

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



7月のFOMC、限られた情報から次の展開を考える

FRBは7月のFOMCで政策金利の据え置きを決定したが、副議長ら2人が利下げを主張した。声明文では景気の鈍化を認めつつ、労働市場は堅調との見方は維持された。市場ではパウエル議長の慎重な発言を受け国債利回りは上昇した。4-6月期のGDPは堅調な成長率だったが、個人消費などは伸び悩んだ。今後のFRBの金融政策は、データ次第ながら、9月のFOMCが判断の境目となる可能性もあろう。

■ 7月FOMCは市場予想通りの据え置きながら、2名が反対票を投じた

米連邦準備制度理事会（FRB）は7月29-30日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、市場予想通り、5会合連続となる政策金利の据え置きを決定した（図表1参照）。ただし、副議長ら2人が利下げを求めて反対票を投じた。

声明文では、景気認識について「経済活動が今年前半に鈍化した」と前回の「堅調な拡大を続けている」から下方修正された。しかし、「失業率はここ数カ月、低水準で安定しており、労働市場の状況は堅調なままである」との判断が維持された。

FRBのパウエル議長は記者会見で「解決すべき不確実性は非常に多く、そのプロセスの終わりが間近に迫っているという感触はない」と述べた。

■ 声明文で過去の景気認識は引き下げたが、今後については不明確

今回のFOMCの発表内容に対する市場の反応を振り返ると、声明文や2人が利下げに賛成したことを踏まえ米国債市場（時に2年国債）では小幅ながら利回りが低下した。しかし、声明文発表から約1時間後に行われたパウエル議長の記者会見は、その内容がタカ派（金融引き締めを選好）的であったことから国債利回りは上昇に転じた。パウエル議長の利下げ再開に対する慎重姿勢がFOMC全体のトーンを支配したようだ。

しかし、パウエル議長は9月のFOMCについて「何も決定していない」と述べたように、政策の決め打ちをしていないことにも重点があったのではなかろうか。この点について以下に検討する。

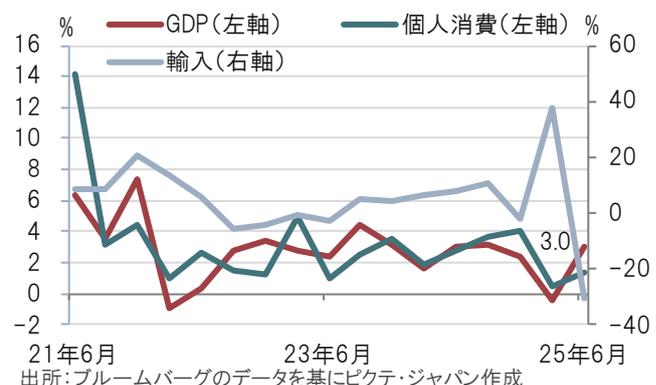
図表1: 米国の政策金利と円(対ドル)の推移

日次、期間: 2024年7月31日～2025年7月31日(日本時間正午)



図表2: 米国のGDP成長率と主な構成指数の推移

四半期、期間: 2021年4-6月期～2025年4-6月期、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。

まずは景気認識について確認する。米商務省が30日に発表した4-6月期のGDP(国内総生産)は、前期比年率で3.0%増と、市場予想の2.6%増を上回った(図表2参照)。一見すると米国経済は堅調だが、内容は褒められない。GDPの主な押し上げ要因は、輸入急減による純輸出(輸出-輸入)の拡大に過ぎない。輸入急減は関税を前にした1-3月期の駆け込み輸入急増の反動に過ぎない。純輸出を寄与度で見ると約5%で、3%のGDP成長率を押し上げていたことは明確である。

反対にGDPの押し下げ要因は何か。容易に想定できるのは在庫の減少だ。在庫の寄与度はマイナス3.2%だった。輸入急増の背後で在庫を積み上げたのであるから、在庫の急低下に不思議はない。むしろ注目すべきは、在庫の減少による物価への影響が夏により明確に現れるかであろう。

4-6月期のGDPで伸び悩んだ別の要因が個人消費と民間設備投資だ。4-6月期の個人消費の伸びは前期比年率で1.4%と、1-3月期の0.5%は上回ったが、昨年後半4%程度の伸びに比べ軟調だ。トランプ関税に対する不確実性が消費や投資を押し下げたとみられるが、声明文のあった「経済活動が今年前半に鈍化した」と整合的だ。

景気認識について、FOMC参加者がより注目するのは年後半など今後の個人消費や投資の動向だろう。6月の小売売上高や、消費者マインドに回復感も見られることから今後の確信度合いに注目だ。

■ 7月FOMCでの利下げ再開の判断は時期尚早が依然大勢か

7月のFOMCではボウマン副議長とウォラー理事が反対票を投じ、0.25%の利下げを訴えた。2人も反対するのは珍しいが、最近のコメントから(図表2参照)反対票自体にそれほどのサプライズはないが注目したいのは反対の理由と、他のFOMC参加者には7月利下げが広がらなかったことだ。

2人の最近の発言を振り返ると、物価が抑制され

図表3:FOMC参加者の最近(25年6月~7月)の主な発言

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
6月23日	ボウマン/副議長	インフレ圧力が抑制されたままなら労働市場を維持するために、次回(7月FOMC)での利下げを支持する
7月15日	ローガン/ダラス連銀総裁	軟調な物価上昇と労働市場悪化が重なれば早期利下げが必要の可能性
7月17日	デーリー/サンフランシスコ連銀総裁	政策金利の据え置きが可能だが、一方で、永遠に待つことはできない
7月17日	クーグラール/理事	失業率は依然として低水準、当面据え置きが適切
7月18日	ウォラー/理事	今年初めバランスシート縮小ペースの減速に反対票を投じたが、今、似たような状況だ(7月利下げ支持)

出所:各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

ていることと、労働市場の悪化を防ぎたいことが利下げを支持する共通した理由のようだ。

まず物価を確認すると、6月の消費者物価指数(CPI)は全体としては落ち着いていたが、輸入が多い玩具や家具などに価格上昇がみられた。先のGDP統計で在庫の大幅な減少も確認したが、今後は在庫の影響が低下する中で、関税の物価への影響がより明確になるとと思われる。利下げへの支持が広がらなかったのは、これからのデータを見届けたいとの思惑が強かったからだろう。

労働市場についての認識は声明文にあるように、失業率の安定を根拠に堅調との見方が維持された。しかし、ウォラー理事は講演で月の雇用統計で示された雇用の伸びは政府部門が大半で、民間部門は弱い点などを指摘した。しかし、6月の失業率が4.1%と低水準であったことや、最近の新規失業保険申請件数の水準からも労働市場が悪化しているとまでは言い難いことから、大半のFOMC参加者が様子見を支持したものと見ている。

ただし、いつまでも様子見を続けるわけにはいかないという指摘もFOMC参加者の中にあることから、夏以降には判断が示されそうだ。だが、パウエル議長のタカ派姿勢から、9月利下げの可能性はやや後退したようだ。それでも、年内に少なくとも1回の利下げが行われる可能性が高いと筆者は見ている。

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