

# 米国の成長・雇用・インフレを再点検

金融市場の注目は7月末の連邦公開市場委員会（FOMC）に集まっています。25bpの利下げが確実視されていますが、現状の成長・雇用・インフレを再点検すると、その後の動きは予断できません。米日欧の中央銀行が始めた金融緩和競争の先行きについてはその功罪も含めて議論を進める必要があると考えています。

## 複数回の利下げを織り込んだ金融市場

金融市場の注目は7月末のFOMCに向かっています。今後1年間のFFレートを示すとされる1年OISレートは2-3回の利下げを織り込み、長期金利もFFレートを大幅に下回る水準まで低下してきました（図表1）。しかし、先週末に想定を上回る雇用統計が発表されると市場では揺り戻しが見られました。今後の金融政策を見通すことを目的に、物価と雇用の安定が連邦準備制度理事会（FRB）の使命であることを踏まえ、成長・雇用・インフレの現状を再点検してみました。

## 成長を再点検

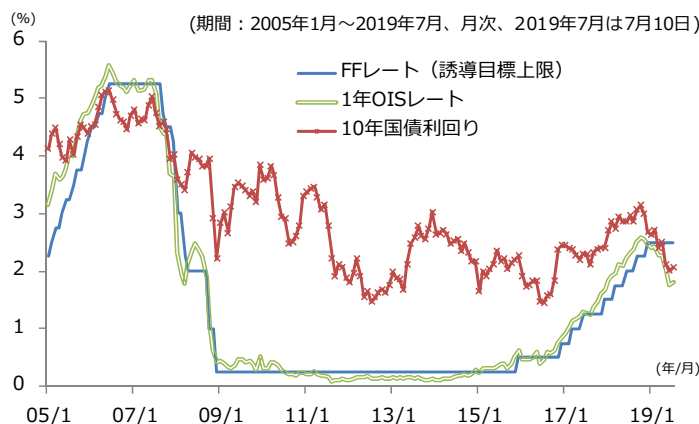
アトランタ連銀が独自の手法で実質GDP成長率を算出するGDPNowによれば、足元の成長率は1-3月期から大幅に減速しています（図表2）。消費者信頼感指数は依然として高い水準を維持していますが企業景況感とは昨年夏から下落基調を辿っています（図表3）。良好な雇用環境を背景に個人部門は堅調に推移していますが、通商摩擦を巡る不透明感が企業活動を抑制していると考えられます。

米国経済は年末にかけて緩やかに減速すると予想しています。これまでに行われた9回の利上げや2018年のドル高は米国経済を減速させると考えられます。対中第4弾の関税引き上げは見送られましたが、これまでに発動された約2500億ドル分の関税引き上げが米国経済の足腰をボディーブローのように弱めていくとされます。昨年のトランプ減税によるプラス効果も徐々に剥げ落ちていくとされます。米中通商摩擦の将来が読みにくい状況が長期化すれば企業の設備投資意欲や個人の消費意欲が益々損なわれることになりそうです。

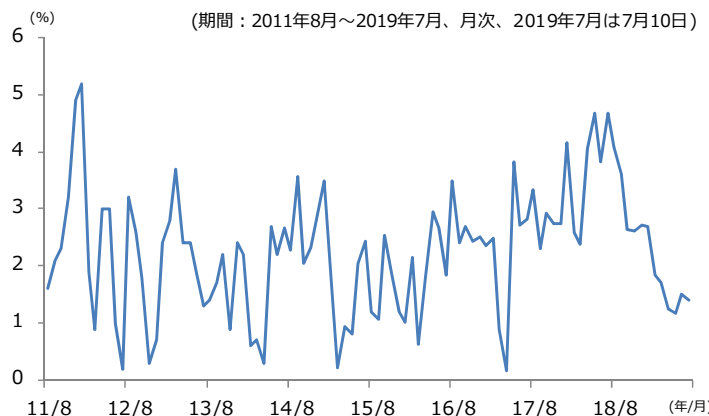
## 雇用とインフレを再点検

失業率が1960年代以来の低水準に低下してもFRBが最も重視するコアPCEデフレーター（以下PCE）は目標の2%を下回ったままです（次頁図表4）。フィリッ

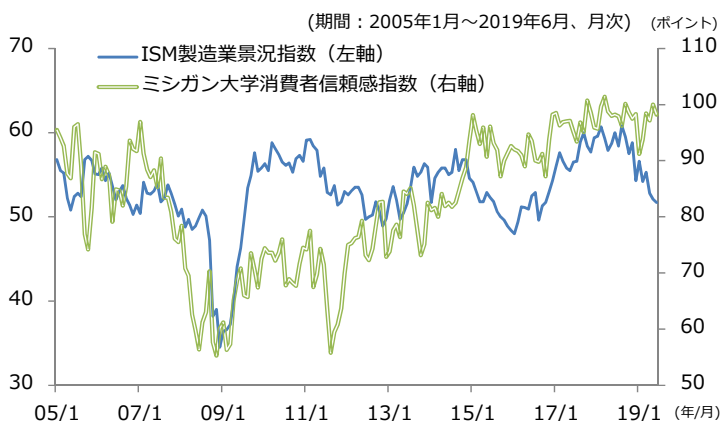
図表1 FFレート・1年OISレート・10年国債利回り



図表2 アトランタ連銀のGDPNow



図表3 企業景況感と消費者信頼感



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

プス曲線は失業率が下がれば労働市場が引き締まり、賃金の上昇を通してインフレが加速すると考えますが、足元のPCEは失業率から想定される水準を下回っています(図表5)。足元ではエネルギー価格や通信費の低下が目立っていますが、もう少し大きな構造的な力が作用している可能性があります。近年、AI、ロボット、IoTなどの先端技術によって経済全体の労働生産性(生産量/労働投入量)の伸び率が加速していると考えられています。その結果、労働市場が引き締まり賃金が上昇しても、生産がそれを上回って増加するため、需給の観点からインフレ圧力がかかりにくくなっていると思われます。これまでも労働生産性の伸び率が高まればPCEは低下しました(図表6)。

#### 予断できない8月以降の利下げ

労働市場が引き締まってもインフレが安定していることから、景気急減速の兆しが見え始めたり、米中通商摩擦の悪影響が鮮明になってくれば予防的な利下げや複数回の利下げは正当化されると思われます。市場の織込みやトランプ政権からの露骨な圧力を考慮すれば、7月末の利下げはほぼ確実だと思われます。

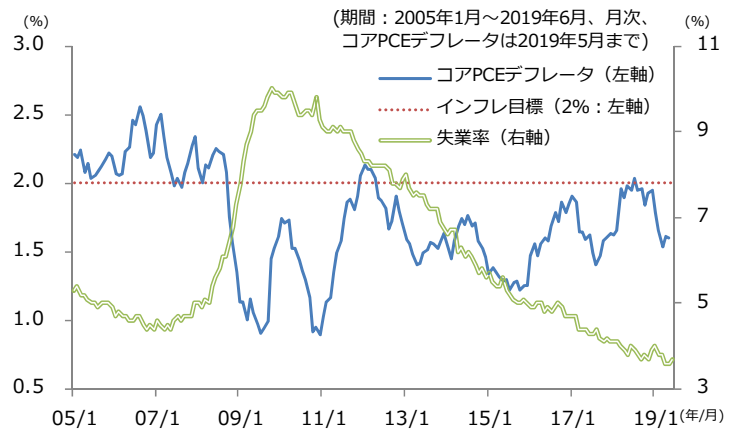
6月以降、米中通商摩擦を巡る不透明感を背景に米日欧の中央銀行は一齐に金融緩和に舵を切りました。この動きが行き過ぎることになれば、市場は短期的なメリットに加えて長期的なデメリットにも視点を向けるようになると思われます。短期的には史上最高値圏にある株式市場が利下げを好感してさらに上昇する可能性があります。一方、金融市場で過度に流動性が膨らめば本来存続すべきでない(ゾンビ)企業にまで資金が供給され、長期的に「資本のミスアロケーション」が発生することが懸念されています。資本主義に本来備わっている「創造的破壊」の機能が阻害されることとなります。またその結果、実体経済に財やサービスが必要以上に供給され、インフレが2%の目標に到達する時期をむしろ後退させることになると思われます。

8月以降の金融政策は米中通商協議の行方や成長・雇用・インフレ次第ですが、メリット・デメリットをあわせて考えれば、利下げが続けられるかどうかを現時点で予断することは難しいと考えています。

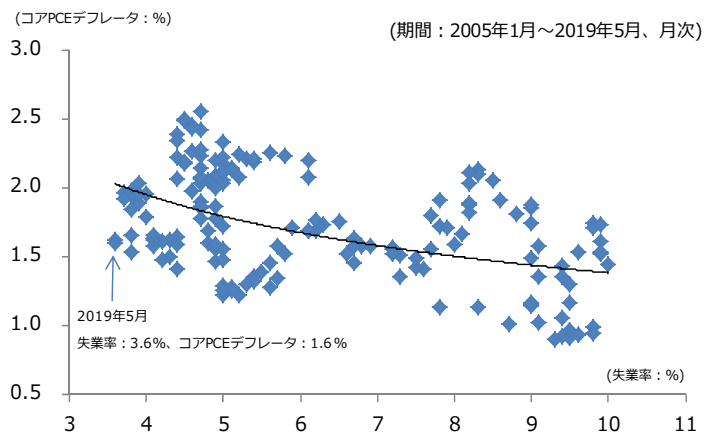
#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

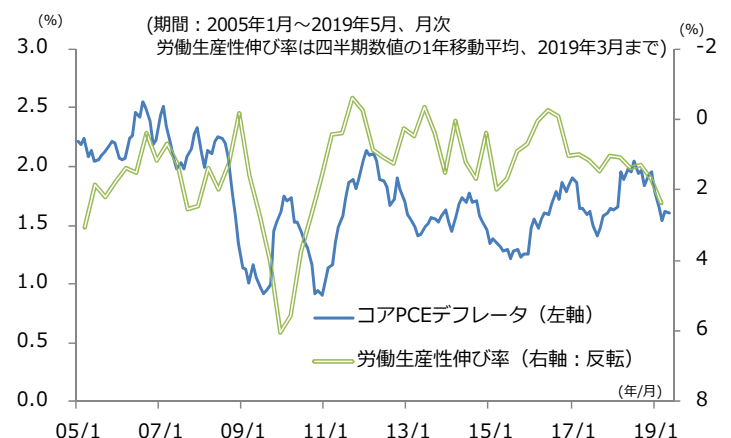
図表4 コアPCEデフレータと失業率



図表5 コアPCEデフレータと失業率(フィリップス曲線)



図表6 コアPCEデフレータと労働生産性伸び率



(図表4-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上 (作成：投資情報部)

## ストラテジストの眼

## 皆様の投資判断に関する留意事項（2019年6月末現在）

## 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

## 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

## 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**：購入価額×購入回数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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）の実質的な負担**  
 ：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

**その他費用・手数料**

**監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金利息等を投資信託財産から間接的に負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

## 【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社  
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。