

2022年11月17日

インフレへの警戒はまだ怠れず

レポート要旨

米国CPI統計の下振れでグローバル市場に明るさが広がった

先週に公表された米国の10月分コアCPI（食品・エネルギーを除く消費者物価指数）上昇率は前月比で0.3%と、市場予想（ブルームバーグ調べ）の0.5%を大きく下回りました。多くの投資家が待ちに待ったインフレ率の低下は、グローバル金融市場に力強い前向きの動きをもたらしました。

グローバル金融市場の転換点はまだ到来していない

もっとも、コアCPIの前月上昇率が11月以降に再び0.3%を大きく上回る可能性は低くありません。パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は以前から、単月の指標だけで政策の方向性を変えることはないと言及しています。また、資産価格の上昇が今後も続けば、それ自体がインフレ圧力を招来（しょうらい）する可能性があり、既にFRB高官からはけん制発言が出ています。私は、FRBのハト派化期待がグローバル金融市場において本格的に強まる転換点の到来はまだ先であり、短期的にはFRBがさらにタカ派化するリスクをみておく必要があると思います。インフレ率が落ち着くことでFRBがハト派化し、利下げが本格的に視野に入るのは2023年の前半のどこかになる公算が大きいと考えられます。

米国のインフレリスクとして、サービス業における労働市場のタイト化に注意

米国のインフレリスクに引き続き留意する必要があるのは、米国の労働市場が依然として非常にタイトなままであるためです。特に、サービス分野のインフレが今後一時的に高まり、FRBによる金融政策の転換点が再び遠のくリスクがあることには要注意です。



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

米国CPI統計の下振れでグローバル市場に明るさが広がった

先週に公表された米国の10月分コアCPI（食品・エネルギーを除く消費者物価指数）上昇率は前月比で0.3%と、市場予想（ブルームバーグ調べ）の0.5%を大きく下回りました。多くの投資家が待ちに待ったインフレ率の低下は、グローバル金融市場に力強い前向きの動きをもたらしました。発表後2日間（11月10～11日）におけるS&P500種指数の上昇率は6.5%、NASDAQ総合指数の上昇率は9.4%に達しました。NASDAQ総合指数の上昇率が高かったのは、CPI統計公表後の2日間で米国の10年国債利回りが4.09%から3.81%へと大きく低下したことにもよります。長期金利の上昇で痛手を被ってきたグロース株が、長期金利の低下の恩恵を受けるのは当然のことでした。

米国金融市場で前向きの動きが目立ったのは、米国のインフレ指標の上振れが、過去数カ月間におけるFRB（米連邦準備理事会）のタカ派的な姿勢の強化をもたらす中、今回のインフレ指標の下振れによってFRBの姿勢がハト派化するという期待を生んだためです。8月、9月には共に0.6%と上振れていたコアCPIの前月比上昇率が10月に大きく減速したことで、金利先物市場で織り込まれる2023年前半の政策金利引き上げ幅は、CPI統計公表前の70bp（ベーシスポイント、=0.70%）程度から50bp台前半へと低下しました。また、市場が織り込む2023年後半の政策金利の引き下げ幅も拡大しました（図表1）。

前向きの動きは米国以外にも波及しました。世界の主要国・地域における株価指数は、米CPI統計公表後に上昇しました。また、FRBの政策がハト派化するという期待は、米国の長期金利の低下もあって、米国の他国・地域の金利差の縮小期待をもたらした。過去数カ月間進行してきたドル高の動きが反転しました。通貨高の動きが特に目立ったのが日本円であり、これまでの相場の動きが逆転したことを強く印象付けるものとなりました（図表2）。

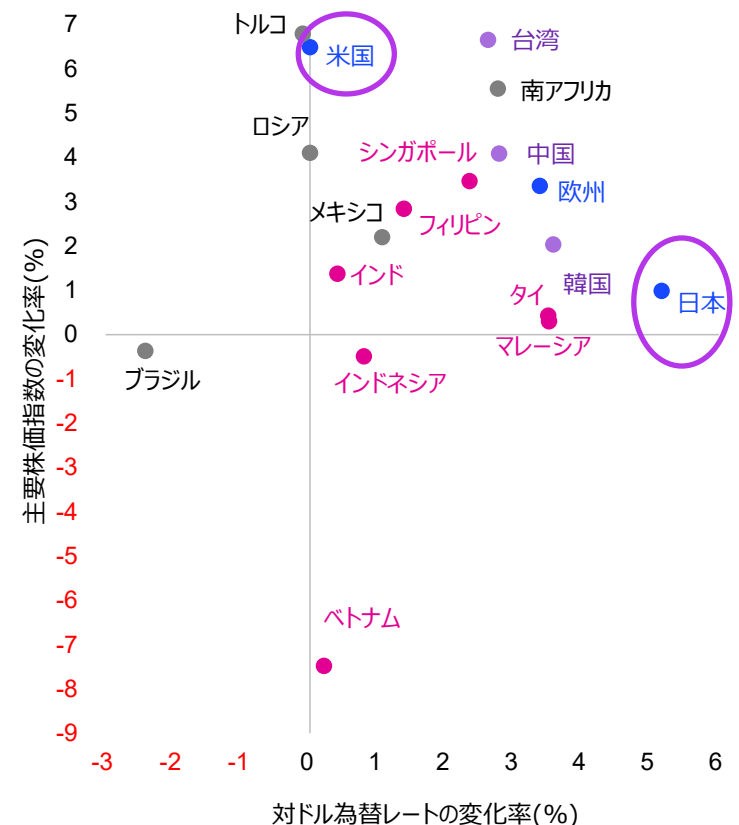
（図表1）米国金利先物市場が織り込むFFレートの引き上げ幅



（注）直近は2022年11月15日。

（出所）ブルームバーグよりインベスコ作成

（図表2）主要国・地域：10月分の米CPI統計公表後の株価・通貨の騰落率—2022年11月9日から11月15日にかけての騰落率



（注）主要株価指数は、中国はCSI300、インドはセンセックス、韓国はKOSPI、台湾は加権、シンガポールはSTI、マレーシアはKLIC、タイはSET、インドネシアはジャカルタ総合、フィリピンはPCOMP、ベトナムはVN/ハノイ証取、米国はS&P500、欧州はストックス600、日本はTOPIX。

（出所）ブルームバーグよりインベスコ作成

グローバル金融市場の転換点はまだ到来していない

株価・債券価格が共に上昇する動きは今週に入ってから是一段落しています。これは、10月分CPI統計による影響が既に織り込まれ、このCPI統計だけではFRBのハト派化がもたらされないという点がグローバル金融市場で改めて思い出されたことによるものと考えられます。パウエルFRB議長は過去の記者会見において、「単月のインフレ統計だけではFRBの判断を変えることにならない」という趣旨の発言を繰り返していました。実際、2022年7月にコアCPI上昇率は前月比で0.3%へと低下したものの、翌月、翌々月には再び上振れたことは記憶に新しいところです。

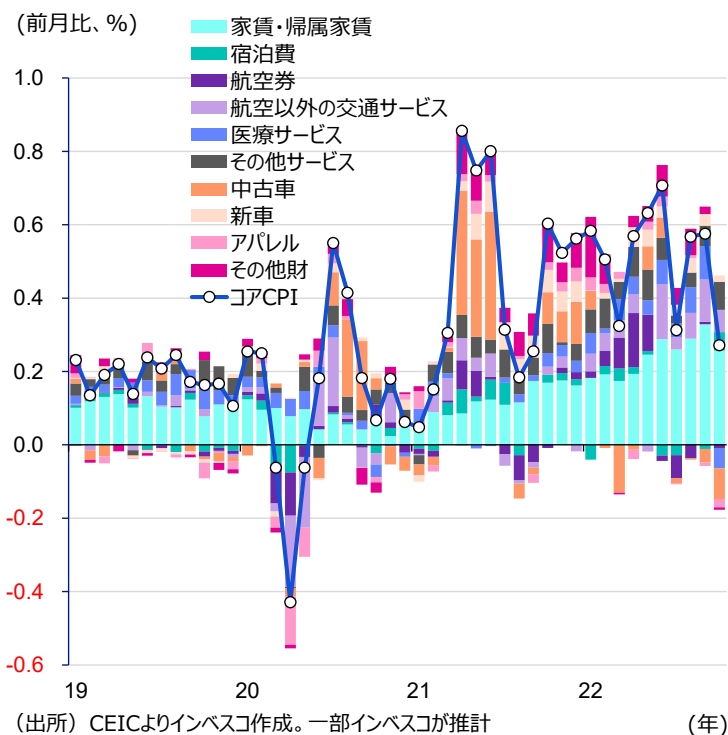
10月分の前月比コアCPI上昇率を詳しく見ると、家賃・帰属家賃の寄与度が前月に続いて0.3%ポイントと大きかったのがわかります（図表3）。家賃・帰属家賃部分の価格上昇率は6つの地区の統計を毎月順番に計上するという形で算出されることから、実際には既に減速を始めたと思われる家賃の動きが統計に反映されるにはある程度の時間がかかります。このため、年末くらいまでは現在の比較的高い伸びが継続する公算が大きいと考えられます。一方、医療サービスの10月における価格下落は保険料の改訂に伴う一時的なものであり、医療サービス分野での人手不足の現状を踏まえると、11月以降は再び増加に転じるとみられます。また、10月は中古車の価格が下落しましたが、これが11月以降も続くとは限りません。これらを総合すると、コアCPIの前月比上昇率が11月以降に再び0.3%を大きく上回る可能性は低くありません。

さらに、CPI統計公表後の長期金利の低下・株価の上昇によって金融環境が緩和されたことで、それによるインフレ上昇圧力を懸念するFRB高官から金融市場の動きをけん制するような発言も出てきました。FRBのウォラー理事が11月14日に、「利上げを停止するまでにはまだ道りは長い」と発言したのは、金融市場における行き過ぎた期待に対するけん制発言とみることができるとでしょう。

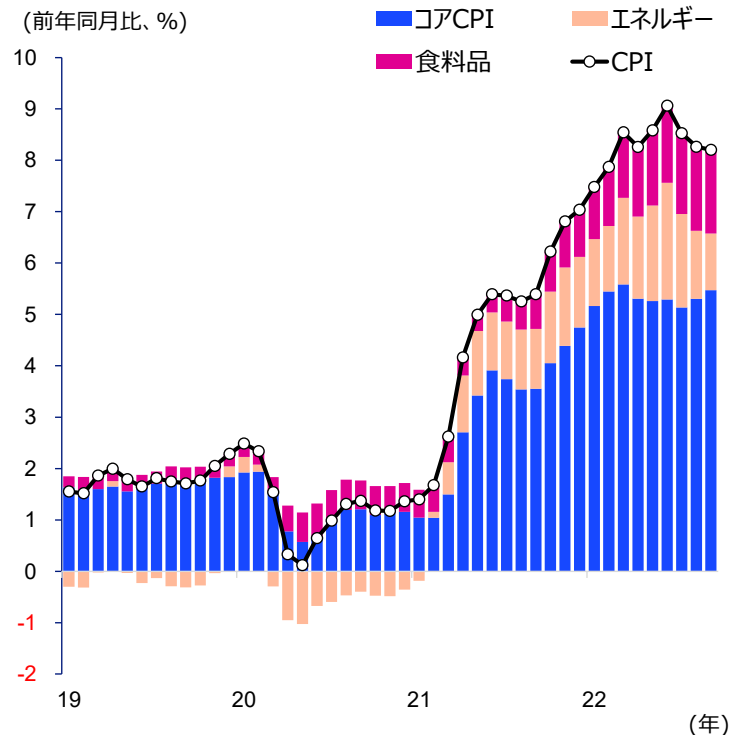
以上をふまえて、私は、FRBのハト派化期待がグローバル金融市場において本格的に強まる転換点の到来はまだ先であり、短期的にはFRBがさらにタカ派化するリスクをみておく必要があると思います（図表4）。インフレ率が落ち着くことでFRBがハト派化し、利下げが本格的に視野に入るのは2023年の前半のどこかになる公算が大きいと考えられます。

（図表3）米国：CPI（消費者物価指数）の動き

—コアCPIの前月比上昇率—



—ヘッドラインCPIの前年同月比上昇率—



米国のインフレリスクとして、サービス業における労働市場のタイト化に注意

米国のインフレリスクに引き続き留意する必要があるのは、米国の労働市場が依然として非常にタイトなままであるためです。9月における米国非農業部門の求人数は1,072万人と、3月のピーク時の求人数（1,186万人）に比べるとやや減少しましたが、なお非常に高水準です。10月における失業者数が606万人であったことを踏まえると、今後景気が大きく減速しても、人手不足による短期的な賃金上昇率の上振れが回避できるかどうかは微妙です。平均時給上昇率は全業種の平均でみた前年同月比では9月、10月と2か月連続で低下してきましたが、平均時給を前月比で見ると、直近の10月に上振れており、レジャー・娯楽業や専門・ビジネスサービス業、卸売業などでは比較的高い伸びを記録しました（図表5）。

一方、米国の10月分における最終需要向けPPI（生産者物価指数）の前月比上昇率は10月に0.0%を記録し、事前の市場予想（ブルームバーグ調べ）の0.3%を下回りました。サービス分野の最終需要向けPPIが前月比で-0.1%となったことが、このPPIの落ち着きに寄与しました。しかし、中間需要向けのサービス分野PPIの伸びが、10月は4つの段階のいずれにおいても前月比でプラスであったことは、サービス分野のインフレ率が落ち着いてきたわけではないことを示唆しています（図表6）。

今後予想される景気の悪化とともにこれらのサービス分野における労働市場のタイトさは和らいでいくと見込まれるものの、以上のポイントを踏まえると、サービス分野のインフレが今後一時的に高まり、FRBによる金融政策の転換点が再び遠のくリスクがあることには要注意です。

（図表4）グローバル金融市場の展望

短期的な市場環境

株価・債券価格のダウンサイドリスクが強く意識されやすい

注目点

①インフレの上振れ

米国のインフレは景気減速下でもFRBが容認できない水準で推移すると見込まれる

②金利上昇による悪影響

今後、利上げ期待の上方修正と長期金利の上昇によって、景気見通しが下方修正される公算

③企業業績の下方修正

①グローバル景気の実際の減速や②景気見通しの下方修正によって企業業績見通しがさらに下方修正される

2023年の市場環境

①FRBのハト派化期待、②景気の底打ち期待一が2023年のどこかで高まり、金融市場が安定に向かう公算

注目点

①FRBによる金融引き締め姿勢の転換が視野に

前月比でみた米国のコアPCEデフレーター上昇率が落ち着いてくるのに合わせて、FRBが金融引き締め政策を転換するとの期待が高まり、株価・債券価格をサポート

②景気の回復も視野に

インフレが緩やかに落ちつき、FRBのハト派化が視野に入るタイミングにおいて、2024年以降の景気回復期待が上昇

（出所）インベスコ作成

(図表5) 米国：平均時給の上昇率

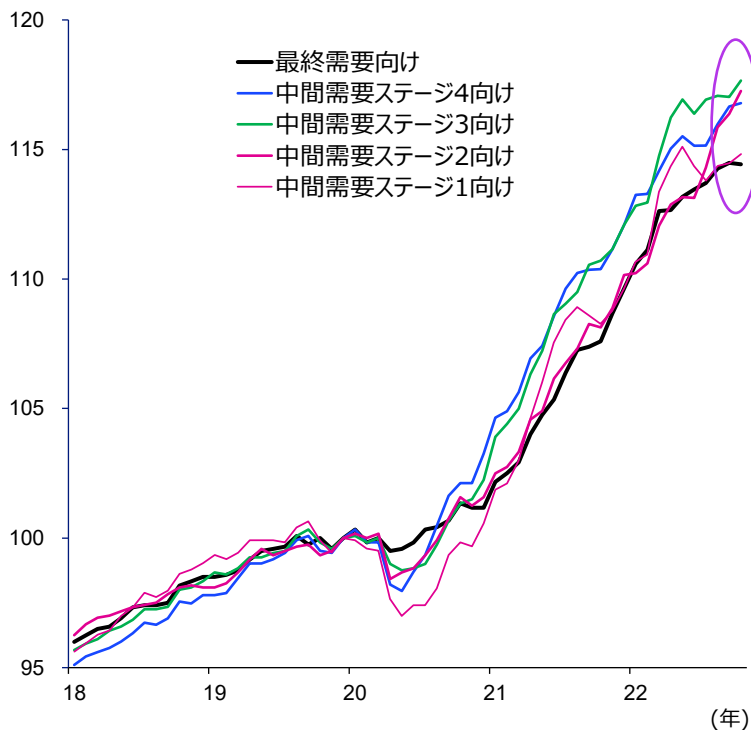
業種	前年同月比、%						前月比、%		
	19年 12月	20年 12月	21年 12月	22年 8月	22年 9月	22年 10月	22年 8月	22年 9月	22年 10月
製造	3.1	3.0	4.6	4.0	3.7	3.6	0.2	0.3	0.3
建設	2.3	2.8	4.9	5.5	5.6	5.6	0.4	0.5	0.6
卸売	2.1	3.8	4.7	4.0	3.8	4.0	0.1	0.2	0.7
小売	4.2	6.7	5.3	4.7	4.2	4.2	0.1	0.2	0.3
運輸・倉庫	1.7	3.9	5.9	6.1	6.4	6.3	0.5	0.6	0.2
電力・ガス	1.4	4.5	4.2	4.9	5.7	6.3	-0.4	1.3	0.6
情報業	2.7	3.8	1.5	6.7	7.6	6.4	2.0	0.8	-0.4
金融	3.3	7.0	4.0	4.3	4.4	3.8	0.3	0.6	0.1
専門サービス・ ビジネスサービス	3.6	3.7	6.1	5.5	5.3	5.0	0.2	0.2	0.5
教育・ヘルスケア	1.9	5.4	5.8	5.7	4.7	4.4	0.2	0.1	0.3
レジャー・娯楽	3.2	1.9	13.3	8.4	8.0	6.5	0.4	0.2	0.5
その他サービス	2.8	5.9	4.9	2.5	2.9	2.7	0.2	0.7	0.5
サービス部門平均	2.9	6.2	4.9	5.4	5.1	4.8	0.3	0.3	0.4
全体の平均	2.9	5.5	4.9	5.2	5.0	4.7	0.3	0.3	0.4

(出所) CEICよりインベスコ作成

(図表6) 米国：PPI（生産者物価指数）の推移

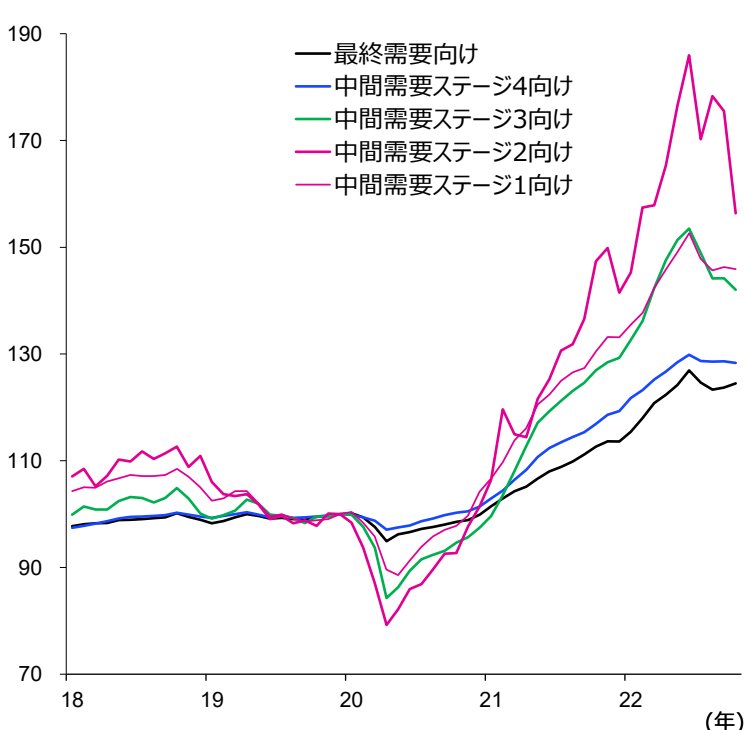
—サービス分野—

(2019年末 = 100)



—財分野—

(2019年末 = 100)



(注) 計数は米労働統計局による季節調整済み。中間需要ステージ別の生産者物価 (PPI) は米労働統計局が算出したもので、ステージ4が最も最終需要に近いステージを表す。なお、2020年12月時点では、サービス部分のウェイトがPPIの66.2%、財が32.1%、建設が1.7%を、それぞれ占めた。

(出所) 米労働統計局およびCEICよりインベスコ作成

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
11月10日	米国中間選挙が金融市場に及ぼすインパクト
11月4日	パウエル議長は新しい形でタカ派姿勢を強調
10月27日	中国：経済政策の不透明感について
10月20日	3つの減速圧力に直面する中国経済
10月13日	ASEAN・インド市場になお注目
10月6日	世界的株安局面で抵抗力をみせる日本株
9月29日	世界同時株・債券安の実相
9月22日	FOMC 9月会合と今後の注目ポイント
9月8日	ECBのタカ派化も米長期金利を押し上げ
9月1日	ジャクソンホール会議を受けた金融市場のポイント
8月25日	グローバルな生産停滞・在庫調整リスクが高まる
8月18日	年内のグローバル株式市場を見通す
8月10日	1970年代型スタグフレーションは起きるか？
8月4日	グローバル消費の減速とその意味合い
7月28日	7月FOMCの評価と金融市場の行方
7月14日	米国：長期金利の低下は続くか？

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306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

MC2022-170