

# 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



## 11月FOMC議事要旨、利下げはゆっくり慎重に

11月26日に公開された米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨では、11月のFOMCの利下げの背景を説明すると共に、今後は経済が予想通りなら時間をかけて政策金利を中立的な水準まで引き下げるのが適切となる公算が高いと指摘しています。ただ、12月FOMCでの利下げの有無についてのヒントは限定的でした。なお議事要旨ではFRBのバランスシート政策についても言及がありました。

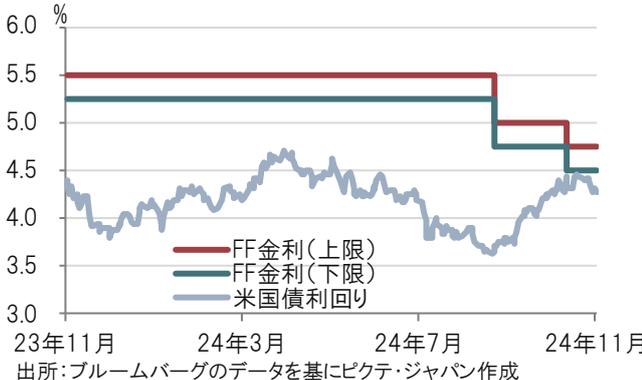
### ■ 11月FOMCは市場予想通りの利下げながら今後の利下げペースに変化も

米連邦準備制度理事会(FRB)は11月26日、米連邦公開市場委員会(FOMC、11月6～7日開催)の議事要旨を公開しました。11月のFOMCでは政策金利(フェデラルファンド(FF)金利)の誘導目標を市場予想通り0.25%引き下げ4.50%～4.75%としました(図表1参照)。

11月FOMCは驚きのない利下げでしたが、最近の経済指標やFOMC参加者の発言から、次回(12月)以降のFOMCで利下げペースに変化があるとの見方が大勢を占めています。議事要旨では今後の金融政策について経済指標が予想通りなら「時間をかけて政策金利を中立的な水準まで引き下げるのが適切となる公算」と指摘しています。

図表1: 米FF金利と米10年国債利回りの推移

日次、期間: 2023年11月27日～2024年11月27日



### ■ FOMC参加者は緩やかな利下げがコンセンサスだが、トーンに違いも

11月の議事要旨は、市場予想通りに利下げをしたFOMCの内容を伝えるもので、新たな材料には乏しかったものの、利下げペースが緩やかになる公算が高いことが確認されました。なお、議事要旨からはFRBのバランスシート(B/S)政策についての記述も見られました。

11月のFOMC議事要旨で示唆された緩やかな利下げペースはFOMC後の参加者の発言からもうかがえます(図表2参照)。

今後利下げペースが緩やかになる公算が高いことは、パウエル議長やクック理事などの発言からも想定されます。インフレは鈍化傾向であることから

図表2: FOMC参加者の最近(24年11月)の主な発言

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
11月14日	パウエル/議長	「経済は、利下げを急ぐ必要性についていかなるシグナルも発していない」
11月20日	クック/理事	「時間をかけて政策金利をもっと中立的なスタンスに近づけていくのが適切になりそうだ」
11月21日	ウィリアムズ/ニューヨーク連銀総裁	「2%という目標に向けてインフレは大幅に低下している。しかし、まだ目標には達していない」
11月25日	カシュカリ/ミネアポリス連銀総裁	「私が現在、承知している状況を踏まえると、12月に0.25ポイント利下げを検討するのは妥当な議論だ」
11月25日	グールズビー/シカゴ連銀総裁	引き続き利下げを予想する。自身が見込む中立金利の水準は当局者の予想中央値(2.9%)に近い(要約)

出所: 各種報道等を基にピクテ・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。

利下げは続けられるとの見方も根強く残りますが、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が述べるようにまだ目標の2%に達していないとの見方は優勢なようです。

なお、9月のFOMCでの大幅利下げに反対票を投じたボウマン理事は、図表2にはありませんが、追加利下げを慎重に進めるべきと述べています。このことからボウマン氏は利下げそのものに反対しているわけではなく、9月のような大幅な利下げに反対しただけとみられます。

「緩やかな利下げ」がFOMCのコンセンサスとしても、「12月に利下げを続けるのか?」、「政策金利をどこまで引き下げるのか(ターミナルレート)?」、については不確実性が残されています。

緩やかな利下げでは利下げをスキップ(見送る)会合もありますが、12月が見送りか、それとも利下げ継続か、市場の織り込み度合いを先物市場などで見ても見方は分かれています。ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁のように12月利下げの可能性を残す発言もあります。12月に発表される米雇用統計や消費者物価指数(CPI)などを判断材料に加え最後まで分析を続けるものと思われます。

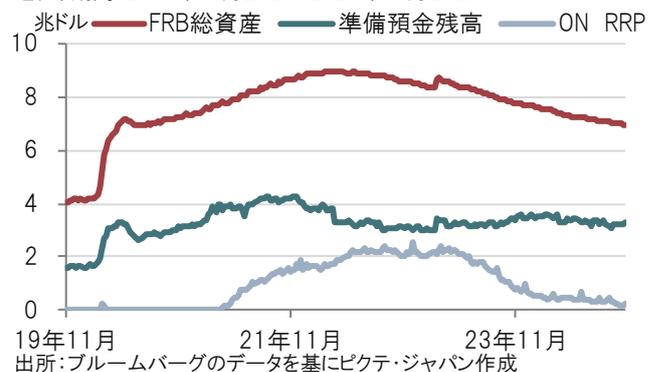
利下げでどこまで政策金利を引き下げるかは、まだ先のことですが、利下げの到達点として中立金利(景気を吹かしも冷やしもしない金利水準)が意識されてるだけに目先の政策に影響する可能性もあります。シカゴ連銀のグールズビー総裁は自身が見込む中立金利の水準は当局者の予想中央値に近いとしたうえで、まだ利下げ余地が(十分に)あるというトーンを発言をしています。しかし、スワップ市場が織り込む中立金利の水準は恐らく当局者の予想中央値より高いとみられます。話を単純化すれば、9月のFOMCで示された当局者の予想中央値通りなら、現在の政策金利はかなり引き締め領域にあり、利下げ余地は十分に残ることになりそうです。ただ、中立金利は幅を持って見る必要もあるだけに判断は難しく、さらなる情報収集が必要です。

## ■ 議事要旨でB/S政策が語られたのは、将来のQT終了の準備なのだろうか？

今回の議事要旨ではB/S政策についての記述が目を引きました(図表3参照)。なぜ今回この話題が取り上げられたのか本当のところは分かりません。ただし、筆者の印象では、9月末にマネーマーケット市場の一部で変動が大きかったことから、市場流動性の確認の意味でB/S政策が検討されたのではないかと考えています。なお、マネー市場の変動は米国債の決済が重なったことなどテクニカルな理由が背景であったと指摘しています。

FRBは22年6月ごろから量的引き締め(QT)を開始して、B/Sの規模を縮小させ始めています。今年6月からは、翌日物リバース・レポ(ON RRP)の利用が減る中、QT(保有資産削減)のペースを遅らせました。今後の注目はQT終了時期で、このことは流動性供給のもととなり、残高が3兆ドル超となっている準備預金残高をどこまで低下させるかという問題に帰着します。議事要旨では市場予想は25年5月ごろを終了時期と見込んでいることを紹介しています。年内といった短期的観点からは流動性リスクを過度に懸念はしていないかもしれませんが、一方で、今後の課題としては、リバースレポ金利の引き下げや、債務上限問題が準備預金に与える影響などに関心が高いようです。なお、半年ほど前、市場の一部はリバースレポ残高減少の影響を懸念していましたが、あくまで重要なのは準備預金残高であると筆者はみています。

図表3:FRBのB/Sの規模(総資産)と準備預金残高の推移  
週次、期間:2019年11月20日~2024年11月20日



## 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。
- (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