

Resona Investment Outlook

Spring
2025

～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

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しの「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。

「世界経済に大打撃」「自己破壊行為」等々、海外では酷評されているトランプ政権の関税政策ですが、アメリカ国民の間では、実際、どのように評価されているのでしょうか。市場関係者(ウォールストリート)の見方は、一般国民(メインストリート)とギャップがあり、あまり参考にならず、日本でアクセス可能な米メディアの報道は、政治的に偏っていると言われ、実態を正確に伝えていない可能性があります。

政治ニュースサイトのリアルクリアポリティクスの最新調査集計(5月18日時点)によれば、トランプ大統領の仕事ぶりを「評価する」は46.5%、「評価しない」は49.8%とかなり拮抗しています。特定の政策を問う調査ではありませんが、熱狂的なトランプ信奉者だけでなく、かなりの数のアメリカ国民がトランプ関税を支持していることがうかがえます。

トランプ大統領は、相互関税発表のスピーチで「我が国と納税者は50年以上もの間、海外諸国から横取りされ、繁栄する機会を奪われてきた」と訴えました。どれだけ多くの一般アメリカ国民がこれに共鳴しているのか？その点を理解せずには、この先、トランプ関税がどう決着していくか読めない気がします。ましてや、2国間交渉で米国側とどう対峙すべきか、戦略が立てられないのではないのでしょうか。

まず、J・D・ヴァンス副大統領の著書「ヒルビリー・エレジー」は必読です。映画化もされているので、併せて観ると理解が深まると思います。

<もくじ>

1. 2025年2月央～2025年5月央のふりかえり
2. 2025年度の投資環境見通し
3. 主要マーケットの見通し
4. リそなの独自指標



1. 2025年2月央～2025年5月央のふりかえり

米国経済例外主義（USエクセプションナリズム）の反動

AIなどの成長分野での圧倒的優位性を背景に、近年、米国市場への資金集中が続いてきました。ところが直近3カ月は、トランプ関税を巡る不安の高まりを契機にその反動が起き、米国トリプル安となる場面もみられました。株式市場の騰落率（2月11日～5月16日）では、S&P500指数が▲1.8%、米国除く世界株価指数¹⁾は+6.2%と、米国が劣後しています。

■ **債券市場**：米国は利下げ見送り、欧州は独の財政拡大路線への転換を受け、いずれも横ばい圏で推移しました。日本10年国債利回りは、日銀の追加利上げ観測を受け3月には16年ぶりに1.5%台に乗せましたが、4月2日の米相互関税発表後には一時1.1%を下回るなど、振幅の大きな展開となりました。

■ **株式市場**：先進国株価指数²⁾は2月18日に最高値を付けたあと、4月8日には同高値から▲17.1%下落しました。日経平均株価はほぼ同期間に最大2割超下落しましたが、その後、海外株と共に反発し、相互関税発表後の下落幅を取り戻しました。

■ **リート市場**：国内リートは、円高・金利反落が好感され見直し買いが優勢となりました。先進国リートは関税の影響を受け難い業種として選好され、底堅く推移しました。

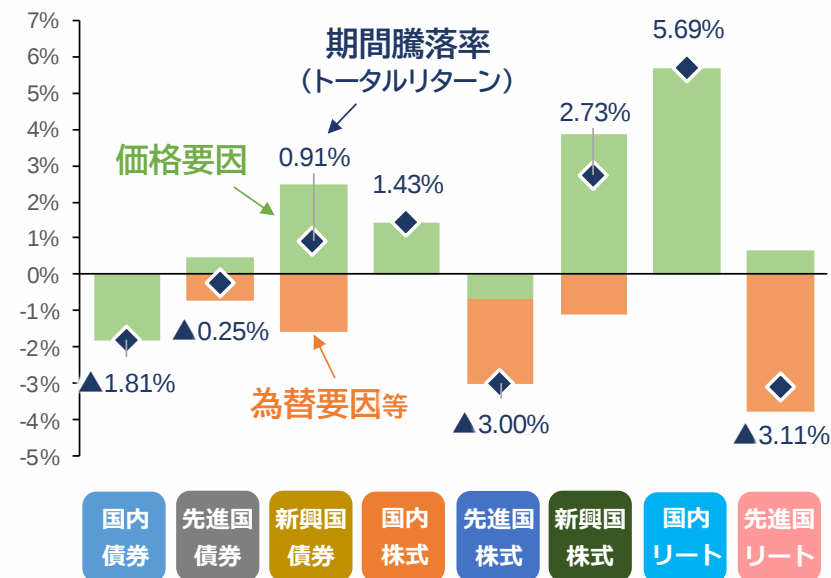
■ **新興国**：債券は、主要国の利下げが相次ぎ、プラスとなりました。株式は、中国とインドが指数全体を牽引しました。

■ **為替**：ドルが主要通貨に対して売られ、期間中（2/11～5/16）対円では▲4.5%、対ユーロでは▲7.2%下落しました。

1) MSCI ACWI ex US（米ドル建て） 2) MSCI-KOKUSAI（米ドル建て）

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

（2025年2月11日～2025年5月16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、円換算ベース）、先進国株式：MSCI-KOKUSAI指数（配当込み、円換算ベース）、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、円換算ベース）

※【価格要因】先進国債券・先進国株式・新興国債券・新興国株式については、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の騰落率を用いて算出。

※【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、リそなアセットマネジメント作成

2. 2025年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

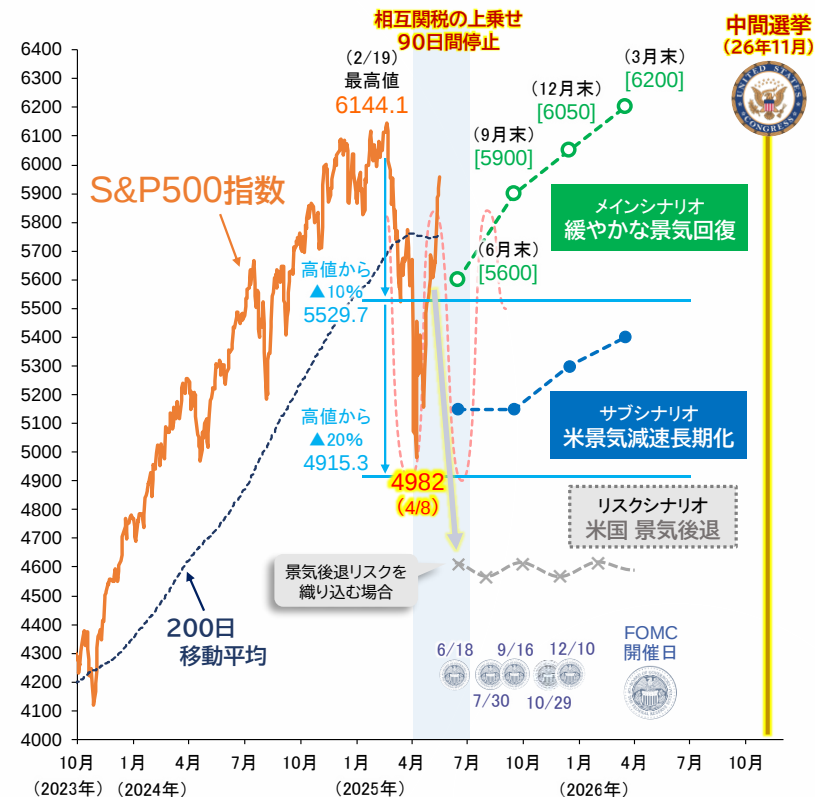
株価上放れに必要なものは
FRBのピボット（姿勢転換）

S&P500指数をはじめ主要株価指数の多くが、4月2日の相互関税発表前の水準を取り戻しました。トランプ大統領らが相場不安定化時に市場を落ち着かせる対応をとったことから、下値不安が後退。更に、英国、中国との関税協議が進展したことで買い戻しに勢いがつきました。ただ、株価が回復したことで、値頃感も薄れています。S&P500指数の予想PERは一時、過去10年の平均水準並みの18倍近辺まで低下しましたが、足元、再び20倍超に戻っています。この先、株価が持続的に上昇するためには、トランプ関税を巡る不透明感が払拭され、景気・企業収益の見通しが改善する必要があります。

当社では、年央にはトランプ関税を巡る不透明感がある程度払拭され、株価は持続的な上昇を再開するとみています(右図メインシナリオ)。来年秋の中間選挙を良い経済状態で迎えるため、トランプ政権は、関税政策の早目の決着を目指していると考えられるためです。

株価が持続的に上昇するために、もう一つ必要な要件は、FRBの姿勢転換です。現行のFF金利は景気に対して抑制的な水準にあります。利下げが実現すれば、金融環境が緩和され、景気・企業収益見通しの改善につながると期待されます。また、関税によるインフレ上昇が“一過性”であるとFRBが判断したことにもなります。FRBの姿勢転換によってトランプ関税を巡る不透明感は、“景気の下振れ”“インフレの上振れ”両面から払拭されることになり、持続的に株価が上昇する条件が整うと考えられます。

<米S&P500指数と今後の相場見通し>



※メインシナリオのグラフ(点線部分)はりそなアセットマネジメント見通し、
サブシナリオ・リスクシナリオはイメージ。

グラフ期間：2023年10月1日～2025年5月16日

【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

2. 2025年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

投資戦略

関税を巡る不確実性は徐々に低下、小幅に株式優位に

資産配分： 向こう3-6カ月は、米国の関税政策の動向が引き続き市場の変動要因となるものの、その不確実性は徐々に低下していくと考えます。トランプ政権は4月上旬に事前予想を上回る税率の相互関税と中国に対しては合計145%の追加関税を発表しました。しかし、その後中国以外の国・地域に対する追加関税を90日間停止したほか、中国に対する関税率を30%に引き下げるなど、混乱を抑えるために軌道修正しています。また、今後の各国との個別交渉については、主要国を除き実施せず、一斉に最終税率を通知する方針を明らかにしています。トランプ政権は、来年秋の中間選挙を控え、景気停滞が長引かないよう、関税政策の早期決着を目指していると考えられることから、株式などリスク性資産のウェイトをやや高めとする戦略が適切と判断します。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

株式： これまでの「中立」から、内外株をあわせて小幅オーバーウェイトとする戦略に変更します。国内株を「ややオーバーウェイト」とする一方、米国はバリュエーションの割高感が再び強まっていることから「中立」、中国は景況感改善が依然見られないことから「アンダーウェイト」を維持します。

債券： 国内債券は日銀の利上げ継続見通しから「アンダーウェイト」を維持。米国は年後半利下げ再開の見通しから「ややオーバーウェイト」とします（従来ややアンダーウェイト）。

主要資産クラスの推奨ウェイト（今後3カ月～6カ月程度）

	アンダーウェイト	ややアンダーウェイト	中立	ややオーバーウェイト	オーバーウェイト
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性に関する当社の見通しについては7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. 2025年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

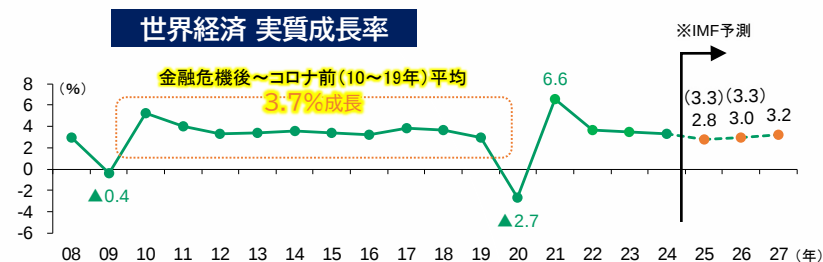
景気見通し 前提条件次第で
投資スタンスは大きく変化

IMF(国際通貨基金)は、最新の世界経済見通し(25年4月時点)で、25年の世界全体の成長率見通しを、1月時点の+3.3%から+2.8%、26年を+3.3%から+3.0%に下方修正しました。この見通しは、4月4日までに発表されたトランプ関税を基に作成されており、相互関税上乗せ分は4月2日に発表された税率がそのまま適用される前提となっています。日本は24%の相互関税が前提となっているとみられ、日本の成長率見通しは25年が+1.1%から+0.6%、26年は+0.8%から+0.6%に下方修正されました。

一方、日銀は4月展望レポートで、25年度の成長率見通しを1月時点の+1.1%から+0.5%、26年度は+1.0%から+0.7%に下方修正しました。展望レポートの脚注には「今後、各国間の交渉がある程度進展するほか、(中略)…前提に作成している」と記載されています。詳細は不明ですが、修正幅の大きさがIMFと同等に大きいことから、相互関税24%、自動車関税25%は大きく軽減されない前提で見通しが作成されているとみられます。

投資家は、景気と金融政策見通しをベースに運用戦略を立てます。余程大きなショックが起きない限り、その見通しは急激には変わらないものです。しかし現状は、トランプ関税の進展次第で、景気見通しは大幅に上振れ/下振れし、金融政策見通しも大きく変わり得ます。IMFは貿易戦争の激化などを想定したリスクシナリオを公表しています(右図下段)。植田日銀総裁は決定会合後の会見で、中心的な見通し自体が変更される可能性が高い点を、繰り返し言及されています。2025年度については、それらの点を踏まえた上で、運用戦略を立てる必要があります。

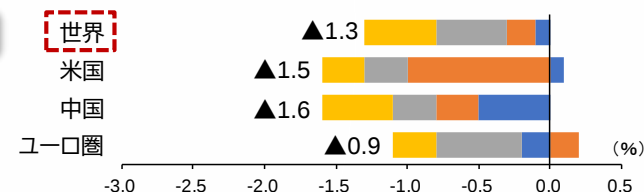
<IMF 世界経済見通し>



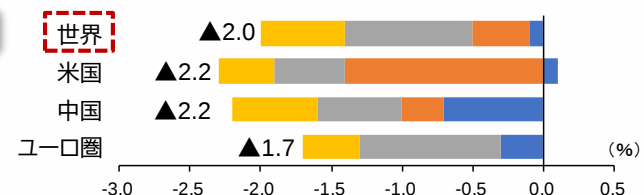
リスクシナリオ: ベースラインからの乖離**

■ 国別要因 ■ 貿易戦争要因 ■ 貿易不確実性要因 ■ 金融環境悪化要因

2025年



2026年



グラフ期間: (上段)2008年~2027年

※2025~2027年はIMF予測(2025年4月時点、()内は2025年1月時点予測)

※シナリオの前提については、IMF「World Economic Outlook」(2025年4月)を参照

【出所】 IMF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. 2025年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

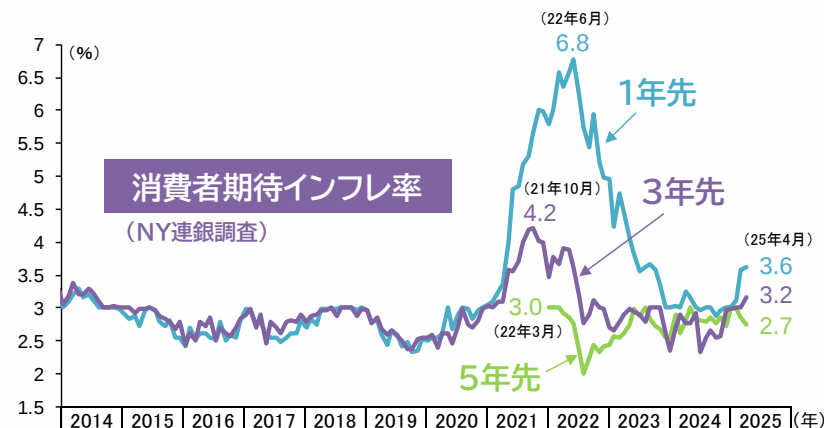
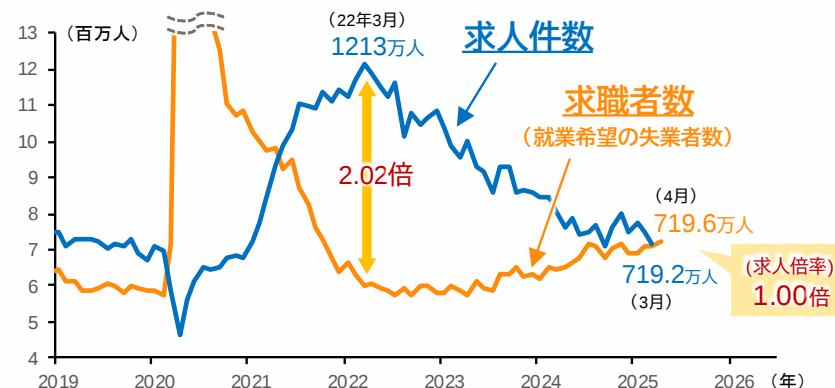
金融環境

“様子見”は期間限定、FRB
は遠からず利下げ再開へ

パウエル議長は7日のFOMC後の会見で、“Wait and see”という表現を10回も使い、様子見を続ける姿勢を強調しました。それを受けマーケットの早期利下げ期待は大きく後退し、FF金利先物市場が織り込む7月利下げの確率は、FOMC前の8割近くから4割程度にまで低下しています。ただ、パウエル議長が様子見を続けられる時間はそれほど長くはないとみられます。労働省が発表する求人件数は3月719.2万人に低下する一方、求職者数は4月719.6万人に増加しました(右図上段)。求職者数が求人件数を上回るのは2021年4月以来のことで、雇用市場が急速に悪化する兆候として注意が必要です。また、4-6月期には実質GDPの伸びが実質FF金利(現在1.7%)を下回ると予想されます。そうすると、コロナ期を除けば、リーマンショック直前の2007年以來の引き締め状態となり、金融環境面からも、急速に景気が悪化する恐れがあります。

一方、関税引き上げによる物価の押し上げについては、今年10-12月期に最も影響が大きくなり、その後、ピークアウトが予想されます。その間、長期の期待インフレ率がアンカー(低位安定)され続けるかが焦点となります。FRBは債券市場が示す長期の期待インフレ率やNY連銀等が公表する長期の消費者期待インフレ率を重視しています。それら指標が関税発動後も低位安定を続けていることが確認できれば、FRBは関税の影響は“一過性”と判断し、利下げ再開に着手すると予想されます。早ければ7月FOMCが、様子見モード(wait and see)からLive(政策変更の可能性あり)へ、変化する可能性があるとみま。

<米国・求人倍率、期待インフレ率>



グラフ期間: (上段)2019年1月~2025年4月(求人件数は2025年3月まで)
(下段)2014年1月~2025年4月(5年先インフレ率は2022年3月~)

【出所】米国労働省、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

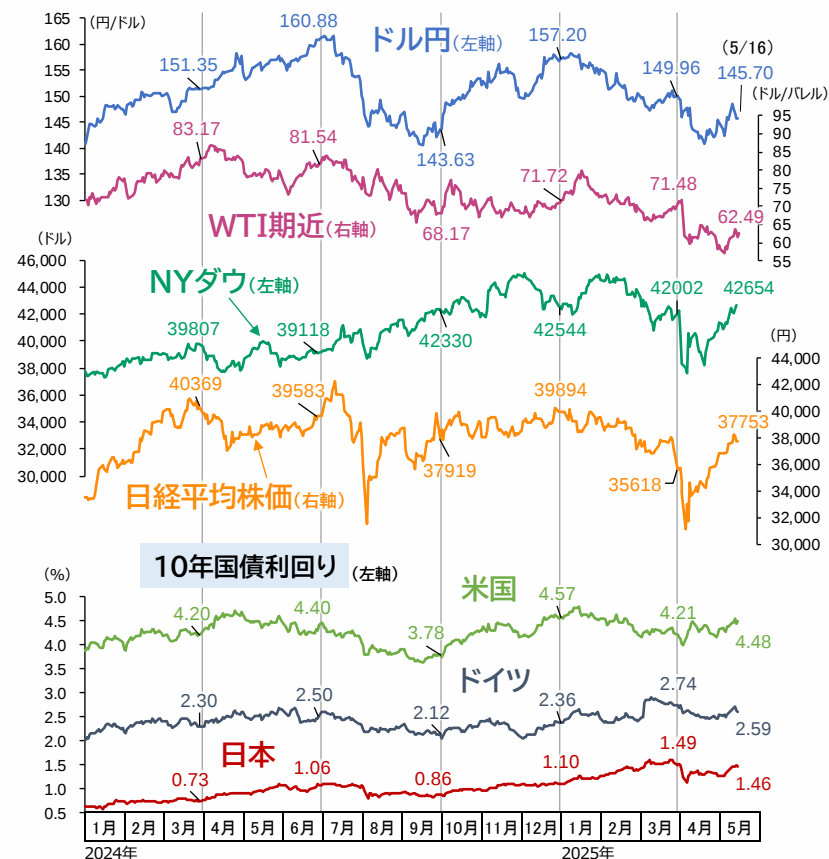
3. 主要マーケットの見通し

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	↓	4・5月会合では政策金利の据え置きを決定。25・26年度の経済・物価見通しを下方修正も、利上げ継続方針は維持
国内株式	↑	TOPIXの予想PERは13倍台前半と過去平均を下回りやや割安の水準。関税政策を巡る交渉の先行きには依然不透明感残る
先進国債券	↑	米国は関税引き上げによる物価への影響を見極めた上で、年後半に利下げ再開の見込み。欧州は利下げ継続の見通し
先進国株式	→	S&P500指数の予想PERは21倍台と過去平均より割高な水準で推移しており、上昇余地は限定的と判断
新興国債券	↑	ドル安進行で通貨安・インフレ懸念が一部緩和し、利上げ幅縮小/利下げを後押し。中国当局は金融緩和姿勢を維持。
新興国株式	→	中国当局は財政・金融の両面から経済を下支えする姿勢を示すものの、住宅市況の改善みられず内需低迷続く見通し
国内リート	→	日銀の利上げ再開に伴う金利上昇が向かい風となる一方、分配金利回りと資本効率改善への期待感が追い風
先進国リート	↑	米国はFRBの利下げ再開により、金利低下と景気減速回避が見込まれる。米国以外は、利下げ継続が下支え要因
米ドル	↓	関税交渉で米国がドル高是正を求めるとの思惑主導のドル売りは一巡、FRBの利下げ再開がドル安要因に
日本円	↑	日銀は2%物価目標達成時期が後ずれる見通しを示す一方、利上げ継続姿勢は維持。緩やかな円高基調続く見通し
ユーロ	→	ECBは6会合連続利下げ、政策金利は中立近辺に。景気下振れリスクから利下げ姿勢維持し、ユーロの上値は限定的。

※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と直近値。

グラフ期間：2024年1月1日～2025年5月16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

債券市場

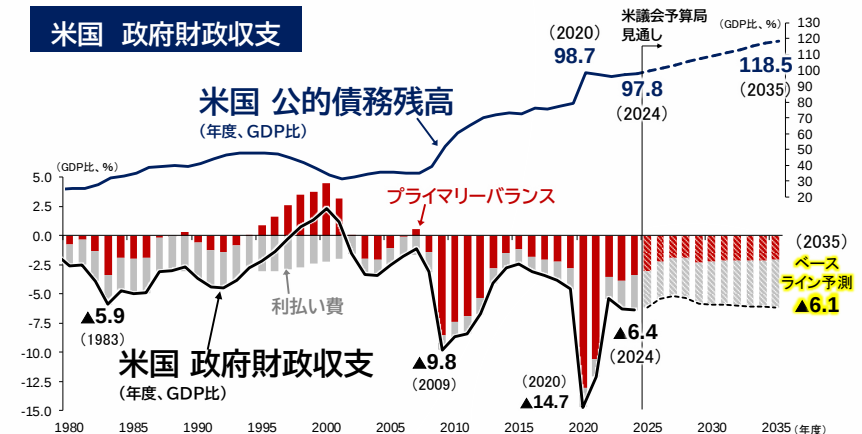
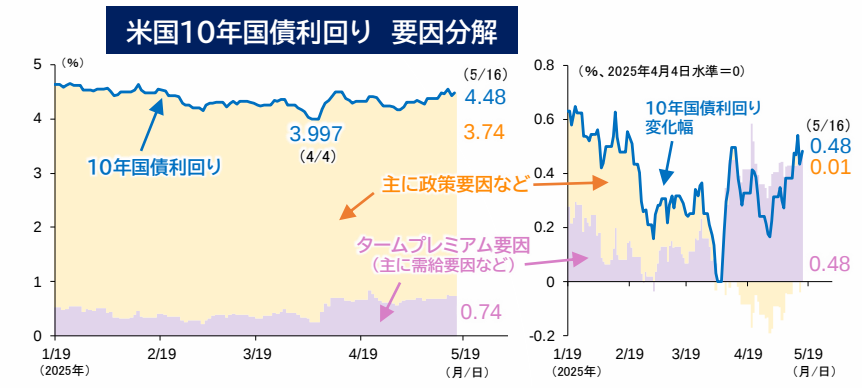
米国債券市場の自警団は インフレ・財政を両睨み

米国10年国債利回りは、相互関税発表直後の4月4日に4%割れまで低下したあと急反発し、現在は、4.5%近辺で推移しています。4月4日以降の利回り上昇（全体で+0.48%）を要因分解すると、タームプレミアム主導（+0.48%）の上昇であることが分ります。要因としては、1)短期筋の裁定ポジション巻き戻し、2)リスクオフによる長期債売り、3)インフレ再燃懸念、4)財政悪化懸念、などが考えられます。足元の急上昇については、主に1)・2)の短期要因が大きく作用したとみられますが、この先は、3)・4)に起因する金利上昇に注意が必要です。

タームプレミアムは2024年後半に底入れし、足元は+0.7%前後と10年半ぶりの高さです。背景としては、深刻な財政悪化が意識され始めたことが挙げられます。2024年度の財政赤字/GDP比率は▲6.4%。この先も利払い負担が重くのしかかり、2035年度でも財政赤字は▲6.1%と高止まりし、公的債務残高/GDP比は戦後最悪の118.5%となる見通しです（右図）。この議会予算局予測は、10年債利回りが4%弱で推移することが前提に置かれており、仮に長期金利が上振れた場合、米国の財政状況は一段の深刻なものとなります。

トランプ政権は長期金利の低位安定を最優先課題に掲げており、債券市場でもそれは評価されています。但し、2025年後半は、関税政策の影響が物価に表れ始める上、選挙公約である減税策の議会審議が本格化するため、3)インフレ再燃懸念と4)財政悪化懸念が高まりやすくなります。債券自警団がトランプ政権の政策運営にどう反応するか、注視が必要です。

<米10年国債利回り変化の要因分解と米国財政>



グラフ期間：(上段)2025年1月1日～2025年5月16日
(下段)：1980年度～2035年度(2025年度以降は米議会予算局見通し。公的債務残高は2025年1月時点、政府財政収支は2025年3月時点。)

【出所】ブルームバーグ、Haver Analytics、米議会予算局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

株式市場

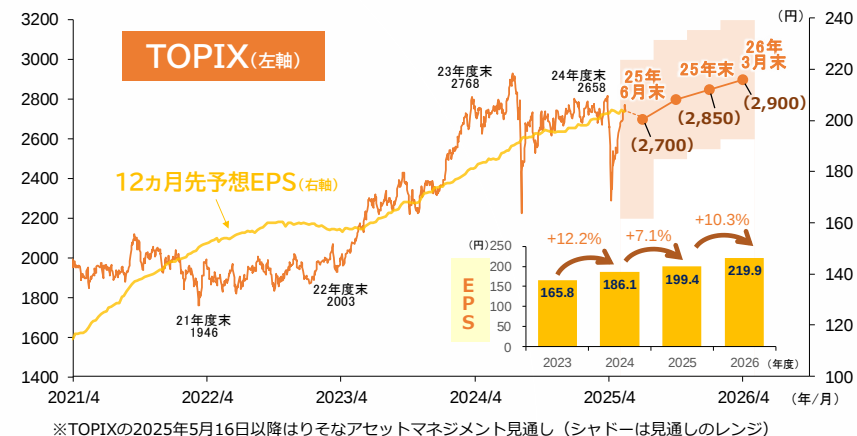
米関税政策の影響大の日本株 関税交渉の行方を要注視

東証株価指数（TOPIX）に占める自動車セクターのウェイトは5.5%、部品メーカーを併せると約7.5%となります。機械（5.9%）、電子装置（4.2%）、半導体（3.4%）、金属・鉱業（1.1%）など、北米輸出依存度が高い業種を合計すると全体の22%強を占めます（5月16日時点）。世界の主要株式市場の中で、日本はトランプ関税の影響を受けやすい市場の一つと言え、今後の日米の関税交渉の成り行き次第で、日本株は上下どちらにも大きく変動する可能性があります。

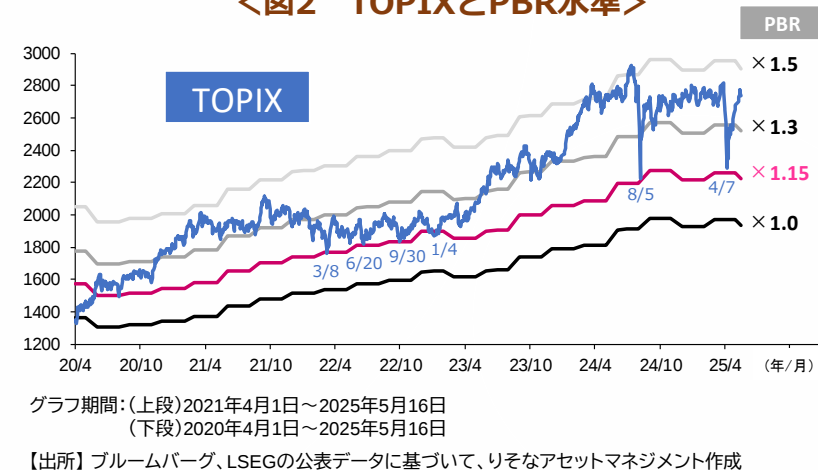
今年度の企業収益については、7.1%の増益が見込まれています（TOPIX構成銘柄のボトムアップ集計EPSベース、右図）。ただ、ファナック（東証コード：6954）は今期収益見通しの発表を見送り、トヨタ（同7203）は4・5月分だけ関税の影響を反映するなど、企業もトランプ関税の影響を測り切れない状態です。今後のトランプ関税の帰趨次第では、収益見通し自体が大きく修正され得る点に留意が必要です。

日本株の価格変動率は当面高止まりが予想されますが、下値については、相互関税発表直後の急落局面で既にみた可能性があります。TOPIXは4月7日の2288ポイントが直近安値で、その時点でTOPIXのPBRは1.15倍まで低下しました。昨年夏の急落場面を含め、過去5年間は、このTOPIX=PBR1.15倍が強固な下値支持線となっています（右図）。仮に4月安値を下回る場面があるとすれば、トランプ関税が世界同時不況にまで発展するようなケースに限られると考えられます。

<図1 TOPIXと予想EPS>



<図2 TOPIXとPBR水準>



3. 主要マーケットの見通し

新興国市場

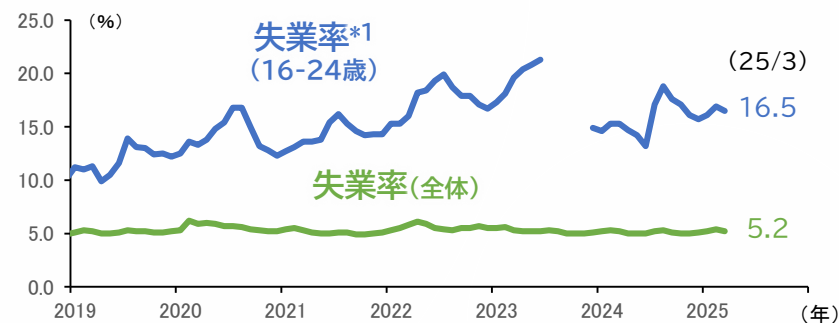
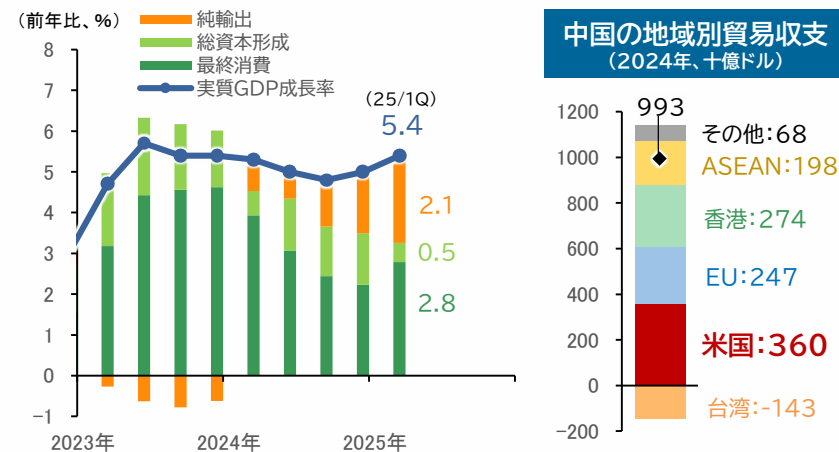
「5%前後」の成長目標
達成が遠のく中国経済

中国政府は2025年の成長率目標を3年続けて「5%前後」で据え置きました。しかし、米中間の貿易摩擦が悪化するなか、その達成確度は昨年より著しく低下しているとみられます。

米トランプ政権が相互関税を発表後した4月2日以降、米・中間の関税引き上げの応酬が繰り返され、中国の米国製品の輸入関税率は125%、米国の中国製品の輸入関税率は145%まで引き上げられました。5月12日に米中間の合意で、米国の対中関税は暫定的に30%（90日間の停止期間後は54%）に引き下げられましたが、同水準（≒30%）は、第2次トランプ政権発足時の対中関税率＝約20%を上回り、対米輸出を抑制する要因になると予想されます。2024年の中国の貿易黒字額の約3分の1は米国からであることから、対米輸出の縮小は純輸出の寄与低下を通じ、成長率低下に直結します。

他方、中国政府は3月全人代で採択した「より積極的な財政政策」と「適度に緩和的な金融政策」を進めるほか、消費促進策を追加し、内需拡大に取り組んでいます。しかし、3月不動産開発投資額が前年比▲9.9%に落ち込むなど不動産市況は低迷が続く中、3月消費者信頼感指数は85.4と3年以上も分岐点の100を下回り続け、若年層の失業率も高止まりするなど、内需回復の兆しは依然見えない状態です。内（≒不動産不況）と外（≒米国との貿易摩擦）から下押し圧力がかかるなか、5%成長達成は極めて高いハードルと考えられます。

<GDP成長率内訳、中国の地域別貿易収支、失業率>



グラフ期間: (上段左)2023年1Q～2025年1Q
(下段)2019年1月～2025年3月

*1 16～24歳の失業率は2023年6月分以降の公表が一時停止された後、同年12月分より集計方法が変更された上で公表が再開となっている。

【出所】Haver Analytics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

3. 主要マーケットの見通し

リート市場

金利・割安・資本効率・市況 改善で国内リートを再評価

東証REIT指数の年初来騰落率は+4.9%（5月16日迄）と日経平均株価（同▲5.4%）を上回る好パフォーマンスです。これは、以下4つの要因が重なった結果と考えられます。

第一に、国内金利の先高観後退です。トランプ関税による内外景気の下振れ懸念から、日銀の追加利上げ観測が大きく後退しました。10年国債利回りは3月に16年ぶりの1.5%台後半まで上昇したあと、4月はじめに一時1.1%割れまで低下し、金利動向に敏感なリート市場を支えています。

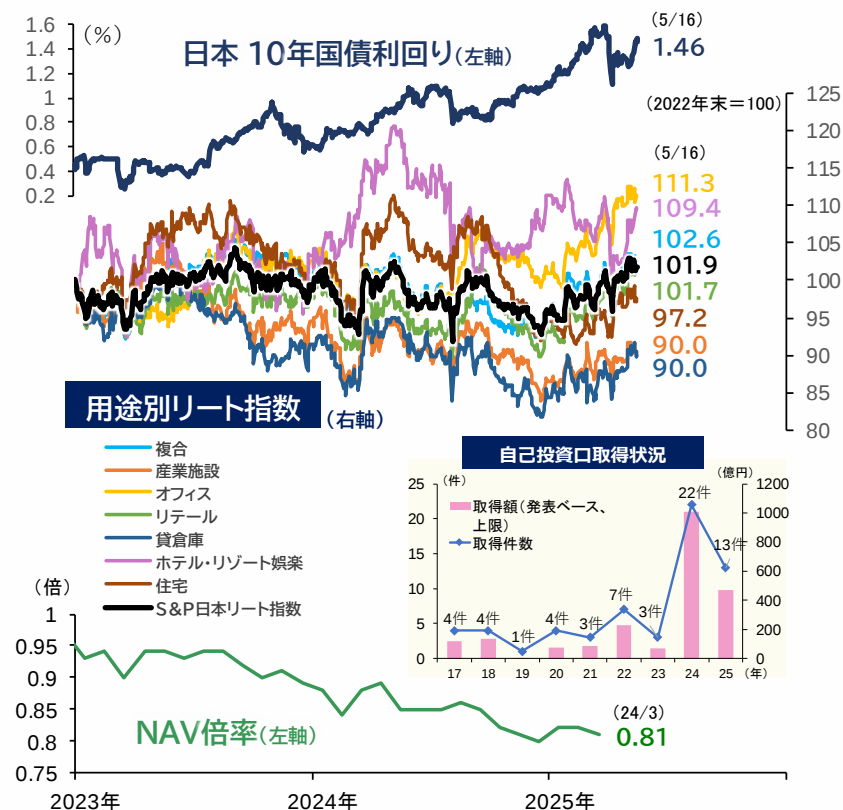
第二の要因は、割安感が一段と高まったことです。東証REIT指数のNAV倍率（純資産価値倍率）は、3月時点で0.81倍と2012年末以来の水準まで低下し、低バリュエーションに着目した見直し買いにつながっています。

第三の要因は、資本効率向上に向けたリート各社の取り組み積極化です。海外投資ファンドによるTOBなどをきっかけに、投資口取得（自社株買いに該当）が増加、2025年は4月末時点で13件・約470億円と過去最高のペースとなっています。

第四の要因は、オフィス市況の改善です。人材確保の為に、利便性の高さや設備が整ったオフィスへ移転・増床をする企業が増えており、東京ビジネス地区の平均賃料は3年半ぶりの水準まで上昇しています。

日銀は5月会合で25・26年度の景気・物価見通しを大幅に下方修正したことから、金利の先高観は当面高まり難いと予想されます。割安感やファundメンタルの改善を評価した国内リートの見直し買いは、持続する可能性が高いと考えます。

<日本10年国債利回り・国内リート関連指数>



グラフ期間：(上・中段)：2023年1月1日～2025年5月16日、(下段)：2023年1月～2025年3月
(自己投資口取得状況)：2017年～2025年(2025年は4月末時点)

【出所】各社公表資料、ブルームバーグ、S&Pダウジョーンズインデックス、日本不動産証券化協会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. リそなの独自指標

リそな景気先行指数

- 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、リ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。

リそな景気先行DI 構成系列		2024年									2025年			
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
		41.7	41.7	29.2	25.0	41.7	62.5	95.8	75.0	66.7	58.3	25.0	41.7	30.0
①	 ISM製造業・新規受注指数	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	89.7	90.5	91.5	93.7	91.2	91.5	93.7	101.7	105.1	102.8	100.7	97.4	95.8
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	76.0	68.8	69.6	68.8	72.1	74.4	74.1	76.9	73.3	69.5	64.0	52.6	47.3
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	74,040	73,137	73,544	73,430	73,738	74,487	73,440	74,311	74,595	75,971	75,561	75,428	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	212	223	237	236	230	227	233	219	221	216	227	223	227
⑥	 NAHB住宅市場指数	51.0	45.0	43.0	41.0	39.0	41.0	43.0	46.0	46.0	47.0	42.0	39.0	40.0
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	15.6	15.6	15.6	7.9	7.9	7.9	0.0	0.0	0.0	6.2	6.2	6.2	18.5
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	89.9	90.8	88.2	87.5	87.0	86.1	87.6	86.8	84.7	83.3	86.2	89.2	87.9
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	50.1	50.8	51.2	50.4
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	▲0.1	2.1	▲0.6	▲1.8	▲4.5	0.4	0.3	▲4.8	▲2.9	3.9	2.5	3.4	▲0.3
⑫	 日本 実質輸出指数	111.4	110.7	111.6	112.8	114.1	118.1	113.8	112.6	117.6	114.0	122.4	118.5	

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

(2025年5月16日時点)

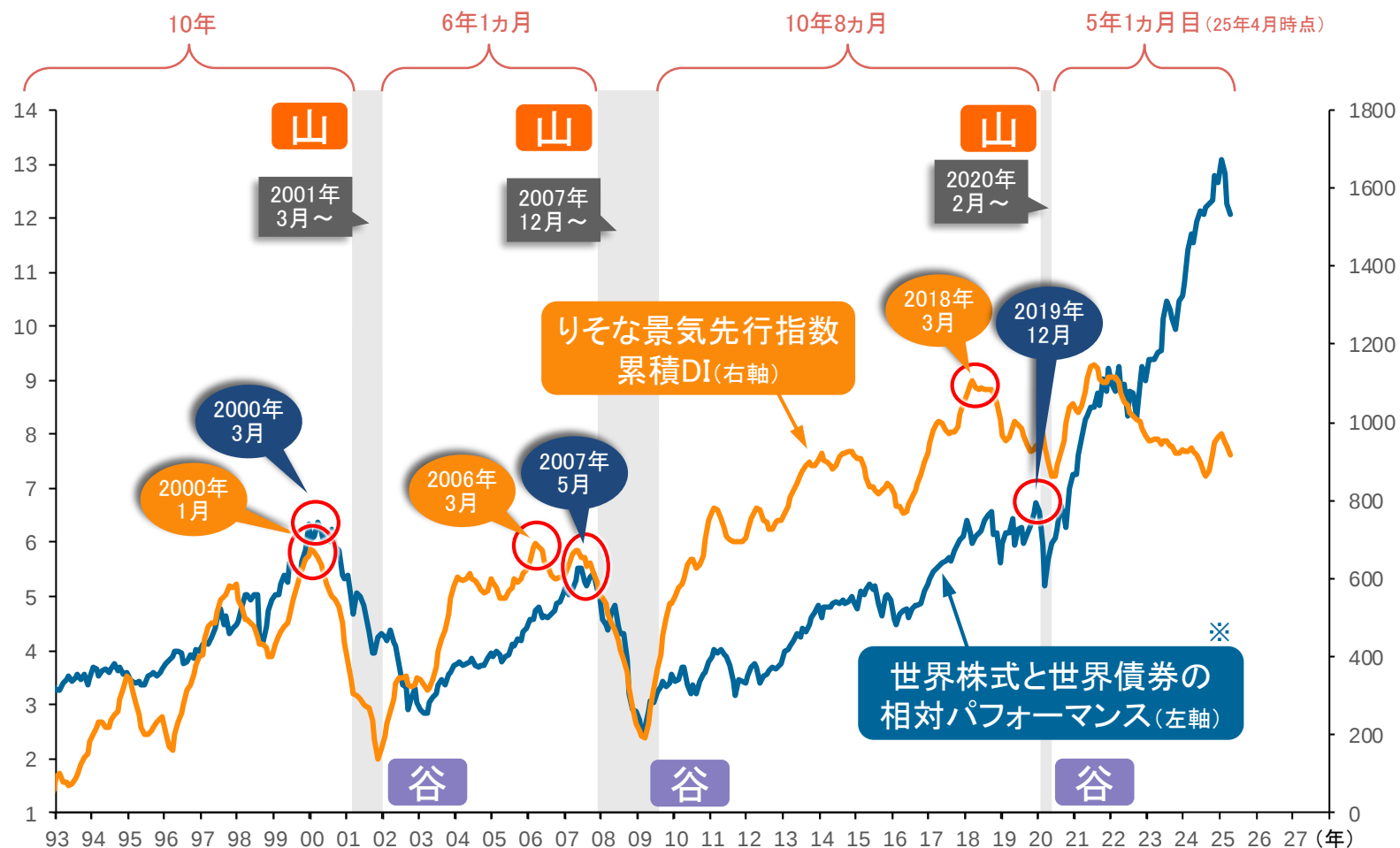
<計算方法>

例えば、2024年12月のISM製造業・新規受注指数の数値は52.1でした。3ヵ月前の2024年9月の数値46.7と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2024年12月は12指標のうち8指標が「改善」を示していますので、 $8 \div 12 \times 100 = 66.7$ が、リ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、リそなアセットマネジメント作成

4. リそなの独自指標

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)

■:米景気後退局面

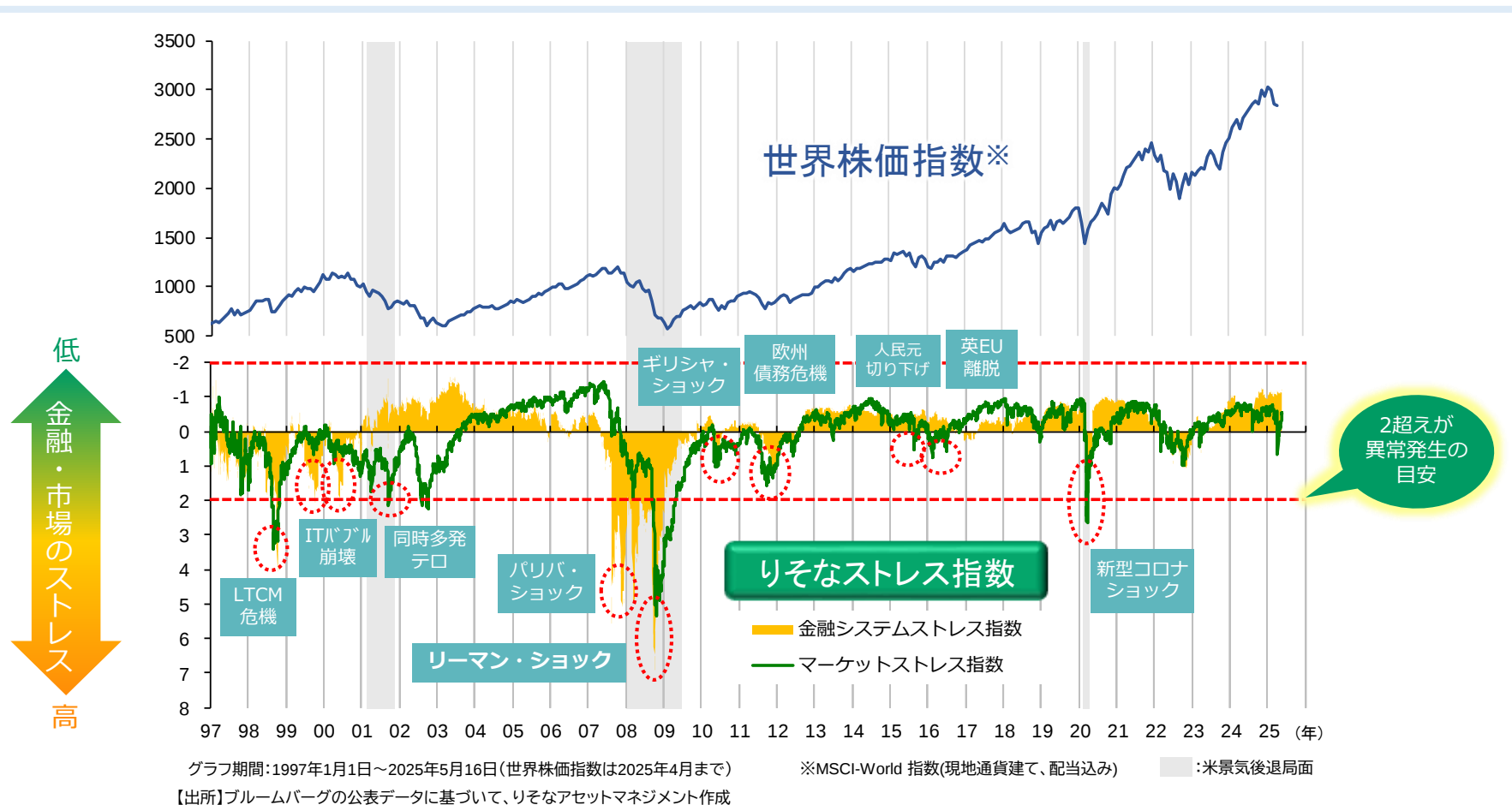
グラフ期間:1993年1月～2025年4月(リそな景気先行指数の2025年4月の値は暫定値)

【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

4. リソナの独自指標

リソナストレス指数

- 金融・資本市場の健全性を点検するための、リソナ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。



4. リそなの独自指標

りそなストレス指数・構成指数

【りそな金融システム・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Ameribor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。

【りそなマーケット・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・ジャンボファンデブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンデブリーフ債(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ときの注意点

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・申込等の取扱いは販売会社が行い、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。