

2024年8月8日



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

市場は米景気の後退をまだ「織り込んで」いない

レポート要旨

米景気の後退「懸念」が強まるも、後退が「織り込まれている」わけではない

先週以来の金融市場が直面するコアの問題は、米国が景気後退に直面するという懸念が急速に広がったことでした。今後、FRB（米連邦準備理事会）にとつては、景気悪化を回避するという「リスク管理」の考え方から、利下げを積極的に実施することが合理的な判断となります。私は、FRBが9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利下げを開始し、その後、11月、12月のそれぞれの会合で利下げを実施すると予想します。一方で、現在の金融市場における利下げの織り込み回数から判断すると、金融市場は景気後退を「これまで以上に懸念している」ものの、「実際に発生するとはみていない」と考えられます。

米国株の下落幅は現在のところ、合理的な範囲内にとどまっている模様

米国株式市場の動きは、セクターごとの株価の動きを見る限り、パニック的な売りが広がるような状況ではなく、景気の悪化が、各セクターの特性に合わせて株価にある程度合理的に織り込まれる展開であったように思われます。

今後は景気指標と並んでインフレ指標にも要注意

今後のグローバル金融市場では、短期的にはボラティリティーが高い状況が継続する可能性が高いと考えられます。私は、米国経済が今後景気後退に陥る可能性はかなり低いと判断しています。「景気が緩やかに減速するだけで、景気後退には陥らない」ことを示唆する米国の景気指標が増えてくるにつれて、金融市場における景気後退懸念が徐々に後退し、株価の戻りにつながっていくとみています。その一方で、インフレ指標の上振れや景気指標の下振れに対して金融市場が過敏に反応するリスクには注意が必要です。

米景気の後退「懸念」が強まるも、後退が「織り込まれている」わけではない

8月2日公表の米7月分雇用統計によって大きく動揺したグローバル金融市場は、その後徐々に落ち着きを取り戻しつつあります。過去1週間で資産価格がどのように変化したかを考察することで、今後の金融市場の方向性を考えてみたいと思います。先週以来の金融市場が直面するコアの問題は、米国が景気後退に直面するという懸念が急速に広がったことでした。この懸念が台頭したことで、FRBがこれまで想定されていた以上に積極的に利下げに取組むとの見方が醸成されました。2024年末にまでのFRBによる利下げ回数についての金融先物市場の織り込みは、従前の2.9回から足元では4.7回へと高まりました（7月30日と8月7日とを比較しています。以下同様）。米国債券市場では、景気の悪化と利下げの積極化が織り込まれる形で米国10年国債金利が4.14%から3.79%へと低下しました。これは昨年12月下旬以来の低水準でした（図表1）。

私は、7月分雇用統計の内容をふまえると、米国の金利先物市場や債券市場の動きはやや大きめではあるものの、合理的な範囲の動きであったと思います。というのは、FRBが、景気の下振れリスクが高まったことを受けて、これまでよりも積極的に利下げに取組むことになるとみられるためです。今後の利下げ幅が金融市場の現在の想定を大きく下回るようだと、株式などのリスク資産の価格が大幅に下落するリスクが出てきます。株価下落が負の資産効果を通じて景気に下押し圧力をもたらすことをふまえると、FRBにとっては、景気悪化を回避するという「リスク管理」の考え方から、利下げを積極的に実施することが合理的な判断となります。私は、FRBが9月のFOMCで利下げを開始し、その後、11月、12月のそれぞれの会合で利下げを実施すると予想します。

一方、もし金融市場が、米国の景気後退を本格的に予想しているなら、金利先物市場における年内の利下げ回数の織り込みが4.7回というのは、少なすぎると考えられます。現在のスワップ市場における、FFレートの2年先の金利水準についての織り込みは3.13%です。政策金利の引き下げに景気後退を食い止めるくらいの効力を求めるのであれば、また、FRBはFFレートを、中立金利である2.8%（今年6月時点でのFOMCの想定）よりも低い水準に引き下げる必要があるでしょう。こうした点をふまえると、金融市場は景気後退を「これまで以上に懸念している」ものの、「実際に発生するとはみていない」と考えられます。

（図表1）日米金融市場の動き（先週のFOMC公表前日（7月30日）と直近の比較）

		7月30日の状況	直近（8月7日）の状況
米国	米国景気に対する市場の見方	景気後退の可能性は非常に低い	景気後退の可能性が高まった
	2024年末までのFRBによる利下げ回数 （金利先物市場における織り込み）	2.9回	4.7回
	米国10年国債金利	4.14%	3.94%
	S&P500種指数のPER （1年先EPSに対する株価の倍率）	22.3倍	21.3倍
日本	ドル円レート	152.77円/ドル	146.68円/ドル
	日本10年国債金利	1.00%	0.89%
	TOPIX500のPER （1年先EPSに対する株価の倍率）	15.9倍	14.0倍

（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

米国株の下落幅は現在のところ、合理的な範囲内にとどまっている模様

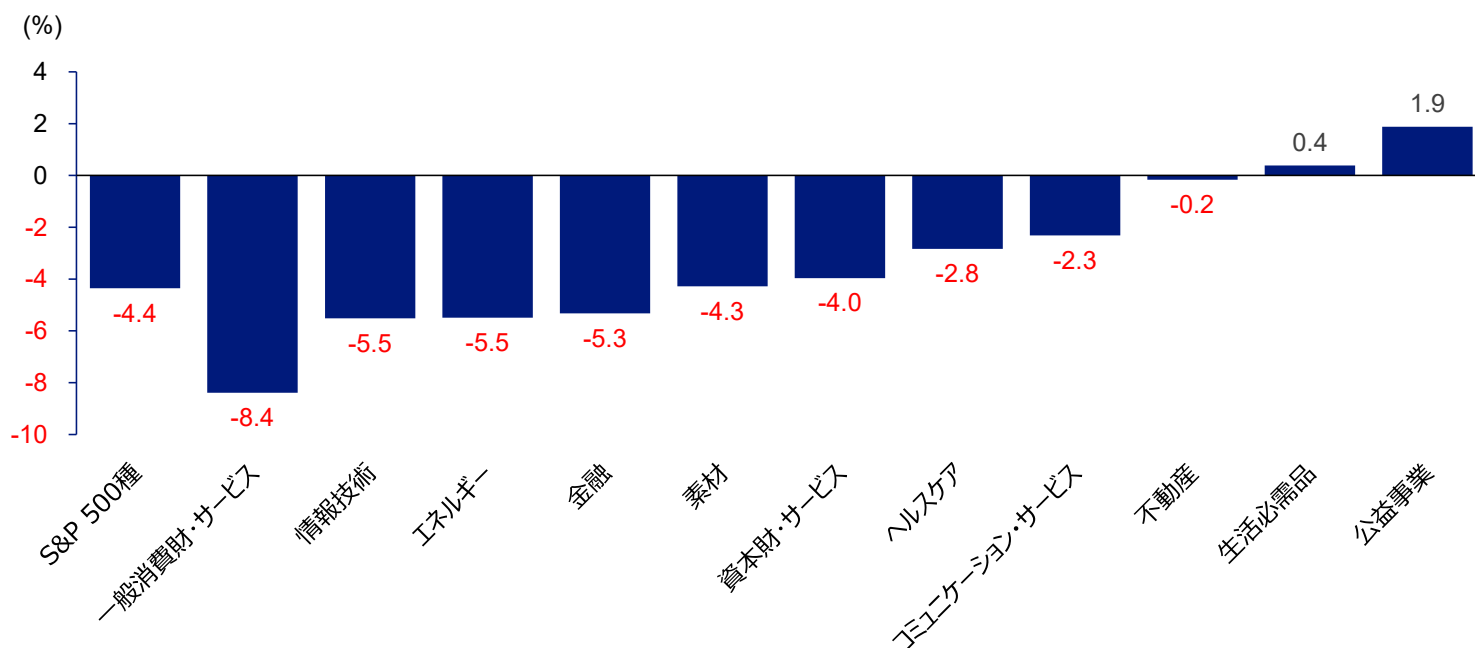
株式市場では、この間（7月30日～8月7日）にS&P500種指数が4.4%下落しました。業種別にみると、景気悪化懸念が強まったことで一般消費財・サービスセクターの株価が最も大きく低下しましたが、景気悪化による需要の減速が織り込まれる形で、エネルギーセクターの株価も大幅に下落しました（図表2）。金融セクターの株価が比較的大きく下落したのは、貸出の鈍化や不良債権の増加が意識されたことがあったと思われます。年初来の相場をけん引してきた情報技術セクターの株価も下落しましたが、その背景には、高値警戒感が残る中で、個別企業の決算が市場の期待に届かなかったことがあったとみられます。一方で、公益事業セクターの株価は逆に上昇し、不動産セクターの株価も大きく変化していません。これは、長期金利の低下や今後の短期政策金利の積極的な引き下げ見通しによる借入れコスト低下効果が好材料になったとみられます。他方、生活必需品やヘルスケアといった、景気が悪化しても収益への影響が限定的とみられるデフェンシブセクターの株価の動きは、株価指数をアウトパフォームしました。

このようなセクターごとの株価の動きを見る限り、米国株式市場の動きは、パニック的な売りが広がるような状況ではなく、景気の悪化が、各セクターの特性に合わせて株価にある程度合理的に織り込まれる展開であったように思われます。

今後は景気指標と並んでインフレ指標にも要注意

私は、米国経済が今後景気後退に陥る可能性はかなり低いと判断しています（フラッシュ・レポート「グローバル株価の急落と今後のポイント」（8月6日発行）をご参照ください）。上記の通り、金融市場における各種の資産価格も、現時点では景気後退を本格的に織り込んではいないと考えられます。この点は、今後、米国において、景気の下振れを示す景気指標が発表される際に、株価がさらに下落するリスクがあることを示唆しています。今後のグローバル金融市場では、短期的にはボラティリティーが高い状況が継続する可能性が高いと考えるべきでしょう。景気後退入りするかどうかを判断する上で重要となる、消費や労働市場関連の指標には、特に注目が集まると考えられます。

（図表2） S&P500種指数の、7月30日から8月7日にかけての騰落率（主要業種別）



（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

現在の米国経済は緩やかに減速するプロセスにあると考えられます。「景気が緩やかに減速するだけで、景気後退には陥らない」ことを示唆する米国の景気指標が増えてくるにつれて、金融市場における景気後退懸念が徐々に後退し、株価の戻りにつながっていくとみています。

他方、今後の公表される米国のインフレ指標も重要です。景気減速が明確になりつつある状況下で、インフレが高止まりする可能性は低下していると考えられます。しかし、インフレ指標にはある程度の振れが付きものです。仮に今後公表される消費者物価指標が市場の想定に対して上振れるような場合には、「景気は悪化しているのにインフレが高止まりしてはFRBは思い切って利下げができない」との見方が強まり、スタグレーションの可能性が意識される形で、市場における短期金利の見通しが上方修正されるとともに、株価が下落するリスクが高まる点には注意が必要です。

「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
8月6日	(フラッシュレポート) グローバル株価の急落と今後のポイント
8月1日	日米金融政策会合のポイント
7月25日	揺れ動く米国選挙情勢と日米金融市場
7月18日	再減速する中国経済
7月11日	最高値を更新した日本株の今後は？
7月4日	グローバルな株高局面は短期的に継続する公算
6月27日	米国株式：個人投資家に買い余力
6月20日	フランス国民議会選挙：選挙後の組閣が焦点に
6月13日	5月分米CPI統計で金融市場に安堵感
5月30日	中国：不動産対策の効果は限定的。必要な策は？
5月23日	中国製造業のプレゼンス向上と貿易摩擦激化リスク
5月16日	米CPI統計でリスクオン局面入りをうかがう
5月9日	日銀政策の見直しを変更
5月2日	思ったほどタカ派的ではなかった5月FOMC
4月25日	米国大統領・議会選挙の市場シナリオを考察

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