

# House-View Report

October 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

# 【10月ハウスビュー】

## ■ 投資環境：自然利子率に関する議論が注目を浴びる

### 自然利子率を巡る議論が活発化

自然利子率に関する議論に注目が集まっている。米国の金融引き締めが終盤戦に差し掛かっているとみられるなか、先行きの金融政策を考える上での「参照点」として重要な概念となってきたからである。

自然利子率とは、経済を冷やしもしなければ、熱しもしない、言い換えれば、インフレにもデフレにもならない実質金利（物価上昇率を考慮した金利）のことであり、中長期では潜在成長率（中長期的に持続可能な経済成長率）に類似すると一般的に考えられている。

### 金融政策は、自然利子率と政策金利の関係性が重要

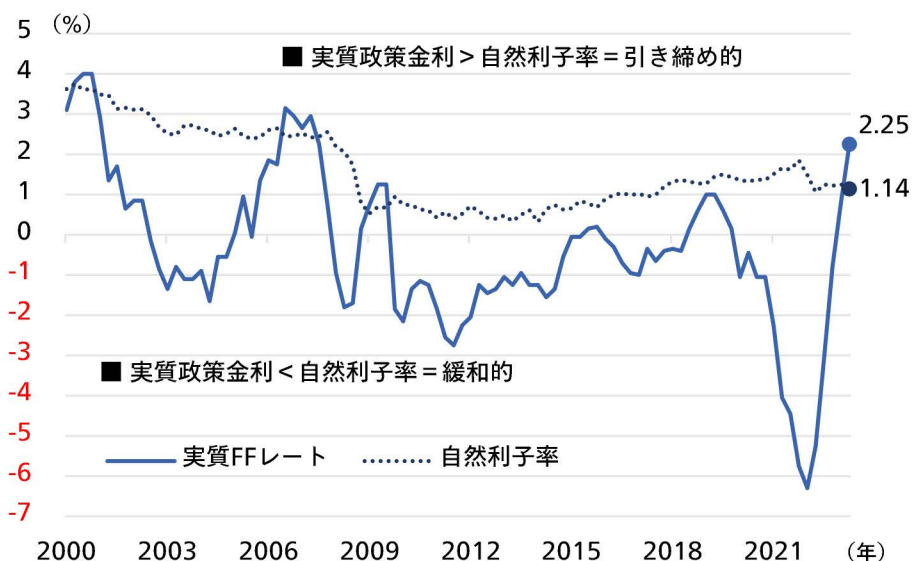
金融政策が経済に対して引き締めの的か緩和的かは、政策金利の高低ではなく、自然利子率と実質政策金利の関係性で決まる。実質政策金利が自然利子率よりも高ければ（低ければ）金融政策は引き締めの的（緩和的）と捉えることができる。

自然利子率は、実際には観測することができない理論上の値であり、様々な経済モデルで推計する必要がある。例えば、ニューヨーク連銀が公表している米国の長期的な自然利子率は、23年第2四半期時点で1.14%と推計されている。直近の実質政策金利（定義は下図注参照）が2.25%であることから、現状の金融政策は引き締めの水準に達しているとみることが可能であろう。

### 米国経済が底堅いのは自然利子率が高くなっているからなのか

しかし、自然利子率が何らかの理由で上昇しているのだとしたら話は変わってくる。足元で起きているのはまさにこうした議論である。すなわち、「これまでの急激な利上げにもかかわらず米国経済が底堅さを維持しているのは、自然利子率（実質中立金利）が上振れているからではないか？」といったものである。

【米国の長期自然利子率（実質中立金利）と実質政策金利】



注：実質政策金利 = フェデラル・ファンドレート（米政策金利） - PCEデフレタ。データは四半期で直近値は23年4-6月。自然利子率はNY連銀のLaubach-Williams Modelによる推計値 出所：FRB、NY連銀、Bloombergのデータをもとに当社作成

## FRBの最新の経済・物 価見通しでは短期自然 利子率の上振れを示唆

こうしたなか、9月に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、「短期的」な自然利子率が上昇しているとの見方を示唆する経済・物価見通し（SEP：Summary of Economic Projections）が公表された。

同見通しでは、物価見通し（PCEデフレーターなど）が概ね据え置かれたが、政策金利が2024年と2025年でそれぞれ0.5%pt引き上げられた。

先述したように、自然利子率は物価考慮後の実質ベースなので、政策金利の上げ幅が物価見通しに対して大きいということは、FRBがSEPの見通し期間における目先1～2年の短期において、自然利子率が上昇しているとの認識を示したと考えてよさそうだ（下図参照）。

加えて、実質GDP成長率見通しが引き上げられたことや、失業率の見通しが引き下げられたこともこうした見方を後押しする。

実際、パウエルFRB議長は、FOMC後の記者会見において、「自然利子率が現在の長期見通しよりも高いかもしれない」、「経済の力強さが利上げを必要としている」と述べ、（自然利子率に対して）金融引き締めが不十分だから、米国経済の高成長が続いているかもしれないと指摘した。

仮に、米国の自然利子率が上昇していた場合、FRB（米連邦準備制度理事会）が、利上げを停止した後も政策金利を「長期にわたって、より高くとどめる（Higher For Longer）」可能性が高くなると考えるべきだろう。また、金融政策が利下げに転じたとしても、過去に実施されたような大幅なものとはならない展開も想定される。

従前、我々は、米金融政策について、「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」と考えていた。

現段階で利上げの停止時期については、上記の見通しを維持するものの、足元の米国経済の底型さに鑑みれば、金融環境が緩和的となっていくには、想定よりもやや時間がかかるとみるべきだろう。

【FOMC参加者の米国経済見通し（中央値、%）：SEP】

指標	時点	2023年	2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP成長率	今回	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
	前回	1.0	1.1	1.8	-	1.8
失業率	今回	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
	前回	4.1	4.5	4.5	-	4.0
個人消費支出 （PCE）デフレーター	今回	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
	前回	3.2	2.5	2.1	-	2.0
PCEコアデフレーター	今回	3.7	2.6	2.3	2.0	-
	前回	3.9	2.6	2.2	-	-
政策金利	今回	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
	前回	5.6	4.6	3.4	-	2.5

注：今回は9月時点、前回は6月時点の予想、GDP成長率とインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期  
出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

## パウエル議長は、経済 の力強さが利上げを必 要としていると言及

## 従前の想定よりも金融 環境が緩和的となるに は時間がかかりそう



中長期的な目線では自然利子率は大きく変わってないとみる

しかしながら、中長期的な目線では、金融環境が緩和的になっていくとみている。理由は、「短期的」に自然利子率が上昇していたとしても、「長期的」な目線では大きく上昇していないとみているからだ。

この点に関しては、FRBも同様の見方をしているとみられる。前頁図表のSEPにおいて、長期の自然利子率の見通しを前回6月時点から変えていないことが確認できる（政策金利と物価を含む、すべての経済指標の長期見通し（いわゆるロングラン）が据え置かれている）。

自然利子率に関しては、IMF（国際通貨基金）が2023年4月に公表した「世界経済見通し（World Economic Outlook）」で詳しい分析が掲載されている。

IMFはインフレが抑制されれば自然利子率は低いままと結論付けている

IMFの分析では、インフレが再び制御下に置かれれば、先進国の自然利子率は低いままで推移する可能性が高いと結論付けている。

自然利子率は、出生率や死亡率の変化、退職後の生活期間といった人口動態要因や、生産性の伸びが押し下げ方向に寄与しており、これは各国に共通したトレンドであると述べている。

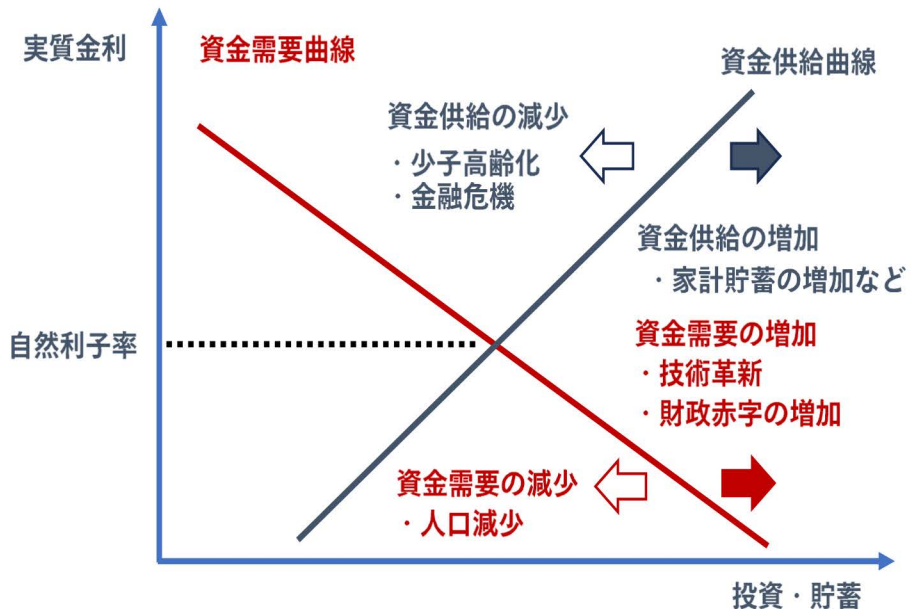
新興国の自然利子率についても、人口高齢化と合わせると長期的に先進国の水準に向けて低下していくと予測している。

加えて、各国特有の要因も自然利子率に影響を及ぼしてきたとみられる。例えば、米国では、過去50年間で貧富の格差が拡大し、消費性向が低い高所得者層に富が偏在することで、人口動態の変化以上に自然利子率を押し下げた可能性が考えられる。

IMFは自然利子率が上昇するシナリオも提示している

こうした分析の一方で、自然利子率が上昇する代替シナリオについても同分析で言及されている。特に影響が大きいと考えられているのは、「先進国の労働分配率の上昇」と「先進国国債の安全資産としての魅力の低下」が挙げられている（その他の代替シナリオには、地政学リスクを受けた脱グローバル化や、公的債務の増加などが提示されている）。

【自然利子率の決定要因】



出所：日本銀行のデータをもとに当社作成

## 本質的な問題は、自然 利子率が把握できない こと

以上のように、自然利子率については上下両方向にシフトしていく要因が想定されるため、今後の趨勢を注意深く見る必要があるだろう。

もっとも、目先の金融政策を考える上での本質的な問題は、自然利子率が事前には正確に把握できないことにあるのかもしれない。自然利子率は、経済モデルで推定する必要があり、それは常に不確実性を伴う（経済モデルによってインプットする変数が異なったりする）。

そのため、直近の経済に対して金融引き締めが足りなかったり、逆に過剰に行われる可能性があるのだろう。各国中銀もそのような点を考慮して金融政策を実施していると思われる。

例えば、FRBは、早すぎる金融政策の転換によるインフレの再燃を警戒しているとみられ、反対に日本銀行は拙速な引き締めがデフレに繋がってしまうリスクを意識していると考えられる。

足元のドル高・円安傾向は、こうした日米の「真逆」とも言える金融政策の方向性の帰結と言えるかもしれない（詳細はP.10参照）。

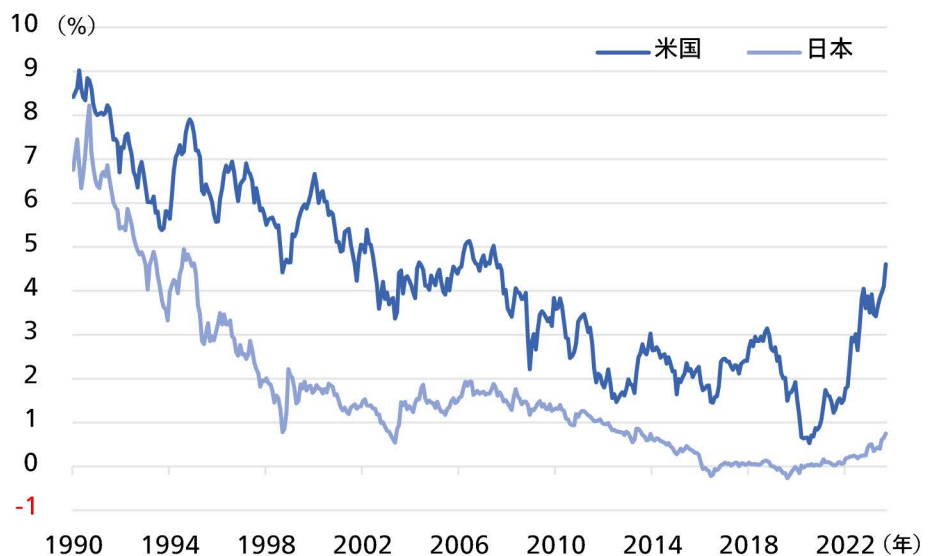
いずれにしても目先の時間軸では、短期的な自然利子率の上昇や政策金利の高水準での推移を織り込む動きが金融市場では続くだろう。日米ともに10数年来の高水準となった長期金利の動きは象徴的である。

## 下方リスクを意識した 投資姿勢を継続したい

先行きの投資戦略としては、下方リスクを意識した投資姿勢を継続すべきだとみている（投資戦略の詳細はP.5参照）。足元では、サウジアラビアの自主追加減産やロシアによる原油輸出削減方針の延長を受けた原油高や、それに伴うインフレ再燃リスク、全米自動車労働組合（UAW）のストライキなど、先行き経済に対する懸念事項は少なくない。中国の不動産不況に端を発した景気減速懸念も払しょくされたわけではない。

仮にだが、これらのリスク要因によってグローバルに景況感が下押されるなかで、インフレの沈静化を重視した引き締めの金融政策が継続するようなら、金融市場にとって大きな悪材料となるだろう。先行きのリスクには十分に警戒すべきと考える。

【米国と日本の10年国債利回りの推移】



注：データは月次で直近値は23年9月28日時点  
出所：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 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.