

Resona Investment Outlook

～りそなの投資環境見通し～

Summer
2025



作成



RESONA

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。

予想された通りトランプ関税に振り回された3ヵ月となりましたが、世界の株式市場は大方の予想以上に強い動きが続いています。トランプ大統領はマーケットが不安定化すると直ぐに強気姿勢を引っ込めるため（TACO*）株価は深押ししないとの楽観的な見方と、慎重なスタンスを続けて株価上昇から置き去りにされることへの恐れ（FOMO**）から、短期筋と長期投資家が相乗りする全員参加型の上昇相場が形成されているようです。

一方、株価評価（バリュエーション）の切り上がりが顕著です。米S&P500指数の予想PERは昨年ピークを超えてITバブル期以来の23倍に迫っており、市場参加者としては一段ときめ細かくリスクの拡張を図る必要があります。

2025年後半もトランプ政権の政策にマーケットは大きく左右されることになりそうです。トランプ政権は発足から僅か7ヵ月で、大規模減税の恒久化、関税の引き上げ、不法移民の削減、NATO加盟国の防衛費負担増(各国GDP比2%→5%)、行政組織の効率化などの公約を次々に実現しました。この先は、残る重要課題である、1.ロシアのウクライナ侵攻の終結、2.関税政策の真の目的である中国の抑え込み、そして、3.インフレ退治、に傾注するとみられます。

いずれも一筋縄ではいきません。露・中を相手に対立が先鋭化する危険もあります。思うようにインフレ率が下がらないからと、雇用統計悪化時に労働統計局長を解任したように統計の発表元を攻撃し始めると、マーケットのインフレ期待を煽ることになりかねません。これまでの公約実現では効果を発揮したトランプ流の強引な手法が、逆効果を生むリスクには注意が必要です。

*TACO=Trump Always Chickens Out **FOMO=Fear of Missing Out

<もくじ>

1. 2025年5月央～2025年8月央のふりかえり
2. 2025年後半の投資環境見通し
3. 主要マーケットの見通し
4. リそなの独自指標



AI関連株主導で世界同時株高、最高値更新相次ぐ

国内・先進国・新興国の株式が揃って大幅上昇し、世界株価指数（MSCI ACWI）、S&P500指数、日経平均株価、英FTSE100指数など主要株価指数の最高値更新が相次ぎました。けん引役となったのは米国のAI関連銘柄です。S&P500指数の過去3カ月（5/19～8/15）の上昇率8.2%の内、エヌビディア、マイクロソフトなどAI関連10銘柄の寄与が約8割を占めました。

■ **債券市場**：FRBの利下げ再開期待から米10年国債利回りは4.6%から4.2%台に低下基調となる一方、ECBの利下げ打ち止め感と日銀の利上げ観測再燃を受け、独10年債、日本10年債ともに6月以降は上昇基調となりました。

■ **株式市場**：先進国株式の業種別指数では、情報技術、通信が牽引役となりました。国内市場では海外投資家がアベノミクス相場以来となる15週連続で累計7兆円を買い越し（現物+先物）、東証株価指数の最高値更新につながりました。

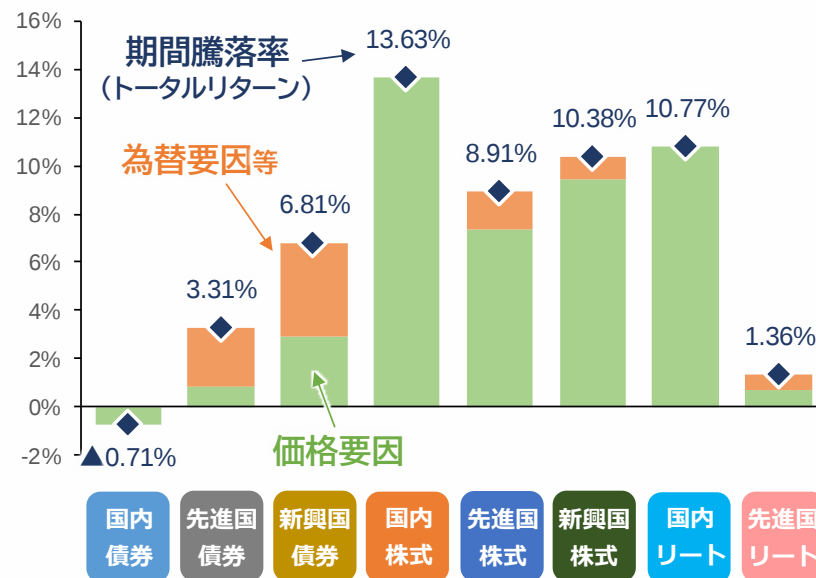
■ **リート市場**：国内リートはオフィス市況の改善や自己投資口取得による資本効率向上が好感されました。先進国リートは長期金利の高止まりが上値を抑える要因となりました。

■ **新興国**：米国市場偏重を見直す動きから新興国市場への資金流入が続き、債券、株式ともに上昇しました。

■ **為替**：円が主要通貨に対し下落し、期間中（5/19-8/15）対ドルでは▲1.0%、対ユーロでは▲5.6%の円安となりました。

＜過去3カ月の主要マーケットの騰落率＞

（2025年5月19日～2025年8月15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：東証リート指数（配当込み）、先進国リート：S&P先進国リート指数（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年後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

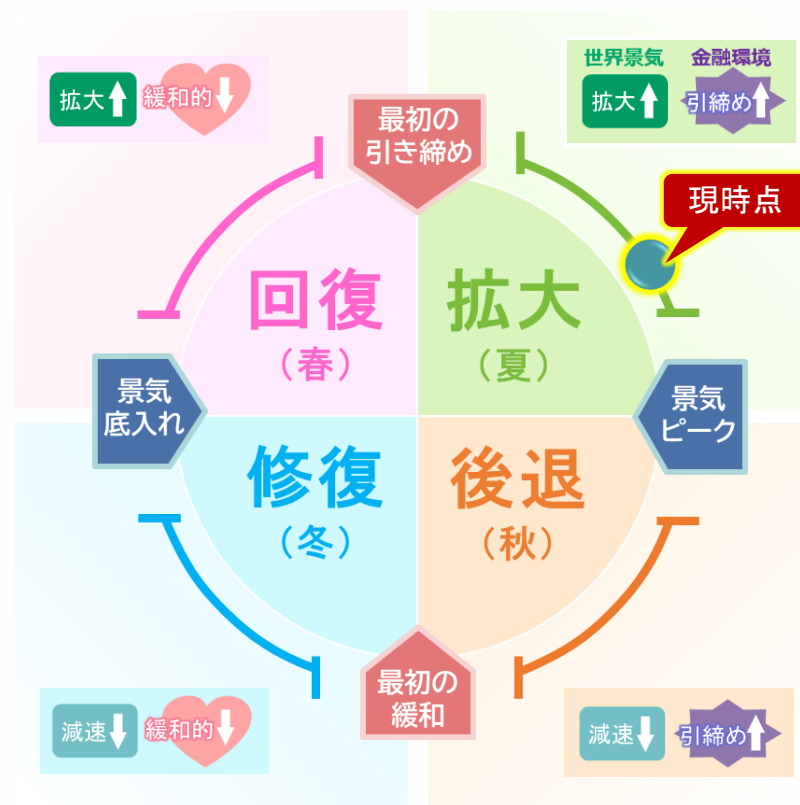
投資環境は『拡大』局面
米失業率の急悪化に要注意

当社が考える投資環境サイクルの4つの局面（回復・拡大・後退・修復）の中で、現在は「景気拡大」と「金融引き締め」の組み合わせとなる『拡大』局面に位置します。景気の拡大で企業収益の伸びが続くため、株式などの成長資産が債券などの安全資産をアウトパフォームし易い局面と判断されます。

この先、「景気減速」と「金融引き締め」の組み合わせとなる『後退』局面へ移行すると、株式などの成長資産がアンダーパフォームし始めることが予想されるため、その転換点となる“景気のピーク”を見極めることが大切です。

“景気のピーク”を見極める際、最も信頼できる指標の一つが、米国の失業率です。米国失業率は7月時点で4.2%と完全雇用（≒自然失業率）とされる水準で安定推移しています。ただ、米国の失業率は一定水準を超えると上昇が加速し景気後退につながる傾向があります。その一定水準の目安として『サムルール』¹⁾という経験則が知られています。7月時点で4.6%がその一定水準、即ち、閾値と計算されます。昨年7月の失業率がこの閾値を超え、米国景気後退懸念から株価が大幅に調整する場面がありました。その後、米国景気が盛り返し失業率が低下したため「サムルール」の警告は市場では意識されなくなりました。ただ、失業率の先行指標となる求職困難度DI²⁾（24年7月▲17 vs 25年7月▲11）、求人倍率³⁾（24年6月1.09倍 vs 25年6月1.07倍）、欠員率⁴⁾（同4.7% vs 4.4%）は、いずれも1年前に比べ悪化しています。失業率が急上昇しないか、年後半は米国雇用市場から目が離せません。

<りそなの投資環境サイクル>



1)失業率の直近3か月平均が過去12か月の3か月移動平均の最小値を0.5%以上上回った場合、景気後退入りの確率が高いという経験則、 2)コンファレンスボード消費者信頼感指数の項目、「職を得るのは困難」、「職は十分ある」の回答比率の差、 3)求人件数÷求職者数、 4)求人件数÷(就業者数+求人件数)

株式優位の見通しを維持 FRBの利下げ再開が鍵握る

資産配分：株式など成長資産のウェイトをやや高めとする戦略が引き続き適切と判断します。

当社では、緩やかな世界景気の拡大をメインシナリオとし、その実現性を判断する要因として、1)トランプ関税の最終決着内容、2)米国景気の下振れリスク、3)米国インフレの上振れリスク、の3点を重視しています。1)については、各国との関税交渉に進展がみられ、その不確実性は一定程度低下したと評価されます。2)については、8月初めの雇用統計の下方改訂で、これまでの想定以上に下振れリスクが高まっていることが明らかとなりました。ただ、3)インフレについては、関税の影響が想定範囲内に収まっており、インフレ再燃のリスクは引き続き限定的と考えられます。雇用の悪化が顕在化する前にFRBが利下げ再開に踏み切ることができるかが焦点であり、その実現の確度は相応に高いと判断します。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

株式：内外株あわせて小幅オーバーウェイトとする戦略を維持します。米国株式は、景気後退入りの生起確率が低下したとの見方から「ややオーバーウェイト」へ引き上げます。

債券：米国の関税等を巡る不確実性の低下により、日銀は利上げ姿勢を再度強めると予想されることから、国内債券を「アンダーウェイト」へ引き下げます。

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年後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

トランプ関税の不確実性は
後退→実体悪顕在化局面に

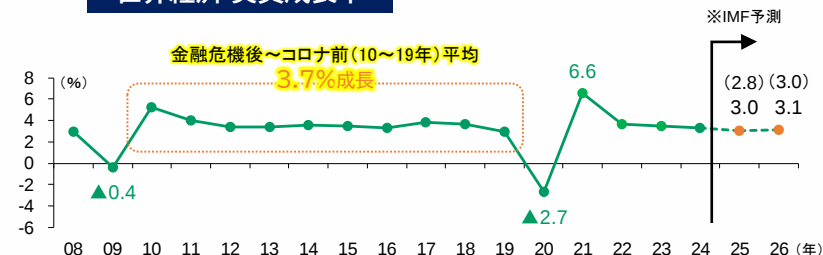
IMF(国際通貨基金)は7月に公表した世界経済見通しで、世界全体の成長率を2025年は+3.0%、2026年は+3.1%と4月時点の25年+2.8%、26年+3.0%から小幅に上方修正しました。米国の実効関税率の想定が4月時点の24.4%から17.3%に引き下げられたこと、関税引き上げ前の出荷前倒しによる国際貿易の堅調、米国の大型減税成立、世界的株高などによる金融環境の緩和を上方修正の理由に挙げています。国・地域別では、中国が、米関税率引き下げを反映し2025年が+4.0%から+4.8%に引き上げられた他、中国以外の新興国についても輸出増加などから25年は+3.6%から+3.7%に上方修正されました。

見通しのリスクは引き続き下方に傾いています。中国・カナダ・メキシコなど米国の主要貿易相手国との関税交渉が未決着で火種を残していること、半導体・医薬品関税がグローバル・サプライチェーンの混乱につながる可能性があること、前倒し出荷によって生産・販売過程で在庫が積み上がっており需要減少に対する脆弱性が高まっていることに留意する必要があります。

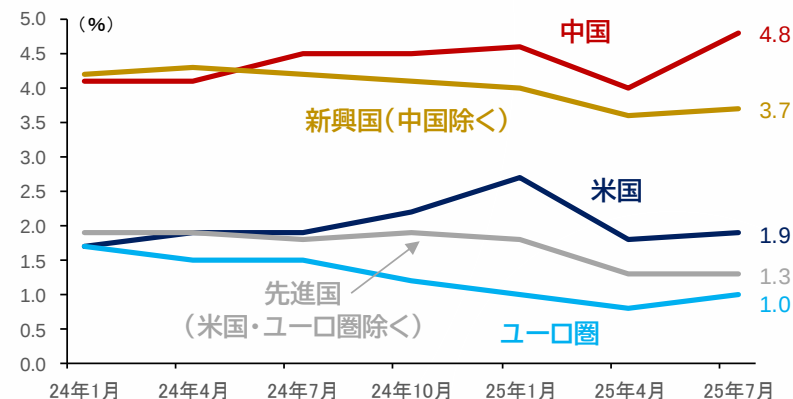
2025年上半年期の内外経済は、トランプ関税を巡る不透明感でセンチメントを表すソフトデータが大きく悪化する中、現実の経済活動を表すハードデータは、前倒し消費・投資もあり、底堅く推移しました。下半期は逆の展開、即ち、トランプ関税の不透明感の低下でソフトデータが回復する一方、ハードデータの悪化が顕在化すると予想されます。2025年後半は、一時停止されていた米相互関税が8月初めに発動され、輸出や投資にどの程度の影響が及ぶかを見極める時間帯となります。

<IMF 世界経済見通し>

世界経済 実質成長率



2025年成長率予測の変化



グラフ期間：

(上段)2008年～2026年 ※2025～2026年はIMF予測(2025年7月時点、()内は2025年4月時点予測)
(下段)2024年1月～2025年7月の各時点における、2025年度成長率予測(IMF)

【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年後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

金融環境

トランプ色強まる中、
パウエル議長はやり遂げるか

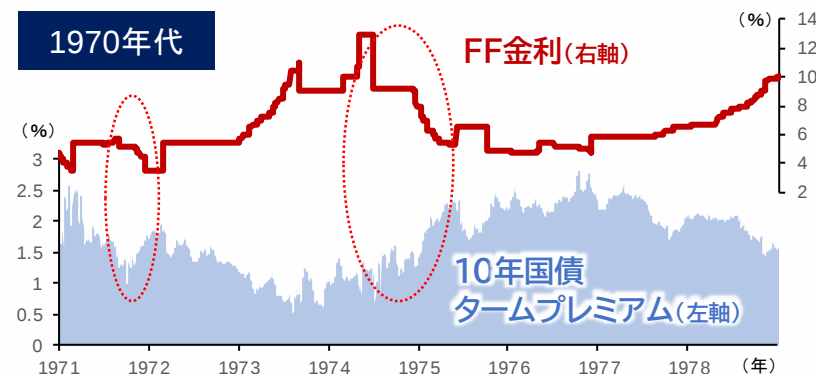
トランプ大統領はクグラーFRB理事の後任（任期は来年1月末）に大統領経済諮問委員長(CEA)のステイブン・ミラン氏を充てる人事を発表しました。自身の経済ブレーンをFOMCに送り込むことで早期利下げを確実なものとしたいようです。ミラン氏が9月FOMCまでに就任すれば、7月FOMCで利下げを主張したウォーラー理事とボウマン理事、更に、最近早期利下げ支持に転じたとみられるクック理事と合わせ、全7名の理事のうち少なくとも4名が9月利下げを主張すると予想されます。

トランプ政権の圧力に押されてFRBが早すぎる利下げ再開に踏み出す、との懸念があります。市場では、1970年代に当時のニクソン大統領の圧力に押されて利下げを実施し、その後の高インフレ時代を招いたアーサー・バーンズ議長下のFRB（1970年2月～78年1月）との類似性が指摘されています。

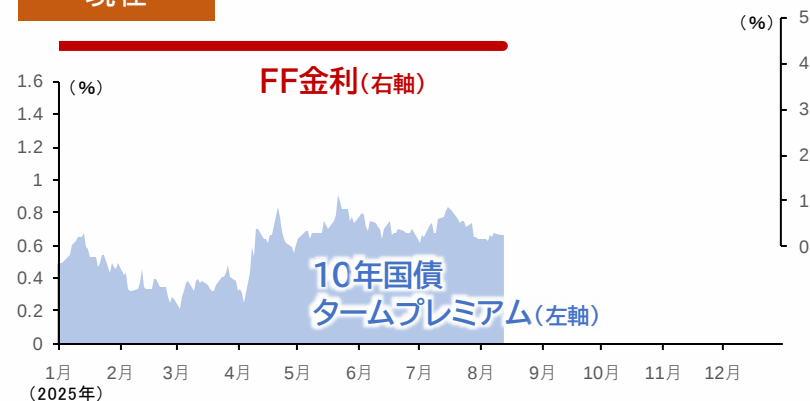
NY連銀が開発したタームプレミアム算出モデル（ACMモデル、2013年改訂）によれば、1971年、1974年の利下げに対してタームプレミアムが上昇しインフレ加速を警告するサインを発しています（右図）。9月FOMCでFRBが利下げ再開に踏み切った場合、このタームプレミアムがどう反応するか注目されます。

2022年と2023年のジャクソンホール講演でパウエルFRB議長は、インフレファイターとして知られるボルカー元議長の回顧録のタイトルを引用し、「やり遂げるまでやり抜く(keep at it until the job is done)」という言葉で講演を締めくくりました。今年の同講演（8月22日）でパウエル議長からもう一度同じ言葉を聞きたいと願う市場参加者は少なくないとみられます。

＜米政策金利と10年国債タームプレミアム＞



現在



グラフ期間：（上段）1971年1月1日～1978年12月31日、（下段）2025年1月1日～2025年8月13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

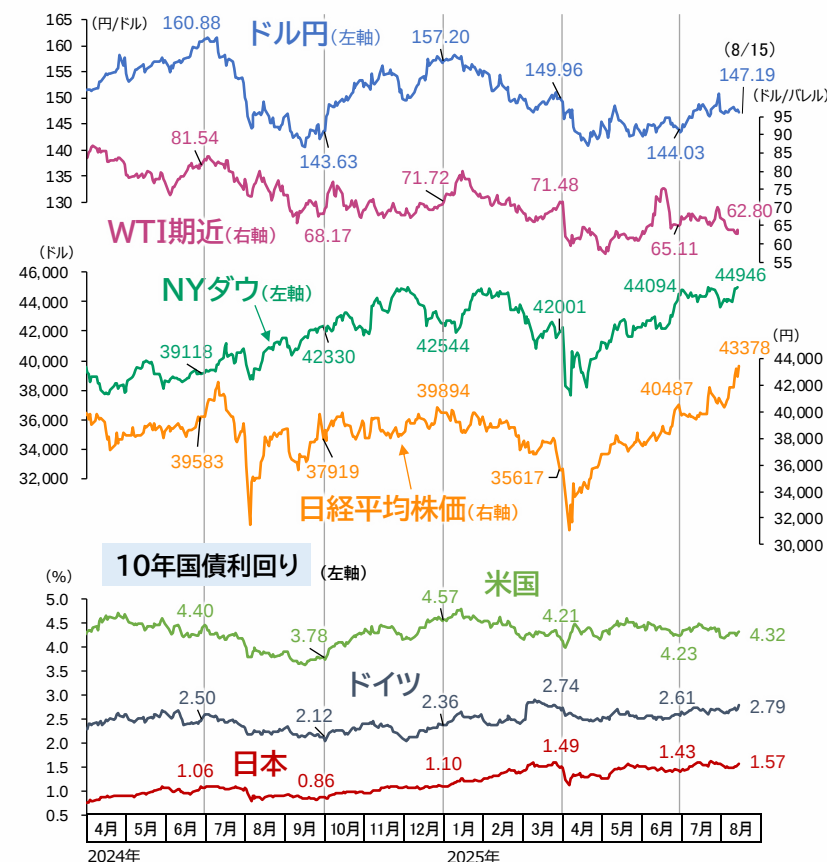
3. 主要マーケットの見通し

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6月、7月会合で政策金利を据え置き。米関税率15%での合意を受け、今後は年内利上げ時期を模索する展開に
国内株式	↑	TOPIXの予想PERは15倍強と過去10年の平均をやや上回る。米国の関税導入が国内企業の業績に与える影響に注視
先進国債券	↑	7月FOMCでパウエル議長は、雇用悪化に対しは速やかに対応することを示唆。年内の利下げ回数を探る展開に
先進国株式	↑	株価バリュエーションの切り上がりには注意を要するものの、景気拡大と米利下げ再開でレンジ切り上げの展開に
新興国債券	↑	ドル安が通貨安・インフレ懸念を緩和し、引き続き利上げ幅縮小/利下げを後押し。中国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維持も、不動産不況から脱せず内需は停滞が続く
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、引き続き分配金利回りと資本効率改善に期待
先進国リート	↑	FRBの利下げ再開による金利低下と景気減速回避が見込まれる。インフレ再燃による金利高止まりには引き続き注意
米ドル	↓	当面は利下げ期待とドル資産偏重の見直しの動きから、ドルは上値の重い展開が続く見通し
日本円	↑	利上げ継続姿勢が維持され緩やかな円高基調となる見通し。貿易赤字定着等による円売り圧力から円の上昇は限定的に
ユーロ	→	ECBは8会合ぶりに政策金利据え置き、利下げは最終盤に。ドル資産離れの受け皿となるため下値は引き続き限定的

※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8月15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

3. 主要マーケットの見通し

債券市場

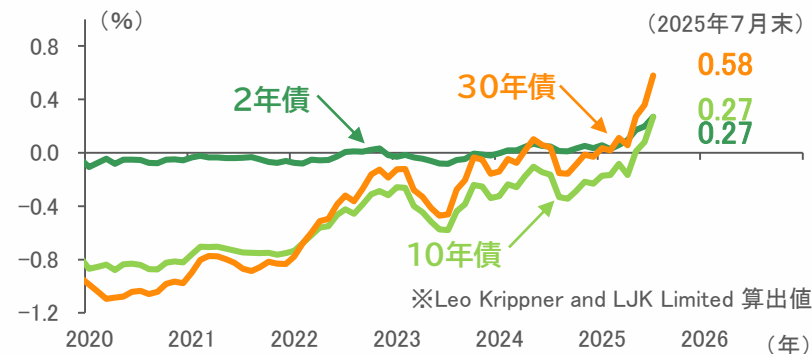
財政への懸念が燃える
日本の超長期国債市場

日本30年国債利回りは5月下旬に1999年の発行以来最高水準となる3.1%台まで上昇しました。10年国債利回りも約17年ぶりの高水準を付けるなど、長期・超長期債利回りの上昇が目立っています。分解するとリスクプレミアムの上昇が主な要因となっており（右図上段）、市場では財政悪化に対する警戒が高まっていることが窺えます。物価対策として野党を中心に消費減税などの拡張的な財政政策を求める圧力が強まるなか、7月の参議院選挙で与党が過半数割れとなり、財政赤字拡大の蓋然性が高まったことが背景にあるとみられます。

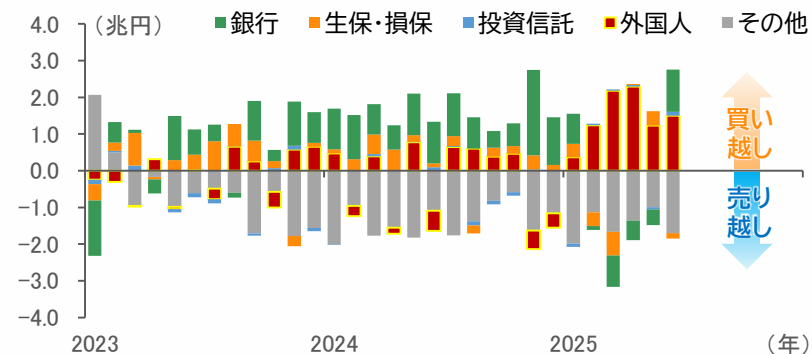
日本の財政に関し内閣府が8月に公表した新たな試算では、26年度にPB（プライマリーバランス）が黒字化し、公的債務残高の対GDP比は24年度の201%から10年後に173%に改善が見込まれています。ただ、これは賃上げと投資が牽引する成長型経済に移行し、実質成長率が持続的に1%を上回る「成長移行ケース」の試算です。実質0%台半ばの成長が続く「過去投影ケース」では、同GDP比率は2034年度段階で202%に高止まりします。また、少子高齢化が今後一段と深刻化することを踏まえると、この「過去投影ケース」も楽観的過ぎる可能性があります。

超長期債市場では、従来中心的な投資主体であった生命保険会社に代わって、外国人投資家の影響力が高まっています。国内株式市場同様、日本の債券市場もこれまで以上にグローバル基準で動くようになる可能性があり、長期・超長期債利回りの上昇は、それを示唆するものと言えます。今後、財政悪化に対する国内債券市場の感応度が高まると予想されます。

<国内債券のリスクプレミアム推移>



<国内債券・超長期債の投資家売買動向>



グラフ期間: (上段)2020年1月～2025年7月
(下段)2022年1月～2025年6月

【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

株式市場

欧米平均のROE15%超える 日本株が増えるか注目

2023年3月に東証から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請が出された後、上場企業の自社株買いが24年度過去最高額に達するなど、資本コストや株価に対する企業の取り組みが着実に広がっているものと評価されます。

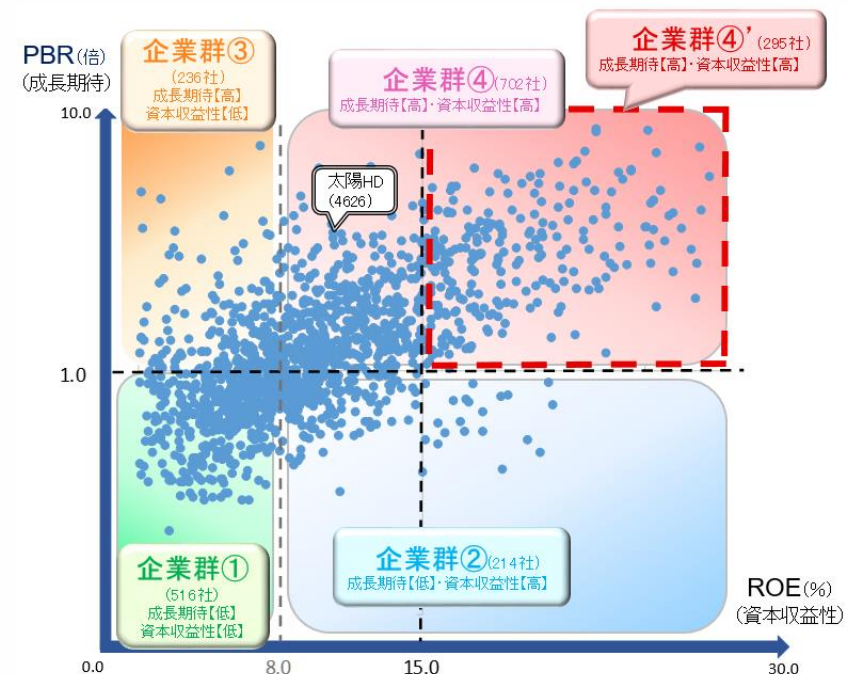
ただ、グローバル投資家が銘柄選別する際に最重視する資本収益性(≒ROE、自己資本利益率)に目を向けると、欧米主要企業の平均ROEが15%程度に対し、日本企業は10%弱に留まります。

今年6月、日本では合格基準とされるROE8%・PBR1倍超えを満たしている太陽HD(東証:4626)の株主総会で、社長の取締役再任議案が反対多数で否決されました。一部事業の低資本収益性などを理由にアクティビスト系ファンドが社長再任反対を呼びかけ、他の株主がそれに応じたものです。欧米基準に照らせば、日本企業のROE改善余地が未だ大きいことを示す事例と言えます。

TOPIX 1680全銘柄を、経済産業省の有識者会議が提言する『価値創造マップ』*に倣って4つのグループに分類すると(右図)、ROE8%・PBR1倍超えの企業群④には702銘柄(42%)が該当します。日本基準では最優良企業扱いとなりますが、これを欧米平均のROE15%にハードルを上げると、該当は295銘柄(18%)に減少します(右図、企業群④')。

日本企業の資本収益性改善に向けた取り組みが一段と進み、ROE15%超える銘柄が増加すれば、海外資金による日本株への長期投資が更に増え(24年度の外国人の日本株保有比率は過去最高の32.4%)、日本株の持続的上昇につながると期待されます。

＜TOPIX構成銘柄のROE・PBR分布図＞



※東証株価指数(TOPIX)1680銘柄のうち、PBR及びROEのデータが共に取得可能な1668銘柄を分類。グラフは、PBR0倍～10倍未満・ROE0%～30%未満の1532銘柄をプロット。(2025年7月17日時点)

* 経済産業省 価値創造経営小委員会 中間報告(2025年5月)より

【出所】ブルームバーグ、経済産業省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

新興国市場

米関税不安残るも 通貨高、利下げ、資金流入は継続へ

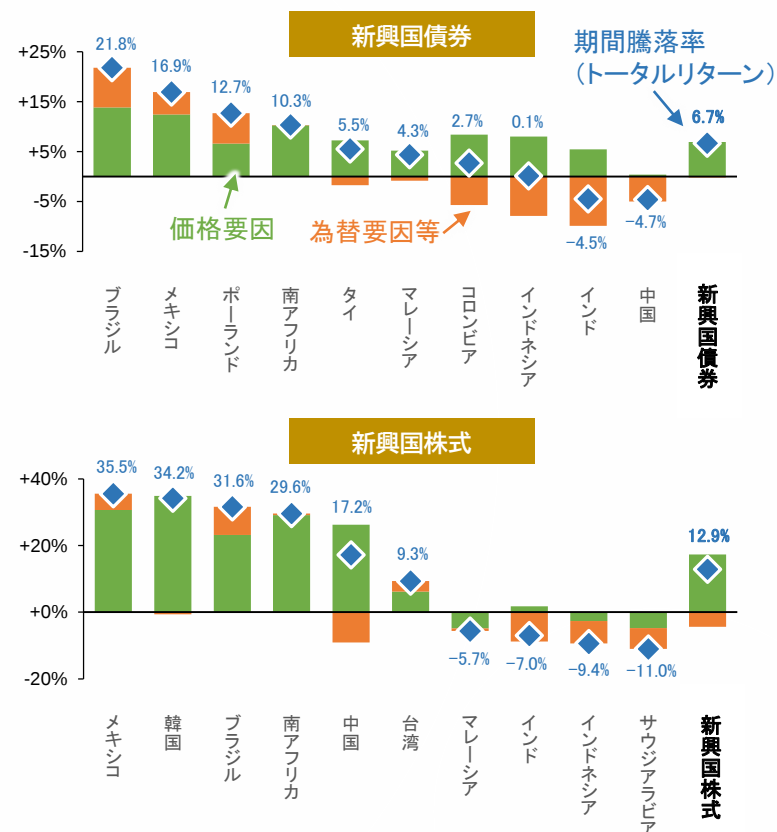
2025年の新興国市場は、一部バラつきが見られるものの、指数全体では債券・株式ともに上昇基調が続いています。

債券市場では、南米や東南アジアを中心に上昇しています。米国相互関税発表を契機に、投資資金のドル資産偏重が見直され、ドル安(≒新興国通貨高)が進行しました。その結果、新興国債券指数の構成銘柄国の大半(19カ国のうち13カ国)で政策金利が昨年末より引き下げられ、債券価格上昇に繋がりました。

株式市場では、緩和的な金融環境と米関税発動前の駆け込み輸出増による景気の底堅さが支えとなり、南米や東アジアを中心に上昇しています。地域別騰落率は、年初より計5回(225bp)の利下げを実施したメキシコ、半導体市況の改善がプラスに働いた韓国が上位となっています。一方、インドは昨年までの好パフォーマンスの反動や他市場への投資資金分散によるルピー安が響き、円建てではマイナスとなっています。

2025年後半は、金融政策と米関税の影響が焦点となります。金融政策については、米国の利下げ再開で新興国通貨高が続き、利下げの継続が予想されます。関税率については、韓国は15%、大方の東南アジア諸国は19%で合意、中国とメキシコは30%で90日間交渉期限を延長、インドやブラジルは50%の高関税率適用の恐れがある等、状況は様々です。新興国全体で緩和的な金融環境が追い風となる一方、国ごとに米関税の影響が異なるため、投資対象の選別が重要と考えます。

<主要新興国 債券・株式 2025年初来騰落率>



グラフ期間(上段、下段) : 2025年1月~2025年8月15日

※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(円建て)及びその各国指数(円建て)

※新興国株式: MSCIエマージング・マーケット指数(配当無し、円建て)及びその各国指数(円建て)

【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

リート市場

日本は割安感 海外は金融 環境緩和で上値余地あり

年初来（8月15日迄）の主要国リート指数は、日本+18.1%、アジア+13.1%、欧州+13.0%と堅調に推移する一方、時価総額比重が大きい米国が▲0.4%の小幅安となっており、グローバルリート指数は+3.7%の小幅高にとどまっています。

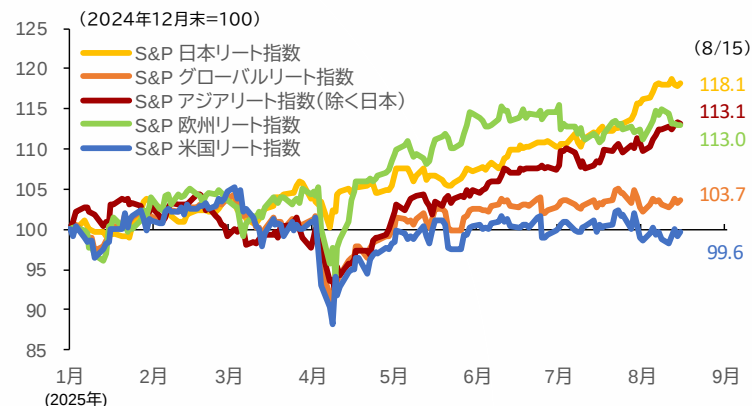
日本については、S&P日本リートのセクター別指数が示す通り（右下図）、セクター毎のバラつきが小さく、幅広い業種・銘柄が買われています。このように全面高となっている背景としては、1)米国の関税率引き上げの影響が小さい投資先として選好され易いこと、2)オフィス賃料の底入れなど市況回復が顕著であること、3)自己投資口取得（株式の自社株買いにあたる）を実施するリートが増え、資本効率向上に向けた取り組みが評価されていること、4)投資信託からの資金流出に歯止めがかかっていること、が挙げられます。

グローバルリート（除く日本）はセクター毎に明暗が分かれています。24年末に利下げを開始した豪州を牽引役に総合型が2桁の上昇となる一方、米国の長期金利の高止まりや消費者心理の悪化などから住宅、ホテルがマイナスとなっています。

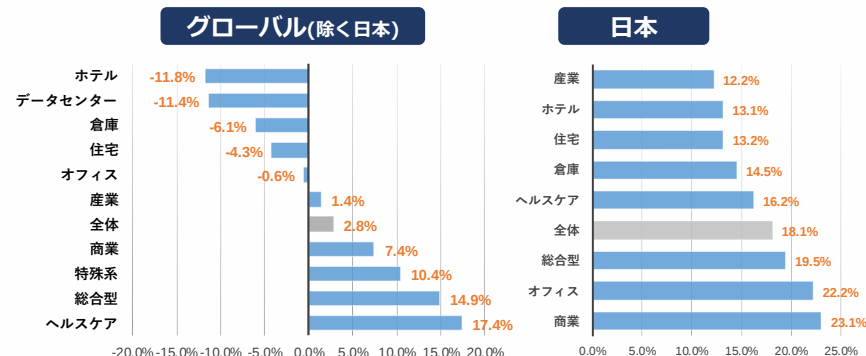
年後半に関しては、国内リートは、J-リート全体のNAV倍率（純資産価値倍率）が7月末時点で0.89倍と依然1倍割れの割安状態にあり、上値余地はまだ大きいと考えられます。日銀の追加利上げが見込まれますが、分配金利回りは平均4%を上回っており、好利回り資産としての魅力は維持されと考えます。

グローバルリートについては、米国の利下げ再開で金融環境の緩和が期待されることが追い風になるとみられます。

<主要リート指数のパフォーマンス推移>



<セクター別騰落率>（2025年初来～8月15日）



グラフ期間：2024年12月31日～2025年8月15日。指数は全て現地通貨建てで配当込み指数。

【出所】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							
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
		25.0	41.7	62.5	87.5	75.0	66.7	50.0	25.0	41.7	33.3	25.0	50.0	60.0	
①	 ISM製造業・新規受注指数	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1	
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	93.7	91.2	91.5	93.7	101.7	105.1	102.8	100.7	97.4	95.8	98.8	98.6	100.3	
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	68.8	72.1	74.4	74.1	76.9	73.3	69.5	64.0	52.6	47.3	47.9	58.1	57.7	57.2
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	73,430	73,738	74,487	73,440	74,311	74,595	75,971	75,561	75,781	74,631	76,049	75,427		
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	236	230	227	233	219	221	216	227	223	227	235	241	222	
⑥	 NAHB住宅市場指数	41.0	39.0	41.0	43.0	46.0	46.0	47.0	42.0	39.0	40.0	34.0	32.0	33.0	
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	7.9	7.9	7.9	0.0	0.0	0.0	6.2	6.2	6.2	18.5	18.5	18.5	9.5	9.5
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	87.5	86.9	86.0	87.4	86.7	85.1	83.8	86.3	89.1	87.9	90.9	92.5	92.5	
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	50.1	50.8	51.2	50.4	48.3	50.4	49.5	
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	▲1.8	▲4.5	0.4	0.3	▲4.8	▲2.9	3.9	2.5	3.4	▲0.3	▲2.3	▲5.1	▲4.6	
⑫	 日本 実質輸出指数	112.8	114.1	118.1	113.8	112.6	117.6	113.7	122.5	118.9	117.2	117.2	121.0		

〔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。

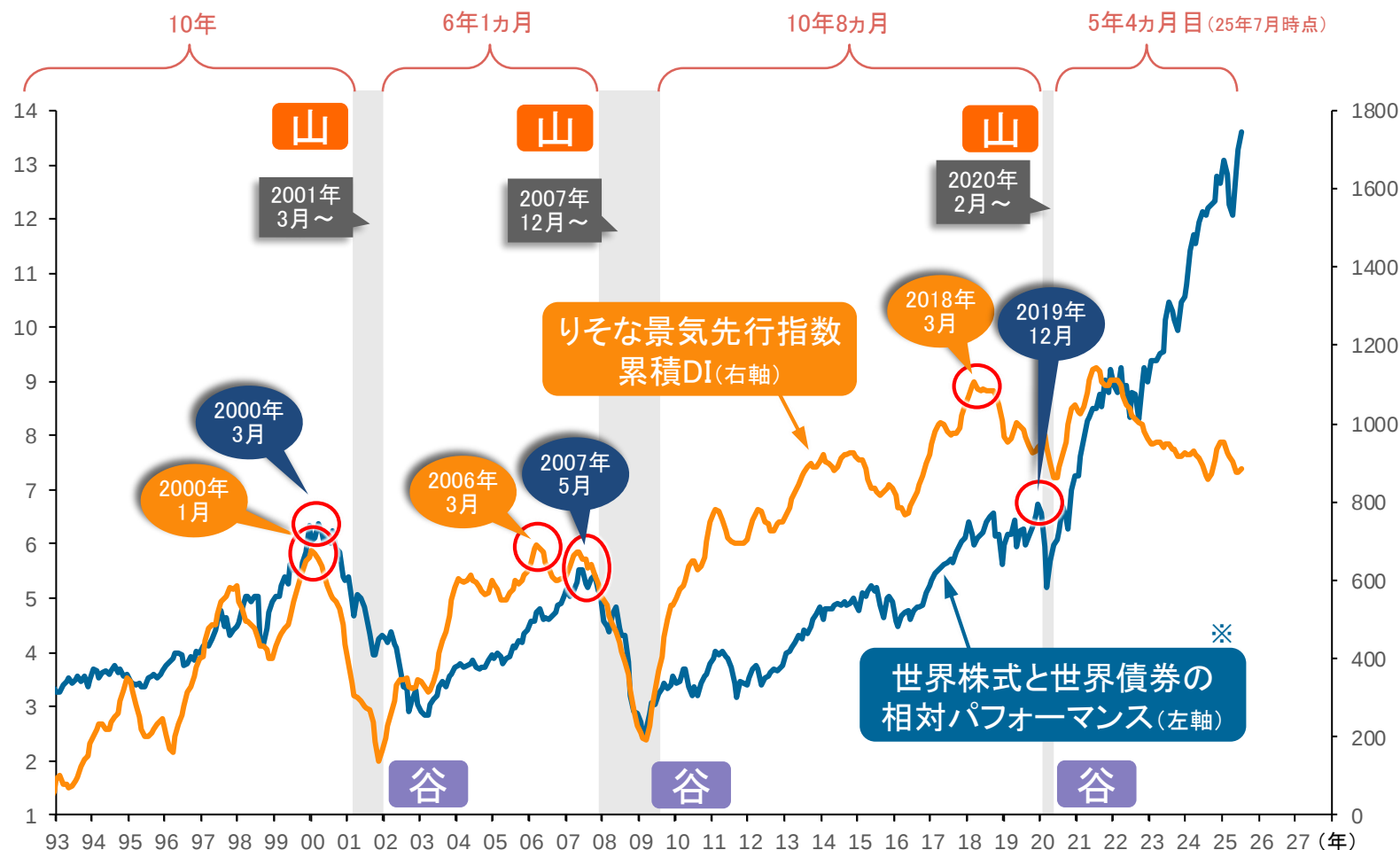
(2025年8月18日時点)

<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

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7月(りそな景気先行指数の2025年7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、り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DBリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンDB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。