

贅沢な悩みになってしまった「雇用統計が強すぎると・・・」

2013年10月29日(火)

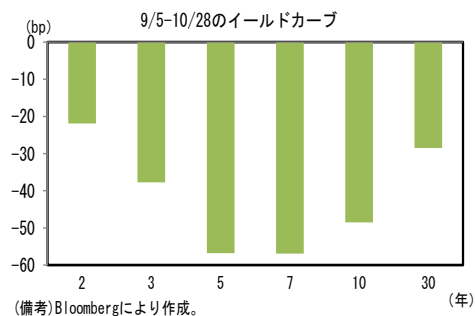
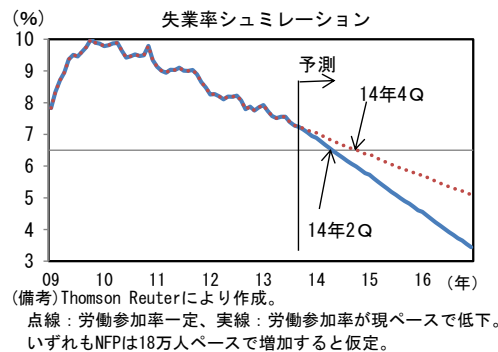
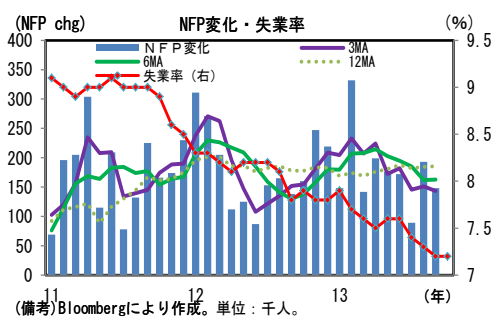
第一生命経済研究所 経済調査部
藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

夏場に米10年金利が3%を目指した局面でしばしば話題になったのが、「米経済指標が強すぎると、Tapering観測が高まり、米金利が急上昇し米株が下落、それが円高・日本株安を招き、同時に新興国はトリプル安に陥る」といった観測だ。しかし、今やこれは贅沢な悩みとなってしまった。

雇用統計は7月から市場予想を下振れつつ軟化を続け、いつの間にかNFP変化(3MA・6MA)はそれぞれ14.3万人・16.3万人まで減速し、たった3・4ヶ月前までは容易に達成可能とみられていたTapering開始の一つの目安であるNFP変化18-20万人(6MA)は随分と遠のいてしまった。NFP変化を12MAでみると18.5万人だ。昨年9月時点のそれが17.8万人なので、残念なことにQE発動時から雇用はほとんど加速していないということだ。

失業率は7.2%まで低下したものの、これは相変わらず労働参加率の低下によるところが大きく、“偽りの失業率低下”に変化は見られない。飽くまで簡易的な試算ではあるが、このまま労働参加率の低下に歯止めがかからずにNFPが18万人ペースで推移した場合、失業率6.5%(エバンス・ルールで利上げ条件の一つとされている)の到達時期は2014年2Qとなる。労働参加率低下に歯止めがかかったとしても14年4Qだ。失業率6.5%が視野に入っているにも拘らず、米金利は9月5日をピークに低下を続け、利上げ観測すら起きなくなっている。ましてや、6月FOMCでバーナンキ議長が示した「2014年半ば・失業率7%・QE停止」シナリオは過去のものとなりつつある。

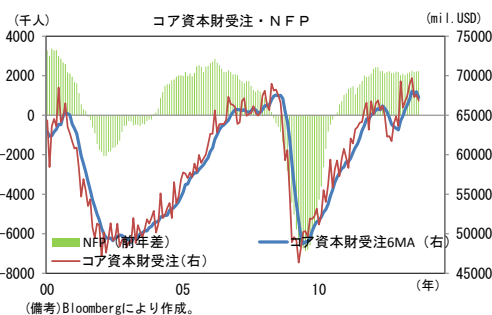
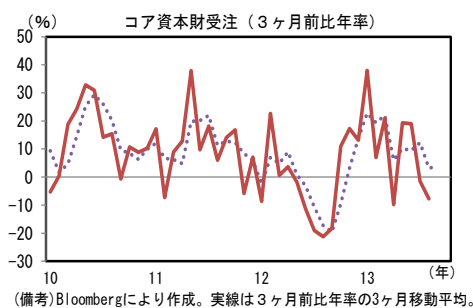
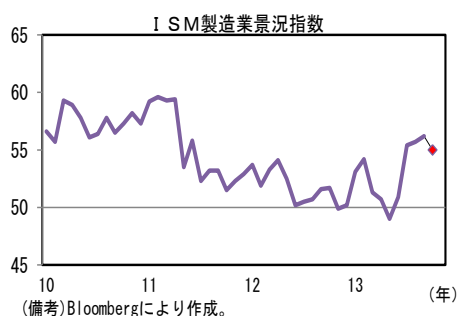
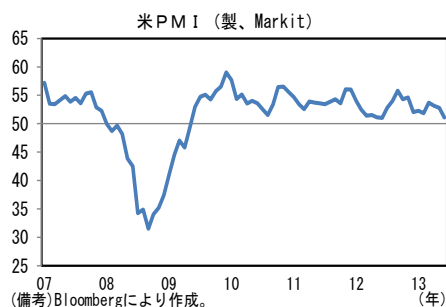
これは、市場参加者が、近い将来FEDがフォワードガイダンスの修正(インフレフロア条項の追加)に踏み切ると確信的になっていることもあるが、そもそも景気回復期待が萎んでしまったが故、利上げ観測が高まらないことが大きいと考えられる。足もとの米10年金利低下はTapering後ズレ観測も去ることながら、景気の本質的な鈍化も相当に織り込んでいられるとされる。



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を負いません。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。

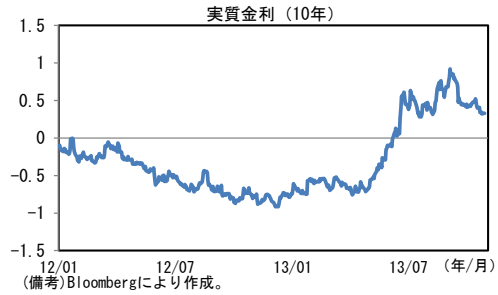
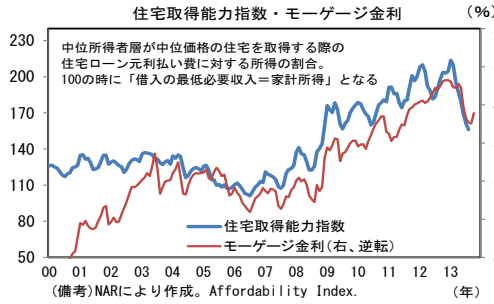
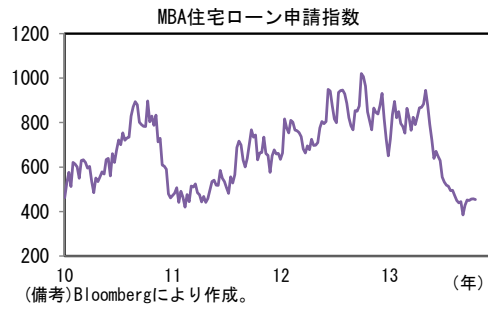
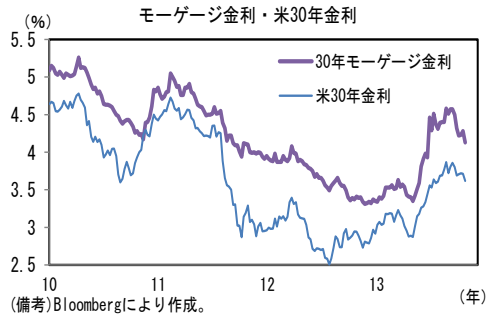
改めて強調するまでも無いが、雇用関連指標は景気の遅行指標だ。雇用の先行きを占うため景気の先行指標を見てみると、こちらも失望的な内容が目立つようになってきた。なかでも失望的だったのは、何れも筆者が重視するPMI（製、Markit）とコア資本財受注だ。10月PMIは51.1と3カ月連続で低下し、1年ぶりの水準となった。引き続き50は上回っているものの、この事実は軽視すべきではないだろう。内訳をみても生産（55.3→49.5）が急落し、約4年ぶりに50の大台を下回り4Qが軟調なスタートになったことを示唆したほか、新規受注（53.2→51.6）も低下するなど内容が悪い。その上、新規受注・在庫ギャップは縮小し、先行きの生産が伸びにくくなることを同時に示唆した。そして1日に発表されるISM製造業景況指数も低下する見込みだ（10月市場予想：55.0、9月実績：56.2）。

更に設備投資や雇用の先行指標として有用なコア資本財受注は3か月前比年率（3MA）で▲8.2%まで落ち込んでしまった。これは9月のデータなので、政府機関閉鎖の影響は僅かにしか影響していないと考えられるため、より失望的だ。コア資本財受注は1Qに前期比+21.4%と高い伸びを記録した後、2Qに同+8.5%まで減速、そして3Qは同▲8.4%と、遂にマイナス圏に突入してしまった。この動きは足もとの雇用鈍化と整合的であり、同時に雇用（特に正規雇用）が更に鈍化することを示唆している。このように米経済が回復力を増すとの見方に疑問を投げかけるものが多い。



それでは米経済に明るい話題が何も無いかというとそうでもない。敢えて一つ挙げるとすれば、9月入りに名目金利が落ち着きを取り戻していることだ。モーゲージ金利（フレディマック固定30年）は9月にピークアウトし、直近では4.1%程度まで低下している。これを受けて住宅取得能力指数（定義は図参照）は9月か10月には上昇に転じると見込まれる。MBA住宅ローン申請指数も借換指数の反発が主因だが下げ止まっており、明るい兆しがみられている。早ければ、年明けにもモーゲージ金利低下の好影響が新築住宅販売件数などで確認できるかもしれない。また、実質金利低下（名目金利低下&期待インフレ率上昇）により、上述のコア資本財受注などの設備投資関連の指標が今後上向き基調に転じる可能性が指摘できる。特にここ数カ月の設備投資関連指標は金利上昇の悪影響を受けたと推察されることから、その反発力はある程度期待しても良いだろう。

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。



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。