

# House-View Report

December 2023

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, three-dimensional sphere that has a soft glow and a subtle gradient, giving it a floating appearance.

**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.8
オルタナティブ	p.9
参考指標一覧	p.11
当レポートにおける用語集	p.16

## 【サマリー：投資環境と投資戦略】

- グローバルに追加的な利上げが実施される可能性は大きく後退
- 景況感の鈍化が続くなか、下方リスクに備える投資戦略を維持
- 資産間の相対評価での割安感や景気悪化リスクに備え債券を重視

## 【主要資産の投資戦略と見通し】

資産クラス	
株式	グローバル景況感鈍化傾向が続いているが金融市場の業績見通しは堅調を維持する
	収益・成長性に優れたクオリティ・グロース企業を選好
	地域別では日本株式市場と米国株式市場を重視
債券	先行きの金融政策を巡る不確実性が後退したことが債券市場の好材料
	金利低下局面での値上がりが期待できるデュレーションの長い債券を選好
	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社債を中心に据えたい
オルタナティブ・為替	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を金に期待したい
	足元の投資環境は悪いがグローバルREITの投資タイミングを探りたい
	ドル円相場に頭打ち感があるが、一方的にドル安・円高が進行する可能性もまた低いとみる

## 【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	
	23/10/31~23/11/30		23/05/31~23/11/30		22/11/30~23/11/30	
米国株	9.1		10.2		13.8	
欧州株	6.7		3.2		8.6	
日本株	8.5		9.4		22.3	
新興国株	8.0		4.8		4.6	
バリュー株	7.5		8.2		4.1	
グロース株	11.2		9.6		23.4	
クオリティ株	9.1		10.1		21.2	
日本REIT	1.9		0.2		-2.3	
先進国REIT（除く日本）	10.5		1.6		-2.4	
米回国債	3.9		-1.3		0.5	
米国社債	6.3		1.5		3.9	
米国ハイ・イールド債	4.5		5.5		8.7	

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、米回国債は、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：金利上昇リスクは後退したと考える

- 11月に公表された米国の物価指標は物価上昇圧力の緩和を改めて示唆
- 好調を維持する米労働市場だが軟化の兆しがみられる
- グローバルに追加的な利上げが実施される可能性は大きく後退

インフレ圧力が緩和していることが金融市場の好材料に

11月に公表された米国の物価関連指標では、インフレ圧力が緩和していることが改めて示唆され、足元の金融市場にとって大きな安心材料となっている。

10月の米消費者物価指数（CPI）は、基調的なインフレを見る上で重要視されるコア物価指数の伸びが前年同月比+4.0%と市場予想（Bloombergコンセンサス）に反して鈍化した（市場予想は同+4.1%と9月から伸び率が下がらない見通しだった）。

また、9月CPIで伸びの急加速が示されていた「住居費」が、10月に前月比での伸び率が鈍化したこともインフレの方向感を探る上でポジティブな点であった。

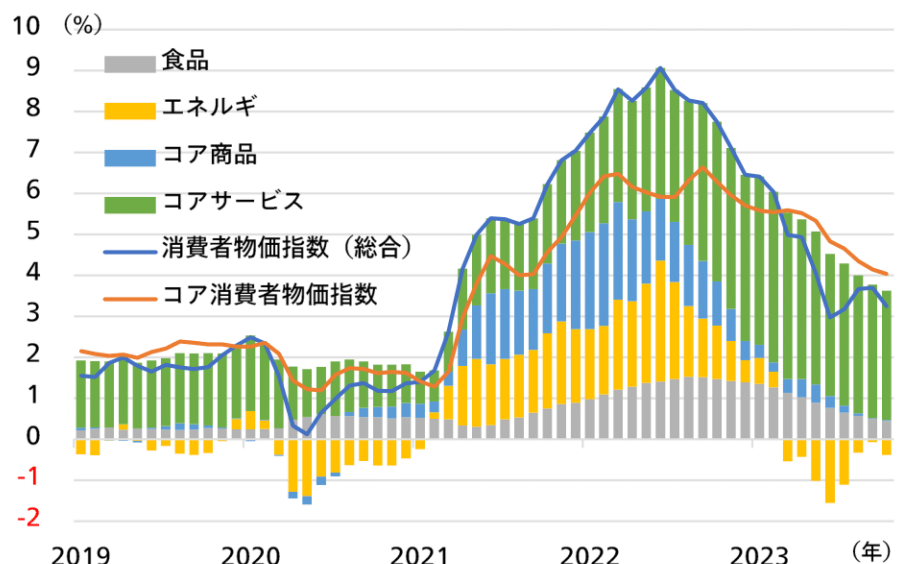
「住居費」の伸びの落ち着きがインフレ鈍化を見通す上での好材料

「住居費」は、CPIの総合指数の3分の1を占め、インフレが高水準を維持する原因となっている「サービス価格」の最大項目でもある。FRB（連邦準備制度理事会）が目標とする2%のインフレ率に到達するには、「住居費」の鈍化が必要条件と言えるだろう。

そのため、10月の「住居費」が前月比+0.3%と前月の同+0.6%から大きく伸びが鈍化し、持ち家を賃貸とみなして計算する「帰属家賃」の伸び率も減速したことは、先行きのインフレ鈍化を見通す上で前向きな材料であった。

このような「住居費」の動きや、自動車の生産・在庫拡大で同価格の伸びが軟化する可能性、国際商品市況の軟調な動きなどに鑑みれば、インフレが再加速する可能性は後退していると判断できるだろう。

【米消費者物価指数の項目別寄与度の推移（前年同月比）】



注：コア消費者物価指数は、変動の大きいエネルギーと食品を除く指数  
出所：米労働統計局、Bloombergのデータをもとに当社作成

## 米労働市場には軟化の兆しがみられる

こうしたことに加え、前項で述べた「サービス価格」を押し上げる要因となっている米労働市場がゆっくりとだが軟化し始めていることもインフレを考える上で前向きに評価できるだろう。

10月の米雇用統計は、平均時給の伸び率（＝賃金の伸び率）は前年同月比+4.1%と前月の同+4.2%から鈍化（市場予想の同+4.0%は上回った）、足元の方向感を探る上で重要な平均時給の前月比については+0.2%と市場予想の同+0.3%を下振れた。

このことは、一般的に2%の物価目標を達成する条件（3%の賃金上昇と1%の労働生産性の上昇）を下回っており、直近の賃金の伸び率が、足元のインフレ率を下押しする可能性を示唆している。

また、雇用の増加はその多くが、ヘルスケアや政府部門など景気循環との関係性が薄い業種が大半を占めており、民間の雇用動向指数はコロナ禍以来の水準まで落ち込んでいる。労働市場の雇用創出力は総じてみれば低下していると判断することができよう。

【米雇用統計：平均時給の伸びと失業率の推移】



注：直近値は23年9月

出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

## 失業率は2022年1月以来の高水準に

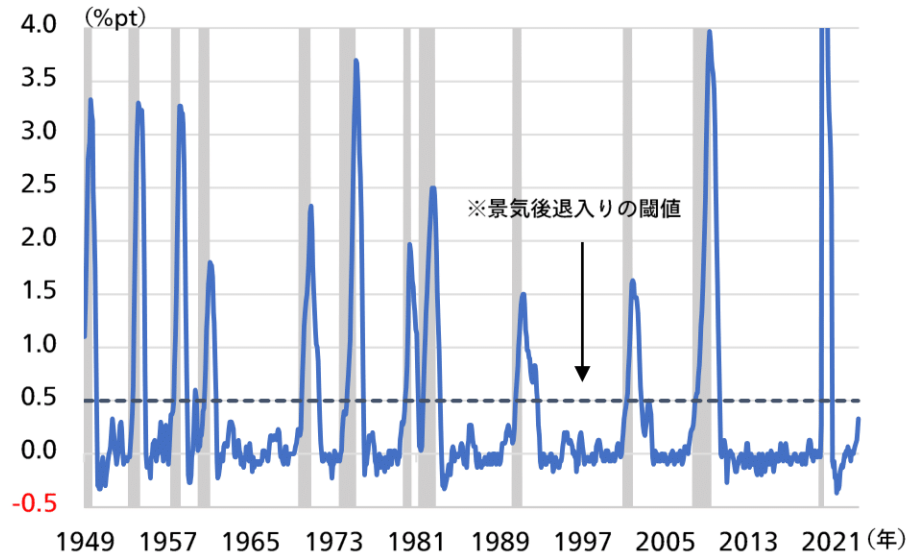
10月の失業率が3.9%と2022年1月以来の高水準となったことも注目に値するだろう。景気後退局面入りを判断する上でのシグナルの一つにサム・ルール基準という経験則がある。

同基準は、失業率の3ヶ月移動平均が、過去12ヶ月の失業率の最低値を0.5%pt上回ると景気後退入りする可能性が高いという基準である。仮にだが、このまま11月・12月に失業率の悪化が続いた場合、同基準に達する可能性がある。

過去20年程度の期間では、2001年7月、2008年2月、2020年4月にシグナルが発生したが、いずれもNBER（全米経済研究所）が定める景気後退局面に該当していた（次頁上図参照）。

同基準があくまで経験則に基づくものであることには留意が必要だが、足元が景気後退局面かどうかは事後にしかわからないため、先行きを見通す上での一つの目安としては有用であろう。

## 【サム・ルール景気後退指数】



注：データは月次で直近値は23年10月。灰色のハイライトは米国の景気後退局面  
出所：米国労働統計局、NBER（全米経済研究所）、Bloombergのデータをもとに当社作成

クレジットカードの延滞率は12年ぶりの水準に上昇

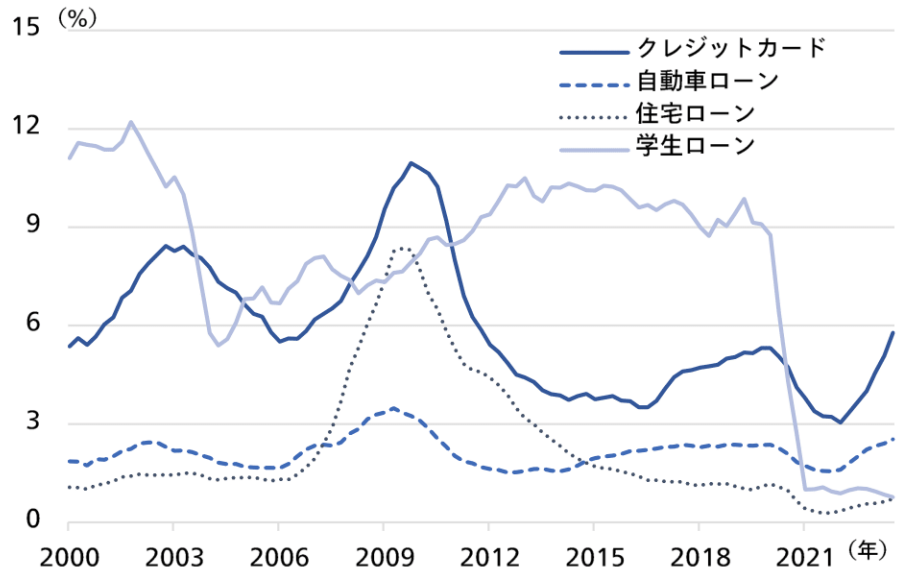
労働市場に軟化の兆しがあることに加え、直近の米国経済の成長をドライブしている個人消費の持続力に陰りがみえることも重要な論点であろう（米個人消費は米国のGDPの約7割を占めるとともに、世界のGDPの約2割を占めている）。

23年7-9月期のクレジットカードの延滞率（90日以上）が約5.8%と12年ぶりの高水準に達し、自動車ローンの延滞率も徐々にだが増加基調を辿っており、利上げ効果が徐々に顕在化している様子が窺える。

10月からはコロナ禍の特例で支払いを免除されてきた学生ローンの債務返済も再開されており、個人消費がこれまでの勢いを保てるかどうかはやや疑わしい部分があるだろう。

直近発表があった企業決算からも、個人消費が弱含んでいるとの声が聞こえた。例えば、米ウォルマートは、10月下旬から販売が軟化しているとし、その理由について「FRBの利上げによる信用収縮や学生ローンの返済再開の影響を受けている」と説明した。

## 【種類別のローン延滞率（90日以上）】



注：データは四半期で直近値は23年7-9月期  
出所：ニューヨーク連銀、Bloombergのデータをもとに当社作成

米国の政策金利の見通しは利上げの織り込みがほぼゼロに

インフレの鈍化傾向、軟化がみられる労働市場や先行きの個人消費の悪化の可能性を受けて、金融市場では金融政策に対する見通しが日本を除いて緩和方向に傾いている（下図参照）。

例えば、米国の政策金利の見通しでは、既に2023年内の利上げを織り込む動きはほとんど無く、早ければ2024年5月に利下げを実施するとの予想が50%近くに達している（2023年11月28日時点）。

直近に公表されたFOMC（米連邦公開市場委員会）議事要旨（10月31日～11月1日分）では、「当局者全員が金利について慎重に進めることに同意」、「多くの当局者が成長への下振れリスクを認識」といった内容がみられた。また、長期金利の上昇について、ここ数ヶ月で経済状況をかなり引き締めたとの意見が出たことも明らかになった。

同議事録では、「インフレ圧力が緩和する更なる証拠が必要」、「インフレの進展が不十分な場合、FRBはさらなる引き締めを検討する」など、引き続きインフレへの警戒は緩めていないことも記載されている。

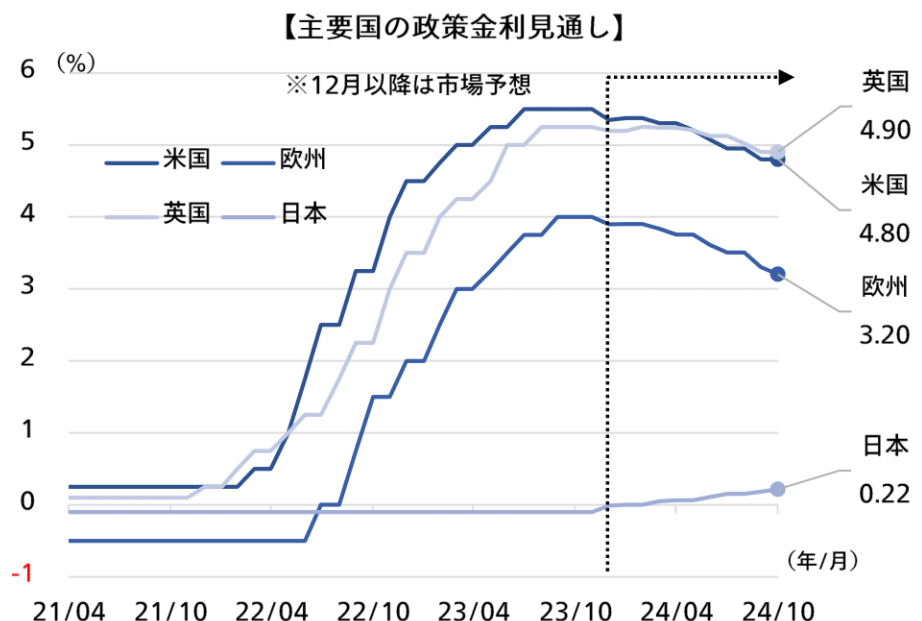
ただ、足元の政策金利は、大きくインフレ率を上回っており、景気抑制的な水準に達しているとみられるなか、これまでの利上げ効果を見極めずに当局が引き締めのアクションを起こすとは考えにくい。

こうした状況は、主要国にも概ね当てはまっていることを加味すると、グローバルに追加的な利上げが実施されるリスクは大きく後退していると言えよう。一方、今後のリスクとして想定しておきたいのは、グローバル経済が予想以上に悪化することであろう。

グローバル景況感が持ち直すかが今後の焦点

足元の金融市場は、経済成長率の鈍化をある程度は織り込んでみるとみられるが、景気後退など経済がマイナス成長となる可能性までは想定していない（世界の成長率の市場予想は、23年が+2.9、24年が+2.7%、11月29日時点）。

P.11でみられるようにグローバル景況感は鈍化が続いているが好不況の分かれ目の「50」を維持している。今後も悪化が続くのか、持ち直しの動きをみせるのか、注意深く状況を見る必要があるだろう。



注：データは23年11月28日時点。予想はBloombergコンセンサス  
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.