

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



1月FOMC、バランスを取りつつ利下げを醸し出す

足元では大幅に低下したものの、市場は3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)における利下げ開始を相当織り込んでいた時期もありました。この前のめりの利下げ期待を前にした1月のFOMCでは、3月利下げ開始を明確に否定しつつ、将来的な金融緩和へのシフトを色濃くにじませました。3月利下げ開始を予想していた人にはタカ派的ながら、そうでない人にとってはハト派的なFOMCであったと思われます。

■ バランスをとった声明文と記者会見 だが利下げの地ならしが見え隠れ

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)を開催し、市場予想通り政策金利の据え置きなどを決定しました。声明文やFOMC後のパウエル議長の会見では金融引き締め、緩和、双方のメッセージが示されました(図表1参照)。

最近の米GDP(国内総生産)成長率は10-12月期が前期比年率3.3%増と堅調な数字であったこともあり、声明文における経済成長の評価を上方修正しました。一方で、「追加的な引き締めの程度を判断する場合」を「政策金利へのなんらかの調整を考慮する場合」へと変更したのはハト派(金融緩和を愛好)的と見られます。

図表1: 24年1月のFOMCの主な発表内容

発表形式	緩和/引締	内容
声明文	引締	経済成長の表現を若干上方修正
声明文	引締	2%の物価目標達成に向け、より確かな自信を得るまで利下げは適切ではない
声明文	緩和	「追加的な引き締めの程度を判断する場合」を削除し「政策金利へのなんらかの調整を考慮する場合」へ文言を変更
会見	緩和	今年中に政策を元に戻すのが適当になるだろう
会見	引締	3月利下げの可能性が高いとは考えていない
会見	緩和	量的引き締め(QT)の今後については3月に議論を開始

出所: 各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

■ 3月の利下げ開始は時期尚早だが、 利上げ路線をもはや維持していない

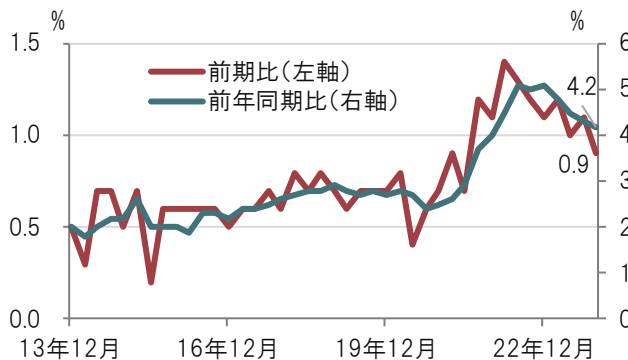
31日の米国債市場では利回りが大幅に低下しました。雇用コスト指数(ECI)の低下など、FOMC前に発表された経済指標が最初に利回りを押し下げました(図表2参照)。その後FOMCを受け、最終的に国債利回りが低下したことから、市場はFOMCの発表内容を概ねハト派的と見たようです。

今回のFOMCの全体のメッセージで最も重要なものは、早すぎる(3月FOMC)利下げ開始は否定するものの、金融政策の次の一手は緩和(利下げ)であることを示唆した点であるとみています。この点を、発表内容から振り返ります。

まず声明文で注目したのは、追加利上げの可能

図表2: 雇用コスト指数(ECI)の推移

四半期、期間: 2013年10-12月期~2023年10-12月期



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

性を示唆していた文言である「追加的な引き締め
の程度を判断する場合」を削除し、利下げを選択
肢とする文言の「政策金利へのなんらかの調整を
考慮する場合」へ変更したことです。利上げバイ
アスを取り除きながら、バランスを重視する文言
に変更したことで、市場の前のめりな利下げ観測
が再燃することを抑えつつ、慎重に金融政策の方
針を変えたいという意図があったものと見ていま

す。声明文の「2%の物価目標達成に向け、より確
かな自信を得るまで利下げは適切ではない」はこれ
だけ取り出せばタカ派（金融引き締めを愛好）的
です。ただし、パウエル議長が会見で「3月FOMC
までに確信できるレベルに達する可能性は低い」
と述べたことを考え合わせると、市場の3月利下げ
期待を否定する意向が強かったのかもしれませんが
。むしろ、2%の物価目標に向けた自信が得られ
れば利下げが適切とも解釈でき、徐々に利下げを
意識させているのかもしれませんが。2%の物価目
標に向けた自信は、経済指標により作り出される
とみられることから、「データ次第」の方針を維持
していることもうかがわれます。

パウエル議長は会見で、（おそらく利下げを念頭
に）「政策を元に戻す」とより明確に表現していま
す。また、会見の中でハト派的だった点として「高
い成長率を問題視していない」ことを示唆したこと
が挙げられます。堅調な経済成長は供給回復が
寄与している面もあり、雇用とインフレの目標達成
に抵触しない限り懸念しないものと説明しています。

強い労働市場のままのインフレ鈍化に期待を寄
せているようです。インフレ対応をめぐる、「失業率
の急上昇がない限りインフレ低下はあり得ない」と
いう考え方と、「失業率の小幅な上昇でインフレの
落ち着きは可能」とする論争がFRB内部、もしくは
金融界でも論争がありました。パウエル議長は後
者の立場を支持した点で、景気の強さなどに対す
る警戒心を和らげる可能性が考えられます。

なお、パウエル議長は記者からの質問に答える形
で、量的引き締め（QT）を巡っては、焦点は保有

債券を縮小させるペースの緩和に移っていると認
めました。ただし、「3月のFOMCで詳細な議論を
始める計画」と述べたに過ぎません。QTについて、
声明文では淡々と保有債券を縮小すると述べら
れているにとどまり、本格的な議論は先の印象で
す。もっとも、QT議論（保有債券縮小ペースの緩
和）は金融緩和の効果があることから、FRBが3月
利下げに消極的な今の段階では「議論はこれか
ら」にとどめ、市場に勘繰られるのを回避した可
能性もあります。パウエル議長は最近話題となっ
ている翌日物リバースレポ（RRP）の残高減少につ
いて、残高ゼロまで待つ必要はないと答えるなど、
動向を気にかけている様子です。QTについても、内
部では意外と準備が進んでいるのかもしれませんが。

■ 米景気減速やインフレ鈍化のペース が利下げ開始とペースを決めよう

経済指標については若干の上振れならばインフレ
の懸念材料とはならない考えであることは、今後
の金融政策運営に多少なりとも影響を与えそう
です。そのうえ、インフレ動向に波及する傾向がある
賃金は、23年後半の堅調な米経済の中でも減速
していた可能性があります。

FRBが重視する賃金データの1つである雇用コスト
指数（ECI）は10-12月期に前期比0.9%上昇と前
期を下回りました。コロナ禍前の水準に、距離はま
だありますが、近づきつつあるようにも見られます。
賃金など労働市場に関連する経済指標は堅調な
ものもある程度見られますが、全体としては減速
傾向にある指標が多いように思われます。

今後も減速が続くようであれば、利下げ開始の可
能性は高まると見られます。景気減速ペースと、
インフレ率の低下を踏まえると、筆者は6月か7月
に最初の利下げが開始される可能性が高いとみ
ています。また、「時間」が必要な場合、最初の利
下げ後、それに続く各FOMCで毎回利下げをする
と決めつけることには注意が必要と見ています。

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、投資者の皆様は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 (2024年1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。
- (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0.3%
- (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