

House-View Report

April 2023



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

4月における投資環境	p.1
投資戦略	p.5
株式市場の見通し	p.6
債券市場の見通し	p.8
オルタナティブ	p.9
為替相場	p.10
参考指標一覧	p.11
当レポートにおける用語集	p.15

【4月ハウスビュー】

■ 投資環境：緩やかながらも持ち直しの動きを強める世界経済

金融システム不安は、信用収縮というよりは金融環境の悪化

欧米当局の迅速な対応が奏功し、米銀の破綻に端を発した金融システム不安は、沈静化へと向かっている。一部で懸念されていた大手米銀の決算についても、概ね堅調な内容であったことも安心材料となった。

先行きの動向には引き続き注意を擁するが、今般の金融システムへの懸念の高まりは、リーマンショックのような「信用収縮が起きている」というより、これまでの金融引き締めによって「金融環境が悪化している」という評価を下すのが現段階では妥当であろう。

世界経済は持ち直しの動きを強めている

こうしたなか、足元のマクロ経済指標からは、世界経済が緩やかながらも持ち直しの動きを強めていることが確認できる。

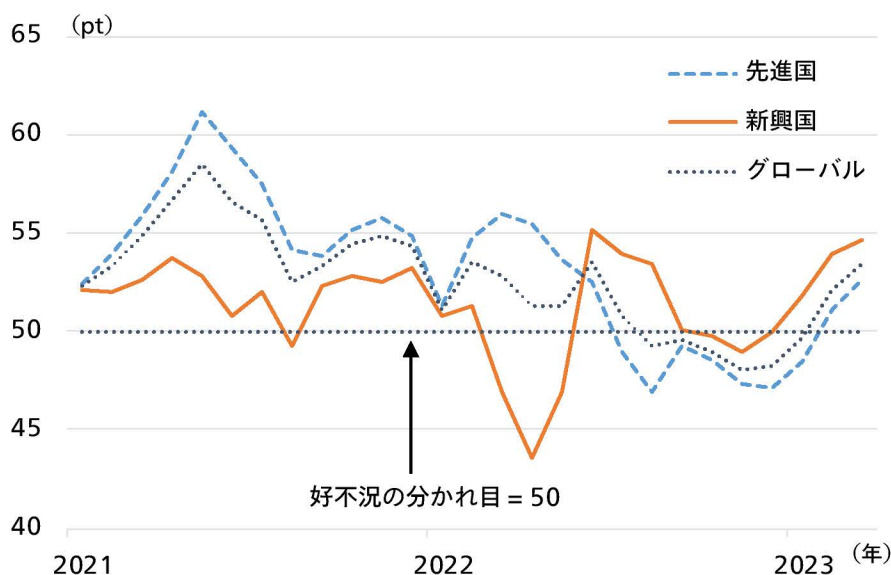
企業の景況感を示す代表的な経済指標の一つであるPMI（購買担当者景気指数）は、2022年末から改善基調が続いており、先進国、新興国ともに好不況の分かれ目である「50」を上回る状況が続いている。

景況感の持ち直しには、主に下記の5つが背景にあると考えている。

持ち直しに寄与する5つの背景

- ① 昨年末からの暖冬等の影響で、欧州経済が消費を中心に底堅いこと（エネルギー危機が回避できたことも大きいだろう）
- ② 堅調な労働市場に支えられた米国経済（インフレが根強い理由でもある）
- ③ サプライチェーン逼迫の一段の緩和（企業業績を支える）
- ④ ドル高・エネルギー価格のピークアウト
- ⑤ 「ゼロ・コロナ政策」の撤廃による中国経済の復調

【グローバル総合PMI（購買担当者景気指数）の推移】



注：直近値は23年3月

出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

中国経済の復調は、世界経済を支える好材料

先述した5つの要因のなかでも、今や世界2位の経済大国である中国経済の復調は、世界経済を下支える意味で強力な支援材料になりえるとみている。

直近の中国のマクロ経済指標は、コロナ禍から経済が着実に復調していることを印象付ける内容のものが多くみられた。

23年1-3月期の中国経済は回復が加速

4月18日に公表された中国の23年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+4.5%と、前期（22年10-12月期）の同+2.9%から大きく加速、市場予想の同4.0%（Bloombergコンセンサス）を上回った。

経済回復のけん引役となっているのは、主にサービス関連消費で、同期の主要都市地下鉄利用者数（月平均）が、前年比+23.8%、国内航空便数（週平均）は、同+52.5%となる等、人々の生活が正常化している様子が見え始める。

また、月次指標では、23年3月の小売売上高が前年比+10.6%と好調で、中でも飲食サービスは、同+26.3%と大幅に伸長した。

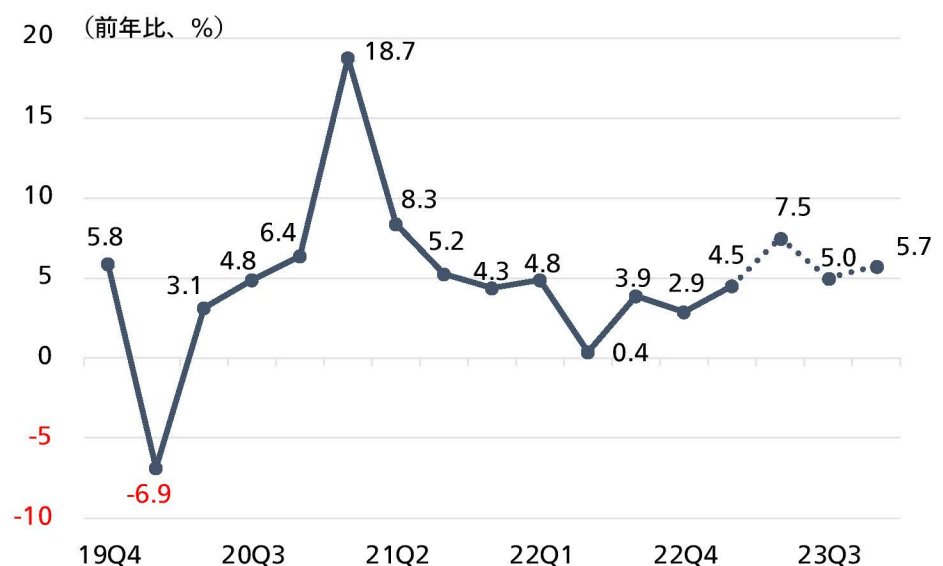
こうしたことに加えて、中国の生産活動が活発になっている可能性を示唆する統計が増えていることもポジティブであろう。例えば、23年1-3月期の高炉稼働率は前年比+15.6%となり、23年3月の輸出も急増している（中国が世界の工場として機能しつつあるとみられる）。

先行きについても、力強い成長が続く可能性も考えられる

先行きについても、力強い成長が続く可能性も想定される。足元の堅調な民間消費（主要先進国でみられたようなリベンジ消費にも期待）、GDPに対する与信の伸び（クレジット・インパルス）などに鑑みれば、こうした見方は妥当と言えよう。

実際、23年4-6月期の見通しに関して、中国国家统计局は、自律的な景気回復に加えて、各種の支援策の効果が顕在化することで、安定的に経済が持ち直すことに自信を示している。下図にみられるように、エコノミストの予想もこうした見方と一致しているようだ。

【中国の実質GDP成長率の推移（前年比）】



注：データは四半期毎で、Q1は4-6月期、Q2は7-9月期、Q3は10-12月期、Q4は1-3月期。23Q2~23Q4は市場予想。予想はBloombergコンセンサス
出所：中国国家统计局、Bloombergのデータをもとに当社作成

中国経済の持ち直しが インフレを昂進させる 可能性には留意

このように、中国経済の持ち直しは、金融引き締めに伴う景気後退懸念が燦る世界経済にとっては好材料となる一方で、そのことが景気を押し上げ、インフレを昂進させる可能性には留意が必要であろう。

中国経済の復調が、インフレに影響する主要な経路としては財価格の「押し下げ」、コモディティ価格の「押し上げ」や旅行消費といったサービス価格の「押し上げ」の3つであろう。

財価格を押し下げると みられる

まず、財価格については、先述したように中国における生産活動の正常化によって、サプライチェーンの逼迫が緩和されることで、財価格の押し下げに寄与することが考えられる。

主要国・地域のインフレ率は既に、財価格の下落をドライバーにピークアウト感が強まっているため、こうした流れを加速させる方向に作用するであろう。

中国独自の要因と他の 要因の相乗効果に注意

一方、食料品やエネルギーなどのコモディティ価格は、経済活動が正常化することによる需要増や、その他の要因（OPEC+の減産やロシアのウクライナ侵攻による供給減）との相乗効果によってグローバルにインフレの昂進に寄与する可能性が考えられる。

実際、中国税関総署が4月13日に発表した鉄鉱石輸入量は前年同月比+14.8%増、石炭も同2.5倍と需要が急増している様子がみられる。

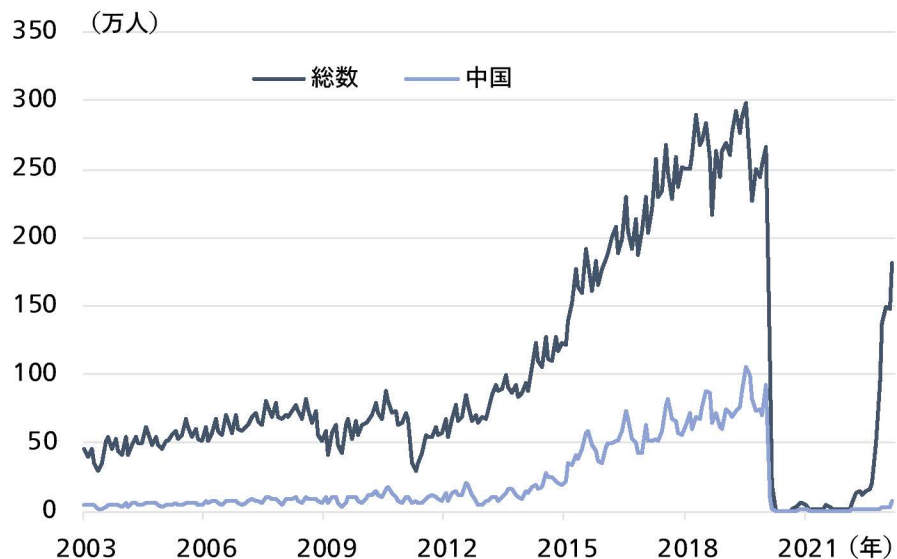
サービス価格の押し上 げに寄与する可能性

サービス価格の「押し上げ」については、旅行消費がもっともイメージが付きやすいであろう。訪日観光客数を例にみれば、その影響が大きくなる可能性も想起される。

訪日外客数に占める中 国割合は大きい

日本は、2022年10月に個人旅行の解禁を含む入国制限の大幅な緩和を実施しており、訪日観光客数は急激に回復している。ただ、中国からの入国者に対する水際対策が緩和されたのは、4月からであるため、訪日観光客数の本格的な回復はこれからとも言える。関連業種にポジティブな影響を及ぼす反面、インフレの押し上げにどう作用するかには注意しておきたい。

【訪日外客数の推移】



注：直近値は23年3月
出所：日本政府観光局、Bloombergのデータをもとに当社作成

従前からの金融政策に対する見通しに変化はない

最後に金融政策の見通しについて触れて起きたい。我々のメインシナリオは、時間軸の「ズレ」があったとしても、2023年中に利上げサイクルが停止し、その後にインフレが沈静化するとともに金融環境が緩和的になっていくといったものである。

金融システム不安の高まりにみられるように、これまでの金融引き締め効果は顕在化し始めており、金融環境の悪化が経済に与える影響を見極める段階に入っていると引き続き考えている。

下図に示す2023年末の米国の政策金利見通しからも確認できるように、金融市場の見通し（FF金利先物）も概ね同様の見方をしているとみられる。

FOMCと金融市場の見方には乖離がある

ただ、FOMC（連邦公開市場委員会）と金融市場の見方に乖離があることや、利上げの停止時期を巡っては、市場でもやや見方が分かれている点には留意が必要であろう（P.12上図からは、5月の0.25%ptの利上げが見込まれている）。また、「利上げ」が停止した後、時を置かずして「利下げ」に転じるといった見方が楽観的すぎると指摘する声もある。

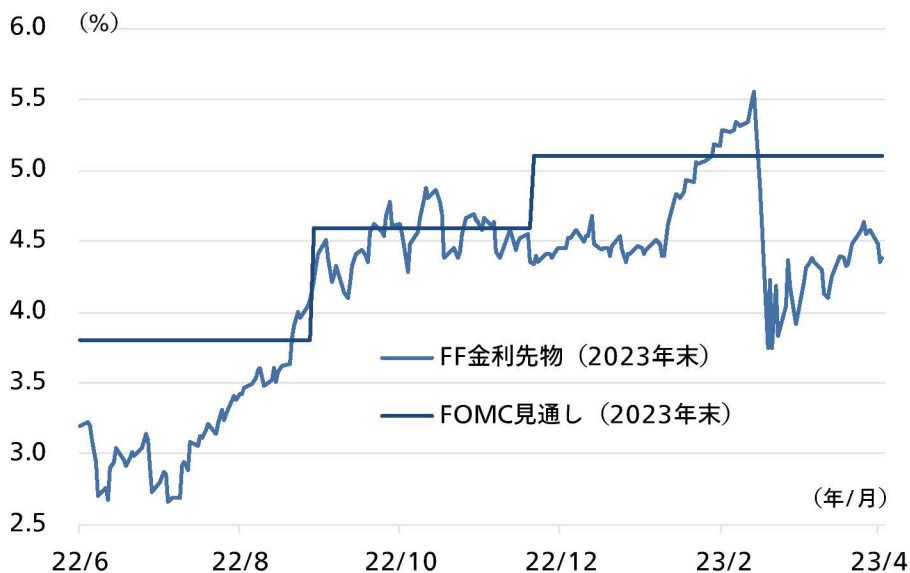
確かに、3月の米消費者物価指数（CPI）では、インフレの鈍化が一段と鮮明となっていることが確認できたものの、基調的なインフレを見る上で重要視されるコア指数（変動の大きいエネルギーと食品を除く指数）は、高い伸びが続いていた。

加えて、3月の米雇用統計では、平均時給の伸びの鈍化傾向がみられたが、非農業部門雇用者数（季節調整値）が前月比23.6万人増と市場予想を上回り、労働市場が依然として堅調であったことも事実である。

5月2日～3日に開催されるFOMCで発信されるメッセージを注視

5月2日～3日に開催されるFOMCにおいて、FRBが金融環境が悪化する状況下でどのようなメッセージを市場に発信するかに注目が集まろう。仮に、政策判断は「データ次第」、「必要に応じて追加利上げを実施」といったスタンスを一段と強調するようなら、利上げを織り込んでいる市場に冷や水を浴びせる可能性があるだろう。

【米国の政策金利見通し（2023年末）】



注：直近値は23年4月26日。政策金利見通しは、フェデラル・ファンドレート先物
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成