

2023年11月9日

グローバル金融市場の地合いが変化？

レポート要旨

雇用統計とISMサービス業指数が米景気の減速を示す


グローバル株式市場では、先週開催されたFOMCが「ハト派的な」利上げの休止を決めた後、雇用統計とISMサービス業指数が市場予想を下回って弱かったことで、株価・債券価格が有意に上昇しました。

米国の実質総賃金の伸びが足元で鈍化した公算

これまでの米国の民間消費の強さは、実質総賃金の伸びによってけん引されてきましたが、10月は雇用統計が弱めの内容になったことで、この伸び率が鈍化した可能性が出てきました。

短期的には長期金利低下・株価回復の可能性

今後、民間消費や設備投資の減速による需要の鈍化がインフレ率の緩やかな低下をもたらすことで、金融市場ではFRB政策のハト派化が織り込まれ始め、それが米長期金利の低下につながっていくとみられます。グローバル株式市場では、短期的には、業績悪化による株価押し下げの圧力を、FRBのハト派化への期待感による株価押し上げ圧力が上回る形で株価が上昇する可能性が高まっています。その際には、グロース株が先導する形になると見込まれます。



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

雇用統計とISMサービス業指数が米景気の減速を示す

グローバル株式市場では、先週開催されたFOMCが「ハト派的な」利上げの休止を決めた（当レポートの先週号「11月FOMC = 「ハト派的な」利上げ休止」をご覧ください）後、雇用統計とISMサービス業指数が市場予想を下回って弱かったことで、株価・債券価格が有意に上昇しました。米国株式市場では、S&P500種指数とNASDAQ総合指数のFOMC前日（10月31日）から直近（11月7日）までの上昇率は、それぞれ、4.4%、6.1%に達しました。11月1日におけるFOMC後のパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長の発言がこれまでよりもややハト派的であり、今後の景気減速を示唆するものになったことが、FRBのタカ派的な金融政策に対する警戒感を緩めることになりました。

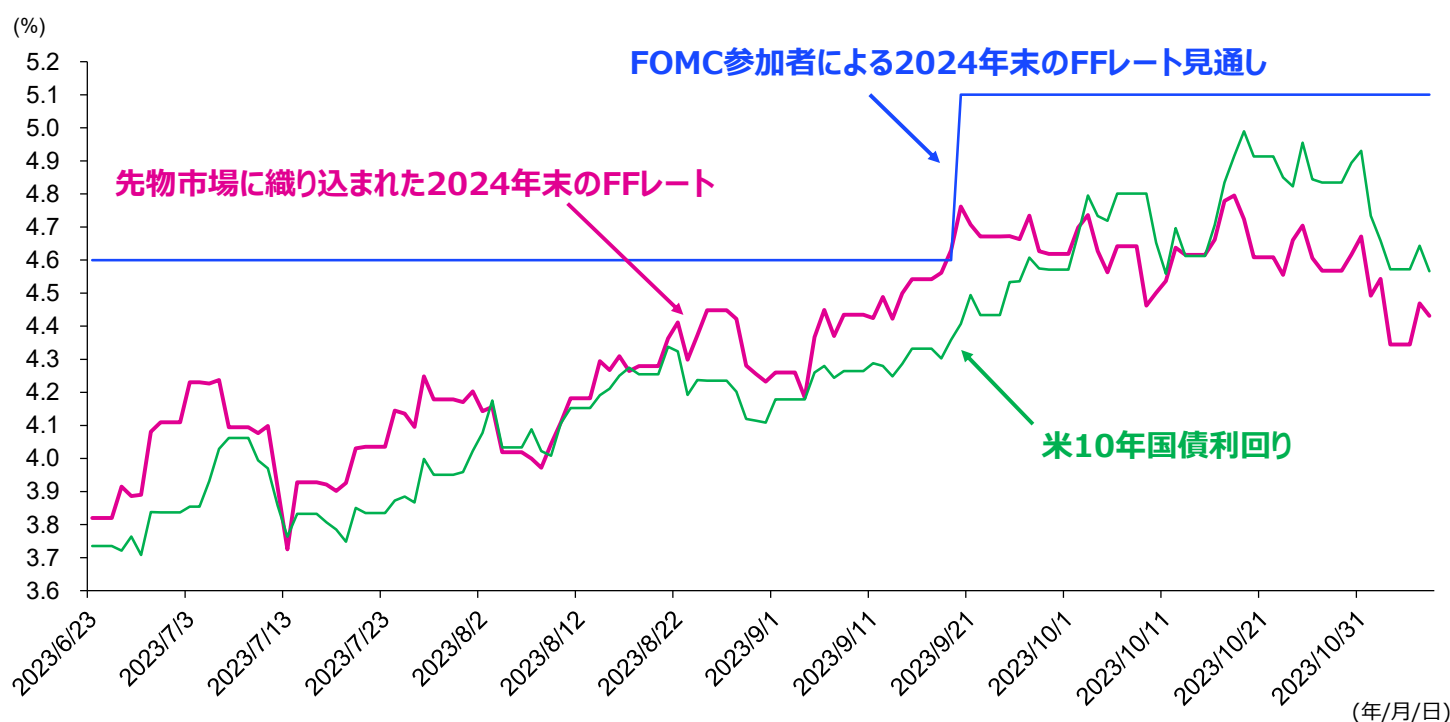
具体的には、11月3日に公表された10月分の米雇用統計では、今後のインフレの動きを見通す上で注目されていた賃金上昇率が前月比で0.2%と市場予想を下回ったうえ、非農業部門の雇用者増加数も市場予想を下回る15万人にとどまり、景気の減速と今後のインフレの鈍化を強く印象付ける内容となりました。また、同日発表された10月分米ISMサービス業景況指数も市場の事前予想よりも低い51.8ポイントを記録し、9月の53.6ポイントから低下しました。

これらの重要統計が米国景気の減速を示唆する内容となったことで、米国金融先物市場が織り込む2024年末時点のFFレートは10月31日の4.67%から、直近（11月7日）には4.43%にまで低下しました。一方、10年米国債利回りは4.93%（10月31日時点）から4.57%（11月7日）へと低下しました（図表1）。長期金利がこうして低下したことが、株式市場において特にグロース株のパフォーマンスにプラスに寄与することになりました。

米国の実質総賃金の伸びが足元で鈍化した公算

これまでの米国の民間消費の強さは、実質総賃金の伸びによってけん引されてきましたが（この点については当レポート先週号で触れたように、パウエルFRB議長も指摘しています）、10月は雇用統計が弱めの内容になったことで、この伸び率が鈍化した可能性が出てきました。

（図表1）米国：10年国債利回りと金利先物市場に織り込まれる2024年末FFレート



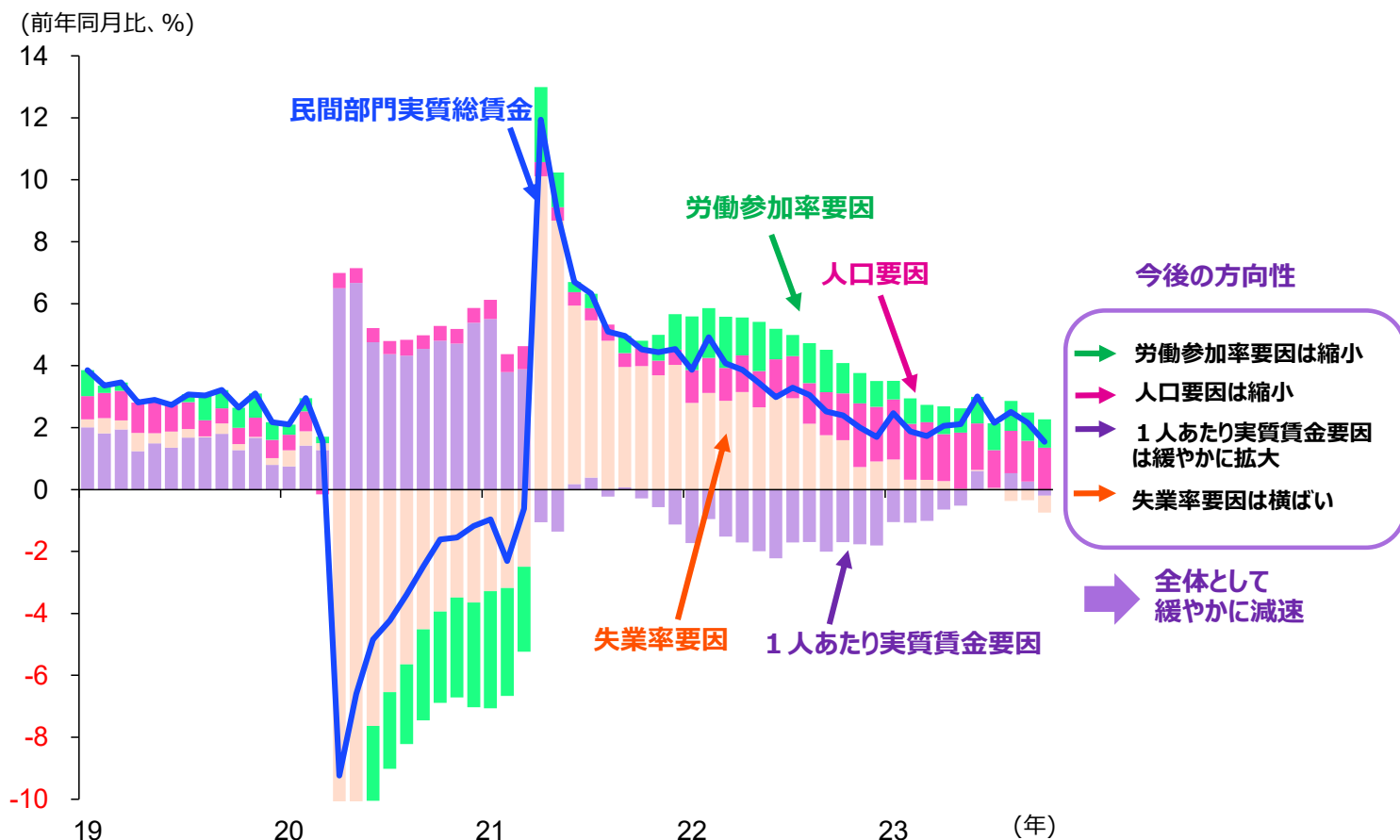
（出所）CEICよりインベスコ作成

インフレ率（PCEデフレーター）の伸び率が未公表であることから、現時点では2023年10月分の伸び率を計算することはできませんが、仮にPCEデフレーターの前年同月比での上昇率を、前月（9月）と同様の3.4%とすると、10月の実質総賃金の前年同月比での伸び率は1.5%と、9月の2.1%からかなり減速したことになります（図表2）。この減速をもたらしたのは、名目賃金上昇率の伸びの鈍化と失業率の上昇でした。個人ローンの金利が直近で大きく上昇し、かつ、金融機関の貸出態度が徐々に厳格化の度合いを強めているとみられることを踏まえると、マクロ所得の減速の中、10月は民間消費の伸びが鈍化した可能性が高いと考えられます。

短期的には長期金利低下・株価回復の可能性

今後は、米国景気の強さにさらに陰りがみられる状況となり、それがグローバル金融市場における地合いを変化させていくと予想されます。実質総賃金の増加ペースは、ある程度の振れを伴いながらも、さらに鈍化する公算が大きいとみられます。振り返ってみると、夏場以降は、FRBの高金利政策が長期化すると懸念が強まり、長期金利の上昇基調が継続してきたことで、債券投資家は「債券価格は下げ止まらないのでは」という恐怖感を抱き、それが長期金利の上昇をもたらすという展開が続いてきました。今後、民間消費や設備投資の減速による需要の鈍化がインフレ率の緩やかな低下をもたらすことで、FRB政策のハト派化が織り込まれ始めるとみられます。それが債券投資家の間での「恐怖感」を薄れさせ、米長期金利の低下につながっていくとみられます。

（図表2）米国：民間部門における実質総賃金の伸び率



（注）見やすさのため、縦軸を限定している。2023年10月については、前年同月比でのインフレ率（PCEデフレーター上昇率）が、2023年9月と同じ3.4%であると仮定して算出。

（出所）CEICよりインベスコ作成。一部はインベスコが推計

景気が悪化する可能性が高まることは、それ自体としては、株価押し下げ要因となります。しかし、米国株式市場では、景気減速によるある程度の業績悪化は、既に現在の株価に織り込まれているとみられます。短期的には、業績悪化による株価押し下げの圧力を、FRBのハト派化への期待感による株価押し上げ圧力が上回る形で、株価が上昇する可能性が高まっています。

一方、米国景気が実際に悪化する中では、景気敏感株には関心が集まりにくくなることから、今後の短期的な株価上昇を先導するのは、グロース株になる可能性が高いと考えられます。景気悪化の中でも、事業活動において何らかの強みを有する企業は、足元での利益の好調さや将来の成長性に対する期待が高まることが多く、そうした銘柄を選別して投資することがこれまで以上に重要になると見込まれます。

「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2日	11月FOMC＝「ハト派的な」利上げ休止
10月31日	（フラッシュ・レポート）日銀：YCC再柔軟化の背景を探る
10月26日	米国：消費者信用が足元で減少に転じた
10月19日	7-9月期に持ち直した中国経済は今後再減速へ
10月12日	日本：日銀による金融引締めをの時期を展望
10月5日	米国景気の強さの背景を考える（2）
9月28日	中国の成長率が下方屈折する可能性を探る
9月21日	高金利政策継続の方向性を打ち出した9月FOMC
9月14日	米国景気の強さの背景を考える
8月31日	インフレ警戒色をにじませたジャクソンホール会議
8月24日	ボトム圏のグローバル生産。いつ、どこから回復？
8月17日	中国向け直接投資急減のインパクト
8月10日	米10年金利4%超えの背景と見通し
8月3日	主要3中銀の会合を受けた金融市場のポイント
7月28日	（フラッシュ・レポート）日銀のYCC柔軟化と今後の見通し

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

MC2023-178