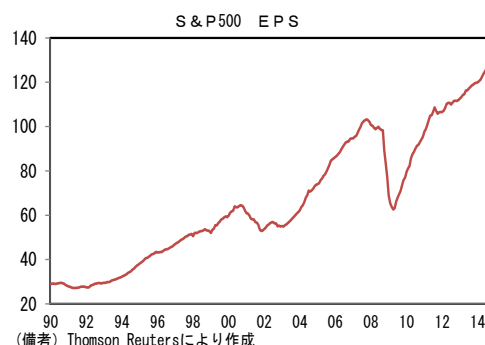
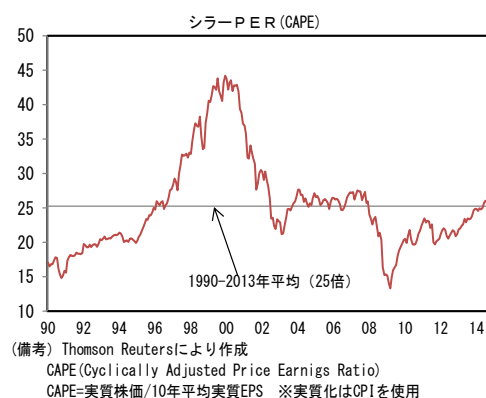
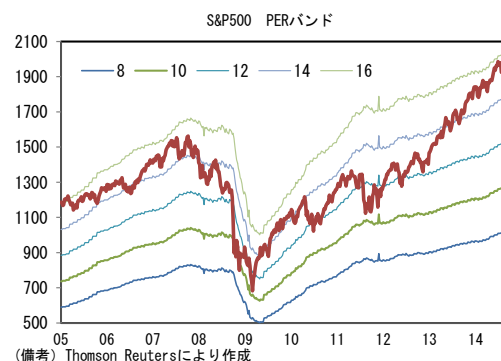
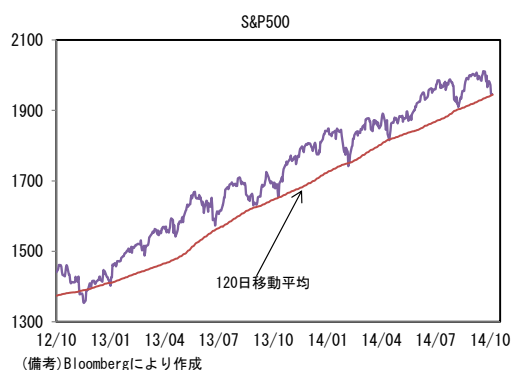


途中下車無効

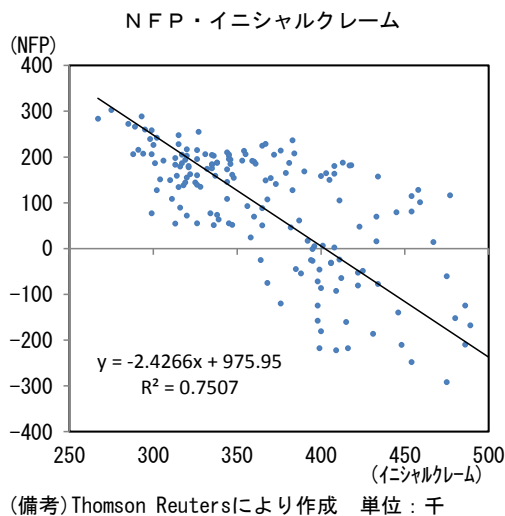
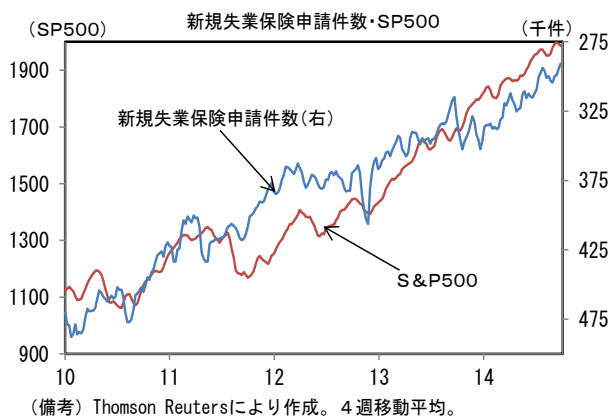
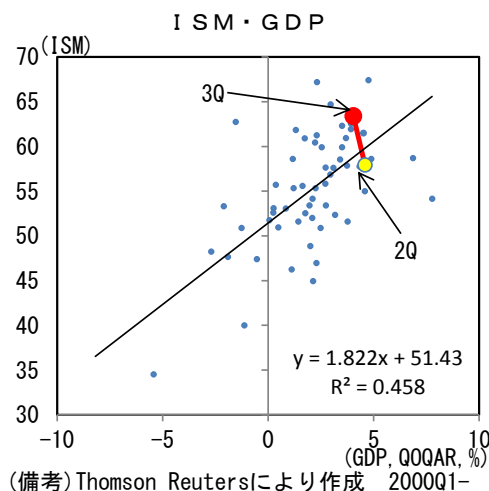
2014年10月3日(金)

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

- 10月入り後の2日間で米国株が大幅下落。S&P500は重要なサポートラインとなってきた100日移動平均線を割り込み、120日移動平均線に急接近。チャート上でブル・ベアが激戦中だ。そうした折、USD/JPYは米金利低下とリスクオフが相俟って108台前半まで押し戻され、日経平均も大幅な調整を迫られた。欧州株についてはECBへの失望も加わり、2日の欧州株式市場ではドイツ2%弱、フランス3%弱、スペイン3%強、イタリア4%弱と、かなりきつい下落。先行きについても、米株下落主導でUSD/JPY下落、日本株下落が警戒されるどころだが、米国株の最重要ファクターである米経済は堅調。仮にS&P500が120日移動平均線を割り込んだ場合、1ヶ月程度は打撃を被った投資家のリスクテイク能力修復に時間を要すると思われるが、その後は上昇基調に回帰すると予想。しばしば過熱感(≡バブル領域突入)が指摘される米国株のPERは景気後退前の水準に回帰したに過ぎず、異常な状態とは言えない。長期的な視点でみれば適正なプライシングの範囲内と評価できる。実質ベースのPER(シラーPER)でみても同じ姿だ。現行水準のPERを維持しつつ、今後はEPS見合いで上昇しよう。目先の10%を超える下落に見舞われたとしても、年末にまでにその下落の大半は取り戻され、その後は最高値更新を続けるはずだ。日本株は米国株反発に追随、USD/JPYは投資家のリスク志向が安定するなか、日米中銀のベクトル相違を反映して更に上伸しよう。

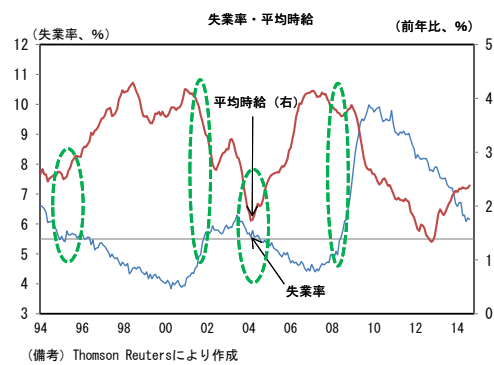
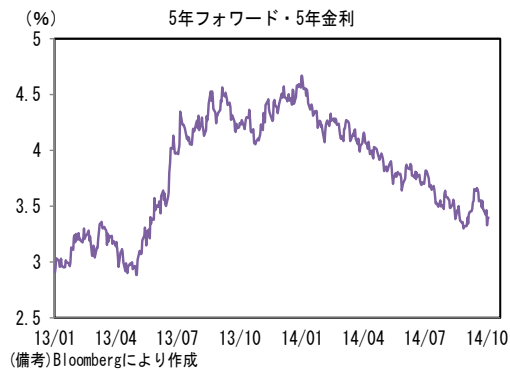


- ・米国株はもちろん日本株・USD/JPYの最重要ファクターである米経済は引き続き楽観視できる状態にある。直近の経済指標に目を向けると、日米株大幅安の一因となった9月ISM製造業景況指数は市場予想こそ下回ったものの、その水準は56.6と長期平均（2000-2007年、52.0）を大きく上回っており、3Q平均は実質GDP成長率の4%に整合する非常に強い内容だ。過度な悲観は禁物。また、ここもと減少ペースが鈍化していた新規失業保険申請件数は直近に3週連続で30万件の大台を割り込み、4週移動平均は景気後退後の最低付近に減少。次週発表分が30万件以下となれば景気後退後の最低を更新し、NFPの再加速を強く示唆することになる。2005年以降の両者の関係に基づけば足もとの新規失業保険申請件数はNFPの20万人台後半と整合する（回帰式からは28万人トレンドという結果が得られる）。新規失業保険申請件数は振れが小さく、過去分の改定も小幅のため、雇用の実勢を把握するにはBLS雇用統計よりも優れているかもしれない。米株との連動性の強さがそれを物語る。万が一、8月雇用統計に続いて9月雇用統計（今晚発表）が失望的な結果に終わってしても、“よくある統計の振れ”として処理すべきだろう。



- ・また、今晚の雇用統計では賃金動向が注目を集めるだろう。5年フォワード5年金利の低下に代表されるように目下の賃金・物価上昇率の鈍さが米経済悲観論の根底になっている側面がある。しかしながら、過去の賃金上昇サイクルをみる限り、足もとの賃金の弱さを悲観する必要性は乏しい。賃金動向に重大な影響を与える失業率は8月に6.1%まで低下したとはいえ、5%前半とされる自然失業率には若干の距

離があり、賃金上昇の臨界点に達していないと判断される。過去、賃金と失業率の関係は失業率が概ね5.5%を跨ぐタイミングで賃金が急上昇（低下）しており、今回も同様の関係が再現されると見込む。失業率が5%台半ばに突入するであろう来年半ば頃までは賃金上昇モメンタムの鈍さに寛容になるべきだ。失業率が5%前半まで低下し、そこでの滞空時間が長くなってもなお賃金・物価が上昇しなければ、その時点で物価上昇メカニズムを再点検すれば良い。



- ・ このように米経済に強気な限り、米国株の上昇シナリオは不変。投資家の楽観がリスクマネー拡大をもたらし、それが日本株に流入する展開を見込む。USD主導のUSD/JPY上昇予想も貫くべきだ。