

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
シニア・ストラテジスト



5月のFOMC、利下げを急がない姿勢を示唆

FRBは5月のFOMCで市場予想通り政策金利を4.25%～4.5%で据え置いた。市場はパウエル議長の発言などから、利下げ開始時期の見通しを後ずれさせた。FRBのパウエル議長は会見で、物価と失業率の上昇が共に懸念される中で、ハードデータを重視して、当面は様子見姿勢となる可能性を示唆した。ただし、景気悪化の兆しも一部にみられることから、筆者は年後半の追加利下げを見込んでいる。

■ 5月のFOMCは市場予想通りの据え置きで波乱は見られなかった

米連邦準備制度理事会（FRB）は5月6日～7日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催、市場予想通り、主要政策金利のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.25%～4.5%で据え置くことを決定した（図表1参照）。今回の政策決定は全会一致だった。

今回のFOMCの声明文では、変更点は少なかったものの、次の2点に変更が見られた。①景況判断において、「純輸出の振れが指標に影響している」が加えられたこと、②「経済見通しの不確実性が『一段と』上昇した」と、不確実性が強調された。ただし、FRBのパウエル議長は会見で、米国経済について足元では安定しているとも指摘した。

図表1：米国のFF金利（上限）と円（対ドル）レートの推移
日次、期間：2024年5月8日～2025年5月8日（日本時間正午）



■ 声明文やパウエル議長の会見では不確実性が強調された

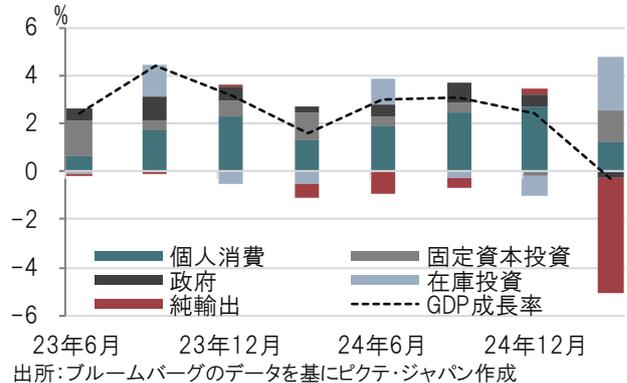
5月FOMCの発表内容を受け米国債市場では、短期的な変動を無視すれば、政策金利の動向を反映しやすい2年国債利回りは概ね横ばい、10年国債利回りは小幅ながら低下した。パウエル議長の発言などから当面様子見となる可能性が示唆されたことを反映したようで、短期先物市場などでは6月FOMCにおける利下げ見通しが低下した。

このような市場の反応となった背景の主なポイントを以下に振り返ろう。

まず、米国景気は足元、底堅いと指摘している。1-3月期のGDP（国内総生産）成長率は前期比年率0.3%減だったが、大半は駆け込み輸入の増加（純輸出のマイナス）によるものだ（図表2参照）。

図表2：米国のGDP成長率と主な項目の寄与度の推移

四半期、期間：2023年4-6月期～2025年1-3月期、点線は前期比年率



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。

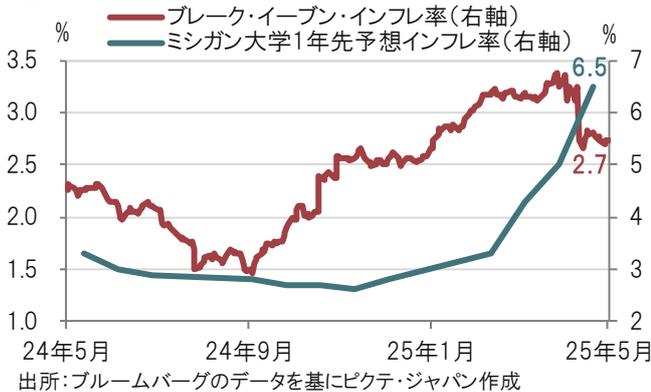
会見でパウエル議長は民間最終需要が高い伸びを維持していると指摘し、1-3月期のマイナス成長はあくまで特殊要因という認識を示した。

次に、先行きについては、今回の声明文に追加されたように「一段と」不確実性が高まったと指摘している。その意味するところは物価と失業率の両方の上昇リスクが高まるという、難しい局面であることを示唆している。FRBの2つの使命の「物価の安定」と「雇用の最大化」は両立が難しいという矛盾もある。しかし、現実には、物価上昇、景気悪化(≒失業率上昇)のどちらかが強く表れて、政策の優先順位を決められることが多い。

しかし、歴史的な関税政策を前に、FRBは今後の見通しが不確実な中、様子見としている。そのうえ、指標も安定感に欠ける。例えば、物価の先行きを反映する傾向がある期待インフレ率はばらつきが大きい(図表3参照)。国債と物価連動債の利回りの差から市場の物価予想を示す(2年物)ブレイク・イーブン・インフレ率は比較的落ち着いているが、一方で、消費者調査に基づいたミシガン大学の1年先予想インフレ率は4月分が6.5%とインフレ懸念の強さを示唆している。もっとも、市場ベースと調査ベースは対象などの違いから比較には無理もある。また調査ベースの期待インフレ率は食品など身近な商品の値上げで高めに出る傾向がある。その上、関税による価格上昇への不安が押し上げた節もあり、このままでは使いにくいだろう。

図表3: 主な米国の期待インフレ率指標の推移

日時、期間: 2024年5月8日~2025年5月8日、ミシガン大学1年先予想インフレ率は月次、4月まで



■ 米国経済は利下げを急がないアプローチを正当化するが

このような不確実性を前にFRBはどう対応するのか? 会見で質問が多かった、物価を優先するのか、景気を優先するのかに対しパウエル議長は難しい判断になるとして明確な回答を避けた。

では、何が優先順位の決め手かといえば、ハードデータを重視するということだ。例えば、物価であれば消費者物価指数などがハードデータである一方、先に示した調査ベースのソフトデータは参照するとしても重視しない方針のようだ。会見でパウエル議長はハードデータとソフトデータのリンクについて(否定はしないが)疑問も残ると述べるなど、ハードデータ重視の姿勢を繰り返した。

他にも、会見でパウエル議長が会見で強調したのは足元の米国の経済環境は様子見(据え置き)を正当化できるという点だ。1-3月期は輸入増加でマイナス成長となったが景気は底堅く、インフレは鈍化傾向ながら物価目標をやや上回っている。景気悪化を見越して前倒しの利下げをする環境にないと説明した。パウエル議長は前回(2019年)前倒しの利下げを実施できたのはインフレ率が物価目標を下回っていたからと指摘している。

パウエル議長の会見などを踏まえると、物価や失業率などハードデータに変化が表れるまで、様子見姿勢を続ける可能性が高そうだ。市場が6月のFOMCでの利下げ見通しを3割程度から2割程度に引き下げたのは、この姿勢を反映したためと思われる。またトランプ政権は相互関税の上乗せ分の適用を90日間停止しており、関税交渉の動向や経済の影響を見極める必要があり、利下げは少なくとも7月のFOMC以降と思われる。

しかし、1-3月期のGDPで個人消費は、堅調な前期の反動という面はあるが、減速するなどハードデータに気になる数字がないわけではない。今後の景気とインフレ動向次第ではあるが、筆者は年後半に2回から3回の利下げをメインシナリオとしている。

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 (2025年3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