

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



「不確実性」の3月FOMCへの影響

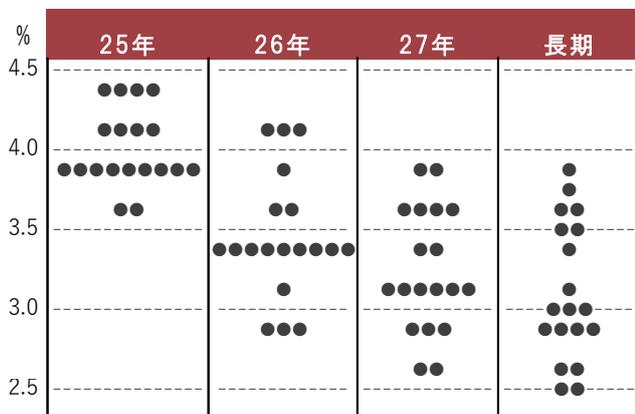
FRBは3月のFOMCで政策金利を市場予想通り据え置き、量的引き締め(QT)を4月から減速すると発表した。注目されたFOMC参加者の見通しでは、25年末の政策金利水準見通しは前回の見通しと変わらなかったが、利下げ1回や据え置きの見通しが増えた点で金融引き締め感も強まった。パウエル議長は会見でハト派寄りの面もあったが、不確実性が大きい間の金融政策は様子見が基本姿勢となりそうだ。

■ FRBは3月のFOMCで市場予想通り据え置きとした

米連邦準備制度理事会(FRB)は3月18-19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、市場予想通り、据え置くことを決定した。今回のFOMCでは、保有する米国債などの資産を圧縮する量的引き締め(QT)を4月から減速することが発表された。

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、25年の利下げ見通しは2回(0.25%を2回)が最多で、前回(12月FOMC)と変わらないが、利下げが1回との予想が4人、0回も4人おり、金融引き締め感が強まった。

図表1:FOMC(25年3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、ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ パウエル会見はトーンとしてはややハト派的だが、決め打ちはまだ先だろう

3月のFOMCはハト派(金融緩和を选好)、もしくはタカ派(金融引き締めを选好)と簡単に決めにくかった。ドットチャートや、FOMC参加者の経済見通し(図表2参照)などにはハト派、タカ派、双方の要因が含まれていたためだ。FRBのパウエル議長の会見は「不確実性」を強調した点で、ややハト派的とも見られるが、基本的に「利下げを急ぐ必要がない」姿勢に変化がなかったとも言えそうだ。

まず、ドットチャートを振り返ると、市場が便宜的に使用する中央値による年内利下げ想定回数は2回で、前回のFOMC(24年12月)参加者見通しか

図表2:FOMC参加者の経済見通し(中央値)

四半期、期間:2024年12月(前回)~2025年3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 %	25年	26年	27年	長期
GDP成長率	1.7	1.8	1.8	1.8
前回	2.1	2.0	1.9	1.8
失業率	4.4	4.3	4.3	4.2
前回	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE物価指数	2.7	2.2	2.0	2.0
前回	2.5	2.1	2.0	2.0
コアPCE物価指数	2.8	2.2	2.0	
前回	2.5	2.2	2.0	
FF金利	3.9	3.4	3.1	3.0
前回	3.9	3.4	3.1	3.0

出所:FRB、ブルームバーグ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。

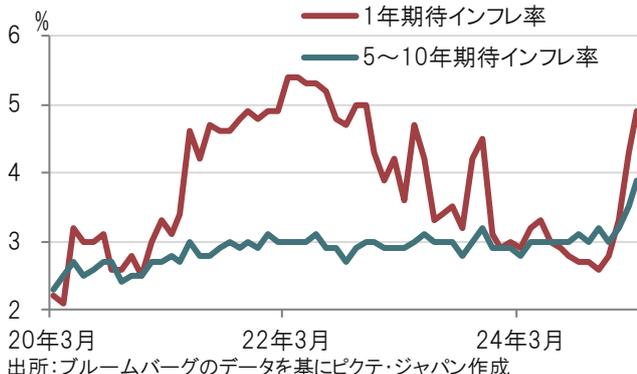
ら変化がなかった。今回のFOMC直前の参加者のコメントや、最近のインフレ再加速懸念から、想定利下げ回数が減る可能性もあっただけに、中心値が同じだったのはハト派的な印象をもたらした。しかし、25年末の政策金利の予想水準の分布に目を移すと、今回は年内1回の利下げが4人、据え置きが4人と、前回の見通しにおける年内1回利下げ3人、据え置き1人に比べ、タカ派方向にシフトした。いずれにせよ、不確実性の中で利下げ回数を変えるような見通しはたてにくかったようだ。

次に、FOMC参加者の経済見通しは景気悪化見通しというハト派と、インフレ見直し引き上げというタカ派が入り混じる、スタグフレーション的な見方となった。25年～27年の経済成長率見通しが引き下げられた一方で、インフレ動向を示す米個人消費支出(PCE)物価指数の見通しは25年を中心に上方修正された(長期の見通しは据え置かれた)。会見でパウエル議長はインフレ見通しの上方修正について関税の影響がどの程度なのかについて説明を避けたが、足元の修正が大きかったことから、関税の影響は小さくはないのだろう。

FOMC後のパウエル議長の記者会見はややハト派的な印象だった。そのキーワードとして「不確実性」と「一時的」が挙げられる。

市場ではサーベイ(調査)ベースの期待インフレ率の上昇が注目されていた。ミシガン大学が発表した3月の消費者調査で1年先の予想インフレ率が4.9%と急上昇した(図表3参照)。FRBが利上げ

図表3:ミシガン大学の消費者調査(予想インフレ)の推移
月次、期間:2020年3月~2025年3月(速報値)



を開始した22年3月に迫る水準だ。しかし、パウエル議長はサーベイデータ(全般)に見られる変動を重視しない姿勢を示した。これらのサーベイから、回答者が関税の影響を懸念してインフレ予想を引き上げたが、パウエル議長はこのようリスクは一時的の可能性もあると重視しない姿勢だった。

パウエル議長はインフレが長期的な見通しに収束するのであれば、(足元の不確実なデータで)金融引き締めを行うのは正しくはないとニュアンスを示唆している。FOMC参加者のインフレ見通しは25年を中心に(一時的に)上方修正されているに過ぎない見直しであることを考え合わせれば、ハト派寄りの会見であったと見られよう。

ただし、そもそも関税政策は「不確実」なのだから、短期的に今後のインフレ動向が明確となる(パウエル議長はそう期待しているようだ)のかどうかも不確実なはずだ。であるならば、当面の基本姿勢は「利下げを急ぐ必要はない」になりそうだ。

■ 今回のFOMCではQT減額も発表されたが、疑問も残る決定であった

今回のFOMCでは保有する米国債などの資産を圧縮する量的引き締め(QT)を4月から減速することを発表した。米国債の毎月の償還額の上限を250億ドルから50億ドルに引き下げる一方、住宅ローン担保証券(MBS)の減額ペースは350億ドルで現状維持となった。1月のFOMCでQTが議論されたが、意外と早く決定が発表された。

足元、MBSの(期限前)償還が減少しており、月次で350億ドルの減額は未達となっている。将来的に保有債券を国債中心とする方針から国債の減額ペースのみを変更したと思われるが、MBSの実際の減額ペースが変わるものではないだろう。

今回のQT減速はウォラー理事が反対するなど憶測を生みやすい決定だった。1月のFOMCを受け、市場では年内QT停止も予想されていた。しかし、発表内容からすると減速した形でQTを当面続ける可能性がありそうだ。

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。
- (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