

House-View Report

January 2024

令和6年、能登半島地震で被災された方々に心よりお見舞い申し上げますとともに、被災地の一日でも早い復旧・復興を祈念いたします。

The logo for IFA Leading, featuring the text "IFA Leading" in a bold, sans-serif font. The text is positioned to the left of a large, glowing white sphere that has a soft, ethereal glow around it, suggesting a light source or a celestial body.

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

【サマリー：投資環境と投資戦略】

- 2024年の世界経済はやや減速感が強まるが底堅い推移が続こう
- 依然として景気の下振れリスクがあるため慎重な投資戦略を維持
- 利回り面での魅力や下方リスク耐性を評価し債券資産を重視

【主要資産の投資戦略と見通し】

資産クラス	
株式	グローバル景況感は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・グロース企業を选好
	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选好
	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
	23/11/30~23/12/31	23/06/30~23/12/31	22/12/31~23/12/31
米国株	4.5	8.0	26.3
欧州株	3.8	4.6	16.6
日本株	0.0	1.7	30.9
新興国株	3.9	4.8	10.1
バリュー株	5.4	7.6	12.4
グロース株	4.5	7.9	37.3
クオリティ株	4.9	9.4	33.0
日本REIT	-1.6	-0.8	-0.4
先進国REIT（除く日本）	10.2	8.5	12.5
米国国債	3.4	2.4	4.1
米国社債	4.3	5.1	8.5
米国ハイ・イールド債	3.7	7.7	13.4

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：世界経済はやや減速感が強まるが底堅い推移が続こう

- これまでの引き締めの金融政策の影響で世界経済は緩やかに減速
- リスクシナリオは想定以上の経済成長率の下振れやインフレの再燃など
- 米金融政策が引き締めから緩和へ転換するかが最大の注目ポイント

経済成長率は年前半は鈍化も年後半にかけて持ち直すだろう

我々は、2024年の世界経済について、これまでの金融引き締めによる累積的な効果が顕在化することで、年前半は緩やかに成長率が鈍化する展開を見込んでいる。

もっとも、年後半にかけては、グローバルにインフレが沈静化することや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とみている。

米国は個人消費の減退が予想されるも金融緩和が成長を下支え

主要国・地域別の経済見通しについては、まず米国は、コロナ禍で蓄えられた家計貯蓄の減少などで一定程度の個人消費の減退などが見込まれ、経済成長率は2023年と比較して鈍化するだろう。ただし、労働市場が底堅さを保つこと、緩和的な金融政策による資金調達環境の改善などで、成長率が底割れるような展開は見込んでいない。

ユーロ圏は、インフレ率のピークアウトといったプラス材料があるが、経済的な結びつきが強い中国などで海外需要の鈍化傾向や、住宅投資の低迷が続くことで成長率の低推移が続くだろう。

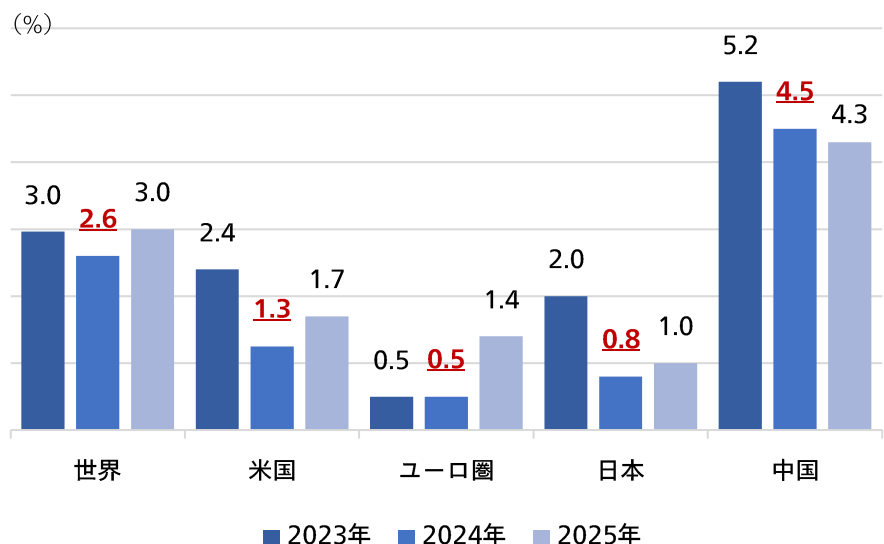
日本経済のけん引役は設備投資となる

日本は、2024年を通じて緩和的な金融環境が維持されること、サプライチェーンの再構築や人手不足の解消のための設備投資が成長を押し上げるとの見通しのもと、潜在成長率を上回る成長が続くと考える（直近6半期の日本銀行による同成長率の推計値は約0.5%）。

日本銀行がマイナス金利を解除しても継続的な利上げは見込み難い

後述するが日本銀行の金融政策については、2024年前半には経済・物価情勢の展望での物価見通しの修正に合わせる形でマイナス金利を解除する可能性があるとするが、継続的に利上げを実施することは現段階では見通し難いだろう。

【主要国・地域の経済成長率の見通し】



注：見通しは弊社予想 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

中国は経済の底割れは回避されるとみるが、下振れリスクは大きい

三つのリスクシナリオが想定される

①金融引き締め効果が時間差を伴って大きく経済を下押し

中国は、金融緩和や住宅購入規制など、各種規制緩和の効果によって景気が底割れるような展開は回避されるとみている。

ただし、不動産市場の債務問題の解決には時間がかかる可能性が高いことや、財政赤字の縮小を目指す中国政府が大規模な経済対策の実施に消極的とみられることなどを踏まえると、成長率が下振れるリスクの方が大きいとみておく必要がある。

一方、リスクシナリオについては、①想定以上の経済の悪化、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などが挙げられよう。

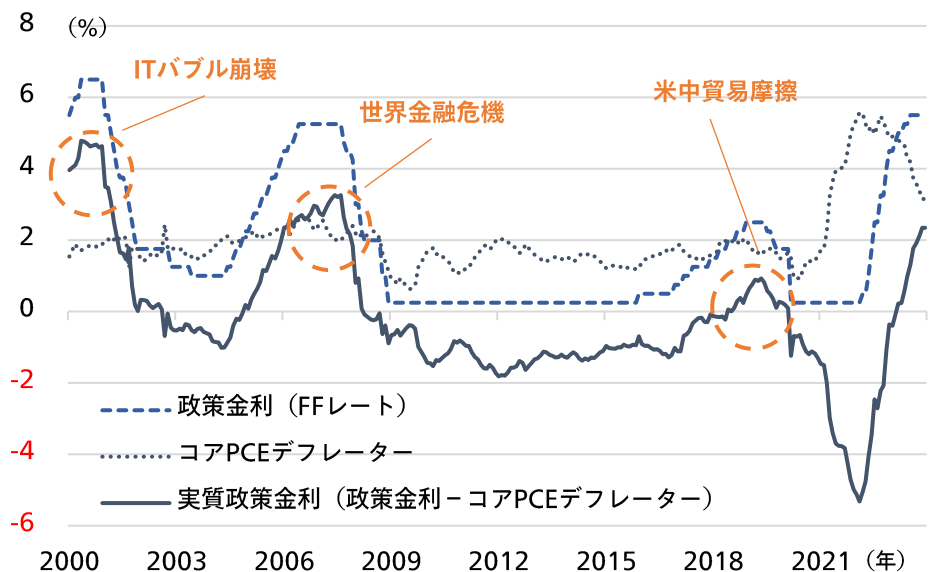
グローバルに実施された急激な金融引き締めの効果が想定以上に世界経済を大きく下押しする展開は、特に年前半は注意したいシナリオである。金融環境のタイト化（金融引き締めによる融資環境の悪化）による経済への影響は時間差を伴う。そのため、先行きの個人消費や設備投資が急激に悪化する可能性などには留意しておきたい。

昨年12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）において、パウエルFRB議長の発言（景気が悪化する前に、予防的に利下げを実施する可能性を示唆）や、四半期毎に示されるFOMC参加者の経済・物価見通し（SEP：Summary of Economic Projections）が市場想定以上にハト派的な内容となったのは、こうしたリスクを懸念しているからだとも考えられる。

実際、下図に示す通り、米国の実質政策金利（名目政策金利－インフレ率、詳細は下図の注参照）は、世界金融危機が発生した2008年頃の水準にまで上昇しており、それ相応に経済を引き締めている可能性があるだろう。

あくまでも危機が発生するのは発生確率が低いリスクシナリオとみているが、過去、実質政策金利がプラスの局面では、何かしらの危機が発生していることも念頭に置いておきたいポイントである。

【米国の実質政策金利の推移】



注：直近値は23年12月、コアPCEデフレーターは23年11月の値を同年12月に適用
出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

②インフレが再燃、あるいは高止まりし、景況感が悪化する中で金融引き締めが長期化してしまうリスクが顕在化した場合、2024年を通して最もネガティブなシナリオになりかねない。

直近の株式市場や債券市場の動きは、インフレが今後も順調に鈍化していき、FRBが自信をもって金融緩和を進めることができる環境が整うとともに、底堅い経済成長が続くというシナリオに沿った動きになっていると考えられる（いわゆるソフトランディング・シナリオ）。

我々も概ねこうした見方を支持するが、インフレの高止まりなどでFRBが早期に利下げに踏み切れない状況が続いた場合、景気が急速に悪化する懸念が高まり、金融市場が不安定になる可能性は否定できないだろう。

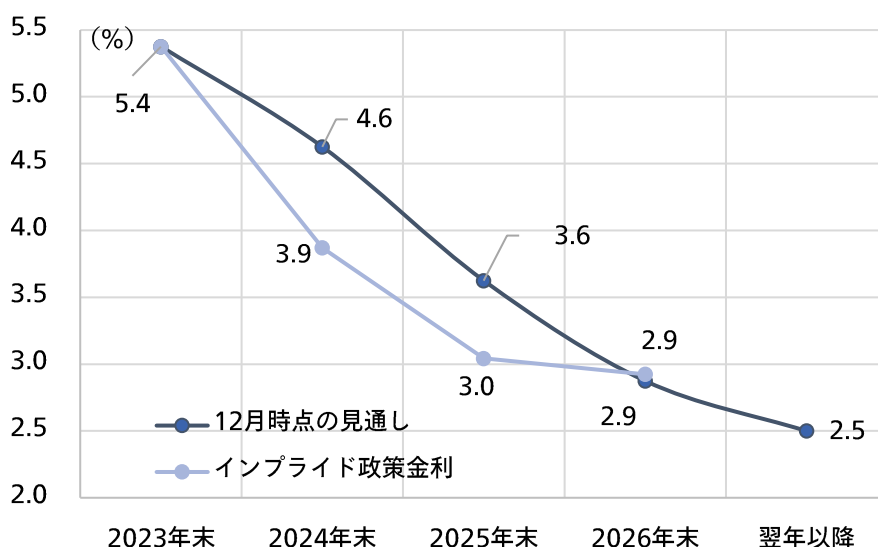
下図に示すように、金融市場（インプライド政策金利を参照）は2024年の早い段階でFRBが金融緩和に転じ、年内計6回程度の利下げを織り込んでいる状況（2024年1月5日時点）なだけに、物価動向がインフレ方向に傾いた場合のリスクは大きいだろう（金融市場の見通しに対して、FOMCメンバーの年内利下げ回数は3回となっている）。

足元の米国経済は、労働市場が鈍化傾向ながらも底堅く、サービス価格や住居費の高原状態が続いている。こうした状況に鑑みれば、インフレがすんなりと下がっていくとの見通しは現段階では、やや楽観的とも言えよう。

また、米中貿易摩擦、コロナ禍による物流の停滞やウクライナ侵攻などで、フレンド・ショアリングの動きが活発化していることもインフレを見通す上では欠かせない論点であろう。フレンド・ショアリングとは、ある国が同盟国や友好国など、近しい関係にある国に限定してサプライチェーンを構築することを意味する。

こうした取り組みは、長期的には、サプライチェーンの強靱化や経済の安全保障に繋がるというメリットがある反面、短期・中期的には、リソースの最適配分を妨げ、コスト上昇となってインフレをもたらすデメリットなどが想定されるだろう。

【FOMCメンバーと金融市場の政策金利の見通し】



注：出所：FRB、Bloombergのデータをもとに当社作成

③地政学リスクの更なる顕在化

2024年は世界的に国政選挙が多い年であることも大きな特徴である。グローバルに地政学リスクが高まるなか、選挙動向によっては一段と同リスクが顕在化する展開も見込まれる。特に米大統領選挙は、今後の米中対立を左右する最重要イベントと位置づけられよう。

また、米中対立の最前線で、最先端半導体の供給源である台湾においても総統選が控えている（執筆時点で選挙結果は出ていない）。仮に中国からの独立志向が強い人物が選挙に勝利した場合、中国側の警戒感が強まることが考えられる。

こうしたことに加えて、中東での緊張の高まりは、石油や物流コストの上昇を通じてインフレを悪化させるリスク想定しておきたい。

金融政策は欧米を中心に緩和方向へ転換するのがメインシナリオ

主要先進国の金融政策について、我々は、年前半にも欧米は金融緩和方向へと政策の舵を切り、利下げを実施するとみている。もっとも、金融市場が織り込むような、FRBによる年内計6回の利下げ見通しはやや行き過ぎていると考えている。

その考える主な理由は、インフレのピークアウトなどを背景に、米国は、実質賃金（物価を考慮した賃金）がプラス圏で推移していることにある。実質賃金が伸び続けるなか、足元のインフレの主因となっているサービス価格の上昇が、粘着性を保つ展開に留意すべきだろう。

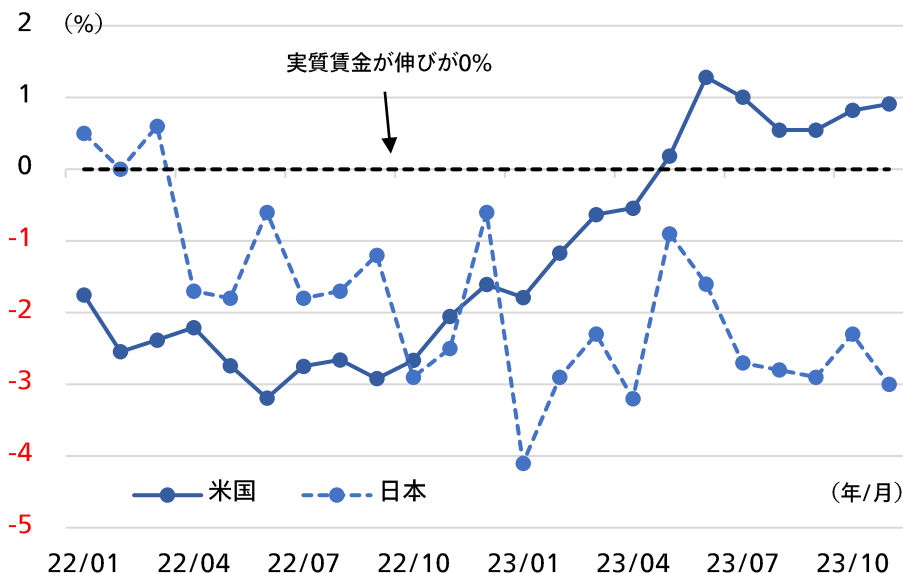
日本銀行はマイナス金利を解除しても継続的な利上げの実施は困難

一方、日本銀行の金融政策については、P.1で述べたように、2024年前半には経済・物価情勢の展望での物価見通しの修正に合わせる形でマイナス金利を解除する可能性があるとみている。

ただし、米国とは対照的に日本の実質賃金はマイナス圏の推移が続いている。3月の春季労使交渉で賃上げが確認されたとしても、それが持続的な物価上昇へ波及するかを見極めるのには時間がかかるだろう。

そのため、現段階で継続的に利上げが実施される可能性は見込みがたいとみる。また、メインシナリオではないが、目下の賃金動向を日本銀行が重視した場合、マイナス金利が解除されず、現行の金融政策が維持される展開も考慮に入れておく必要があるだろう。

【日本と米国の実質賃金（前年比）】



注：データは月次で直近値は23年11月。日本は季節調整間、米国は季節調整後
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ 投資戦略：リスクに備える観点から当面は債券を選好したい

- ・ 景気悪化の可能性を考慮し、株式・債券ともに下方リスク耐性を重視
- ・ イールド・スプレッドは債券のアウトパフォーマンスを示唆
- ・ 中長期的には資産リターンは為替リターンを上回る傾向がある

リスクシナリオに備えた資産選定が重要

2024年は緩やかながらも底堅い世界経済の成長が続くとみており、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。一方で、投資環境で述べたようなリスクシナリオを考慮し、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だろう。

具体的には、株式市場では、収益性（クオリティ）や成長性（グロース）に優れた企業を重視し、長期的な目線での投資を継続したい。ここで述べている収益性とは、ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）を意味している。ROEやROICに優れた企業は、中長期的に利益が安定しやすく、株価も相対的に堅調な推移が期待できる。

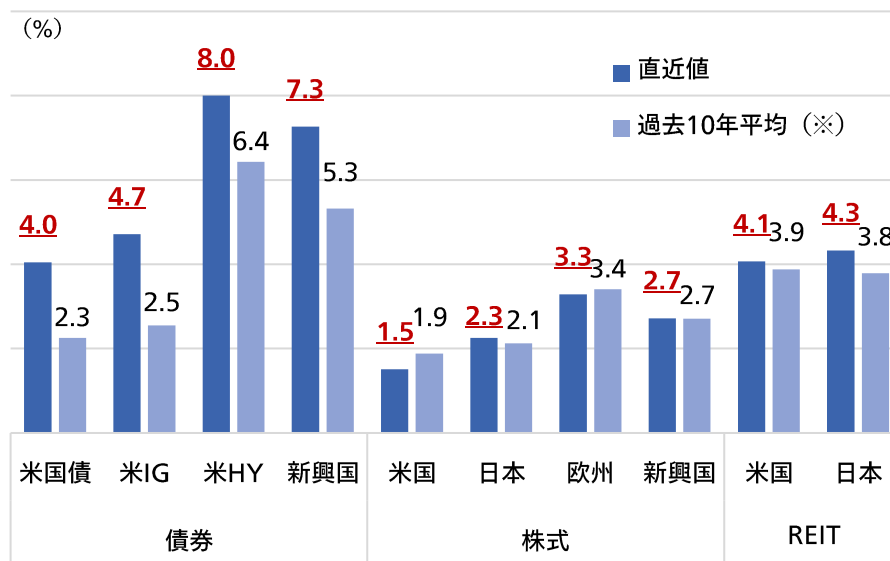
株式では特に国内株式市場を評価する

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企業改革の進展、③製造業の持ち直しへの期待など好材料が少なくない。足元の急ピッチな上昇はやや気になるが、中長期的な投資妙味は高いと判断している。

債券は投資適格債を選好

債券は、金融引き締め効果がこれから予期しない強さで顕在化し、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（IG）債を選好すべきだろう。下図に示すように、足元の米国債や米IG債などの利回りは、過去10年平均と比較して高く、利回り面での魅力は高い。

【主要資産の直近利回りと過去10年平均利回り】



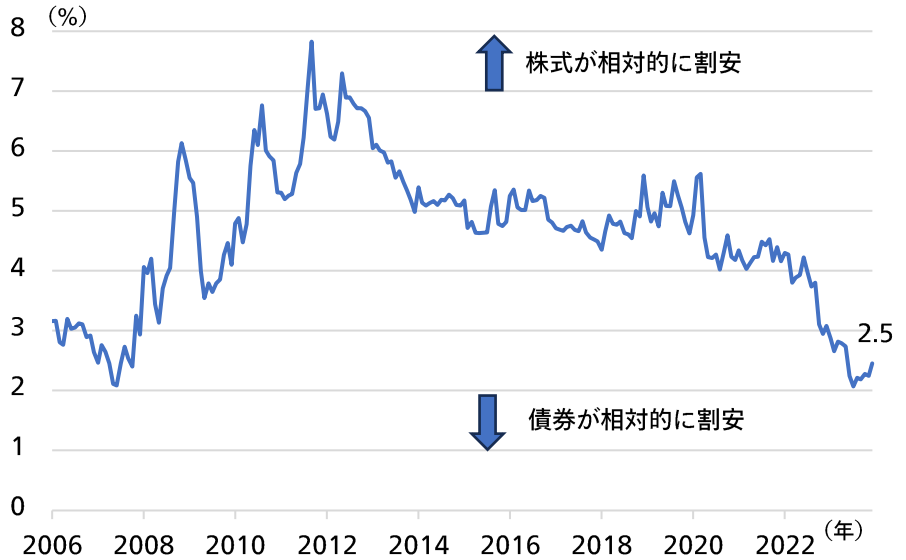
注：米国債は米10年国債利回り。米IG（投資適格）債は、Bloomberg US Corporate Bond Index、米HY（ハイ・イールド）債は、Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index、新興国債は、Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Indexで、それぞれ最低利回り。米国株は、S&P500指数、日本株は、TOPIX500指数、欧州株はSTOXX欧州600指数、新興国株は、MSCIエマージング・マーケット指数、米国REITは、ブルームバーグREIT指数、日本REITは、東証REIT指数で、それぞれ過去12ヶ月の実績配当利回り。過去10年平均は、2012年1月～2023年12月の平均値。直近値は2024年1月5日出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

資産間の相対評価の結果に基づき債券を重視したい

株式と債券のどちらを重視するかは、債券を重視すべき局面と考えている。

資産間の相対評価を測る際に有用なイールド・スプレッド（株式益利回り－債券利回り、詳細はP.16参照）は、債券の歴史的な割安感を示唆している。そのため、債券の株式に対する相対的な投資妙味が高いと判断している。

【世界株と世界債券のイールド・スプレッド】

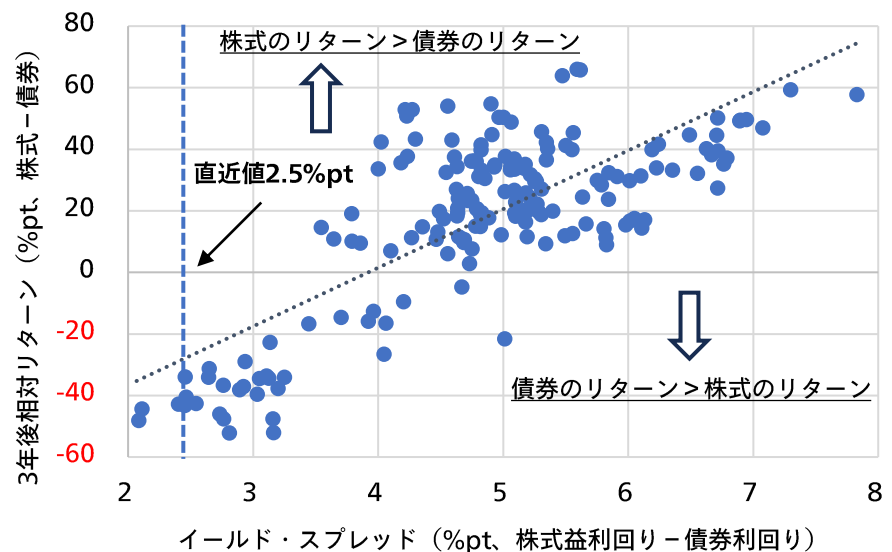


注：直近値は23年12月。世界株は、MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス、世界債券は、Bloomberg GlobalAgg Index。イールド・スプレッド＝世界株の益利回り－世界債券の最低利回り。益利回りは12ヶ月先の予想PERで、予想はBloomberg
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

イールド・スプレッドと相対リターンには正の相関関係がみられた

実際、2006年～2022年のイールド・スプレッドと3年後の相対リターン（株式リターン－債券リターン）には正の相関がみられる。つまり、イールド・スプレッドが低い（高い）水準であるほど、債券が株式を上回る（下回る）傾向がみられる。特に、同スプレッドが4%ptを下回る局面では、債券が株式を大きくアウトパフォーマンスしている（左軸のマイナスは債券>株式の局面と解釈できる）。

【イールド・スプレッドと相対リターンの関係】



注：分析期間は2006年～2022年。株式は、MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス、債券は、Bloomberg GlobalAgg Index。イールド・スプレッド＝株式の益利回り－債券の最低利回り。相対リターンは、3年後の株式トータル・リターン－3年後の債券トータル・リターン 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

中長期的な目線では、過度に円高を警戒する必要はないだろう

資産クラスが生み出すリターンは、中長期的には為替要因を上回る

最後に、外国為替相場（ドル円相場）が運用結果に与える影響について、我々の考え方を紹介したい。

国内投資家が外貨建て資産への投資を実行する際、外国為替市場がこの先どうなるかは重要な論点であろう。ドル円相場が歴史的なドル高円安水準で推移している状況下では、より熟考すべきポイントである。

結論を先に述べると、中長期的な目線では、ドル安・円高による運用への悪影響を過度に警戒する必要はないと考えている。

株式、債券といった資産クラスが生み出すリターンは、為替の変動によるリターンを上回る傾向がみられるからである。

下図は米国株式に10年間投資を行い、投資リターンを株価要因と為替要因に分解したものである。1976年1月～2013年12月を分析期間とし、横軸の日付を投資開始時点としたときの10年後の投資リターン（株式+為替）を表示している。

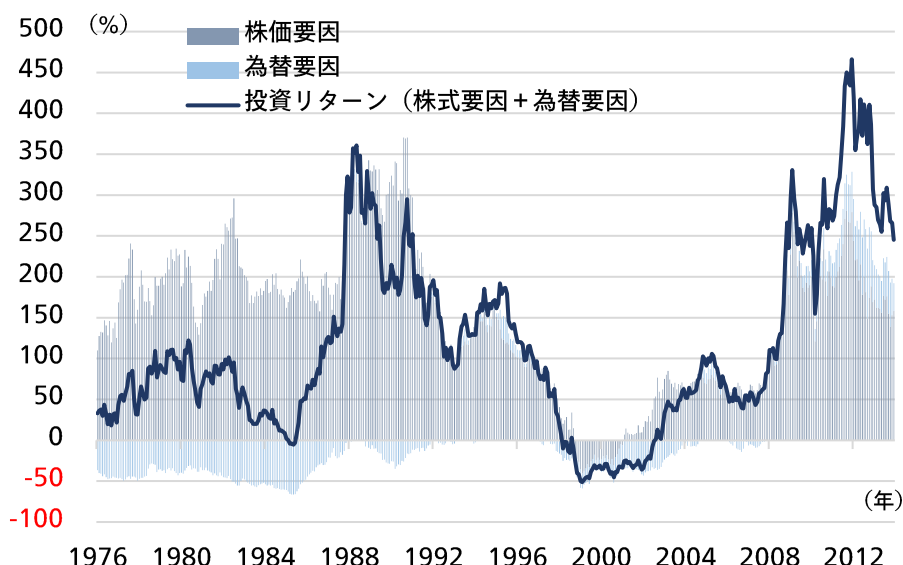
例えば1976年1月に米国株式に投資を開始した場合、1986年1月時点でどれくらいの運用結果となったかを投資リターンが示しており、その内訳（株価要因と為替要因）を積み上げグラフが表している。

結果はほとんどの期間で投資リターンがプラスになっていることが確認できる。1976年～1988年の為替リターンは、プラザ合意を受けた急激な円高進行によって大幅なマイナスを計上しているが、そうした期間ですえ株価要因は為替要因によるマイナスを相殺した。

1998年～2002年頃の投資リターンのマイナスは目立つが、この期間はITバブルの崩壊、グローバル金融危機や東日本大震災といったリスクイベントを同時に計算期間に含んでいる場合が多々ある特殊な期間と言えるだろう。

米国債券に対しても分析を行ったが、同様の傾向を確認することができた（米国債券の分析期間は、1989年12月～2013年12月だったが、投資リターンがマイナスになることはなかった）。

【米国株式のリターン分解】



注：サンプル期間は1976年1月～2013年12月。債券と為替のリターンは、グラフの横軸の日付を起点に10年間投資したと仮定して計算。株式リターンは、S&P500の価格リターンで配当は含まれていない 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

■ オルタナティブ・為替：ドル高・円安を支える要因は少なくない

- 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
- 金はドル安によるポートフォリオへの悪影響を緩和する役割を評価
- 引き続きREITを再評価する機運が高まる展開に期待したい

ドル安・円高の進行は
緩慢なものとなる

米国の金融政策が年前半に緩和へと転換する前提に立てば、ドル円相場は円高へ向かっていくことが見込まれる。ただ、その進行速度に関しては緩やかなものになるだろう。

インフレ沈静化に向けたポジティブな動きはみられるが、米国の実質賃金がプラス圏で推移するなど、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。金融市場が織り込むような年6回程度の利下げが実施される可能性は现阶段では低いとみている。

日米の金利差がそれほど縮まらない可能性がある

外国為替市場の動向を左右するのは、日米の短期「金利差」に起因する部分が多いと考えているが、FOMCメンバーが見通すような、年3回程度の利下げの可能性を踏まえると、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スタンスである。前述したように、日本の実質賃金の伸びが軟調ななか、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。つまり、现阶段では、国内外ともに金利差が大きく縮まるような材料に乏しい。

こうした点に加えて、その他にもドル高・円安を支える要因は少なくない。例えば、ユーロや日本円など、複数の主要通貨に対する米ドルの総合的な価値を示す指標であるドル・インデックスは既にピークアウト感が鮮明になっている。この先、ドルが一段と売り込まれる余地は限定的と捉えることができるだろう。

【ドル・インデックスの推移】



注：データは週次で直近値は2024年1月5日
出所：ICE、Bloombergのデータをもとに当社作成

NISAが促す資金フローが円安要因となる可能性も想定される

オルタナティブ資産では金を選好

REITの再評価余地は大きい

金利差に加えて、日本は実質金利がマイナスであることから、外貨建て（海外）資産に資金が移りやすい。新しい少額投資非課税制度（NISA）がこうした動きを加速させる可能性もあるだろう。

実際、金融庁によれば、2023年9月末時点のNISAにおける買付額は約4兆円となっている。買付額の全てが外貨建て資産に充てられているわけではないが、少なくとも数兆円の資金が振り分けられていると考えられる。2023年度上期（4-9月）の日本の貿易収支が1.4兆円の赤字だったことに鑑みれば、軽視できない円安要因と言えよう。

オルタナティブ資産では、金に注目している。ドル安局面での価格上昇が期待できること、地政学リスクが一段と顕在化した場合に備える観点から最適な資産と考えられるからだ。

下図に示すように、金は金利と逆の動きをする傾向があるため、金利低下局面（特に実質金利が低下するような金融緩和局面）においては、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よう（金利低下とドル安・円高は同時に進む可能性が高い）。

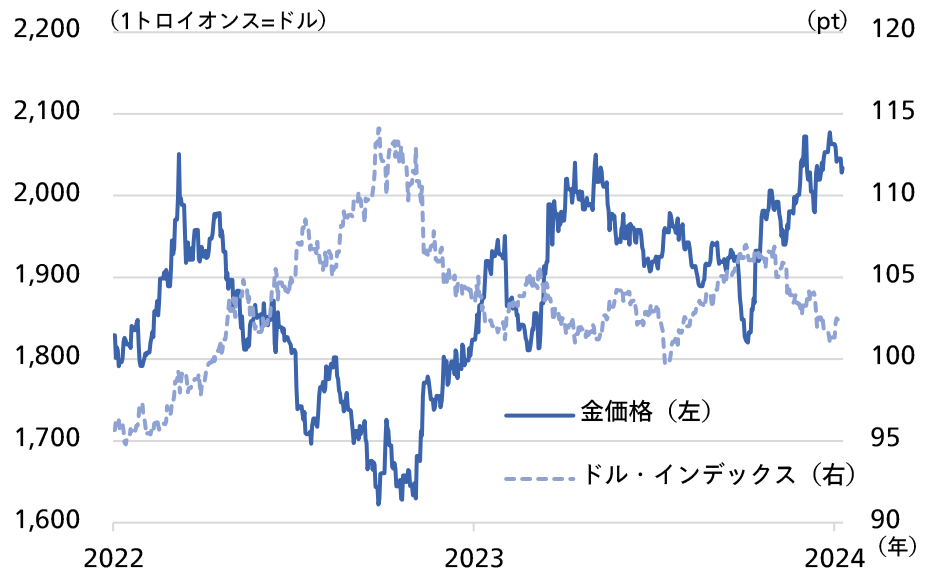
その他のオルタナティブ資産については、グローバルREITの投資タイミングを一考すべきだろう。

安全資産である米10年国債利回りと米国REITの分配金利回りとの差がゼロ近傍であるなど、足元のREITの利回り面での投資妙味は高くはない状況だ。

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。利下げ回数が実際どうなるかや業績動向を注視する必要はあるものの、バリュエーション指標の割安感が高まっていることを加味すれば、再評価余地が十分にあるとみている。

また、日本REITについては前向きな評価を維持している。国内金利の上昇は、負債の固定・長期化を進めてきたREITへの業績面での影響は限られる点、為替リスクが限定的ななかで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。

【ドル・インデックスと金価格の推移】



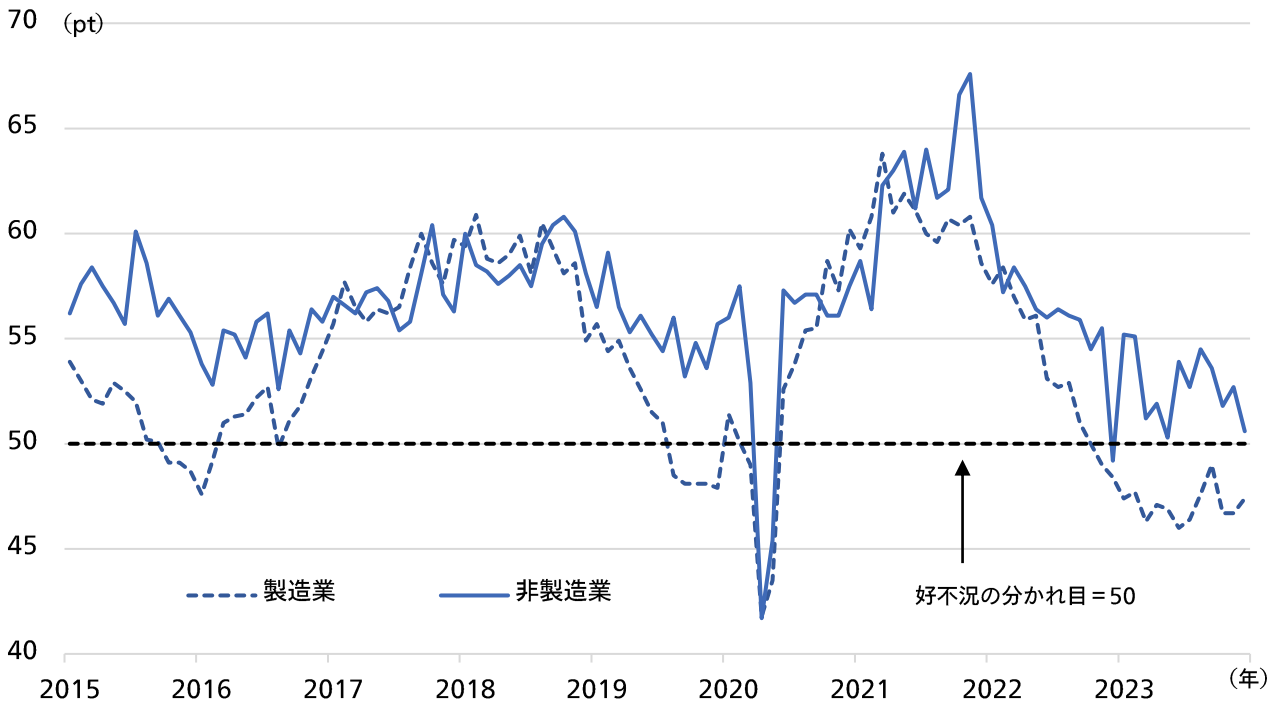
注：直近値は2024年1月5日 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12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
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
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
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
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
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

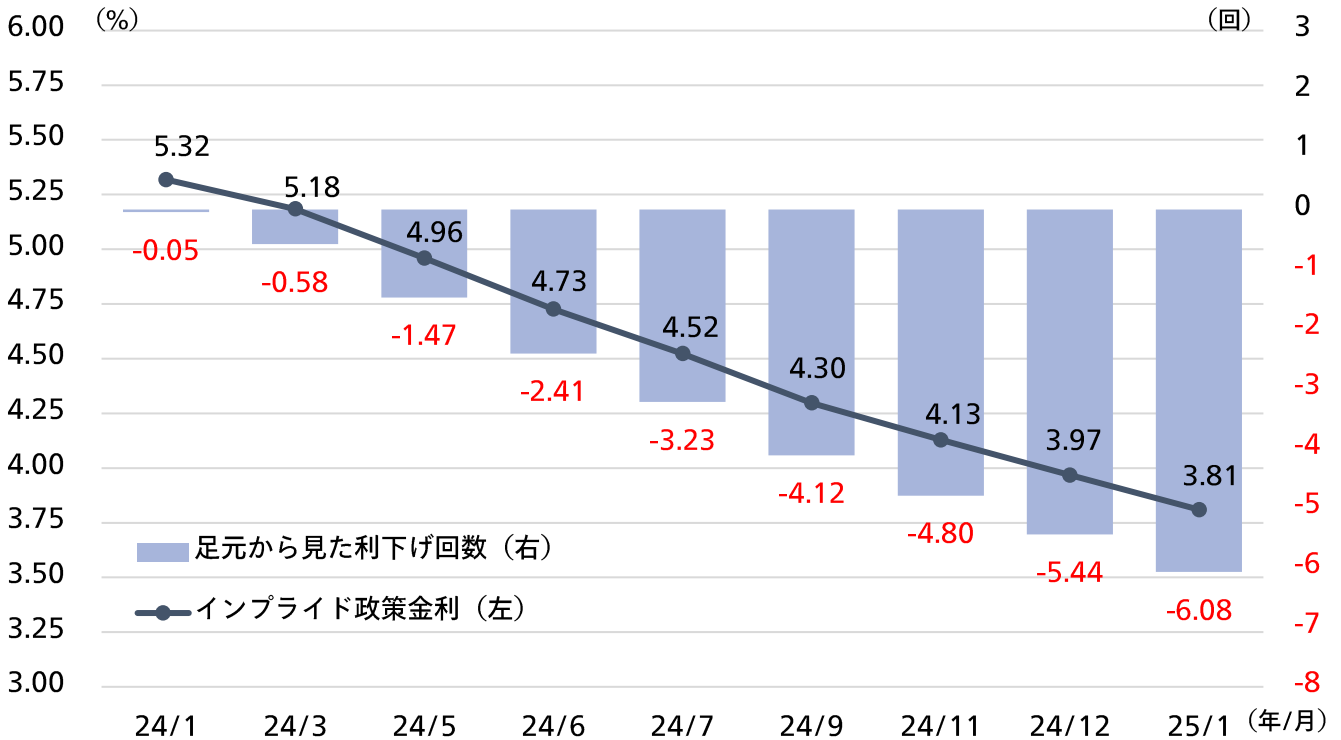
注：データは月次で24年1月5日時点。
出所：S&Pグローバル、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標②：米国ISM製造業・非製造業の景況感】



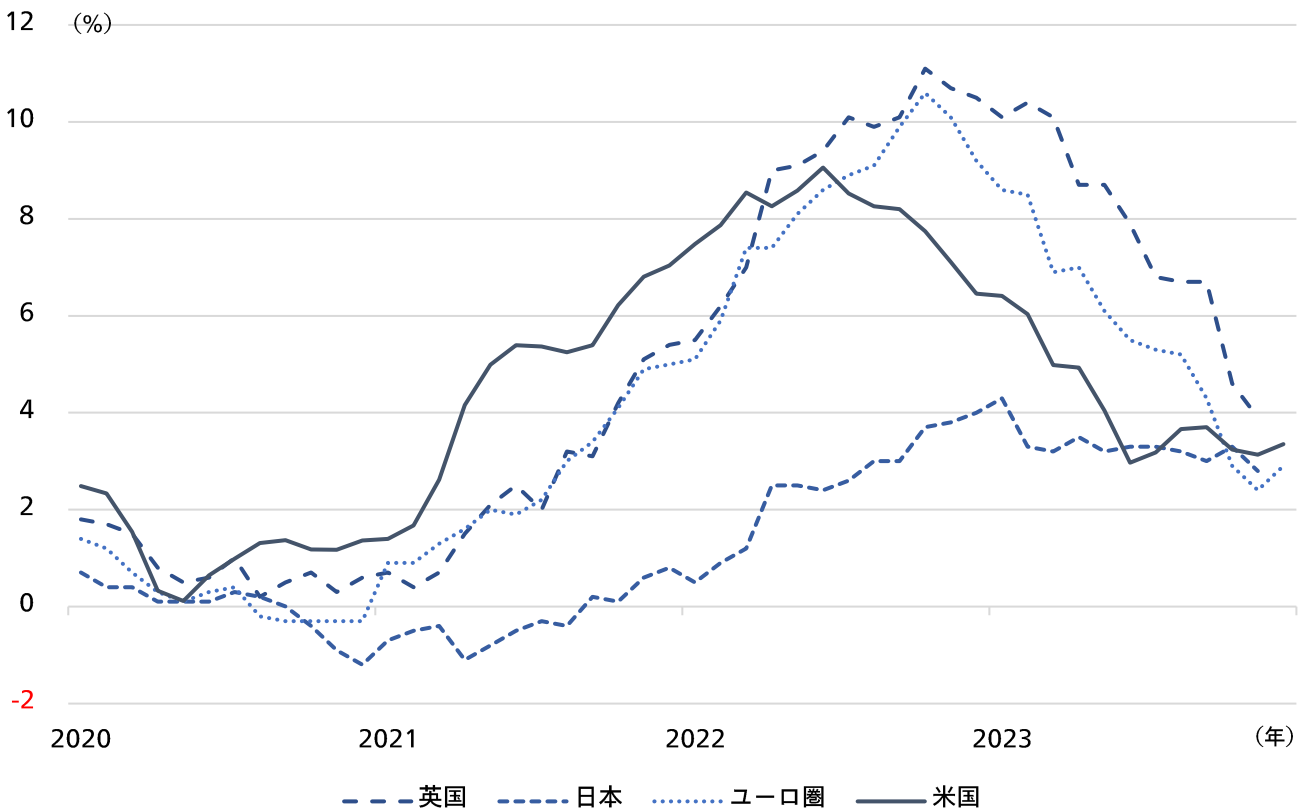
注：データは月次で直近値は23年12月
出所：米サプライマネジメント協会（ISM）、Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標③：米国の政策金利見通しと利上げ回数】



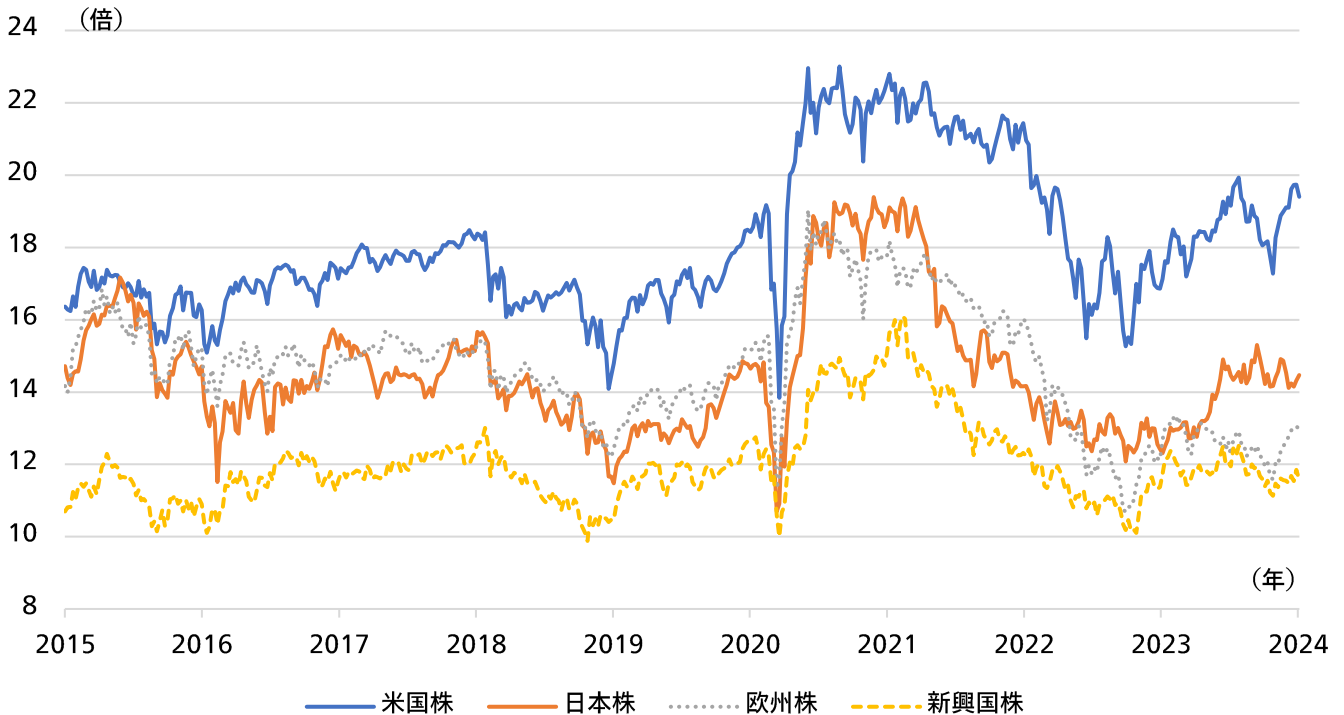
注：データは24年1月5日時点。足元から見た利上げ回数は、利下げをマイナス符号で表している
 出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【参考指標④：主要国・地域の消費者物価指数】



注：データは月次でユーロ圏の直近値は23年12月、それ以外は23年11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）】

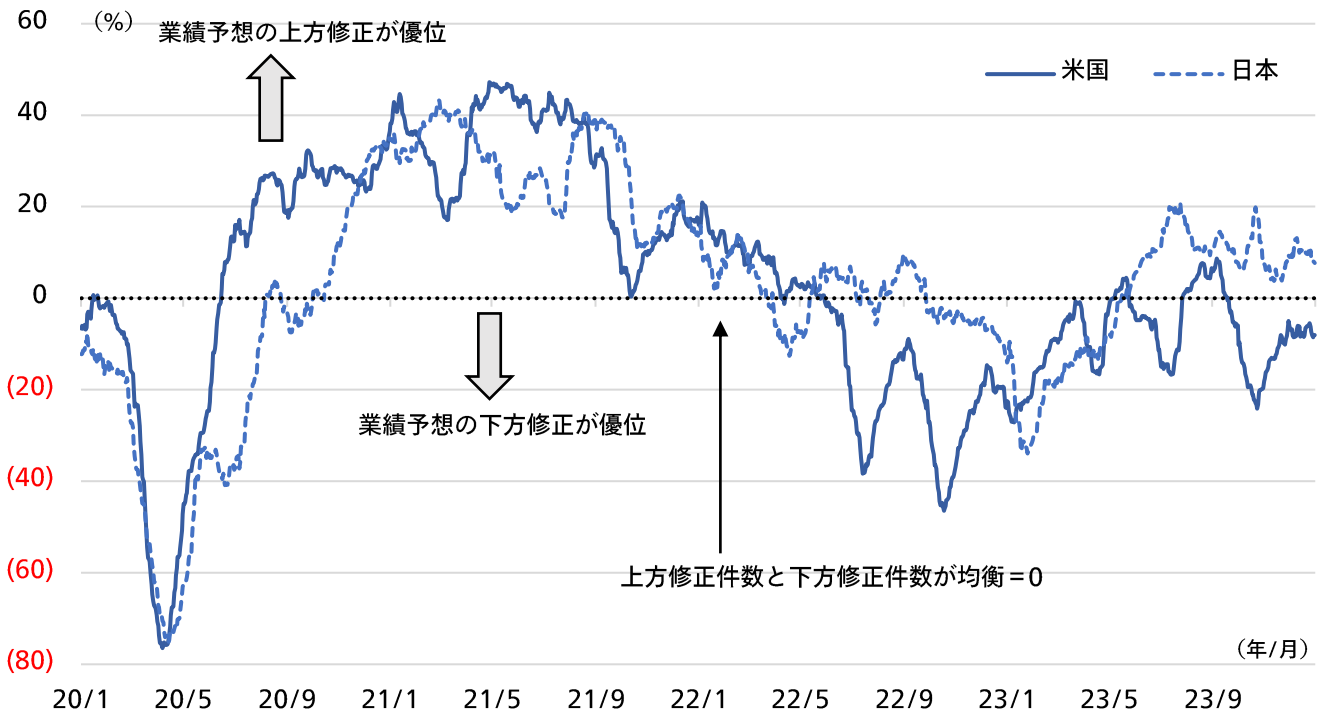


注：データは24年1月5日時点。米国株はS&P500指数、欧州株はSTOXX欧州600指数、日本株は日経平均株価、新興国株はMSCIエマージング・マーケット指数。予想は12ヶ月先のBloombergコンセンサス
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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23年12月31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
豪州	7	3	6	6	4	8	8	5	4	9	8
カナダ	6	5	3	8	1	3	3	1	7	5	3
中国	1	2	5	7	10	6	7	7	1	1	1
欧州	8	7	7	5	3	4	6	3	6	6	6
香港	5	4	1	1	6	7	2	2	2	7	2
インド	3	8	10	4	2	9	5	6	8	10	9
日本	10	10	9	10	7	1	4	4	3	3	7
韓国	2	1	2	2	8	2	1	9	5	2	4
台湾	4	6	4	3	5	5	9	10	10	4	5
米国	9	9	8	9	9	10	10	8	9	8	10

注：2023年は12月31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＝該国のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該国以外の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

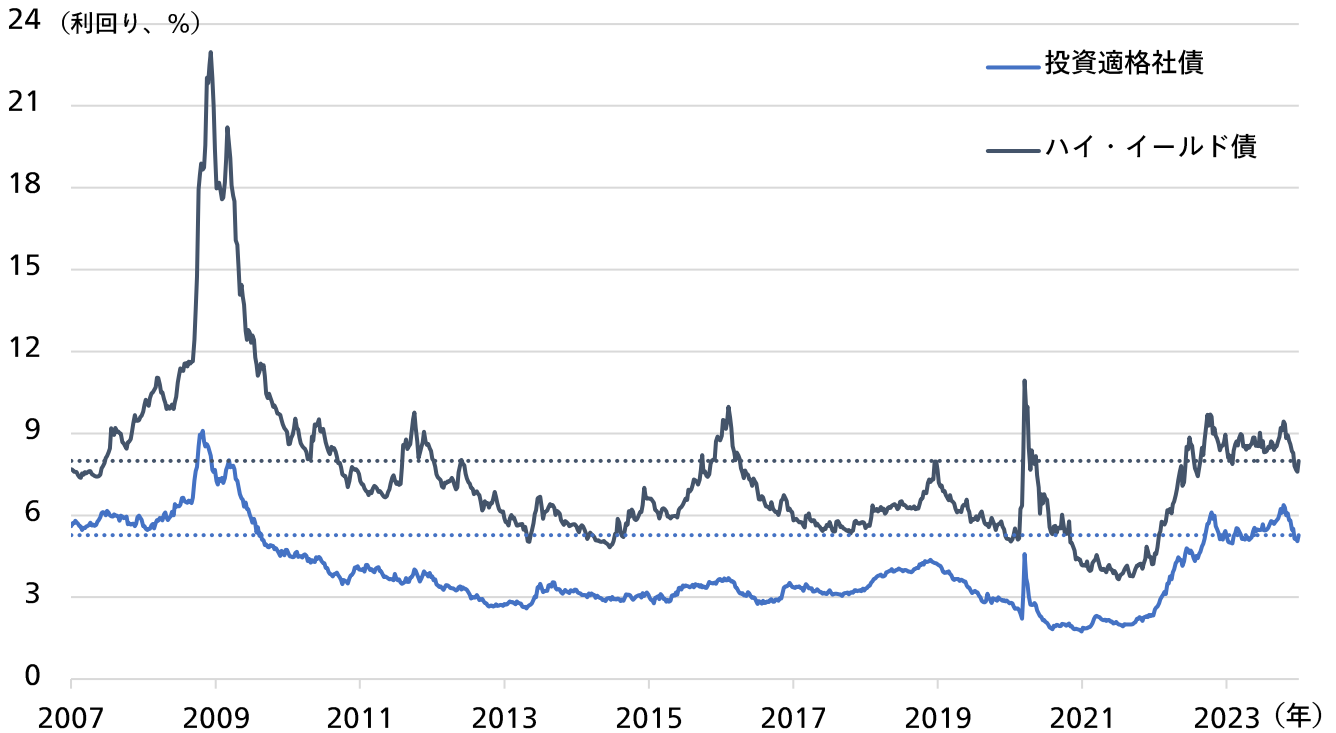
相対割安度（業種）

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

注：2023年は12月31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＝該業種のT日標準化BPR（PBRの逆数）÷（該業種以外のT日標準化BPRの平均）。標準化BPR＝T日BPR÷過去750日の平均BPR

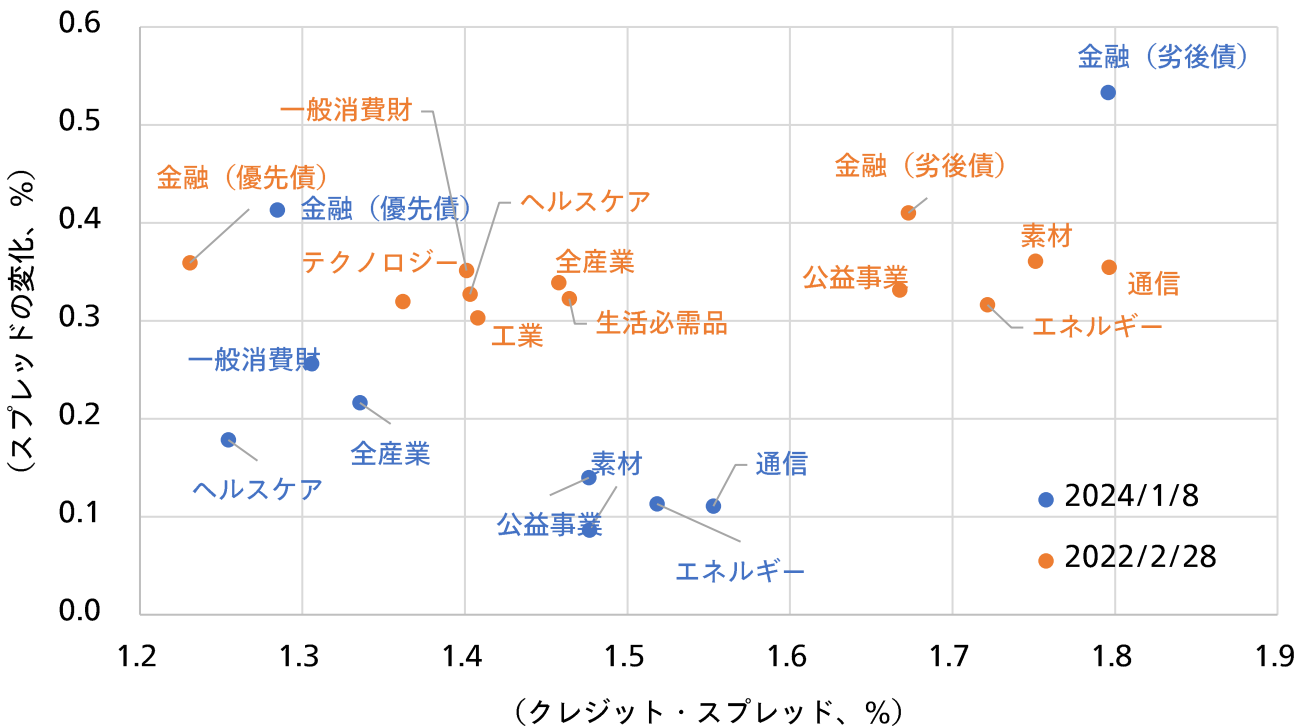
出所：Bloombergのデータをもとに当社作成

【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5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
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

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。

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.