

Topics

- ▶ 9月FOMC会合での利下げ開始をパウエル議長は事実上予告、利下げがどのようなペースで行われるかが焦点。米国ではインフレの安定が続く中で、FRBは労働市場の需給悪化への警戒を強めている。
- ▶ 米労働市場の調整は、今後も緩やかに止まる見通し。失業率は上昇しているが、労働市場の需給の緩みは限定的で、病院・介護などの産業では人手不足が根強いまま。今後、労働市場の大幅な調整は起きづらい。
- ▶ サム・ルールでは景気後退認定だが、米経済は失速せずに軟着陸に成功する。インフレ再加速への配慮もあり、FRBによる利下げは24年末まで0.25%ずつ小幅なペースで行われるとみられる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

パウエル議長は9月利下げ開始を予告

8月23日に行われたジャクソンホールでのシンポジウムにおいて、パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は「政策を調整する時期が来ている」と発言、次回9月に行われるFOMC（連邦公開市場委員会）における利下げ開始を事実上予告しました。

6月FOMCで、参加者の政策金利見通しが上方修正され、24年末まで利下げ開始が先送りされるとの市場参加者の見方が一時強まっていました。ただ、6月26日コラムで、パウエル議長らはできるだけ早い時期での利下げ開始を模索しており、9月までに利下げを始めるとの筆者の考えを述べましたが、想定通りにFRBは9月に利下げを始めることになりそうです（図表1参照）

今後のFRBによる利下げペースについて、金融市場で見方が分かれています。パウエル議長は先のシンポジウムで「利下げのタイミングとペースは、今後発表されるデータ、見通しの変化、リスクのバランスによって決まる」と述べました。現時点で確たる利下げ経路が、パウエル議長自身も念頭にあるわけではなく、その時々々の経済、インフレ情勢を踏まえて利下げの是非を会合毎に判断していく、ということになるでしょう。

利下げペースは労働市場の状況次第

減速しつつある米国経済がソフトランディング（軟着陸）に成功し、2%程度とみられる潜在成長率近辺の安定成長が続くかどうか、利下げペースを左右します。足元24年8月まで年率2%前後の経済成長が続いているとみられますが、来年にかけてこの安定した経済状況が続くかどうかです（図表2参照）。

経済状況が安定すれば、大幅な利下げは不要となるため、2024年末までは、毎回の会合での利下げ幅は0.25%ずつ小刻みに行われる、と予想されます。

米国経済の安定成長が続くか否かの鍵を握るのが、労働市場の調整のスピード・深さです。失業者が増えて雇用者数が減れば、家計の可処分所得増加にブレーキがかかり、個人消費支出が大きく減速します。個人消費が半年にわたり減少すれば、米国経済がリセッション（景気後退）に陥ることをほぼ意味します。

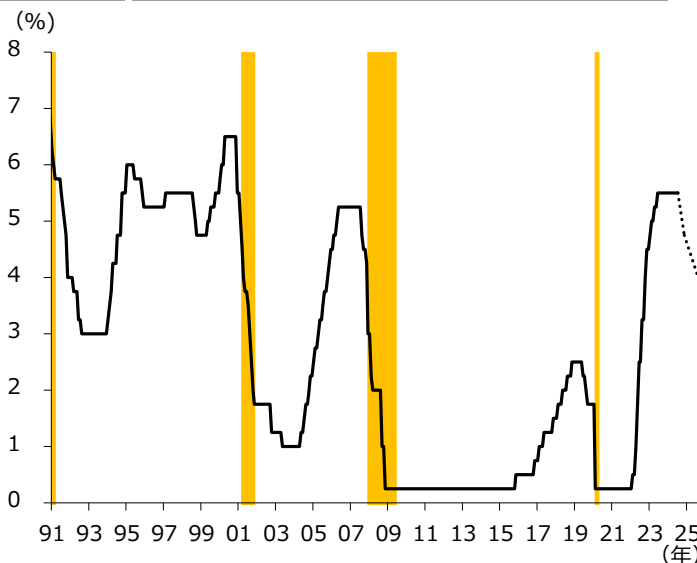
FRB自身も労働市場の調整への警戒を強めており、利下げ開始に傾いている大きな理由になっています。パウエル議長は「労働市場の状況がさらに冷え込むことを求めている」と述べています。仮に、労働市場の需給緩和が明確になれば、FRBにとって想定外の経済成長の下振れが起きる、ということになるでしょう。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

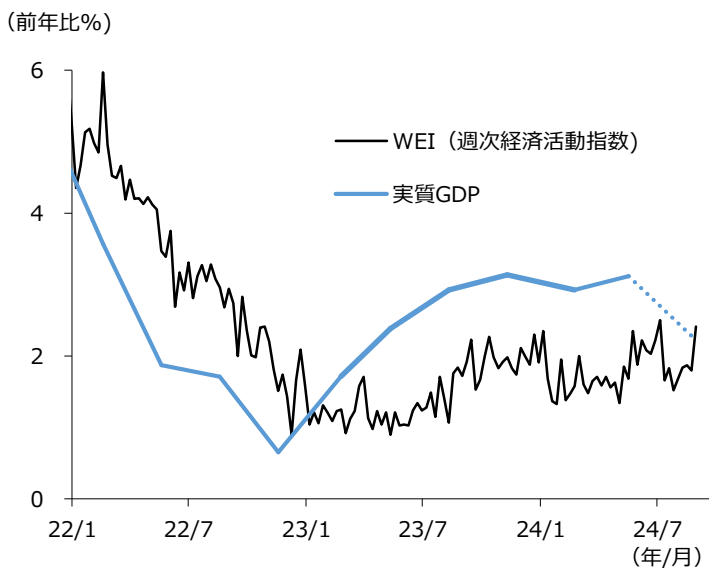
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米政策金利（上限）の推移



期間：1991年1月～2024年8月（月次）、25年12月までの破線は当社予想、シャドーは景気後退局面、(出所) BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

図表2 実質GDPと週次経済活動指数



期間：WEIは2022年1月～24年8月（週次）、GDPは四半期（24年7-9月期は当社予想）、(出所) タラス連銀、米商務省よりアセットマネジメントOneが作成

いわゆるサム・ルールだと景気後退

労働市場の調整度合いと経済状況との関係について、いわゆるサム・ルールが幅広く知られています。著名な元FRBエコノミストが提唱した考え方で、過去1年の最低水準から0.5%以上失業率の上昇（労働市場の調整）が起きている時には、経済全体では景気後退が起きている、という経験則です（図表3参照）。

8月の失業率は4.2%と、7月からほぼ同じ水準で高止まりが続いています。この判断基準でみれば、8月から米国において景気後退が始まっているということになります。今後も失業率は緩やかに上昇する可能性があり、景気後退リスクが意識される状況が続くでしょう。

サム・ルールは今次局面では当てはまらない

ただ、今次局面ではサム・ルールを単純にあてはめて、経済情勢を判断するのはミスリーディングになると筆者は考えています。

一つには、失業率は相応に上昇していますが、雇用者数の減速はほぼ巡航速度である前月差+10万人前後（月次）への調整にとどまっており、また求人率をみるとピーク時対比で低下してはいますが、依然高い水準にとどまっています（図表4参照）。労働市場の需給は緩んでいても、調整スピードは極めて緩やかであることを示唆しています。

更に、米国の労働市場の需給は緩んでいる一方で、人手不足が根強い産業が残っていることも、労働市場の調整が軽微に止まる要因になるとみられます。特に、病院・介護サービスという労働集約的な産業において、コロナ禍後に関連消費支出が従来のトレンドに戻り急ピッチに伸びる一方で、雇用の回復ペースがかなり鈍いままで、両者にはかい離がみられます（図表5参照）。

トランプ前政権期に移民流入を抑制したことに加えて、コロナ禍によって労働供給が数年に渡りかなり抑制されていました。2022年から海外からの移民の数は増え始めましたが、数年に渡った労働供給の不足を補うには十分でないとみられます。海外からの移民に支えられている労働集約的な産業で、労働者不足が長引いている模様です。

また、労働市場の需給が緩む一方で、企業による解雇数は2024年以降かなり低い水準にとどまっています。コロナ禍で人手不足に直面した多くの米企業が、「労働者不足」に対して警戒しているとみられます。

これらを踏まえると、FRBによる22年以降の引締めが経済活動を抑制していますが、米国の労働市場は緩やかな調整が、25年にかけて続くと考えられます。労働市場の調整が緩やかなままであれば、経済の成長減速も軽微に止まり、2%前後の安定成長が保たれ、サム・ルールが示す景気後退には至らない、と筆者は引き続き予想しています。

インフレ再加速への警戒をFRBは緩めない

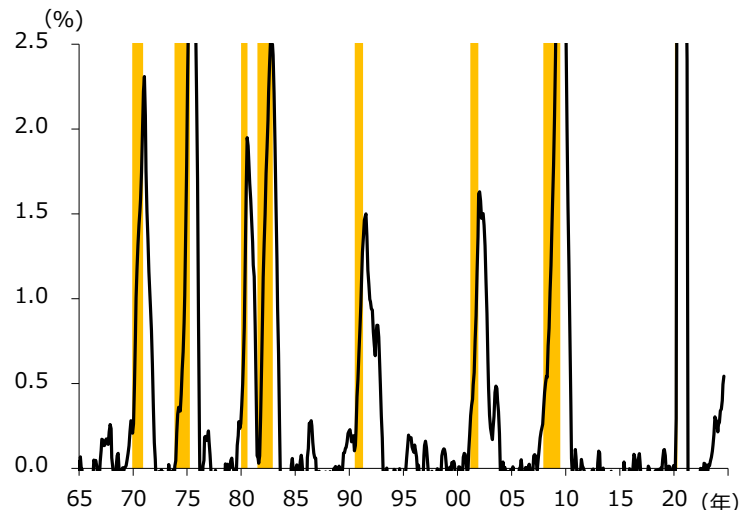
また、米国のインフレ率は2%台に鎮静化しつつありますが、コロナ禍以前のような低インフレの状況が到来する可能性は低い、と筆者は考えています。

11月に行われる大統領選挙の結果が大きく左右しますが、トランプ氏が勝利すれば今後更なる関税引き上げ政策が行われるなど、米国が自由貿易を促進する政治体制ではない点が、米国のインフレを趨勢的に押し上げる、とみられます。

FRBは、インフレが再び不安定化するリスクにも配慮しつつ政策運営を行うと予想され、景気後退のリスクが高まらない中では、毎会合の利下げ幅は0.25%と小幅にとどまるとみられます。

図表3

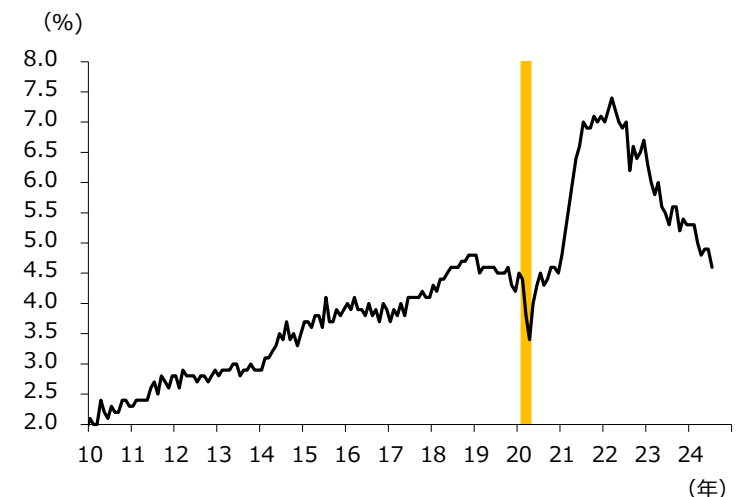
サム・ルール



期間：1965年1月～2024年8月（月次）、失業率（3カ月平均）の過去12か月の最低値からの上昇幅、シャドーは景気後退局面（出所）LSEGよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

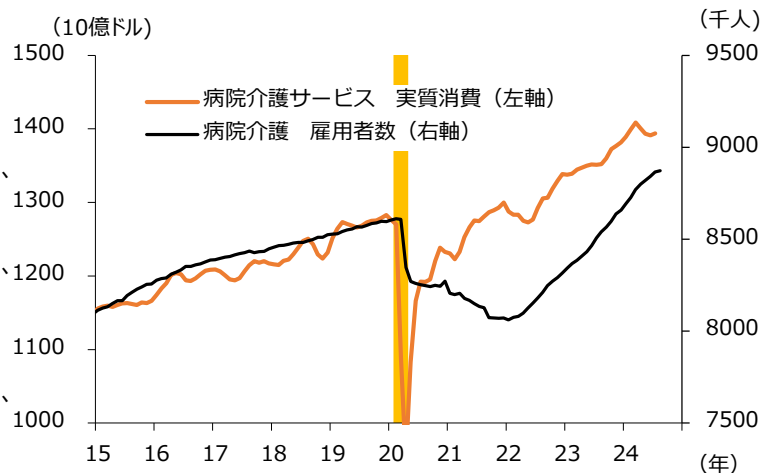
求人率の推移



期間：2010年1月～2024年7月（月次）、求人率=求人者数/（求人者数+雇用者数）、シャドーは景気後退局面（出所）LSEGよりアセットマネジメントOneが作成

図表5

病院・介護サービス 実質消費vs雇用者数



期間：2015年1月～2024年8月（月次）、実質消費は7月、シャドーは景気後退局面、（出所）LSEGよりアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

【ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。】

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。