

グローバル市場： 7月に注目すべき10のポイント



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2022年7月11日

【要旨】

- **消費者によるインフレ期待**：中央銀行への信頼が揺らいでいることから、インフレ期待を注視
 - **決算報告**：決算シーズンが始まり、投資家が「企業業績リセッション（2四半期以上連続しての業績の悪化）」を懸念する中、業績予想に注目が集まる
 - **中国の経済再開**：中国経済はポスト・コロナの経済再開の恩恵を享受している一方で、感染者数は再び増加傾向に
-

7月の注目ポイント

①インフレ動向、②消費者によるインフレ期待、③市場への介入、④業績の下方修正、⑤米国の雇用環境、⑥7月のFOMC、⑦次期英国首相、⑧中国の経済再開、⑨米国債市場動向、⑩日本経済—に注目



6月の米消費者物価はさらに上昇すると見込まれるが、投資家はすぐにその結果を容認するだろう



米消費者物価と消費者による長期のインフレ期待に注目

1. インフレ

今週、6月の米消費者物価指数（CPI）が発表されます。市場予想ではヘッドラインCPIは前月比1.1%増となっています¹が、これは、前月の同1%増に続き、驚くべき数値です。では、そうなった場合、株価はどのように反応するのでしょうか。私は、最初はネガティブな反応があっても、2つの理由から、投資家はすぐにそれを容認するのではないかと考えています。

- 第一に、現状、消費者はインフレ率を非常に高いと「感じて」おり、予想されるヘッドラインCPIの数値は驚くに値しないでしょう。ヘッドラインCPIに含まれるエネルギー価格と食品価格は、消費者のインフレ期待を左右する傾向があります。実際、ニューヨーク連邦銀行は、最新の消費者調査を発表したばかりですが、消費者による短期的なインフレ期待が高まっていることが明らかになりました。消費者は、この先1年間のインフレ率を前回調査の6.6%から6.8%に上昇すると予想しています²。
- 第二に、直近のニューヨーク連銀調査で見られるように、長期的なインフレ期待は比較的安定しています。同調査では、3年先の消費者による期待インフレ率は前回の3.9%から3.6%に低下しました²。また、債券市場では、ブレイクイーブン・インフレ率が数カ月前につけたピークから大きく低下しています³。

2. 消費者によるインフレ期待

先述の通り、直近のニューヨーク連銀調査では、消費者による長期のインフレ期待が大きく低下しました。私は、ミシガン大学消費者調査でも、同じように長期のインフレ期待の低下が確認されるかどうか注目したいと思います。米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長が前回の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で述べたように、FRBが6月に0.50%ではなく0.75%の利上げを決定したのは、主にインフレとインフレ期待という2つのデータであり、FRBの次の行動を理解する上で、この2つを注視することが重要と考えます。

長期的なインフレ期待は今のところ比較的安定しているように見えますが、警戒を怠ってはいけません。セントルイス連邦銀行のブラード総裁は先週、「米国のインフレ期待は、FRBが信頼できる行動を取らなければ、アンカーされなくなる（安定的に維持されなくなる）可能性があり、高インフレと实体经济の不安定な動きを伴う新しい状況につながりかねない⁴」と述べ、注意を促しました。また、ブラード総裁は、極めて高い水準にあるインフレ率と、低水準のインフレ期待との間には大きな隔たりがあると指摘しました。この二つの矛盾は「解決されなければならず、その結果、インフレ期待はさらに上昇する可能性がある」と指摘しました⁴。

中央銀行の信頼を揺らいでいることから、インフレ期待を注視したいと考えています。



①G7諸国によるロシア産石油の価格上限導入、②欧州中央銀行（ECB）によるユーロ圏の分断化予防策—は市場に意図しない結果をもたらす可能性も



業績への失望感の多くはすでに株価に織り込まれている見込み



失業率や景気後退を示す指標のサーム・ルールに注目

3. 市場への介入

欧米の当局は、現状の問題を解決することを意図した重要な新しい介入策に取り組んでいますが、さらなる問題を引き起こす可能性があります。来月には、①G7諸国によるロシア産石油の価格上限導入、②欧州中央銀行（ECB）によるユーロ圏の分断化予防策—という2つの措置についてより明確な情報が得られそうです。現状、G7諸国はエネルギー価格の高騰から自国経済を守るためにロシアの石油上限規制（ROC）に取り組んでおり、欧州中央銀行は欧州周辺国の国債利回りの上昇を抑えるための分断化予防策について議論しています。

これらについては詳細が明らかではありません。しかし、投資家はこのような市場への介入を注視しておく必要があります。もちろん、これらは困難な時代に対応した複雑な手段ではありますが、相対的に開かれた市場を、通常の政策目標だけでなく、政治的な目標のために、利用することになります。市場介入は、市場の価格や流れにひずみを生じさせたり、意図しない結果をもたらしたりする可能性があることを認識しなければならず、その詳細が非常に重要になります。

4. 業績の下方修正

7月には、今週の一部の大手銀行の決算発表をはじめ、さまざまなセクターの多くの企業が決算発表を行います。投資家が「企業業績リセッション（2四半期以上連続しての業績の悪化）」を懸念する中、業績予想に注目したいと思います。まだ業績の下方修正があまり見られないことから、今月の決算説明会で各社の業績予想に注目したいと考えています。ただし、業績への失望感の多くはすでに株価に織り込まれていると考えられることには注意が必要です。

5. 米国の雇用環境

米国はすでに景気後退に陥っているのではないかという声があります。しかし、先週、米国では強い雇用統計が発表されており、米国は景気後退に近づいているわけではないことを示唆しているのかもしれませんが。元FRBエコノミストのクラウディア・サームが提唱したサーム・ルールは景気後退を示す指標として非常に精度が高いとされていますが、これは失業率に注目するものです。セントルイス連邦準備銀行の説明では、「サーム・ルールでは、全米失業率の3カ月移動平均が、過去12カ月間の最低値と比較して0.50%以上上昇する際に景気後退入りが示唆される⁵」としています。

失業率は依然として非常に低水準にあることから、サーム・ルールは景気後退入りのシグナルを示していません。また、先週公表された米雇用統計は、賃金の伸びが低く、インフレ圧力がいくらか緩和していることを示唆しています。これらの指標は、2022年10-12月期のFRBの道筋を決定する一つの要因であることから、注視したいと考えています。



①労働市場をはじめ、米国経済は比較的堅調を保っていること、②6月のFOMC議事要旨一から、7月のFOMCでの利上げ幅は0.75%になると見込む



次期英国首相のゆくえに注目



中国のサービス業PMIなどから、中国経済は経済再開の恩恵を享受していることが明らかに

6. 7月のFOMC

FRBが7月に0.75%の追加利上げに踏み切るかどうかについては、多くの議論があり、疑念を抱く人は日に日に増えているようです。しかし、私は2つの理由から、7月の0.75%の利上げは既成事実化されると考えています。

- 第一に、米国経済、特に労働市場は比較的堅調であり、このような大幅な利上げを許容することができます。
- さらに、6月のFOMC議事要旨には「FOMCが現在直面している深刻なリスクは、正当な理由の下で政策スタンスを調整するというFOMCの決意を国民が疑い始めた場合、高インフレが定着する可能性があることだと、多くの参加者が判断した⁶」と示されており、0.75%の追加利上げに説得力のある根拠を与えています。

私は、FRBが9月の状況を見極め10-12月期には引き締め度合いが和らいだ金融政策を講じることができるよう、現段階では利上げに積極的である必要があると考えています。

7. 次期英国首相

先日、ジョンソン英国首相は辞任を表明しました。現在、次期首相として多くの候補者が存在します。現状、英国の資産クラスへの影響は軽微ですが、次期首相をめぐる不確実性が長引けば長引くほど、ボラティリティが高まる可能性があります。しかし、私は、インフレ、金利、そして経済成長の見通しの方がはるかに重要だと考えています。

8. 中国の経済再開

中国では、6月の政府系サービス業購買担当者景気指数（PMI）が54.5となり、5月の41.4から大幅な上昇に転じました⁷。中国経済は、新型コロナウイルスの感染拡大後の経済再開の初期段階にあり、明らかに恩恵を享受しています。一方、新規感染者数は小幅に増加していますが、これは経済再開に伴い予想された動きであると私は考えます。

懸念される材料は、感染者数が大きく増加した場合、再び厳しい行動制限措置がとられるリスクがあることです。これは明らかに問題であり、中国の経済回復を遅らせることとなります。私はその可能性は非常に低いと考えていますが、公衆衛生に関する指標や経済指標を注意深く見守りたいと考えています。



米2年国債利回りと10年国債利回りは、一時逆イールド化



日本経済の動向を注視

9. 不安定な国債市場

直近1週間、米10年国債利回りはジェットコースターのような動きを見せ、国債利回りは大きく変動しました。米国の住宅ローン金利はここ数日大きく低下しました。また、先週、米2年債と米10年債利回りは一時、非常に緩やかではありましたが、数カ月ぶりに逆転しました。このため、景気後退の可能性を懸念する声が高まっていますが、私は引き続き、米国の景気後退懸念は行き過ぎたものと考えています。今後も国債利回りが発するシグナルに注視していきたいと考えています。

10. 日本経済

日本の6月サービス業PMIは54.0となり、2013年以降で最も早いペースで上昇しました⁸。また、金融政策は非常に緩和的な状況が続いています。一方、5月の1世帯当たりの消費支出は4月から1.9%低下し、前年比0.5%減となっています⁹。米国経済が大きく減速すれば、日本経済にもマイナスの影響を及ぼすと予想されます。日本経済の動向を注視していく考えです。日本経済は今後も堅調に推移するとみていますが、逆風が吹いているのは確かです。

先日、安倍晋三元首相が銃撃され死亡しました。私は、日本やその経済の健全性、そして民主主義のための安部元首相の献身的な姿勢を常に尊敬していました。安倍元首相を失った悲しみは日本のみならず、世界に広がっています。日本の皆さまに深い哀悼の意を表したいと思います。

1. 出所：ブルームバーグニュース、“Fed Braces as Another Big US Inflation Number Looms: Eco Week”、2022年7月9日
2. 出所：ニューヨーク連銀消費者調査、2022年7月11日
3. 出所：ブルームバーグ、2022年7月8日時点
4. 出所：セントルイス連邦準備銀行、“The First Steps toward Disinflation”、June 1, 2022年6月1日
5. 出所：セントルイス連邦準備銀行
6. 出所：米連邦準備制度、FOMC議事録、2022年6月
7. 出所：ブルームバーグニュース、“China Services Recovers Stronger Than Expected: Caixin PMI”、2022年7月4日
8. 出所：ロイター、“Japan's service sector activity grows at fastest rate in over 8 years – PMI”、2022年7月2日
9. 出所：ロイター、“Japan household spending slips again as chip shortage hits consumers”、2022年7月7日

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料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。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証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。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

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