

House-View Report

March 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

3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

【3月ハウスビュー】

■ 投資環境：新たなリスクの芽が生まれるもシナリオに変更はない

メインシナリオを変更する必要は現段階ではないと考える

米銀の破綻は、本質的には流動性の問題

当局による迅速な流動性供給が事態の緩和に繋がる

SVBやクレディ・スイスは、他の金融機関と異なる特殊性があった

米銀の破綻やクレディ・スイスへの経営不安に端を発した金融システムの動揺は、新たなリスクの芽が生まれたという点では、十分に警戒が必要であろう。ただし、我々のメインシナリオを大きく変更する必要は、現段階ではないと考えている。

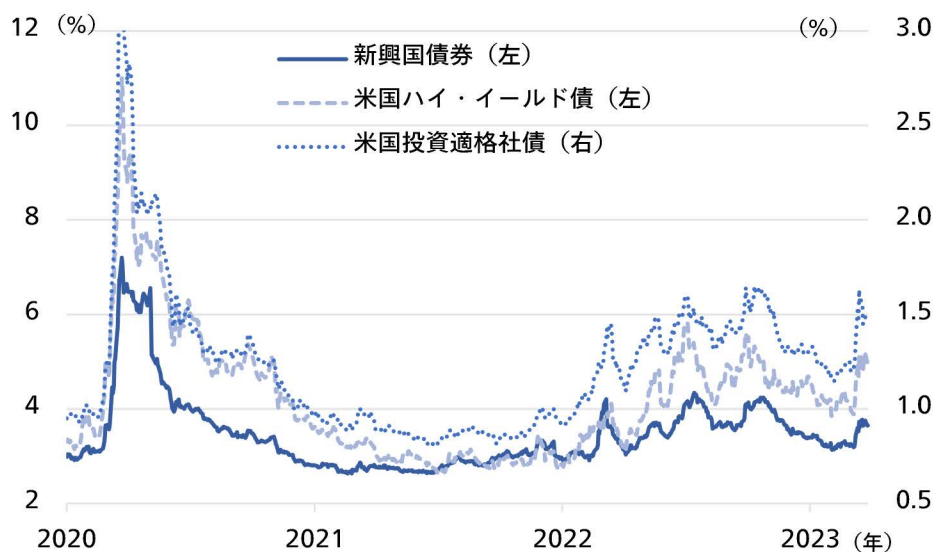
今回の米銀の破綻は、本質的には「流動性」の問題であったとみている。歴史的な金利上昇による債券価格の下落と、利上げの影響で資金調達が困難となった企業などによる預金の引き出しが重なり、破綻へと繋がった（SNSなどで懸念が急速に伝搬したことも影響した）。言い換えれば、預金が流出しなければ起こりえなかったとも考えられる。

足元では、当局による預金保全の動きに加え、FRBによる新たな貸し出しプログラムや、主要6中銀によるドルスワップ協定などで流動性が迅速かつ潤沢に供給されており、同様の問題が金融システムのリスクへ繋がる可能性は低いだろう。実際、下図に示すようにクレジットスプレッド（信用力に応じた上乗せ金利）には緩和の動きがみられる。

そもそも、問題となったSVBやクレディ・スイスには、他の金融機関と異なる特殊性があったことも念頭に置いておきたい。SVBは、資産と負債のミスマッチや、預金者がスタートアップやベンチャーキャピタルに偏っていたことに大きな問題があった。

一方、クレディ・スイスについては、いくつかの経営課題（アルケゴス問題等を巡る訴訟問題や投資銀行部門の収益改善など）を抱えており、クレジット市場が悪化する際には、欧米主要銀行の中でも相対的に弱い動きが目立っていた。

【主要債券指数のクレジット・スプレッド】



注：直近値は23年3月28日。米国社債は、Bloomberg US Corporate Bond Index、米国ハイ・イールド債は、Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index、新興国債券は、Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

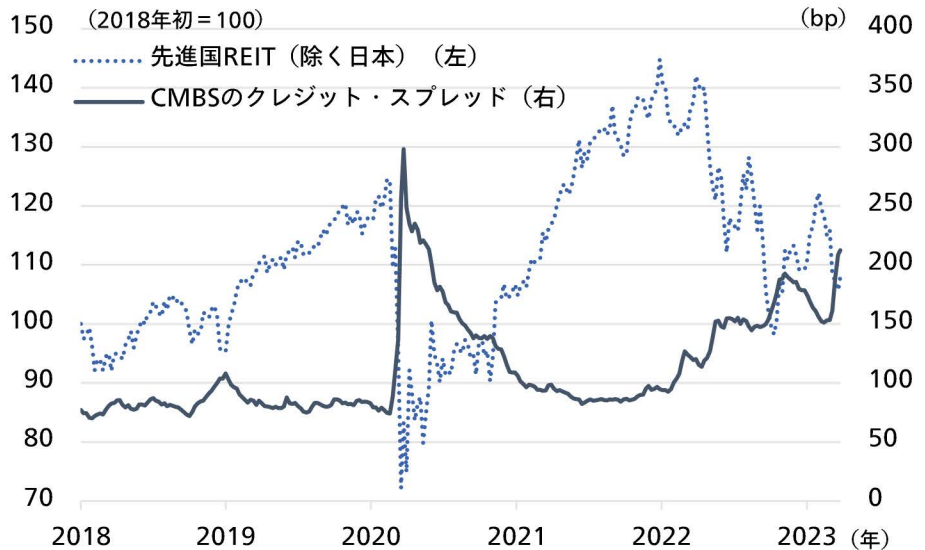
金融引き締めによる金融環境の悪化が問題の背景

もちろん、これらの問題が浮上した背景には、グローバルに実施されている金融引き締めによる金融環境の悪化がある。そのため、今回の様に、ある市場からどこか異なる市場に問題が伝搬し、それが金融市場の不安定化をもたらすリスクは否定できず、警戒が必要だとみる。

特に不動産市況にリスクがある可能性

特に、銀行の融資態度の厳格化によって不動産市況などに悪影響が出るリスクには注意したい。P.11で見られるように先進国REIT（除く日本）の過去1ヶ月の騰落率（配当込み）は主要資産の中でも相対的に下落が大きく、CMBS（商業不動産担保証券）のクレジット・スプレッドは、前項の資産クラスとは異なり上昇傾向が続いている。

【先進国REIT（除く日本）の株価とCMBSのクレジットスプレッド】



注：データは週次で直近値は23年3月24日。先進国REIT（除く日本）はFTSE EPRA Nareit Developed ex Japan REITs Total Return Index
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

金融政策の方向性は一段と複雑さを増す

金融システム不安を受け、金融政策の方向性は一段と複雑さを増している。3月FOMC（連邦公開市場委員会）では、インフレ抑制と金融システムの健全性とのバランスをどのようにFRB（連邦準備制度理事会）が取るかに注目が集まったが、結果として0.25%ポイントの利上げが実施され、インフレ抑制の決意を強調した形となった。

FOMC声明文では、「継続的な利上げが適切であろう」との文言が削除されるとともに、「いくらかの追加的な政策決定が適切かもしれない」との表現が追加された（ややハト派的に修正されたとも、先行きの利上げが「曖昧」になったとも言えそうである）。

信用状況の引き締まりが利上げの代わりになり得る

しかし、その後のパウエルFRB議長の記者会見では、2023年内の利下げについて否定し、必要に応じて追加で利上げを実施することを示唆した。また、金融システム不安による信用状況の引き締まりがインフレ抑制に作用する可能性（=信用状況の引き締まりが利上げの代わりになり得る）にも言及した。

足元で実施されている量的引き締め（QT）についても従来の方針が維持され、四半期毎に開示されるFOMC参加者の米国経済の見通しも、大まかな方向性に変化はないものの、ややタカ派的に修正された（経済見通しを若干下方修正し、物価見通しを上方修正した）。

金融市場は年内からの「利下げサイクル」の開始を織り込む

パウエルFRB議長の会見やFOMC参加者の経済見通しとは対照的に、金融市場が織り込む政策金利の見通しは、年内から「利下げサイクルが開始される」ことを強く織り込んでいる（P.12上図参照）。

今回の一連のイベントを経て、金融引き締めによる金融環境の悪化が、経済に与える影響をより慎重に見極めるざるを得ない段階に入ったことは確かだろう。

消費者物価、雇用統計からは、インフレの根強さが窺える

ただし、こうした金融市場の見方は「スピード違反」と言えなくもない。2月米消費者物価指数は、鈍化傾向ながらもサービス価格の上昇が続いており、インフレの根強さがみられる内容であった。加えて、同雇用統計では、雇用者数の伸びが力強く、労働市場が依然として底堅いことも確認された。

そのため、利上げ停止後、間もなく利下げが開始されるという金融市場の見方はやや行き過ぎている部分があろう。今後、金融システム不安が時間の経過とともに緩和方向へと向かう過程で、市場の政策金利の見通しも、若干上方修正されるのではないかとみている。

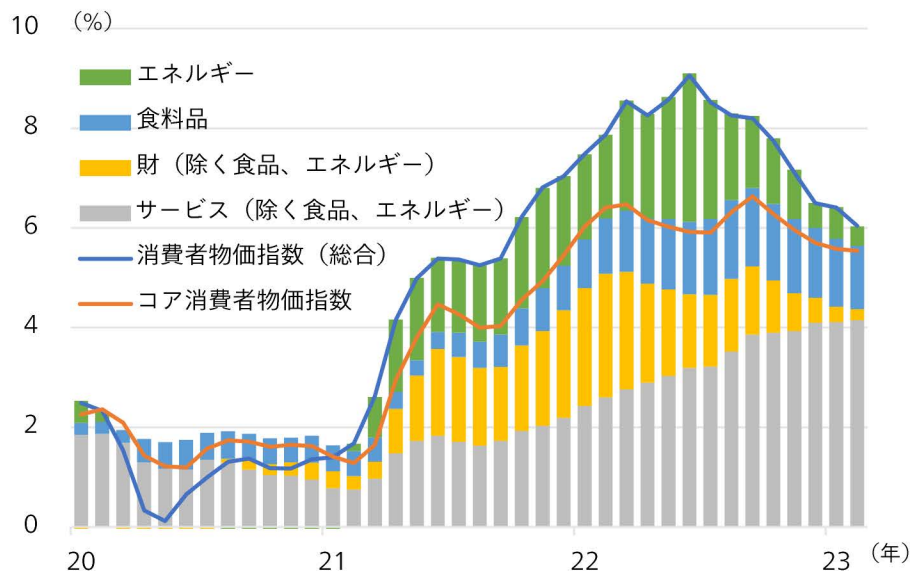
経済に対する引き締め効果は強まっているとみられる

もっとも我々は、金融政策について「2023年中に利上げサイクルが停止し、その後にインフレの沈静化とともに金融環境が緩和的になっていく」とみており、利上げが年内に停止するとの見方は上述の金融市場の見方と同じである。

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ており、銀行の信用サイクルもより縮小傾向になっていくだろう。

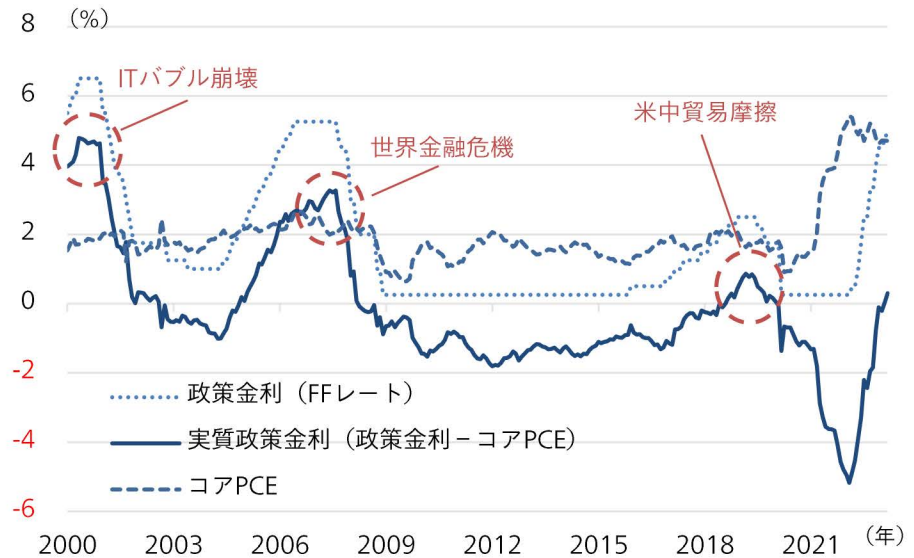
足元の実質ベース（名目金利から物価上昇の影響を控除）での政策金利も既にプラス転換しており、それ相応に経済に対する引き締め効果が強まっていると考えている。過去、実質政策金利がプラス転換した後に、金融政策が利下げに転換していることは注目に値しよう（次頁上図参照）。

【米消費者物価指数の項目別寄与度の推移（前年同月比）】



注：直近値は23年2月。コア消費者物価指数は、変動の大きいエネルギーと食品を除く指数
出所：米国労働統計局のデータをもとに当社作成

【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3月、コアPCEの直近値は23年1月で、同2月・3月はBloomberg コンセンサス 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

基本シナリオに変更はない

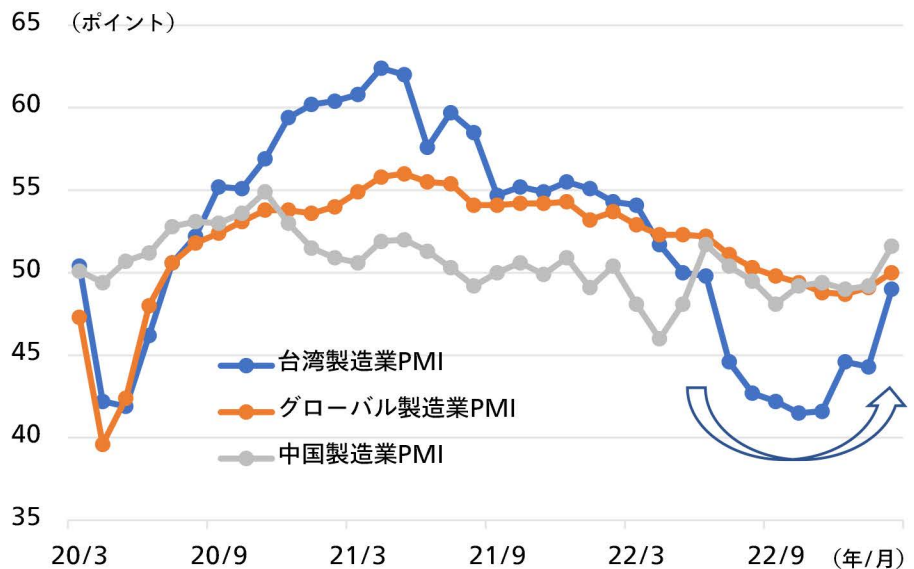
このように、金融政策の不確実性に加え、新たなリスクの芽が出現するなど、投資環境の不透明感は一段と増している。

ただ、冒頭で述べたように、我々が従前から考える基本シナリオに変更はない。すなわち、「世界経済の失速は避けられないが、深刻な景気後退には陥らず、リスク資産は2023年全体としては、持ち直しの動きを強める」とみている。

グローバル製造業景況感には底堅さがみられる

実際、下図に示すように、グローバル製造業景況感には底堅い動きがみられる。また、台湾の製造業景況感が先行して持ち直しの動きを強めているのも材料とみている。台湾は、グローバルに重要な製造拠点であり、同国製造業景況感、グローバルに先行性があると考えられる（この点は、年初からの力強い半導体セクターの値動きと整合的である）。加えて、世界二位の経済大国である中国経済の正常化の進展も世界経済を下支えすると引き続きみており、景況感も改善基調である。

【グローバル、中国、台湾の製造業PMI】



注：直近値は23年2月 出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成