

House-View Report

February 2024



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

サマリー	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.16

【当面の経済・金融政策、主要資産の見通し】

項目	見通し
世界経済	金融引き締めによる累積的な効果が顕在化し、 <u>前半は緩やかに成長率が鈍化する展開を見込む</u> 。ただし、 <u>足元の米国経済の底堅さ、製造業景況感の動きから、経済が減速することなく堅調に推移する可能性も考えられる</u> 。年後半にかけては、 <u>欧米を中心に金融政策が緩和方向へと転換することによって経済は持ち直しの動きを強める</u>
金融政策	主要先進国の金融政策は、 <u>前半に欧米が金融緩和へ舵を切り、利下げを実施する</u> （ <u>米国は年3回程度の利下げ前提</u> ）。日本はマイナス金利が解除されたとしても緩和的な金融政策は当面維持される
株式	企業業績の拡大に沿った株価上昇を見込んでいる。 <u>ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）に優れたクオリティ企業や成長性が高いグロス企業を中心に添えたい</u> 。地域別では、日本と米国を重視する。特に、日本は <u>グローバル製造業景況感の持ち直しがポジティブに作用する可能性</u> や、各種の構造変化に期待ができる。
債券	過去と比較して <u>相対的に高い利回りや下方リスク耐性を高く評価</u> 。財務状況が強固でキャッシュフローの確実性が高い投資適格債の投資妙味が高いとみる。 <u>もっとも、主要債券指数のクレジット・スプレッドが縮小傾向で、価格上昇余地はやや乏しくなっている</u> 。ハイ・イールド債と <u>いったクレジットリスクが高い資産へのシフトも視野に入れる段階が来ている可能性も想定</u>
リスク	①想定上の経済悪化、②インフレ再燃と金融引き締めの長期化、③地政学リスクの更なる顕在化

注：青字が前回発行時点の見通しからの変化 出所：当社作成

【主要資産の騰落率（現地通貨建て、%）】

資産	過去1ヶ月		過去6ヶ月		過去1年	
	23/12/31~24/01/30		23/07/31~24/01/30		23/01/30~24/01/30	
米国株	3.3	8.2	24.6			
欧州株	1.5	3.9	10.6			
日本株	7.8	9.7	34.2			
新興国株	-4.2	-5.5	-3.4			
バリュー株	0.8	4.4	9.2			
グロス株	3.6	8.6	31.0			
クオリティ株	4.1	10.3	31.8			
日本REIT	0.2	-1.8	1.0			
先進国REIT（除く日本）	-3.6	1.2	-0.6			
米国国債	-0.8	2.0	1.0			
米国社債	-0.5	4.2	4.3			
米国ハイ・イールド債	0.1	6.3	9.5			

注：米国株はS&P500指数、欧州株はSTOXX欧州600指数、日本株は日経平均株価、新興国株はMSCIエマージング・マーケット指数、バリュー株、グロス株、クオリティ株は、MSCIワールド指数のスタイル別構成指数。日本REITは東証REIT指数、先進国REIT（除く日本）は、FTSE EPRA Nareit Developed ex Japan REITs Total Return Index、日本REITは東証REIT指数、米国国債は、Bloomberg US Treasury Index、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、The Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ 投資環境：米個人消費が経済を支えるなか、製造業に回復の兆し

- 製造業景況感に持ち直しの動きがみられる
- 米個人消費は引き続き堅調を保つ
- 経済が底堅く推移するなか、米国の物価指標の鈍化が続く

米国の製造業景況感に持ち直しの動きがみられる

米国の製造業景況感に持ち直しの動きがみられ、米国経済のソフトランディング（軟着陸）への期待が一段と高まっている。仮に、グローバルに製造業景況感がこのまま改善基調を維持した場合、想定以上に世界経済が減速しない可能性も考えられ、先行きの動向に注目する必要があるだろう。

米S&Pグローバル社が1月24日に発表した1月の米国購買担当者景気指数（PMI、速報）は製造業が50.3となり、2022年10月以来15ヶ月ぶりの高水準を記録、好不況の分かれ目となる「50」を超えた。市場予想（Bloombergコンセンサス）は47.6だった。

米製造業景況感の改善は、インフレ率の低下によるコスト上昇圧力の緩和や、関連する商品とサービスに対する幅広い需要の拡大が寄与した。また、2024年には、金融緩和への道筋が明確化すると期待も企業景況感を押し上げているようだ。

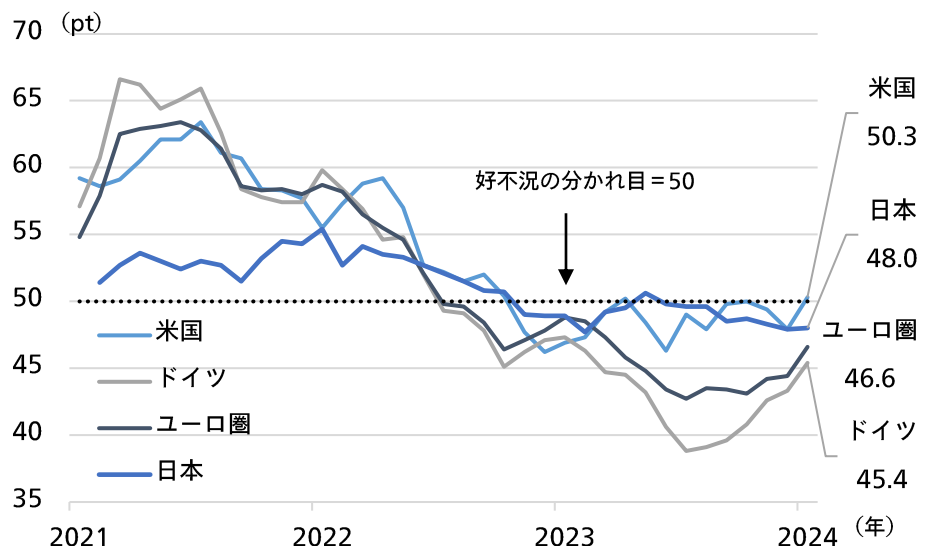
同景況感とは、景気に先行性があり、景気実態を反映しやすい特徴がある。そのため、先行きの景気動向を判断する上で重要な指標と言える。

日本やユーロ圏の製造業景況感弱いがインフレ圧力緩和が好材料

米国以外の日本やユーロ圏の製造業景況感はまだに好不況の別れ目である「50」を下回っており、特にユーロ圏やドイツの製造業景況感は弱い状況が続いている。

ただ、世界的にインフレ圧力は後退し、コスト高の影響は和らいでいる。中東情勢の緊迫による物流網の混乱など、懸念点は残るが、利上げサイクルの停止によって、経済の下押し圧力は後退している。今後、製造業景況感の持ち直しが続く展開も考えられなくはないだろう。

【主要先進国・地域の製造業景況感】



注：直近値は23年12月 出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

半導体サイクルに底打ちの兆し

こうしたことに加えて、製造業を巡っては明るいニュースが増えている印象である。半導体サイクルの底入れサインが増えていることもその一つであろう。

半導体は、自動車、パソコンやスマートフォンなど、多くの製品や技術の基礎を成している。そのため、半導体市場の動向は幅広い製造業の動向を予測する先行指標として機能する傾向がある（半導体業界が数年で好不況の波を繰り返す傾向を「シリコンサイクル」と呼ぶ）。

下図に示すように、世界半導体売上高成長率（2023年11月時点）は、2022年9月以来、15ヶ月ぶりにプラス圏に浮上している（前年同月比+5.7%）。半導体サイクルがアップトレンドになりつつあるのは、先端半導体の需要拡大や、マクロ循環的なメモリ市況の改善が寄与している。

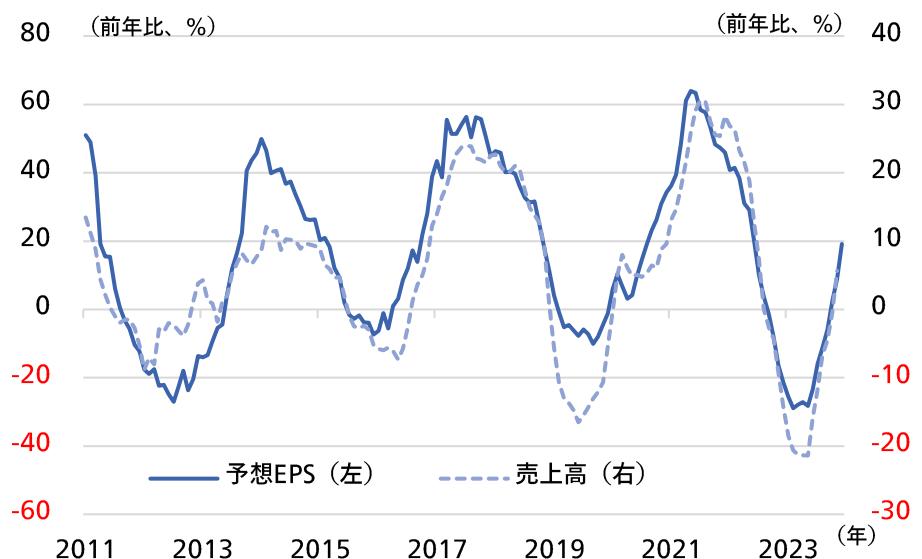
半導体世界大手のTSMCの2024年の業績見通しは良好

実際、半導体ファウンドリ（受託製造企業）の世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）は、1月18日に発表した決算において、2024年は前期比+20%台前半（米ドルベース）と良好な見通しを示し、メモリを除く世界の半導体市場も市況の回復を受け、同10%超の成長が見込めるとした。

また、同日に日本半導体製造装置協会（SEAJ）は、2024年度の日本半導体装置の売上高が前年度比+27%の4兆348億円となる予測を発表した。同協会は、2024年度は半導体の在庫調整が進み、電気自動車（EV）や生成AI（人工知能）の普及で半導体メーカーの投資が活発になると説明した。

直近の半導体企業を中心としたハイテク株の株価上昇も、こうした先行きの市況改善に期待した動きによるものだと言えよう。半導体企業の予想利益（EPS）成長率が切り上がっているのも、そうした期待を反映したものであろう（下図参照）。

【世界半導体売上高と半導体企業の予想EPS成長率】



注：データは月次で半導体売上高は23年11月、半導体企業の予想EPSは同年12月で、予想は12ヶ月先のBloombergコンセンサス。半導体企業はフィラデルフィア半導体指数採用企業
出所：米国半導体工業会、Bloombergのデータをもとに当社作成

米国経済は引き続き好調を維持する

このように製造業景況感に明るい兆候がみられるなか、引き続き米個人消費は底堅く、地政学リスクや人手不足に備えた投資の拡大が経済成長率を押し上げている構造もみえる。

1月25日に公表された米国の2023年10-12月期（Q4）の実質GDP（速報値）は、前期比年率+3.3%と同年7-9月期から伸び率が減速したものの、米国の潜在成長率（1.8%）を大きく上回った（市場予想の同+2.0%、アトランタ連銀が推計するGDPナウは、同+2.4%）。

項目別では個人消費が前期比年率+2.8%（寄与度+1.9%ポイント）と引き続き高い伸びを示した。インフレ圧力の緩和によって米国の実質賃金がプラス圏で推移していることや、株高による資産効果が寄与したとみられる（足元ではコロナ禍の現金給付で生じた超過貯蓄が尚残っているとの議論もみられる）。

政府支出が6期連続でGDPを押し上げている

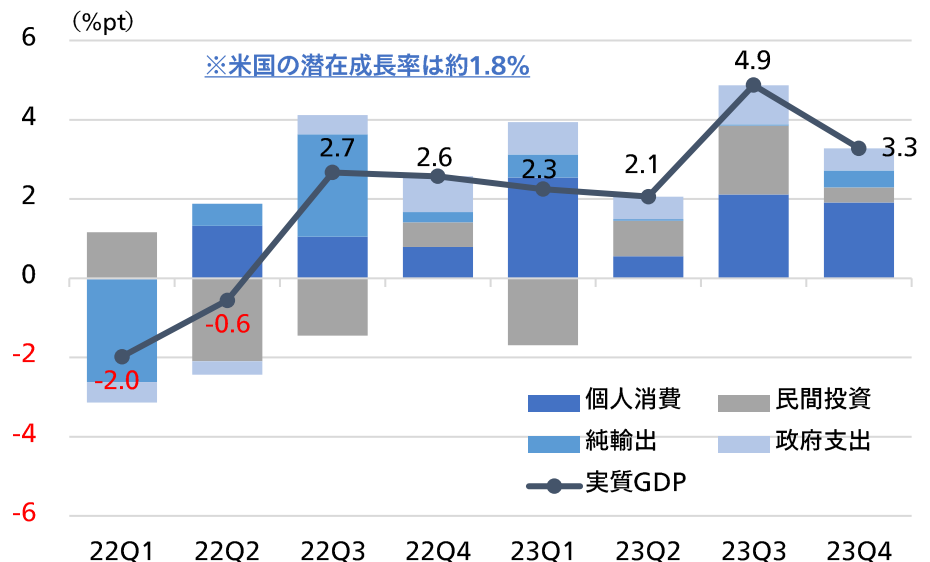
一方、政府支出の伸びも高い水準となった（前期比年率+3.3%、寄与度+0.6%ポイント）。政府支出のプラス寄与は6期連続となっており、米実質GDPを押し上げる要因となっている。

政府支出のプラス寄与が続いている背景には、フレンド・ショアリング（信頼できる国・地域でのサプライチェーンの構築）の動きやニア・ショアリング（地理的に近い近隣国への移転）の活発化や、各種の産業政策の影響が大きいだろう。

米国政府は、2021年に「インフラ投資・雇用法（歳出の総額は約5,500億ドル）」、2022年に「CHIPSおよび科学法（同約2,800億ドル）」や「インフレ抑制法案（同約4,990億ドル）」を成立させている。これらの法案は、5~10年の期間に亘ってインフラ投資などに支出される見込みで、引き続き米国経済にプラス寄与すると考えられる。

また、これまで減速していた住宅投資に下げ止まりの兆候がみられるなどポジティブな材料も出始めている。足元、減速感のみられる民間設備投資が、金融環境の緩和が寄与し持ち直した場合、米国経済が堅調を維持する可能性があるだろう。

【米国の実質GDPと項目別寄与度】



注：Q1は1-3月、Q2は4-6月、Q3は7-9月、Q4は10-12月。データは23年Q4時点
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

インフレ指標はFRBの目標水準に接近

PCEコア価格指数は2021年3月以来となる3%割れ

前回1月見通しからは、米経済に前向きな兆候がみられる

米国経済が底堅さを維持するなか、米国の物価関連指標は着実に鈍化傾向を辿っている（下図参照）。特に、2023年12月のPCE（個人消費支出）コア価格指数（エネルギーと食品を除く）がFRB（連邦準備制度理事会）が目標とする2%に接近していることは、将来の利下げ転換を見通す上での好材料であろう。

米商務省が1月26日に発表した同PCEコア価格指数は、前年比+2.9%と11月の同+3.2%から伸びが鈍化、2021年3月以来となる3%割れとなった（市場予想は同+3.0%）。

また、足元のインフレの方向感を探る上で有用な、3ヶ月前比年率は+1.5%、6ヶ月前年率は+1.9%とFRBが物価目標とする2%を下回っている（米GDPとともに公表された23年10～12月期のPCE物価指数も伸びが2%にとどまっている）。

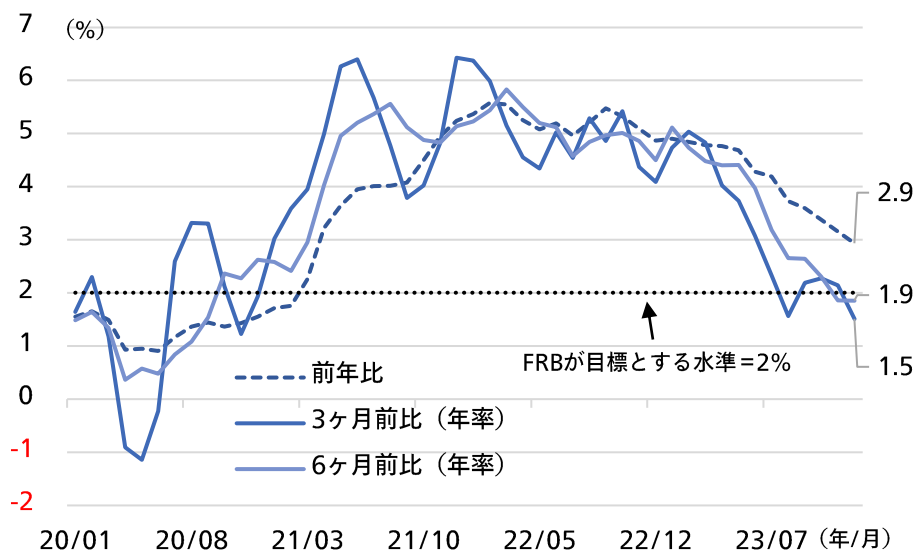
執筆時点（1月31日現在）では、1月30日～31日（現地時間）に開催されるFOMC（米連邦公開市場委員会）の結果は判明していないが、インフレの着実な鈍化傾向が確認されるなか、FOMC声明文で引き締めバイアスのかかった文言を修正し、利下げに向けた地ならしをするのかどうかに注目が集まろう。

以上の点を踏まえ、我々が考える経済・金融政策に対するシナリオは下記となる（P.1に見通しのサマリーを記載、青字の太線部分が、前回1月のハウスビューからの変化）。

2024年の世界経済は、年前半は金融引き締めの累積的な効果が顕在化することで緩やかに減速するが、年後半にかけては緩和的な金融政策によって持ち直しの動きを強める。ただし、足元の米国経済の底堅さ、製造業景況感の動きから、年前半の経済が堅調に推移する可能性も考えられる。

主要先進国の金融政策は、年前半に欧米が金融緩和へ舵を切り、利下げを実施する（米国は年3回程度の利下げ前提）。日本はマイナス金利が解除されても緩和的な金融政策は当面維持されるとみる。

【米PCE（個人消費支出）コア物価指数】



注：直近値は23年12月
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ 投資戦略：国内株式市場の中長期的な投資妙味は高まっている

- 株式・債券ともに下方リスク耐性を重視もリスク要因はやや後退
- 国内株式市場の上昇には大きく3つの要因が考えられる
- 主要債券のクレジット・スプレッドが縮小傾向

リスク資産は企業業績の拡大に沿った上昇を見込む

2024年は緩やかながらも底堅い世界経済の成長が続くとの見通しのもと、株式などのリスク資産は、企業業績の拡大に沿った上昇を見込んでいる。もっとも、投資環境で述べたように、先行き経済を見通す上での明るい材料が増えている。

株式・債券ともに下方リスク耐性に優れた資産を重視

これまで実施された金融引き締めの効果で、景気が下押されるリスクなどを考慮し、株式・債券ともに下方リスク耐性に優れた資産を重視すべきとの姿勢に変わりはないが、足元の好調な米国経済などに鑑みれば、そうしたリスクが後退している可能性を現時点では考えている。

株式市場では、ROIC（投下資本利益率）などの収益性に優れた企業を重視したい。収益性に優れた企業は、中長期的に利益が安定する傾向があり、株価も相対的に堅調な推移が期待できる。

日本株式市場の上昇には大きく3つの要因が寄与している

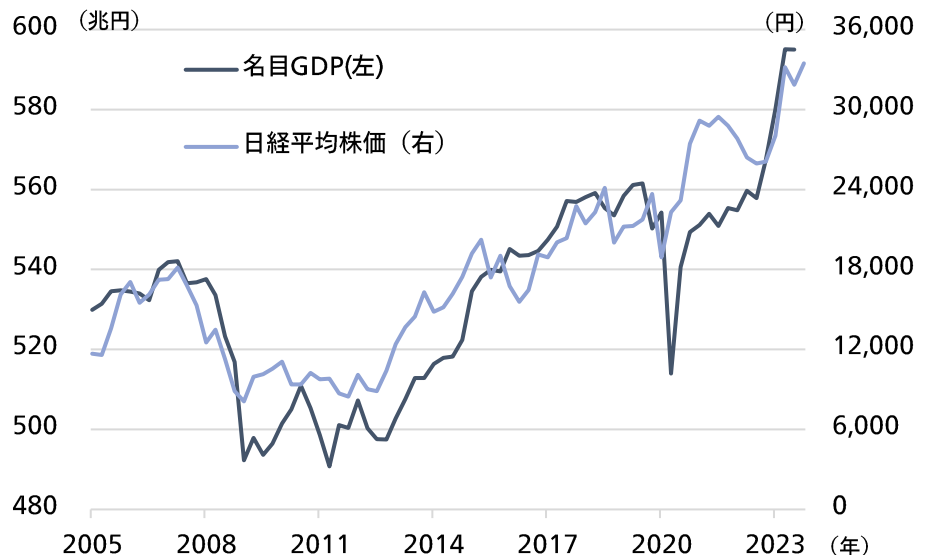
地域別では、日本株式市場と米国株式市場を重視したい。特に日本株式市場は、①日本経済のインフレ転換、②東証市場改革による企業経営と需給環境の変化、③製造業に持ち直しの兆候がみられるなど、大きく3つの要因が寄与しているとみられる。

日本経済のインフレ転換

物価の動きを含む名目GDP（国内総生産）と株式市場の相関は高い傾向がみられる。今般のインフレは円安などの外生要因から始まったが、企業は付加価値のある製品・サービスを中心に値上げを実施するなど、「値上げ=悪」といったデフレイマインドは後退している。

値上げによって企業収益が増加し、それが賃金上昇へと繋がり消費が活発化するといった好循環が生まれれば、投資家の日本経済に対する成長期待が高まることで、国内株式市場が更に評価されよう。

【日経平均株価と日本の名目GDP】

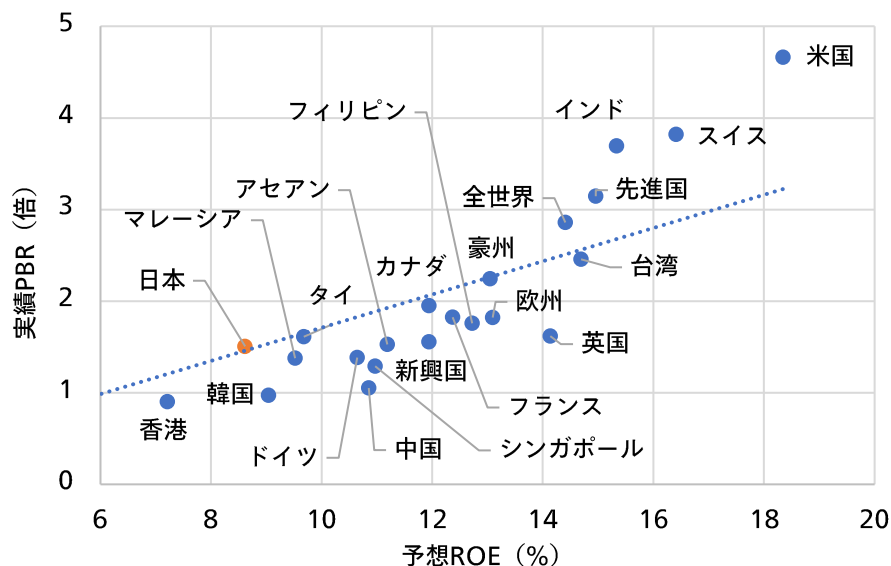


注：日経平均株価の直近値は23年12月末値、名目GDPは23年7-9月期
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

株価バリュエーションと企業の収益力との間にも高い相関関係がみられる。収益力（予想ROE）が高い株式市場ほど、PBR（株価純資産倍率）が高い傾向がある。下図にみられるように、国内株式市場は依然としてグローバルにみて収益力が低い状況が続いている。

金融庁や証券取引所はこうした状況を受け、コーポレートガバナンスコードの改定、PBR1倍割れの改善計画の開示要求など、企業に対して投資家を含むステークホルダーの利益を保護し、企業価値の向上と持続的な成長の実現を促してきた。

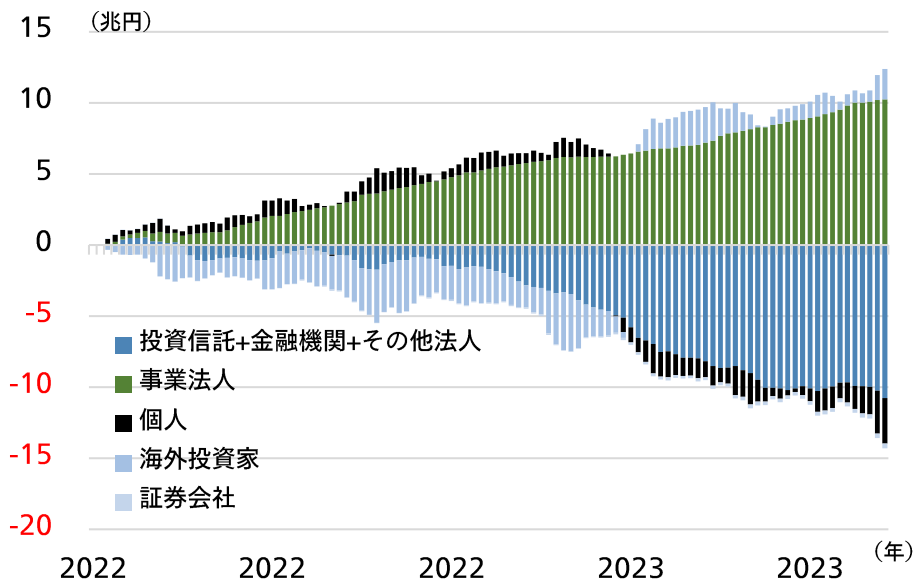
【各国株式市場の実績PBRと予想ROE】



注：データは24年1月29日時点。予想は12ヶ月先のBloombergコンセンサス
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

こうした取り組みの成果は、企業の自社株買いの増加に見て取れる。国内株式市場の投資主体別売買動向は、事業法人（≒自社株買い）が安定的な買い主体となっていることが分かる。自社株買いは、株式数が減るため1株当たり利益（EPS）を引き上げたり、自己資本利益率（ROE）を改善したりする効果があり、資本効率を改善する効果に期待ができる。

【国内株式市場の投資主体別売買動向（累積値）】



注：データは週次で直近値は24年1月第3週
出所：日本取引所グループ、Bloombergのデータをもとに当社作成

中長期的に国内株式市場に追い風が吹く可能性がある

このように、国内株式市場は経済・企業経営の変化に対する期待が追い風となっている（③製造業の持ち直しの兆候については投資環境で述べた通り）。

国内株式市場が今後も投資家にとって魅力的な投資対象としての評価を更に高めるには、構造変化に対する期待を着実に具現化していく必要はあるだろう。

しかし、当局がこうした改革を主導している点を加味すれば、中長期的に国内株式市場に追い風が吹くと捉えることができるとみている。

債券は過去と比較した利回り面での魅力を評価

最後に債券の見通し・投資戦略について触れておきたい。債券は、過去と比較して相対的に高い利回りを引き続き評価している。

また、金融引き締め効果が顕在化し、急激に景況感が悪化するリスクに備える観点から、主要資産の中でも選好度を高めるべき資産クラスと引き続きみている。

特に、財務状況が強固で、キャッシュフローの確実性が相対的に高い投資適格債の投資妙味は高いとみている。

クレジットスプレッドが縮小しており、短期の価格上昇余地は後退

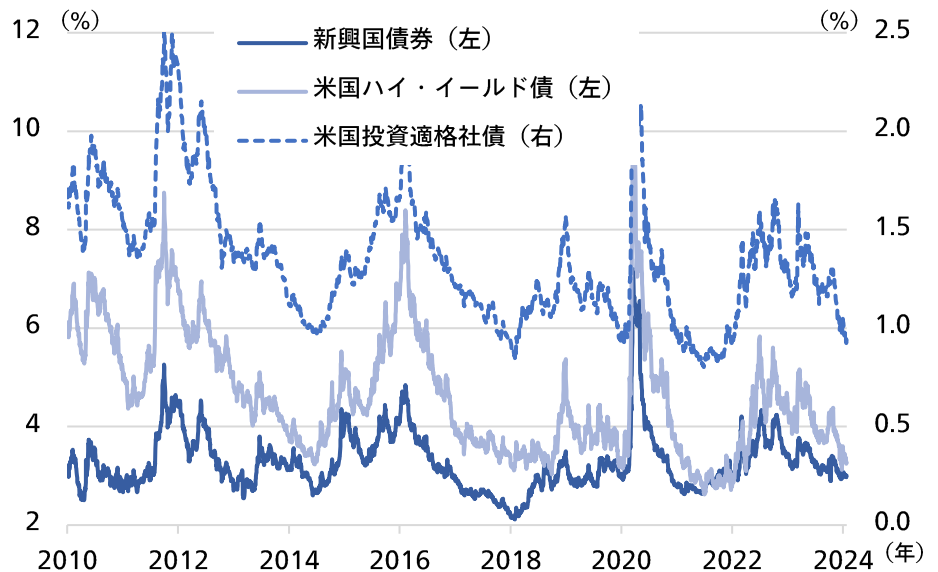
ただし、下図で確認できるように、主要債券指数のクレジット・スプレッド（国債に対する上乗せ金利）は足元で縮小傾向である。そのため、クレジット環境の改善による価格上昇余地はやや乏しくなってきたとみている。

徐々にだがハイ・イールド債への投資も視野にいたい

もっとも、クレジットスプレッドの縮小は、先述したようにクレジット環境の改善や、良好な企業業績見通しに支えられている部分が多い。言い換えれば、金融市場のリスクが後退しつつあることを示唆しているとも捉えられるだろう。

先行きの企業景況感や金融政策の方向感を確認したいが、徐々に投資適格債からハイ・イールド債といったクレジットリスクが高い資産へのシフトを視野に入れる段階が来ている可能性も考慮したい。

【主要債券指数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1月26日。投資適格社債は、Bloomberg US Corporate Bond Index、米ハイ・イールド債は、Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index、新興国債券は、The Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index

出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ オルタナティブ・為替：NISAは軽視できないドル高・円安要因

- 外国為替市場はドル安・円高局面が進むだろうがペースは緩やかだろう
- NISAへの資金流入は軽視できないドル高・円安要因
- 米国REITのクレジットリスクが緩やかながらも後退している

ドル安・円高の進行は緩やかになるだろう

米国の金融政策が年前半に緩和へと転換するとの前提の下、ドル円相場は円高方向へ向かっていくことが見込まれる。ただし、その進行速度は緩やかだとみている。そう考える理由は、①日米の短期「金利差」が容易には縮まらないと考えられること、②ドル高・円安を支える要因は少なくないことの2点がある。

日米の短期の金利差が容易には縮まらない可能性がある

投資環境で述べたように、米国のインフレ率の低下には着実な進展がみられる。しかし、サービス価格の上昇が依然として根強く、FRBが自信をもって利下げに踏み切るには材料が不足しているとみられる。

そのため、金融市場が織り込むような年5回程度の利下げの実施は現段階では低いと考えられ、短期の金利差がそれほど大きくは縮まらない展開も見込まれる。

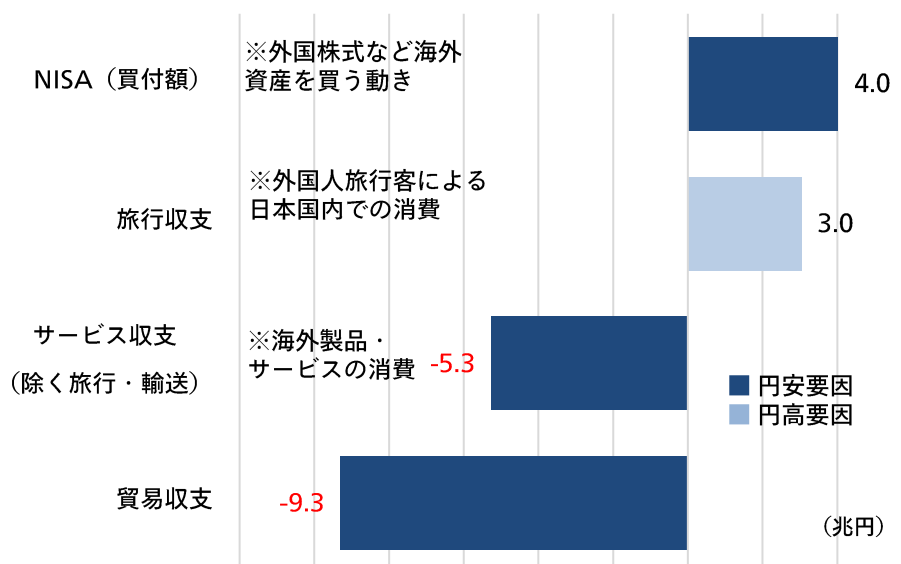
また、日本銀行は、賃金上昇を伴った「持続的・安定的な物価上昇」が確認できるまで、緩和的な金融政策を維持する方針である。マイナス金利を解除しても継続的に利上げを実施するハードルは高いだろう。現段階では、国内外ともに金利差が大きく縮まる状況ではないとみる。

NISAへの資金流入がドル高・円安を支える展開も考えられる

こうした点に加えて、ドル高・円安を支える要因は少なくない。特にNISAへの資金流入は軽視できない円安要因となるかもしれない。

金融庁によれば、2023年における買付額は約4兆円となっている（同年9月末時点）。その全てが海外資産を購入するわけではないが、年数兆円の資金流入が今後も継続するなら、貿易収支やサービス収支（除く旅行・輸送）と比較しても軽視できない金額である。

【NISAや貿易収支などが外国為替市場に与える影響】



注：NISA（買付額）は23年9月末時点、サービス収支（除く旅行・輸送）、旅行収支は23年11月時点、貿易収支は23年12月時点 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

オルタナティブ資産で
金を選好する姿勢は変
わらず

日本は実質金利がマイナスであることから、海外資産に資金が移りやすい傾向がある点も念頭に置いておきたいポイントである。

オルタナティブ資産では、引き続き金に注目している。金は金利と逆の動きをする（金利が低下すると金価格が上昇する）傾向があり、特に実質金利が低下するような金融緩和局面では、ドル安による運用ポートフォリオへの悪影響を緩和する役割が期待できるとみている。

先述したように、今般のドル高・円安は、日米の金利差の拡大が寄与した部分が大いと考えている。今後、ドル安・円高が進行した場合、主に米国金利の低下によって金利差が縮小している可能性が高く、金の価格上昇も見込めると考える。

その他のオルタナティブ資産については、米国REITの反転タイミングを注視している。

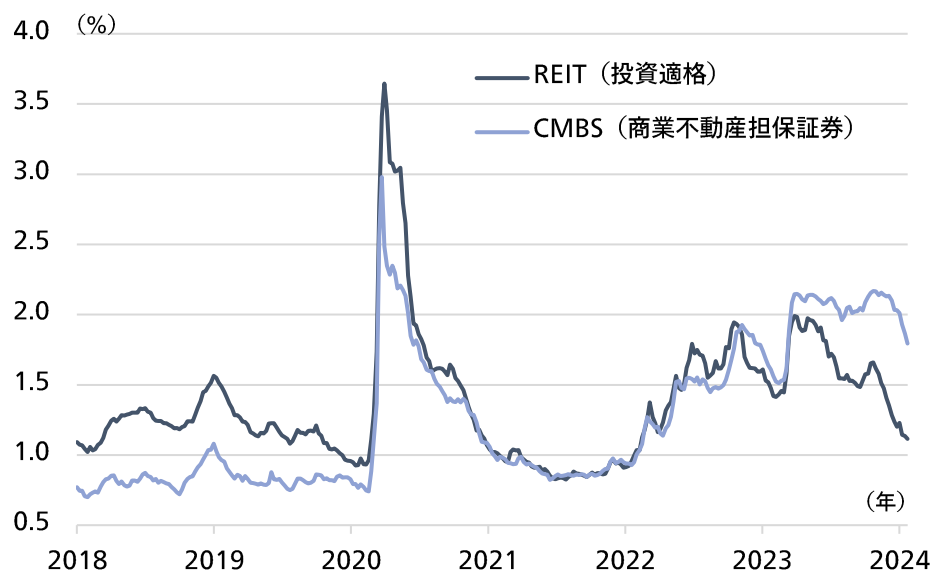
米国REITの投資環境は
改善しつつある

米国REITの価格上昇が株式などと比較して相対的に鈍いのは、安全資産である米10年国債利回りと米国REITの分配金利回りととの差がゼロ近傍であるなど、利回り面での投資妙味が高くないことに起因しているだろう。ただ、今後の金利低下や金融緩和への政策転換を想定した場合、REITの利回り面での評価が変わる可能性などが考えられる。

また、米国REIT（投資適格）のクレジットリスクがひと頃よりも和らいでいることもポイントであろう（下図参照）。オフィスREITのファンダメンタルズが悪化している点や、CMBS（商業用不動産担保証券）のスプレッドが高止まりしていることには留意が必要だが、米国REITの投資環境が徐々に改善していることは確かだろう。

一方、日本REITについては前向きな評価を維持する。為替リスクが限定的ななか、相対的に高い利回りを享受できることをポジティブに捉えている。加えて、悪化傾向だったオフィス市況に底入れ感が出始めていることも好材料であろう。東京都心5区のオフィス空室率は緩やかながらも低下基調で、月額平均坪賃料（1坪当り）も前年比での下落率も緩やかになってきている。

【米国REITとCMBSのクレジットスプレッド】



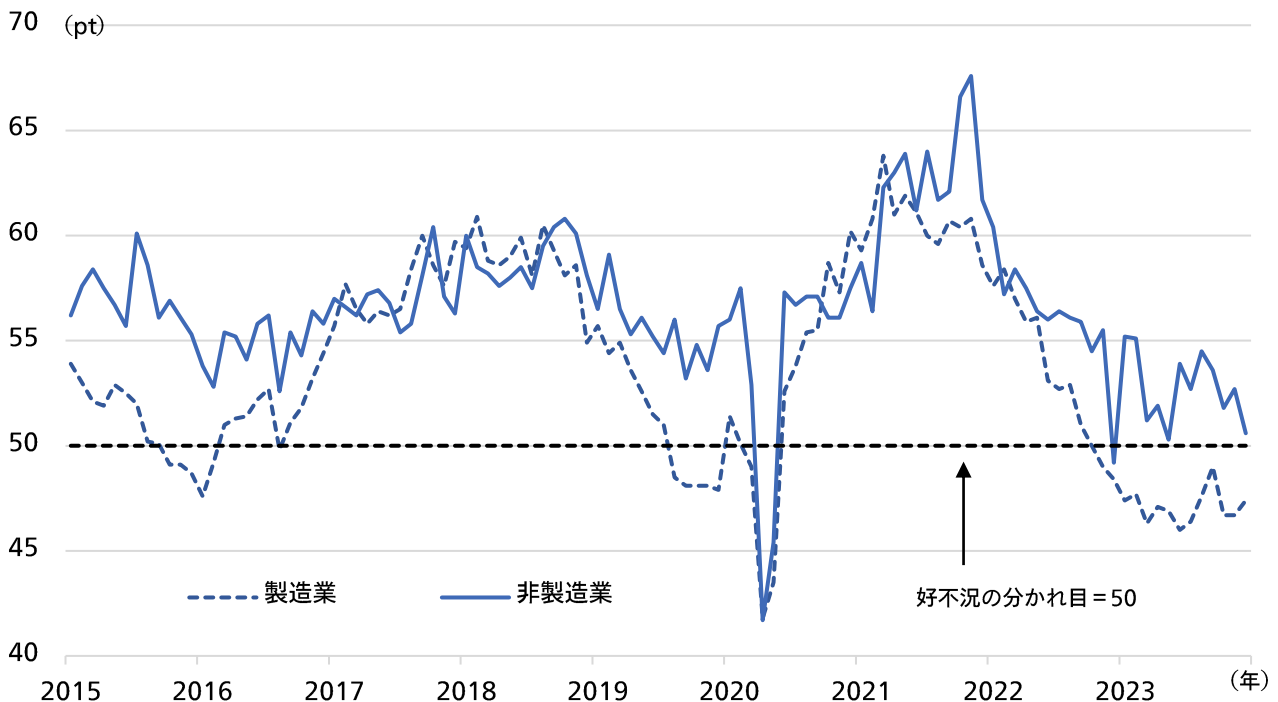
注：直近値は2024年1月26日。REITは、Bloomberg Investment Grade: Reits Total Return Index・CMBSは、Bloomberg Non-Agency CMBS Agg Eligible Total Return Index
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標①：主要国・地域の総合購買担当者景気指数（PMI）】

国・地域	23年												24年
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
グローバル	49.7	52.1	53.3	54.1	54.3	52.6	51.6	50.6	50.5	50.0	50.5	51.0	
先進国	48.4	51.0	52.5	53.6	53.6	52.1	50.9	49.4	49.6	49.4	49.6	49.8	
米国	46.8	50.1	52.3	53.4	54.3	53.2	52.0	50.2	50.2	50.7	50.7	50.9	52.3
英国	48.5	53.1	52.2	54.9	54.0	52.8	50.8	48.6	48.5	48.7	50.7	52.1	52.5
ドイツ	49.9	50.7	52.6	54.2	53.9	50.6	48.5	44.6	46.4	45.9	47.8	47.4	47.1
ユーロ圏	50.3	52.0	53.7	54.1	52.8	49.9	48.6	46.7	47.2	46.5	47.6	47.6	47.9
日本	50.7	51.1	52.9	52.9	54.3	52.1	52.2	52.6	52.1	50.5	49.6	50.0	51.1
新興国	51.8	53.9	54.6	54.9	55.6	53.5	52.9	52.7	52.0	51.1	52.0	53.1	
中国	51.1	54.2	54.5	53.6	55.6	52.5	51.9	51.7	50.9	50.0	51.6	52.6	
ブラジル	49.9	49.7	50.7	51.8	52.3	51.5	49.6	50.6	49.0	50.3	50.7	50.0	
インド	57.5	59.0	58.4	61.6	61.6	59.4	61.9	60.9	61.0	58.4	57.4	58.5	61.0

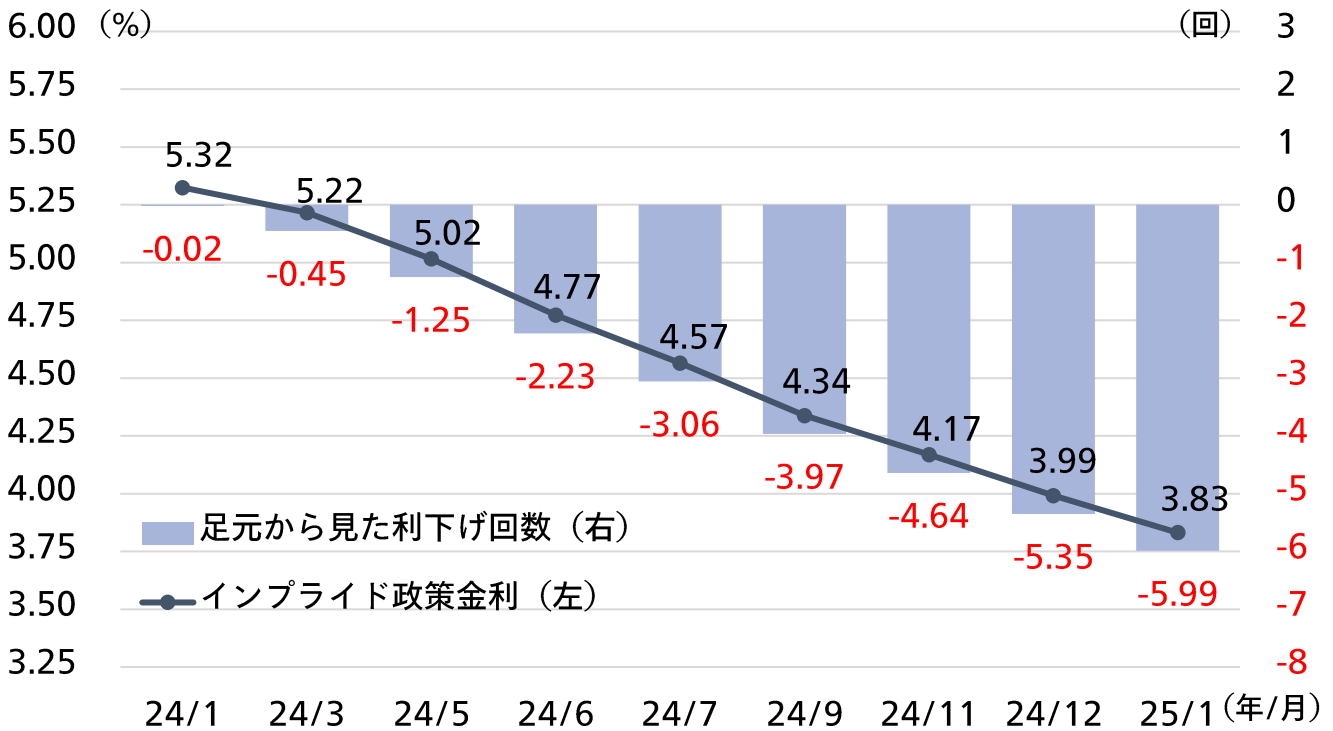
注：データは月次で24年1月30日時点。
出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標②：米国ISM製造業・非製造業の景況感】



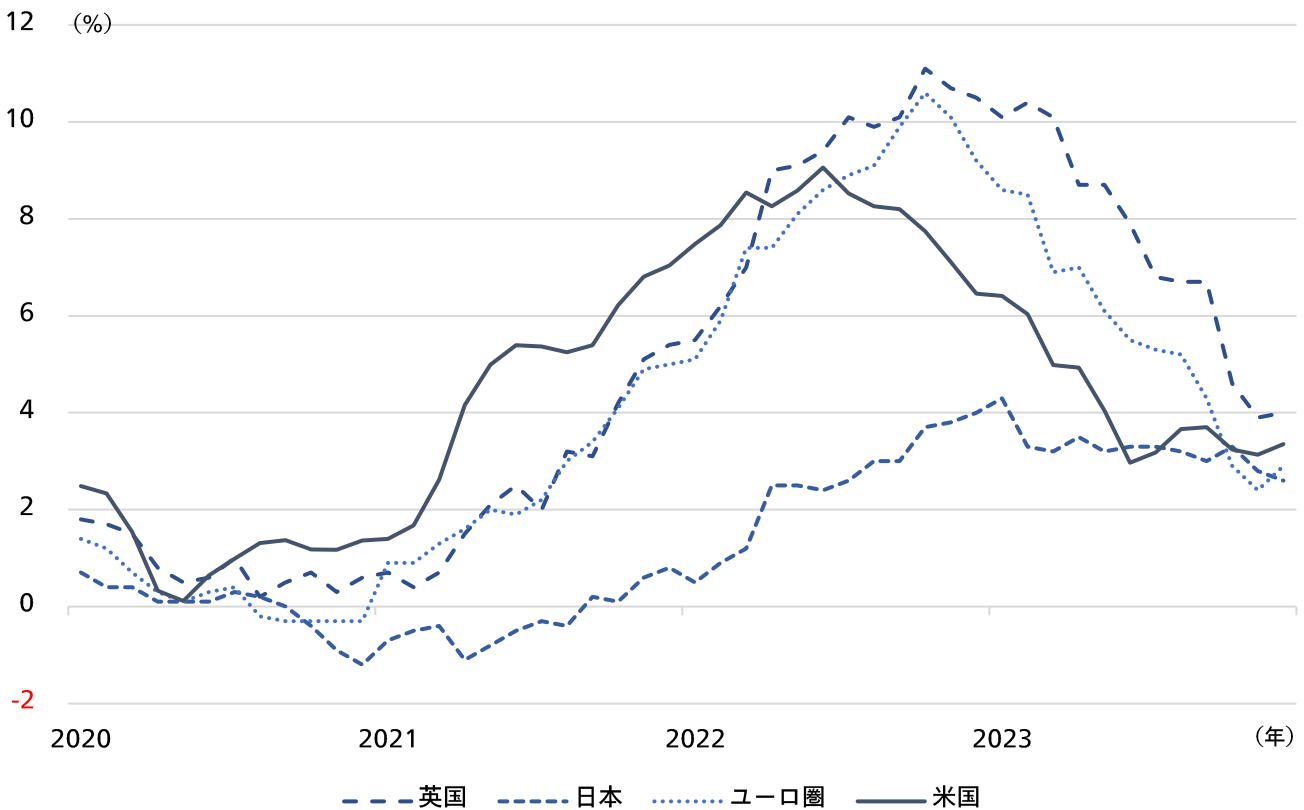
注：データは月次で直近値は23年12月
出所：米サプライマネジメント協会（ISM）、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標③：米国の政策金利見通しと利上げ回数】



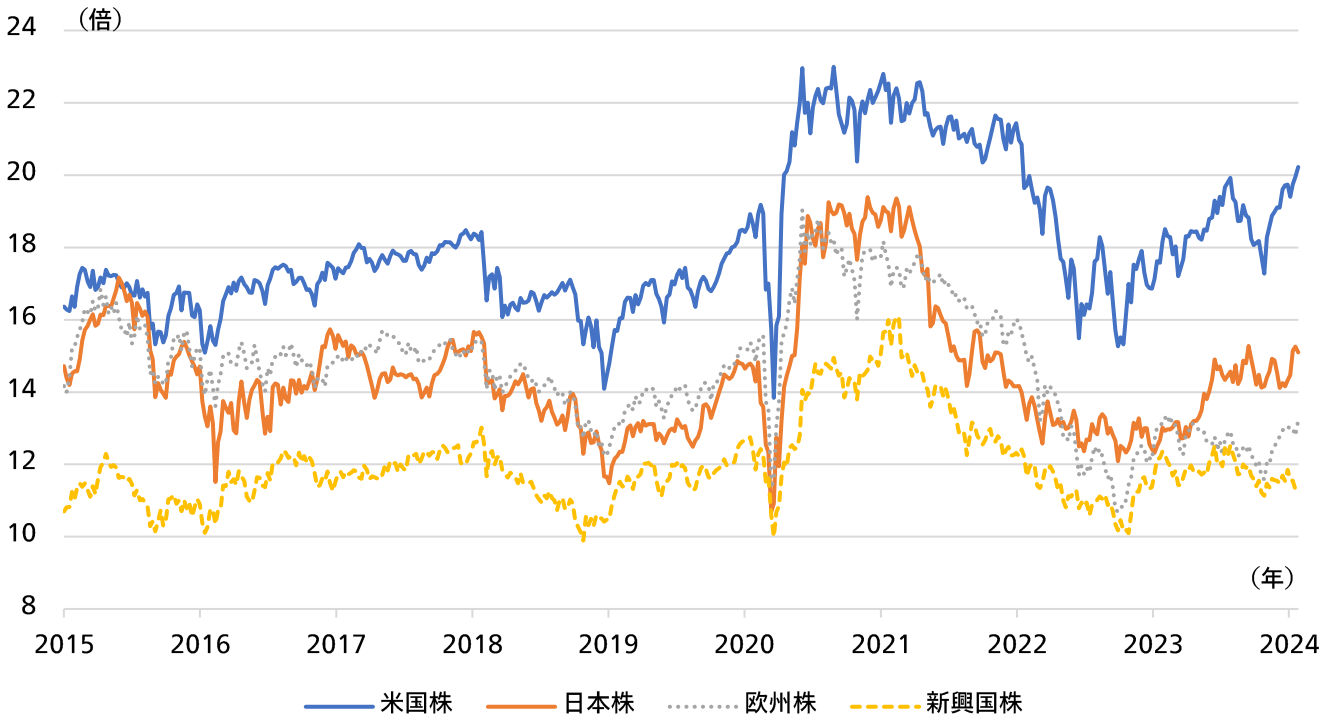
注：データは24年1月30日時点。足元から見た利上げ回数は、利下げをマイナス符号で表している
 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標④：主要国・地域の消費者物価指数】



注：データは月次で直近値は23年12月
 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標⑤：主要国・地域の予想PER（12ヶ月先）】

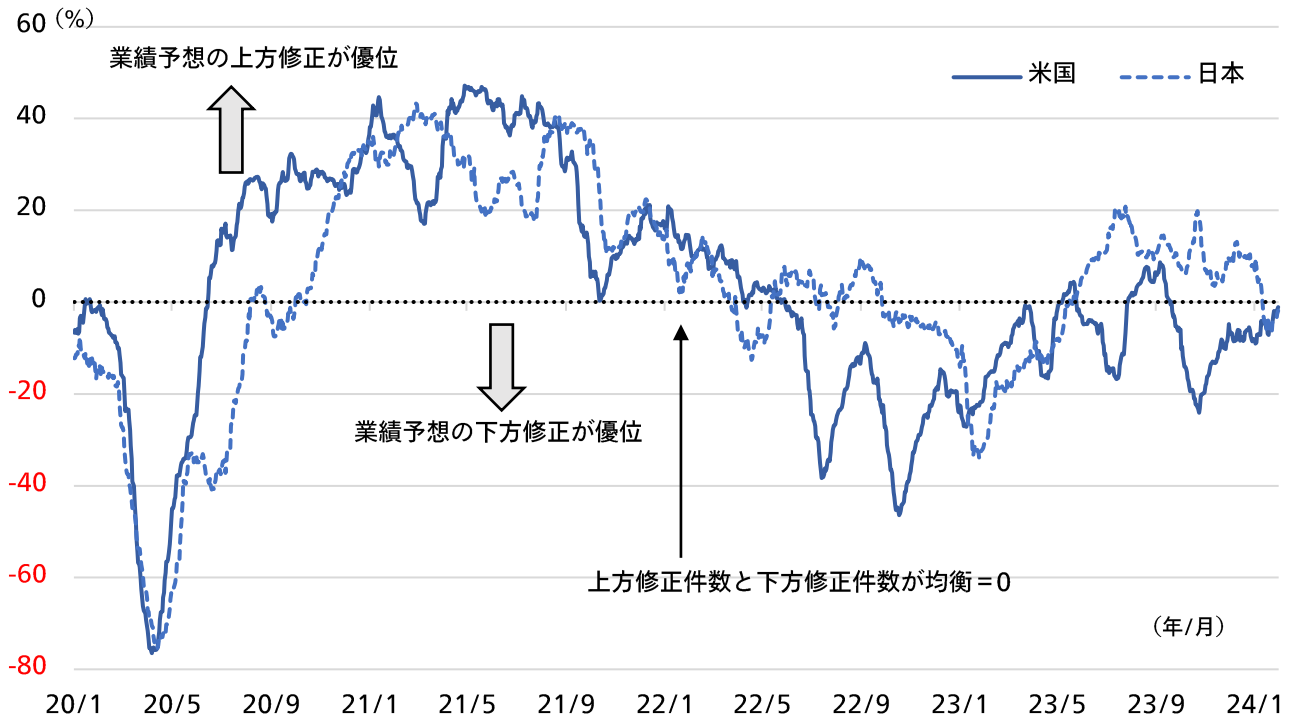


注：データは24年1月30日時点。米国株はS&P500指数、欧州株はSTOXX欧州600指数、日本株は日経平均株価、新興国株はMSCIエマージング・マーケット指数。予想は12ヶ月先のBloombergコンセンサス
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標⑥：業績関連指標】

リビジョン・インデックス（日本・米国）

アナリストの業績予想の方向感を示す指標である。ゼロを中立とし、ゼロより大きければ業績予想の上方修正が優位、ゼロより小さければ業績予想の下方修正が優位となる。



注：データは日次で直近値は24年1月30日。集計対象は、米国がS&P500指数採用企業、日本が日経平均株価採用企業。予想は今期のBloombergコンセンサス。リビジョン・インデックス = (上方修正件数 - 下方修正件数) ÷ (上方修正件数 + 下方修正件数)。修正件数は4週前との来期予想を比較 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標⑦：バリュエーション指標】

相対割安度（各国・地域）

数字は割安度の順位を示しており、数字が小さいほど（順位が高いほど）割安。過去のバリュエーション（株式価値評価）に対して足元の株価が割安であるかどうかに加えて、各国・各業種間でみた相対的な割安度も考慮している。

国・地域	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
豪州	7	3	6	6	4	8	8	5	4	9	8	5
カナダ	6	5	3	8	1	3	3	1	7	5	3	4
中国	1	2	5	7	10	6	7	7	1	1	1	1
欧州	8	7	7	5	3	4	6	3	6	6	6	6
香港	5	4	1	1	6	7	2	2	2	7	2	2
インド	3	8	10	4	2	9	5	6	8	10	9	8
日本	10	10	9	10	7	1	4	4	3	3	7	10
韓国	2	1	2	2	8	2	1	9	5	2	4	3
台湾	4	6	4	3	5	5	9	10	10	4	5	7
米国	9	9	8	9	9	10	10	8	9	8	10	9

注：2024年は1月30日時点。各国・地域はMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスの構成指数。相対割安度＝該当国のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該当国以外のT日標準化BPRの平均）。標準化BPR＝T日BPR÷過去750日の平均BPR

出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

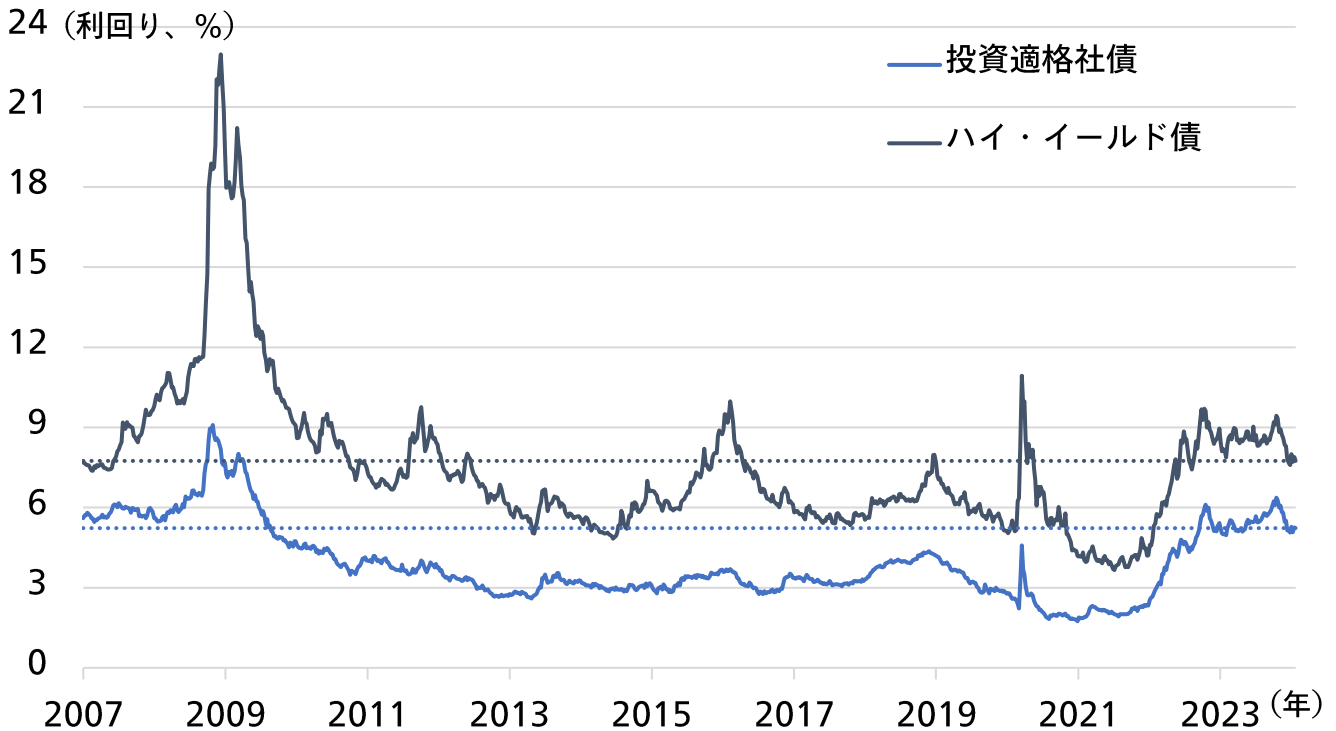
相対割安度（業種）

業種	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
一般消費財	11	9	6	2	6	7	7	10	10	10	3	5
生活必需品	5	6	11	7	5	2	5	6	2	2	8	4
エネルギー	2	1	1	11	7	3	2	1	5	5	11	7
金融	8	2	2	3	8	6	3	2	6	6	10	11
ヘルスケア	10	11	10	1	3	10	8	7	3	3	7	6
資本財	7	8	7	8	10	4	1	4	7	7	6	8
情報技術	6	7	9	9	11	8	10	11	11	11	2	10
素材	4	3	3	10	9	1	4	8	8	8	5	3
不動産	1	4	4	5	2	5	6	3	9	9	4	2
テレコミュニケーション	9	5	5	4	1	11	11	9	4	4	1	9
公益	3	10	8	6	4	9	9	5	1	1	9	1

注：2024年は1月30日時点。各業種はMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスの構成指数。相対割安度＝該当業種のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該当業種以外のT日標準化BPRの平均）。標準化BPR＝T日BPR÷過去750日の平均BPR

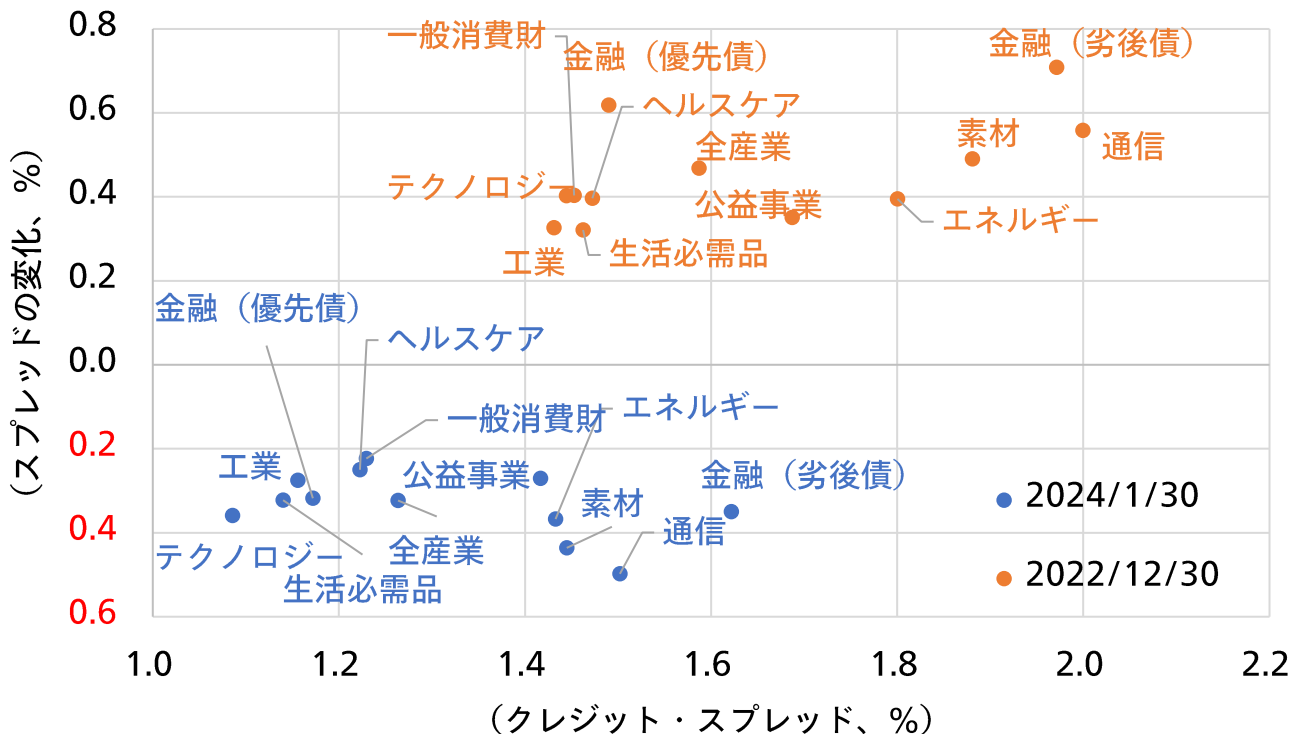
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標⑧：投資適格債社債とハイ・イールド債の利回り】



注：データは週次で直近値は24年1月26日。米投資適格社債は、Bloomberg US Corporate Bond Index、米ハイ・イールド債は、Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index。各点線は直近値
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標⑨：米投資適格債のクレジット・スプレッド】



注：クレジット・スプレッドは対米国債のスプレッド。縦軸のスプレッドの変化は2022年末から2024年1月末時点との差
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【レポートで使用される主な専門用語①】

用語	解説
EPS (Earnings Per Share)	1株当たり純利益のことで、株式を発行している企業が1株に対してどれだけ利益を稼いでいるかを示す
イールド・ギャップ	利回り差のことで、イールド・スプレッドとも言われる。長期国債利回りから配当利回りを比較する際などに使われる
イールドカーブ・コントロール	長短金利操作とも呼ばれる。金利の誘導目標を操作してイールドカーブ（債券の利回り曲線）を適切な水準に維持すること
インカム	株式や債券などの資産を保有している際に得られる収益のこと
エコノミックモート（経済的な堀）	参入障壁が高い業種、優れた無形資産（特許、ブランドや認可など）やネットワーク効果といった競争優位性のこと
S&P500指数	米国の格付け会社であるS&P社が算出している米国株式市場の代表的な株価指数
MSCIエマージング・マーケット指数	米国の調査会社MSCI社が算出している新興国株式市場を代表する株価指数
MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス	米国の調査会社MSCI社が算出している全世界の株式市場を代表する株価指数
欧州中央銀行（ECB）	ユーロ圏の金融政策を担う中央銀行
欧州委員会	欧州連合（EU）の政策執行機関。通商・環境・競争政策など、担当する政策分野は多岐にわたる
オプション調整後スプレッド（OAS：Option Adjusted Spread）	満期前に繰り上げ償還の可能性がある債券等について、発行体の繰り上げ償還の権利をオプションとみなして、オプション価値を調整して求めた対国債スプレッド（利回り差）のこと
期待インフレ率	消費者や企業、投資家などが予想する将来の物価上昇率のこと
逆イールド	短期金利が長期金利を上回るなど、債券の利回り曲線（イールドカーブ）が右肩下がりになる状態のこと
クレジット・リスク（信用リスク）	債務者が財務状態の悪化などで債務不履行（デフォルト）に陥るリスクのこと
グロース株	成長株のことで、一般的に、将来の成長性などが高く、株式価値評価も高くなっていることが多い
鉱工業指数	製造業の経済活動を生産、出荷、在庫の側面から捉えた指数
コモディティ	商品のことで、原油などのエネルギー、金などの貴金属、大豆などの穀物などを指す
コンセンサス	一般的には、複数人の合意、意見の一致という意味で使われるが、金融市場では主に各種指標などの「市場予想」として使われることが多い
先物	ある商品について、将来の定められた時点においてあらかじめ決められた価格で売買することを約束する契約
サプライチェーン	ある製品の原材料の生産から、消費者に届くまでの一連の流れ
CRB指数	国際商品市況の動向を見るのに利用される、代表的な商品先物指数
上場投資信託（ETF：Exchange Traded Funds）	特定の指数（日経平均株価など）などに連動する運用成果を目指し、金融商品取引所に上場している投資信託のこと
消費者信頼感指数	消費者のセンチメントをアンケートで指数化したもの
信用スプレッド（クレジット・スプレッド）	信用リスクを伴う債券（社債など）と信用リスクが低い債券（国債）との利回り差のこと

出所：当社作成

【レポートで使用される主な専門用語②】

用語	解説
STOXX欧州600指数	STOXX社が算出する欧州株式市場を代表する株価指数
政策金利	景気や物価の安定など金融政策上の目的を達成するために、中央銀行が設定する短期金利（誘導目標金利）のこと
タカ派	金融政策を決めるメンバーの政策態度のことで、金融引き締めに積極的な姿勢を示す（反対の政策態度はハト派と言われる）
WTI原油先物	ニューヨーク・マーカンタイル取引所で取引される米国の代表的な原油先物商品
DI（Diffusion Index）	変化の「方向性」を捉える指標のこと
デュレーション	債券における元本の平均回収期間や金利変動による債券価格の感応度を示す指標のこと
ドローダウン	高値からの下落率のこと。下方リスクの指標として使われることもあり、ドローダウンの中で最も大きいものを最大ドローダウンと言う
日銀短観（全国企業短期経済観測調査）	資本金2,000万円以上の民間企業を対象にしたアンケート調査で、企業の業況に関する判断や、設備投資の実績や計画などを調査したもの
ハイ・イールド債券	利回りが高く信用格付けが低い債券のこと。ジャンク債と呼ばれることもある
バリュー株	企業が本来持っている価値（純資産や利益など）に対して割安になっている株のこと
バリュエーション	金融商品や企業の価値を評価すること。株式価値評価では、PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）などが良く使用される
PER（株価収益率：Price Earnings Ratio）	株価を1株当たり利益（EPS：Earnings Per Share）で割った値で、株価が利益の何倍で取引されているかを示す。一般的に高ければ（低ければ）利益に対して割高（割安）と考えられる。また、株価を投資金額とみなした場合、何年で投資金額が回収できるかを表す指標と捉えることもできる（債券のデュレーションに相当）
PMI（購買担当者景気指数）	企業の製品を製造するために必要な材料を購入する購買担当者らの景況感を集計した景気指標。一般的に「50」を上回れば拡大、下回れば縮小と判断される
PBR（株価純資産倍率：Price Book Value Ratio）	株価を1株当たり純資産（BPS：Book Value Per Share）で割った値で、株価が純資産の何倍で取引されているかを示す。一般的に高ければ（低ければ）利益に対して割高（割安）と考えられる。1株当たりの純資産は、企業の会計上の解散価値とも捉えるため、PBRが1倍を割り込んだ場合、株価が解散価値以下で評価されていることを意味する
フェデラル・ファンドレート（FF金利）	米国の政策金利のことで、FRB（連邦準備制度理事会）が誘導目標を設定している
物価連動国債	物価に連動して元本が変動する国債
ブルウィップ効果	販売現場でのわずかな需要変動が、サプライチェーンの上流で過剰に認識されてしまい、必要以上に需要予測が増幅する現象
Bloomberg	経済、金融情報の配信などを手掛ける米国の大手総合情報サービス企業
モメンタム	業績、株価などの勢いを表す指標。例えば、「株価モメンタムが強い」という場合、株価上昇の勢いが強いことを表す
REIT（不動産投資信託：Real Estate Investment Trust）	投資者から集めた資金で不動産への投資を行い、そこから得られる賃貸料収入や不動産の売買益を原資として投資者に配当する金融商品
リバランス	相場変動で変化（上下動）した投資配分の比率を調整すること
リビジョン・インデックス	アナリストによる業績予想を集計し、業績見通しの方向感を探る指標。同指標が上向いている場合は、業績の上方修正の勢いが強まっていることを示す。反対に、同指標が下を向いている場合は、下方修正が優位となっており、業績見通しが悪化していることを示す
利益サプライズ	一般的に、アナリストや企業が示す業績予想と業績の実績値との乖離率のこと

出所：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.