

House-View Report

February 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

2月における投資環境	p.1
投資戦略	p.4
株式の状況	p.5
債券の状況	p.7
オルタナティブの状況	p.8
為替相場の状況	p.9
参考指標一覧	p.10
当レポートにおける用語集	p.14

【2月ハウスビュー】

■ 投資環境：好悪材料が入り混じるが現段階で見通しに修正はない

想定を上回る経済指標の発表が相次ぐ

米雇用統計など、市場想定以上に力強いマクロ経済指標の発表が相次ぎ、金融市場では景気後退への懸念が和らいでいる。経済指標の実績と市場予想の乖離から算出される経済サプライズ指数は、ポジティブ側への動きが強まっている。

議論される3つのシナリオ

しかし、こうした状況が各国中央銀行の金融引き締めサイクルをより長期化させる可能性を意識させ、経済見通しを複雑化している。

世界経済（特に米国経済）の先行きを巡っては、主に3つのシナリオが議論されている。

- ① ソフトランディング（軟着陸）：インフレは鈍化傾向となり、経済は小幅な悪化に留まる。金融政策は緩和的となり、リスク資産は上昇トレンド、ないしは持ち直しの動きを強める。
- ② ハードランディング（強行着陸）：インフレは鈍化するが、金融引き締め効果で経済は大きく落ち込む。更なる景況感の悪化で企業業績も大幅に悪化し、リスク資産は下落、あるいは底割れする。
- ③ ノーランディング（無着陸）：インフレが長期化することで、金融当局がより長期に亘って景気抑制的な政策を推進するが、経済成長も持続する。

我々の考える基本シナリオはソフトランディングより

好材料・悪材料ともに確認できる状況だが、我々が考える基本シナリオは、「世界経済の失速は避けられないものの、深刻な景気後退には陥らず、リスク資産は持ち直しの動きを強める」、「23年後半にかけてFRBの金融政策は緩和的になっていく」といったものである。

【主要国・地域の経済サプライズ指数】



出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

必要に迫られた設備投資の増加、中国経済の回復期待が景気を下支える

様々な領域で設備投資の必要性が増している

中国経済の成長率は持ち直す見込み

深刻な景気後退に陥らないと考える主な理由は、①過去の景気後退局面と異なり、「必要に迫られた設備投資」の増加が、世界経済や企業業績を下支えるのではないかと考えていること、②世界二位の経済規模を誇る中国経済の回復が期待できることの2点が挙げられる。

過去の景気後退局面と異なり、様々な領域で「必要に迫られた設備投資」は増加している。

米中貿易摩擦や、ウクライナ戦争による西側諸国のロシアへの経済制裁に象徴されるように、権威主義国家と民主主義国家の対立は近年にないレベルで緊張が高まっている。

各国は、防衛力を強化するために軍事支出を拡大させており、企業は地政学リスクを踏まえたサプライチェーンの再構築を迫られている。

また、世界的に労働力人口の減少を解消するため、省人化投資の重要性が一段と高まっており、環境規制に対応するための設備投資や、AI（人工知能）といった次世代分野への投資も一段と加速していくことが見込まれる。

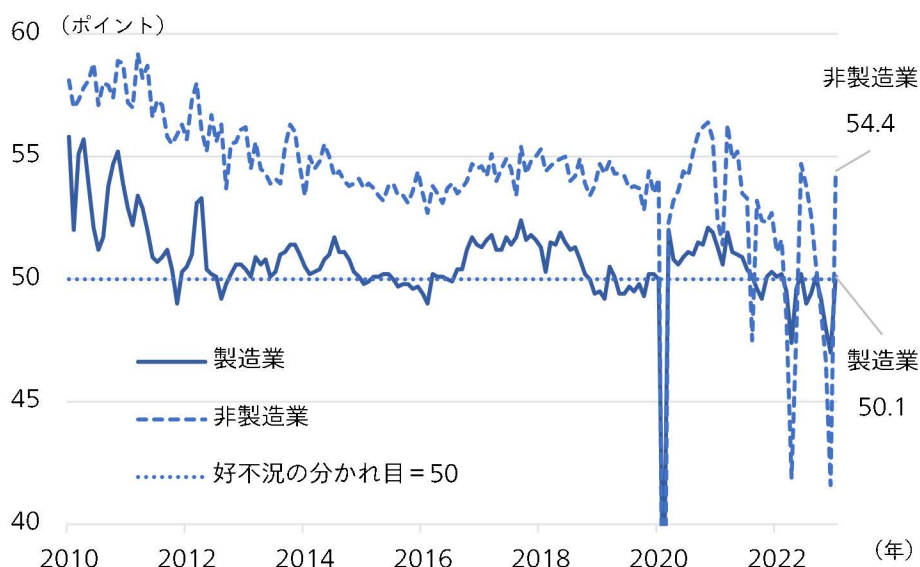
中国経済が「ゼロコロナ政策」の解除によるサービス消費の拡大をけん引役に、景気回復が見込めることも、世界経済にとっての好材料と考えている。

厳格なコロナ規制のもとで積みあがった超過貯蓄が、個人消費を支えるという構図は、日本や米国でもみられたものである。

中国当局による不動産の利下げ政策など、足元で既に実施されている財政・金融政策との相乗効果で景気の持ち直しが期待できることもポジティブであろう。

実際、中国国家统计局が発表した1月の製造業・非製造業景況指数は、好不況の分かれ目である「50」を上回るなど、経済活動の正常化を追い風に、需要と生産活動の回復が加速している。

【中国製造業・非製造業景況指数】



注：データは月次で直近値は23年1月

出所：中国国家统计局のデータをもとに当社作成

時間軸の「後ずれ」があっても金融政策の経路は変わらないとみる

金融政策については、「23年後半にかけてFRBの金融政策は緩和的になっていく」と引き続きみている。

金融市場では、非常に力強い内容となった1月米雇用統計や、「サービス」価格の伸びが高水準で推移する1月米消費者物価指数を経て、23年5月に停止するとみられていた利上げサイクルが、同年7月まで継続する見通しに変化している（23年2月17日時点）。

一部で予想されていた（我々もそうなることを期待していた）23年内の利下げ見通しについても急速に後退、足元では景気抑制的な金融政策が長期化する懸念が高まっている。

この点は、我々も基本シナリオと異なる状況となる可能性が顕在化しつつあることを認識しており、3月FOMC（連邦公開市場委員会）までに発表が控えているマクロ経済指標を注意深く見る必要があると考えている。

ただ、時間軸の「後ずれ」があったとしても、23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ことで金融環境が緩和的になっていくという政策経路は変わらないとみている。

これまでの利上げによる累積的な効果は、時間差を伴って更に顕在化していくとみられる。足元の実質ベースでの政策金利は既にプラス転換しており、それ相応に経済に対する引き締め効果が強まっていると解釈することもできるだろう。過去、米国経済は実質政策金利がプラス転換した局面では、利下げへと方向転換している。

また、懸念は残るがインフレが沈静化方向に動いていることも確かである。「サービス」価格の伸びの背景にある賃金の伸び率は、前年比での鈍化傾向を維持しており、1月消費者信頼感指数からは、インフレを背景とした実質ベースでの所得悪化が続いていることが示唆される。住宅市況も悪化傾向が鮮明化しており、消費者物価指数のなかでも高い構成比率を占める住居費を押し下げ、インフレを緩和させるだろう。

【実質政策金利と政策金利、コアPCEの推移】



注：政策金利の直近値は23年2月、コアPCEの直近値は23年1月でBloombergコンセンサス
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

利上げによる累積的な効果は、今後、一段と顕在化しよう