

# 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  
ストラテジスト



## 3月のFOMC、年内3回利下げ見通しを何とか維持

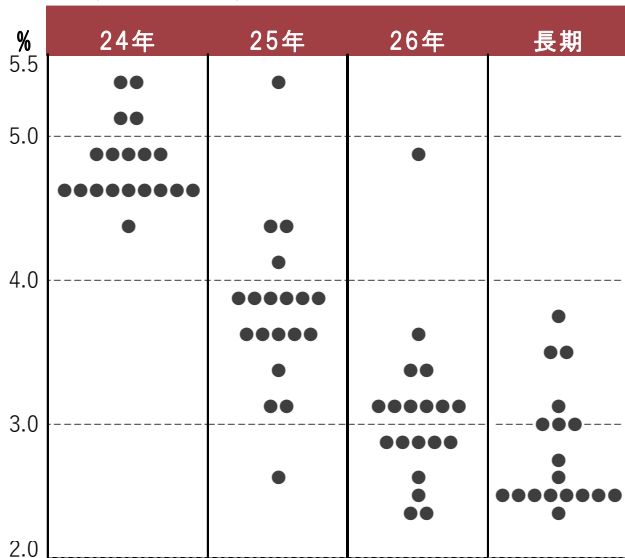
3月のFOMCでは24年の利下げ回数(1回の利下げ幅を0.25%と仮定)見通しが3回を維持するのかが注目され、結果、維持されました。また、FRBのパウエル議長の会見でのコメントも概ねハト派的でした。これを受け市場では米国債利回りが小幅ながら低下しました。しかし、利下げペースの見通しは従来に比べ緩やかとなるなど、インフレ鈍化が一筋縄ではないとの認識であることも明確に示されました。

### ■ ドットチャートでは24年の利下げ回数は3回となるとの見通しを維持した

米連邦準備制度理事会(FRB)は24年3月19-20日に米連邦公開市場委員会(FOMC)を開催し、市場予想通り、政策金利にあたるフェデラルファンド(FF)金利を据え置きました。

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)では24年利下げ見通しが3回で維持されました。市場の一部では今回のFOMCで年内の利下げが2回になるとの観測もありましたが、FOMCは3回を維持しました。

図表1:FOMC(24年3月)参加者による政策金利水準の見通し(ドットチャート)



出所:FRBのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ 今回のFOMCの発表内容は全般にハト派寄りと見られそう

今回のFOMCにおける一連の発表内容を受け、株式市場は上昇、米国債市場では政策金利の動向を反映しやすい中短期債を中心に利回りが小幅ながら低下しました。今回のFOMCはハト派(金融緩和を 선호)的との受け止めが株高・債券利回り低下の背景と見られます。

今回のFOMCを市場がハト派的と解釈した最大の理由は、ドットチャートで24年の利下げ見通しが3回で維持されたからと見られます。FOMC参加者19名の24年末の政策金利予想の中央値が約4.6%と、年内3回の利下げをかるうじて示唆していたことは図表1で確認されます。

市場の一部には年内の利下げが2回になるとの予想もありました。その背景となったのは最近の米国指標です。特に1月と2月の消費者物価指数(CPI)では、構成指数の一部が市場予想を上回るなど強い結果となりました。

しかし、FOMC後の記者会見でFRBのパウエル議長は最近のインフレ率の上昇は一時的な変動の可能性を示唆しています。

四半期毎に発表されるFOMC参加者の経済見通しでは(図表2参照)、物価動向についてFRBが重視する、変動の大きい項目を除いたコアPCE(個

**図表2：FOMC参加者の経済見通し（中央値）**

四半期、期間：2023年12月(前回)～2024年3月、経済指標は失業率を除き前年同期比、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 %	24年	25年	26年	長期
GDP成長率	2.1	2.0	2.0	1.8
前回	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	4.0	4.1	4.0	4.1
前回	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE価格指数	2.4	2.2	2.0	2.0
前回	2.4	2.1	2.0	2.0
コアPCE価格指数	2.6	2.2	2.0	
前回	2.4	2.2	2.0	
FF金利	4.6	3.9	3.1	2.6
前回	4.6	3.6	2.9	2.5

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

人消費支出)価格指数が24年は前回の2.4%上昇から2.6%上昇に上方修正されましたが、25年、26年は据え置かれました。FRBが早期の利下げを否定したことが正しかったことを示唆する一方で、中期的にはインフレ鈍化が2%に向かって続いていることも示されました。経済成長率見通しは上方修正され、失業率見通しが概ね下方修正された一方でインフレ鈍化を見込むことから、FRBがハードランディングを回避しながらの利下げに自信を深めつつあるように思われます。その中で、パウエル議長が利下げ開始時期について「年内のある時点」になる可能性が高いという従来の発言を繰り返したことも、ハト派寄りと見られます。

なお、3月のFOMCで議論を本格化させると予告していた量的引き締め(QT)のペースの緩和について、パウエル議長は具体的な内容については述べませんでした。しかし、「かなり早いうちにペースを緩めることが適切になる」とし、金融緩和的な効果となる「QT緩和」の方針が維持されていることも明らかにしています。

### ■ 利下げが開始後の追加利下げのペースは緩やかとなる可能性も

金利先物市場で市場が織り込むFF金利の引き下げ開始時期は、年内の利下げ回数見通しが引き

下げられるとの観測が台頭したことで、6月から後ずれしていましたが、しかし、今回のFOMCを受けて利下げ開始時期は6月が再び有力になったと市場は見ています。

ただし、追加利下げのペースは緩やかとなる可能には注意が必要です。図表2でFOMC参加者のFF金利見通しを見ると、25年末、26年末は前回から上方修正されています。来年以降の利下げペースはこれまでの想定より緩やかとなることが示唆されています。

パウエル議長の会見でも、インフレ動向について、「インフレ率は依然として高く、低下するかは不確実」であることや、「長期的なインフレ期待は依然として定まっていない」と述べています。仮に利下げを開始したとしても、インフレ低下を確認しながらの慎重かつ緩やかな利下げペースとなることが想定されます。

なお、景気をふかしも、冷ましもしない金利(中立金利)の代替と見られている長期のFF金利は、今回の見通しで2.6%と小幅ながら上方修正されました。目先の利下げ開始時期議論にはほぼ影響はないと思われますが、利下げ終了時の金利水準を押し上げる可能性もあり、今後も注意を払う必要はありそうです。

緩やかな追加利下げペース見通しと、年内3回の利下げ見通し維持の組み合わせには違和感も残ります。11月の米大統領選挙を前に、夏過ぎ以降の利下げ開始がやりにくくなるとの判断から、筆者の憶測にすぎませんが、その前に利下げを開始しておきたいという意向があったのかもしれませんが、すでに引き締め領域にある政策金利を、大統領選挙後まで維持するのは、さすがに長過ぎると思われるからです。

今回のFOMCがハト派的であったことの市場へのインパクトは比較的短いように思われます。

## 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 (2024年1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