

House-View Report

September 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.13
当レポートにおける用語集	p.16

【9月ハウスビュー】

■ 投資環境：力強い米国経済とリスクが高まる中国経済

グローバル景況感の鈍化傾向が強まっている

米銀の破綻を受けた信用状況の引き締まりや、徐々に顕在化しているとみられる金融引き締め効果によってグローバル景況感の鈍化傾向が強まっている。

積極的な利上げ効果の影響でユーロ圏の落ち込みが特に厳しい

23年8月の主要国・地域の総合PMIは、日本を除いて前月から減速した。悪化が目立ったのはユーロ圏で、総合指数が47.0と前月（48.6）から落ち込み、2年9ヶ月ぶりの水準に沈んだ。これまで比較的堅調だったサービス業についても、好不況の節目である「50」を下回った。

ユーロ圏の中でも特に目を引いたのは、ドイツ景況感の悪化である。23年8月のドイツの総合PMIは44.7と3年3ヶ月ぶりの水準まで下落、新型コロナ・ウイルスの感染拡大で景況感が悪化していたレベルにまで落ち込んでいる。

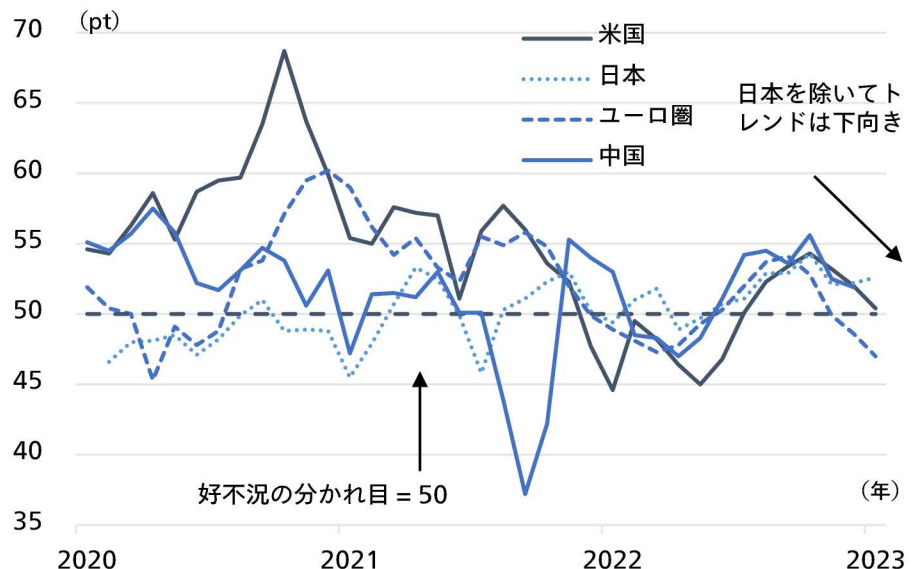
背景には、ECB（欧州中央銀行）による積極的な利上げに加えて、後述するように不動産不況の問題などで中国経済の減速懸念が強まっていることがあろう（ドイツは中国への輸出依存度が相対的に高い）。

米国景況感が堅調なのは安心材料だが、中国経済の失速懸念が浮上

世界最大の経済大国である米国の景況感が、減速しつつも依然として拡大基調（好不況の節目である「50」を上回る）を維持し、経済活動の正常化を追い風に日本の景況感が持ち直していることは一定の安心材料である（P.7「主要国・地域の株式市場見通し」において、米国、日本の株式市場を相対的にポジティブにみている理由でもある）。

ただ、主要先進国の景気サイクルがピークアウトしている可能性があるなかで、中国経済の失速リスクが浮上していることは、先行きのグローバル経済を見通す上で無視できない懸念材料と言えるだろう。

【主要国・地域の総合PMI（購買担当者景気指数）の推移】



注：中国を除く主要国・地域の直近値は23年8月。中国の直近値は23年7月
出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

中国の不動産問題が危機に発展するとはみていない

結論を先に述べると、中国経済について、我々は「減速」は長期化し、徐々に経済成長率も低下していくとみている。ただし、足元でクローズアップされている不動産問題が、2008年のようなグローバル金融危機を引き起こしたり、中国の景気後退に繋がるとはみていない。

中国は世界のGDPの約2割を占める経済大国だが、内需主導型経済へ移行する段階で、経済成長率は既に低下基調を辿っている。かつてのように世界経済の成長を強くけん引しているわけではない。

中国当局は、マクロ経済ショックに発展する事態は避けたいはず

懸念が広がっている不動産最大手の碧桂園控股（カントリー・ガーデン）の流動性不足や恒大集団（エバーグランデ）の米国での破産法申請に象徴される不動産不況についても、強大な政治権力が確保されている中国政府の監視の下、金融システムの動揺といったマクロ経済ショックに発展する事態は力づくでも回避するはずだ。

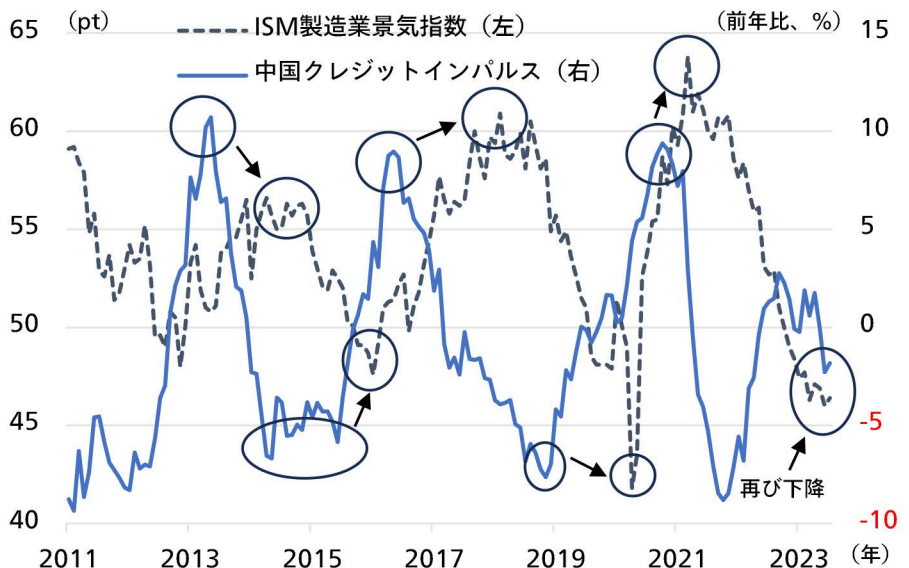
これまで中国政府は、こうしたショックを回避するために、潤沢な資金を供給することを継続し、金融緩和も複数回にわたって実施している。8月21日に事実上の政策金利であるLPR（ローンプライム金利）を引き下げたのは記憶に新しい。

また、不動産デベロッパーのデフォルトが発生した場合、消費者心理を冷え込ませるとともに不動産市況を更に悪化させ、中国のデフレ懸念を一段と強める可能性が高い。そのため、過去の巨額な財政出動が不動産投機を招いた反省が中国当局にあるとしても、事態が深刻化することは望まないだろう。「不用意に企業を救済はしない。だがマクロ経済ショックは避けたい。そして庶民は助ける」これが、中国当局の現在のスタンスではないだろうか。

中国経済がダウンサイドリスクを抱えている点は軽視できない

もちろん、足元の中国経済がダウンサイドリスクを抱えている点を軽視することはできない。過去、米ISM製造業景況指数が、中国のクレジット・インパルス（名目GDPに対する与信の伸び率）に対して遅行してきた点に鑑みれば、製造業景況感が低空飛行を続ける可能性がある。中国依存度が高い国・地域や業種の選好は弱めるべきだろう。

【ISM製造業景況指数と中国のクレジット・インパルス】



注：データは月次で直近値は23年7月。クレジット・インパルスは前年比
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

米国経済は力強い推移が続いている

中国経済の減速懸念が高まる一方で、景況感が鈍化傾向とはいえ足元の米国経済は力強い推移が続いている。

米アトランタ連銀が算出している直近発表された経済指標から、米国の実質GDPを予測する「GDPナウ」によると、23年7-9月期は前期比+5.9%（年率換算）と、同年4-6月期の前期比+2.1%から成長率が加速する見通しとなっている（23年7-9月期の開示をはじめた7月下旬の段階では、前期比+3.5%で徐々に水準が切り上がっている）。

まだデータが少なく今後の統計次第では調整される可能性はあるものの、継続的な利上げにもからわず米国経済が大きく失速していないのは確かだろう。

米国経済は個人消費の底堅さに支えられている

米国経済の力強さは、個人消費の底堅さに起因する部分が多い。バイデン米大統領が8月15日の演説で、「賃金はインフレ率よりも伸びが加速している」と語ったように、米国の実質賃金（賃金伸び率-物価上昇率）は5月から3ヶ月連続でプラス推移が続いている。

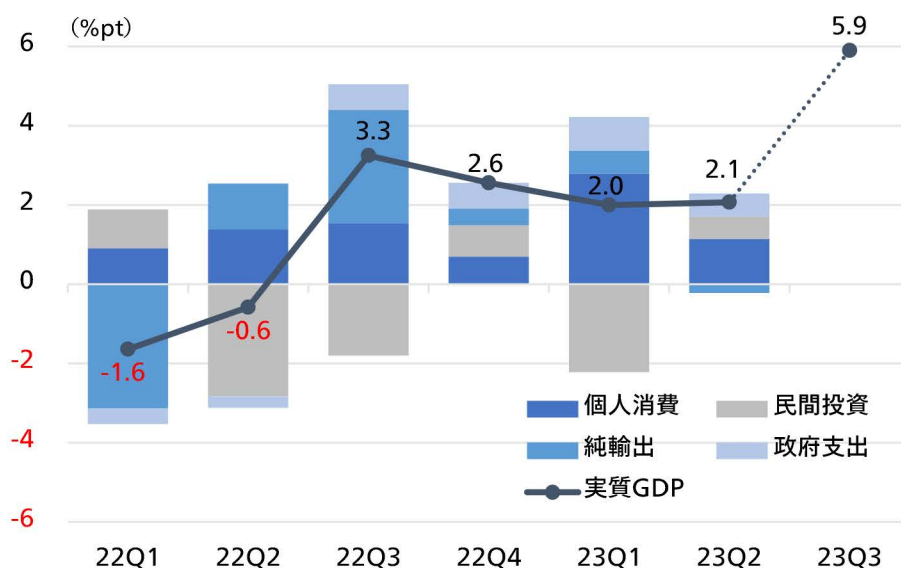
実質賃金のプラスは、消費者の購買力が高まっていることを意味している。個人消費がGDPの約7割を占める米国経済の場合、実質賃金が増加している状況において、景気が大きく後退する可能性は低いだろう。

米国経済の景気後退入り回避は市場コンセンサス

実際、米国経済の景気後退の回避（=米国のマイナス成長予測）は、既に金融市場のコンセンサス（Bloombergコンセンサス）となっている。また、FRB（米連邦準備制度理事会）が8月16日に公表した7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）議事録においても、FRBのスタッフは「もはや景気後退入りを予測していない」と明記された。

つまり、昨年から台頭していた「急激な利上げによる景気後退」といったシナリオの織り込みは大きく後退しつつあると言えよう。このような米国経済の状況は、リスク資産への投資を考える上でポジティブな材料と素直に評価すべきだ。しかし、先行きの金融政策を巡っては、難しさを増す要因になると考えられる。

【米国の実質GDPとアトランタ連銀GDPナウ】



注：Q1は1-3月、Q2は4-6月、Q3は7-9月、Q4は10-12月。23Q3はアトランタ連銀が算出するGDPナウで、23年8月30日時点
出所：アトランタ連銀、Bloombergのデータをもとに当社作成

金融政策には様々な不 確実性が存在する

パウエルFRB議長は、8月24日～26日の日程で開催されたジャクソンホール会議で、経済動向や金融政策の効果が非常に複雑で、様々な不確実性が存在することを、「我々は曇り空のもとで星をたよりに航海をしている」と比喻した。

加えて、同議長は「トレンドを上回る成長が続くという新たな証拠があれば、インフレのリスクが高まり、一段の金融引き締めを正当化するだろう」、「労働市場のひっ迫が和らぎそうにないとの証拠があれば、政策対応が必要になるだろう」とも語った。

インフレ率が低下して いても再燃リスクがあ る限りは金融政策は引 き締めの

つまり、たとえ足元のインフレ率が低下していたとしても、経済や雇用が強い限りにおいては、そのことが物価を再び押し上げるリスクがあるため、金融引き締めを継続する可能性を示唆していると言えよう（引き締めずとも高い政策金利を維持するだろう）。

こうしたタカ派的な発言があった一方で、同議長は、今後の政策判断については、データやリスクを評価しながら「慎重に進める位置にある」とも述べた。

また、「（景気を熱しも冷ましもしない）中立金利の水準を確信をもって知ることはできない」としながらも、「（名目金利から物価上昇率を差し引いた）実質金利は、推定される中立金利を上回っている（≒経済を引き締める水準に金利が位置している）」と発言している。

以上のように、金融政策は、強い経済のもとで物価が高止まりする可能性を排除しつつも、経済を冷やしすぎてはならないという難しいかじ取りを迫られている。

足元の雇用データは労 働市場の軟化を示唆

今後については、もはやパウエルFRB議長のお決まりの文言となった「データ次第」ではあるが、特に雇用関係の経済指標を注視すべきだろう。幸い、直近に発表があった雇用動態調査（JOLTS）やADP全米雇用レポート（民間企業による雇用調査）で、労働市場の軟化が確認された点は、一定の安心材料であろう（執筆時点では8月米雇用統計は未発表）。

【米雇用動態調査（JOLTS）の求人件数と求人率】



注：データは月次で直近値は23年7月
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す。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.