

# 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



## パウエル、利下げ開始を示唆するが、要確認も多い

ジャクソンホール会議が8月22日に開幕し、23日にFRBのパウエル議長が講演しました。パウエル議長は9月のFOMCで利下げ開始を強く示唆しました。しかし、利下げ幅や、今後の利下げペースなどはデータ次第とし言及を避けました。市場は年内の大幅利下げを想定していますが、FOMC参加者のコンセンサスや、今後の雇関連統計に注意する必要もありそうです。

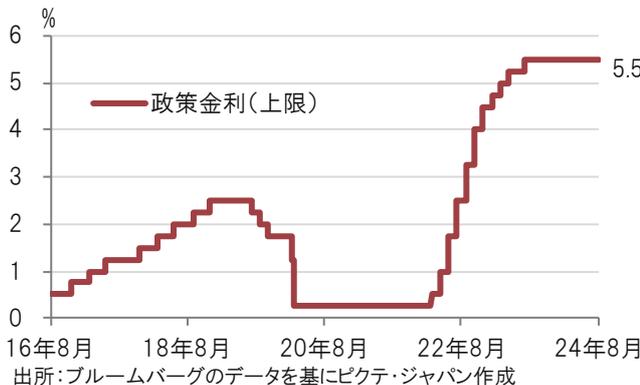
### ■ パウエル議長「政策を調整すべき時が来た」と、9月の利下げ開始を示唆

カンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム「ジャクソンホール会議」が8月22日に開幕しました。米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は23日の講演で、「政策を調整すべき時が来た」と述べました。これにより、パウエル議長は次回9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、利下げ開始がほぼ確実であることを示唆しました。仮にその通りなら、22年3月の利上げ開始後、4年半ぶりの利下げとなります(図表1参照)。

パウエル議長は利下げ開始については明確に示唆した一方で、利下げのペースは、今後発表されるデータや見通し、リスクのバランスに依存するとし、手の内を明かしませんでした。

図表1:米政策金利(誘導目標上限)の推移

日次、期間:2016年8月23日~2024年8月23日



### ■ FOMC参加者の間で大幅利下げに対するコンセンサスは見出し難い

ジャクソンホール会議でのパウエル議長の発言は概ね市場の予想に沿ったもので、9月のFOMCでの利下げ開始にサプライズはないと思われます。

市場の関心は年内の利下げ回数や、来年の利下げペースなどにシフトしています。パウエル議長の講演には、金融緩和の道筋についての手掛かりが少なかったように思います。もっとも市場はパウエル議長の「労働市場環境の一段の冷え込みは望みも歓迎もしない」、「力強い労働市場を支えるためにできることはすべて行う」といったハト派(金融緩和を選好)発言を手がかりに、ドル安や金利低下などが見られました。フェデラルファンド(FF)金

図表2:FOMC参加者(24年8月)の主なコメント

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
8月15日	セントルイス連銀ムサレム総裁	二大責務に対するリスクはバランスが取れており、緩やかに抑制的な政策への調整が適切となる時期が近い
8月19日	ミネアポリス連銀カシュカリ総裁	労働市場が過度に弱まる可能性があり、次回会合(9月FOMC)での利下げにオープンな姿勢
8月20日	ボウマン理事	物価の伸び減速が続けば、漸進的な利下げの開始が適切
8月22日	ボストン連銀コリンズ総裁	近く利下げを開始するとの見通しを示し、「漸進的で整然としたペース」での利下げが適切になりそうだ
8月22日	フィラデルフィア連銀ハーカー総裁	データにサプライズがない限り、利下げペースについて、「緩やかで整然としたアプローチが正しいやり方だと考える」

出所:各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

利先物市場では、年末までに3回のFOMCの開催が予定される中、年内の連続利下げと、そのうち1回は通常(0.25%)の倍となる0.5%の利下げを織り込んでいるようです。筆者も利下げに疑問の余地は少ないものの、利下げペースなどには不確実性が残るとみています。そこで今後を占ううえでは、①FOMC参加者のコンセンサス(図表2参照)、②雇用統計に注目すべきとみています。

FOMC参加者の最近(8月)の主なコメントから、9月の利下げ開始はコンセンサスとみられます。タカ派(金融引き締めを選好)の代表格で、最近まで年内据え置きを主張していたボウマン理事も利下げ開始を支持していることなどが理由です。

一方、利下げペースについては「緩やかに」や「漸進的」といった表現を多くのFOMC参加者が使用しています。したがって、1回の利下げ幅が0.5%以上の大幅利下げは、FOMC参加者の間ではコンセンサスの形成に至っていないかもしれません。

もっとも、金融政策について影響力が大きいとみられるウォラー理事など何人かのFOMC参加者については、今週発言機会が予定されており、今後も幅広く発言内容を確認する必要があります。

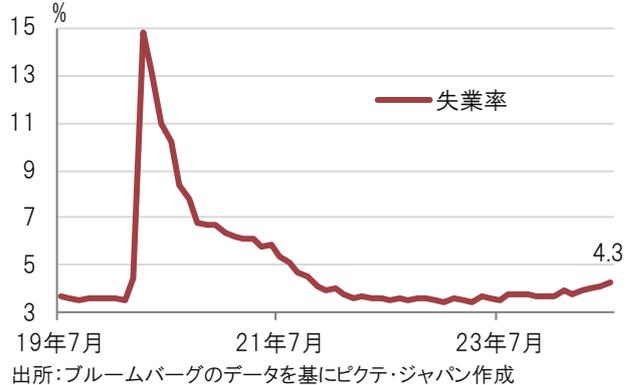
## ■ 米労働市場がどの程度悪化するかわかるのは簡単ではないだろう

次に、今後最も注目を集めるとされる②の雇用統計については、米労働市場の悪化ペースが注目されます。過去2～3年のジャクソンホール会議の講演でパウエル議長はインフレに対する懸念に多くの時間が費やしました。しかし、今回の講演では主役は明らかに労働市場に移りました。

市場が米労働市場に注目したのは、7月の雇用統計で失業率が4.3%と、6月の4.1%を大幅に上回ったことが1つのきっかけとされます(図表3参照)。失業率の変化率に注目して失業率と景気後退の関係を示唆する「サム・ルール」が7月に0.53と景気後退入りの目安となる0.5に抵触

図表3:米失業率の推移

月次、期間:2019年7月～2024年7月



したことが不安を高めた背景とみられます。仮に失業率上昇の背景が求人件数などの大幅な減少を伴うものであれば、失業率は急速に悪化することも懸念されます。サンフランシスコ連銀のデーリー総裁など早くから米労働市場の変調の可能性を指摘してきたFOMC参加者などは、失業率が加速度的に悪化する傾向があることを指摘しています。金融政策の対応としては、データが本格的に悪化するのを待つのではなく、大胆に前倒しで対応することが求められています。

ただし、今が大幅な利下げをすべき時なのかは判断が分かれるところです。確かに7月の失業率は上昇しましたが、失業者増加の背景には7月のハリケーンの影響も考えられます。ただ、17年9月にフロリダ州などを襲ったハリケーン「イルマ」では失業率に大きな影響を与えませんでした。悪天候イコール失業率悪化でない点に注意は必要です。それよりも、7月の失業者数の増加は一時的な失業者が大半を占めたことも失業率の判断を難しくしています。このような背景があるからか、市場は8月の失業率が4.2%に改善すると見込んでいます。

求人件数はピークから減ってきたとはいえ、依然コロナ禍前の水準を上回っています。新規失業保険申請件数も増加傾向は確かですが、景気後退には距離がありそうな印象で、最近の米雇用関連指標は解釈が難しい面もあります。前のめりな労働市場悪化観測だけに傾くのはリスクもあることから、幅広く指標をみる必要があります。

## 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に帰属します。■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