

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



7月FOMC直前、発言から浮かび上がる当局の姿勢

米連邦準備制度理事会(FRB)は7月30日-31日に米連邦公開市場委員会(FOMC)を開催する予定です。FOMC参加者の最近の発言には、足元の経済指標を反映してハト派寄りのものが増えています。労働市場の過熱感は後退し、今後は冷え込むことさえ懸念されています。ただし、物価動向には不確実性もあることなどから、FOMC参加者は利下げ開始時期についてぎりぎりまで見極める姿勢のようです。

■ 7月FOMCを前に、FOMC参加者からハト派寄りの発言が増えつつある

米連邦準備制度理事会(FRB)は7月30日-31日に米連邦公開市場委員会(FOMC)を開催する予定です。それに伴い、20日からはFOMC参加者が金融政策に関する発言を控える「ブラックアウト期間」となります。

ブラックアウト期間を前に、FOMC参加者の最近の主な発言を振り返ると、ボウマン理事のようにタカ派(金融引き締めを选好)姿勢を維持する発言もありますが、ややハト派(金融緩和を选好)寄りの発言が増えている印象です(図表1参照)。

図表1:FOMC参加者の最近(6月FOMC以降)の主な発言

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
6月24日	サンフランシスコ連銀 デーリー総裁	労働市場の減速による失業率上昇懸念を指摘、「現時点で、われわれが直面するリスクはインフレだけではない」
6月25日	ボウマン 理事	「まだ政策金利引き下げに適切な地点にはない」「(利下げ開始を否定しつつ)私は慎重姿勢を保つつもりだ」
7月3日	シカゴ連銀 ゲールズビー 総裁	利下げに向け、まだ多くのデータを確認する必要があるが、高水準の金利維持が長過ぎることはリスクとも指摘
7月9日	パウエル 議長	「われわれが直面するリスクは高止まりするインフレだけではない」
7月17日	ニューヨーク 連銀ウィリアムズ 総裁	過去数カ月のインフレデータは心強い内容だが、利下げ決定には向こう数カ月でより多くの証拠を確認したい
7月17日	ウォラー 理事	「経済は利下げが可能になる地点に近づきつつある」が、インフレが持続的な低下軌道にあることを示す「証拠をもう少し確認したい」

出所:各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

■ FOMC参加者にハト派発言が増えた背景は米労働市場の過熱感後退

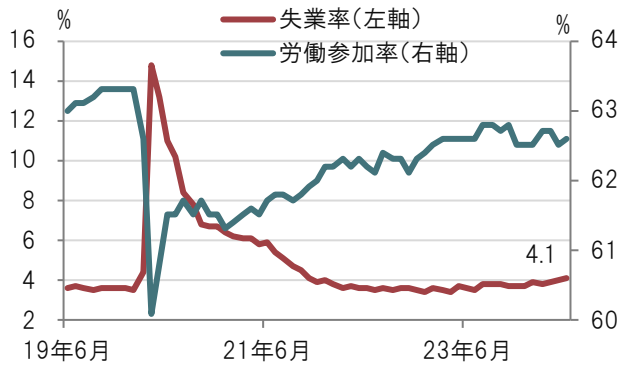
図表1にあるように、6月のFOMC以降の発言にハト派寄りのものが増えています。それを示唆する代表的なフレーズは「リスクはインフレだけではない」で、サンフランシスコ連銀のデーリー総裁や、パウエル議長が議会証言(7月9日)などで使用しています。ただし、利下げ開始には依然慎重であることを示唆する、「まだデータを確認したい」という表現も幅広い参加者に使われています。7月のFOMCでの利下げ開始は考えにくいようです。

市場から発言内容への注目度が高いウォラー理事のコメントをベースに、最近のFOMC参加者の金融政策への姿勢を整理します。ウォラー理事は今年5月の講演やインタビューで24年年末の利下げは検討可能と述べ、年内の利下げはあっても1回程度という見解を述べました。当時、物価は再加速の兆しを示し、労働市場も堅調であったことからタカ派的な姿勢でした。一方、パウエル議長など他のハト派寄りのFOMC参加者も、「政策金利を従来想定していたより長く据え置く必要がある」と述べるなどハト派姿勢の見直しを迫られました。

タカ派のウォラー理事がハト派寄りになった背景を17日の講演から探ると、6月の米ISM非製造業景況指数が景気減速の兆しを見せたことに加え、労働市場の悪化を最も懸念しているようです。具体

図表2: 米国の失業率と労働参加率の推移

月次、期間: 2019年6月~2024年6月



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

的には、失業率が徐々に水準を切り上げていることを指摘しています(図表2参照)。6月の失業率は4.1%と、過去の平均と比べ高い(労働市場の悪化)とは言えませんが、21年後半以来の水準です。また、6月のFOMCで公表された経済見通しではFOMC参加者が想定する24年末の失業率(中央値)は4.0%で、既にその想定を上回っています。

もっとも、労働市場への参入度合いを示す労働参加率が上昇(改善)する中での失業率の上昇は必ずしも悪い話ではなく、コロナ禍で失われた労働力が移民の増加などを受けて徐々に回復している面もあります。コロナ禍の回復期に、米国の労働市場では労働需要が労働供給を上回るという珍しい状況にありました。パウエル議長も過去の講演でこの特異性を指摘しましたが、労働市場の需給バランスは改善しつつあります。労働需給を示す、失業者に対する求人件数の割合は、コロナ禍時には2件程度にまで上昇していましたが、足元では同指標は1.2件程度で、需給のバランスは改善したとウォラー理事は指摘しています。

問題なのは、労働市場の過熱感後退が行き過ぎて、悪化に転じることです。ウォラー理事は求人件数などから算出される欠員率と失業率の関係から判断して、仮に求人件数が低下を続け、欠員率がコロナ禍前の水準にまで戻ったとすると、失業率は4.5%程度にまで上昇すると試算しています。6月のFOMCで示された長期的な失業率見通しの4.2%を上回る水準で、労働市場が悪化した水準

と思われます。「リスクはインフレだけではない」と指摘したデーリー総裁も同様の議論で失業率の上昇を警告しています。景気引き締めの領域にあるとみられる政策金利を長期的に据え置くことへのリスクについては意識する必要がありそうです。

■ インフレ鈍化は見込まれるが、他の選択肢を考慮することも必要

肝心のインフレについて、ウォラー理事は講演の中で、米消費者物価指数(CPI)が昨年の鈍化傾向から、24年最初の数カ月は再加速の動きを見せたものの、足元で再びインフレが鈍化していると、これまでの動きを総括しました。そのうえで、今後については次の3つのシナリオを示しました。

①明確にインフレ指標が鈍化を続ける、②インフレ再加速と鈍化が現れ物価の軌道は「でこぼこ道」となる、③インフレ再加速、の3パターンです。

①は楽観シナリオで可能性は高くないが、起きたなら、すぐにでも利下げ可能となるシナリオです。

②はより現実的で、おそらく、過去半年のインフレ動向のように、インフレ再加速と鈍化による「でこぼこ道」のイメージです。ただ、でこぼこ道を均してみると物価は2%の目標に向け緩やかに鈍化を続けるというシナリオです。ただし②の場合、利下げのタイミングは不確実性が高いと述べています。

③は24年後半のインフレ再加速シナリオです。ウォラー理事も見たくはないが、外すわけにはいかないシナリオとしています。もっとも最近の物価指標から、③の可能性は低いとも指摘しています。

ウォラー理事は、労働市場の変化などを十分に認識しながらも、近い将来の利下げに警戒姿勢も持ち合わせています。したがって、7月利下げは論外で、9月利下げにも完全には軸足を置いてはいないようです。他のハト派のFOMC参加者も慎重姿勢を残しています。利下げ開始は近いとみられますが、当局には何かが引っかかるようです。

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6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