

りそな 経済フラッシュ

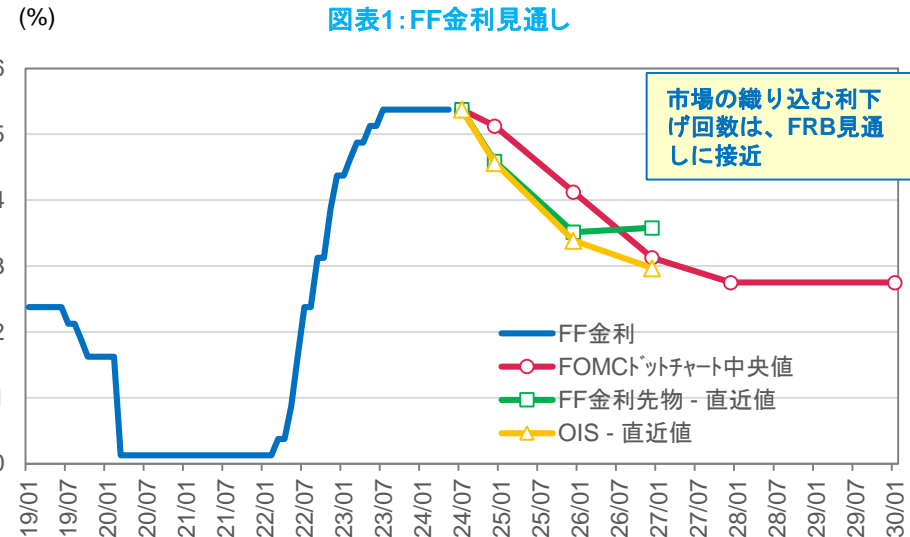
(日米欧 Market View : 7月FOMC)

◎注意事項をよくお読み下さい



○7月FOMC : 「9月利下げ開始もありうる」と明言

- 7/30-7/31に開かれたFOMCにおいて、FRBは政策金利であるFF金利の誘導目標レンジを5.25%-5.5%に据え置くことを決定した。据え置きは8会合連続で、声明文では複数個所で表現が改められた。
- 労働市場について、雇用の勢いが、“依然として強い”から“緩やか”と改められた他、失業率については、“低水準”から“上昇しているが、低水準”と改められた。
- 物価については、高止まりを指摘するトーンが弱まった。インフレ率は“依然として上昇している”から“幾分上昇している”と改められた。
- パウエル議長は、記者会見で、「9月利下げ開始もありうる」と明言した。また、「労働市場がこれ以上冷え込むことは望んでいない」と述べる等、今後の政策運営において、労働市場への下振れリスクに対する配慮の重要性(高インフレ抑制よりも)相対的に上昇しつつあることを示唆した。また、「政治課題などによって対応方法を変えることはない」と中央銀行の独立性について改めて言及した。
- 声明文及びパウエル議長の記者会見は、市場の9月利下げ織り込みを追認する内容であった。前回会合終了時点では、市場の織り込む利下げ回数は、FRBよりも少なかったが、徐々にFRB見通しに沿う形に修正されつつある。足元の長期金利水準は、純粹期待仮説(長期金利が将来の投資家が期待する短期金利の平均であるという考え方)にタームプレミアム(長期債保有リスク)を考慮したレンジと概ね整合的水準にある(図表1~2)。
- 今後を展望すると、労働市場の急速な悪化がリスクではあるが、現時点で過度な懸念は不要と考える。リスク視する有識者としては、元NY連銀総裁のダドリー氏が挙げられる。同氏は、「サム・ルール」(直近3ヵ月間の平均失業率が過去1年の失業率の3ヵ月平均値の最低値を0.5pt上回ると景気後退入りの可能性が高いという経験則)に言及し、現在の失業率は過去1年間の低水準を0.43pt上回っていることから、「インフレ抑制のために金利を現在の水準かそれ以上で維持する必要がある」との認識を改め、「FOMCは来週の利下げに踏み切るべきだ。来週の会合で決定するなら、なお望ましい」と述べた。
- ただし、[日米欧 Market View: 6月雇用統計](#)でも述べた通り、米国の労働市場には、コロナ禍を経て構造変化が生じている可能性があり、確かに欠員率は低下しているものの、失業率の急激な悪化は避けられるとみている。また、サム・ルールはあくまで過去の経験則に基づくものであり、理論上の指標でないことを、考案者のクロディア・サム氏自身が認めている(同氏は過去のTVインタビューで、「サム・ルールは、過去の経験則に基づくもので、景気後退を予測できるツールではない」と述べた)。ただし、来る雇用統計において失業率が上昇した場合には、サム・ルールを意識したリスク・オフ的な動きが出る可能性はある。



図表2: 米10年金利の見通し

FRB見通し (オレンジ) 直近のレンジ (緑) 妥当レンジ (赤)

		2024年末以降の合計利下げ回数(FRB見通し対比)					
		0	-1	-2	-3	-4	-5
年内利下げ回数	3	3.02%	3.25%	3.47%	3.70%	3.92%	4.12%
	2	3.09%	3.31%	3.54%	3.76%	3.99%	4.19%
	1	3.16%	3.39%	3.61%	3.84%	4.06%	4.26%

注: 純粹期待仮説ではリスクプレミアムが考慮されていないため、純粹期待仮説に基づく推計値に一定のリスクプレミアムを足し戻している

出所: FRB, Bloomberg

◎注意事項をよくお読み下さい



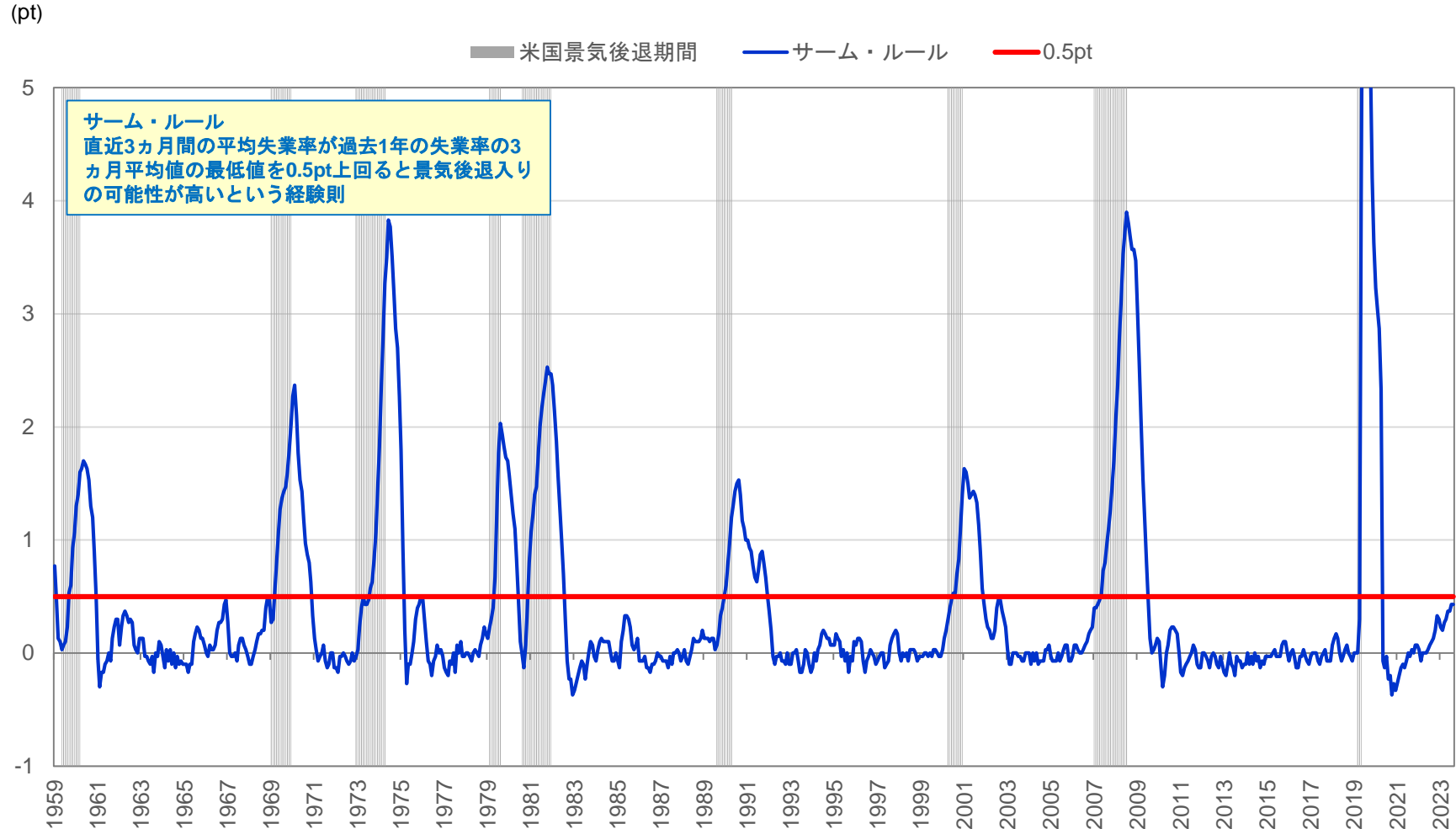
りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 7月FOMC)

2024/8/1
りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト: 武居 大暉

○参考：サーム・ルールと米国景気後退期間

図表：サーム・ルールと米国景気後退期間



出所: FRB, Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 7月FOMC)

2024/8/1
りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト: 武居 大暉

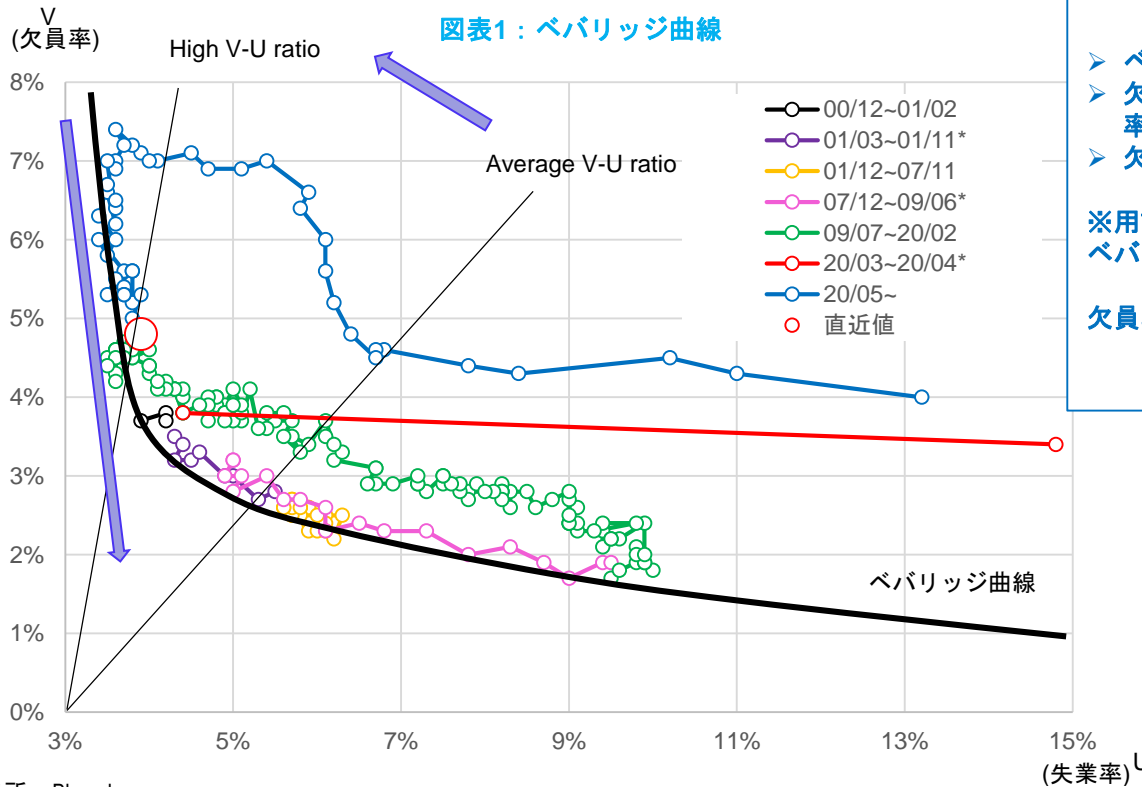
○ <補足> ベバリッジ曲線に関する議論の整理 : 欠員率の低下は失業率の大幅悪化を招くのか？

➤ 米労働市場のベバリッジ曲線を巡る議論について、FEDS Notesが参考になる。同論文は2022年7月時点で、ベバリッジ曲線の構造変化を指摘し欠員率が7%から4.6%まで低下しても、失業率は1%pt程度しか上昇しないと述べている。なお、以降の雇用関連指標の推移は以下の通り。

2022年7月 欠員率：7%、失業率3.5% 2024年4月 欠員率：4.8%、失業率3.9%

サマーズ元財務長官らは、過去欠員率が低下する中で失業率の大幅悪化を避けられた例はないと主張するが、現状はFedの見通しに沿った推移である。

➤ コロナ禍でマッチング効率が低下したことを踏まえ、マッチング効率と欠員率が雇用に与える影響度合い別に、欠員率が4.6%から2.2%まで低下した場合(直近で2%台まで欠員率が低下したのはリーマンショック時)の失業率がどの程度増加するか試算すると、1.27%pt~1.67%pt程度増加する可能性があるとして算出される。相応に強いショックを与えても、失業率の上昇は限定的。ソフトランディングは十分可能とみる



出所：Bloomberg, Andrew Figura and Chris Waller [2022] What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing?

■ FEDS Notesのポイント

- ベバリッジ曲線は構造変化した可能性
- 欠員率と失業率の比を示すV-U ratioの傾きが急になっている=欠員率に対する失業率の感応度が大きく低下
- 欠員率が低下しても、失業率の大幅悪化は避けられる可能性

※用語の解説

ベバリッジ曲線：失業率と欠員率が反比例することを表す経済学的概念

欠員率：企業が「人が欲しい」と思っている仕事の割合。例えば、100人働いている会社が10の欠員（空いている仕事のポジション）を持っているとしたら、その欠員率は10%

図表2：欠員率が4.6%から2.2%まで低下した場合の失業率変化幅の試算

単位：%pt

		欠員率が雇用に与える影響 (最大で1、著者のモデルでは0.3)		
		0.30	0.40	0.45
マッチング効率	コロナ前	1.27	2.04	2.56
	コロナ前の9割程度	1.45	2.37	3.00
	コロナ前の8割程度	1.67	2.78	3.56

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項をよくお読み下さい



りそな 経済フラッシュ

(日米欧 Market View : 7月FOMC)

■バックナンバー(直近発行レポート30本)

No	発行日	テーマ	タイトル
17	2024/5/24	日本株	日米Market View : 日本株需給
18	2024/5/30	日本株	日米 Market View : セクター動向
19	2024/5/30	欧州経済	日米欧 Market View : ユーロ圏賃金動向
20	2024/5/31	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給
21	2024/5/31	日本株	日米欧 Market View : 日本株バリュエーション～日本株の妥当レンジを試算
22	2024/6/4	欧州経済	日米欧 Market View : ユーロ圏物価動向
23	2024/6/7	欧州経済	日米欧 Market View : ECB<欧州中央銀行>理事会
24	2024/6/10	米国経済	日米欧 Market View : 5月雇用統計
25	2024/6/10	半導体, 米国株	日米欧 Market View : 半導体市場 Monthly (2024年6月)
26	2024/6/13	米国経済	日米欧 Market View : 5月CPI
27	2024/6/13	米国経済	日米欧 Market View : 6月FOMC
28	2024/6/14	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給
29	2024/6/19	米国経済	日米欧 Market View : 5月小売売上高
30	2024/6/20	コモディティ	日米欧 Market View : 銅価格
31	2024/6/21	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給 (6月10日～6月14日)
32	2024/6/25	日本経済	日米欧 Market View : 5月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now
33	2024/6/25	米国株	日米欧 Market View : SP500は楽観シナリオの下で6,200ptへ
34	2024/6/27	日本経済	日米欧 Market View : 5月物価オルタナティブデータ～日経CPINow
35	2024/6/27	日本株, 米国株	日米欧 Market View : 7月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：強気
36	2024/6/27	日本株	日米欧 Market View : 日本株6月セクター動向と7月見通し
37	2024/7/5	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(6月24日～6月28日)
38	2024/7/8	日本株	日米欧 Market View : 6月雇用統計
39	2024/7/12	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(7月1日～7月5日)
40	2024/7/16	米国経済, 米金利	日米欧 Market View : 6月CPI
41	2024/7/16	半導体, 日本株	日米欧Market View : 半導体市場 Monthly (2024年7月)
42	2024/7/19	欧州経済	日米欧Market View : ECB<欧州中央銀行>理事会
43	2024/7/22	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(7月8日～7月12日)
44	2024/7/26	日本経済	日米欧 Market View : 6月賃金オルタナティブデータ～HRog賃金Now
45	2024/7/26	日本経済	日米欧 Market View : 6月物価オルタナティブデータ～日経CPINow
46	2024/7/26	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(7月16日～7月19日)

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。