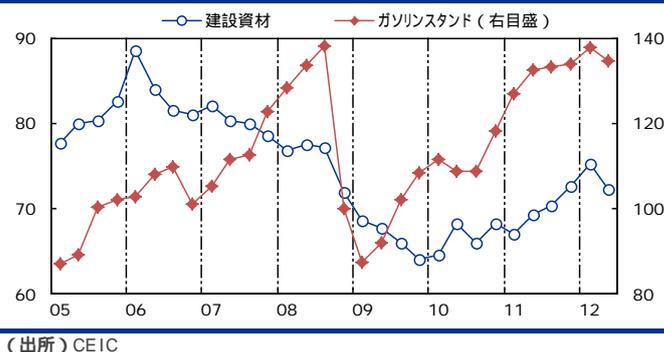
## ガソリン価格の下落ペースは鈍化

ガソリン価格は5月に平均3.7ドル/ガロン程度で推移した後、6月は一貫して下落傾向を辿り、6月前半は3.6ドル、後半には3.4ドルへ下落した。6月平均は3.5ドル程度である。なお、ガソリン価格は7月半ばに3.4ドル程度で推移している。単純に、ガソリン価格（EIAベース）の下落率を見ると、5月の前月比4.3%が、6月は5.2%へ加速する見込みである（CPI原系列ベースでは5月 3.6%、6月 5.2%、なお6月CPIは当社予想）。しかし、ドライブシーズン等を受けた季節変動を加味した季節調整値ベースのCPIで見ると、6月は1.0%となり、5月の6.8%から下落率が大きく縮小する。そのため、ガソリン価格下落によるCPIやデフレーター押し下げの寄与も、6月は限定的になる。

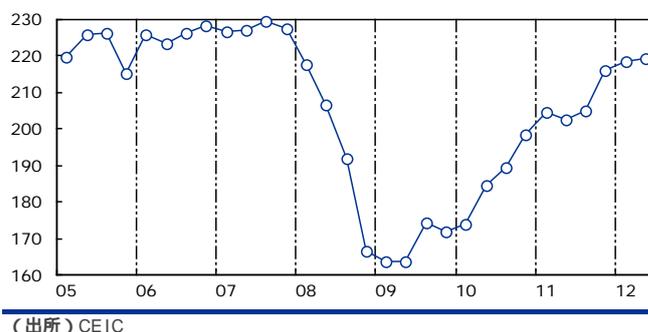
## 個人消費及びGDP見通し引き下げ

小売売上高の低迷により、4~6月期の個人消費支出についてはGDP成長率の見通しが大幅に引き下げられる。当社では従来、個人消費支出が1~3月期の前期比年率2.5%から4~6月期に1%台後半まで減速し、GDP成長率は1~3月期の1.9%を若干下回る程度と予想してきた。しかし、今回の小売売上高公表を踏まえ、個人消費支出の見通しを前期比年率1%程度へ、GDP成長率見通しを1.2%程度へ大幅に下方修正する。なお、重要な未公表の統計があるため、成長率等の予想は今後修正される。

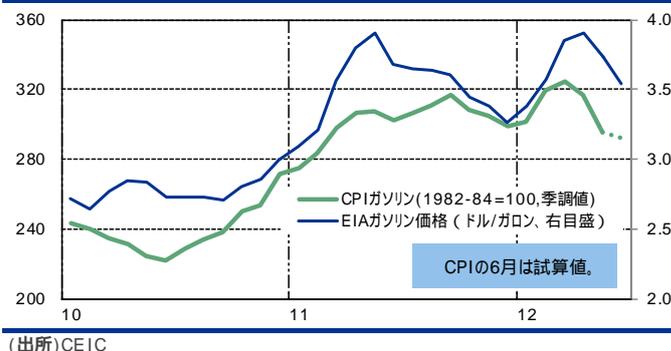
### ガソリンと建設資材の売上高（10億ドル）



### 自動車及び同部品の売上高（10億ドル）



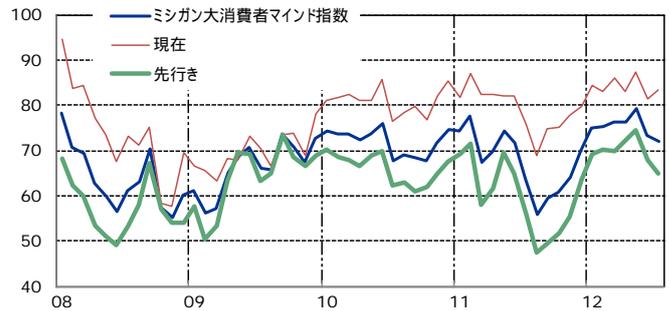
### ガソリン価格とCPIガソリン



## FOMC 参加者にもスタンス変更を迫る

小売売上高が示した個人消費の弱さは、その一部が好転に恵まれた 1~3 月期の反動であり、またガソリン価格下落による目減りが含まれるとは言え、極めて深刻なものと判断せざるを得ない。国内雇用情勢の停滞や欧州債務問題などを受けた金融市場の混乱などを受けて、消費者マインドが悪化し、消費支出の減少に繋がったと考えられる。ガソリン価格下落による可処分所得押し上げは、マインド悪化により遮断され、残念ながら、消費支出の増加には結びついていない。

### ミシガン大消費者マインド指数



(出所) Univ. Michigan, Thomson Reuters

既に雇用情勢や企業景況感の低迷は明らかとなっていたが、FedをQE3へ踏み切らせるほどの内容とは言い難かった。実際、6月FOMC時点では、投票権者のマジョリティも様子見姿勢であった<sup>3</sup>。しかし、GDPの7割を占める個人消費の大幅な低迷となれば、話は変わってくる。4~6月期個人消費やGDPのある程度までの減速は、6月FOMC段階において織り込み済みだったと考えられる。小売売上高が示した内容は、多くのFOMC参加者の想定を下回ったと見込まれる。加えて、3ヶ月連続の減少により7~9月期に向けた目線が大きく下がった、すなわち小売売上高の低迷が7~9月期も続く可能性が高まったことも重要である。4~6月期の成長率低迷のみであれば、2012年後半の成長率回復を見込むFedシナリオ(及び市場コンセンサス・シナリオ)の下では、追加緩和の決め手とならないかも知れない。しかし、7~9月期の米国経済も低調となれば、フォワードルッキングな金融政策運営において重大な問題である。

未だ、6月CPI(17日)、6月鉱工業生産(17日)、ページブック(19日)など重要指標の公表を残しており、半月後のFOMCに関する判断を急ぐ必要はない(次回FOMCは7月31日~8月1日)。しかし、6月小売売上高の低迷(ひいては4~6月期の消費支出及びGDPの低迷)が追加金融緩和の引金になる可能性は高いことについては認識しておく必要があるだろう。

<sup>3</sup> 7月12日付 Economic Monitor 「追加緩和は今後の経済データの動向次第(6月19~20日のFOMC議事要旨)」