

House-View Report

November 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
株式市場	p.6
債券市場	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.16

【11月ハウスビュー】

■ 投資環境：タームプレミアムの上昇を主因に米長期金利が上昇

リスク要因は増加しているが、メインシナリオは不変

日米長期金利の上昇、それに伴う金融環境の引き締め、中東の地政学リスクの顕在化などを主因に、直近の金融市場は軟調な展開が続いている状況である。しかし、我々は、こうしたリスク要因を認識しつつも従前のメインシナリオに大きな変更を加える必要は现阶段では無いとみている。

我々が考えるメインシナリオとは、経済については、「世界経済の減速は避けられないものの、深刻な景気後退に陥ることはなく、底堅い推移を続ける」。

金融政策については、「世界の中央銀行による金融引き締めは終盤戦に差し掛かっており、2023年中に利上げサイクルが停止し、その後、インフレの沈静化とともに金融環境が徐々にだが緩和的となっていく」といったものである。

米長期金利の上昇が金融市場を揺さぶる

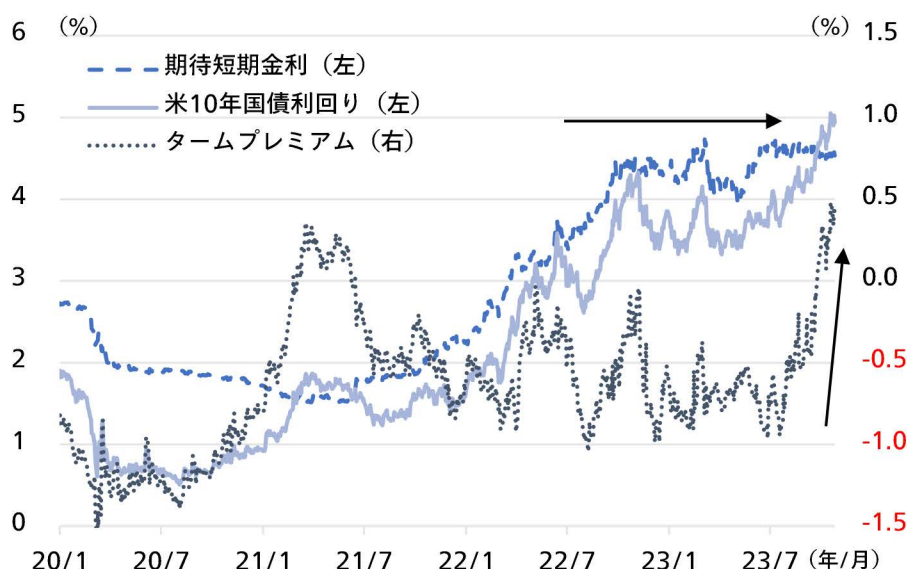
足元の金融市場を大きく揺さぶっているのは米長期金利の上昇だろう。結論を急げば、我々は米長期金利について、ピーク圏に達しているとみており、一段の金利上昇を過度に警戒する必要はないと考えている。

米長期金利の上昇の原因や先行きを考える上で、「ターム（期間）プレミアム」の動きを理解することが有用であろう（下図参照）。

「タームプレミアム」とは、期間が長めの債券を保有する場合に、投資家が求める上乗せ金利のことである。

一般的に満期までの期間が短い債券より、長い債券の方が将来の予測が困難であるためリスクが高いと考えられる。そのため、投資家は長期債のリスクを引き受ける際に「見返り（プレミアム）」を要求するだろう。金融市場ではそれを、「タームプレミアム」と呼んでいる。

【米国10年国債利回りのタームプレミアムと期待短期金利】



注：直近値は23年10月25日 出所：NY連銀、Bloombergのデータをもとに当社作成

長期金利は、タームプレミアムと期待短期金利に分解できる

長期金利は、先述した「タームプレミアム」と金融市場が予想する「期待短期金利」とに分解することができる。前頁の図を確認すると、2022年からの米10年国債利回りの上昇は、「期待短期金利」の上昇がドライバーになっていたことがわかるだろう。

言い換えれば、インフレ高進と、それを受けたFRB（米連邦準備制度理事会）による急激な金融引き締めが、金融市場が予想する「期待短期金利」を押し上げ、金利上昇の主因となったと解釈できる。

一方、足元の「期待短期金利」の動きに目を向けると、概ね横ばいに推移していることが確認できる。これは、インフレのピークアウト感が鮮明化していることと、米国経済が底堅さを保つなか、早期の利下げは行われないう、金融市場の「期待短期金利」に対する方向感が均衡していると読み取ることができる。

夏場以降にタームプレミアムが急上昇

「期待短期金利」の横ばい推移に対して、直近の「タームプレミアム」は、夏場以降に急激に上昇していることがわかる。前頁で述べたことを念頭に置くと、金融市場は米国債を長期で運用することに対して、見返り（プレミアム）を要求するようになった、つまり、何かしらのリスクを織り込んでいることを示唆していると言えよう。

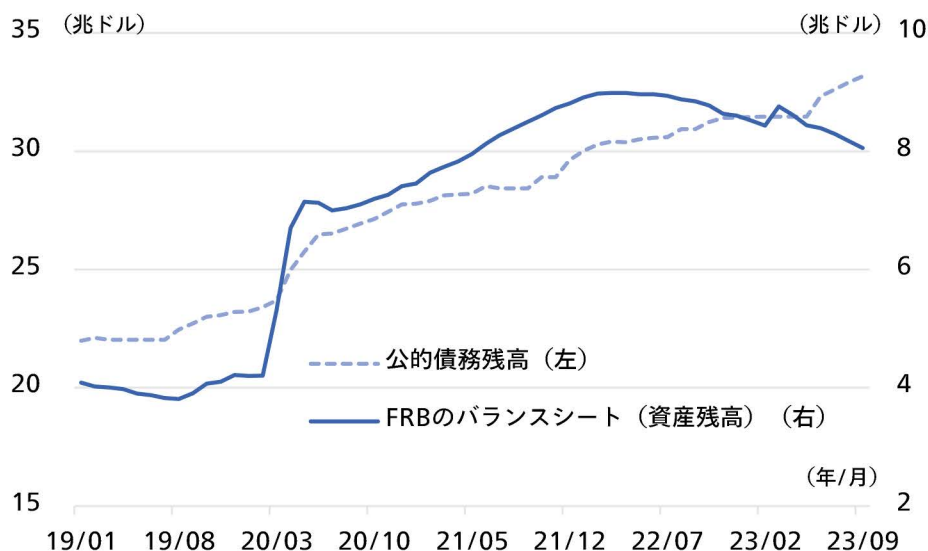
タームプレミアムの上昇は米国債の需給悪化が主因

「タームプレミアム」の上昇は、相次ぐ米議会の混乱、11月に再び政府機関が閉鎖に陥る可能性や、米財政に対する懸念もあるとみられるが、最も大きな要因は、米国債需給の悪化にあるとみている。

長らく米国債の大きな買い手であったFRBは、22年6月1日以降、国債などの保有資産を減らす量的引き締めの実施に伴い、バランスシートを着実に減少させている（23年3月頃に一時的に増加しているのは、米地銀破綻を受けた流動性対応）。

また、米国債の増発も需給を緩めている。10月中旬に実施された10年・30年債の入札は低調で、20日に発表された23年度の米財政赤字が前年度比2割増の約1.7兆ドルとコロナ禍を除いて過去最大規模となった。米財務省が11月初めに公表する四半期の米国債の発行計画次第では、一段と供給に対する懸念が更に広がる可能性もありえるだろう。

【FRBのバランスシートと米公的債務残高】



注：直近値は23年9月 出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

こうしたことに加えて、米国債の主要海外投資家の動きも見逃せない。過去、米国債のタームプレミアムは海外勢の保有高が増加する中で低下する傾向がみられたが、トレンドが反転しているようにも見える。

下図に示すように米国債の世界最大の保有者である日本と中国の同保有残高は低下している。特に中国は、不動産不況の影響などで経済成長が鈍化していることや、地政学リスクを意識した対中投資の減少によって資本流出が加速しており、人民元の売り圧力が強まっている。

元安を抑制するための介入オペレーション（ドル売り・人民元買い）を当局が実施するために、米国債を売却しているといった声も一部で聞こえる。

このような動きは日本にも当てはまるだろう。昨年、政府・日銀による為替介入が実施されたが、日本の米国債の保有残高は同時期に急減しており、介入原資のため米国債を売却したとも考えられなくもない。

足元では1ドル=150円近辺でドル円相場が推移しており、介入への警戒感が高まるなか、再び同様のメカニズムが働き米国債の需給が悪化する可能性も否定はできないだろう（円買い介入の原資は、中央銀行や政府が債券や預金、金などの形で保有する外貨建ての資産（=外貨準備）であるため、米国債を売却していない可能性には留意）。

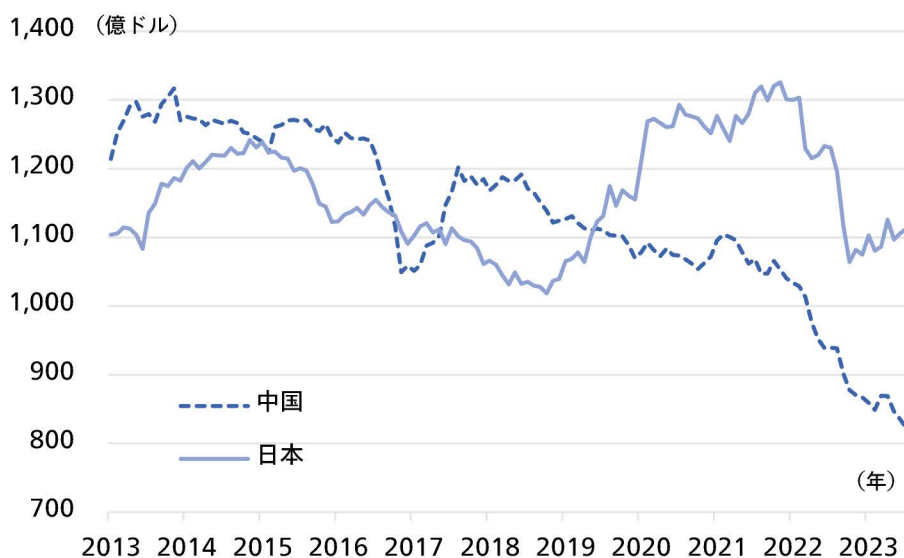
以上のように、夏場以降の米長期金利の急騰は、「タームプレミアム」の上昇によってもたらされたと解釈できる。これらの要因は長期的な構造変化によってもたらされているとも考えられる。今後も「タームプレミアム」の上昇に要因として存在感を増していくかどうか、状況を注視する必要があるだろう。

ただし、我々は先述した通り、米長期金利の水準については、既にピーク圏に達していると考えている。

そう考えるのは、米国経済の成長率が今後は減速し、「期待短期金利」が緩やかながらも低下傾向を辿ると考えているからである。

米長期金利はピーク圏と考える

【日本と中国の米国債保有残高】



出所：日本銀行のデータをもとに当社作成

7-9月期の米経済は力強い成長を見せたが、持続性には疑問符

米商務省が10月26日に発表した7-9月期の米実質GDP（速報値）成長率は前期比年率+4.9%と4-6月期の同+2.1%から大幅に加速したが、10-12月期には減速が見込まれる（10-12月期の同成長率のBloombergコンセンサスは、前期比年率+0.8%となっている。10月27日時点）。

7-9月期の高い成長率は、悪天候などによって4-6月期に下振れた個人消費の反動や、企業の在庫投資の大幅な増加が寄与している部分が大きく、持続性にはやや疑問符が付くだろう。

また、10-12月期には、米学生ローンの返済再開による消費の下押し、米自動車メーカーでのストライキや、住宅ローン金利の上昇などで、実質GDP成長率を押し下げるとみられる。

米成長率鈍化と利上げの見送りが長期金利の押し下げに寄与しよう

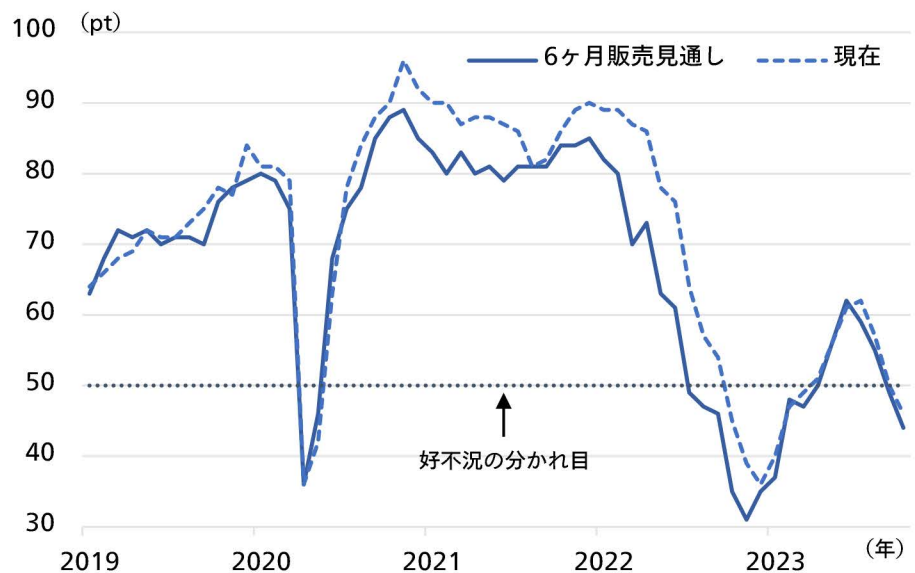
米成長率の減速が「期待短期金利」を押し下げると考えられることに加え、年内の利上げが見送られる可能性を想定していることも、長期金利がピーク圏にあると考える理由の一つである。

執筆時点（10月31日時点）では11月FOMC（連邦公開市場委員会）の結果は分かっていないが、直近のFRB高官からは、市場金利の上昇、利上げを代替するとの趣旨の発言が目立っている。

実際、10月の住宅関連指標は鈍化が目立っており、急激な金利上昇による影響を確認することができる（下図参照）。

インフレ再燃のリスクが残っていることは確かだが、追加的な利上げによって景気を引き締めすぎてしまう可能性や、足元で顕在化している地政学リスクに鑑みれば、これまでの政策を維持し、引き締め効果を見極める可能性の方が高いと、我々は考えている。

【米NAHB住宅市場指数】



注：データは月次で直近値は23年10月
出所：全米ホームビルダー協会（NAHB）、Bloombergのデータをもとに当社作成

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 体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。

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。

Thank You.