

# 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



## FOMC：予想通りの利下げ、予想が難しい来年

FRBは12月のFOMCで政策金利を0.25%引き下げたが、意見対立が残った。声明文や会見内容は予想よりもタカ派的ではなく、経済見直しを見るとインフレ懸念は多少和らいだようだ。一方で、今後出るデータやリスクのバランスに基づいて追加の調整の規模と時期を検討すると述べたことから、金融政策は据え置きを基本としつつ、利下げを慎重に検討する姿勢にシフトする可能性もありそうだ。

### ■ 12月FOMCは市場予想通り利下げが決定されるも反対票は増えた

米連邦準備制度理事会(FRB)は12月9日～10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、3.50%-3.75%とした(図表1参照)。

利下げを決定したものの、今回のFOMCでも意見対立が残り、3人が反対票を投じた。前回のFOMCで据え置きを支持し反対票を投じたカンザスシティ連銀のシュミッド総裁に加え、今回はシカゴ連銀のグールズビー総裁も据え置きを支持した。ミラン理事は3会合連続で0.5%の利下げを求めて反対票を投じた。

図表1:FOMC(25年12月)参加者による政策金利水準の見直し(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

### ■ 短期国債購入再開で流動性の改善は期待されるがテクニカルな側面が強い

今回のFOMCは「タカ派的(金融引き締めを选好)利下げ」になる、との事前予想が市場では多かったように思われる。しかし、声明文や会見など発表された内容は、思ったほどタカ派的ではなかったことから米国債市場では2年債などを中心に利回りが低下した。まず、発表内容の中でタカ派的でなかった点を確認する。

1点目はインフレ懸念が高まらなかったことだ。四半期に一度発表されるFOMC参加者の経済見直しによると(図表2参照)、個人消費支出(PCE)価格指数の25年と26年予想は小幅ながら下方修

図表2:FOMC参加者の経済見直し(中央値)

四半期、期間:2025年9月(前回)～2025年12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	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8
前回	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
失業率	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
前回	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE価格指数	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0
前回	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
コアPCE価格指	3.0	2.5	2.1	2.0	
前回	3.1	2.6	2.1	2.0	
FF金利	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
前回	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0

出所:FRB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。

正された。今回のFOMC前、シカゴ連銀のグールズビー総裁など複数の地区連銀総裁がインフレ再燃懸念を指摘した。しかしFOMC参加者全体のインフレ見通しを平均してみると懸念が高まったとは言い難く、この点でタカ派化は回避された。関税によるインフレ率の押し上げに対する懸念は多少後退した可能性もありそうだ。

次に、利上げ反対票が2票にとどまった点もタカ派化が抑えられたと見られよう。大幅利下げを主張するミラン理事は別として、据え置き支持は投票権を持つ地区連銀総裁の2票にとどまった。反対に、執行部(ここでは議長、副議長、理事の意味で用いている)は利下げ支持でまとまった。執行部の中にはウォラー理事のように12月FOMCでの利下げを事前に明確に指示していた人もいたが、一部執行部メンバーのスタンスは明確でなかった。例えば、バー理事などは利下げに慎重だった時期もあったが、最終的に利下げで賛同したようだ。

財務省短期国債の購入(いわゆる「ミニQE」)を12月12日から月額400億ドル規模で開始すると発表したことも市場の一部は好感したようだ。複数のFOMC参加者が準備金管理のためTビル購入の必要性を予告していたので、開始の発表自体に驚きはないが、QT(量的引き締め)終了直後に早くも手を打ってきた印象だ。

購入額について、パウエル議長は会見で当初のペースを4月ごろまで続け、その後は月間200億~250億ドル程度に減らす考えを示した。米短期金融市場では秋ごろから資金不足を示唆する様々なサインが示されていたことが、対応を急がせたのかもしれない。

ミニQEは、不安を抱える短期金融市場に流動性を供給することで、懸念を和らげる効果が期待される。しかし、ゼロ金利制約の下で、他に金融緩和の選択肢が乏しいことから、大量に長期国債を購入したQEと異なり、今回の短期国債の購入は準備預金残高を管理するためのテクニカルな対応の色合いが濃いと筆者は考えている。

## ■ インフレと労働市場の今後は不確実で、来年の見通しはたてにくい

ここまで、今回のFOMCの発表内容でタカ派的でない発表内容を振り返ったが、タカ派的な要因もいくつか見られた。

まず、政策金利の水準についてパウエル議長は妥当と思われる中立金利の上限に収まっていることを示唆した。加えて、「今後発表されるデータやリスクのバランスに基づいて追加の調整の規模と時期を検討する」と指摘した。この文言は利下げ休止を決めた24年12月のFOMCでの「政策金利の追加的な調整の程度と『タイミング』を検討する上で、今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極める」を思い起こさせるものだ。次回のFOMCは据え置きになる可能性もあるということだろう。

なお、パウエル議長は「誰も現時点で利上げをベースケースとして考えていないと、目先の利上げには否定的であった。図表2の経済見通しで経済成長率(GDP(国内総生産))は上方修正されているが、その一部は政府機関閉鎖の影響を反映させたとも述べており、利上げの材料とはなりにくい。やはり、据え置きか、追加利下げかの選択が当面のメインシナリオのようだ。

ただし、図表1のドットチャートを見ても明らかなように、26年からの政策金利の予想はばらつきが大きい。不確実性が高く、今後の金融政策の先行きが読みづらいことを示唆している。インフレ見通しは下方修正されたといっても小幅で、水準は27年でも2.1%と物価目標を上回っている。インフレは沈静化すると見てはいるが、政策金利をやや引き締めの水準にとどめる声が急激に弱まるとは考えにくい。一方で、パウエル議長は労働市場についても下振れリスクがあるとの見方を維持している。決め手がない状況は来年も続きそうだ。FOMCでは今年3回の利下げを決定された。来年は誰が議長かという不確実性はあるが、利下げペースは落ちると考えるのが自然と筆者は考えている。

## 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