

House-View Report

March 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

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

【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。年後半にかけては、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> ただし、足元の米国経済は底堅く、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ありえる。
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> （米国は年3回程度の利下げ）。 <u>ただし、コア物価指数は高い伸びが続いており、想定よりも利下げタイミングが後ずれする可能性がある。実現性は低いとみるが、仮にインフレが加速した場合、年後半に再利上げ議論が活発になる場合もありえる。</u> 日本は、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
株式市場	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ー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。日本は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や、 <u>各種の構造変化に期待ができることから、バリュー（割安）株にも注目</u> ができる
債券市場	過去と比較して相対的に高い利回りや下方リスク耐性を高く評価する。財務状況が強く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。もっとも、 <u>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</u> ってきている。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も視野に入れる段階が来ている可能性も想定する
為替市場	外国為替市場はドル安・円高が進むとみるがそのペースは緩やかで限定的なものに留まるだろう。 <u>実質実効為替レートでみた円の実力値が大きく低下していることや、実質金利のマイナスを背景に外貨建て資産への資金流出が円安を支え</u> るとみる。
リスク	①金融引き締めによる市場想定以上の経済悪化、②インフレの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	24/01/31~24/02/29	23/08/31~24/02/29	23/02/28~24/02/29
米国株	5.3	13.9	30.4
欧州株	2.0	8.7	11.0
日本株	8.0	21.2	45.8
新興国株	4.5	4.8	8.9
バリュー株	2.5	9.4	13.6
グロース株	6.0	15.8	38.1
クオリティ株	5.8	16.4	39.8
日本REIT	-4.9	-8.2	-3.8
先進国REIT（除く日本）	0.3	4.6	2.5
米国国債	-1.5	1.5	2.1
米国社債	-1.6	3.7	5.9
米国ハイ・イールド債	0.2	6.1	10.9

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、グロース株、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：想定より底堅い経済と緩和的な金融環境

- 経済全体として持ち直しの動きが強まっていることを示すデータが増加
- インフレの沈静化は需要の減少ではなく供給能力の改善が寄与
- 実現性は低いとみるが年後半にインフレが再燃する展開もありえる

年前半に景気減速、金融緩和への転換がメインシナリオ

我々が考える経済・金融政策に関するメインシナリオは、「金融引き締めによる累積的な効果が顕在化し、緩やかに成長率が鈍化（特に年前半）、それに伴い主要先進国（米欧）の金融政策は、緩和方向へと舵が切られる（≒利下げを実施する）」といったものである。

こうしたシナリオは、金融市場の大方の見通し（Bloombergコンセンサス）でもあり、IMF（国際通貨基金）やOECD（経済協力開発機構）などの公的機関も同様の見通しを立てている。

シナリオの再考を迫るデータが散見される

しかし、直近1ヶ月で確認された各種データは、こうしたシナリオに反し、経済が底堅いことを示すものが増え始めている。

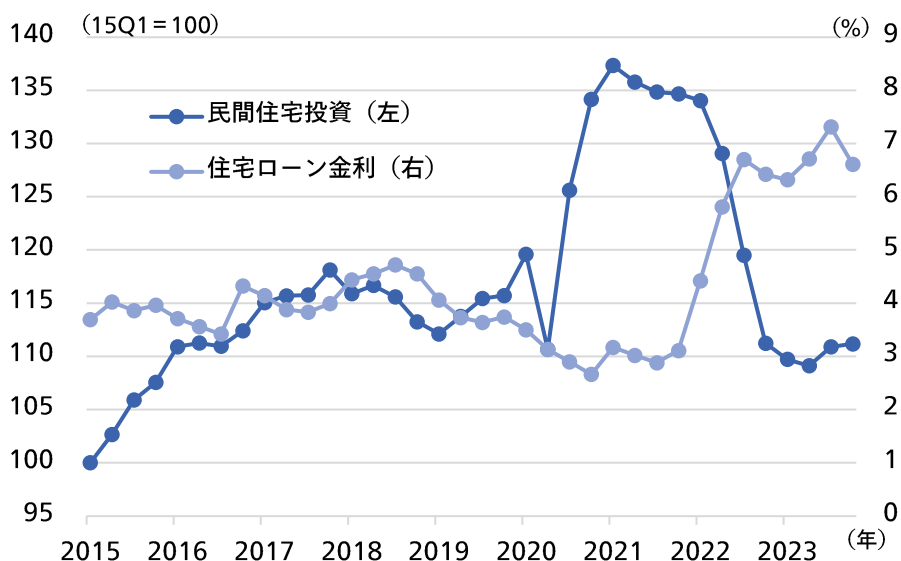
例えば、主要先進国の労働市場は失業率が低位で推移するなど、依然として力強さを保っている。特に米国経済は、個人消費がけん引役となり、潜在成長率（1%台半ば）を上回る成長が続いている状況だ（23年10-12月期の実質GDPは、前期比年率+3.2%）。

また、このところ、コロナ禍後のサービスへの需要シフトで低迷していた財需要にも底堅さがみられた。本来は高金利下で減速感が強まるはずの住宅投資は足元で底堅い（下図参照）、半導体サイクルや国内製造業の在庫循環の好転に象徴されるように製造業景況感の改善傾向も確認できる。

経済全体として持ち直しの動きが強まっている可能性がある

つまり、金利上昇による悪影響が一段と顕在化するというより、経済全体として底堅い動きが続いている。言い換えれば、世界経済は、減速せずに好調な推移を維持する可能性が出ている。

【米国の民間実質住宅投資と住宅ローン金利（30年）】



注：データは四半期で直近値は23年10-12月期。15Q1は15年1-3月期
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

これまでのインフレ率の低下は供給要因によるもの

米国を中心に経済が好調に推移するなか、インフレ率は世界的に低下基調を辿っている。その背景にあるのは、供給要因（労働力の量と質の改善）の寄与が大きいだろう。

インフレは、一般的に物価水準が持続的かつ全般的に上昇することを指すが、その要因は、大きく需要要因（ディマンドサイド）と供給要因（サプライサイド）の2つに分けることができる。

需要要因で起きるインフレはイメージが付きやすいだろう。消費者支出、政府支出、投資や輸出などが増加し、財・サービスの需要が供給を上回ることによって発生する（需要>供給の状態）。

今般のインフレ亢進の主因は需要要因

今般のインフレ亢進の主因は、需要要因によるものだろう。新型コロナウイルスのパンデミックに対応するため、各国は大規模な財政・金融政策を実施したことは記憶に新しい。追加税制の規模は、対GDP比で米国が約26%、日本が約17%と巨額で、金融引き締めへの転換が遅れたことも重なり、需要を大きく刺激したと考えられる。

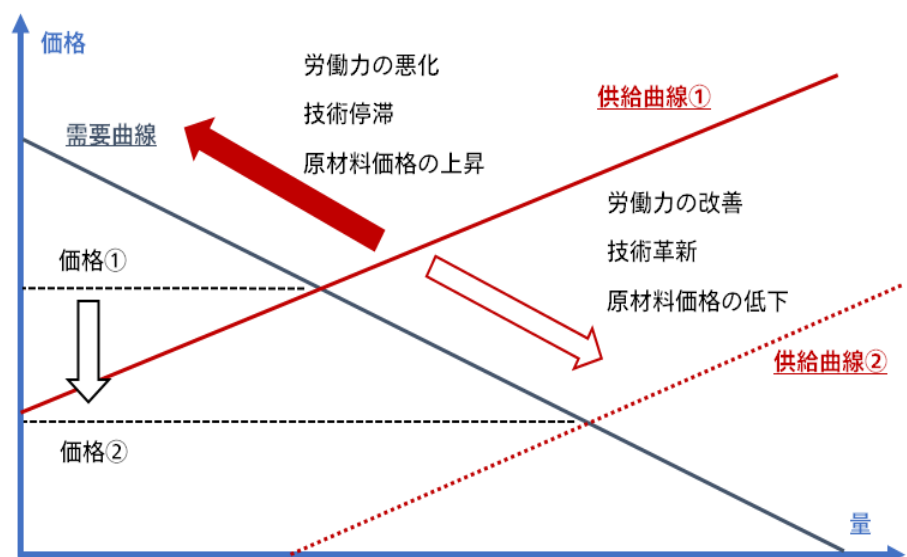
一方、供給要因のインフレは、生産コストの上昇が原因で発生する。原材料の価格上昇、生産能力の制約や労働コストの増加などが、生産コストを押し上げ、企業が財・サービスへと価格転嫁することでインフレを引き起こすというパターンである。

足元のインフレの沈静化は、この逆のメカニズムが働いたとみている（下図参照）。つまり、労働力の量と質の改善（供給要因）によって供給曲線が右方向にシフトし、財・サービスの価格を押し下げたと考えられる（半導体不足の解消、サプライチェーンの正常化も影響した）。

米国ではプライムエイジの労働参加率の回復が顕著

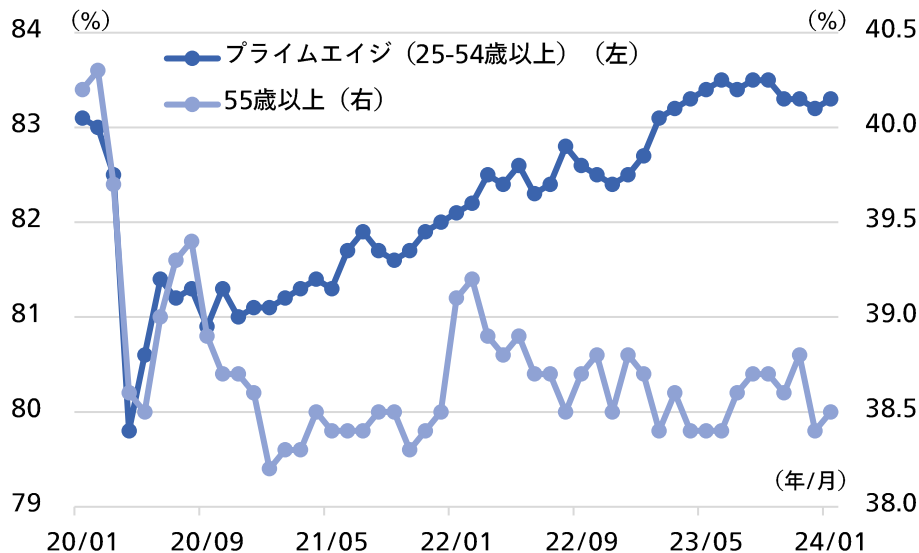
実際、次頁図で確認できるように、米国では、55歳以上（特に65歳以上）の労働参加率が戻らない一方で、働き盛りのプライムエイジ（25歳～54歳）の労働参加率はコロナ禍前の水準を上回り、上昇トレンドに回帰している。

【足元のインフレ沈静化のイメージ（需要曲線と供給曲線）】



出所：当社作成

【米国の労働参加率（プライムエイジと55歳以上）】



注：データは四半期で直近値は23年10-12月期
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

コロナ禍での大規模レイオフが結果的に労働生産性の上昇に寄与

加えて、AI（人工知能）の発達や工場の自動化投資の増加も、労働生産性を押し上げている。コロナ禍で衛生面を考慮した省人化が要求されたこともこうした流れを後押ししたとみられる。

また、コロナ禍で大規模にレイオフが行われたことも労働生産性の上昇に影響していそうである。経済活動が再開した際に、レイオフされた労働者は低賃金・低生産性の分野・企業から、高賃金・高生産性の分野・企業へシフトしたとみられる（特に米国）。それが、実質賃金の高い伸びに繋がり、結果としてみれば、経済全体の生産性を高めたと考えられる。

以上の点をまとめると、直近のインフレ沈静化は、供給サイドの改善が大きく寄与したのであって、金融引き締めによる需要鈍化の影響は相対的に小さいと考えられる。

今後は、利上げの効果が一段と顕在化することで、需要が鈍化し、経済成長率やインフレ率が鈍化していくといったシナリオが、我々のメインシナリオであり、市場コンセンサスでもある。ただし、先述したように需要は鈍化するよりもむしろ、持ち直しの動きがみられる。

需要の持ち直しは、期待インフレ率の上昇と資産効果が影響

需要が持ち直している理由には、①インフレに対する耐性の高まり（≒期待インフレ率が高まっている）、②資産効果によって需要が刺激されている2つが大きく関係しているとみられる。

物価水準が長く高い状況が続いたことで、人々の期待インフレ率が上昇し、金融引き締めの効果が薄れている可能性がある。

名目金利は、実質金利に期待インフレ率を加えたものである（名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率）。期待インフレ率が上昇した場合、名目金利（つまり政策金利）の水準が変わらないなら、実質金利が低下する必要がある。

この実質金利の低下が、実質的な利下げ効果（≒緩和的な金融環境）をもたらし、経済を刺激しているとみられる。

金融環境指数は緩和的な状況が続いている

景気後退は避け、インフレには長期で対応がFRBの政策スタンス

3月FOMCでは、QTの終了・縮小への言及に注目したい

実際、23年10月以降は、米長期金利の低下などで、下図に示す金融環境指数は緩和傾向が続いている（下図参照）。では、金融引き締め効果を高めるために、FRBが「利上げ」によって実質金利を高めるのかというと、インフレが沈静化に向かうなかで、それは難しいだろう。

また、23年3月に発生した一部米地銀の破綻で金融システムに相応のストレスがかかっていることが示されて以降、パウエルFRB議長は、景気に配慮する姿勢を鮮明化している（それ以前は、インフレを抑え込むためなら景気後退も辞さないと述べていた）。

その最たる例が、23年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）での「インフレ率が物価目標の2%に到達してから金利を引き下げるのでは遅すぎる。2%になる前に経済への負荷を緩和したい」との発言だ。

つまり、FRBは、「景気後退を引き起こすような対応は避け、インフレについては長期で対応する」といったスタンスなのだろう。このような当局の対応により金融環境は緩和的になっているとみられる。

グローバル株式市場は、緩和的な金融環境を追い風に好調な推移を続けている。34年ぶりに史上最高値を更新した日経平均株価の動きは、その象徴的な出来事と言えるだろう。

株式などの資産価格の上昇は、多くの場合、資産効果をもたらす。それが足元の需要を刺激している可能性がある。コア物価指数がFRBやECB（欧州中央銀行）が目標とする2%の物価水準までなかなか下らないのは、高い賃金の伸びに加え、こうした点も関係していよう。

仮にだが、今後もこうした状況を受け、24年1月の米消費者物価指数（CPI）のように市場予想を上振れる経済・物価指標が続けば、再利上げの機運が高まる可能性もありうる（現時点での実現性は低い）。

先行きを考える上で、まずは、パウエルFRB議長が「深い議論を3月FOMC（連邦公開市場委員会）で始める」と述べたように、QT（保有資産の圧縮）の終了・縮小に一步踏み込み、金融引き締めが最終局面であるとの、より強いシグナルを市場に送るかどうか注目したい。

【米国の金融環境指数の推移】



注：データは日次で直近値は24年2月26日。0を境に値がプラスなら金融環境が緩和的、値がマイナスなら金融環境が引き締めのを意味する 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ 投資戦略：グロース株の相対バリュエーションの拡大を警戒

- ・ グローバルで景気敏感株を物色する動きが強まっている
- ・ 在庫循環から国内株式市場には尚も上値余地があると判断できる
- ・ 株式と債券のイールド・ギャップはマイナス圏に到達

株式・債券ともに下方リスク耐性に優れた資産を重視

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むことに変わりはない。

これまで実施された金融引き締めの効果で、24年前半については景気が下押されるリスクが残っているとみているため、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考える。

株式市場では、引き続きROIC（投下資本利益率）などの収益性に優れた企業を重視する。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。

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点がポジティブだろう。

国内株式市場では、資本効率の改善策が進展

直近の国内株式市場では、損害保険大手4社が政策保有株式を売却する方針を示すなど、日本企業が資本効率を改善する動きを強めていることが引き続き確認された。収益性の低い事業・企業を売却する動きが増えている点も中長期的な好材料であろう（上記②の進展）。

加えて、投資環境で述べたように、製造業景況感に持ち直しの動きがみられることも日本株の追い風とみている。国内株式市場は、景気感応度が高い製造企業の割合が大きく、景気回復時に上昇しやすい。下図に示すように、世界的に景気敏感株を物色する動きは強まっている。

【景気敏感株とディフェンシブ株の相対パフォーマンス】



注：直近値は24年2月27日。相対パフォーマンスは、MSCIワールド景気敏感株指数と同ディフェンシブ株指数の差を指数化。配当込み騰落率
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

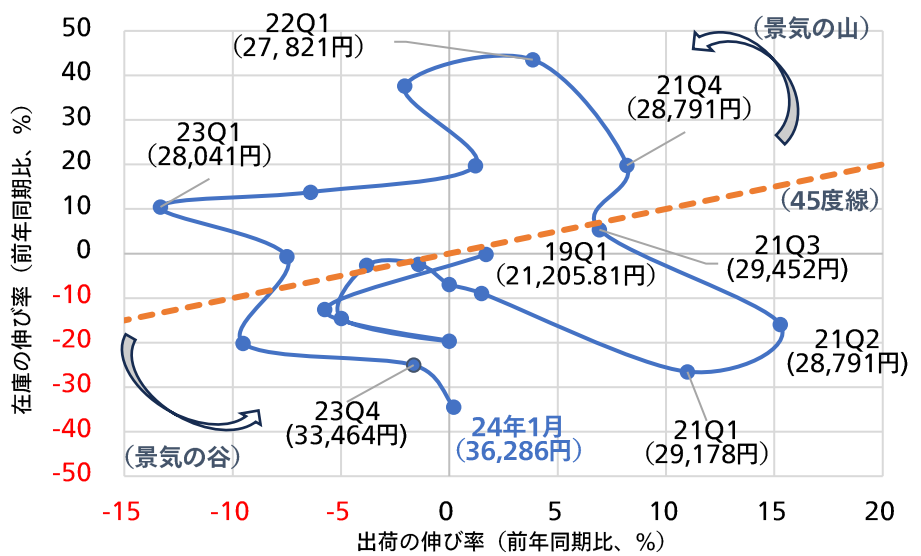
電子部品・デバイス工業の在庫循環が好転している

34年ぶりに日経平均株価が史上最高値を更新するなど、年初から国内株式市場は想定を上回る速さで上昇してきたが、我々はなおも上値余地が残されているとみている。そう考える理由は、電子部品・デバイス工業の在庫循環の改善基調が続いているからである（下図参照）。

電子部品・デバイスは、自動車、スマートフォンや家電製品など、幅広い製品に使用されており、これら産業の生産活動に直接的に影響している。そのため、同工業の在庫循環が改善されているということは、今後、他の産業も改善していく可能性が高いと判断できる。

在庫循環が改善を続け、景況感が上向いている局面では、日本株は堅調に推移すると考える。また、景気感応度が高いバリュー（割安）株にも期待ができるだろう。バリュー株のなかでも相対的に収益性に優れている企業を選択する戦略を 선호したい。

【日本鉱工業生産指数・電子部品・デバイス工業の在庫循環】



注：データは四半期で、直近値は24年1月。○内は日経平均株価の当期末値
出所：経済産業省、Bloombergのデータをもとに当社作成

グロース株の下方リスクは高まっていると考える

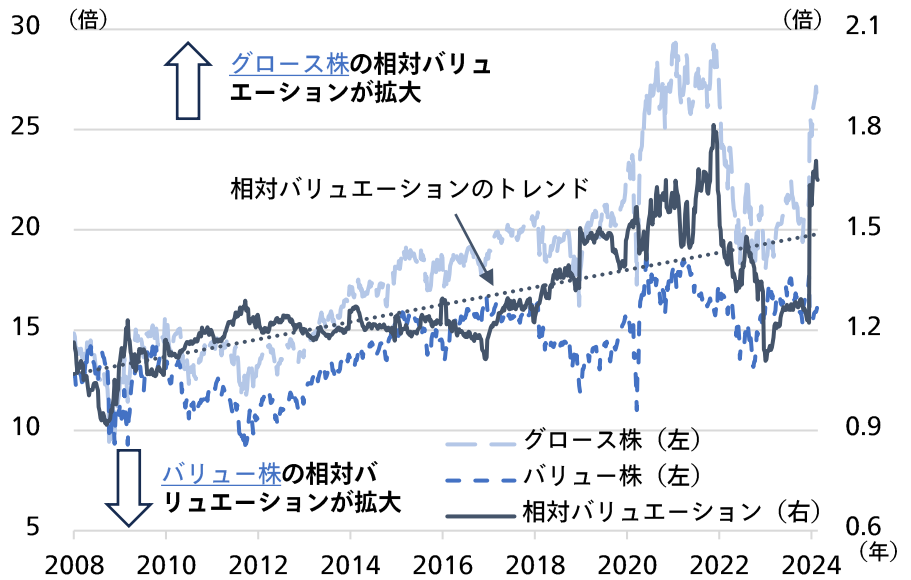
一方、米国株式市場について、中長期的な目線でクオリティ・グロース企業に注目する点は変わらない。ただし、グロース企業とバリュー企業の相対バリュエーションが大きく拡大している点は気掛かりだ。

次項上図は、グロース企業とバリュー企業の予想PER（12ヶ月先）をもとに、相対的にどちらが割安か割高かを測ったものである。グロース企業の予想PERが年初から急拡大していることがわかるだろう。背景には、金融緩和（利下げ）を先取りする動きや、好調な業績を受けた大手ハイテク企業への選好が強まっていることなどが挙げられる。

こうした流れは、今後も続くとみているが、グロース株の下方リスクは高まっているとみている。投資環境で述べたように、資産効果などでサービス価格を中心にインフレが再加速した場合、金融市場が織り込む金融政策シナリオ（年央の利下げ）は修正を迫られるだろう。

仮にそうなった場合、22年に起きたようなグロース株を中心とした株価調整が起きる可能性は否定できない。保有資産がグロース株に過度に偏っている場合、リスク調整のためのリバランスは一考に値する。

【米グロース株とバリュース株の予想PERと相対バリュエーション】



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

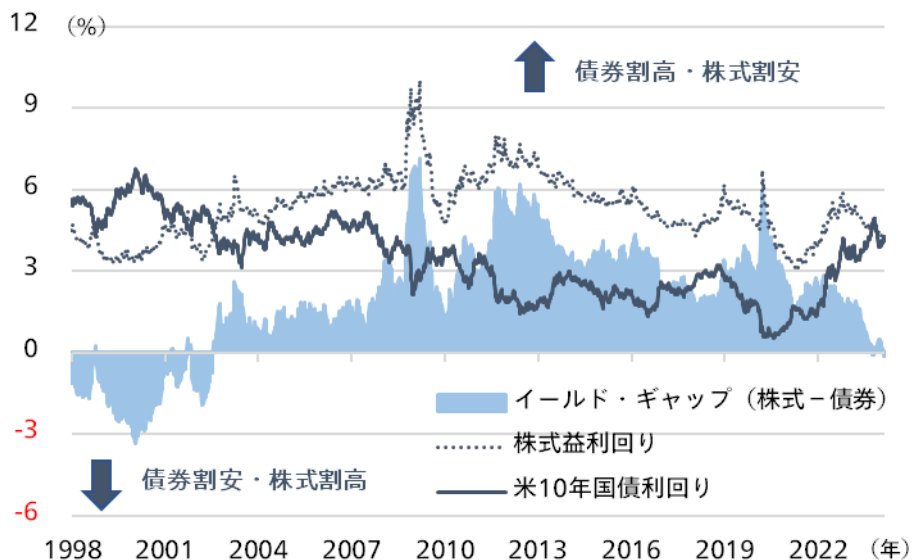
イールド・ギャップはマイナス圏に到達し、債券の割安感は強まる

債券の見通し・投資戦略については、過去と比較して相対的に高い利回りを評価している（長期資産運用を考えた場合、足元の高利回りは無視できない）。加えて、米国株式と米国債とのイールド・ギャップは既にマイナス圏に達しており、株式に対する評価では、債券の割安感が目立っている状況だ。

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も、債券は選好度を高めるべき資産クラスとみている。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。

ただ、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いとみている。景況感の改善などに鑑みれば、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ことも考えたい。

【米国株式と米10年国債利回りのイールド・ギャップ】



注：データは週次で直近値は24年2月23日。株式益利回りは、S&P500指数の実績PERの逆数。イールド・ギャップ＝株式益利回り－米10年国債利回り
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ オルタナティブ・為替：実質金利のマイナスが円安を助長

- 外国為替市場はドル安・円高を見込むが進行ペースは緩やかだろう
- 国内実質金利は歴史的なマイナス水準で推移している
- 東証REITのファンダメンタルズは改善基調

ドル安・円高の進行は緩やかになるだろう

米国の金融政策が緩和へと転換するとの前提の下、ドル円相場は緩やかに円高方向へ向かっていくことが見込まれる。そう考える主な理由は、①日米の短期金利差が容易には縮まらないとみていること、②資金フローがドル高・円安に作用しやすいことなどが挙げられる。

日本銀行は物価目標達成の自信を深めている

このところ日本銀行の幹部は、目標とする物価上昇率2%を持続的に達成するシナリオに自信を深めつつあるようだ。例えば、植田日銀総裁は2月22日の国会答弁で、「（日本経済について）デフレではなくインフレの状態にある」、「雇用・賃金が増加する中で物価も緩やかに上昇する好循環が強まる」との見解を示した。

マイナス金利を解除しても継続的な利上げは難しい

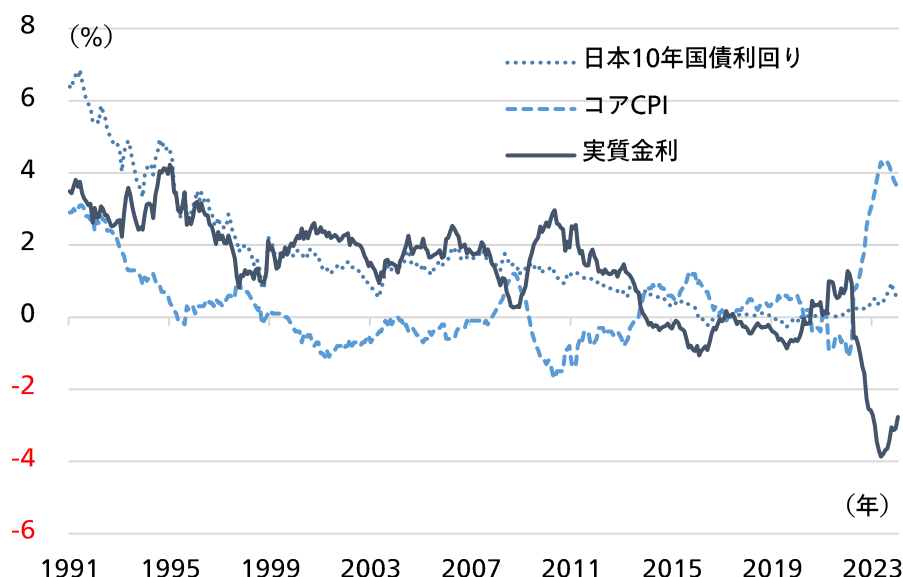
足元で始まった春季労使交渉は、大企業（人手不足が顕著なサービス業・食品業など）を中心に高い賃上げの意向を早期に示す傾向が強まっており、2023年を上回る賃上げ率3.6%を上回る可能性に期待ができそうである。

そのため、マイナス金利を解除する可能性は高まっていると判断している。ただ、賃金上昇を伴った「持続的・安定的な物価上昇」が確認できるまでには相応の時間がかかるとみられ、日銀が継続的に利上げを実施するハードルは依然として高いと考えられる。そのため、FRBが利下げに転じても日米の金利差は容易には縮まらないだろう。

国内実質金利は大幅なマイナスが続いている

こうした点に加えて、日本は実質金利（名目金利－インフレ率）がマイナスとなっていることから、資金フローがドル高・円安を助長しやすいと考えられる（下図参照）。

【日本の実質金利、物価指数と国債利回りの推移】



注：データは月次で直近値は24年1月、コアCPIは、生鮮食品及びエネルギーを除く。実質金利＝名目金利（日本10年国債利回り）－コアCPI
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

実質金利のマイナスは、円の購買力の減少を意味する

実質金利が大幅にマイナスということは、名目金利（例えば、銀行が提示する預金金利）が物価上昇率を大きく下回っているため、実質的な円の購買力（価値）が減少していることを意味する。

そのため、これを補うべく、外貨建て債券や株式などの資産に資金が移りやすい。2024年から開始された新NISA制度は、こうした流れを加速させている可能性が考えられる。実際、同口座で買い付けされた金融商品は、海外資産に投資するものが大半だと伝わっている。

以上の点を踏まえれば、仮に、日本銀行が利上げを実施（現段階での可能性は低いとみている）ようなことがあったとしても、ドル安・円高の進行は限定的なものとなろう。

リスク管理の観点から金に注目している

オルタナティブ資産では、リスク管理の観点から金に注目するスタンスに変わりはない。 金価格は金利が低下する局面では値上がりしやすい傾向がある。先述したように、ドル安・円高は緩やかで限定的になるとみているが、仮にそうなった場合に、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。

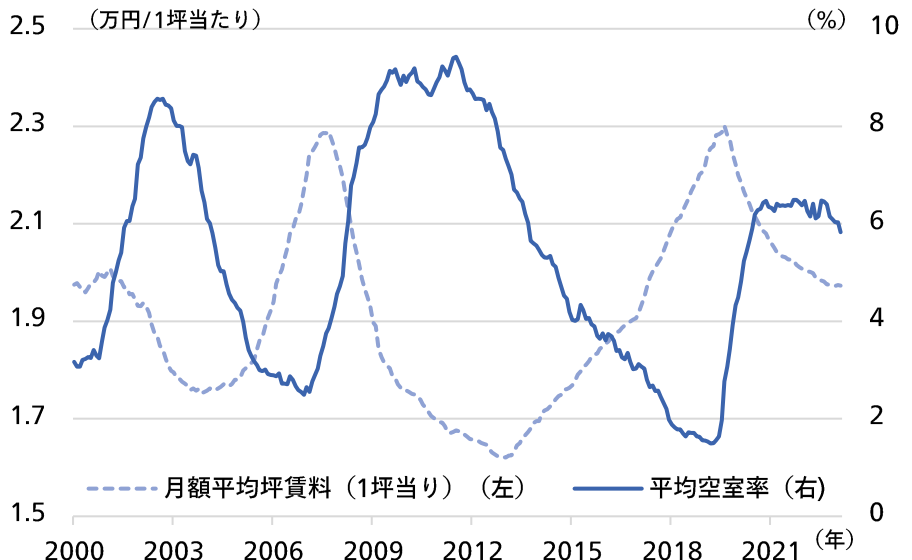
その他のオルタナティブ資産については、米国REITの反転タイミングを注視するほか、日本REITについて前向きな評価を継続している。

年初からの東証REIT市場は、国内株式市場とは対照的に厳しい相場展開が続いている。日本銀行の政策修正による金利先高感や、米国の商業用不動産市況の悪化でグローバルに不動産セクターが避けられている影響が背景にあるとみられる。

もっとも、東証REITのファンダメンタルズは改善傾向を辿っている。 東京都心5区の1月のオフィス空室率は、オフィスの移転・拡張需要が堅調で、2年8カ月ぶりに5%台に低下した。先行きのオフィス供給量には、過去30年と比較して絞られる見込みで、需給環境は悪くない。

24年2月に発表された東証REITの決算では、オフィス需要の回復を背景に想定稼働率を引き上げる動きや、既存物件の収益が改善している様子も伺える。足元の東証REIT指数の動きはやや行き過ぎにみえる。

【東京都心5区のオフィス空室率と月額平均賃料】



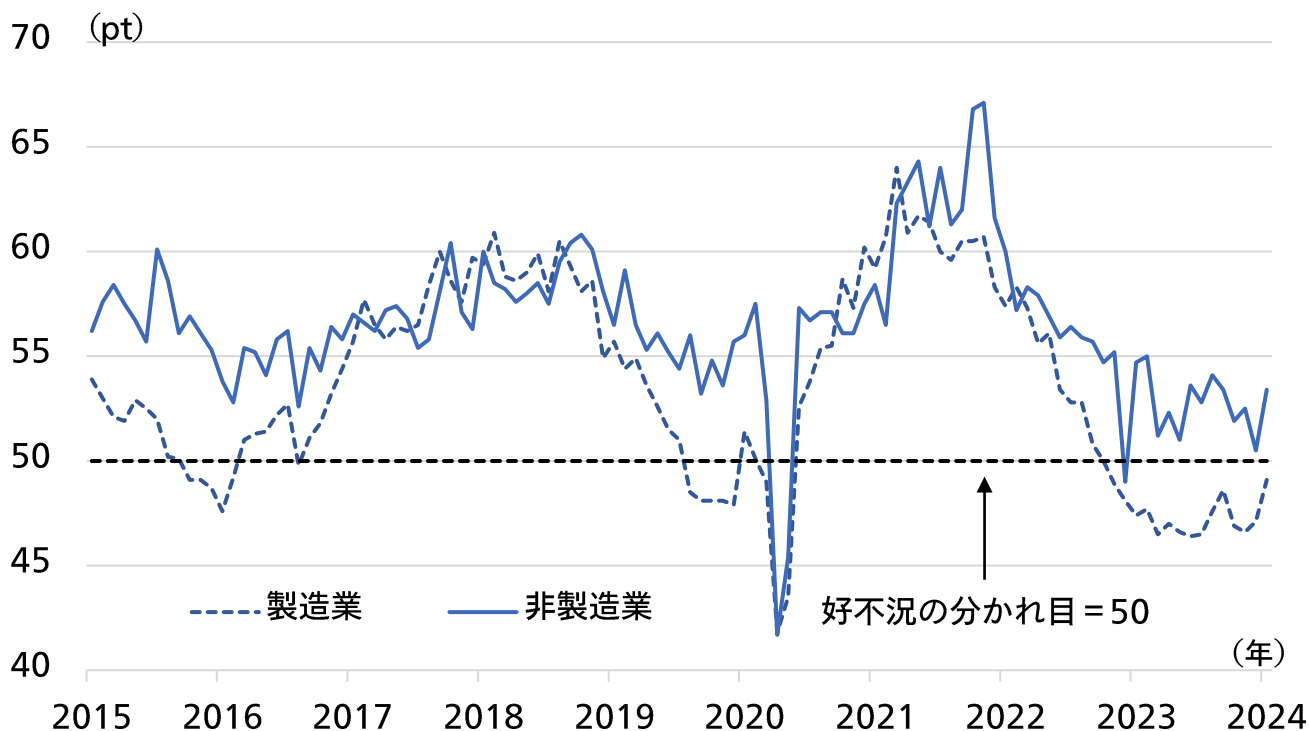
注：データは月次で直近値は24年1月
出所：三鬼商事、Bloombergのデータをもとに当社作成

【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	51.8
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	50.8
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	52.0
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	52.9
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	47.0
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	51.5
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	53.5
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	52.5
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	53.2
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	61.2

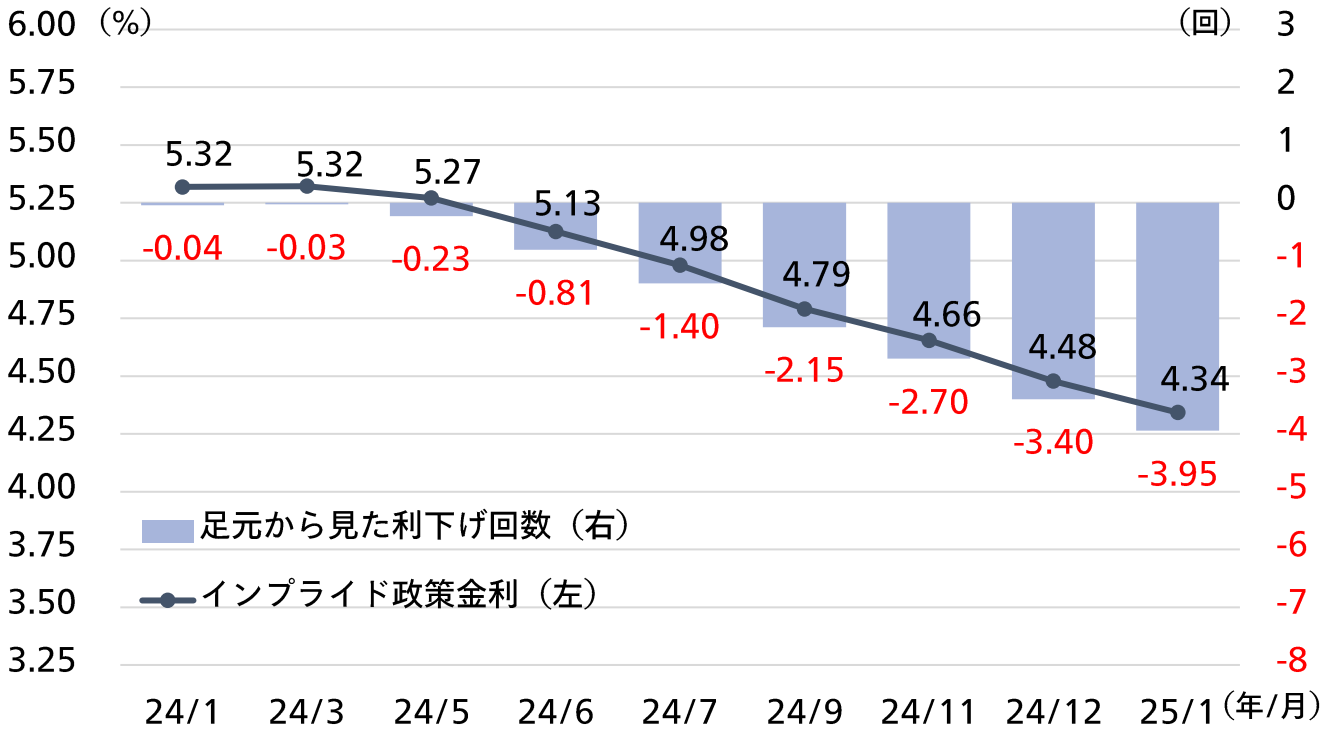
注：データは月次で24年2月29日時点。
出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標②：米国ISM製造業・非製造業の景況感】



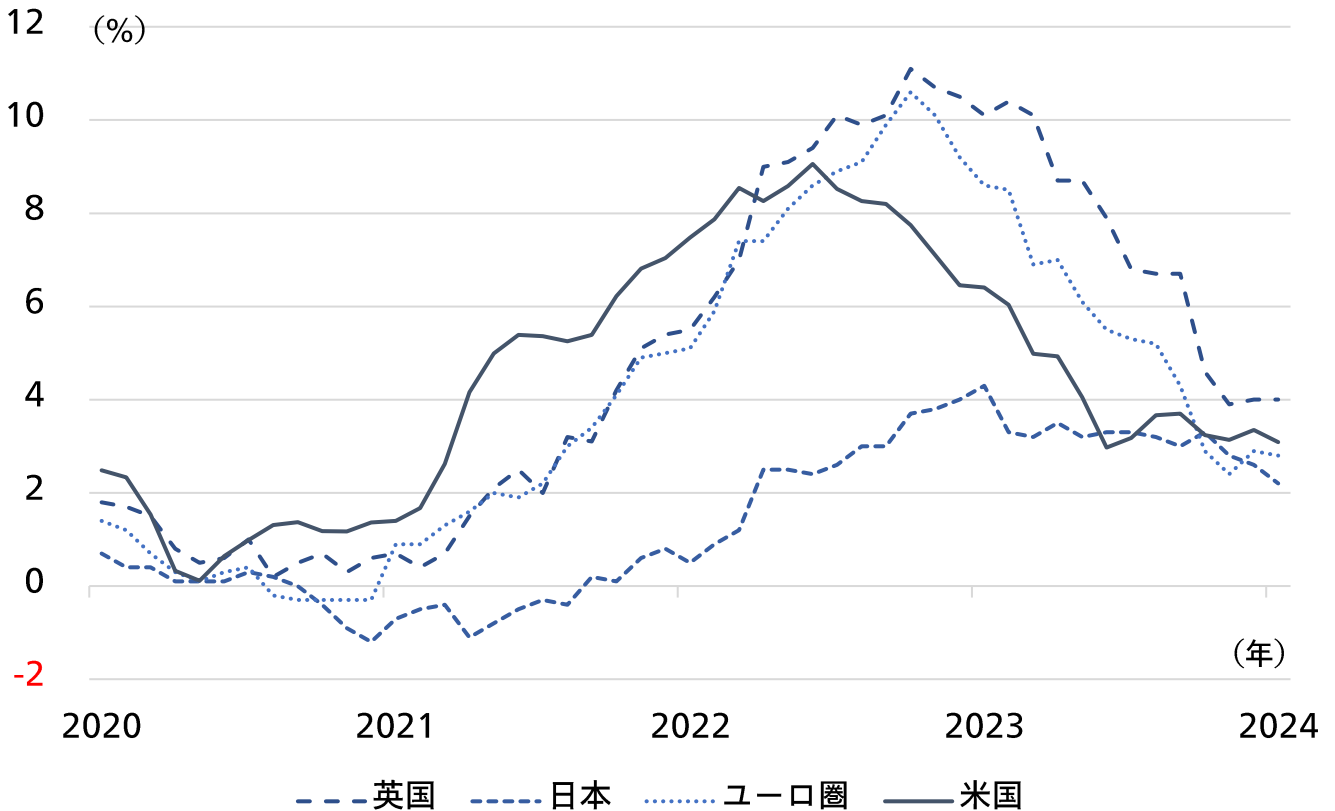
注：データは月次で直近値は24年1月
出所：米サブライマネジメント協会（ISM）、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標③：米国の政策金利見通しと利上げ回数】



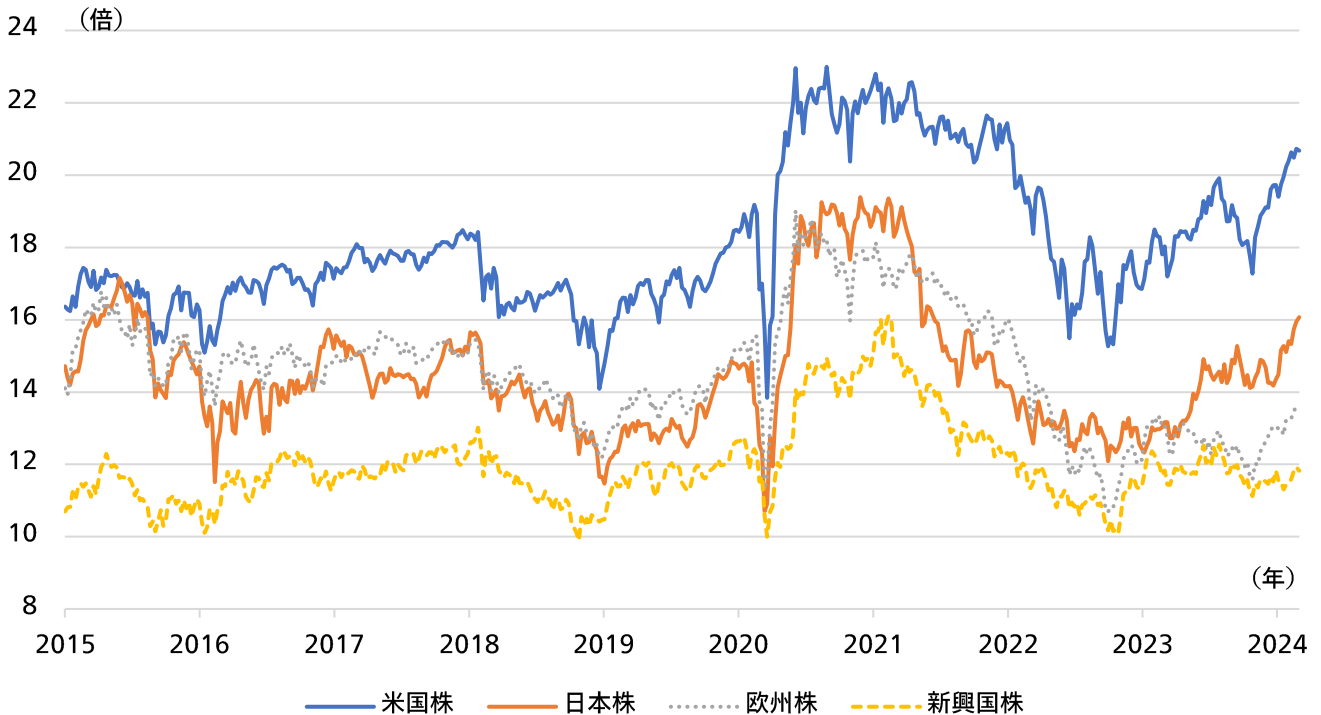
注：データは24年2月29日時点。足元から見た利上げ回数は、利下げをマイナス符号で表している
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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24年1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）】

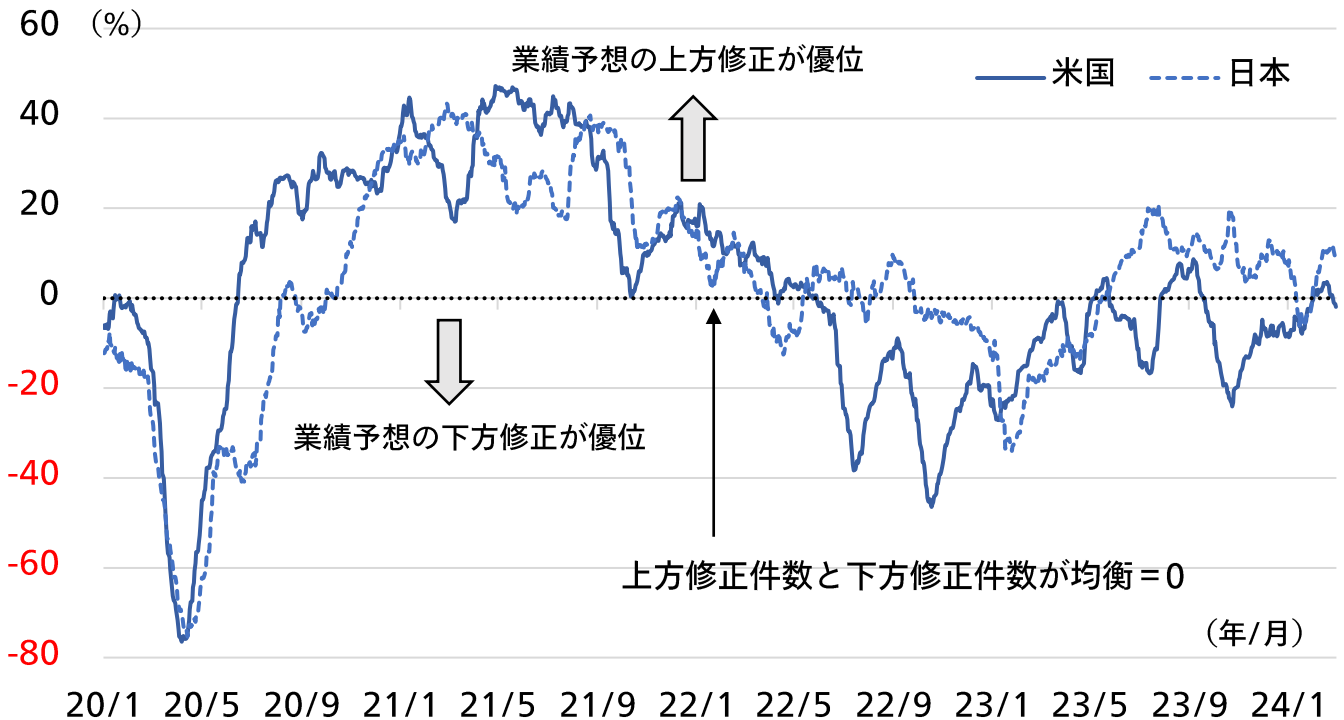


注：データは24年2月29日時点。米国株はS&P500指数、欧州株はSTOXX欧州600指数、日本株は日経平均株価、新興国株はMSCIエマージング・マーケット指数。予想は12ヶ月先のBloombergコンセンサス
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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2月29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	6
カナダ	6	5	3	8	1	3	3	1	7	5	3	3
中国	1	2	5	7	10	6	7	7	1	1	1	2
欧州	8	7	7	5	3	4	6	3	6	6	6	9
香港	5	4	1	1	6	7	2	2	2	7	2	1
インド	3	8	10	4	2	9	5	6	8	10	9	5
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	4
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	8

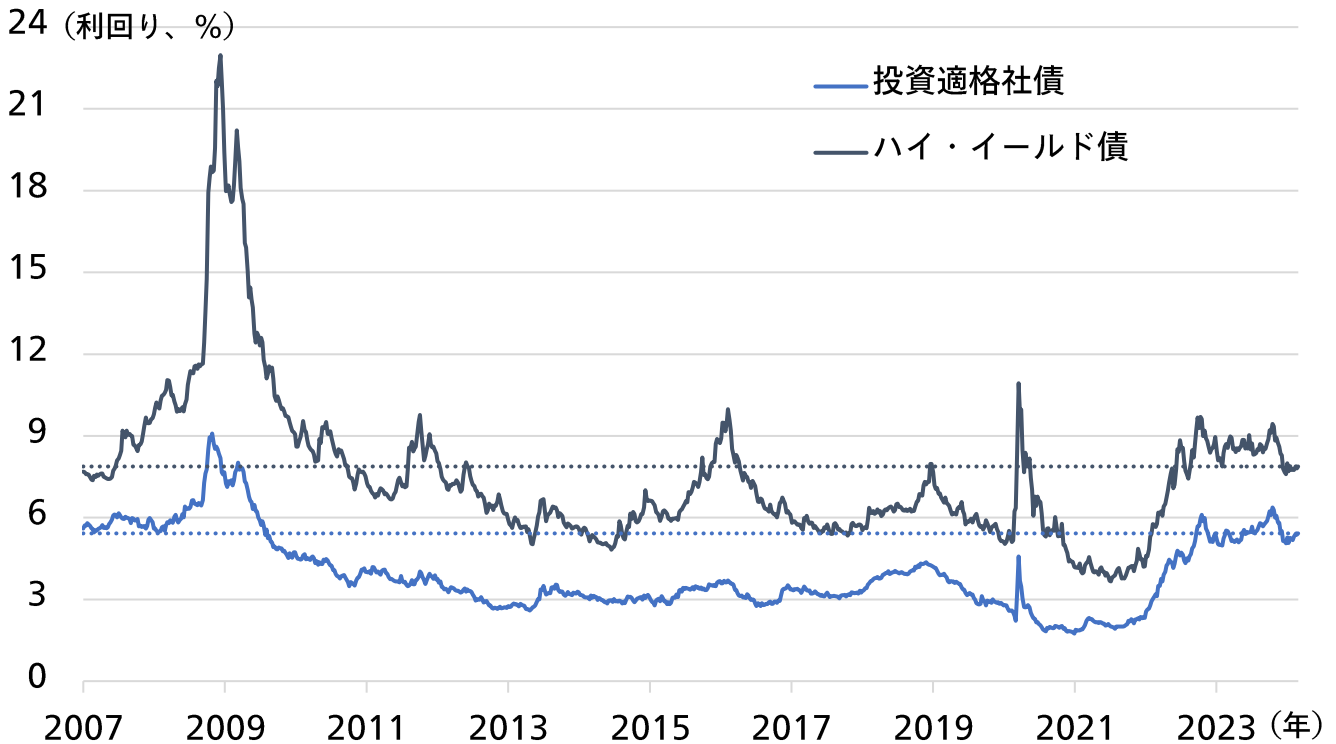
注：2024年は2月29日時点。各国・地域はMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスの構成指数。相対割安度＝該当国のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該当国以外のT日標準化BPRの平均）。標準化BPR＝T日BPR÷過去750日の平均BPR
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

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	6
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	10
ヘルスケア	10	11	10	1	3	10	8	7	3	3	7	5
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	11
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

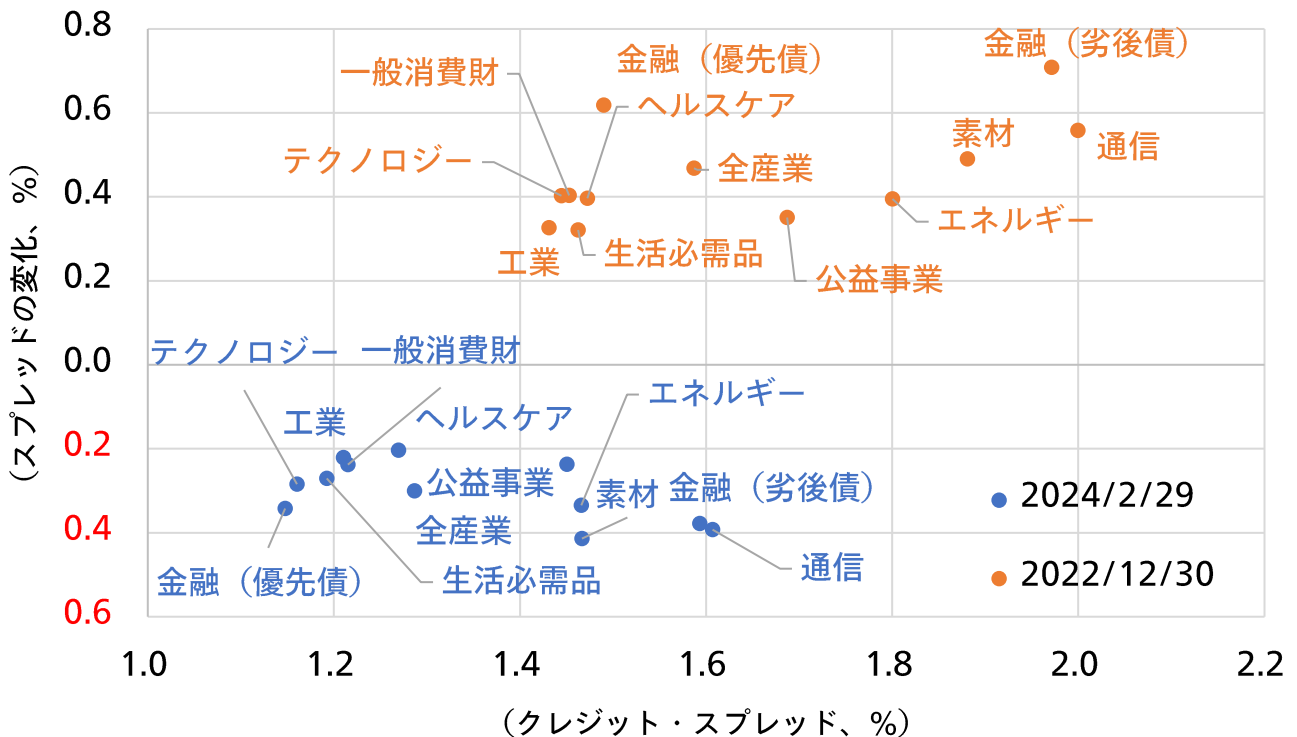
注：2024年は2月29日時点。各業種はMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスの構成指数。相対割安度＝該当業種のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該当業種以外のT日標準化BPRの平均）。標準化BPR＝T日BPR÷過去750日の平均BPR
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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2月29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2月時点との差
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
ドロウダウン	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、ドロウダウンの中で最も大きいものを最大ドロウダウンと言う
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.