

House-View Report

August 2022



IFA Leading™

Asset Management
with Higher Transparency.

IFA Leading is a financial institution with solid knowledge and ethical attitudes. We pursue truly better financial service through constant reflections and actions. We believe that asset management should make your aspirations come true by not only leveraging your capital but also by understanding your life stories and social trends.

We promise you to protect your assets and make sure you know all the reasoning behind our actions, to guide you through to make truly satisfying decisions. We will always be there as your closest advisor to support your life plans and financial goals. Financial service to enrich your future and our society.

Index 目次

8月におけるサマリー	p.2
日本株の状況	p.4
米国株の状況	p.5
欧州株の状況	p.6
新興国株の状況	p.7
コモディティの状況	p.8
REITの状況	p.9
為替相場の状況	p.10
債券の状況	p.11
参考指標一覧	p.12
当レポートにおける用語集	p.14

【サマリー】景気循環が下降局面入りした可能性が高まるなか、その調整の深さが焦点に

- インフレ高進を受けた各国中央銀行の金融引き締めや、長期化する供給制約の影響で、グローバルに景況感の悪化が鮮明化してきた。企業活動の方向性を示す購買担当者景気指数（PMI）は、先進国を中心に縮小傾向に転じており、消費者の景況感もインフレの影響で急速に悪化傾向を辿っている。こうしたなか、債券市場では景気後退の予兆とされる逆イールド（短期金利が長期金利を上回ること）が発生するなど、景気サイクルは下降局面入りしている可能性が示唆される。
- ただ、金融市場では、既に景気後退をある程度は織り込んでいると判断できる材料も少なくはない。米国株式市場では、S&P500 指数の直近高値からの下落率（ドロダウ）が過去の景気後退局面やリスク・イベントに次ぐ水準に達している。加えて、国際商品市況では、商品の総合的な値動きを示す CRB 指数の調整色も強まっている。先述した逆イールドの発生も債券市場が景気後退を織り込む動きと言えよう。
- また、このような市場環境のポジティブな側面として、景況感の悪化によってインフレが抑制傾向となれば、各国中央銀行の利上げ局面が終了する可能性が高まることが挙げられよう。実際、米政策金利の予想が反映される FF 金利先物（フェデラル・ファンドレート）は、22 年 12 月までに 3.4% までの上昇が見込まれる一方で、23 年 2 月からは利下げが予想されている（22 年 7 月 22 日時点）。更に、市場の期待インフレ率も 22 年 4 月をピークに下落基調となっている。

【主要国・地域の総合購買担当者景気指数（PMI）】

国・地域	2021年												2022年						
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
グローバル	52.3	53.2	54.8	56.7	58.5	56.6	55.7	52.5	53.3	54.5	54.8	54.3	51.1	53.5	52.7	51.2	51.3	53.5	-
先進国	52.4	53.9	55.9	58.1	61.1	59.3	57.5	54.1	53.8	55.2	55.8	54.8	51.3	54.7	55.9	55.4	53.7	52.5	-
米国	58.7	59.5	59.7	63.5	68.7	63.7	59.9	55.4	55.0	57.6	57.2	57.0	51.1	55.9	57.7	56.0	53.6	52.3	47.5
英国	41.2	49.6	56.4	60.7	62.9	62.2	59.2	54.8	54.9	57.8	57.6	53.6	54.2	59.9	60.9	58.2	53.1	53.7	52.8
ドイツ	50.8	51.1	57.3	55.8	56.2	60.1	62.4	60.0	55.5	52.0	52.2	49.9	53.8	55.6	55.1	54.3	53.7	51.3	48.0
ユーロ圏	47.8	48.8	53.2	53.8	57.1	59.5	60.2	59.0	56.2	54.2	55.4	53.3	52.3	55.5	54.9	55.8	54.8	52.0	49.4
日本	47.1	48.2	49.9	51.0	48.8	48.9	48.8	45.5	47.9	50.7	53.3	52.5	49.9	45.8	50.3	51.1	52.3	53.0	50.6
新興国	52.2	52.0	52.6	53.5	52.8	50.8	52.0	49.3	52.3	52.8	52.5	53.2	50.8	51.3	46.8	43.5	46.9	55.2	-
中国	52.2	51.7	53.1	54.7	53.8	50.6	53.1	47.2	51.4	51.5	51.2	53.0	50.1	50.1	43.9	37.2	42.2	55.3	-
ブラジル	48.9	49.6	45.1	44.5	49.2	54.6	55.2	54.6	54.7	53.4	52.0	52.0	50.9	53.5	56.6	58.5	58.0	59.4	-
インド	55.8	57.3	56.0	55.4	48.1	43.1	49.2	55.4	55.3	58.7	59.2	56.4	53.0	53.5	54.3	57.6	58.3	58.2	-

注：データは月次で 22 年 7 月 22 日時点。米国、英国、ドイツ、ユーロ圏、日本を除く国・地域は 7 月が未発表
出所：S&P グローバル、Bloomberg のデータより当社作成

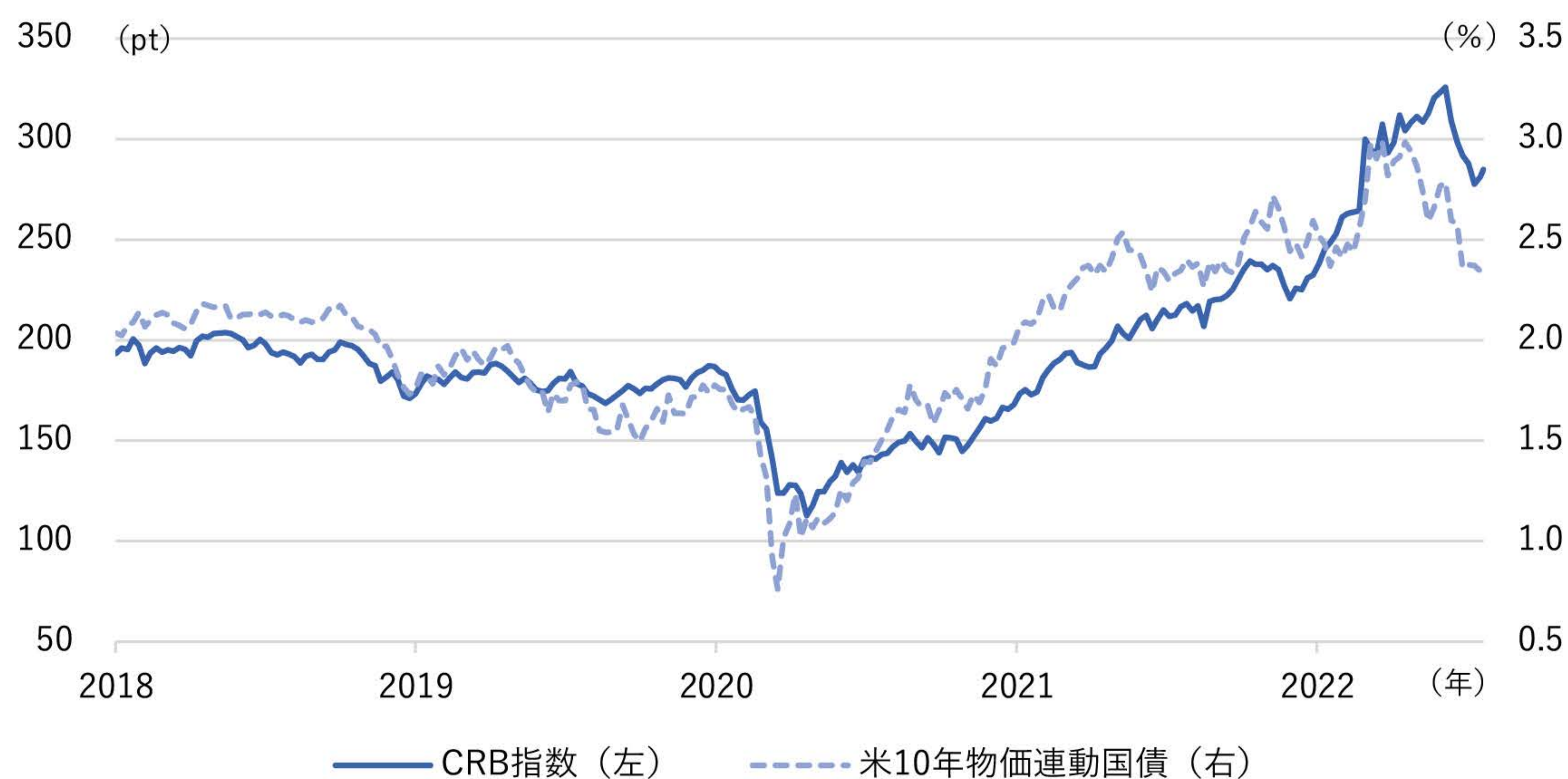
【米国株式市場のドローダウン（下落率上位 10 局面）】

主な出来事	調整開始月	最大下落月	株価回復月	ドローダウン
世界恐慌	1929-09-30	1932-06-30	1946-01-31	-86.0%
世界金融危機	2007-11-30	2009-02-27	2012-03-30	-50.9%
ITバブル崩壊	2000-09-29	2002-09-30	2006-10-31	-44.7%
第一次オイルショック	1973-01-31	1974-09-30	1976-06-30	-42.6%
ブラックマンデー	1987-09-30	1987-11-30	1989-05-31	-29.6%
ベトナム戦争・インフレ加速	1968-12-31	1970-06-30	1971-03-31	-28.7%
米ソ両国間の緊張激化	1962-01-31	1962-06-29	1963-04-30	-22.2%
第二次世界大戦後の景気低迷	1946-06-28	1946-11-29	1949-09-30	-21.7%
ウクライナ危機・インフレ加速	2022-01-31	2022-06-30	2022-06-30	-20.0%
コロナ・ショック	2020-01-31	2020-03-31	2020-07-31	-19.6%

注：分析期間は 1928 年 1 月～2022 年 6 月。データは月次の配当込み騰落率。調整開始月から株価回復月のいずれかの月が全米経済研究所（NBER）の定める米国景気後退局面に該当した場合に色付け

出所：NBER、Bloomberg のデータより当社作成

【CRB 指数と米 10 年物価連動国債】

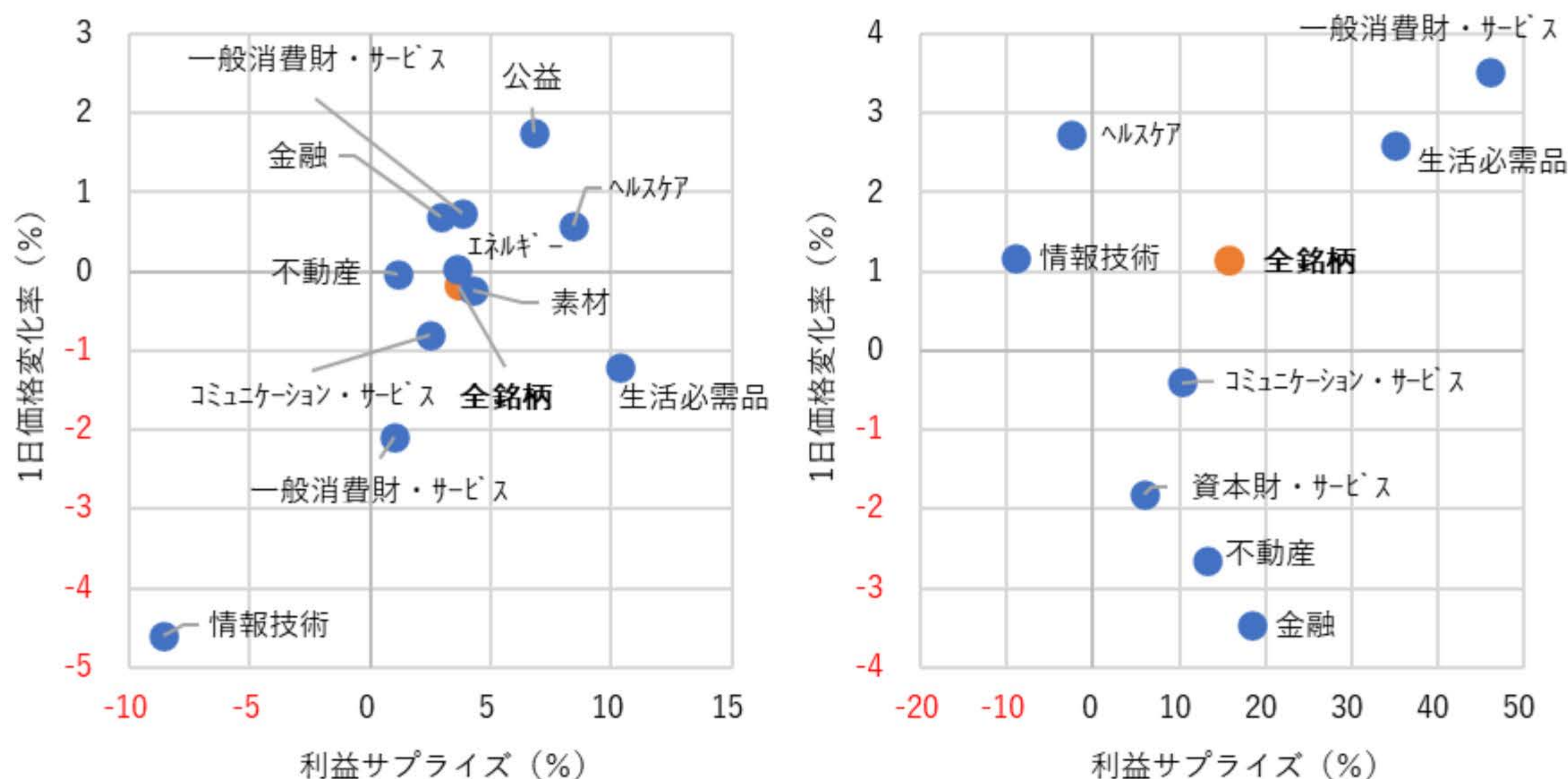


注：データは週次で直近値は 22 年 7 月 22 日

出所：Bloomberg のデータより当社作成

- 先行きの金融市場を考える上でより重要なのは、企業業績の動向であろう。アナリストによる業績見通しを示すリビジョン・インデックスは、米国株式市場では景況感の悪化を織り込み既に下方修正が優位となっている。今後、一段と本格化する決算発表において、企業業績の底割れが避けられるとともに、リビジョン・インデックスの悪化が止まるかが焦点の一つとなろう。幸い、下図に示すように、足元で発表を終えた日米企業の決算（7月25日時点）は、概ね市場予想（Bloomberg コンセンサス）を上回る内容で着地していることは、金融市場に一定の安心材料と受け止められよう。
- 足元の景気サイクルは、下降局面入りしている可能性が高いとみられるが、その調整の深さと反転のタイミングがより重要となってくるだろう。それらを探る指標として、景気循環よりも短期的なサイクルで動く在庫循環を注視すべきと考えている。直近では、コロナ禍で発生したブルウィップ効果（販売現場での需要変動がサプライチェーンの上流にいくほど過剰に認識され、需要予測が必要以上に増幅する現象）によって、製品在庫が過剰になっており、景況感の鈍化と相まって大幅な在庫調整圧力が発生し、更に景況感を悪化させるリスクがあると指摘する声もある。半導体セクターや米小売企業の決算ではこうした兆候がみられる部分もあるため、より注意深く在庫の動向をみておくべきと考えている。

【米国（左）と日本（右）の企業決算動向（利益サプライズ・価格変化率）】



注：集計期間は22年7月1日～7月25日。集計対象は、米国がS&P500指数採用企業、日本がTOPIX500指数採用企業。決算進捗率は、米国が25%、日本が11%。日本は、エネルギー、公益、素材の決算発表企業がゼロか、1日価格変化率が取得できないため非表示。サプライズは、Bloomberg コンセンサスに対する実績値の上振れ

出所：Bloomberg のデータより当社作成