

House-View Report

July 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

【7月ハウスビュー】

■ 投資環境：中央銀行がタカ派に傾くなか、経済の方向感が重要に

主要中銀が再び引き締め方向に舵を切る

主要先進国の中央銀行が再び引き締め方向に政策の舵を切りだした。6月に政策金利を発表した豪、カナダ、米国、ユーロ圏、英国などの各中銀の動きは、市場予想対比でタカ派的な印象だった。

例えば、イングランド銀行（BOE）は利上げ幅を再び0.5%ptに拡大、FRB（連邦準備制度理事会）も政策金利こそ据え置いたが、四半期毎に提示されるFOMC（連邦公開市場委員会）参加者の政策金利見通し（ドットチャート）は、年内2回の利上げが示唆された。

ECBの年次フォーラムでは、中銀総裁のタカ派的な発言が目立った

先行きの金融政策についてもタカ派的な動きが続く可能性が高まっている。6月下旬にポルトガルのシントラで開催された欧州中央銀行（ECB）の年次フォーラムでは、パウエルFRB議長やラガルドECB総裁などのコメントは、タカ派的な発言が目立った（同フォーラムでは、「不安定なインフレ環境におけるマクロ経済の安定」がテーマに掲げられていた）。

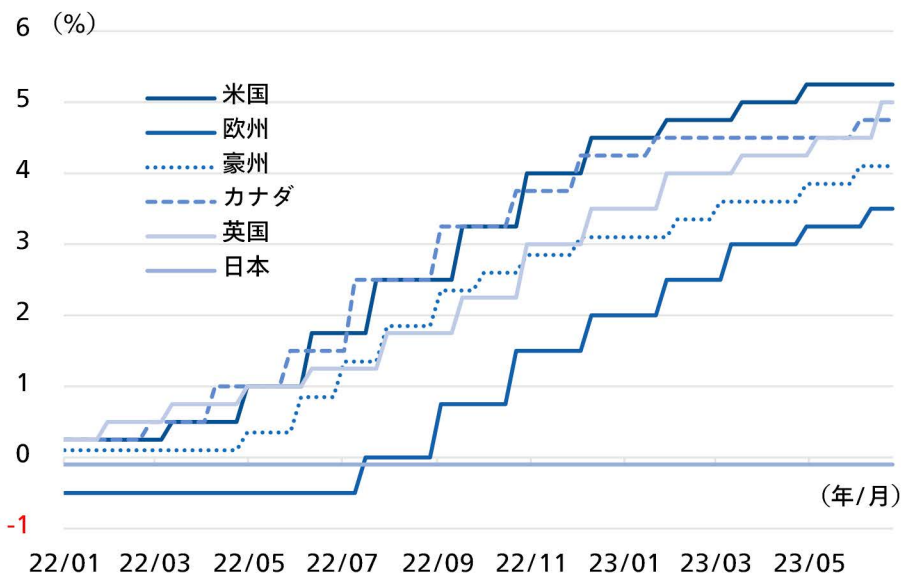
同フォーラムの基調講演でラガルドECB総裁は、「見通しに重大な変化がなければ7月も利上げを続ける」、「中央銀行が近い将来、政策金利がピークに達した、と完全に自信を持って言えるようになる可能性は低い」とタカ派的な発言が目立った。

インフレが高原状態なのは、政策金利が十分な水準ではないから

また、パウエルFRB議長も、自分が年内2回の利上げを予想したと明らかにし、その理由について、経済成長率、労働市場のひっ迫や物価上昇が予想を上回ったためだと説明した。

加えて、インフレが高原状態で推移していることについて、「政策金利が十分に引き締めの水準に達していないこと、そして引き締めが始まってからの期間がまだ短いことを示唆している」と述べた。

【主要先進国の政策金利の推移】



注：直近値は23年6月 出所：各中銀、Bloombergのデータをもとに当社作成

タカ派的な主要中銀と 対照的な日本銀行

一方、同フォーラムに参加していた日本銀行の植田総裁は、ラガルド ECB総裁やパウエルFRB議長とは対照的に「ハト派」な発言が際立った。

植田総裁は、日本銀行が政策を据え置いている理由について、「基調的なインフレ率は依然として2%をやや下回っていると考えている」と説明し、輸入物価の下落によって、インフレは2023年末にかけて「暫くは低下する」との見解を示した。

続く2024年についてはインフレが加速するとみているが、「それが起こるかどうかについて、それほど自信を持っていない」と述べ、日銀が金融政策を転換するには、インフレが再加速する「かなりの革新」が必要である説明した（P.10にあるように、こうした発言の主要中銀との対照性が、円キャリートレード活発化の一因と言えよう）。

インフレが沈静化しないのは、労働市場が ひっ迫しているから

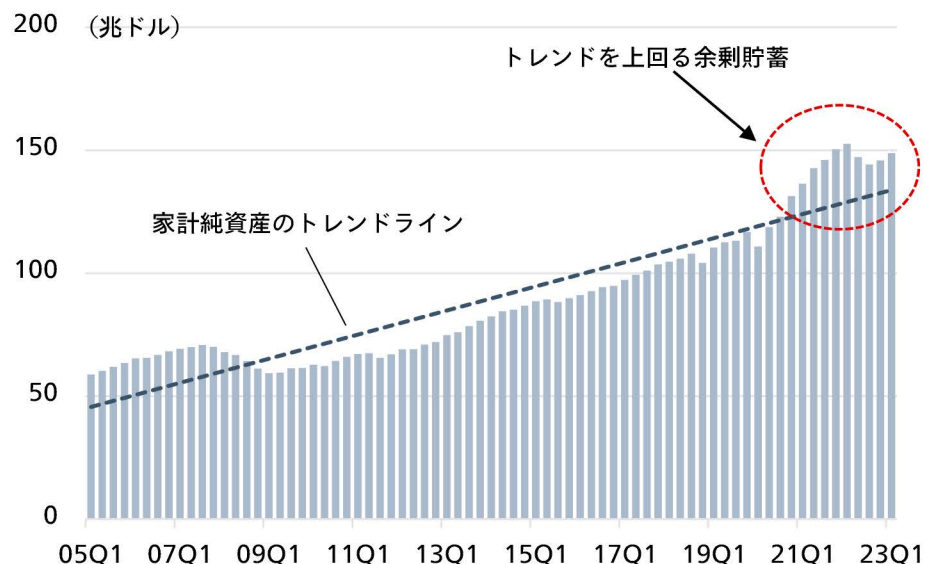
今回のECBフォーラムでは、インフレの沈静化に苦慮する各国ともに労働市場が逼迫しており、賃金がインフレを持続させているドライバーであるといった共通項が改めて浮き彫りになった。

コア指数が明確に下がらない限りにおいては、FRBなどの主要中銀がインフレ沈静化について自信を深めることは難しいだろう。実際、5月米消費者物価指数では、コア指数（変動の大きいエネルギーと食品を除く指数）の減速ペースが遅く、堅調な労働市場を背景にインフレ圧力が根強いことが示唆されている。

コア指数が高い水準を維持しているのは、家計のバランスシートの健全性が寄与する部分が大きいのだろう。コロナ禍で蓄えられた家計の純資産は、インフレの影響で徐々にだが減少傾向にあった。しかし、23年1-3月期にはグローバルな株高の影響などで再び増加に転じている。

つまり、労働市場のひっ迫で雇用が底堅いことに加え、足元の株高による資産効果（一般的に、所得が同一であれば、保有する資産が多いほど消費者は消費支出を高めると考えられる）が顕在化している可能性が考えられる。

【米国家計の純資産】



注：データは四半期で直近値は23年Q1（1-3月期）。家計純資産のトレンドラインは、05Q1～23Q1のデータで推計 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

2022年のようなタカ派的な金融政策にはならないとみている

こうした状況下では、コア物価の下落ペースが鈍く、主要中央銀行が再び引き締めの金融政策に対するトーンを強めるのも自然な流れとも捉えられよう。

もっとも、信用収縮による実体経済への影響を見極める必要があるなか、先行きの米国をはじめとした主要国の金融政策が、2022年にみられたような「景気を犠牲にしてでもインフレを退治する」といった強いタカ派的なものとはならないだろう。

実質政策金利はプラス圏であり、相応に引き締め効果があるはず

これ以上の金融引き締めは、景気を本格的に失速させるリスクに直面する可能性がある。下図に示すように足元の米国の実質ベースでの政策金利（名目金利から物価上昇の影響を控除した）は既にプラス転換しており、それ相応に景気に対する引き締め効果が強まっていると考えられる。

過去、実質政策金利が大きくプラスになった局面では、ITバブル崩壊や世界金融危機のような「ショック」に直面している。23年3月に発生した米銀の破綻問題は景気が引き締まっている証左と捉えられよう（足元の長期金利が、中央銀行のタカ派化にもかかわらず落ち着きを保っているのは、このような状況を反映しているとみている）。

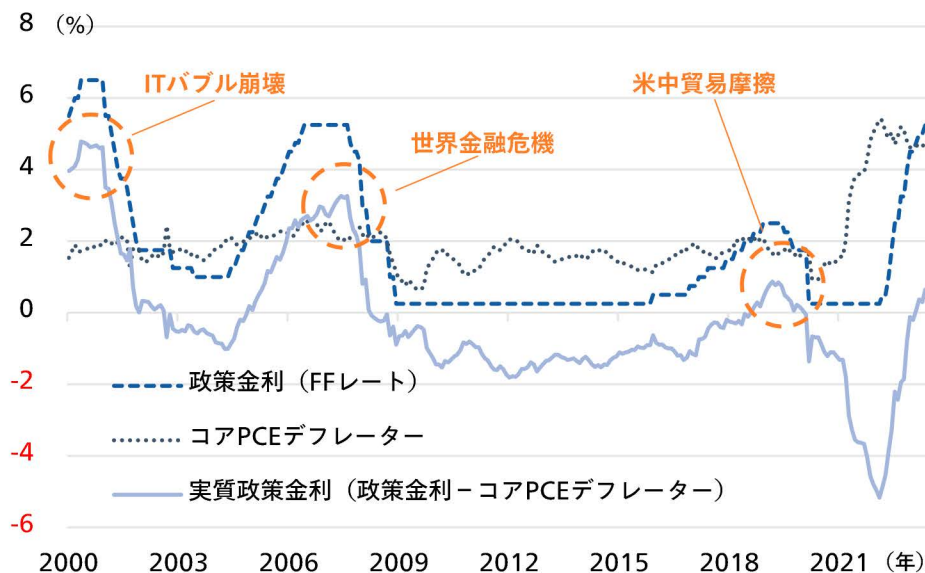
金融政策に対する基本シナリオは変わらない

つまり、中央銀行が直近のインフレに焦点を当てて金融政策を実行すれば、将来的に景気後退を招くリスクが高まっているということである。仮に米国で利上げが実施されたとしてもFRBが示唆したように2回程度であろう（P.8の【債券市場の見通し】で述べているように債券利回りの水準から大きく切り上がるような展開は想定しにくく、長期債の下落リスクは限定的とみている）。

以上のことを考慮しつつも、我々の金融政策に対する基本シナリオは、

「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」と引き続き考えている。

【実質政策金利と政策金利、コアPCEデフレーター推移】



注：直近値は23年5月

出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

総じてグローバル経済は堅調を保つ

グローバル経済は総じて堅調を維持している。企業景況感を示すグローバル総合PMI（購買担当者景況指数、5月）は、経済の回復が続いていることを示唆しており、4ヶ月連続で好不況の分かれ目の「50」を上回った。ただし、先行き経済の方向感については、好悪材料のどちらも存在しており、慎重に状況を見定める必要があるとみている。

先行き経済は好悪材料が入り混じる

景気循環を考える上での好材料としては、製造業サイクルにボトムアウトの兆候がみられる点である。例えば、半導体企業の直近のコメントからは、製造業景況感に先行性があるメモリサイクルが底打ったことを示唆する内容が増え始めている。

製造業サイクルと米住宅市場にボトムアウトの兆候

また、米国経済における住宅市場のボトムアウトが鮮明化していることも経済のアップサイド要因であろう。全米ホームビルダー協会が公表するNAHB住宅市場指数は、現状・先行きともに明確に反転しており、建設セクターの景況感が改善していることを示している（新築住宅着工件数など、その他の住宅関連データも同様の傾向である）。

中国経済の失速が気になり

一方、中国経済に減速感がみられることは気がかりな材料である。国家統計局が発表した6月の製造業PMIは3ヶ月連続で好不況の分かれ目である「50」を下回った。生産に影響を与える新規受注や原材料の購入も減少しており、先行きの不透明感は強い。

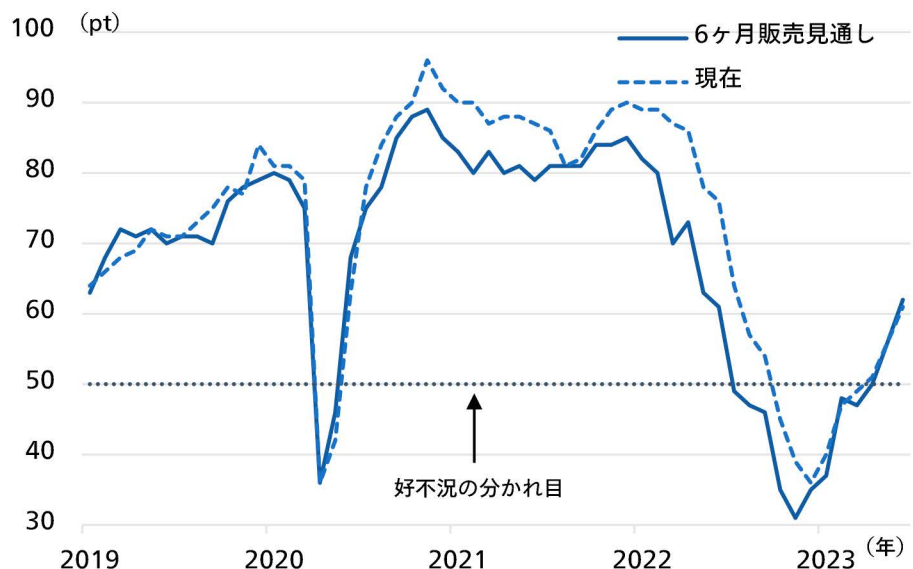
過去、中国景況感は、グローバル景況感に対して時間差をもって波及する傾向がみられた。もし今回もそれが当てはまるならば、2023年後半にかけて先進国の製造業サイクルが失速する可能性がある。

ミクロレベルでの経済がどうなっているかを確認したい

これらの好悪材料をどのように捉えていくべきかを考える上で、今後、本格化する企業決算の内容が非常に重要になってくるとみている。

我々は引き続き、先行き経済を楽観的に見ているが、仮に「中国経済悪化の波及」、「過度な金融引き締め兆候」といった悪材料がミクロレベルでも顕在化するならば、金融市場の調整は避けられないだろう。リスクを踏まえた慎重な投資姿勢が足元は重要と考える。

【NAHB住宅市場指数】



注：直近値は23年6月

出所：全米ホームビルダー協会、Bloombergのデータをもとに当社作成

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、ご注意下さいます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.