

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



9月のFOMC、大幅利下げは今後続くのか

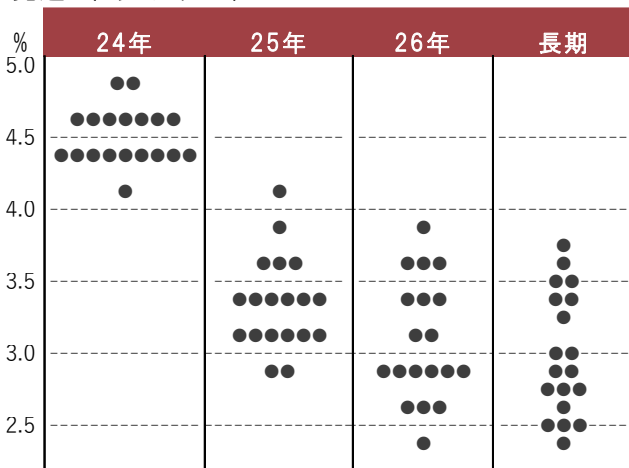
9月のFOMCの利下げ幅について、市場の見方は分かれていました。筆者は0.25%の可能性もあると思っていましたが、0.5%の大幅引き下げとなりました。ただし、市場はこれを大幅な下げ局面の開始と見ていないようです。FOMC参加者の見通しなどでも、今後の利下げペースは比較的慎重に進められる見込みです。FRBは雇用市場を重視するスタンスにシフトしましたが、今後の政策もデータ次第のようです。

■ 9月のFOMCは、市場の予想は割れていたが、0.5%の大幅利下げを決定

米連邦準備制度理事会（FRB）は9月17-18日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、政策金利（フェデラルファンド（FF）金利）の誘導目標を通常の倍となる0.5%の幅で引き下げました。

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）によると、24年残りの利下げ見通しは1回（0.25%を1回）が7人、2回（0.25%を2回）が9人となりました。年内さらに大幅利下げを行うとの見通しは1人となっています（図表1参照）。なお、ボウマン理事は今回、0.25%の利下げ幅を主張して反対票を投じました。

図表1：FOMC（24年9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

■ ドットチャートや経済見通しを見るとタカ派的な側面もみられる

9月のFOMCは事前の予想では利下げ幅は0.5%と0.25%に分かれていました。FOMCでは、0.5%という大幅利下げが決定されましたが、米国債市場では利回りが上昇しました。市場は今回の決定を大幅な連続利下げの開始と、少なくとも現段階では、見ていないようです。市場はFOMCの発表内容やFRBのパウエル議長の会見などにタカ派（金融引き締めを選好）的な面を見出したようです。

まず、FOMCが積極的な金融緩和に一枚岩でないことが挙げられます。今年末のFF金利の水準はFOMC参加者の経済見通し中央値でみると（図表2参照）4.4%となっており、利下げ1回を0.25%と

図表2：FOMC参加者の経済見通し（中央値）

四半期、期間：2024年6月（前回）～2024年9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、低下は水色。失業率の色分けは経済的意味合いが異なる

単位 %	24年	25年	26年	長期
GDP成長率	2.0	2.0	2.0	1.8
前回	2.1	2.0	2.0	1.8
失業率	4.4	4.4	4.3	4.2
前回	4.0	4.2	4.1	4.2
PCE価格指数	2.3	2.1	2.0	2.0
前回	2.6	2.3	2.0	2.0
コアPCE価格指数	2.6	2.2	2.0	
前回	2.8	2.3	2.0	
FF金利	4.4	3.4	2.9	2.9
前回	5.1	4.1	3.1	2.8

出所：FRBのデータを基にピクテ・ジャパン作成

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。

すると、2回という利下げが想定されています。しかし、ドットチャートでは、年内2回以上の利下げを10人が見込む一方、年内1回以下の利下げも9人が見込んでいます。しかも、9人のうち2人は年内これ以上の利下げは必要ないと考えています。

9月のFOMC前に時間を戻すと、年内は9月、11月、12月の3回会合が予定されていました。市場予想では9月の0.5%の利下げに加えて、あと1回は0.5%の利下げがあるとの見方が優勢でした。しかし、ドットチャートを見る限り、年内残り2回は各々0.25%にとどまる可能性が高く、1回の利下げにとどまることへの支持も相応に高いことが示されたことはタカ派的と思われず。

次に、25年以降の利下げの道筋を図表2で確認すると、25年末の金利水準は3.4%と、24年末の4.4%から1%の低下が見込まれています。来年の利下げ回数は4回で、これは前回の6月FOMCと利下げ回数の点では同じで、来年の利下げについてペースが加速したわけではないようです。

さらに26年に目を移すと、前回に比べ利下げの想定回数は減ることが示唆されています。そして、より重要なのは26年には中立金利(景気を冷やしも吹かしもしない金利水準)の目安とされる長期FF金利水準に到達すると見込まれていることです。中立金利は前回から引き上げられるなど、じわじわと上昇してきました。利下げの最終局面の水準がじわじわと切りあがっていることも、タカ派的と思われず。

■ 大幅利下げの理由は不明確だが、データ次第の政策運営は確かだろう

今後の金融政策を占うと、ドットチャートや経済見通しから、連続的な大幅利下げの開始ではないことがうかがえます。パウエル議長が会見で利下げを急がないと述べたことと整合的です。一方、金融政策の方針は、「今後の政策はデータ次第」と述べていることから従来と姿勢は変わっていない

ようです。しかし金融政策を決定するにあたり重視するのが、インフレから雇用にシフトしたことは明白です。それは雇用についての記述が増えた声明文や、FOMC参加者の経済見通しを見ても明らかです。図表2にあるように経済見通しでは失業率の予想を大幅に悪化させているからです。

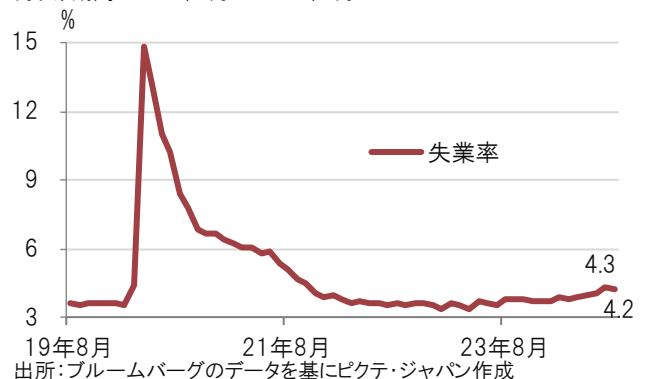
このことは、9月のFOMCで大幅利下げを決めた背景にもなっているようです。ただし、労働市場が悪化しているわけではなく、悪化懸念に対し手遅れとならないよう、前倒し的に利下げをしたとパウエル議長は説明しています。もっとも、図表2を見てもインフレが完全に収まったとは言い難い中での大幅利下げの説明には歯切れの悪さも目立ちました。記者から家賃高止まりについて質問されたことへの回答は説得力に欠ける内容でした。

FRBが労働市場を警戒し始めたのは7月の雇用統計で失業率が4.3%へ上昇したころからではないでしょうか(図表3参照)。8月月初に公表された7月の雇用統計後に開催されたジャクソンホール会議でパウエル議長が「力強い労働市場を支えるためなら出来る事を何でも実行する用意がある」と述べたのは大幅利下げの布石だったのかもしれませんが。幸い(?)8月に失業率は4.2%に低下し、大幅利下げの論拠を弱めたことは、今回の大幅利下げを分かりにくくしているように思われます。

今回の大幅利下げは単発となる可能性もありそうです。今後の利下げの道筋は様々なデータを注視する必要があり、事前の決め打ちは困難です。

図表3: 米失業率の推移

月次、期間: 2019年8月~2024年8月



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6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