

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



ベージュブックと最近のタカ派発言

FRBは4月17日に発表したベージュブックで、米経済活動はわずかに拡大を維持した一方で、インフレ鈍化もおわせました。ベージュブックは次回FOMCの検討資料となりますが、最近のFOMC参加者のタカ派発言とややトーンが異なるようです。3月の米CPIショックでインフレは一時的と言えそうもないことからタカ派発言に転じたFOMC参加者ですが、時間をかけてデータを見る姿勢に変化はないと思われます。

■ FOMCで議論の土台となるベージュブックのトーンは幾分ハト派的

米連邦準備制度理事会(FRB)は4月17日に地区連銀経済報告(ベージュブック)を発表し、24年2月下旬以降の米経済活動が「わずかに拡大した」と総括しました。物価の上昇率は3月発表の前回報告からほぼ横ばいで、多くの関係者はインフレが今後も鈍いペースで続くとしています。

今回のベージュブックは、12地区連銀が4月8日以前に収集した情報を基にボストン連銀がまとめたものです。ベージュブックの内容は、最近の米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者のコメントとはトーンが幾分異なるものでした(図表1参照)。

■ ベージュブックからは米国企業が価格転嫁に苦慮する面も示された

ベージュブックは次回のFOMC(4月30日-5月1日開催)の検討資料の1つです。市場やFOMC参加者のインフレに対する懸念を高めたとみられる3月の米消費者物価指数(CPI、10日発表)前の情報をもとにベージュブックが作成されていることを踏まえれば、ベージュブックのトーンがややハト派(金融緩和を選好)的で、最近のFOMC参加者のタカ派(金融引き締めを選好)発言(図表1参照)と違いがある点はある程度説明されるでしょう。

しかし、(最近の)ベージュブックにおける賃金や価格設定に関する記述からは賃金上昇圧力が緩やかとなっていることや、企業がコスト(原材料や賃金上昇分など)を価格に転嫁することが容易でないとの認識が示されています。

一方で、今回のベージュブックにおける経済活動を見ると個人消費は全般的に増加基調を維持している点が指摘されています。地区や時期により消費の強弱はあるとしても、消費の底堅さは失われてはいないようです。しかし追加利上げが求められるような消費拡大といった状況にないことも確かなようです。

米国企業の価格設定とインフレ率の関係については、全米自営業連盟(NFIB)が発表する中小企業価格計画指数(今後3カ月内に価格を「引き

図表1: 最近(24年4月)の主なFOMC参加者のコメント

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
4月5日	ボウマン 理事	「利下げが適切な地点にはまだ至っていない。複数のインフレ上振れリスクが引き続き見られる」
4月11日	コリンズ/ボストン連銀総裁	「正当化され得る年内の利下げ回数が従来考えられていたよりも少ないことを示唆している」
4月15日	デーリー/サンフランシスコ連銀総裁	金利を調整する緊急性はないとの見解を示し、また、現在の金融政策は「良い位置」にあると、従来の見解を繰り返した
4月16日	パウエル 議長	(物価上昇率が2%に戻るとの確信を得るには)「予想以上に時間がかかりそうだ」
4月17日	メスター/クリーブランド連銀総裁	政策政策は良い位置にあり、急ぐ必要ない、インフレ高止まりなら長期に金利を据え置く可能性

出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

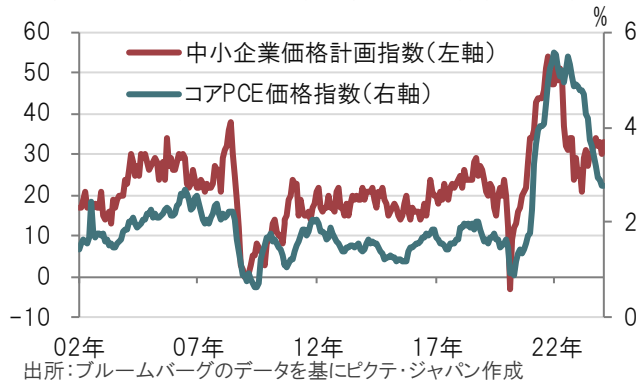
上げる」と「引き下げる」の差を指数化)が注目されます。同指数は3月が33と多くの中小企業が値上げを計画しています。同指数はFRBが注目するインフレ指標である個人消費支出(PCE)価格指数から変動の大きい項目を除いたコアPCE価格指数と連動する傾向が見られるため、筆者はその動きに注目していました(図表2参照)。

コアPCE価格指数、中小企業価格計画指数は22年後半から低下傾向でした。コアPCE価格指数は足元まで(ペースは緩やかながら)鈍化傾向ですが、中小企業価格計画指数は昨年半ばから上昇に転じています。賃金上昇などコスト増に見合う価格転嫁が背景とみられます。これが時間的な遅れを伴ってコアPCE価格指数を押し上げる、もしくはこれまでの鈍化のペースをさらに緩める可能性は小さくないと考えていました。

しかし、今回のベージュブックなどから、企業の価格転嫁は容易でなくなっていることが指摘されています。それでも企業は価格を引き上げ続けるのか、それともコスト削減などで対応する方向に向かうのか現段階では判断できません。データで判断するにはもう少し時間が必要です。

図表2: 中小企業価格期待指数とコアPCE価格指数の推移

月次、期間: 2002年3月~2024年3月、コアPCE価格指数は前年同月比



■ 3月の米CPIは確かにショッキングだが、内容を見つめなおす必要もある

3月の米CPIは、サービス価格上昇(前年同月比で5.3%上昇)を伴って市場予想を上回る伸びであったことから、市場の利下げ開始時期の見通し

は後ずれしました。3月月初には6月の利下げ開始が市場で織り込まれていましたが、6月利下げ開始の予想はほぼ消え去ったようです。企業の価格設定に変化の兆しがあるとはいえ、インフレ鈍化に反映するまでに6月はスケジュール的にタイトと思われる。

ただし、3月のCPIを押し上げたサービス価格の中身を見ると、主な押し上げ要因は賃料などの住居費の高止まりと自動車保険です。このうち住居費については先行性のある新規家賃契約をベースとした指数が、夏に向けて賃料が鈍化する可能性を示唆しています。

自動車保険は3月に前年同月比で約22.2%上昇しました。また自動車保険がCPI全体に占める構成割合は約2.9%と小さくないことからCPI上昇への影響も大きくなっています。自動車保険は自動車修理の費用が高額なことや自然災害の影響などが価格高騰の背景として指摘されています。自動車保険価格がすぐに下がる見込みは低く、インフレ率の根強い押し上げ要因となりそうです。自動車に限らず保険費用は全般に高騰しているようで、先のベージュブックでも保険費用の高騰への不満が指摘されています。

ただし、サービス価格上昇が懸念されていたのはサービス産業の主なコストである賃金の上昇と裏腹であるからでした。賃金については、依然高水準ながら全体的に鈍化傾向が続いているように思われます。3月「CPIショック」の後だけに、判断はインフレ再加速に傾く傾向がありますが、長期的にインフレ動向を占ううえでは再度、賃金動向を見守る必要があるように思われます。

さしあたって、注目する指標としては4月末に発表予定の1-3月期の雇用コスト指数(ECI)と、5月月初に発表予定の4月の雇用統計が挙げられます。これらの指標で賃金動向を確認すべきと見ています。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2024年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会