

## FRBが早期に利下げしたい理由

## Topics

- ▶ 6月FOMC会合では利下げ開始が年末まで後ずれする可能性が示唆されたが、パウエル議長は「労働市場が緩やかに落ち着きつつある」などと言及、9月会合での利下げが念頭にある模様。6月以降コアインフレが年率2-3%で落ち着くと予想され、9月会合までに「2%インフレへ回帰しつつある」と判断される見込み。
- ▶ 労働市場で大幅な雇用増加が続いているが、労働市場の需給はむしろ緩和しつつある。今後、失業率の上昇が明らかになる可能性が高いため、FRBは労働市場の更なる需給緩和をうけて、できるだけ早いタイミングで利下げを模索するとみられる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## FRBは利下げ開始を年末まで先送りか

6月11～12日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）で、FRB（米連邦準備理事会）は政策金利を5.50%（上限）に予想どおり据え置きました。注目されていた参加者の政策金利想定（ドットチャート）での、24年末のFF金利の想定（中央値）は5.25%と、3カ月前から50bps上方修正されました（図表1参照）。

24年1～3月期のインフレ率が上振れたことをうけて、インフレ高止まりに対する警戒が強まり、少なくない参加者が早期利下げに慎重になり、利下げ開始の想定時期を後ずれさせたことを意味します。

参加者の平均的な見方は24年末までに1回の利下げであり、多くは年末まで利下げを待つことを想定する一方で、年末までに25bpsの利下げを2回想定するメンバーは8名と、半数弱います。会合後のパウエルFRB議長の発言を踏まえると、議長自身は年末までに2回の利下げを想定しているとみられます。

パウエル議長は「最近のインフレデータはやや緩和」と4月以降のインフレ指標の落ち着きを評価。労働市場について「緩やかに落ち着きつつある」と述べ、更に「データの総合性」を政策判断において重視する考えを強調しました。これまでの金利上昇が労働市場の減速をもたらしている点に、議長は配慮しているとみられます。「最大雇用」と「インフレ安定」がFRBが目指す2つの目標ですが、双方にしっかり配慮することが必要という認識が、パウエル議長ら中心メンバーで強まっている、と筆者は判断しています。

## サービス部門のインフレ鎮静化が明らかに

パウエル議長らは、早期利下げにやや慎重なメンバーよりも、利下げ開始に前向きとみられます。ただ、FRBが利下げに踏み出すかどうかの判断は、今後の経済指標が「2%インフレへ回帰しつつある」ことを示すかどうか次第です。

エネルギーなどを除くコアインフレ指数の年率換算で2～3%での推移が、6月分以降も続けば、9月会合においてFRBは利下げを行う可能性が高まります。

24年1～3月期のコアインフレの上振れは、自動車保険料などの一部品目のノイズともいえる価格上昇がもたらした側面が大きかったとみられます（図表2参照）。

自動車保険料は5月に下落しており、1-3月期の高インフレは一過性の動きだった、と言えそうです。後述しますが、労働市場の需給の緩みを背景に賃金が鈍化しつつある中で、家賃を除くサービスインフレの価格は年率3%を下回るペースに、今後落ち着くと筆者は見込んでいます。

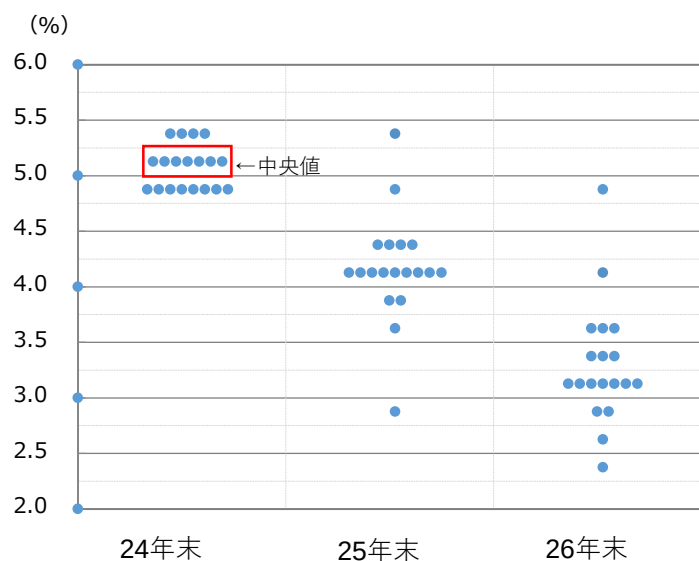
次ページへ続く

※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

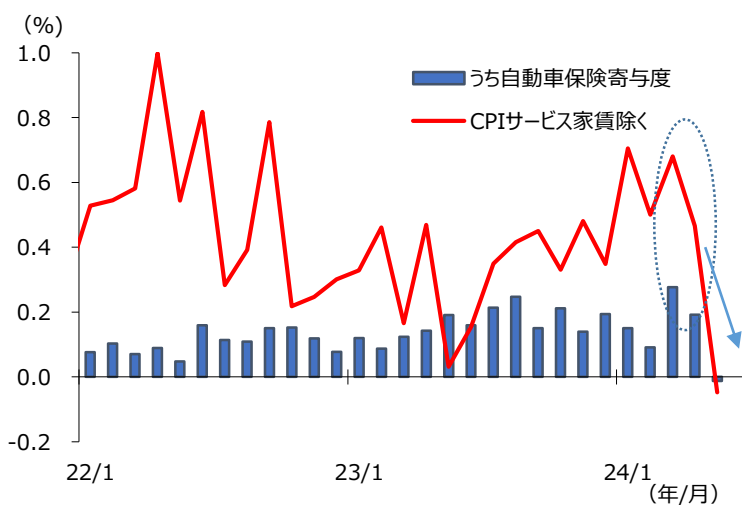
FOMC参加者の政策金利想定（6月会合）



(出所) FRBよりアセットマネジメントOneが作成

図表2

CPIサービス（家賃除く）と自動車保険（前月比）



期間：2022年1月～24年5月

(出所) リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

## 労働市場は一見好調だが…

5月米雇用統計において、非農業部門雇用者数が前月比27.2万人の大幅増となり、過去数年来の好調な雇用拡大が続いています。毎月の雇用者数が30万人近く増えるのは、雇用拡大の巡航速度を越えるスピード違反のペースであり、FRBにとっては労働市場が過熱しており、利下げを躊躇させる一因になります。

ただ、現在の米国においては22年から増えている海外からの移民によって労働供給が増えており、一時的に雇用拡大の巡航速度が引きあがっているとみられます。この点をFRBが認識しているため、通常であればスピード違反である雇用拡大について、多くのFOMC参加者は強い懸念を示していません。

実際に、家計調査による失業率は5月時点で4.0%と、23年前半のボトムから徐々に上昇しています。同指標は労働市場の需給バランスは緩んでいることを示しており、FRBの政策判断において、同指標の重要性がより高まっているとみられます。

更に労働市場の統計として、採用率、離職率、解雇率の動向も注目されます。労働市場が活況であれば、これらの指数の合計である「労働移動指数」が増えますが、これは22年末頃をピークに24年になっても低下が続いています（図表3参照、逆目盛）。経済活動が落ち着く中で、企業の採用姿勢が慎重になり、採用数などでみた労働市場の状況は、既にコロナ禍前の平時に戻っています。

先の失業率の緩やかな上昇と併せれば、労働市場は緩やかに調整しており、需給は緩和していると判断されます。

## 今後失業率が更に上昇する可能性

また、失業率と求人率（求人数/労働力人口）の関係をみると、2022年以降求人率の大幅な低下が続く中で、失業率の上昇幅が限定的に止まっていた。これまでは、労働市場の需給の緩みが、求人数の減少に主に表れており、失業者数の大幅な増加にはつながっていませんでした（図表4参照）。

ただ、24年4月時点の求人率は4%台まで低下しています。2009年から2019年までの求人率と失業率の関係に戻っているとすれば、今後の求人者数の減少とともに、失業率が過去2年よりもはっきりと上昇する局面にシフトした可能性があります。

労働市場の調整が、失業者の増加を伴いながら起きる可能性が高まっている中で、ハト派よりのFOMC参加者は、労働市場の調整に備えて慎重に政策判断を行うでしょう。

このため、インフレ率が2%台に戻りつつあると判断できた段階で、パウエル議長らは、できるだけ早いタイミングでの利下げに踏み出すとみられます。この時期は早ければ9月FOMC会合に訪れる、と筆者は予想しています。

## 経済活動の急失速は起こらない見通し

これまでの金利上昇の景気押し下げの影響で、米国経済は減速しつつあるとみられます。ただ、労働市場における大幅な雇用削減を伴う、「経済活動の急失速」には至らないと考えています。

米国では長期金利は4%台で高止まっていますが、株価や信用スプレッドなどを含めた金融環境指数は、成長率に対してほぼ中立的な水準にあり、経済活動を大きく抑制する状況には至っていません（図表5参照）。

労働市場の調整が今後続くとしても、過熱していた状況が、コロナ禍前の平時に戻りつつある、と位置付けられます。また、AI関連分野を中心に、企業の設備投資が緩やかに増えていることも、米国の経済成長を下支えするとみられます。

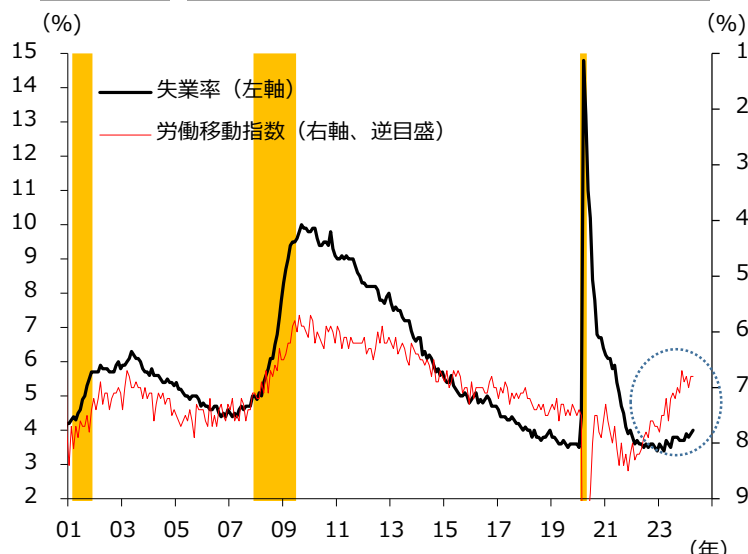
米国経済が急失速には至らない中で、FRBによる利下げが始まっても、利下げペースは緩やかに止まると見込んでいます。

※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。

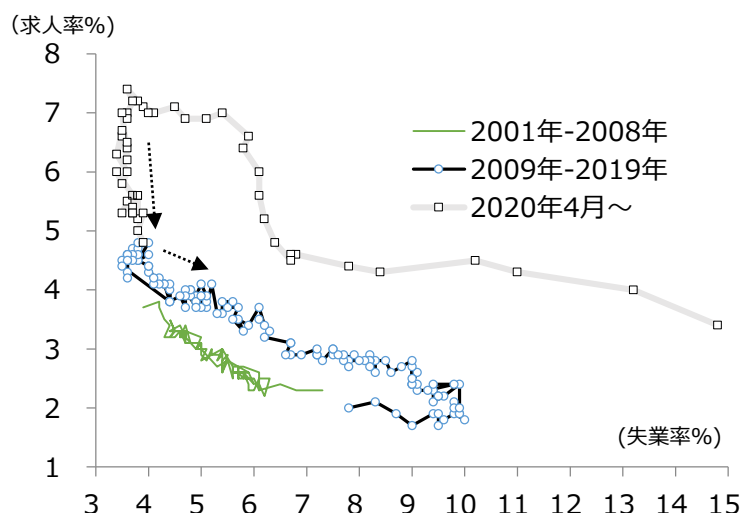
図表3

失業率と労働移動指数



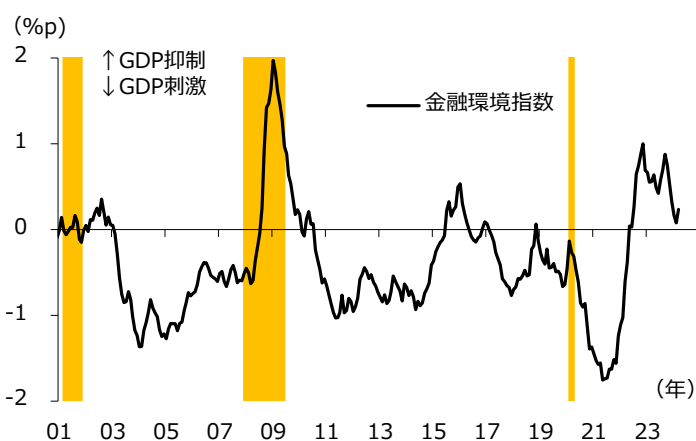
図表4

失業率と求人率（ペバレッジ曲線）



図表5

金融環境指数



# 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。

## 【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- S&P 500 種株価指数は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ストックス・ヨーロッパ 600 指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI オールカントリー・ワールド・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に帰属します。また、MSCI Inc. は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- Nasdaq®, NASDAQ-100 Index® は Nasdaq, Inc. (Nasdaq, Inc. およびその関連会社を「Nasdaq 社」と総称します。) の登録商標であり、これを利用するライセンスがアセットマネジメントOne株式会社に付与されています。