

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



FOMCブラックアウト期間前の主な発言を振り返る

24年最初のFOMCが1月末に開催予定です。今年のFOMCにおける市場の関心事は利下げ開始時期と利下げ幅でしょう。市場は24年3月に利下げ開始し、年内6～7回の利下げを見込んでいたようです。しかし最近の経済指標とFOMC参加者の発言から見通しを後退させている印象です。なお、FOMC参加者は利下げだけでなく、その他の注目すべきテーマについても発言しており、注意を払う必要があります。

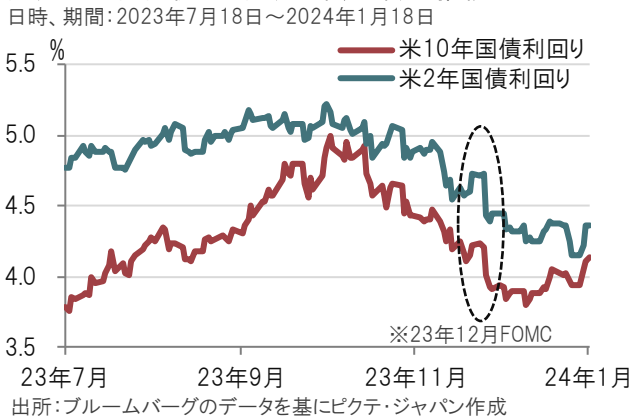
■ 24年最初のFOMCを前に、FOMC参加者から発言が相次ぐ

米連邦準備制度理事会（FRB）は24年1月30～31日に米連邦公開市場委員会（FOMC）の開催を予定しています。FOMCを控え、1月20日から2月1日まではFOMC参加者が金融政策に対する発言を控えるブラックアウト期間となります。

ブラックアウト期間を前にFOMC参加者の発言が市場で注目されることが通例ですが、市場は特に、ウォラー理事の発言に注目しているようです。

米国債利回りの動きをみると、23年10月から低下傾向です。前回（23年12月）のFOMCがハト派（金融緩和を 선호）的であったことから利回りはさらに押し下げられました（図表1参照）。しかし、年初から米国債利回りは上昇に転じています。

図表1：米国国債利回り（10年、2年）の推移



■ 最近のFOMC参加者の発言を振り返ると、早期利下げには否定的

市場は大半が24年1月のFOMCでは金融政策の現状維持を予想していますが、年内の利下げ開始を見込み、その開始時期や合計の利下げ幅が市場のテーマとなっています。そのヒントを求めFOMC参加者の発言に注目が集まっています。そこでFOMC参加者の最近の発言のポイントを振り返る

図表2：FOMC参加者の主な発言（23年11月～24年1月）

日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
11月28日	ウォラー理事	あと数か月ディスインフレが続けば利下げ開始は可能
12月13日	パウエル議長	12月FOMC後の会見での発言：利下げは視野に入り始めており、今回のFOMC会合でも議論した
12月13日	アトランタ連銀 ポストイック総裁	インフレが予想通り低下すれば、24年7～9月期に利下げ開始、24年は2回の利下げを見込む
12月15日	NY連銀 ウィリアムズ総裁	3月FOMCでの利下げについて考えるのは「時期尚早」
12月18日	シカゴ連銀 ゲールズビー総裁	12月のFOMC後に公表した経済・金利予測に対する市場の反応に困惑している
1月6日	リッチモンド連銀 バーキン総裁	近年の人材難を考慮すると、景気減速に伴う失業率の上昇はより緩やかなものになるだろう
1月6日	ダラス連銀 ローガン総裁	FRBのバランスシートのランオフ（償還に伴う保有証券減少）を議論し始めるのに適切な時
1月11日	クリーブランド連銀 マスター総裁	12月CPI統計は、なおやるべき仕事があることを示した
1月16日	ウォラー理事	インフレ率は2%へ鈍化しつつあり、以前ほど急いだり迅速に利下げしたりする理由は見当たらない

出所：各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

返ります(図表2参照)。

まず、12月のFOMCがハト派的であったことに加え、FOMC参加者からもFOMC迄はハト派的な発言が見られました。11月末にウォラー理事は「あと数カ月ディスインフレが続けば利下げ開始は可能」と発言したことは記憶に新しいところです。また、11月に発表された10月の米消費者物価指数(CPI)のインフレ率の低下など一部の経済指標の後押しも加わり、市場が24年の利下げの折り込み度合いを加速させる動きとなりました。

しかし、12月のFOMC後の参加者の発言は、市場が24年3月にも利下げを開始するという前のめりの予想をけん制する発言に変わりました。ニューヨーク、アトランタ、シカゴの各連銀総裁は、どちらかというハト派的な発言が多い面々ですが、12月のFOMC後の発言はそろって市場の早期の利下げ観測に懸念を示しています。

年が明けても発言のトーンは変わらずけん制が続いています。クリーブランド連銀のメスター総裁が12月の米CPIについて指摘したように、24年になり発表された米経済指標は概ね底堅く、FOMC参加者は「利下げはまだ」の思いを強めたようです。

もともと、政策金利は引き締め領域にあることも認識していること、米国景気に弱い面もあることから、利上げは考えにくく、時期尚早の利下げ開始という間違いを犯さないことが残された主な仕事になると考えられます。

■ 利下げ開始時期だけでなく、他のテーマについての発言にも注意が必要

今回もウォラー理事の発言が市場に影響を与えました。ウォラー理事の「利下げを急がない」発言は11月の発言を思い起こせば、はしごを外された感覚に陥る面はあるでしょう。しかし、ウォラー理事の講演での発言には、利下げ開始時期以外にも注目すべき点について述べています。

その1つが利下げペースです。仮に利下げが開始されれば、通常であればFOMC毎の利下げ継続

を想定するのが自然です。しかしウォラー理事の発言があった講演の中で「時間」をキーワードに、時間をかける必要性を述べていた印象です。したがって、いったん利下げが開始されたら、毎回のFOMCごとという縛りにこだわる必要がなく、状況を判断しながら利下げペースをコントロールする政策運営も選択肢の1つと考えている様子です。市場も心の準備をしておく必要がありそうです。

次に、ソフトランディングへの自信も深めている様子です。FRBの金融引き締めに伴い、景気が悪化して、失業率が大幅に上昇するのは回避できないというハードランディングと、一方で、金融引き締めでも失業率上昇は小幅にとどまるというソフトランディングのどちらに転ぶかというのは、利上げ開始以来、金融市場で関心の高いテーマでした。

ウォラー理事はソフトランディング路線の代表的な論客である一方、サマーズ元財務官などがハードランディング路線を支持していました。通常の経済であれば景気が悪化して賃金が下がったり、求人数が減少する局面で失業率が上昇するのは「自然」でしょう。しかし、ウォラー理事らは求人件数(正しくは欠員率)が下がっても失業率の上昇が小幅にとどまるメカニズムを説明しています。リッチモンド連銀のバーキン総裁も同様の主旨を柔らかく表現しており、FOMC参加者の中でもウォラー理事らの考え方が広がっているようです(過去には反対の考え方の人がFOMC参加者の中に見られました)。足元の失業率を踏まえれば、この論争、決着がつきつつあるように思われます。

最後に、量的引き締め(QT)のペース減速についてです。12月FOMC議事要旨などでも既に指摘されていますが、QTのテクニカルな問題について議論を開始すべきという機運があるようです。ただし、FOMC参加者のこれまでの発言からは、ダラス連銀のローガン総裁は前向きなようですが、ウォラー理事は開始の必要性は認めつつも「時間」をかける構えです。他の参加者も慎重姿勢のようです。しかしながら、このテーマは今後のFOMCで注目のトピックであると筆者は見えています。

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12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に帰属します。■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