

House-View Report

August 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

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

【8月ハウスビュー】

■ 投資環境：足元で底堅い世界経済だが、リスクは残っている

IMFの最新の世界経済の見通しはわずかながら上方修正された

IMF（国際通貨基金）は、前回4月から改定した「世界経済見通し（World Economic Outlook）」を7月下旬に公表した。同見通しのタイトルは、「短期的な回復力、持続的な課題（Near-Term Resilience, Persistent Challenges）」となっており、足元で底堅く推移する世界経済だが、長期的にはリスクが尚も残ることを指摘した。

前回4月の予測からの変更点は、2023年の世界及び米国の実質GDP成長率が+0.2%ポイント上方修正され、世界経済が3.0%、米国が1.8%となった点である（2024年の見通しは変わらず）。

上方修正の背景は、堅調な内需と一部リスクの後退

上方修正された理由として、IMFは23年1-3月期の内需が米国を中心に底堅かったこと、特にサービス部門の好調さを挙げている。

また、前回4月の発表時点で懸念されていた米国に端を発した金融システムの動揺やスイスの金融機関の再編などが各国当局の迅速な対応によって沈静化していること、エネルギー価格の下落でインフレが沈静化に向かっている点が成長見通しの改善に寄与したと説明している。

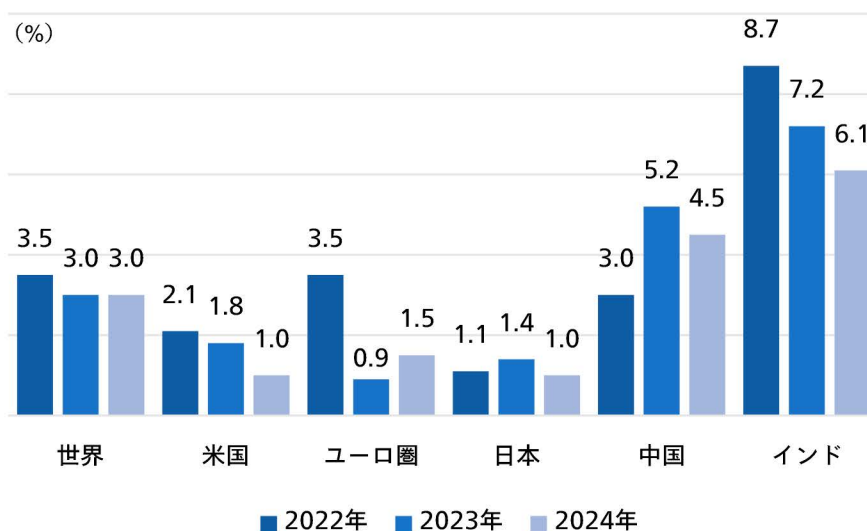
つまり、世界経済の「短期的な回復力（Near-Term Resilience）」を評価したことが見通しの上方修正の主因となっている。

引き続き多くのリスクが残されている

一方で、多くの「持続的な課題（Persistent Challenges）」も同時に指摘している。例えば、インフレの長期化、中国経済の緩慢な回復や、地政学的分断（世界経済のブロック化）などを挙げている。

加えて、世界最大の経済大国である米国経済の成長率が鈍化する見通しについて、コロナ禍での現金給付によって蓄えられた過剰貯蓄が使い果たされ消費が鈍るとみていること、FRB（米連邦準備制度理事会）が利上げを長期化させる可能性を挙げている（下図参照）。

【主要国・地域の経済成長率】



出所：IMF「World Economic Outlook Update」（23年7月）のデータをもとに当社作成

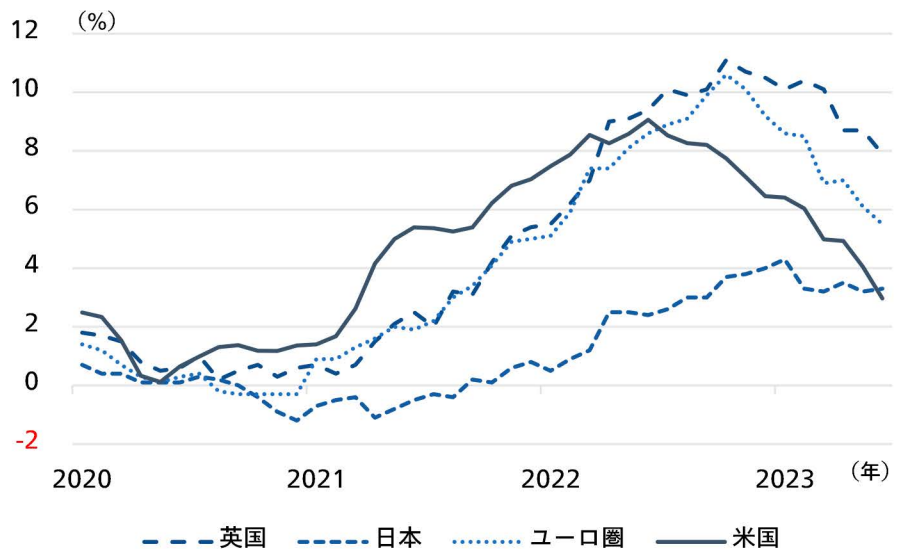
インフレの早期の沈静化があれば、経済のアップサイドに

経済の下方リスクを指摘した反面、経済にアップサイドをもたらす事象として「インフレの早期の沈静化」を挙げている。また、そのシナリオが現実味を帯びてきているとも述べている。主要国・地域のインフレ率は、下図に示すようにピークアウト感が鮮明となっている。

グローバルにインフレが鈍化している背景には、景気の減速傾向に加えて、ベース効果が寄与している影響が大きいだろう（ベース効果とは、比較の基準となるデータによって結果が左右されること）。昨年6月までの国際商品市況は、ウクライナ戦争に端を発したエネルギー価格の高騰を主因に大幅に上昇していた。つまり、前年と比較した場合にハードルが高いため、伸び率が鈍化しやすい。

そのため今後も持続的にインフレが沈静化し続けるためには、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）や、消費者物価指数に大きな影響を与える「住宅市場関連」の物価動向が重要となろう。

【主要国・地域の消費者物価指数】



注：データは月次で直近値は23年6月
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

コア物価は高水準だが鈍化を示すデータが増えている

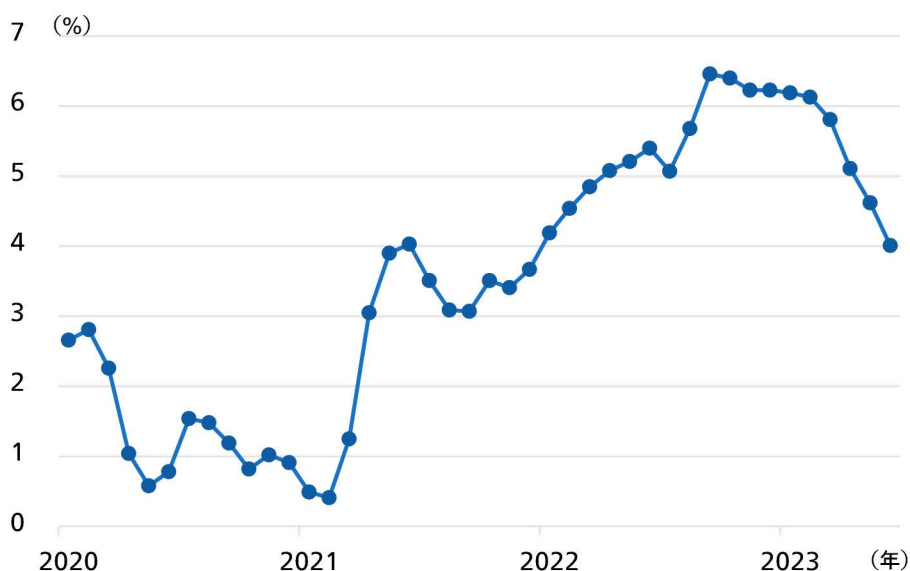
もっともこの点に関しても、前向きなデータが増え始めている印象である。米国の6月の消費者物価指数は、コア物価指数が前年同月比+4.8%と3ヶ月連続で伸びが鈍化した（市場予想（Bloombergコンセンサス）の同+5.0%も下回った）。

FRBが労働需給を見極める上で重要視するスーパーコア（エネルギー、住宅を除くサービス）の下落トレンドも鮮明化しており、6月は前年同月比+4.0%まで鈍化している（次頁上図参照）。

また、住宅関連についても住居費が2021年以来の低い伸びとなっており、先行性のある他の家賃関連指標も明確に鈍化している点も好材料であろう。

引き続き労働市場がひっ迫しており、コア物価指数が高原状態であることは事実だが、グローバルに金融引き締め効果が徐々にだが着実に顕在化しており、緩やかながらもインフレは沈静化するとみている。

【米消費者物価指数のスーパーコアの推移（前年同月比）】



注：スーパーコアは、サービス価格から住宅、エネルギーを除いたもの
出所：米国労働統計局、Bloombergのデータをもとに当社作成

中国経済の回復の鈍さは気になる材料

IMFが指摘したリスクのうち、最も懸念があるのは中国経済の動向だろう。中国の国家統計局が発表した23年4-6月期の実質GDPは、前年同期比+6.3%と市場予想（Bloombergコンセンサス）の同+7.1%を下回った。前年に上海市でロックダウン（都市封鎖）が実施されていたことに鑑みると、伸び率に物足りなさがある。

加えて、「ゼロコロナ政策」の見直しによって期待された前四半期比でも+0.8%と23年1-3月期の同+2.2%とから伸びが減速しており、中国経済の回復に失速感がみられる（市場予想とは一致）。

緩慢な回復の背景には、地政学リスクを踏まえたサプライチェーンの再構築のため、主要先進国企業が脱中国の動き（生産拠点の自国回帰）を強めていること、不動産規制の影響による逆資産効果で個人消費が低迷していることなどが挙げられよう。

国内企業の決算でも軟調な中国経済が示唆される

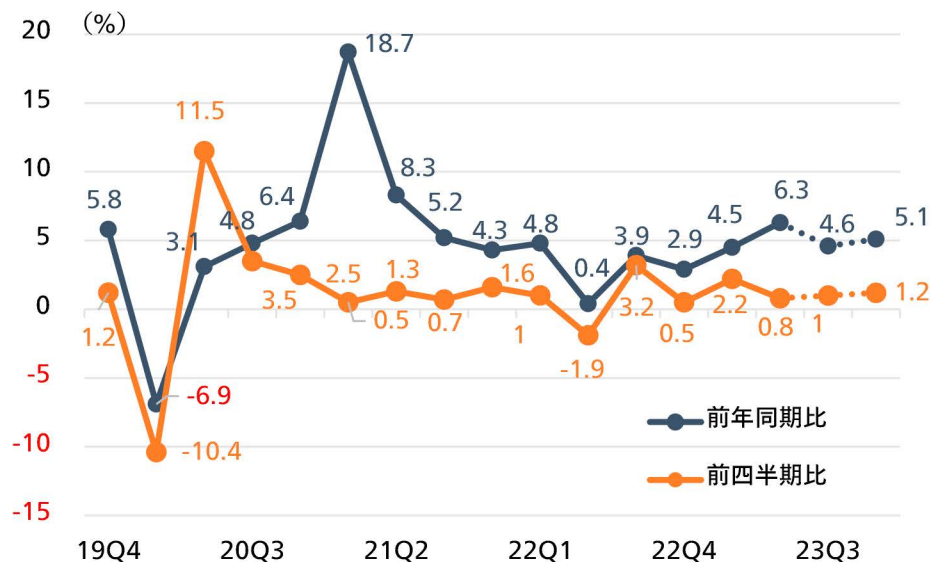
こうした厳しい状況は、中国経済と結びつきが強い日本企業の決算からも確認できる。世界的なモーター企業であるニデックは、中国のEV（電気自動車）市場の台数成長率が鈍化していることを指摘している。

また、FA（ファクトリーオートメーション）関連企業の安川電機やファナックは、中国向け受注の減速がみられた。ファナックは売上高の約3割が中国向けで、同社は中国の在庫が「過去にないレベルになっているのが実態で、受注環境は良くない」と言及した。

中国共産党は中央政治局会議において、内需喚起に動く方針を明らかにしており、今後、景気を支える姿勢をみせている。ただ、中国の外需の低迷は、経済安全保障の問題も絡んでおり、内需も若年層の雇用悪化など、懸念材料は少なくない。

過去、中国経済は製造業を中心にグローバル景況感に先行する傾向がみられたため、先進国経済が時間差を伴って軟化していくリスクには十分に警戒する必要があるだろう。

【中国の実質GDPの推移】



注：Qは四半期。23Q3・Q4がBloombergコンセンサス
出所：国家統計局、Bloombergのデータをもとに当社作成

日本銀行はYCCの柔軟化を発表

最後に、日本の金融政策についても触れておきたい。日本銀行は、7月28日に開催された金融政策決定会合で、長短金利操作（イールド・カーブ・コントロール、YCC）を「柔軟化」し、長期金利の変動許容幅の上限を従来の「0.5%程度」から事実上1%まで引き上げた。

我々は、日本銀行の金融政策について、今後、政策の修正や柔軟化が行われたとしても足元の大規模な金融緩和政策を「転換」するには時間を擁するとみている。

植田総裁はYCCの柔軟化が金融政策の正常化を意味しないと説明

実際、金融政策決定会合後に行われた植田日銀総裁の記者会見では、今後の金融政策について、「イールドカーブ・コントロールの柔軟化は金融政策の正常化に向けた動きではない」、「短期政策金利の引き上げには距離がある」と説明した。

加えて、イールドカーブ・コントロールの柔軟化については、物価上昇に対して金融政策が後手に回ってしまった際に、修正をしようとすると対応が大変になるといった主旨の発言をし、事前の措置であることも強調した。

足元の経済データは、日銀が金融政策を変更する理由に乏しい

日銀の金融政策の変更においては、「タイミング」にサプライズがあったとしても、「ロジック（論理）」にサプライズはないはずだ。

これまでの植田総裁など、日銀幹部の発言を要約すると、「足元の物価上昇は持続的なものではなく、物価目標である2%を安定的に達成するには賃上げの持続性を見極める必要がある」ということであろう。

足元の日本経済の状況は、このような状況を示すデータに乏しく、金融政策を変更する理由は多くない。

例えば、金融政策と同時に公表された「7月の経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、消費者物価指数（除く生鮮食品）の2024年度の予想が若干だが引き下げられ、日銀の物価目標に到達していない。更に、足元の実質賃金も前年同月比でのマイナスが続いている。このような状況で金融政策を転換すれば、当局は説明に苦慮するだろう。

Disclamers

* 本資料は、有価証券の購入又は売却を勧めるものではありません。また、本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。

* 本資料は、株式会社 IFA Leading が一般的な情報を提供することを目的としています。これは推奨に該当するものではなく、特定の投資目的、財務状況又は要望を考慮しているものではありません。

* 本資料に基づき行動をする場合は、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば専門家の助言を求めてください。

* 本資料において引用されておりますものは、税務あるいは会計あるいは法律上の助言を提供するものではなく、行おうとする投資やご提案についてご自身の税務あるいは会計あるいは法律顧問に相談されるようにお勧め申し上げます。なお本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

* 本資料のいかなる部分も、当社の事前の書面による同意を得ることなくいかなる方法による複製、写真複製、又は再配布も許されません。

* 本資料に記載されかつ添付されている情報は、秘密、法律上の秘匿特権、又はその他の保護の対象になっている可能性があります。また受取者による使用のみが意図されています。

* 当該資料の第三者への配布又はそれに基づいていかなる行為を行なうことも明確に禁止されていることに、ご注意くださいようお願いいたします。

- ・ 当社は、所属金融商品取引業者の代理権は有しておりません。
- ・ 当社は、いかなる名目によるかを問わず、金融商品仲介業に関して、お客様から金銭や有価証券を預かりをすることはありません。
- ・ お客様が行おうとする取引について支払う金額又は手数料等は、当社の所属金融商品取引業者により異なります。

広告等補完書面
金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示事項

金融商品仲介業者の商号 株式会社 IFA Leading
登録番号 金融商品仲介業者 関東財務局長（金仲）第 959号

< 所属金融商品取引業者等 >

楽天証券株式会社 加入する協会	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 日本商品先物取引協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
あかつき証券株式会社 加入する協会	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 67 号 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会
東海東京証券株式会社 加入する協会	金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会 一般社団法人日本STO協会
マネックス証券株式会社 加入する協会	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団 法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本暗号資産取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

* この紙面は、所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し広告又は広告類似配布物と一緒にお客様にお渡しする書面です。

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く））の場合は、約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただく場合があります。（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）また外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む）の悪化等、それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

※ 上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

Thank You.