

2018年7月米国雇用統計プレビュー

4-6月期のGDPが4%を超えたことから米国経済の成長が高まっているのは明らかになりつつある。昨日まで開かれたFOMCも声明で、「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は力強いペースで拡大していることが示唆された。雇用の伸びはこの数カ月、ならしてみると力強く、失業率は低い水準で推移している」と述べている。今回のFOMCは前回利上げを決めた直後であったため、注目度は高くなかったが、声明文も前回とほぼ同じである。FEDは9月に利上げすることはかなりの確度で、市場もそう織り込んでいる。この見方を変えるほどのサプライズは今回の雇用統計では示されないだろう。あり得るとすれば、「上振れ」だが、すでに市場は9月の利上げを確信しているので、大きな反応はないだろう。サプライズと言うより、「パズル」だが、これだけ強い雇用情勢でも賃金の伸びが加速してこない。先日発表された、変動の激しい食品とエネルギーを除いたPCEコアデフレーターは前年同月比1.9%上昇と市場予想を下回った。4-6月期の米雇用コスト指数も前期比0.6%上昇に止まり市場予想を下回った。依然として賃金が牽引役となるインフレの兆候はない。われわれは雇用統計でこの点をまた確認することになるだろうが、これもまた市場に与える影響はほとんどないだろう。市場は、これは米国の経済にビルトインされた構造問題と捉え始めている節があるからだ。

7月の雇用統計は金利上昇・ドル高を指し示す

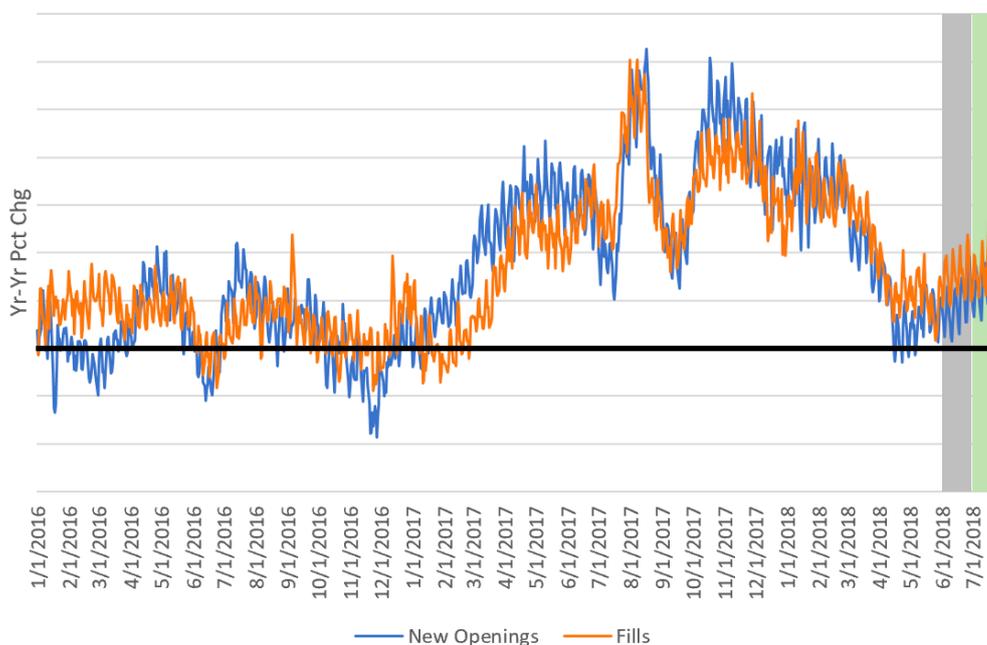
今月の DeepMacro による民間 NFP 予測は、22.2 万人増。市場コンセンサスの 19.0 万人増を上回っている（7月30日時点）。DeepMacro 予測が市場予想の中央値を上回っているため、われわれの短期的なトレーディング戦略は、米金利（米債券）の売り、米ドルの買い、S&P500 の売りを推奨する。この戦略は最適化されていないが、（月次の高いヒット率が示す通り）高い予測力がある。そのため、雇用統計に関わる方向性リスクを管理するのに有用だ。

強気な予測の根拠は以下の通り。

- ・DeepMacro 成長ファクターは金融危機後の新高値となる 1.29 を記録（10年平均の標準偏差で測定）
- ・新規求人は前月比 3.5%増、前年比 16.9%増。これは前年比 3.2%減、前年比 8.2%増だった6月よりも強い。
- ・新規採用はさらに強く、前月比 6.9%増、前年比 24%増（6月は前月比 2.9%増、前年比 14.3%増）

総合すると、これらのデータは、すでに堅調なトレンドからさらに雇用が上向きとなっていることを示唆している。DeepMacro 予測の 22.2 万人増が正しかった場合、6月の 20.2 万人増という強い結果からは若干増という形となるが、直近 3 ヶ月平均（20.5 万人増）よりも高く、6 ヶ月平均（21.3 万人増）に迫る数字である。失業率が 4%に近い状況で、このペースはあとどれくらい維持可能なのだろうか。先月の労働参加率の増加は良い材料だったが、これはトレンドでは決してない。参加率は過去 2 年間ほぼ横ばいで推移している。労働参加率全般に持続可能な上昇トレンドが存在しなければ、賃金の上昇は最終的には雇用の低下をもたらすはずである。

Figure 1. 米国：新規求人数と新規採用数の推移（サンプルの米企業）
2016年1月1日から2018年7月25日（20日移動平均の前年比変化率）



注：グレーの網掛け部分は6月分、グリーンの網掛け部分は7月分を示す。

Sources: DeepMacro, LLC. and LinkUp/SmartMarketData.

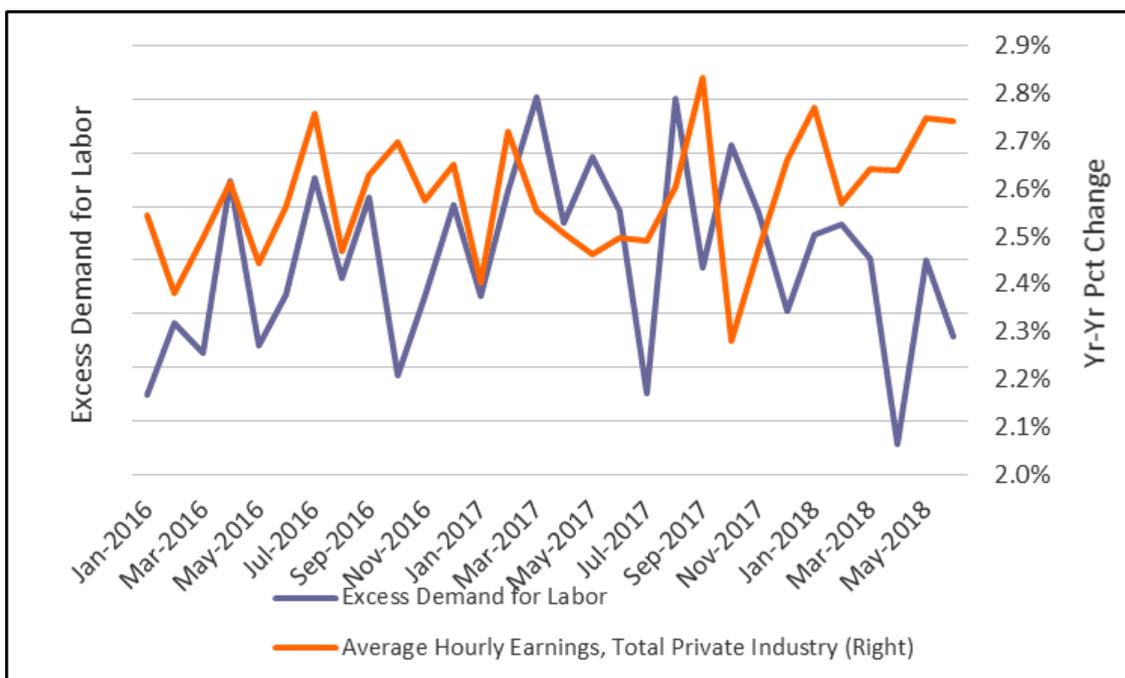
雇用に関するわれわれの主要なデータソースは、3 万社に及ぶ米国企業の人事ウェブサイトに掲載される求人情報である。企業が求人広告をウェブサイトに掲載した時点でわれわれはそれを新規の「求人」とカウントし、掲載が取り下げされた時点で求人が「埋まった」＝「採用」された、と判断している。新たな求人は企業側の労働需要の増加を意味し、雇用の伸びの先行指標となる。また、これら新規求人データの総数は、DeepMacro「成長ファクター」によって計測される景気サイクルの全般的な強さなどの他の変数と合わせて分析することで、毎月の NFP に対する説明力を持つことがわかってきている。

ビッグデータは依然として賃金の抑制を示唆

しかしながら、われわれはまだ賃金の上昇加速を目にしていない。事実、新規求人（企業の雇用意欲）と新規採用（実際の雇用）の差で定義される労働の過剰需要は、7 月に弱まった。換言すれば、実際の雇用が、企業の望む以上の水準で増加したことになる。これは賃金の低下圧力を意味する。つまり、企業の労働需要が満たされているため、賃金上昇にはマイナスとなる。

これまで議論してきた通り、このような状況がいつまでも続くはずはない。しかし、先月と同様、企業が短期的により慎重となっている原因を多数挙げることはできる。関税の問題が大きい。いくつかの控えめな決算発表もその一つだ。

Figure 2: 労働の過剰需要 対 時間当たり平均賃金 2016年1月から2018年7月
(新規求人数マイナス新規採用数の前年比変化と前年比変化率)



Sources: DeepMacro, LLC. and LinkUp/SmartMarketData.

短期的なリスク管理：金利と米ドルに上昇バイアス

短期的には、今月の DeepMacro 予測は、金利（債券）の売り、米ドルの買い、S&P500 の売り、を推奨している。

過去のレポートでも述べてきたように、DeepMacro 予測の目的は、NFP 数を的中させるというよりも、市場の反応を予測することにある。仮に今月の NFP が予測と異なっていたとしても、われわれは引き続き、労働市場の状況を示す新たな情報（公共部門、賃金上昇、修正値）に対して市場がどのように反応するか、に注目していく。

われわれは、DeepMacro のモデルが推奨するシンプルな取引戦略を、リスク管理のための一つのツールと位置付けている。ビッグデータに基づく DeepMacro 予測は、雇用統計の前後で FX-1 ポートフォリオの米ドルのショート幅を軽くすることをすすめている。FX-1 ポートフォリオでは、ほとんどの安全通貨（スイスフランおよび日本円）に対して米ドルをショートしている。スイスフランと日本円をロングとする根拠は、比較的強い成長である。米国の成長の加速は、少なくともこの2通貨の相対的な優位性をいくらか低下させることになるだろう。

金利に関しては、市場の動きが DeepMacro の金利モデルについてきており、現在は中立としている。DeepMacro のモデルがさらに早いペースでの金利上昇を予測するには、成長とインフレが加速しているという証拠を確認する必要があるだろう。非常に強い NFP は、そのカタリスト（きっかけ）となりうる有力な候補の一つである。この文脈から、雇用統計前に戦略的なポジションをとることは理にかなっている。

株取引の推奨に関しては、われわれはあまり確証が無い。この戦略の最近のパフォーマンス（Figure 3）から、その理由を説明する。

- ・金利が最もパフォーマンスが良く、8ヶ月、7ヶ月でプラスのリターンとなった。
- ・通貨は、通貨の種類によって、8ヶ月、4または5ヶ月でプラスのヒット率を記録し、トータルリターンもプラスとなった。
- ・株式は不調。DeepMacro 予測が市場予想の中央値を上回った場合 S&P500 を売るという戦略のため、8ヶ月、7ヶ月で、マイナスのリターンとなった。

Figure 3: 要素別のDeepMacro NFP戦略のパフォーマンス - 2017年11月から
2018年6月（5日間保有時の変化率またはベースポイント）

	JPY	MXN	EUR	ED (bps)	SPX
Nov	-0.62%	0.89%	-0.04%	-0.5	-0.57%
Dec	-1.33%	-0.09%	0.30%	1.5	-1.59%
Jan	-0.61%	2.96%	2.12%	1.0	8.93%
Feb	0.10%	0.22%	0.06%	3.1	-0.30%
Mar	-0.06%	-0.09%	-0.71%	4.1	-0.04%
Apr	0.19%	0.85%	0.61%	3.1	-3.49%
May	0.81%	2.79%	-0.91%	8.7	-2.38%
Jun	1.71%	-1.21%	0.16%	1.5	-2.23%

Sources: DeepMacro, LLC.

総合すると、この全体的に強気な戦略（金利の売り、米ドルの買い、S&P500 の売りのポジションを5日間保有）は、金利部分への配分（ユーロドル金利先物を通じて）が実際の取引環境よりも少なかつたにもかかわらず、プラスのリターンをもたらしている。

要素別の内訳をみることで、われわれは株式市場が何を重視してきたかを知ることができる。株式は成長と金利の両方に反応しなければならない。過去数ヶ月、株式市場は成長からの強気なシグナルをより重視し、金利上昇には比較的反応してこなかつた。これはある程度、理にかなっている。力強い経済は金利上昇を上手く消化することができるからだ。

過去数カ月は市場金利が先物よりも早く上昇してきたため、この傾向が特に顕著だ。急激な金利上昇は株式のバリュエーションに影響を与えるはずだ。しかし、株式市場の回復力は強かつた。当たり前なことを述べるようだが、市場は、メディアが喧伝する様々な「不確実性」や金利上昇を乗り切ることができる企業の能力に対して、自信を持っているように見える。

われわれがこの取引戦略を正式なトレーディングルールというよりもリスク管理のツールとして推奨している理由の一つは、戦略のシンプルさにある。中期的なモデルのポジションは、金利モデルは金利の買い、通貨モデルは米ドルの売りとなっているが、もし DeepMacro の NFP 予測が正しい場合、短期的には、少なくとも一定程度、逆方向にポジションを傾けるといいだろう。

ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会