

ハト派的となったFRBが利下げを検討： 一方、米国、経済成長率低下のリスクは継続



**Paresh
UPADHYAYA**
Director of Fixed Income
and Currency Strategy



**Jonathan
DUENSING**
Head of Fixed Income;
US Portfolio Manager

- **FRBの動き**:米連邦準備制度理事会(FRB)は3会合連続で、フェド・ファンド・レートを5.25~5.50%に据え置いた。パウエル議長は、金利がピークに達しているか、あるいはピークに近いと指摘し、予想以上にハト派的な基調を打ち出した。将来のフェド・ファンド・レートの更新予想にも、来年、25bpの追加的な利下げが含まれていた。また、経済予測サマリー(SEP)では、コア個人消費支出(PCE)インフレ見通しが顕著に下方修正された。
- **FOMC声明文**:米連邦公開市場委員会(FOMC)は、第3四半期に経済活動が減速、物価上昇抑制への取り組みに進展が見られたものの、インフレは依然として高水準にあることを認めた。しかし、FRBのフォワード・ガイダンスはSEPに沿うように微調整され、2024年に3回の25bp利下げの可能性が反映された。
- **市場の反応**:市場はFRBの金融政策決定にポジティブに反応し、国債と株式は急騰した。米国のイールド・カーブは金融緩和の見通しからスティープ化し、長期債よりも短期債の利回りが低下した。対照的に、米ドルは1%近く下落し、FRBの緩和サイクル開始に対して弱含みの展開となっている。
- **投資への示唆**:FRBは利下げを準備している可能性があるが、依然としてデータ次第である。FRBは「ソフトランディング」を望んでいるが、米国の成長にはまだリスクがある。アムンディは、潜在的なマクロ経済の不確実性と市場流動性の逼迫を勘案し、引き続き慎重なスタンスを継続、より長期の金利デュレーション、よりクオリティの高いクレジットとスプレッドが期待できるセクターへのエクスポージャーを選好する。

連邦準備制度理事会(FRB)による金融政策決定の概要

FRBは、指標となるオーバーナイトのフェド・ファンド・レートを3会合連続で5.25-5.50%に据え置いた。FOMCの声明文と記者会見は、アムンディや市場が予想していたよりもハト派的だった。これは、パウエル議長の「FRBは金利がこのサイクルのピークに達しているか、その近くにあると考えている」というコメントに象徴されている。

「FOMCの声明と記者会見は、アムンディや市場が予想していたよりもハト派的だった。」

さらに、今回の金融政策決定会合のハト派的なトーンに拍車をかけたのは、将来のフェド・ファンド・レート(「ドット」)の最新予測に、来年中の利上げを実施が削除され、その代わりに25bpの利下げが盛り込まれたことだ。これにより、予想中央値は2024年末までに3回の25bp利下げとなった。さらに、今回のSEPでは成長率と失業率への影響はほとんどなかったが、コアPCE予想が顕著に下方修正された。

FRBが予想以上にハト的な見解を示したため、国債と株式は急騰し、米ドルは弱含んだ。具体的には、米国債利回りは2年物、10年物、30年物でそれぞれ22bp、13bp、9bp低下し、米国債カーブはスティープ化した。米国の主要株価指数はいずれも約1.4%高で引けた。

金融政策決定の要点

- FRBはフェド・ファンド・レートを5.25-5.50%に据え置いた；
- 現在、フェド・ファンド・レートのドットの中央値予想では、2024年に3回の25bp利下げが見込まれている；
- SEP:2023年の国内総生産(GDP)を上方修正、2023年、2024年、2025年のコアPCEを下方修正；
- 記者会見:パウエル議長の全体的な基調はハト派的で、金利はピークか、それに近い水準にあり、インフレが引き続き緩やかになるにつれて金利引き下げが正当化される可能性があるとの認識を示した。

「四半期 SEP の発表が、午後の債券市場上昇の足がかりとなった。」

FOMC 声明: 若干の修正も、ピボットを示唆

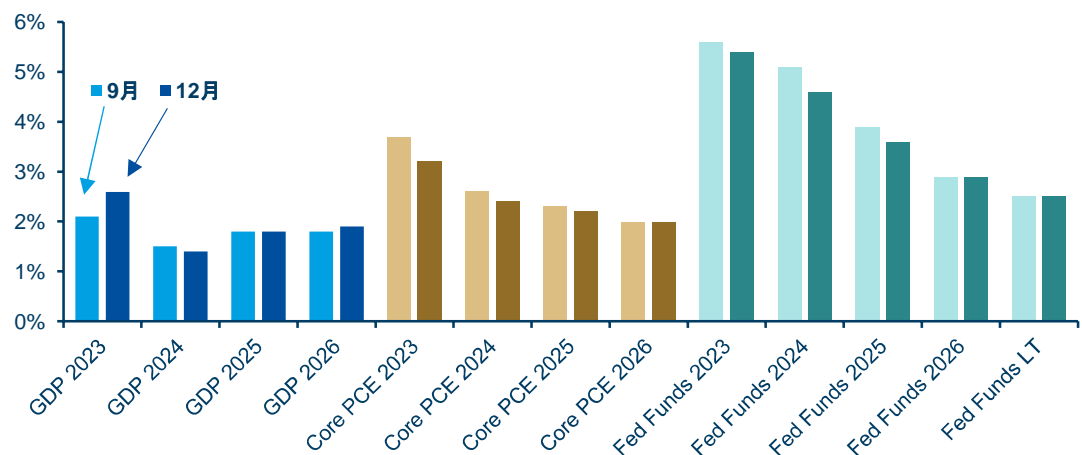
FOMC 声明文にはわずかな変更しかなかった。第一に、FRB の景気に対する見方は、11 月の声明から引き下げられ、経済活動が第 3 四半期の力強いペースから減速していることを確認した。第 2 に、FRB はインフレ率が過去 1 年間で低下はしたものの、依然として高水準にあることを認めた。最後に、フォワード・ガイダンスに「適切と思われる追加的な政策引き締め」に「必要であれば」が挿入され、SEP がもはや追加的な利上げを見込んでいないことを示唆するような、微細ではあるが重要な変更があった。声明文は、以前よりも、また予想よりも、徐々にハト派的な内容となり、その後の四半期 SEP の発表は午後の債券市場の上昇の足がかりとなった。

SEP とそれに付随する「ドット」は、もはやあと 1 回の 25bp 利上げの可能性をも示唆するものではなく、2024 年に 3 回の 25bp 利下げの可能性を示すものとなった。これは投資家にとってハト派的なサプライズだった。

フェド・ファンド・レートの「ドット・プロット」:

- 2024 年末: ドットの中央値は、25bp、3 回の利下げを意味する 5.1% から 4.6% に低下;
- 2025 年末: ドットの中央値は 3.875% から 3.625% に低下;
- 2026 年末: ドットの中央値は横ばいの 2.9%;
- 長期: ドットの中央値は横ばいの 2.50%。これは、FRB の長期インフレ目標 2% との比較において、一般に「中立金利」と呼ばれている。

FRB の経済予測(2023 年 9 月と 2023 年 12 月の比較)



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、米連邦準備制度理事会。データは 2023 年 12 月 13 日現在。

「インフレ率が FRB の長期目標である 2% に達しなくても、緩和を始めることができる。」

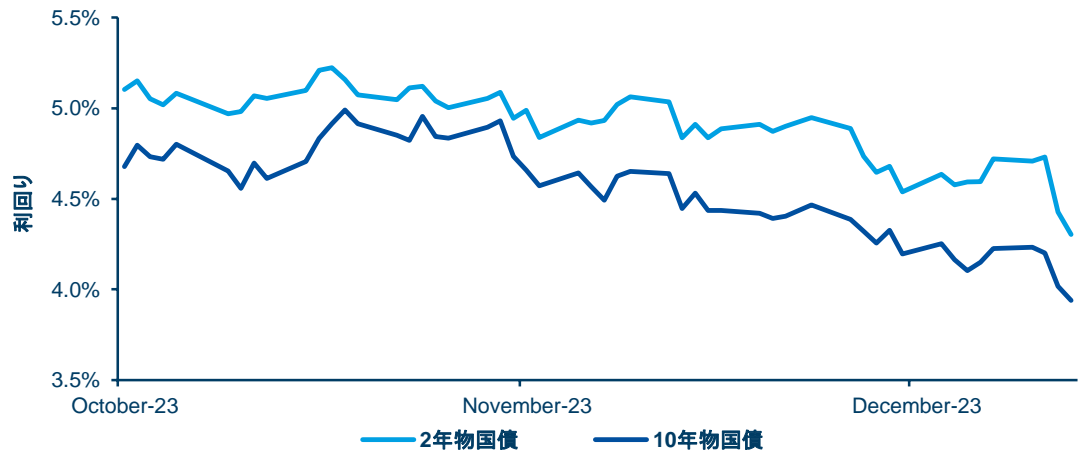
パウエル議長、記者会見でハト派的な発言

パウエル議長の記者会見には、やや勝ち誇ったようなトーンがあった。パウエル議長は、インフレへの取り組みが進展し、労働市場のバランスが改善するなど、両方の課題における改善が進展していることに言及した。また、パウエル議長は FRB の枠組みを説明するのに時間を割いた。引き締めサイクルが始まって以来、FRB は利上げのスピードと水準、そしていつ緩和するのが適切かを見極める必要があった。FRB は最初の課題を終え、今、現在の金利水準を評価しているが、何人かの FRB 理事は、現在がサイクルのピークにあると考えている。同時に、パウエル議長は、緩和姿勢への移行が FRB の次の課題であることも明らかにした。実際、FOMC では利下げのタイミングについて議論され、緩和開始のために、インフレ率が FRB の長期目標である 2% に達する必要はないとの指摘もあった。これまでの SEP 発表でも示唆されていたことではあるが、パウエル議長が将来の利下げのタイミングについて委員会が考えていることをメディアに言及したのは今回が初めてだった。全体として、2023 年のドット・プロットの中央値から利上げを除外し、2024 年と 2025 年に 25bp の利下げを追加することで、FRB は、より市場の期待に近づくこととなった。

ハト派的な FRB が金融市場に力強い上昇をもたらす

12 月の FOMC は、市場予想に反して明確にハト派的であったと理解できる。2 年物、10 年物、30 年物の利回りはそれぞれ 22bp、13bp、9bp 低下した。米ドルは 1.0% 近く下落し、ダウ・ジョーンズ、S&P500、ナスダックはそれぞれ約 1.4% 上昇した。

米国債利回りは、利下げを見込み、全期間を通じて低下



出典: 2023 年 12 月 14 日現在のブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュート作成。

投資家への示唆

「FRB が"ソフトランディング"を望んでいるにもかかわらず、成長が弱まるリスクは現在、市場が織り込んでいるほど低くはないとアムンディは考えている。」

FOMC の声明文、SEP のアップデート、パウエル議長の記者会見から、FRB は金融政策が十分に抑制的であると考えており、引き締めサイクルを終了する準備をしていることが明らかになった。しかし、FRB は依然としてデータ次第であり、インフレが予想以上に頑強であることが判明した場合、利下げを一時停止する可能性もある。同時に、インフレ対策がさらに進展すれば、利下げを早める可能性もある。FRB が「ソフトランディング」を望んでいるにもかかわらず、成長率低下のリスクは現在の市場が認識しているほど低くはないとアムンディは考えている。従って、アムンディは引き続き慎重であり、金利デュレーションを長めに設定し、クレジットとスプレッドのクオリティを高め、潜在的なマクロ経済の不確実性と市場流動性の逼迫に対応できるセクターへのエクスポージャーを選好する。米ドルは、FRB の緩和サイクル開始、巨額の双子の赤字、相対的に割高なバリュエーション、将来の成長鈍化の可能性等で、弱含みの動きが継続するであろう。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to understand better their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Institute



Definitions

- **Basis points (bp):** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%)
- **Credit Default Swap (CDS):** A credit default swap (CDS) is a financial swap agreement that the seller of the CDS will compensate the buyer in the event of a loan default or other credit event.
- **Term premium:** The term premium is the amount by which the yield on a long-term bond is greater than the yield on shorter-term bonds. This premium reflects the amount investors expect to be compensated for lending for longer periods. Because one collects coupons on a long-term bond for a longer period of time, its yield-to-maturity will be more. The amount of a term premium depends on the interest rates of the individual bonds.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **13 December 2023**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **15 December 2023**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO

Deputy Group Chief Investment Officer

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

3290430