



情報提供資料

TDAMフoward・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

2024年9月24日

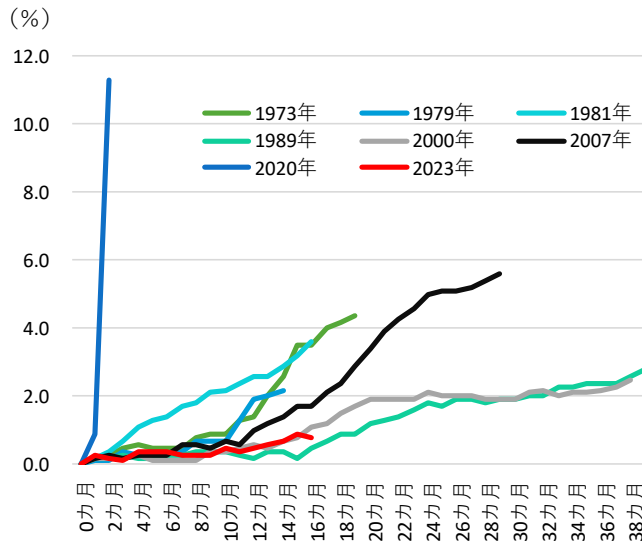
～日米の金融政策が決定されて・・・～

9月17日～18日に米国ではFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、9月19日～20日に日本では金融政策決定会合が開催された。FOMCでは0.5%の利下げが決定され、金融政策決定会合では据え置きが決定された。

前者については、ブラックアウト期間(金融政策の決定に関わるメンバーが対外的に情報発信を制限される期間)中に、FRB(連邦準備制度理事会)の動向に精通しているとされるウォール・ストリート・ジャーナル紙のニック・ティミラオス記者より、9月のFOMCでは利下げ幅を0.5%とするか、0.25%とするか、議論になりそうであるという趣旨の記事が発信されて、市場の注目を集める場面があった。それまでFF金利先物市場では、0.5%の利下げを予想する向きは少数派であったが、その記事を受けて多数派へと変化するなど、市場は変動した。

ちなみに、筆者は0.25%の利下げを予想していた。米国経済指標をみる限りは、米国経済は景気後退に陥りそうな兆候はみられていなかった。失業率については、上振れつつも過去の上昇局面と比べて明らかに緩やかなペースでの上昇にとどまっており、急速な利下げは不要とみていた(グラフ①)。

グラフ① 失業率の上昇局面比較



期間：1973年10月～2024年8月(月次データ)

注：グラフには失業率上昇局面のみを掲載しており、凡例で示している年は上昇局面の開始年を示している。0ヶ月は失業率上昇局面の開始月である。

(次頁に続く)

出所：グラフ①はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

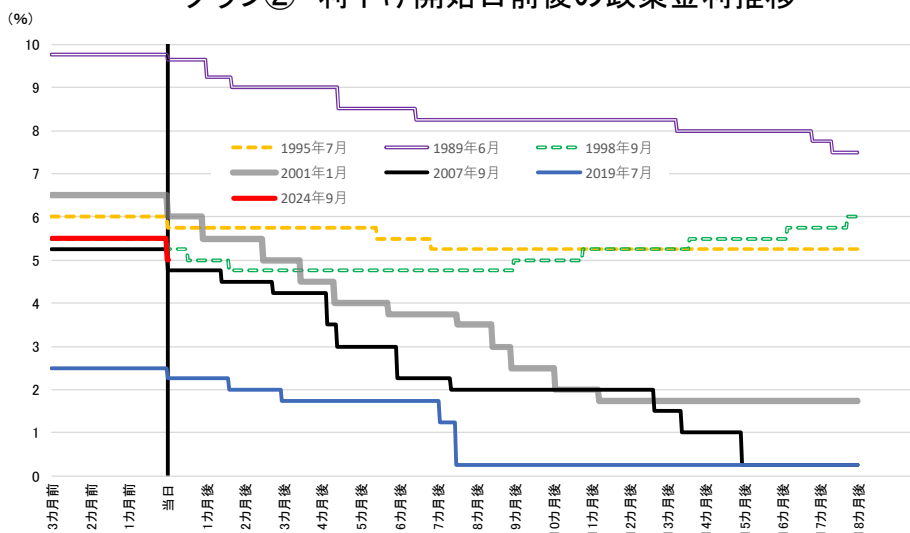


1989年以降の利下げ局面を観察すると、利下げ開始から6カ月以内に景気後退が訪れた局面では、初回の利下げ幅がいずれも0.5%であったが、6カ月以内に景気後退が訪れなかった局面では、いずれも0.25%以下の利下げ幅からスタートしていた(グラフ②)。また、利下げ開始から100日間ほどの程度利下げするか、初回の利下げも含めて観察してみると、6カ月以内に景気後退が訪れた局面では1%や1.5%の利下げ幅となったが、6カ月以内に景気後退が訪れなかった局面ではいずれも0.75%以下の利下げにとどまった。

このような状況を踏まえて、筆者は9月の利下げ幅は0.25%が妥当だろうと考えていたわけであるが、FRBは0.5%の利下げに踏み切った。もっとも、ドット・チャート(FOMC参加者の政策金利見通し)をみると必ずしもハト派的ではなかった。2024年内にあと0.5%の利下げをみる参加者が多いものの、0.25%の利下げを見込む参加者が7人もいたほか、2人の参加者は利下げを見込んでいない。一方で0.75%の利下げを見込む参加者は1人しかいなかった。今回の0.5%の利下げは特別なケースと捉えたほうが良さそうだ。現時点で、次回や12月のFOMCで0.5%の利下げを見込むことは時期尚早ではなかろうか。筆者は年内残り2回のFOMCで、0.25%ずつ利下げをすると予想する。

一方で、日銀の金融政策決定会合については、市場では据え置きが予想されていた。7月に利上げを行ったばかりであり、さらに利上げ後に、株式市場や為替相場が急変動したこともあり、日銀は今後の利上げに慎重になると予想されていたわけであるが、実際に今回は据え置きとなった。公表文も7月の「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」をほぼ踏襲する形であった。ただ、個人消費については、前回の展望レポートの「底堅く推移」から「緩やかな増加基調」に変更され、若干上方修正された。なお、先行きについては、今後の利下げ余地を高めるために、利上げの可能性は相応にあるとみている。筆者は、金融政策決定会合後の植田総裁の記者会見での発言から、次回の会合で利上げをする可能性はほぼないとみているが、年内には利上げを行うのではないかとみており、年末の政策金利は0.5%程度を予想する。

グラフ② 利下げ開始日前後の政策金利推移



期間：1989年3月5日～2024年9月19日(日次データ)

注：グラフには各利下げ局面のみを掲載しており、凡例で示している年月は利下げ開始年月を示している。

当日は利下げを決定したFOMC開催日を示している。

[\(次頁に続く\)](#)

出所：グラフ②はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

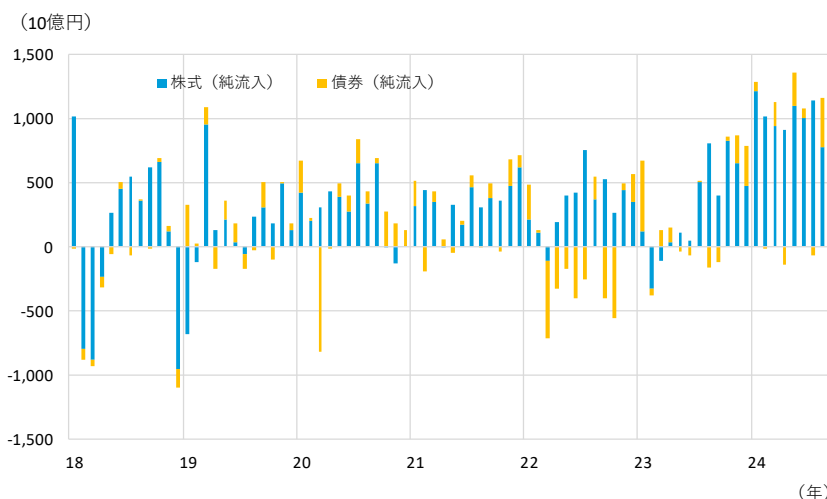
こうした状況を踏まえると、米国の利下げ局面と日本の利上げ局面、という構図は今後も続きそう
 で、日米金利差の観点から為替市場では相応の円高ドル安圧力が加わるとみている。もっとも、構
 造的な面からの円安圧力は、円高ドル安への動きを和らげると考えている。

構造的な円安圧力とは、一つは「デジタル赤字」の拡大である。つまり、ソフトウェア関連のサービ
 スや商品に関連する貿易赤字が拡大しつつあり、かつ、解消の見込みがない点である。こうしたデジ
 タル赤字が多く含まれているとされる「その他サービス収支」は2023年に約5兆9千億円もの赤字と
 なった。

また、もう一つは、新NISA制度の導入をきっかけに、対外証券投資が活発化している点である。新
 NISA制度が始まった2024年1月から直近8月までの対外証券投資の投資信託部門（株式と債券の両
 方を含めている）差引ベースを平均すると、月間1兆1千億円程で、足許でも堅調さは損なわれてい
 ない（グラフ③）。2022年と2023年の平均が毎月約2千6百億円であったことを踏まえると、新NISA制
 度の影響が如何に大きいかうかがえるだろう。このペースが続けば相応の円安圧力になることは
 言うまでもない。

このような観点を踏まえると、金融政策面からの円高圧力は相応にありつつも、円安圧力も相応
 にあり、円高進行のペースは緩やかなものになるとみている。また、日本株市場にとっては、円高進
 行が株価に悪影響を及ぼすという見方があるが、円高進行がそれほどのペースではないとすれば、
 多少は見直す余地もあると言えるのではなかろうか。よって、日本株が先行き下落していく可能性は
 そこまで大きくはないとみている。

グラフ③ 対外証券投資における投資信託部門の動向



期間：2018年1月～2024年8月（月次データ）

出所：グラフ③はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。