

House-View Report

April 2024

The logo for IFA Leading features the text "IFA Leading" in a bold, black, sans-serif font. The text is positioned to the left of a large, white, glowing sphere that has a soft gradient and a subtle shadow, giving it a three-dimensional appearance. The sphere is partially overlapping the text.

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

当面の経済・金融政策、主要資産の見通し	p.1
投資環境	p.2
投資戦略	p.6
オルタナティブ・為替	p.9
参考指標一覧	p.11
当レポートにおける用語集	p.18

■ 投資環境：ソフトランディングシナリオの実現性が高まっている

- グローバル景況感は持ち直しの動きを強めている
- 注目された日米の金融政策はハト派的な内容となった
- 日本銀行が2024年内に追加利上げを実施するハードルは高いだろう

グローバル景況感が持ち直すなか、インフレは低下基調を辿る

世界経済は引き続きソフトランディングシナリオに向かっているとみられる。ソフトランディングシナリオとは、失業率の大幅な上昇（≒景気後退）を避けながら、インフレ率を中央銀行が目標とする水準に引き下げることである。

下図に示すように、企業景況感を示すグローバル総合PMI（購買担当者景気指数）は、好不況の分かれ目である「50」を継続して上回る一方で、世界のインフレ率は22年10月をピークに低下基調を辿っている。

リスク資産の上昇による資産効果が経済を支えている

背景には、労働市場の改善やサプライチェーンの正常化といった供給要因が寄与した部分が大きいだろう。また、経済が大きく減速していない理由としては、コロナ禍で蓄えられた家計の超過貯蓄が残存している可能性や、リスク資産の上昇による資産効果（株式などの資産価格の上昇によって消費や投資が活発になること）が考えられる。

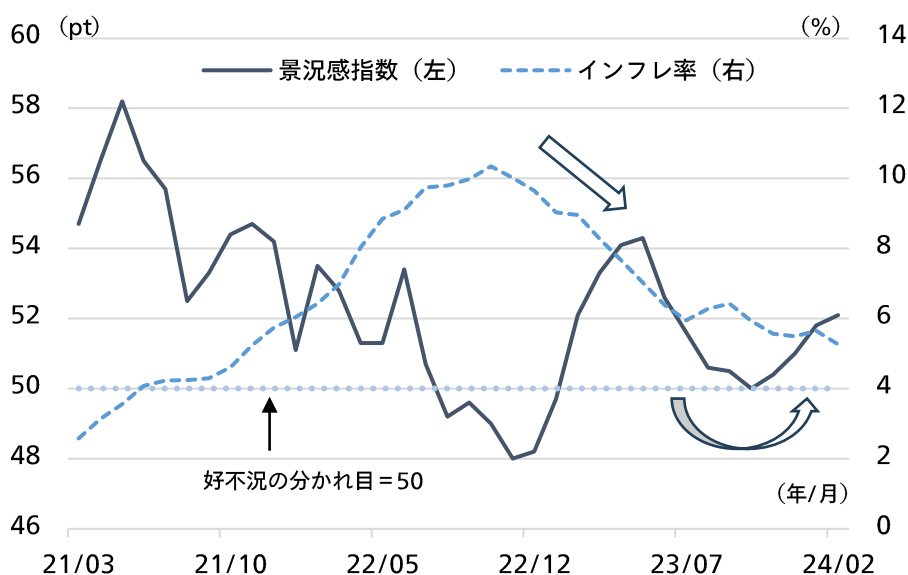
米国家計は過去数十年のなかでも堅調

実際、米国家計と非営利団体の純資産は、主に株式の増加によって過去最高を記録（23年12月末時点）している。加えて、米国の家計資産に占める負債の割合を示す家計レバレッジは約11.6%と過去数十年の中でも健全である（次頁上図参照）。

年前半に経済成長率が減速するシナリオは後退しつつある

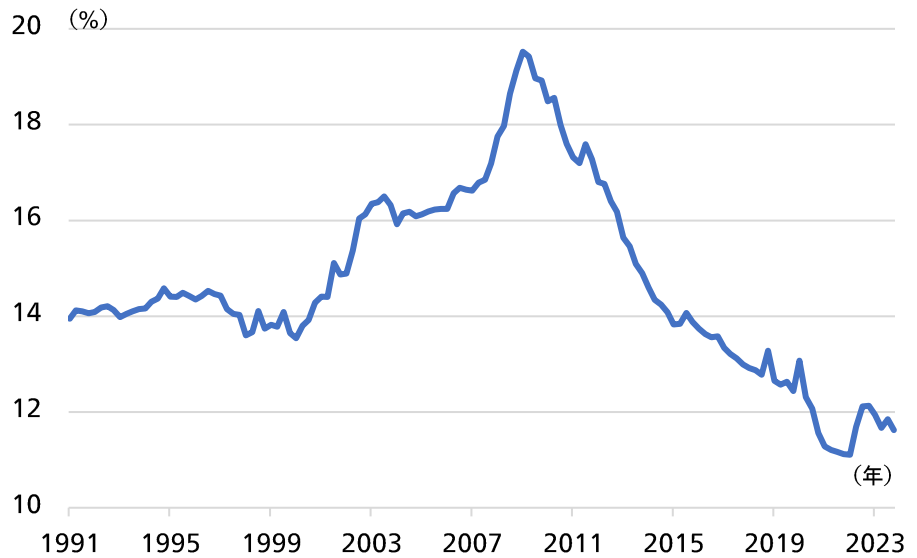
足元の米国の労働市場が依然として底堅く推移していることに鑑みれば、世界のGDPの約6分の1を占める米国の家計消費が大きく減速することは考えにくく、引き続き世界経済は底堅い推移が続くとみるべきだろう。我々は、年前半に経済成長率が鈍化するとみているが、そのシナリオの発生確率は前向きな理由で後退しつつあると言えよう。

【世界のインフレ率と景況感指数の推移】



注：データは月次で直近値は24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

【米国家計の負債レバレッジの推移】



注：データは四半期で直近値は23年12月
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

底堅い個人消費がインフレを再燃させるリスクがある

底堅い個人消費は、先行き経済を考える上でポジティブな反面、サービス価格の上昇を通じてインフレを再燃させ、中央銀行が金融引き締めを強めるリスクが高まる可能性が考えられる。

24年1月・2月の米国の物価関連指標が市場予想（Bloombergコンセンサス）を上回っていたこともあり、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）においてFRB（米連邦準備制度理事会）が今後の金融政策についてのどのような見通しを示すかに注目が集まっていた。

FRBはハト派的な姿勢を維持、米国経済についても前向きな評価

結論から言えば、FRBは、ハト派的な姿勢を維持した。直近の物価関連指標の上振れは特に警戒しておらず、「今年のどこかの時点で 最初の利下げを行う可能性を示唆した。また、量的引き締めについても、「かなり早いうちにペースを緩めることが適切になる」と言及した。

四半期に一度公表されるFOMC参加者の経済・物価見通し（下図参照）では、FRBが経済やインフレについて、ソフトランディングを見込んでいることが改めて示された（GDP成長率が大きく上振れたが、政策金利が利下げ方向であることに変化がなかった）。

【FOMC参加者の米国経済の見通し（中央値）】

指標	時点	2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP成長率	今回	2.1	2.0	2.0	1.8
	前回	1.4	1.8	1.9	1.8
失業率	今回	4.0	4.1	4.0	4.1
	前回	4.1	4.1	4.1	4.1
個人消費支出（PCE）デフレーター	今回	2.4	2.2	2.0	2.0
	前回	2.4	2.1	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	今回	2.6	2.2	2.0	-
	前回	2.4	2.2	2.0	-
政策金利	今回	4.6	3.9	3.1	2.6
	前回	4.6	3.6	2.9	2.5

注：データは2024年3月 出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

日本銀行はマイナス金利政策を解除

一方、3月は日本銀行の金融政策の動向にも注目が集まっていたが、こちらにもハト派的な内容であったとみている。日本銀行は、3月の金融政策決定会合において、2016年1月に導入された「マイナス金利政策」を解除し、「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）」の枠組みの終了を決定した（ETFやJ-REITの新規の買い入れも終了）。

植田日銀総裁は決定会合の記者会見において、「（2%の物価目標について）持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した」と言及した。

今後、急ピッチな利上げは避けられる見通し

しかし、一方で、「今回の決定によって、預金金利や貸出金利が大幅に上昇するとはみていない。当面は緩和的な金融環境が継続する」ことを改めて強調、現時点の経済・物価見通しを前提にすると「今後、急ピッチな利上げを迫られる事態は避けられる」との認識を示した。

「利上げ」というよりは「金融政策の正常化」

我々は、日本銀行の金融政策について、「マイナス金利解除後も緩和的な金融政策が当面は維持される」とみていたが、そうした考え方に概ね変化はない。今回のマイナス金利解除は、「利上げ」というよりも「金融政策の正常化」といった意味合いが強いとみており、足元の政策金利を更に引き上げるには、一段の議論が必要だろう。

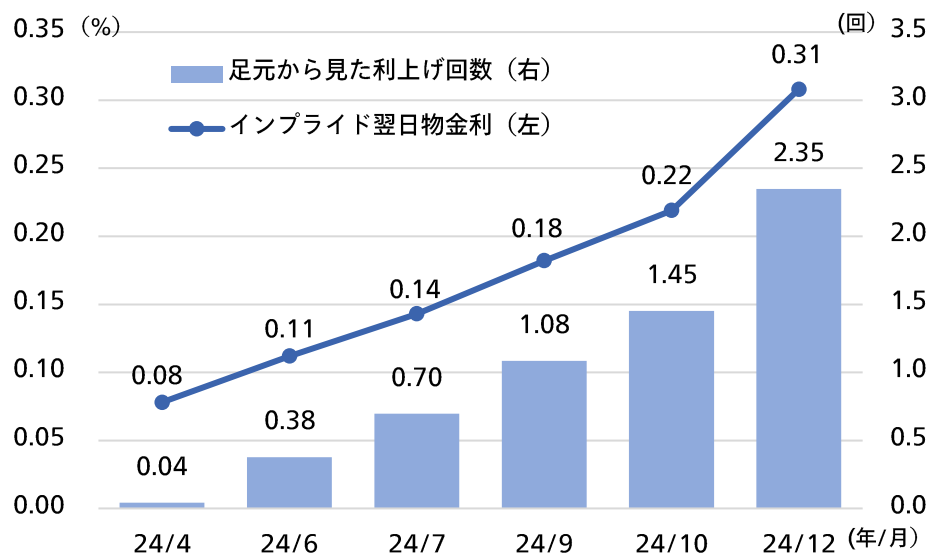
日本銀行が目標とするインフレが定着するには時間を擁するだろう

今般の国内インフレ率の上昇は、円安や資源価格の上昇といった外生要因に伴うコスト上昇圧力が寄与した部分が多い。コスト上昇を通じて企業の価格転嫁が進み、これが実際の物価を押し上げ、人々のインフレに対する期待を上昇させてきたとみられる。そしてそれが、今回の春闘を経て賃金の上昇へと繋がったと言えるだろう。

今後、重要になるのは、賃金上昇が国内需要を喚起し、サービス価格の上昇などによって日本銀行が目標とする2%のインフレ率が定着するかどうかだろう。そのためには、金融緩和を暫くは継続する必要があるとみられ、我々は早くても日本銀行の追加利上げは2025年の前半になると考える。

その点、年内に約0.2%ptの追加利上げが実施されるとの市場予想とは異なっている（下図参照）。

【金融市場が予想する日本の政策金利と利上げ回数】



注：データは24年3月25日時点 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

日本銀行が利下げを急ぐとしたら円安が加速する場合

個人消費が弱含むなかの一段の円安は日本経済にマイナスだろう

中国経済のデフレ懸念が煽るのは世界経済のかく乱要因になりえる

仮に日本銀行が早期利上げを実施する必要に迫られるケースがあるとなれば、為替レートが過度に円安にふれる場合だろう。

円安には輸出企業の競争力向上、インバウンド消費の拡大、円安に伴う海外からの資本流入による資産価格の上昇といったプラス面がある。他方、輸入物価の上昇によって生活費が上昇し、実質的に所得を押し下げる負の側面が挙げられる。

実質GDPの民間最終消費支出（個人消費）が3四半期連続で前期比でマイナスとなるなか、更なる円安が日本経済にとってポジティブに作用するかという疑問が残るだろう。日本銀行が持続的・安定的な物価目標を達成するためには、個人消費が一段と落ち込むリスクは避けたいはずだ。

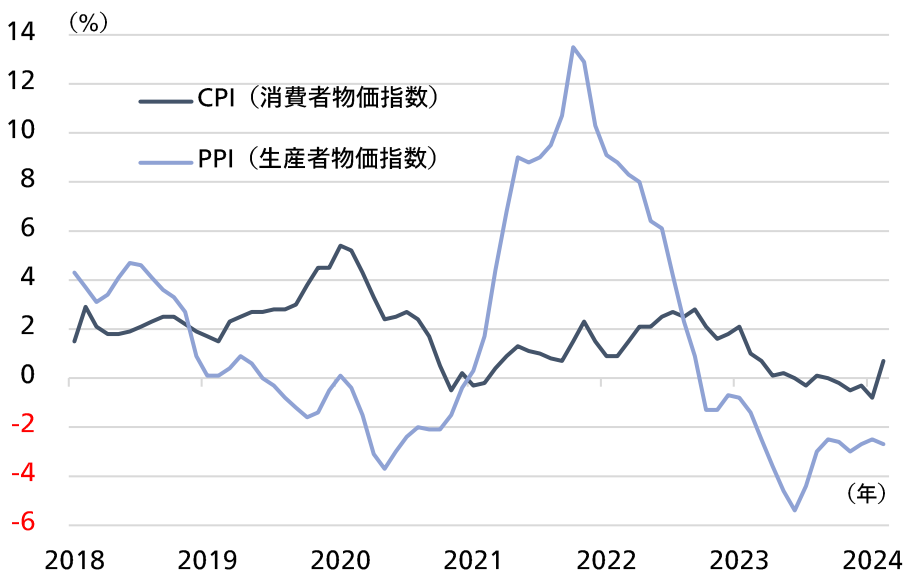
現に植田日銀総裁は、金融政策決定会合後の記者会見で、為替の短期的な動きについてはコメントを差し控えたいとしながらも「経済・物価見通しに大きな影響を及ぼすことになれば当然、金融政策としての対応を考える」と述べた。円安進行による利上げの前倒しは、留意しておきたいリスクである。

最後に、中国経済についてもふれておきたい。当面の中国経済はデフレ懸念が煽ることで、世界経済をかく乱する可能性には警戒する必要があるとみている。

3月18日に2ヶ月ぶりの発表となった中国の主要統計（1-2月）では、引き続き中国経済が個人消費を中心に厳しい状況に置かれていることが示唆された。固定資産投資は前年同期比+4.2%と市場予想（同+3.2%）を上回ったものの、小売売上高は同+5.5%と12月に続く減速となった。なかでも、食料品、衣類、化粧品や宝石などの減少幅が大きく、節約志向が強まっている様子も伺える。

2月のCPIは旧正月による押し上げ効果が寄与しプラスに転じているが、PPIは17ヶ月連続の前年割れと需要の減少を示唆しており、全体としてみればデフレ傾向が続いている。

【中国のCPIとPPIの推移】



注：データは月次で直近値は24年2月
出所：中国国家统计局、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。

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 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

【加入協会】 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 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 67 号

【加入協会】 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 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

【加入協会】 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 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

【加入協会】 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

Jトラストグローバル証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号

【加入協会】 日本証券業協会

*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.