

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



12月FOMCブラックアウト期間前の気になるポイント

米連邦準備制度理事会(FRB)のページブックによると、米経済活動は前回の評価からほぼ変化はないと指摘し、個人消費や雇用に懸念が残る一方で、物価は緩やかに上昇と指摘している。このような状況下、12月FOMCでの利下げ判断に決め手は探しにくい、ニューヨーク連銀総裁らの発言は利下げ方向へ作用したようだ。なお、来年の利下げ見通しについては確認すべきポイントが残されている。

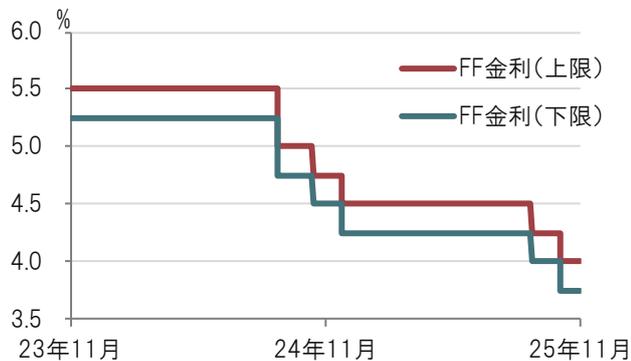
■ 12月FOMC前のページブックは新規材料に乏しかった

米連邦準備制度理事会(FRB)が11月26日に公表した地区連銀経済報告(ページブック)によると、米経済活動はここ数週間、ほとんど変化が見られなかった。全体報告によると、個人消費は高所得層を除いてさらに減少したと指摘している。雇用についてはわずかに減少し、物価は関税などの影響で緩やかに上昇したと述べられている。

FRBは12月9日～10日に米連邦公開市場委員会(FOMC)の開催を予定している。今週末(11月29日)から、金融当局が公に金融政策に言及しないブラックアウト期間となる。市場は12月FOMCでフェデラルファンド(FF)金利が引き下げられる確率を8割程度と見ている(図表1参照)。

図表1:米国の政策金利(FF金利)の推移

日次、期間:2023年11月27日～2025年11月26日



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ 12月FOMCにおける参加者の見解は追加利下げに対し一枚岩ではない

ページブックが発表され、12月FOMCを前に金融当局からの情報発信は、マスコミによるリークなどを除けば、概ね出尽くした。あとは9月分の個人消費支出(PCE)などの経済指標の発表が残のみだ。なお、11月の米雇用統計等は政府機関閉鎖の影響で発表は12月16日とFOMC後となる。

10月のFOMC後の記者会見でFRBのパウエル議長は「12月会合での追加利下げは既定路線ではない」と語ったことや、タカ派(金融引締めを 선호)的な連銀総裁の発言を受け(図表2参照)、12月のFOMCにおける利下げ見通しは11月半ばには3割前後にまで低下した。しかし足元では12月の追加利下げ見通しが急速に回復している。

図表2:FOMC参加者の最近(25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13日	ムサレム/セントルイス連銀総裁	物価対策に景気抑制的な金利水準を維持する必要がある
11月20日	ハマック/クリーブランド連銀総裁	労働市場下支えのための利下げは目標を上回るインフレの長期化と金融安定リスクを高める
11月20日	ゲールズビー/シカゴ連銀総裁	インフレは足踏み状態で、「前倒し」利下げに慎重
11月21日	ウィリアムズ/NY連銀総裁	近いうちに再び利下げを行う余地がある
11月24日	ウォラー/理事	12月FOMCでの利下げを支持、1月からは会合ごとに判断する
11月24日	デーリー/サンフランシスコ連銀総裁	雇用市場の悪化懸念を背景に、12月FOMCでの利下げ支持

出所:各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

追加利下げの確度が高まった背景をFOMC参加者の発言から眺めると、ニューヨーク(NY)連銀のウィリアムズ総裁のハト派(金融緩和を选好)発言の影響が大きかったようだ。ウィリアムズ総裁は雇用の下振れリスクが高まっている一方、インフレの上振れリスクは和らいでいるとして利下げを支持した。ウィリアムズ総裁は、パウエルFRB議長と歩調を合わせる傾向があることも発言の影響力を高めたとみられる。サンフランシスコ連銀のデーリー総裁もパウエル議長と同調する傾向が知られている。デーリー総裁は11月半ばまで12月の追加利下げについての判断に迷いを見せていた。パウエル議長の既定路線ではないという発言を連想させる姿勢だった。しかし、足元、利下げ支持に傾いた。

一方、図表2でグレーに色づけした連銀総裁に加え、ダラス、ボストン、カンザスシティの各連銀総裁らは、これまでの発言から判断して12月は据え置きを支持する可能性がある。しかし、投票権なども加味すると、過半数に届くかは微妙だ。

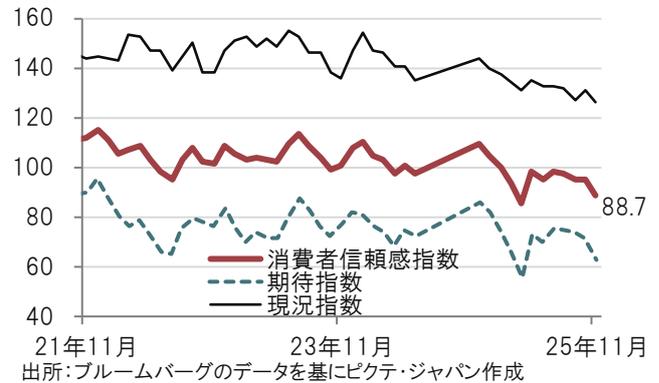
ウォラー理事はボウマン理事と共に、雇用市場への懸念から12月利下げを支持していた。ただし、ウォラー理事は来年のFOMCでは会合ごとに判断すると述べている。市場は来年3回程度の利下げを見込んでいるが、ウォラー理事の発言からは利下げパスはそれほど明確でない。影響力が大きいウォラー理事の発言だけに注意は必要だろう。

■ 決め手とはなりにくい、米経済指標の一部は利下げ支持要因だろう

12月FOMCの追加利下げの確度を高めた可能性がある経済指標として、4.4%とじり高傾向を示した9月の失業率、消費者信頼感指数の悪化等が挙げられる。米調査会社コンファレンス・ボードが25日に発表した11月の米消費者信頼感指数は88.7と10月の95.5(改定値)を大幅に下回り、トランプ関税で急速に消費者心理が悪化した4月の水準に迫った(図表3参照)。構成指数をみると先行きを示唆する期待指数の悪化が影響した。米

図表3:米コンファレンス・ボード消費者信頼感指数の推移

月次、期間:2021年11月~2025年11月



国の消費は夏過ぎまでは堅調であったが、やや先行きに不安が残る調査内容だ。

ただし、同調査の別の質問項目で消費者の懸念内容を見ると、雇用への不安が根強い一方で、物価上昇への懸念も根強く、消費を慎重にしているようだ。米消費者信頼感指数は金融政策の判断の難しさを象徴するような結果となっている。

来月のFOMCで追加利下げはあるだろうか。筆者の答えは「利下げの可能性が高い」だ。ここまで述べてきたFRBのコミュニケーションにより市場の利下げ期待が相当高まっていること、ベージュブックの内容は労働市場に懸念を示す一方で、物価に対しては若干表現を和らげたこと等が主な要因だ。11月に変調を見せた資産市場を利下げ期待が下支えたことも要因として挙げられる。ただし反対票(据え置き支持)も多いだろう。

一方で、来年の見通しについては、確認したい点が残されているため、市場の3回利下げ予想ほど筆者は明確に織り込めていない。当面の確認ポイントとしては、経済指標(特に11月の米労働統計とインフレ指標)は当然ながら、感謝祭後の年末商戦の動向、次回FOMCにおける26年末の政策金利水準(ドットチャート)等を確認したい。忘れてはならないのは、おそらく年内に目途がつくと思われる時期FRB議長の人事だが、トランプ大統領の政策ゆえ、こちらについては結果を待つことに専念したい。

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