

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
ストラテジスト



米FOMCはパウエル議長の一足早いプレゼントか

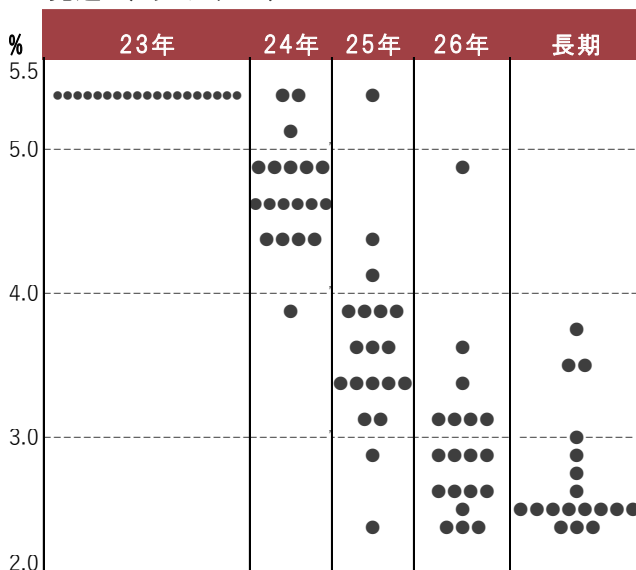
今回のFOMCで、FRBのパウエル議長はハト派姿勢を強めました。過去には、24年も利下げしない可能性を示唆していたことに比べ大きな変化です。インフレ鈍化は、多少の変動があるにしても、明確となりつつある一方でこれまでの利上げの効果により景気悪化の懸念が高まってきたことが変化の背景と思われる。依然インフレ率は物価目標を上回っており注意は必要ですが、潮目は変わったようです。

■ 12月のFOMCは政策金利を据え置いても、トーンはハト派に傾斜

米連邦準備制度理事会（FRB）は2023年12月12-13日に開催した米連邦公開市場委員会（FOMC）で市場予想通り、政策金利にあたるフェデラルファンド（FF）金利を据え置きました。

政策金利は据え置きながら、FOMC参加者の政策金利水準の見通し（ドットチャート、図表1参照）や声明文、FRBのパウエル議長の会見などは総じてハト派（金融緩和を選好）的でした。FOMCを受け、米国債市場は大幅に利回りが低下しました。

図表1：FOMC（23年12月）参加者による政策金利水準の見通し（ドットチャート）



出所：FRBのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ 12月のFOMCは全体にハト派的だが、パウエル議長の会見もその1つ

今回のFOMCがハト派的と見られた主な背景を列挙します。

まず、ドットチャートから想定される24年の利下げ回数（1回を0.25%と仮定）が、9月のFOMCにおける2回（0.5%）から3回に増えたことです。23年末の政策金利の水準は5.25%と5.50%の間をとって5.375%として図表1に示されています。24年はFOMC参加者19名の予想の中央値が4.625%に位置しており、この差が24年の利下げ幅で0.75%となり、利下げ回数としては3回分となります。

9月のFOMCに比べ利下げ回数が増えたことに加え、ドットチャートに示された政策金利の予想分布の想定が全般的に下方にシフトしていることも見逃せません。例えば、9月のドットチャートでは24年末に政策金利が5%を超えるとの予想は10名いましたが、今回は3名に減っています。また、極端な予想を除くと分布が狭くなっていることもうかがえます。ドットチャートで25年を見ると、1名のみが2年後も現状水準で政策金利を据え置くことを予想していますが、大半の参加者の予想は3~4%の間に分布しています。9月のFOMCでは25年の政策金利の予想に幅広いばらつきがみられたのとは比べ、今回のドットチャートは今後の利下げに対するコンセンサスが明確となっているようです。

次に、FOMC参加者の経済見通しにもハト派姿勢が見られます(図表2参照)。前回の予測に比べ23年から25年のインフレ率見通しを一様に引き下げ、物価上昇圧力の低下が示唆されています。先日発表された11月の米消費者物価指数(CPI)でサービス価格の再上昇がみられましたが、見通しに影響はなかったようです。

図表2：FOMC参加者の経済見通し（中央値）

四半期、期間：2023年9月(前回)～2023年12月、経済指標は失業率を除き前年同期比、失業率は各年の第4四半期の平均、色分けは前回より上昇は桃色、低下は灰色。失業率の色分けは経済的意味合いが異なる

単位 %	23年	24年	25年	26年	長期
GDP成長率	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
前回	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失業率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
前回	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE価格指数	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
前回	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
コアPCE価格指数	3.2	2.4	2.2	2.0	
前回	3.7	2.6	2.3	2.0	
FF金利	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
前回	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

出所：FRBのデータを基にビクテ・ジャパン作成

なお、FOMCの声明文では、景況判断に関する段落で経済活動とインフレが過去1年間に鈍化したことが明記されており、この点もハト派的な印象です。金融政策に関する段落では「いかなる追加的政策引き締め之余地を判断する上では」と表現し、「いかなる(any)」という文言を追加しました。会見でパウエル議長は文言追加の意味合いとして、利上げサイクルのピークにいるかそれ近くにいるものの、追加利上げの選択肢を残すためと説明しています。ドットチャートからも示唆されるように利上げはピークに近いどころか、事実上の利上げ終了宣言とも受け取れそうです。

この声明文の追加文言に対する説明も含め、今回のFOMCで最もハト派的であったのはパウエル議長が会見において、利下げ開始の議論が行われたと素直に発言したことです。つい最近まで、パウエル議長は利下げの議論さえ否定していたことに比べると大きな変化と見られます。また、足元

の米国経済についても、7-9月期の成長率は非常に力強かったがその後は適切なペースに減速していると述べています。過去にFOMC高官が7-9月期の力強い成長を受け、これが一時的なのか持続的な回復なのか判断しかねていると発言していたのに比べ、今回のパウエル発言では一時的であったとの判断にいつそう傾いているようです。

■ FRB、24年の注目点は利下げ開始時期とQTの停止時期となりそう

ドットチャートの利下げ回数が正しいとするならば、3回の利下げはFOMC参加者の経済見通しが公表される6月、9月、12月を見込むのが1つの候補となりそうです。利下げは比較的等間隔かつ集中的に行われる傾向があることを踏まえると自然な想定と思います。もっとも、ドットチャートの賞味期限は短く、利下げ回数が変わる場合もあります。大切なのは来年の米国の景気とインフレの動向です。特に大切なのは景気動向ではないかと見ています。パウエル議長は会見で、インフレ率が2%になる前に、経済への負担を緩和することの必要性を述べているからです。これまでのインフレ重視から景気回復へバランスをシフトしていることから、米国景気が想定以上に悪化するなら、6月前での利下げ開始も十分考えられそうです。

来年のもう1つの注目はFRBの保有資産の圧縮(量的引き締め、QT)の取り扱いです。パウエル議長は会見でQTのペース変更について検討しなかったと説明しています。確かに今回QTのペース変更などについて語ればハト派姿勢の行き過ぎともなりかねません。今回は沈黙が正解と思います。しかし仮に来年利下げを開始するのであれば、QTという引き締め政策との組み合わせに違和感も残ります。過剰準備の適正水準の方針などを説明するなど準備を開始する時期なのかもしれません。

今回のFOMCで潮目は変わったようです。なお、パウエル議長は金融環境の緩和に懸念を示しませんでした。はしやぎ過ぎないことも必要でしょう。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

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、投資者の皆様が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 (2023年9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。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (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0.6%
- (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