

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



9月FOMC、利下げ再開ながら先行きに不確実性

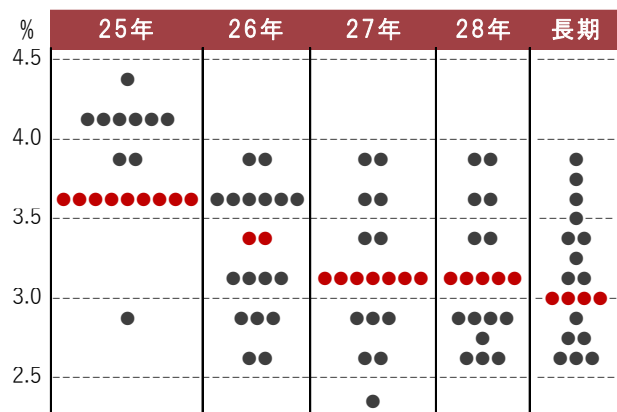
FRBは9月のFOMCで政策金利を0.25%引き下げ、年内にさらに2回の利下げが示唆された。労働市場の悪化が利下げの主因とされ、インフレリスクをやや後退させた。市場はFOMCを無難に消化し、株式や国債の変動は小幅だった。来年以降の利下げ見通しは不確実性が残る。経済成長や失業率は改善が見込まれるも関税などに不確実性が残る。筆者は年内残り2回、来年1回の利下げ予想にとどめている。

■ 9月FOMC、市場予想通りに利下げを再開、年内残り2回の利下げを予想

米連邦準備制度理事会(FRB)は9月16-17日に米連邦公開市場委員会(FOMC)を開催し、市場予想通り政策金利(フェデラルファンド(FF)金利)の誘導目標を0.25%引き下げた。

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、中央値の位置から判断して25年残りの利下げは2回(0.25%を2回、10月と12月)が示唆される。一方、26年の利下げは中央値で見ると(25年年末から)1回と「控えめな」利下げ予想だ。しかし、2回の利下げを4名、3回は3名、4回を2名が想定している。合計すれば2回以上の利下げを9名が予想している。

図表1:FOMC(25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) ※中央値の水準を赤で表示



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

■ パウエル議長は労働市場の悪化を防ぐ リスク管理が利下げの背景と説明

利下げを再開した9月のFOMCのポイントを、声明文、FOMC参加者の経済見通し(図表2参照)、パウエル議長の記者会見から拾い出し、今後の展開を以下に検討する。

まず、今回利下げに踏み切った背景を特定するとすれば、労働市場悪化への対応があげられる。この点については、声明文で、米労働市場を前回のFOMCでは「堅調」としていたが、今回は「雇用の伸びは減速している」と下方修正した。また、声明文2段目のリスクバランスの中で、「雇用の下振れリスクが高まった」と追記したことなどから明らかだ。

図表2：FOMC参加者の経済見通し（中央値）

四半期、期間：2025年6月(前回)～2025年9月、経済指標は失業率を除き各年の第4四半期前年同期比、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	28年	長期
GDP成長率	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
前回	1.4	1.6	1.8		1.8
失業率	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
前回	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE価格指数	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
前回	3.0	2.4	2.1		2.0
コアPCE価格指	3.1	2.6	2.1	2.0	
前回	3.1	2.4	2.1		
FF金利	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
前回	3.9	3.6	3.4		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。

さらに会見でパウエル議長は、労働市場の堅調さが失われつつある中、インフレ上昇リスクから雇用下振れリスクへとシフトさせたと指摘したことなどにも労働市場への配慮がうかがえる。インフレリスクについては「関税の影響は予想より遅く、規模も小さい」と表現している。インフレリスクを重視し続けてはいるがややトーンダウンしたようだ。

図表1に示したドットチャートによれば、年内追加利下げは2回が示唆された。9月FOMC前までの市場の主な利下げ予想は3回(9月、10月、12月)が優勢だったが、2回(9月、12月)を予想する声も少なくなかった。9月の利下げも含め3回の利下げがドットチャートで示された点だけを取り出せば、ハト派(金融緩和を选好)寄りとも見られよう。

しかし、26年と27年の予想利下げ回数は1回のみであり、市場の積極的な利下げ織り込みに比べ、タカ派(金融引き締めを选好)な印象だ。パウエル議長は会見で今回の利下げを「リスク管理」のための調整と表現した。これは景気を底上げするような積極的な利下げというよりは、消極的な利下げという色合いが濃いように響く。図表2で26年の失業率予想を見ると、4.4%に下方修正されている。利下げの効果で労働市場が改善すると示唆しているようで、悪化は一時的という認識なのだろう。

なお、図表1のドットチャートで25年末の政策金利が9月時点と変わらないことを予想している参加者が1名いる。これは9月利下げに反対で年末まで据え置きを支持していることを示唆している。このようなことができるのは、投票権のない地区連銀総裁のうちの誰かではないだろうか。反対に、25年末で遠く離れて3%割れを支持している参加者は0.5%の利下げを主張したミラン理事の可能性が高そうだが、他に賛同者はいないようだ。

■ 事前の市場予想ほどの利下げは示されなかったが、市場には落ち着きも

次に、今後の展開を占ううえで市場の反応を確認すると、26年以降の想定利下げ回数が市場の織

り込みを下回ったものの、米株式市場は大崩れせず、米国債の変動も比較的小幅であった。18日の東京時間では米株式先物では落ち着きを取り戻す動きとなった。先々の利下げよりも、まずは年内3回(今回を含め)の利下げが確保されたことを市場は好感したのかもしれない。

また、FOMCというイベントを無難に消化したことも市場の落ち着きの背景だろう。7月のFOMCでは利下げ支持の立場からウォー理事とボウマン副議長の執行部2人が反対票を投じる異例の展開となった。ドットチャートを見ると、今回のFOMCでも年末の政策金利の予想にばらつきはあるが、一応コンセンサスは形成できたと言えそうだ。

ただし、今後のコンセンサス形成には難しさも想定される。26年のドットチャートを見ると、来年1回の想定はわずか2名で、利下げ消極派と積極派のふた山にわかれている。図表2にあるように26年の経済成長見通しは上方修正され、失業率は低下が見込まれる一方で、インフレ見通しは上方修正された。修正は小幅ではあるが、利下げ消極派を支持する内容だ。

一方、インフレ見通しの上方修正の背景として関税の影響の長期化を見込んでいるのであれば、不確実性は高く下振れの可能性もある。関税の影響が読みにくいのはパウエル議長も繰り返し指摘している。そのうえ、住宅市場など金利感応度の高いセクターにとり金利負担は小さくない。利下げに積極的となる要因も多そうだ。

来年の経済に不確実性が高いうえに、FOMC参加者の顔ぶれも変動が想定される。パウエル議長らの任期を控え、来年のドットチャートや経済予測にはFRBの人事も考慮する必要があるが、想定は困難だ。

このような局面において、筆者は予測困難なFRB人事などは脇に置き、経済状況から判断して、年内残り2回と来年1回の利下げを想定している。

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