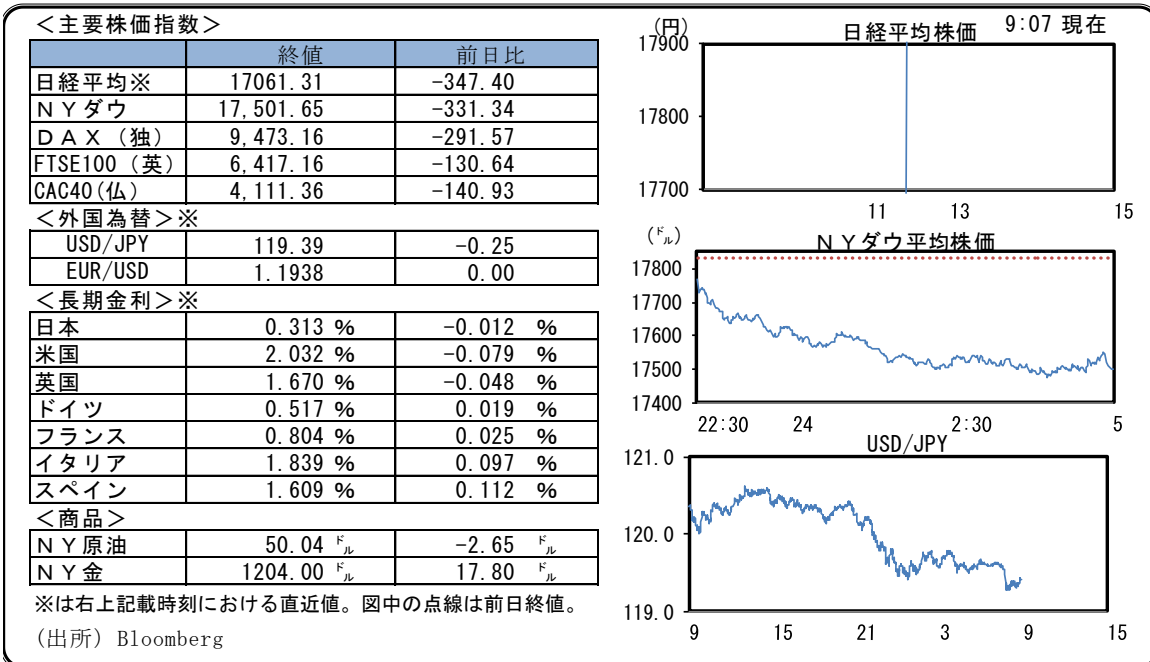


上がらないなら NAIRUまで待とう 平均時給

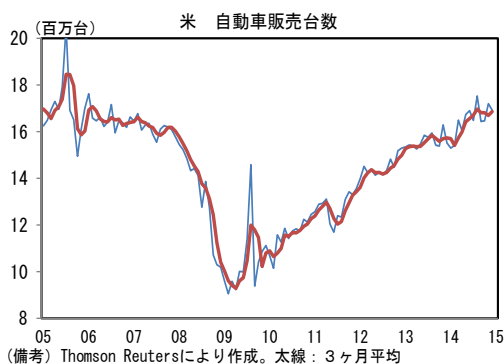
2015年1月6日(火)

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



【海外株式市場・経済指標他】 ~WT I : 一時50ドル割れ~

- ・米国株式市場は続落。特段の悪材料は無かったが、NYダウは300ドル超下落、原油もWT I が一時50ドルを割れるなどリスクオフに傾斜。ドイツがギリシャ離脱を容認するとの報道がリスクオフを誘発、欧州株は大幅下落。
- ・12月米新車販売台数（SAAR、季調済年率換算）は1692万台と市場予想（1680万台）を上回った。3ヶ月平均でも1690万台に増加、8月をピークに増加傾向が一服していた自動車販売台数は、目下のガソリン価格下落を受けて再加速の兆し。ガソリン価格下落によって実質的な購買力が増した消費者は選択的支出に前向きと判断され、それは消費者信頼感指数の著しい改善と整合的だ。十分な所得と楽観的な将来見通しが担保されているからこそ、消費者は高額耐久消費財の代表格である自動車の購入に踏み切るのだろう。



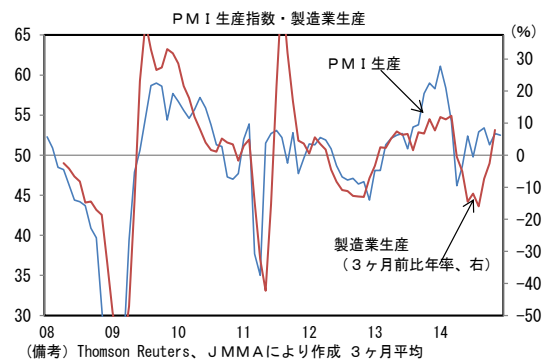
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【外国為替相場・債券市場】～12月ユーロ圏CPI：マイナス圏突入へ～

- ・前日のG10通貨はJPYの強さが目立った一方、EURの弱さが目立った。ドラギ総裁の国債購入に前向きな発言を受けてEUR/USDは9年ぶり低水準に下落、反対にUSD/JPYは欧米市場がリスクオフに傾斜する中でJPY買いが優勢。6日日本時間でUSD/JPYは119前半まで水準を切り下げている（9：00）。
- ・米10年金利は▲7.9bpの2.032%。原油安（期待インフレ率低下）と株安（質への逃避）が相俟って2%割れを試した。欧州債市場は総じて軟調。前日のラリーの反動に加え、ギリシャを巡る不透明感からGIIPS債に売りが集中。経済指標は12月独HICPが前年比+0.1%（市場予想+0.2%）と弱く、7日発表の12月ユーロ圏CPIの下振れリスクを喚起。なお、コンセンサスは前年比▲0.1%と2009年10月以来のマイナス圏突入を見込んでいる（当社予想も▲0.1%）。英国では12月建設業PMIが57.0と前月（59.4）および市場予想（59.0）を下回る弱い内容だった。

【国内株式市場・経済指標他】～増産は堅い～

- ・日本株は欧米株安を受けてギャップダウン。
- ・昨日発表された日本の12月製造業PMI（Markit）は52.0と、速報値から0.1pt下方修正され前月比横ばいとなった。内訳は、生産（52.7→52.5）が消費増税後の最高を僅かに下回る水準を維持したほか、雇用（50.2→51.5）とサプライヤー納期指数（48.1→47.9※同指数が低下するとPMI上昇に寄与）が指数押し上げに寄与。他方、新規受注（53.0→52.3）は7ヶ月連続で50超を維持したものの、2ヶ月連続で低下。国内受注の持ち直しが確りとしてきた一方、輸出受注（51.8→51.3）が勢いを失いつつある。今月のPMIは12月（+3.2%）、1月（+5.7%）と極めて強気な生産計画が示されていた製造工業生産予測指数ほどの強さは無いが、増産シナリオをサポートするには十分過ぎる内容。今後、輸出受注の持ち直しが鮮明化してくれば国内経済の回復傾向がより確かなものになるだろう。



【注目点】～上がらないなら NAIRUまで待とう 平均時給～

- ・2015年の実質的な第1週目は12月雇用統計が発表される。今回は雇用者数変化も去ることながら失業率と平均時給により一段と注目が集まるだろう。インフレ率を加速させないための失業率（NAIRU）の閾値はFEDの推計によると5.2-5.5%とされているが、それに対して直近の失業率は5.8%であり、その差は僅か0.3%Ptともはや推計誤差の範囲内に迫っている。労働投入量の調整を雇用者数で調整する傾向が（日・欧に比べて）強い米国では、失業率がNAIRUを下回ると賃金トレンドが急激に変化する特徴があるため、向こう数ヶ月の間に失業率が5%台半ばに低下した場合、平均時給が急上昇する可能性がある。12月雇用統計は失業率が5.7%（11月5.8%）に低下する一方、平均時給は前年比+2.2%（11月+2.1%）に留まり、引き続き上昇圧力に欠けるとの見方がコンセンサスだ。統計公表後は賃金上昇率の鈍さが指摘されそうだが、失業率が低下したとは言え、依然としてNAIRU推計を上回っていることを再認識する必要がある。であれば、現時点の賃金上昇率の鈍さに寛容になるべきだろう。失業率が5%半ば以下に低下してもなお賃金上昇率が鈍かった場合、そこで改めてフィリップスカーブ等で示されているメカニズムに異常が生じてないかを点検すれば良い。年央までに失業率がNAIRU水準まで低下、若干の前後はあるだろうが時同じくして、賃金上昇圧力が高まり、期待インフレ率が上昇、それを映じた米金利上昇、USD高（対JPY・EUR）が実現するとの見方を維持する。

