

Winter
2023

Resona Investment Outlook

～りそなの投資環境見通し～

作成



りそなアセットマネジメント

運用戦略部 投資戦略グループ

商号等

金融商品取引業者

加入協会

りそなアセットマネジメント株式会社

関東財務局長（金商）第2858号

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 日本投資顧問業協会

情報提供資料

2023年2月16日

当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします「投資信託目論見書（交付目論見書）」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。

ITバブル崩壊後を想起させることが最近3回ありました。1つ目は年初の株高です。今年1月、FRBの早期緩和期待を背景にナスダック総合指数は月間で10.7%上昇しました。1月としては2001年の+12.2%以来の上昇率です。2001年はFRBが緊急利下げを行い、株式市場はマーケットに優しいFRBが戻ってきてくれたと歓迎したことを思い出します。2つ目は英国の堅調ぶりです。2月初めに英FT100指数が他国に先駆けて最高値を更新しました。ITバブル崩壊後、主要国の多くが景気後退に陥る中、英国は1四半期もマイナス成長にならずに切り抜けました。製造業の比率が低く他国のようにIT投資が盛り上がらなかった為で、英国に特段前向きな要素があったわけではないことは今回の高値更新と同じです。そして3つ目は、日銀が正常化に動き始めたことです。FRBが2000年5月に最後の利上げを実施し、その3カ月後に日銀はゼロ金利政策を解除しています。

「歴史は繰り返さないが、韻を踏む」という名言はマーケットでもしばしば引用されます。ITバブル崩壊後、同時多発テロ^(01年9月)、会計疑惑^(01年~02年)など新たな問題が発生し、調整が長期化したことにも留意する必要があるようです。

<もくじ>

1. 2022年11月央~2023年2月央のふりかえり
2. 2023年の投資環境見通し
3. 注目トピック:
日本の金融政策正常化と財政健全化
4. 主要マーケットの見通し
5. リそのの独自指標



1. 2022年11月央~2023年2月央のふりかえり

日銀正常化が突如、市場の変動要因に加わる

過去3カ月のマーケットを動かした主な要因としては、1)FRBが11月のFOMC声明文で「利上げの累積効果と時間的ラグ」に言及し利上げ幅縮小を示唆したこと、2)中国政府が各地で起きた抗議デモを受けゼロコロナ政策を転換したこと、3)12月20日の日銀のYCC（イールドカーブ・コントロール）修正、の3点が挙げられます。1)と2)を受け金融環境と経済環境の見通しが改善、3)により国内金利の変動率が上昇、円高が進みました。

■ **債券市場**：先進国債券指数（除く日本、現地通貨建て）は2022年通年で▲15.0%と1986年の指数算出以来最大の下落率を記録しました。今年に入り、利回り上昇と利上げ一巡観測から買いが先行し1月は+2.5%と08年11月以来の上昇率となりました。

■ **株式市場**：先進国株価指数（日本除く）は昨年10月を底値に、1月の高値まで半値戻しの水準に回復しました。

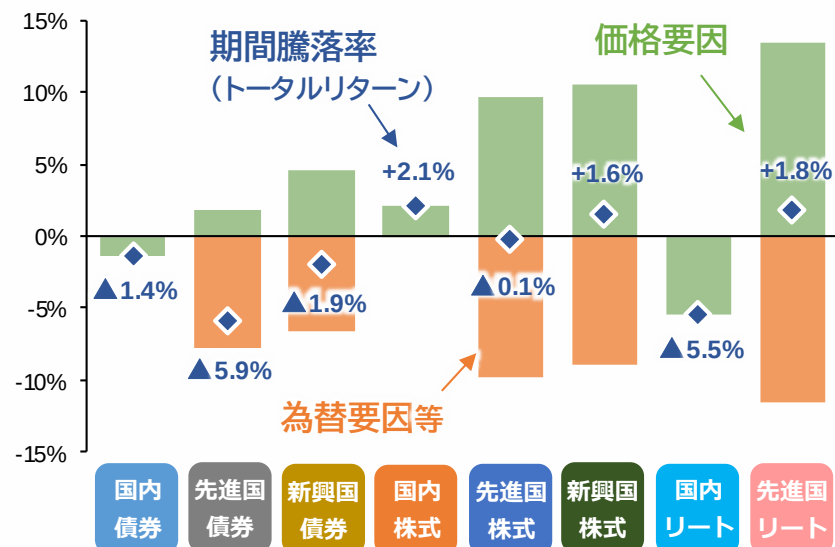
■ **リート**：国内リートは日銀の正常化観測から軟調に推移、海外リートは金利上昇一巡で上昇し、明暗が分かれました。

■ **新興国市場**：通貨安定のための協調を謳ったG20バリ首脳宣言後（11月央）、ドル高是正が進み債券・株ともに上昇しました。

■ **為替**：日銀が12月会合で10年国債利回りの変動許容幅を±0.5%に拡大、円が主要通貨に対し全面高となりました。

＜過去3カ月の主要マーケットの騰落率＞

（2022年11月10日～2023年2月10日）



※【期間騰落率】使用インデックス…国内債券：NOMURA-BPI総合、国内株式：東証株価指数（TOPIX、配当込み）、先進国債券：FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ベース）、先進国株式：MSCI-KOKUSAI指数（配当込み、円ベース）、新興国債券：JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド（円換算ベース）、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数（配当込み、円換算ベース）、国内リート：東証REIT指数（配当込み）、先進国リート：S&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み、円ベース）※【価格要因】先進国債券・先進国株式・新興国債券・新興国株式・先進国リートについて、上記の使用インデックスの現地通貨建ての騰落率を用いて算出（先進国リートについてはドル建てを使用）※【為替要因等】期間騰落率から価格要因を除いたもの（期間騰落率 - 価格要因）

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2023年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

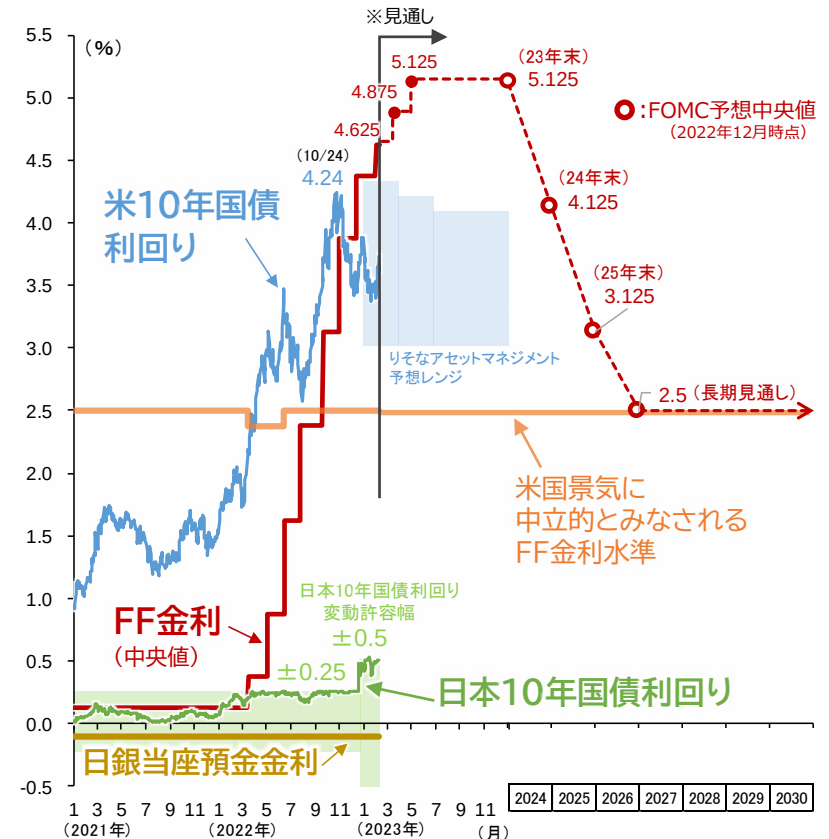
米国の利上げ打ち止め、 日銀の正常化着手に備える

「グローバル景気の循環（短期・中期）」と「FRBを中心とする金融政策」を軸に世界のマーケットの動きはほぼ決まると考えます。この先はこれに加え「日銀の金融政策の正常化」の影響を考慮する必要があります。

日本政府は14日、新総裁・副総裁人事案を国会に提示しました。新体制のもとで金融政策の正常化が進められることはこれで規定路線になったと考えられます。新総裁（現時点では候補）のこれまでの発言などから判断すれば、正常化は副作用が著しいYCCの修正/撤廃が優先され、マイナス金利の解除については、十分な幅の利上げ（≒連続的な利上げ）が出来る環境が整ってから着手されると予想されます。

マーケットや実体経済にショックを与えないよう慎重に正常化が進められることは当然として、問題はその通りマーケットが反応してくれるかです。海外金利が上昇する局面でYCC修正に動けば、金利が予想外に跳ね上がるリスクが生じます。FRBの政策金利予想（2022年12月時点、中央値）によれば、5月にFF金利を5.125%に引き上げ、その水準で少なくとも年末までは据え置き、その後2024年、25年に各100bpの利下げが想定されています。このシナリオが活かしているうちが、YCC修正を進める好機と言えます。仮に想定以上にインフレが高止まり、FRBが再利上げの必要が高まった際、最も大きく変動するのはYCC修正が動き出した後の国内市場（債券・株式・リート）、と予想されます。

<FRBと日銀の金融政策>



※2023年3月～5月はりそなアセットマネジメント見通し、それ以降はFOMC予想中央値(2022年12月時点)
(グラフ期間)2021年1月～2023年2月10日

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2023年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

投資戦略

国内資産（債券・株式・リート） をアンダーウエイト

資産配分：債券を基準より高め、株式を低めに抑える資産配分戦略を継続します。

予想外に底堅い世界景気とインフレ率の鈍化を理由に前半は株式に強気のスタンスをとり、利上げ再開の可能性が高まる年後半に弱気スタンスに切り替えるべきとの見方があり、足元のマーケットはこのシナリオに沿った動きにも見えます。

ただ、この戦略が奏功する為にはFRBがインフレ再加速の芽を残したまま、引き締め姿勢を緩めることが前提となります。当社ではその可能性は低いと考えており、株式の上値余地は限定的と考えます。

国・地域については国内資産（債券・株式・リート）に慎重なポジションを採ります。向こう半年～1年程度の期間、国内政策はアベノミクスの1の矢と2の矢の真逆、即ち、金融政策の正常化と財政の健全化が進められると予想されます。長期的にはポジティブな展開が期待できますが、その過程で国内市場のボラティリティが大きく上昇する可能性を考慮するためです。

債券：先進国債券を「ややオーバーウエイト」、国内債券は「ややアンダーウエイト」とします。先進国債券では利上げの最終到達点（ターミナルレート）に関する不透明感が残る欧州債券を米国債券に対して低めのウエイトとします。

株式：国内株式と新興国株式を「ややアンダーウエイト」、先進国株式を「中立（米国・欧州とも）」とします。

主要資産クラスの推奨ウエイト（今後3カ月～6カ月程度）

	アンダー ウエイト	やや アンダー ウエイト	中立	やや オーバー ウエイト	オーバー ウエイト
国内債券		●			
国内株式		●			
先進国債券				●	
米国				●	
欧州			●		
先進国株式			●		
米国			●		
欧州			●		
新興国債券			●		
中国			●		
その他			●		
新興国株式		●			
中国		●			
その他		●			
国内リート		●			
先進国リート			●		

※上記は相対的な投資魅力を反映したもので、マーケットの方向性を示すものではありません。

各マーケットの方向に関する当社の見通しについては9ページをご参照ください

【出所】各種データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2023年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

ユーロ圏 景気の底堅さ いつまで続くか

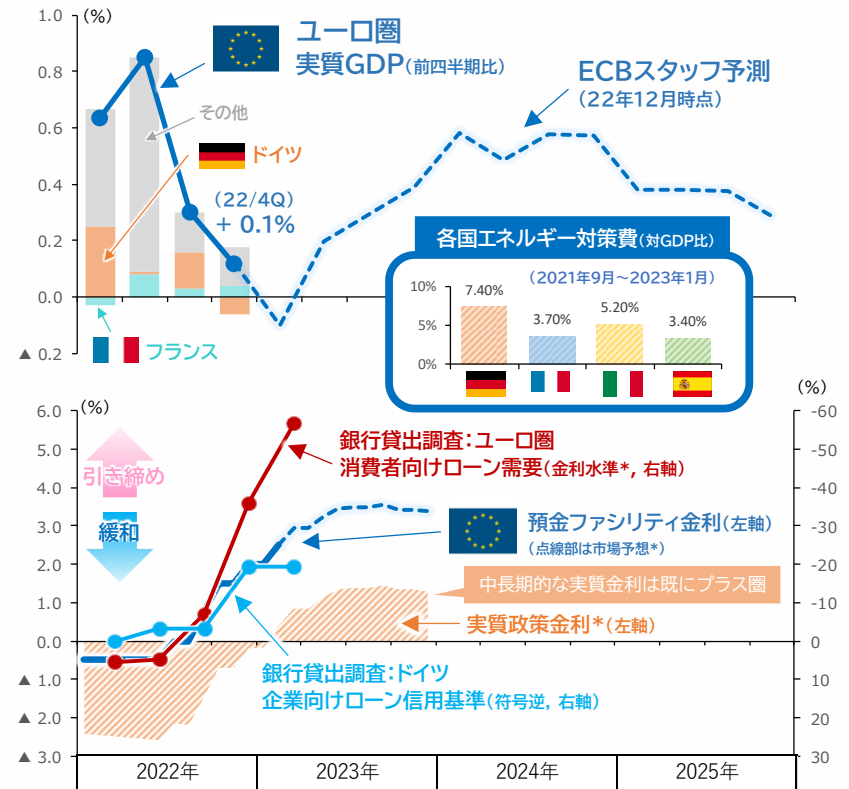
ユーロ圏の2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%とマイナス成長を回避しました。“冬が越せないのでは”とまで悲観されていたユーロ圏経済でしたが、予想外の底堅さが示されました。

背景としては、エネルギー価格上昇に対する家計・企業支援の拡充（右上図）、暖冬による天然ガス価格等の下落、高い貯蓄率を背景とする消費の底堅さ、などが挙げられます。この先についても天然ガスの価格上限設定（23年2月から1年間）など、EUの政策対応が2023年のユーロ圏の経済活動を下支えすると予想されます。

ただ、レーンECB理事が指摘するように、急速な金融引き締めによる需要減退が顕在化するのはいずれです。右下図に示す通り1月銀行貸出調査では企業・消費者向けの融資基準の厳格化が示されています。特に、これまでマイナス金利の恩恵を享受してきたドイツで顕著な変化が見られるなど、金融環境のタイト化によるユーロ圏全体への景気下押し圧力の高まりが予想されます。

足元のユーロ圏経済の見通し改善を受け、独・仏・伊の主要株価指数が直近高値に接近しています。他方、金融市場はECBの利上げはあと0.75%~1.00%（3.25%~3.50%水準）で打ち止めと予想しています。足元の景気堅調を受けECBが過度な引き締め（オーバーキル）に傾くリスクを注視する必要があります。

<ユーロ圏のGDP成長率と金融環境>



* 実質政策金利: 政策金利からユーロ圏専門家調査による長期的な期待インフレを差し引いた値
* 金利水準: 消費者向けローン需要調査のうち、住宅購入と消費者信用にかかる回答の平均値
* 預金ファシリティ金利の市場予想: 2023年2月時点の市場予想値
グラフ期間: 上段: 2022年~2025年、下段: 2022年1月~2023年2月初
【出所】 Haver analytics、ブルームバーグ、Bruegel、ECBの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2023年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

金融環境

金融環境の過度な緩和はFRBの対話戦略で抑制へ

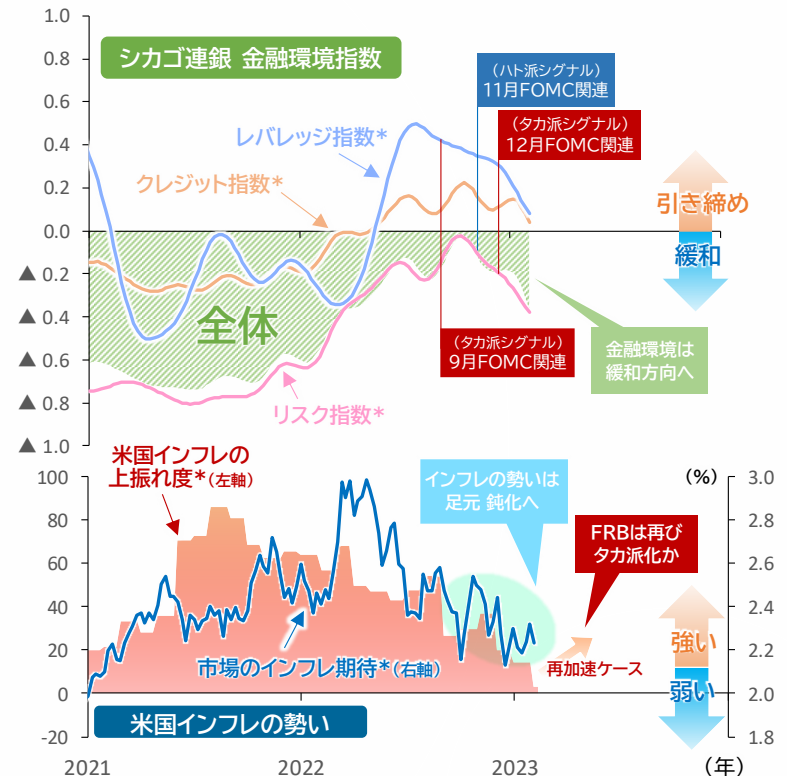
FRBの利上げが最終局面に移行するなか、十分に引き締めの金融環境を維持できるかが今後の焦点となります。パウエル議長は2月FOMC後の記者会見で“Disinflation”という言葉を繰り返し使いインフレ率の鈍化を評価する一方、足元の金融環境の緩和に関しては強い懸念を表明しませんでした。

金融環境を示す代表的な指標としてシカゴ連銀公表の金融環境指数が挙げられます。これまで同指数が緩和化する場面ではFRB関係者からタカ派的なコメントが相次ぎ、逆に、同指数が急速にタイト化する場面ではタカ派色が抑えられ、結果的に同金融環境指数は巧みに調整されてきました。

足元で同指数は緩和的水準へ回帰しています。項目別では「リスク性資産の対国債利回り差」や「VIX指数」など市場のリスク選好度を示す指標で構成される「リスク指数」の緩和化が目立ちます。同指数の緩和化は資産価格の上昇と表裏一体で、過度に進めばインフレ抑制を難しくします。

2月の利上げでFF金利は4.625%となりコアPCEデフレーター（2022年12月+4.4%）を上回りました。実質FF金利がようやくプラスに転じたことでFRBが安堵しているとは考えられません。金融環境が過度に緩和的にならないよう、今後もFRBによる市場との対話戦略が継続するとみられます。

<米国の金融環境とインフレの勢い>



* リスク指数:金融セクターの変動度と資金調達リスクを評価 *クレジット指数:家計と企業の与信環境を評価
* レバレッジ指数:エクイティと債務の相対感を評価
* 米国インフレの上振れ度:シティ・インフレーション・サプライズ指数。市場予想対比 上振れでプラス、下振れでマイナス
* 市場のインフレ期待:米国10年ブレイク・イーブン・インフレ率。国債利回りと物価連動国債利回りの差

グラフ期間: 2021年1月～2023年2月3日

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

3. 注目トピック 日本の金融政策正常化と財政健全化

Topic

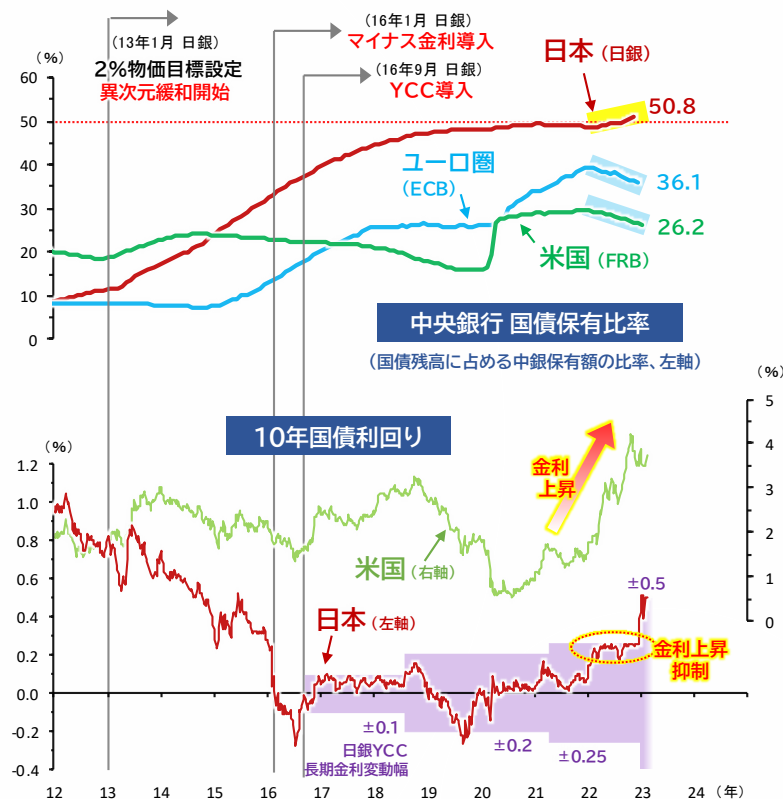
限界に達する日銀金融緩和 2023年は方向転換の年に

日銀は2%の物価目標達成のため、異次元の金融緩和を進めてきました。ただ、国内債券市場における日銀の存在感が高まるにつれ、緩和策の副作用が顕在化しています。

昨年来の海外金利の大幅上昇を受け、国内債券市場にも金利上昇圧力が高まりました。しかし、日銀はイールドカーブ・コントロール（YCC）の枠組みを堅持し、金利上昇を抑え込んできました。そのため債券市場の価格設定機能は損なわれ、市場の流動性は著しく低下。指値オペによる国債買い入れも膨らみ日銀の国債保有比率は50%を超えました。

日銀は昨年12月に市場機能低下への対応として、YCCの10年国債利回り変動幅を $\pm 0.25\%$ から $\pm 0.5\%$ に拡大する政策調整を実施。これが事実上の利上げと受け止められ、市場の混乱を招きました。金利の抑え込みを図る日銀の国債買い入れが拡大した結果、1月には流動性低下で取引が困難になった日本国債の一部銘柄が先進国債券指数から除外される事態を招いています。日銀は市場機能に配慮し政策を調整することも、金利抑制のため緩和策を強化することも困難になっています。米国の利上げ一巡観測により海外発の金利上昇圧力が緩和しているため、国内金利は現在、小康状態にあります。ただ、現行の緩和策が深刻な副作用をもたらしていることから、日銀は新体制に移行した後、速やかに金融政策の正常化を進める可能性が高いと考えます。

<中央銀行の国債保有比率と日米長期金利>



※中央銀行国債保有比率：日本は国庫短期証券を除く。米国はT-Billを除く。

欧州はユーロ加盟国の国債発行残高とECB保有のユーロ加盟国国債残高で計算。

グラフ期間 国債保有比率：2012年1月から、2022年11月(日銀)・12月(ECB)・2023年1月(FRB)まで。
10年国債利回り：2012年～2023年2月3日(週次)。

【出所】Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

3. 注目トピック 日本の金融政策正常化と財政健全化

Topic

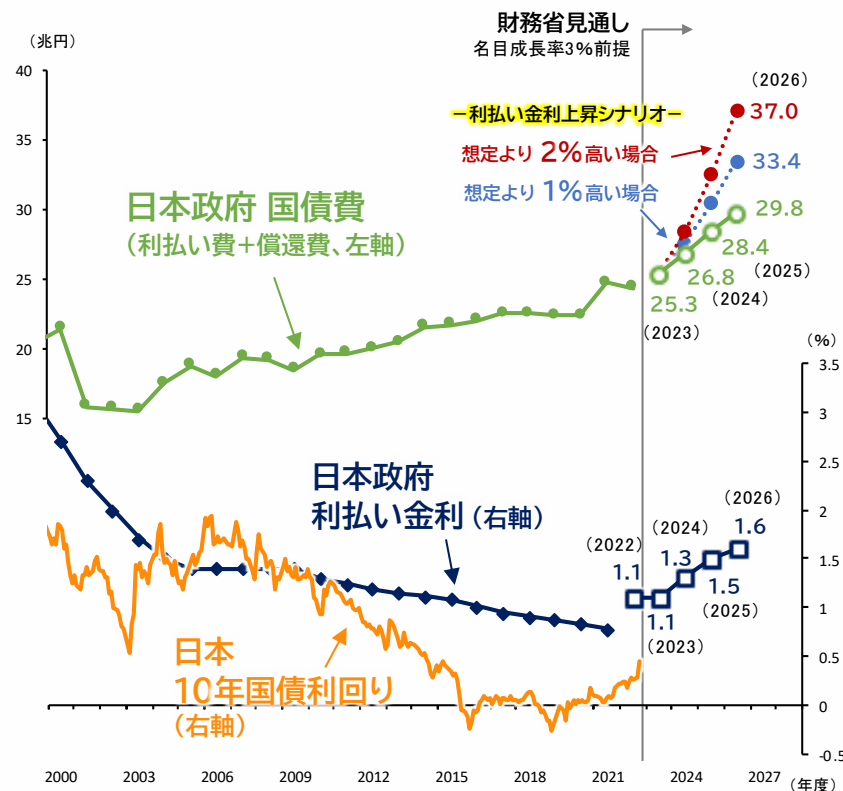
金融政策の正常化は財政・成長戦略の議論と一体で

日銀が金融政策正常化を進める際、見極めるべきポイントが2つあります。1つ目は、日銀の物価目標の達成度合いです。4月の新総裁就任後の体制で足元の賃上げや企業の価格転嫁をどう評価するか、注目されます。2つ目は財政再建・成長戦略議論との一体化です。主要な格付け会社は、日銀の大規模緩和策が政府の低コストでのリファイナンスを可能にしていると評価しており、財政悪化・低成長問題のめどがつかないまま金融政策正常化が進めば、格下げリスクを高める恐れがあります。

最新の財務省の歳出・歳入試算では、右図の通り、2026年度にかけて国債費が30兆円近くに膨らむと試算されています。更に、金利が1%上振れした場合は3.6兆円、2%の場合は7.2兆円国債費が増えるリスクシナリオが示されています。ただ、これら試算は24年度以降は名目3%、実質1%の成長継続を想定する等、OECD推計の実質潜在成長率0.6%(2023~26年平均)を踏まえると高めの成長を前提としています。財政健全化の実効性を高めるためには、少子化対策や生産性向上等、成長戦略も不可欠と考えられます。

新体制のもとで進められる日銀の金融政策正常化の議論においては、財政健全化とこれに整合的な成長戦略策定・実行に向けた取り組みが一体的に進められるかが大きな焦点となります。

<日本政府の財政状況と日本長期金利>



グラフ期間：実績は2000年度～2021年度。2022年度は国債費は試算、利払い金利は財務省予想。見通し部分は2023年度～2026年度。10年国債利回りは月次、2000年度～2023年1月末まで。

【出所】財務省、ブルームバーグの公表データに基づいて、リそなアセットマネジメント作成

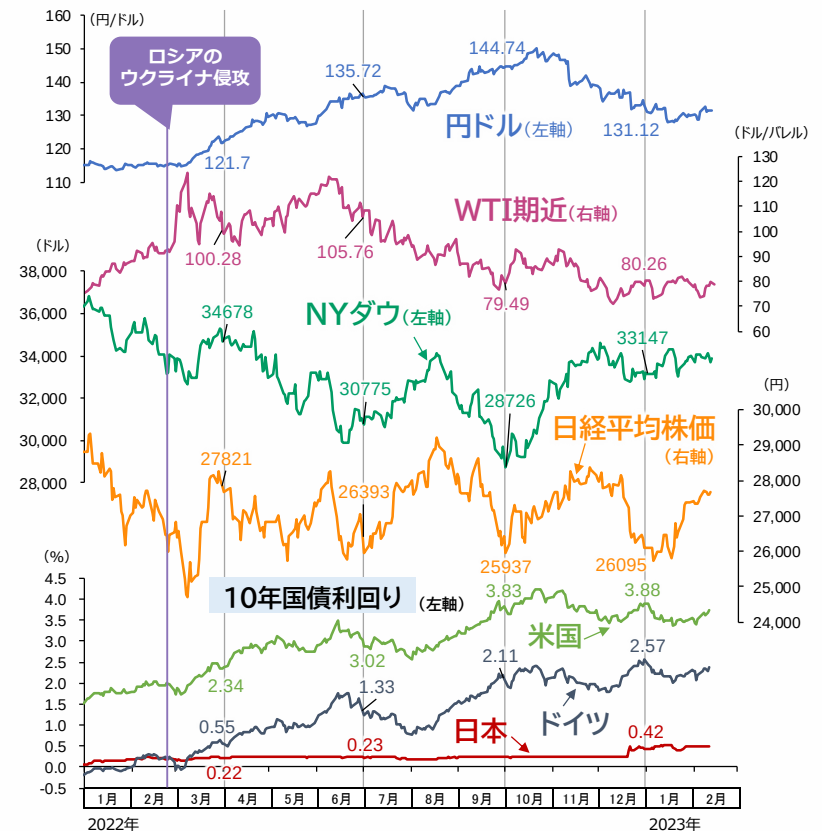
4. 主要マーケットの見通し

主要資産クラス・通貨の見通し

資産クラス 通貨	見通し	今後の焦点（3カ月～6カ月程度）
国内債券	↓	日銀は新体制下で4-6月期に過去10年の大規模緩和の総括を行い、7月にはYCC修正/撤廃に着手、をメインシナリオに
国内株式	↓	日経平均株価2万6000～8000円レンジ継続。金融正常化と財政再建の具体化が進んだ際は一旦下振れの展開を予想
先進国債券	↑	目先はインフレ率下げ渋りで弱含みが予想されるが、2024年、2025年の政策金利低下を徐々に織り込む展開に
先進国株式	→	軽微な景気後退は概ね織り込み済み。政策支援が期待できない為、企業収益の回復ペースに沿って下値切り上げへ
新興国債券	→	ドル高是正で投資資金回帰。但し、インフレ率が各中銀の目標を越えて高止まり、利上げ打ち止め時期は後ズレ傾向
新興国株式	↓	中国の景気動向が焦点。経済活動再開で回復余地は大きい消費者/企業マインドの落ち込みと供給制約が阻害要因
国内リート	↓	国内長期金利の上昇が逆風に。日銀の金融政策正常化を受け、金利水準に見合う新たな適正水準を探る展開に
先進国リート	→	先進国リート指数（日本除く）は昨年約3割調整。不動産市況の悪化を先行して織り込んでおり、下値余地は限定的
米ドル	↓	FRBは十分に景気に抑制的な政策金利（≒実質FF金利+1.5%超）を当分維持する見通し、ドル高修正は小幅に
日本円	↑	日銀の正常化は慎重に進められ急激な円高は回避も、YCC修正により金利差縮小、円買い戻しの方向性は変わらず
ユーロ	↑	ECBが政策金利3.5%を越えて利上げ継続の姿勢を示す場合は、1.15ドル/ユーロ目指す展開に

※見通し … 現在より上昇傾向：↑ 下落傾向：↓ 横ばい傾向：→

<主要マーケットの推移>



※グラフ内の数値は各四半期末値。

グラフ期間：2022年1月1日～2023年2月10日

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

4. 主要マーケットの見通し

債券市場

日銀の金融政策修正 債券の下落余地を考える

日銀が政策修正に踏み切る場合、国内債券の下落余地はどこまで拡大するか？焦点を絞るため、米10年国債利回りが当社の見通しに従い3.5～4.0%で推移することを前提に、国内債券価格の下落余地を試算します。

YCC撤廃・マイナス金利維持のケースでは、2016年のマイナス金利導入前の相関から、日本10年国債利回りの均衡水準は0.6～0.8%と推計されます。ただ、今年1月に日銀の追加政策修正が急速に織り込まれた際に10年スワップ金利が1.00%近辺まで上昇したことを踏まえると、10年国債利回りも同程度まで上昇する（+0.5%幅）可能性があります。その場合、債券価格は現水準から▲4%弱下落することになります。

YCC撤廃/マイナス金利解除へ動くケースでは、債券市場は政策正常化の最終到達点まで一旦織り込む可能性があります。その場合、日銀がゼロ金利政策解除を決定した2006年付近の利回り曲線の形状に回帰すると予想され、国内10年金利は現行水準から+1.00%幅上昇、債券価格は▲8%程度調整する余地があると試算されます（右図）。

2016年の日銀総括的検証では、マイナス金利による長期金利の押し下げ効果を▲0.2～▲0.3%程度と試算しており、解除の場合は金利上昇圧力が更に強まる可能性があります。

いずれの場合も正常化に対する次期日銀執行部の姿勢が明確に示され、それが市場に浸透するまでは債券価格の変動率の高止まりが予想されます。

<国内債券とシナリオ別動向>



* 国内債券指数：NOMURA BPI総合指数

* 最終利回り：NOMURA BPI総合指数の複利

* 国内債券指数変化率：[-（最終利回り変化×修正デュレーション）+クーポンレート] から算出。

グラフ期間：2012年～2023年2月9日

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

4. 主要マーケットの見通し

株式市場

日本株のリターン向上へ 低収益・低PBR脱却なるか

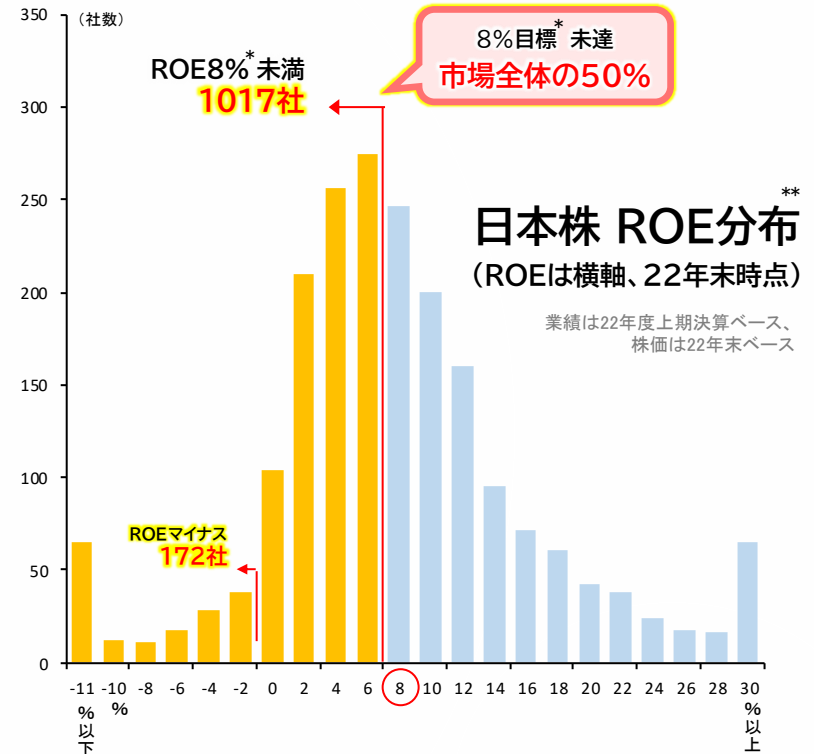
東京証券取引所（東証）は1月末、継続してPBR（株価純資産倍率）が1倍未満（≒時価総額が解散価値割れ）の企業に、具体的な改善策とその進捗状況を開示するよう強く求めるとの方針を示しました。昨年末時点で、TOPIX組み入れ企業の半数以上がPBR1倍割れ、指数全体でも1.1倍です。先進国株式のPBR3.0倍（昨年末時点）に大きく劣ります。

低評価の一因は期待リターンの低さです。中長期的な株式リターンの基準としてROE（自己資本利益率）が重視されますが、昨年末時点でTOPIXのROEは8.5%、先進国株式は16.7%と、日本企業の収益率は海外の半分程度です（直近決算ベース）。2015年のコーポレート・ガバナンスコード策定以降、企業価値向上の取り組みが続いているにもかかわらず、十分な成果が上がっているとは言えません。

東証の開示要請は改善への大きな一歩となる可能性があります。これまでの取り組みの中心は議決権行使などを通じた投資家の行動を重視するものでしたが、安定株主の存在が大きい場合は投資家の声は軽視されがちでした。他方、今回の方針は昨年4月に実施された市場区分見直しのフォローアップの一環として打ち出されており、これまで投資家の声が届きにくかった企業にも直接的に影響が及びます。

今回の取り組みが、日本株の長期的なリターン向上、および、海外投資家の呼び戻しに寄与するか、注目されます。

<日本株 TOPIX構成銘柄のROE分布>



* 株主資本コストに見合うROEとして、経済産業省の「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」最終レポート（通称「伊藤レポート」、2014年公表）で提唱された。

** 過去5年間にわたり業績が比較可能な企業のみ集計。

※文中の先進国株式はMSCI Kokusaiを指す。

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

4. 主要マーケットの見通し

新興国市場

ウイズコロナの中国景気

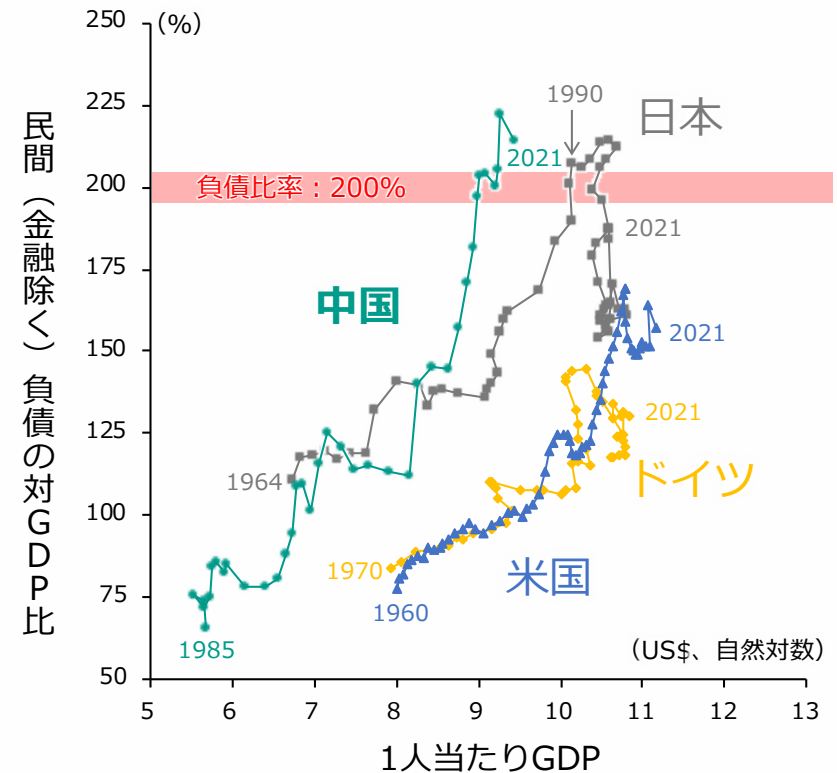
中国政府は昨年末に“ゼロコロナ政策”を大幅に緩和し、「ウィズコロナ政策」へと転換しました。IMFは1月発表の世界経済見通しで、中国の2023年成長率を22年10月時点から0.8ポイント上方修正し+5.2%としました。中国株や周辺国の株式市場も昨年終盤から大きく反発しました。中国の経済活動再開に対する期待が高まっていますが、短期・中長期の成長阻害要因には留意が必要と考えます。

短期要因では“ゼロコロナ政策”で委縮してしまった企業・消費者マインドが容易には戻らない点が問題となります。1月の新規貯蓄額は6.2兆元と2005年以降では最大となり家計の貯蓄志向の根強さが示されています。国家統計局が発表する消費者信頼感指数も依然極端に落ち込んだ状態です。サービス分野の多くで新規雇用や設備投資が事実上凍結状態になっていたと見られ、供給制約の解消には相当の時間を要するとみられます。

長期要因で注意すべきは過剰債務問題です。民間負債残高の対GDP比は日本のバブル崩壊時と同水準の200%を越えています（右図）。日本と同じように過剰な債務が長期停滞につながる可能性があります。

2023年の中国経済は+3.0%成長に落ち込んだ昨年からは反発が予想されるものの、世界経済の牽引役を期待することは難しいと考えられます。

<民間（金融部門除く）負債比率と1人当たりGDPの推移>



グラフ期間 中国：1985年～2021年、米国：1960年～2021年、日本：1964年～2021年、ドイツ：1970年～2021年

【出所】BIS、World Bankの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

4. 主要マーケットの見通し

リート市場

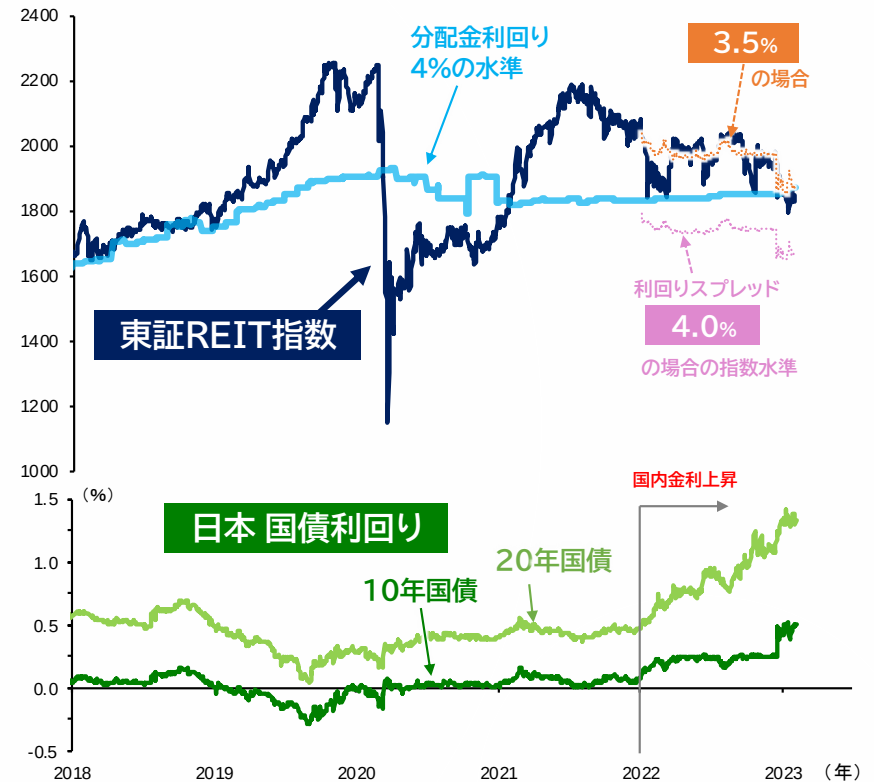
金融政策正常化とJリート

国内金利の上昇を受け、国内リート市場はこれまでサポートラインとして市場に意識されてきた「分配金利回り4%」相当の水準を割り込み、2年ぶりの安値圏で推移しています。

海外ではリー트의バリュエーション指標として、分配金利回りから長期金利を差し引いた「利回りスプレッド」が用いられます。他方、日本では日銀が長期金利をゼロ%近辺に抑制してきたため、利回りスプレッドと分配金利回りの差がなくなっていました。そのため、金利水準を考慮しないバリュエーション指標である「分配金利回り」を市場が意識するようになった可能性があります。足元で見られる東証REIT指数の「利回り4%」割れは、日銀の政策正常化が意識される中で、市場が金利水準を加味したバリュエーション指標に軸足を移し始めていることを示唆しているものとみられます。

「利回り4%」を「利回りスプレッド4%（利回り4%－長期金利ゼロ%）」に置き換えて考えると、長期金利が0.5%に上昇した現在、基準となる利回りスプレッドは3.5%となり、これに対応する東証REIT指数の水準は足元で1870pt近辺となります。他方、これまで通り4%の利回りスプレッドを市場が求める場合、指数は1660pt程度まで調整する可能性もあります。リート市場は、日銀の金融政策正常化の先行きを見定めつつ、適切な利回り水準を模索している段階と考えられ、これまで以上に金利・金融政策動向に注目する必要があります。

<東証REIT指数と国債利回りの推移>



※分配金利回り4%と、利回りスプレッド4.0%・3.5%の場合の指数水準は、東証REIT指数とその分配金利回りをを用いて当社算出。

※利回りスプレッドの算出には、日本10年国債利回りを使用。

グラフ期間：2018年初～2023年2月6日。

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、リそなアセットマネジメント作成

5. りそなの独自指標

りそな景気先行指数

- 景気に対して一般に先行して動くと考えられる内外の景気指標のうち、説明力の高さや速報性、投資家の認知度から12の指標を選定。それぞれの項目を3ヵ月前と比較して改善を示す指標の割合を導出した、りそなアセットマネジメント独自の指数です。
- この指数が50を上回れば(12系列中7系列以上が改善していれば)景気は拡張局面、50を下回れば後退局面と捉え、景気転換点の判定等に利用しています。

りそな景気先行DI 構成系列		2021年	2022年												2023年
		12月	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
		66.7	58.3	58.3	33.3	33.3	25.0	41.7	33.3	41.7	50.0	41.7	33.3	33.3	55.6
①	ISM製造業・新規受注指数	60.7	58.6	61.2	54.3	53.8	54.9	50.0	48.6	50.4	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5
②	NFIB 中小企業景気楽観度指数	98.9	97.1	95.7	93.2	93.2	93.1	89.5	89.9	91.8	92.1	91.3	91.9	89.8	
③	ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	68.3	64.1	59.4	54.3	62.5	55.2	47.5	47.3	58.0	58.0	56.2	55.6	59.9	62.7
④	非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	71,199	72,217	72,038	72,857	73,115	73,477	74,190	74,709	75,379	74,819	75,055	74,921	74,852	
⑤	新規失業保険申請件数 (千人)	222	227	195	175	188	209	233	247	238	208	219	229	216	192
⑥	NAHB住宅市場指数	84.0	83.0	81.0	79.0	77.0	69.0	67.0	55.0	49.0	46.0	38.0	33.0	31.0	35.0
⑦	シニア・ローン・オフィサー・サーベイ・ 商工ローン貸出態度	▲18.2	▲14.5	▲14.5	▲14.5	▲1.5	▲1.5	▲1.5	24.2	24.2	24.2	39.1	39.1	39.1	44.8
⑧	独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	96.0	97.7	99.7	82.2	84.5	86.4	84.5	80.5	80.4	76.4	76.3	79.6	83.3	86.4
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2
⑩	中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6
⑪	日本 中小企業売上 見通しDI	7.9	3.6	1.5	2.0	8.0	7.4	3.1	1.7	3.2	0.5	0.9	▲4.0	▲4.4	▲6.2
⑫	日本 実質輸出指数	114.4	113.7	115.4	116.1	109.1	112.0	112.8	114.5	113.7	115.5	117.1	117.2	111.8	

〔注〕各指標を3ヵ月前と比較し、改善の場合は黄色、悪化の場合は青、横ばいは無色。

(2023年2月10日時点)

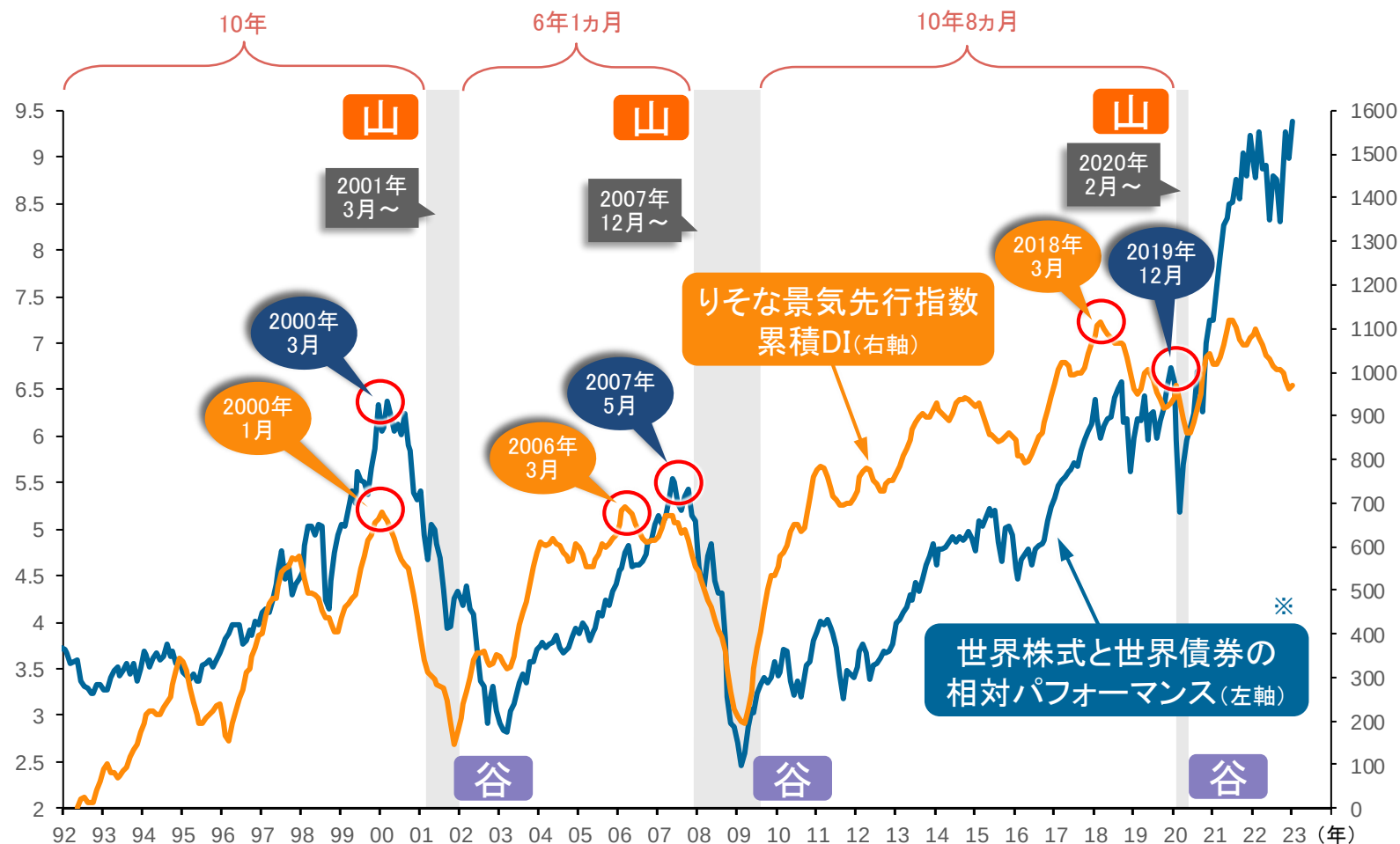
<計算方法>

例えば、2022年10月のISM製造業・新規受注指数の数値は48.2でした。3ヶ月前の2022年7月の数値48.6と比較すると低下していますので、「悪化」となります。2022年10月は12指標のうち5指標が「改善」を示していますので、 $5 \div 12 \times 100 \div 41.7$ が、りそな景気先行指数となります。

【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

5. リその独自の指標

マーケットは中期景気循環（好況・不況の波）に沿って動きます



※世界株式/世界債券。世界株式:MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)、世界債券:FTSE世界国債インデックス(現地通貨建て)

グラフ期間:1992年1月~2023年1月(リそな景気先行指数指数は1992年5月~2023年1月)

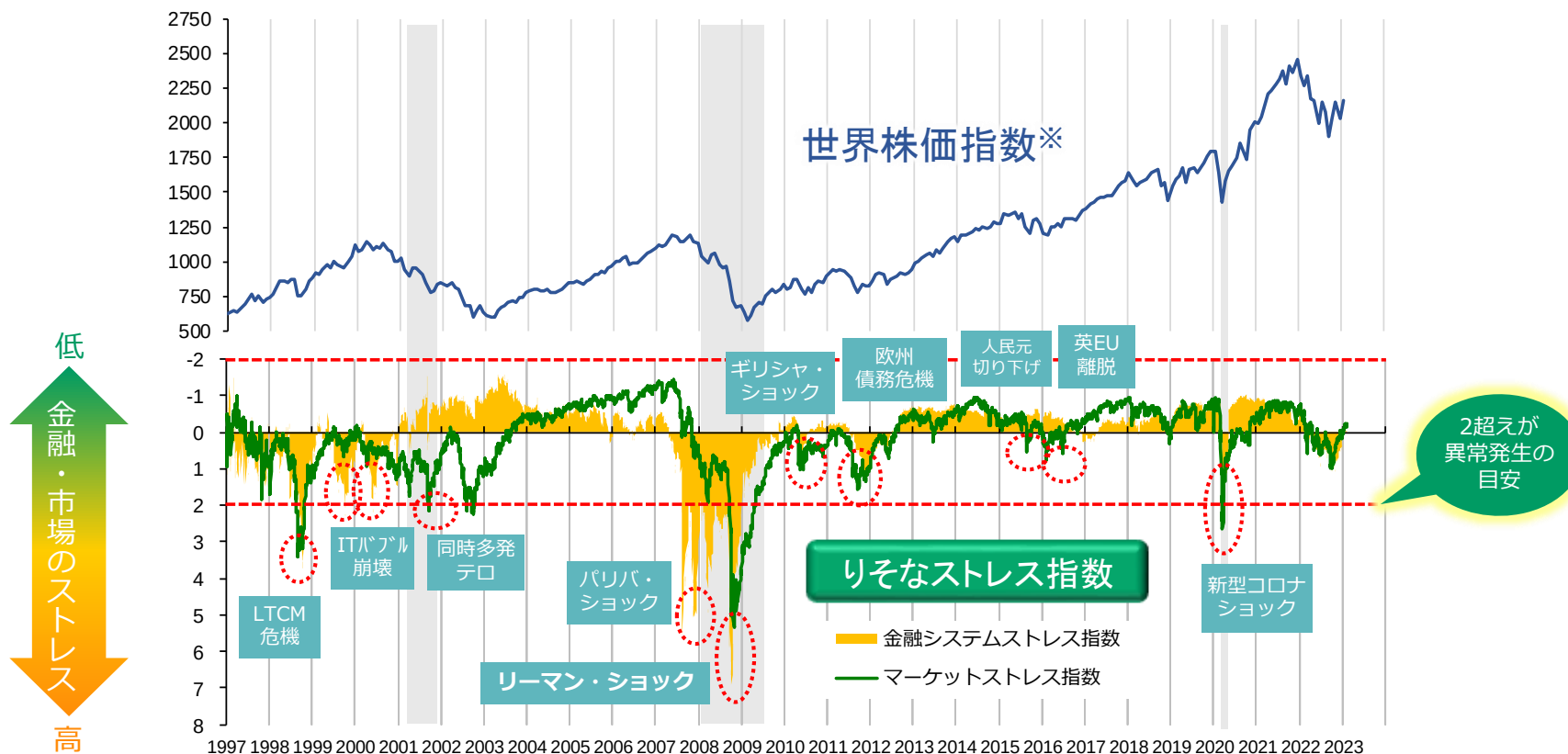
【出所】Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、リそなアセットマネジメント作成

※米景気後退局面

5. りそなの独自指標

りそなストレス指数

- 金融・資本市場の健全性を点検するための、りそなアセットマネジメント独自の指数です。21の金融市場データをもとに金融システム健全度と市場のリスク許容度を算出しています。
- 2**超えが異常発生を目安としています。



グラフ期間: 1997年1月1日～2023年2月10日 (世界株価指数は2023年1月まで)

※MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)

：米景気後退局面

【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

5. リその独自の指標

リそのストレス指数・構成指数

【リその金融システム・ストレス指数】：金融システムが正常に機能しているかを測る指標

① TEDスプレッド	3ヶ月物BSBY(Bloomberg Short Term Bank Yield Index)と3ヶ月物米短期国債(T-bill)との金利差。
② CP(AA、金融機関)-T-Billスプレッド(3ヶ月物)	ダブルA格の金融機関が発行する3ヶ月物CP(コマーシャル・ペーパー)と3ヶ月物米国債との金利差。
③ スワップ・スプレッド(2年)	スワップ金利と、同一期間の米国債との金利差。
④ 独TEDスプレッド	3ヶ月物Euriborと3ヶ月物独短期国債の金利差。
⑤ ドイツ:スワップ・スプレッド(2年)	ユーロスワップ金利と、同一期間の独国債との金利差。
⑥ 英国:スワップ・スプレッド(2年)	英ポンドスワップ金利と、同一期間の英国債との金利差。

【リそのマーケット・ストレス指数】：市場の不安心理を測る指標

① 米国:地方債-国債スプレッド(10年)	米国地方債(期間20年、平均格付AAA)と、米国10年国債との金利差。
② 米国:社債(トリプルA)-国債スプレッド(10年)	トリプルA格(ムーディーズ)の社債(10年債)と、米国10年国債との金利差。
③ 米国:ハイ・イールド債-社債(トリプルB)スプレッド(10年)	ブルームバーグ・バークレイズ 米国ハイイールド・インデックスの利回りと、投資適格社債(トリプルB)との金利差。
④ ユーロ・ジャンボファンダブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンダブリーフ債(残存期間5年)と独5年国債とのスプレッド。
⑤ ユーロ:ハイイールド債-国債スプレッド	ブルームバーグ・バークレイズ ユーロハイイールド・インデックスと独10年国債とのスプレッド。
⑥ 伊独国債スプレッド(10年)	伊10年国債と独10年国債の金利差。
⑦ S&P 500 金融株指数騰落率	S&P500金融株指数の過去1年間の最高値からの騰落率。
⑧ Stoxx Europe 600 金融株騰落率	ストックス・ヨーロッパ600金融株指数の過去1年間の最高値からの騰落率。
⑨ VIX指数	変動率指数。S&P500を原資産とする株価指数オプション価格に示唆されているボラティリティ(インプライド・ボラティリティ)を指数化したもの。シカゴ・オプション取引所(CBOE)が算出・作成。別名「恐怖指数」。
⑩ 米国債ボラティリティ指数	メリルリンチMOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate)指数。1ヶ月物T-Bill(米短期国債)オプションのインプライド・ボラティリティについて、オプションのイールドカーブに応じて加重平均して算出された指数。
⑪ ユーロ・ドルのインプライド・ボラティリティ	ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ユーロ・ドル)。
⑫ ドル・円のインプライド・ボラティリティ	ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ドル・円)。
⑬ ポンド・ドルのインプライド・ボラティリティ	ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ポンド・ドル)。
⑭ 人民元オンショア・オフショアスプレッド	人民元のオンショア・レートとオフショア・レートの差。
⑮ CBOE EM ETF Volatility Index	新興国株価指数ETF(iShares Emerging Markets Index)を原資産とする株価指数オプションのインプライド・ボラティリティ。

<当資料使用に際してのご注意事項>

- 当資料は投資環境等に関する情報提供のためにりそなアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。また、市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。
- 記載されている内容、数値、図表、意見等は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動や運用成果を示唆・保証するものではありません。
- 当資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 取引時期などの最終決定は、お客さま自身の判断でなされるようお願いいたします。
- 元本保証のない投資商品は相場環境の変動などにより投資元本を割込むことがあります。投資商品は預金ではなく預金保険対象外です。商品ごとの手数料・リスクなどの詳細は「契約締結前交付書面」や「説明書」等をご確認ください。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のりそなアセットマネジメントの見解です。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

投資信託をご購入されるときのご注意点

投資信託のお申込みにあたっては、「投資信託説明書(交付目論見書)」を必ずご覧ください。

- 投資信託は預貯金や保険契約ではなく、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関で取扱う場合、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の募集・申込等の取扱いの販売会社が行い、ファンドの設定・運用は投資信託委託会社が行います。
- 投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、株価、金利、通貨の価格等の指標に係る変動や発行体の信用状況の変化を原因として損失が生じ、投資元本を割り込むおそれがあります。
- 投資資産の減少を含むリスクは、投資信託をご購入のお客さまが負うことになります。
- 投資信託のご購入時には購入時手数料がかかります。また、保有期間中には運用管理費用(信託報酬)およびその他費用がかかります。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリング・オフ)の適用はありません。