

米国雇用統計の冷え込みでFRBによる利下げへの期待が高まる



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2024年5月7日

【要旨】

- **利下げの時期か？**：FRBのハト派的発言と予想よりも低調な米国雇用統計により、今後の利下げ期待が強まった。
- **軟化か減速か？**：インフレを完全に制御するために必要な「経済の軟化」が見られるのでしょうか、それともはるかに大幅な減速の始まりが見られるのでしょうか？
- **“ドクター・カッパー”（景気変化を診断する銅）**：銅価格は、先週初めに一時下落したにもかかわらず、2月中旬以来上昇傾向にあり、世界経済が改善していることを示唆していることに注目することが重要です。

-
1. FRB会合により金利予想が見直されることに
 2. 予想よりも弱い米雇用統計が利下げ期待を強める
 3. ユーロ圏ではデイスインフレが続く
 4. 経済の軟化か大幅な減速か？
 5. 銅価格は世界経済の成長が改善している可能性を示唆している
 6. 将来を見据えて

注目の日程

先週は米国市場ウォッチャーにとって重要な転換点となった。米国の雇用コスト指数が予想を上回ったことで、連邦準備理事会（FRB）会合に対する不安が高まり、FRBの次の行動は頑固なインフレに対抗するための利上げではないかとの懸念が高まった。当然のことながら、株価は下落し、利回りは上昇しました。しかしその後、FRBが声明や記者会見で予想以上にハト派的となったことで、それまで考えられていた予想が裏切られることになりました。

1. FRB会合により金利予想が見直されることに

FRBは5月1日の会合では、過去数カ月にデysinフレの面で進展がなかったと指摘した一方、辛抱強く対応する姿勢が示されました。また、過去1年間にインフレ率低下の面で驚くべき進展があったことも指摘していました。

さらに、パウエルFRB議長は利上げの可能性についての質問に対し、利上げの可能性は低いと述べて一蹴しました。また、米国はスタグフレーション環境にあるのかとの質問に対しては、パウエル議長はそうではないと強調しました。最後に、FRBはバランスシート縮小の水準を鈍化させるとも述べました。

今年の金利予想の見直しはすぐに始まりました。S&P 500種指数は発表後に上昇し、記者会見開始後にさらに上昇しました。これはFRBの思慮深さと慎重な視点、つまり最近の期待外れのインフレ統計に過剰反応していないことを物語っていると思われま

2. 予想よりも弱い米雇用統計が利下げ期待を強める

記者会見に続いて、その週の後半には求人数と離職率に関する調査（JOLTSレポート）が発表され、求人数と離職率が減少したことが示され、ひっ迫した労働市場の緩和の兆しが示されました。

その後、米国の雇用統計が労働市場の冷え込みを示す一段と強い兆候を示し、利下げの主張を強めました。非農業部門雇用者数は、4月に追加された雇用者数が17万5,000人と予想をはるかに下回っていました¹。しかし、報告書の最も重要な部分は、予想を下回った平均時給であり、前月比ではわずか0.2%、前年比では3.9%の増加にとどまりました¹。

市場はこの結果に歓喜しました。今週の米2年国債利回りの動きは大きく、5%を超える序盤のピークから低下し、4.8%で週を終えました。² 米10年国債利回りも同様のパターンをたどり、早い段階でピークに達しました。週初めには4.68%でしたが、週末には4.5%にまで低下しました²。S&P 500種指数は週初めには下落しましたが、利回りが低下するにつれて週の後半には上昇しました。

3. ユーロ圏ではデイスインフレが続く

先週はユーロ圏でもデイスインフレが進展する兆候が見られました。ユーロ圏の4月のインフレ率の速報値は2.4%でした。³ 食料とエネルギーを除くインフレ率は2.8%で、3月の3.1%、2月の3.3%から低下しました。³ 当然のことですが、先週、S&P 500種指数で見られたのと同様のパターンがStoxx Europe 600指数でも見られました。

4. 経済の軟化か大幅な減速か？

先週の出来事は、西側先進国経済が十分に冷え込んできたことで、投資環境を巡るストーリーが変化し、我々が依然として「デイスインフレ列車に乗っている」という考え方をサポートしているように思えます。以前にも言ったように、私たちはまだ「D列車」に乗っていると確信しています。しかし、私は金融引き締め長期にわたる変動する影響を心配せずにはいません。インフレを完全に制御するために必要な「経済の軟化」が見られるのでしょうか、それともはるかに大幅な減速の始まりが見られるのでしょうか？最近の購買担当者指標 (PMI) などのデータから考えたいと思います。

- 4月の米サプライマネジメント協会 (ISM) サービス業PMIは49.4で、予想を大幅に下回り、2022年12月以来初めて縮小領域に入りました。⁴
- 4月のシカゴPMIは予想よりもはるかに低く、比較的停滞気味な37.9⁵でした。
- 全米産業審議会 (コンファレンス・ボード) が発表した4月の米国消費者信頼感指数は3か月連続の悪化を示し、97と、3月の103.1から低下しました。⁶ 消費者が労働市場や将来の景気状況に対してあまり前向きではなくなっており、信頼感は現在、2022年7月以来の最低レベルにあります⁶。

FRBの引き締めがどれほど積極的であったか、そして今回の引き締めサイクルでどれだけ長く金利を最高値に維持してきたかをふまえて、私は警戒を継続する予定です。これは、経済が景気後退を回避した1994年から1995年のFRBによる引き締めサイクルのような展開になると誰もが考えたいだろうと思います。しかし、その引き締めサイクルでは、利上げ終了から利下げ開始までわずか5カ月しか経過していませんでした。⁷ 今回の引き締めサイクルでは、利上げは2023年7月に終了し、私たちはまだ最初の利下げを待っています。これは、今回ははるかに多くの損害が発生する可能性があると言えます。

そしてもちろん、引き締めの絶対レベルは今回の方がはるかに大きく、1994年から1995年の引き締めサイクルでは300ベースポイントだったのに対し、500ベースポイントも増加しています⁷。そのため、私は経済の急速な悪化を示唆するあらゆるデータや事例情報に非常に敏感です。現時点では、FRBが望んでいるような経済緩和が実現する可能性ははるかに高いと思いますが、私はリスクについて甘く見ているわけではありません。

5. 銅価格は世界経済の成長が改善している可能性を示唆している

良いニュースは、世界経済の成長見通しが改善しつつあるようだということです。経済協力開発機構（OECD）は先週、世界的な見通しを更新しました。OECDは2024年の世界成長率予測を3.1%（2月の前回予測の2.9%から上方修正）に、2025年の予測を3.2%（前回予測の3%から上方修正）にそれぞれ上方修正しました。⁸ OECDが米国と中国の両方の成長予測を上方修正したことは注目に値します。

OECDだけではありません。「ドクター・カップー（景気変化を診断する銅）」、つまり銅の価格も同じことを示唆しているようです。市場ウォッチャーは長い間、世界経済、特に中国の健全性を示す指標として銅価格に注目してきました。それは銅が多くの産業や製品に利用される基本的な原材料だからです。銅の需要が増加すると、物が建設され、製造されるため、経済成長が高まっている可能性があることを示唆しています。銅相場は、先週一時的ではあるが大幅な下落を見せた後、週後半に反発したにもかかわらず、2月中旬以降上昇傾向にあり、世界経済が改善していることを示唆していると言えます。この景気回復の兆候がさらに現れれば、世界の小型株は持続的な上昇を経験する可能性があると思います。

6. 将来を見据えて

今週は、オーストラリア準備銀行（RBA）とイングランド銀行（BOE）という2つの主要な中央銀行の決定会合が行われる予定です。RBAが会合で実際に利上げをするのではないかと懸念が高まっていますが、私はその可能性は非常に低いと考えています。金融政策の手段として言葉を使っているので、非常にタカ派的に聞こえていると私は考えています。

私は特にBOEに注目しています。BOEからは中央銀行としてハト派的な発言が増えており、特に先週のFRBのハト派的なパフォーマンスを受けて、今回の会合で利下げの可能性があると私は考えています。今週利下げがなければ、ハト派のBOEが今夏利下げを開始する可能性があり、欧州中央銀行がメッセージを発しているように6月になる可能性が最も高いと私は強く予想しています。

また、労働市場、特に賃金の伸びに同様の緩和が見られるかどうかを確認するため、カナダの4月雇用統計など、今週発表される多くのデータ発表にも興味を持っています。そしてもちろん、ミシガン大学のインフレ期待の測定値は、インフレ期待がしっかりと安定していることを確認するためにも、私にとって必見のデータです。英国の国内総生産、鉱工業生産、ビジネス投資も重要となるでしょう。

公表日	指標等	内容
5月6日	米国融資担当者調査	過去3か月間の企業および家計への銀行融資の基準と条件、および需要の変化に関する追跡調査
5月6日	オーストラリア小売売上高	消費需要を測定
5月7日	オーストラリア準備銀行金融政策決定	金利の道筋に関する最新の決定を発表
5月7日	ユーロ圏小売売上高	消費需要を測定
5月7日	米国消費者信用残高	個人に供与された与信残高を報告
5月8日	ドイツ鋳工業生産	鋳工業セクターの健全性を示す
5月8日	日本銀行（日銀）の金融政策決定会合における主な意見	日銀のインフレと経済成長の見通し報告
5月9日	英イングランド銀行金融政策決定	金利の道筋に関する最新の決定を発表
5月9日	日本家計支出	日本の家計の支出額の変化を測定
5月10日	英国ビジネス投資	非金融資産への投資の短期指標の推定値。総固定資本形成の事業投資と資産および部門の内訳。
5月10日	英国鋳工業生産	鋳工業セクターの健全性を示す
5月10日	英国国内総生産	地域の経済活動を測定
5月10日	カナダ雇用統計	労働市場の健全性を示す
5月10日	米国ミシガン大学消費者信頼感	米国の消費者の経済と個人支出に対する期待を評価

1. 出所：米国労働省労働統計局、2024年5月3日
2. 出所：ブルームバーグ、2024年5月3日
3. 出所：Eurostat、2024年4月30日
4. 出所：米サブプライムマネジメント協会、2024年4月30日
5. 出所：米シカゴ購買部協会、2024年4月30日
6. コンファレンス・ボード、2024年4月30日
7. 米連邦準備制度理事会
8. OECD、2024年5月2日

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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