

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
シニア・ストラテジスト



ベージュブックとFOMC参加者の最近の発言を検証

米連邦準備制度理事会(FRB)は4月23日に地区連銀経済報告(ベージュブック)を発表し、12の連銀地区の景況感などが報告された。トランプ政権の関税政策の影響を受け消費や投資などに慎重姿勢が強まっているようだ。一方、関税の価格転嫁によるインフレリスクへの懸念も指摘された。どちらの影響が強く出るのか当面は様子見が想定され、5月のFOMCでは政策金利の据え置きが見込まれる。

■ 地区連銀経済報告(ベージュブック)は前回から大きくは変化がなかった

米連邦準備制度理事会(FRB)は4月23日に地区連銀経済報告(ベージュブック)を発表した。全米12地区のうち、5地区(ボストンやリッチモンドなど)が経済活動の緩やかな拡大と報告した(図表1参照)。また、3地区(クリーブランド、シカゴ、セントルイス)は前回から変わらずだった。一方で、ニューヨークなど4地区からは緩やかな減速が報告された(3月5日)。今回のベージュブックでは「関税」に関するトピックが幅広く見られた。

なお、今回のベージュブックは4月14日までの情報に基づき、アトランタ連銀がまとめたもので、次回(5月6~7日)の米連邦公開市場委員会(FOMC)の議論のたたき台となる。

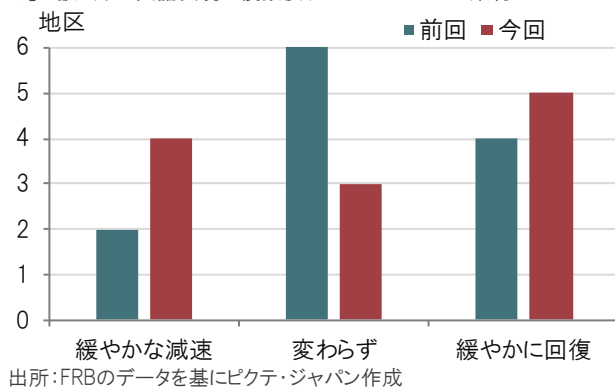
■ ベージュブックには、関税政策が及ぼす影響が随所に見られた

今回のベージュブックはトランプ政権の関税政策の影響が前回のベージュブックに比べ色濃く反映され、景気減速(図表1参照)の見方が増えた。しかし、4月後半に発表された地区連銀の景況感指数が示唆するほどにはベージュブックのトーンは悲観的でなかった印象もある(図表2参照)。今回のベージュブックは4月14日までの情報に基づいて作成されているため、関税政策の影響に迷う可能性もある。ただし、内容を見ると、景気への不安が強いように思われる。

消費についてのコメントを見ると、減速感への指摘が目につく。サンフランシスコやニューヨークなど景気減速を報告した連銀の個人消費は減速が報

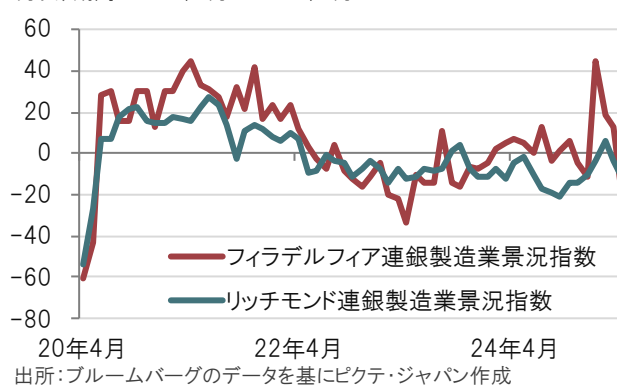
図表1: ベージュブックの12地区連銀の経済活動判断

時点: 前回は25年3月、今回は25年4月、※ベージュブックでは「緩やかな」に該当する英語表現が複数使われているが1つに集約した



図表2: 主な地区連銀の製造業景況感指数の推移

月次、期間: 2020年4月~2025年4月



告されているが、アトランタやカンザスシティなど全体の景況感が(緩やかながら)回復としている連銀でも、個人消費にやや悲観的だ。関税政策が消費に影響を与えていることがうかがえる。

一方で、ボストン連銀が指摘するように景気を下支えたセクターとして関税政策からの影響が「もの」に比べて少ないITサービスは堅調だったようだ。また少数ながら住宅投資の回復を指摘する声もあった。冬の寒波で停滞していた住宅投資が活発化したのかもしれない。しかし、ビジネスセンチメントは全般にわたり悲観的な見方が増えている。

雇用については前回のベージュブックに比べ、やや悪化したと指摘されている。しかし、全体的にレイオフを積極化させる動きは限定的のようだ。そのような中、新規雇用には慎重さが目立った。企業の雇用に対するスタンスは、関税政策の不確実性を前に、全般的に様子見姿勢であることがうかがえる。

なお、政府効率化省(DOGE)による連邦職員などの雇用削減による影響も報告されている。話題が豊富なDOGEだが、最近では批判が強まっている。今後の展開に注意は必要だろう。

今回のベージュブックで最も注目したいのが価格動向だ。関税が価格転嫁により値上がりを引き起こすのか、それとも企業は値上げをためらうのかは今後の金融政策を大きく左右するであろう。物価に対するコメントを見ると、関税の影響は鉄鋼やアルミ価格の上昇などがすでに表面化している。

今回のベージュブックによると、製造業は半分程度が関税を価格に上乗せする方針を示唆しているようだ。しかし企業の中には輸入物価の上昇が利益の縮小につながることを懸念する声もあった。機械的に価格転嫁できるような状況でないことが示唆される。米国の消費は昨年までのような「不思議なまでの強さ」は期待しにくい。株式市場が軟調なことによる逆資産効果や、高金利高が借金による消費を抑制するとみられるからだ。関税

政策そのものの不確実性は高いが、関税の物価に対する影響の経路も不確実性が高いようだ。

■ FOMC参加者は追加利下げの時期を巡りばらつきがあるようだ

今回のベージュブックなどが議論の土台となる5月のFOMCでは政策金利の据え置きを市場は見込んでいる。関税政策による不確実性への懸念は、設備投資や消費センチメントを冷やしており、景気への影響は懸念される。しかし、関税のインフレへの影響も不確実で、筆者も据え置きの公算が高いと見ている。

FRBのパウエル議長も講演などで繰り返し様子見姿勢を示唆している。ただし、いつまで据え置きを続けるのかは判然としない。そのような中、足元では早ければ6月のFOMCでの利下げの可能性を示唆するコメントも出始めている。

例えば、クリーブランド連銀のハマック総裁は24日にインタビューで、5月の利下げの可能性は否定したものの、6月までに明確かつ説得力のあるデータが得られれば、6月のFOMCでの利下げの可能性を否定しなかった。

FRBのウォラー理事は同日、7月前(の利下げ)は想定しないが、トランプ政権の関税政策が再び高水準となった場合などに企業はさらなる人員削減に動く可能性がある。その場合には利下げを支持することを示唆した。なお、ウォラー理事は関税によるインフレへの影響は一時的という考えを以前示唆したが、24日のインタビューでもインフレは一時的との考えを改めて示唆した。

もともと、サンフランシスコ連銀のデーリー総裁やアトランタ連銀のボスティック総裁、クーグラー理事など、インフレリスクが収まるまで金利を据え置くことを重視する利下げ慎重派も少なくない。今後のインフレと景気動向が金融政策の決め手となるだろうし、市場も注視しているところだ。いずれにせよ、政治が介入する問題ではないだろう。

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(2025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