

2023年11月16日

---

## リスクオンの下で「巻き戻し」が続く

---

### レポート要旨

#### 10月分の米CPI統計が市場に安心感をもたらす

当レポート先週号で想定した通り、ここ数日間のグローバル金融市場は、債券価格・株価が共に上昇する「リスクオン」の相場展開となってきました。米国のCPI統計が落ち着きをみせたことが、11月初め以降の相場の流れを強めたと考えられます。

#### 年央以降の相場の「巻き戻し」が急速に進行

グローバルに株価と対ドルでの通貨の騰落率をみると、年央以降の株価・通貨の下落率が大きければ大きいほど、11月初め以降の株価・通貨の上昇率が大きくなるという、まさに「巻き戻し」局面に入ったと言えます（3ページの図表2をご覧ください。例外は日本と中国でした）。

#### ただし、「巻き戻し」局面はそのうち終了へ

11月月初からの相場の「巻き戻し」局面は、短期的には継続する可能性が高いものの、そのうち終了すると予想されます。グローバル株価がFRBのハト派化という好材料をある程度織り込むタイミングで「巻き戻し」局面は終了し、景気減速に伴う企業業績への悪影響がより強く意識される形でグローバル株価が横ばい圏に入ると予想されます。



**木下 智夫**  
グローバル・マーケット・  
ストラテジスト

## 10月分の米CPI統計が市場に安心感をもたらす

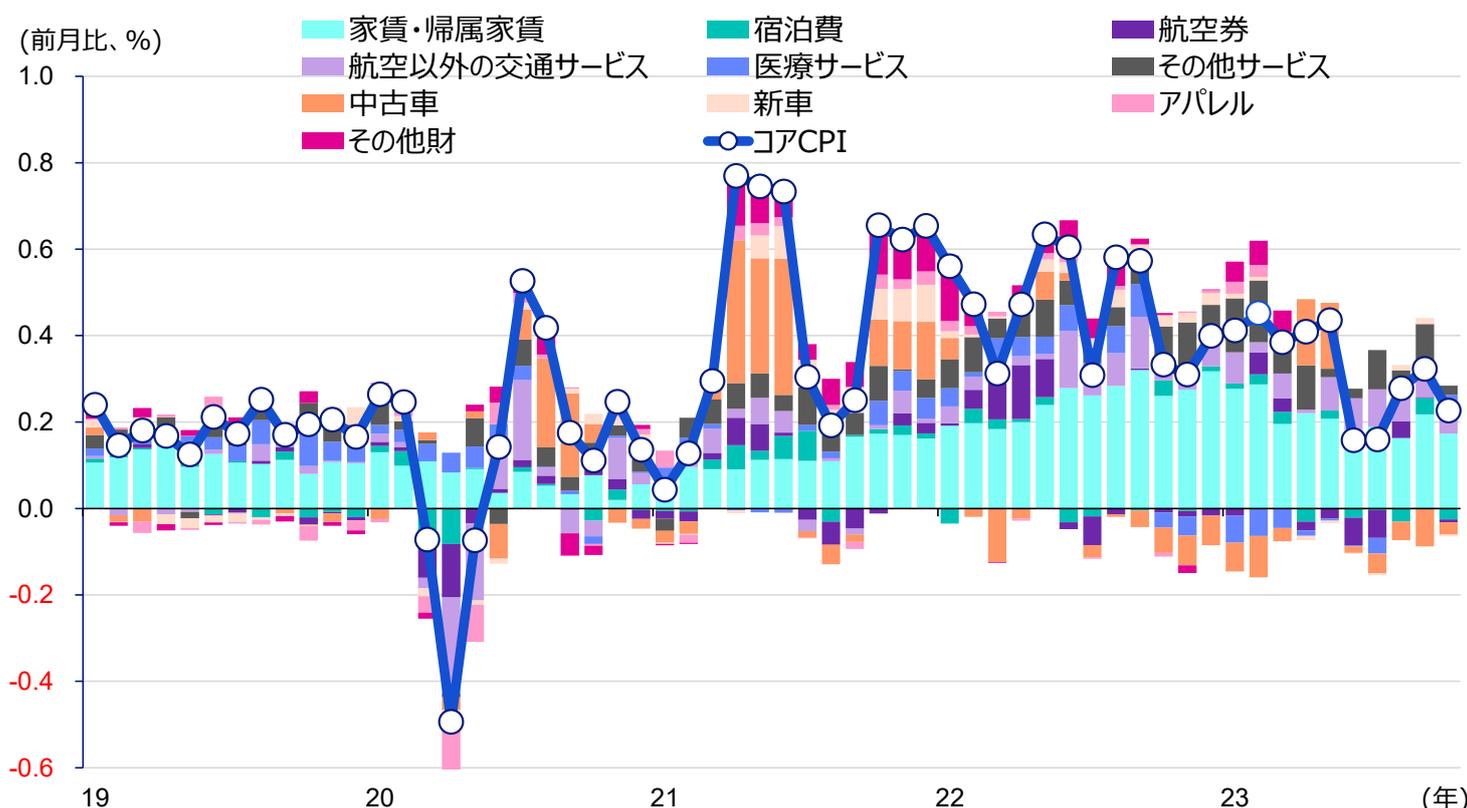
ここ数日間のグローバル金融市場は、債券価格・株価が共に上昇する「リスクオン」の相場展開となってきました。当レポート先週号（「グローバル金融市場の地合いが変化？」（11月9日発行））では、今後の短期的な金融市場の動きとして、業績悪化による株価押し下げの圧力を、FRBのハト派化への期待感による株価押し上げ圧力が上回る形で株価が上昇する可能性が高まっていると指摘しました。実際、今週に入っても金融市場で投資家が積極的にリスクを許容する動きが続き、11月14日に公表された10月分の米国CPI指標が金融市場の想定を下回ったことで、その動きがさらに強まりました。

米国のコアCPI（食料およびエネルギーを除くCPI）上昇率は8月、9月に共に前月比で0.3%を記録しましたが、10月は0.2%と、市場予想の0.3%を下回る水準に落ち着きました（図表1）。10月分を主要項目別にみると、家賃・医療・交通分野を除くサービス価格による上昇率への寄与度が9月に比べて低下しており、基調的なインフレ率が落ちてきた印象です。10月分の米雇用統計では、平均時給の上昇率が前月比で0.2%にとどまり、今後の基調的なインフレ率が低下していくことが示唆される内容となりましたが、実際にCPI統計が落ち着きをみせたことで、金融市場におけるFRB（米連邦準備理事会）の高金利政策継続に対する懸念がさらに和らいだと考えられます。

## 年央以降の相場の「巻き戻し」が急速に進行

このFRB政策への懸念こそが、年央以降のグローバル金融市場における最も重要な懸念材料であったと言って過言ではありません。FRBが2024～2025年も高金利を継続してしまうのではという懸念が長期金利の上昇につながり、株価がグローバルに下落する事態を惹起しました。先進国だけではなく、新興国においても、対ドルでの通貨安と株価の下落が進行しました（図表2の左図）。

（図表1）米国：コアCPI（食料およびエネルギーを除くCPI）上昇率の推移



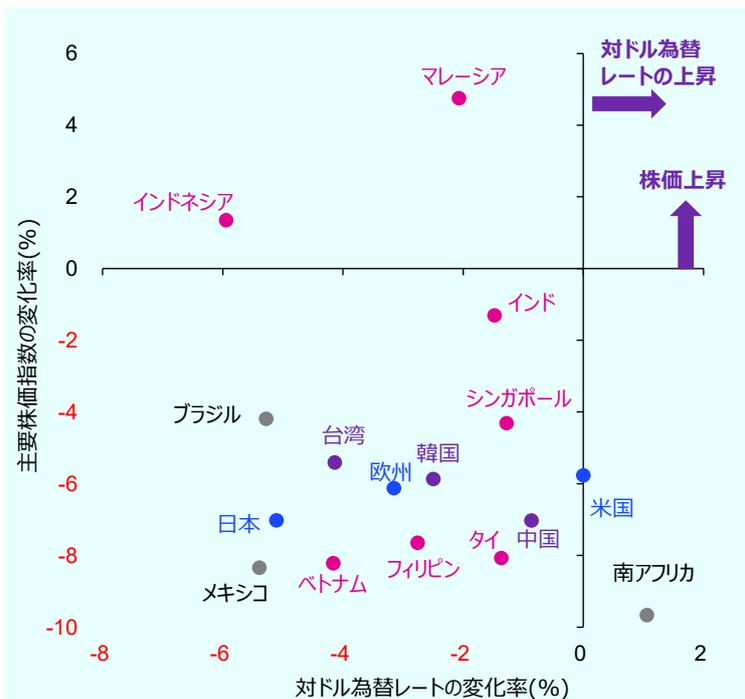
しかし、11月初めのFOMCがハト派的な利上げの休止を決め、その後の10月分米雇用統計とISMサービス業指数が景気減速を示唆するものになり、さらに今週に公表された10月分CPI統計がインフレの落ち着きを示すものになったことで、年央からの相場の「巻き戻し」が急速に進行してきました（図表2の右図）。11月の月初以降、ほぼ全ての主要通貨が対ドルで増価するとともに、主要株価指数が上昇に転じてきました。年央以降の通貨の下落率が大きければ大きいほど、11月初め以降の通貨の上昇率が大きく、また、年央以降の株価下落率が大きければ大きいほど、11月初め以降の株価上昇率が大きいという傾向がみられました。この傾向の重要な例外が日本と中国です。日本については、株価は「巻き戻し」してきたものの、日米の長期金利差がまだ高水準で乖離していることを受けて円の対ドルレートは若干の増価にとどまりました。一方、中国については、株価の年央からの下落率に比べ、11月初めからの戻りが非常に限定的でした。これは不動産不況や地政学的なリスクなど、中国の市場が直面する構造的な問題を反映している可能性が高いと考えられます。

### ただし、「巻き戻し」局面はそのうち終了へ

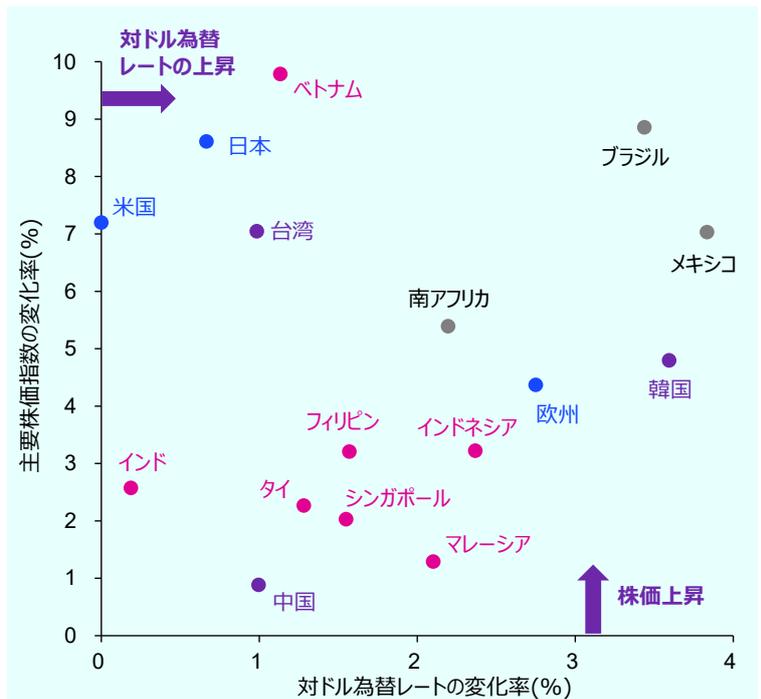
ただ、11月月初からの相場の「巻き戻し」局面は、短期的には継続する可能性が高いものの、そのうち終了すると予想されます。米10年国債金利が10月中旬に5%に達したのはオーバーシュートであったと考えられ、それが金融市場にもたらしたドル高や株安などの影響が、米10年国債金利が再低下することで、逆方向への影響をもたらすのは自然なことでした。しかし、11月月初以降、過去2週間の金融市場が織り込んできたのは、米国景気の減速に伴うFRBのハト派化期待のほかなりません。グローバル株価がFRBのハト派化という好材料をある程度織り込んだ後は、景気減速に伴う企業業績への悪影響がより強く意識される形でグローバル株価が横ばい圏に入ると予想されます。他方、目先のリスクとして、米国の現行法による連邦予算措置が11月17日で切れることに伴って、18日以降に連邦政府が閉鎖され、米長期金利が上昇してしまうリスクは残っています。しかし、ジョンソン下院議長が主導して下院を通過させたつなぎ予算の法案が上院で審議されており、これが上院を通過すれば政府閉鎖は回避される見通しです。これにより、一部で懸念されていた米国国債の格下げリスクは低下したと考えられます。

（図表2）主要国・地域：株価と通貨の対ドルレートの騰落率

－7月1日から10月31日まで－



－11月1日から11月15日まで－



（注）右図は、11月15日の日本時間で15時現在までの騰落率を示す。株価指数は以下の通りであり、騰落率は現地通貨ベース。米国：S&P500種、欧州：ストックス600、日本：日経平均株価、中国：CSI300、インド：センセックス、インドネシア：JCI、韓国：KOSPI、台湾：TWSE、シンガポール：STI、マレーシア：KLIC、タイ：SET、フィリピン：PCOMP、ベトナム：VN、ブラジル：BOVESPA、メキシコ：BMV IPC、南アフリカ：TOP40。

（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

## 「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9日	グローバル金融市場の地合いが変化？
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

---

## 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

---

MC2023-182