

Autumn
2026

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
RESONA
運用戦略部　投資戦略グループ

商号等　りそなアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2858号
加入協会　一般社団法人 資産運用業協会

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する「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。

はじめに

「盛者必衰、おごれる人も久しからず」か。

米国の中間選挙で、共和党が歴史的な大敗を喫しました。一部では、「トランプ時代の終わりの始まり」との声も聞かれます。ただ、ご本人は、依然として意気盛んで、先日は約80年ぶりとなる米・中・露首脳会談（いわゆる、新ヤルタ会談）に出席し、国連改革やICC（国際刑事裁判所）の権限縮小を主張しました。世界の重要事項を3大国で決定しようとする姿勢を鮮明にしているようにも見えます。第二次世界大戦後の世界秩序を支えてきた、「外交努力」や「法の支配」という大原則は、かつてないほど揺らいでいると言えるでしょう。投資家には、こうした世界情勢の変化を見据えたポートフォリオの再構築が求められます。

まもなく新しい年、2027年を迎えます。米国では18年ぶりに民主党が上下両院で過半数を握る新議会が招集されます。これが米国経済や金融市場にどのような影響をおよぼすのか、今後の動向を注視していく必要があります。

今号のトピックでは、「米中間選挙の結果とAI規制を巡る動向」をテーマに取り上げます。

＜もくじ＞

1. 2026年8月央～2026年11月央のふりかえり
2. 2027年の投資環境見通し
3. 注目トピック：米中間選挙の結果とAI規制を巡る動向
4. 主要マーケットの見通し
5. りそなの独自指標



AI過剰投資懸念と主要国の一斉利上げで株安・債券安に

過去3ヵ月は、膠着する中東情勢を背景に原油価格が再上昇するなか、米国など主要国の利上げ観測や、AI関連分野への過剰投資懸念が重なり、ボラティリティの高い展開となりました。国内債券以外の主要資産は、揃って下落しました。

■**債券市場**：9月には1979年以来47年ぶりに、日・米・欧の3極が同月に利上げを実施しました。その後も追加利上げ観測が根強く残り、日本の10年国債利回りは一時31年ぶりの高水準となる3.2%へ、米10年国債利回りも2002年以来となる5.3%台に上昇しました。

■**株式市場**：AI･半導体関連株から他業種への資金シフトが進み、欧州株や非テクノロジー株が相場全体を下支えしました。11月初旬の米中間選挙後には、AI･半導体関連株の売りが再び強まりました。その中で、欧州STOXX600指数は最高値を更新するなど市場間で明暗が分かれる展開となりました。

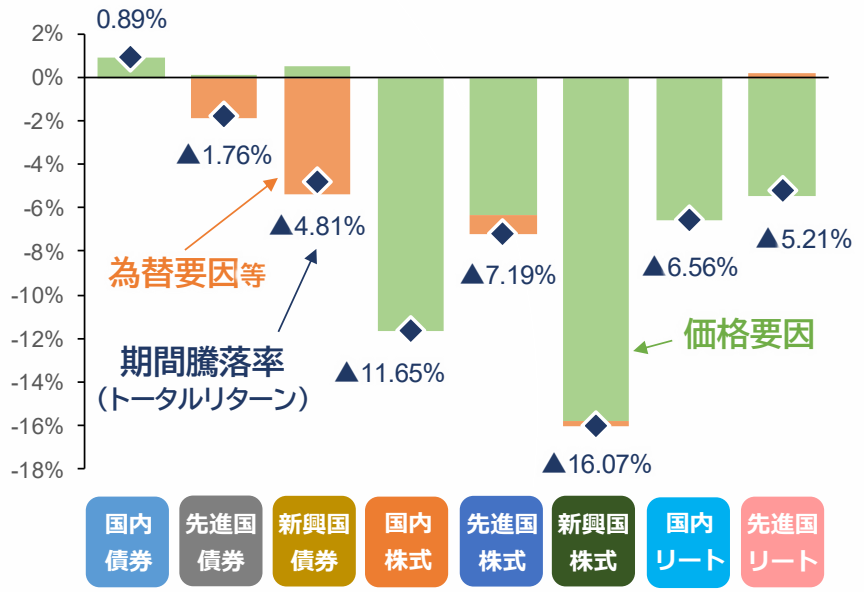
■**リート市場**：内外リートともに金利上昇が上値を抑える展開となりました。国内リートは年初来安値を更新しました。

■**新興国**：債券(現地通貨建て)は資源輸出国が通貨高･利下げ継続で指数を押し上げました。一方、株式は半導体関連株の比重が高い韓国･台湾の下落が、市場全体を押し下げました。

■**為替**：円相場は、日･米当局による為替介入への警戒が円売りの抑止力となる一方、実需筋のドル買いが円の上値を抑え、1ドル=155～160円のレンジを中心にもみ合いが続きました。

＜ 過去3ヵ月の主要マーケットの騰落率 ＞

（2026年8月15日～2026年11月23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、りそなアセットマネジメント作成

りそなのマーケットビュー　サマリー

成長機会とリスク抑制 両面から『分散』が重要に

2027年の投資環境は、世界経済が3%強の適温成長を続けるなかで、金融環境はなお緩和的な状態が維持され、株式などのリスク性資産には追い風の状況が続くと予想します。

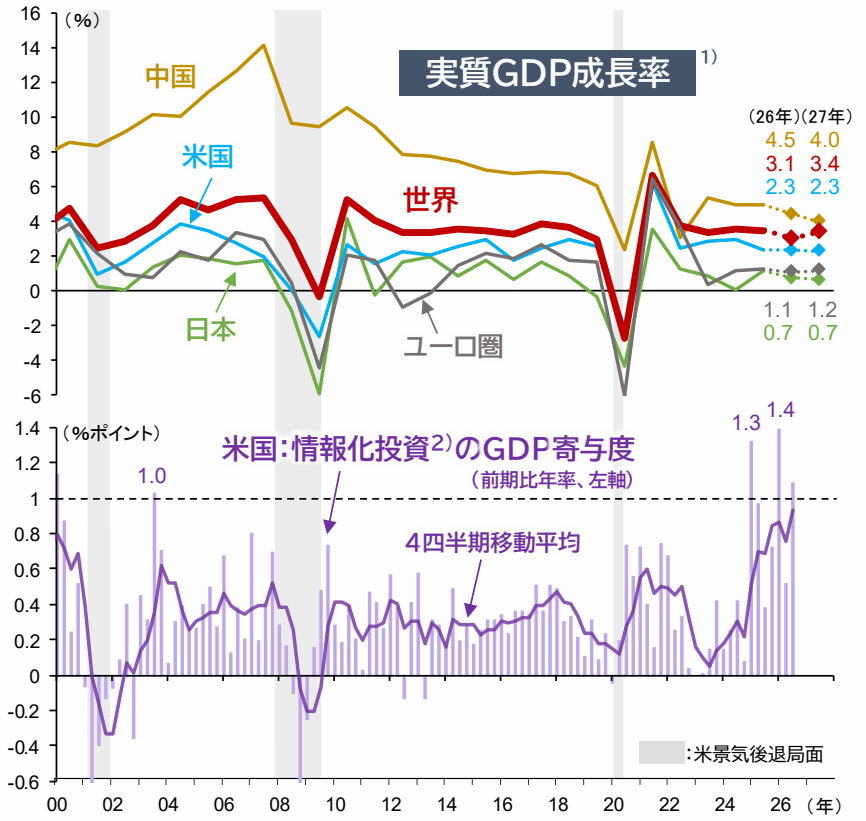
経済環境：最大のエンジン役である巨額のAI投資は2027年も拡大基調を続けるものの、その伸び率は幾分低下が予想されます。米国のハイパースケーラー5社の設備投資の増加率は2026年の9割増から2027年は5割増水準に低下する見通し※1です。他方、2027年は蓄積されたAIインフラが社会実装のフェーズに本格移行し、労働生産性の向上や企業収益の伸びを通じて経済成長に寄与すると期待されます。

金融環境：米国をはじめ主要国中央銀行のインフレ警戒は引き続き残るものの、これまでの利上げ効果の浸透やエネルギー価格の落ち着きが、物価の鎮静化につながると予想されます。世界のインフレ率は2026年の4%台から2027年には3%近辺への減速が見込まれます※2。日本を除く主要国の利上げサイクルは2027年前半にはピークアウトするとみられ、グローバルに緩和的な金融環境は維持される見通しです。

リスク要因と戦略：一方で、国際情勢を巡る不確実性は一段と高まっており、「地政学リスク」やそれに伴う「供給ショック」など市場を揺るがすリスクがいつ顕在化してもおかしくない状況が続いています。こうした環境下では、伝統資産との相関が低いオルタナティブ資産を含めた「資産の分散」、「地域分散」、「業種分散」を徹底することが安定した運用成果を目指す上で不可欠な要素と考えます。

※1 市場コンセンサス（2026年11月時点）　※2 IMF予測（2026年10月時点）

<グローバル投資環境>



1) 点線部分（2026年、2027年）はIMF予測（2026年10月時点）
2) 情報処理機器投資＋ソフトウエア投資
（グラフ期間）上段：2000年～2027年、下段：2000年1-3月期～2026年7-9月期

【出所】IMF、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

りそなのマーケットビュー　投資戦略

AI需要が再評価される展開へ株式優位のスタンスを維持

資産配分：向こう3-6ヵ月の資産配分は、世界景気の拡大と緩和的な金融環境の共存が維持されるとの見通しに基づき、株式のウエイトをやや高めとする戦略が適切と考えます。

米中間選挙・州知事選挙の結果を受け、株式市場では民主党によるデータセンター規制の強化が警戒されています。しかし、厳格な規制強化を導入するハードルの高さやAI（人工知能）に対する旺盛な需要を勘案すると、AIインフラ投資が急減速する可能性は現時点では限定的と判断します。

中東情勢の緊迫が長期化し、インフレや金利の高止まりが想定されるものの、FRBの利上げは景気が腰折れしない程度の調整にとどまると見込まれます。依然として緩和的な金融環境が保たれるなか、株式市場ではAI関連企業の高い収益成長が再評価され、業績主導で株価が持ち直す展開を予想します。以上を踏まえ、各資産のウエイトはAI関連株の上昇の恩恵と、主要国の金融政策の方向性を勘案した配分と致します。

― 主要資産クラス推奨ウエイト 主なポイント ―

株式：割安感の強いAI関連企業の株価が再評価される展開を見据え、時価総額に占める半導体企業のウエイトが大きい新興国を「ややオーバーウエイト」に引き上げます。

債券：日銀の利上げ継続が見込まれる日本は「ややアンダーウエイト」を維持、フランスの政局混迷に伴う財政懸念の高まりから欧州を「ややアンダーウエイト」に引き下げます。

主要資産クラスの推奨ウエイト（今後3ヵ月~6ヵ月程度）

	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性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

りそなのマーケットビュー　マクロ環境

国内経済:家計・企業で広がる「K字型」物価安定が回復の鍵

日本の2026年7-9月期実質GDPは前期比年率▲0.1%と、4四半期ぶりのマイナス成長に転じました。GDPの約5割を占める民間消費も同▲1.1%と、2四半期連続で減少しています。8～9月の悪天候や耐久財消費の反動減などの一時的な要因もありますが、背景には少子高齢化や労働生産性の伸び悩みといった構造的な課題があると考えられます。一方で、日本経済全体が一様に弱含んでいるわけではありません。家計・企業の双方で二極化が進み、「K字型経済※」の様相が強まっています。

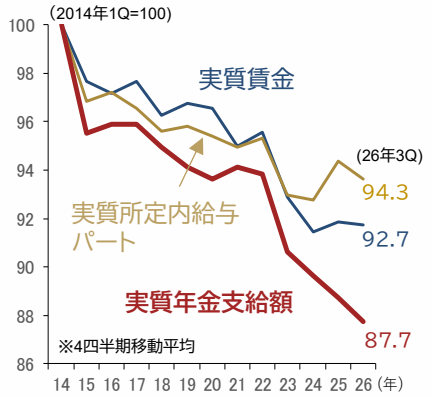
家計部門では、世代間格差が広がっています。39歳以下では積極的な賃上げを背景に、実質消費が2014年比で微増している一方、70歳以上では年金支給額の増加が物価上昇に追いつかず、実質ベースで同約12%低下し、実質消費も同約13%減少しています(右図上段)。日本の総人口の約3割を占める年金受給者の実質購買力の低下が消費全体の重石となる可能性があります。

企業部門でも二極化が鮮明です。AI投資拡大の恩恵を受ける大企業・製造業の経常利益(2026年7-9月期)は前年比＋13.6%と好調だった一方、中小企業・非製造業は同▲6.3%と低迷が続いています(右図下段左)。背景には、企業数の約99.7%を占める中小企業では原材料費・人件費の上昇を十分に価格転嫁できず、収益が圧迫されやすいことがあります。こうした収益格差は、景況感にも表れています(右図下段右)。

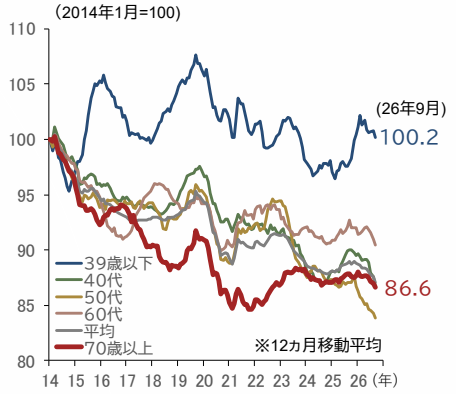
こうした構造的な課題が日本経済の重石とならないためには、物価の安定が不可欠です。日銀が基調的な物価上昇率を2%程度で安定させることが持続的な成長を支える鍵となります。

※:富裕層と貧困層の経済格差など経済の二極化が進む状態。

<実質賃金と実質年金支給額>



<年齢階級別の実質消費支出>



<短観 経常利益>



<企業の景況感>



グラフ期間：(上段左、下段左右) 2014年1-3月期～2026年7-9月期　(上段右) 2014年1月～2026年9月
(上段左右) CPI(持家の帰属家賃を除く総合)を用いて弊社算出。
(上段左) 2026年は月次データの四半期平均で算出。(上段右) 年齢5歳階級別データの単純平均。季節調整済。

【出所】厚生労働省、総務省、財務省、日銀、日本商工会議所、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

りそなのマーケットビュー　金融環境

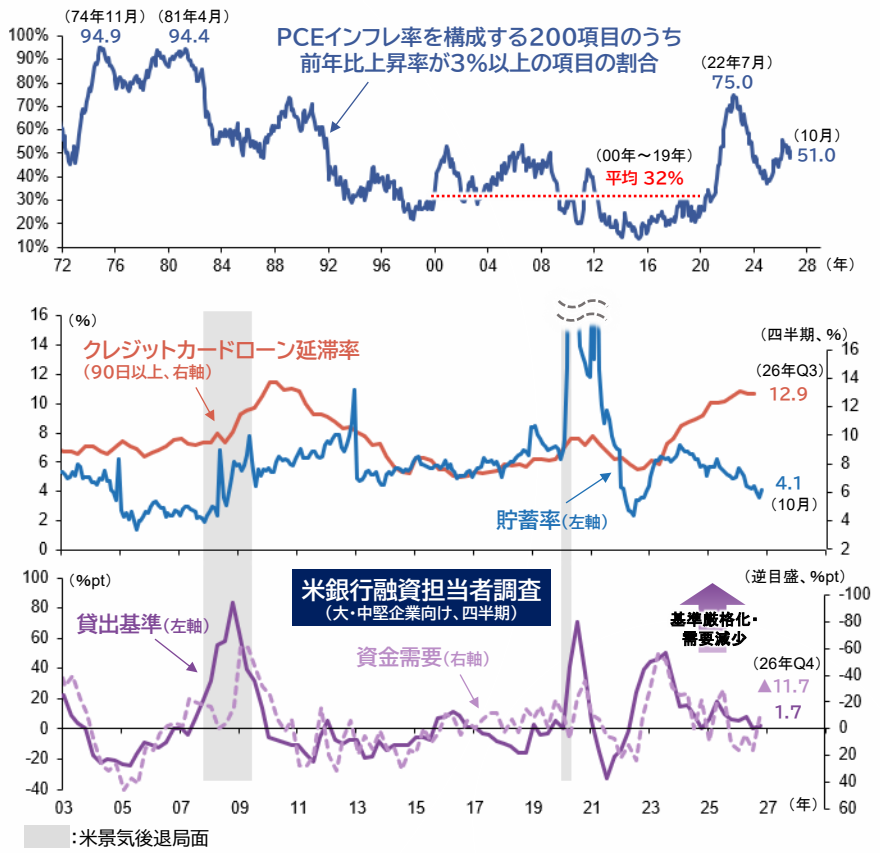
金融政策の“薬効”と景気のオーバーキルリスクを両睨み

ウォーシュFRB議長は10月FOMC後の記者会見で、金融引き締めという“薬”の効果が徐々に現れ始めているとの認識を示しました。一方で、金融環境にはなお引き締め余地があるとして、追加利上げの可能性も残しました。10月雇用統計では雇用者数の伸びが市場予想を上回り、労働市場の底堅さが再確認されています。また、インフレ圧力も依然として広範囲に残存しています。8月のジャクソンホール会議でウォーシュ議長が言及した「PCE価格指数構成品目のうち前年比+3%超の割合」は10月時点で51%と高止まりしており、消費者が日常的に接する幅広い財やサービスで価格上昇が続いていることを表します(右図上段)。

当社では、FRBは12月に追加利上げを実施した後、2027年末まで政策金利を据え置くと予想しています。根拠としては、①エネルギー高から賃金への二次的波及が限定的であること、②家計貯蓄率の低下やクレジットカード延滞率が金融危機後の最高水準にあり、低所得者層を中心に消費余力の低下が示唆されていること(右図中段)、③10～12月期の米銀行融資担当者調査で貸出基準の厳格化や資金需要の減少など、金融環境のタイト化が確認されたこと、が挙げられます(右図下段)。こうした状況を踏まえると、FRBは12月追加利上げ後、タカ派姿勢を保ちつつも、景気と物価の双方を睨んだ慎重な政策運営に移行するとみられます。

今後の焦点は、過度な引き締めによるオーバーキルのリスクです。信用スプレッドの拡大が低格付け企業から投資適格債市場へ幅広く波及しないか、銀行の貸出態度の厳格化や資金需要の減退が一段と進まないか、引き続き注視する必要があります。

<米国のインフレ・家計部門・銀行貸出の現状>



グラフ期間：(上段)1972年1月～2026年10月、(中段)貯蓄率は2003年1月～2026年10月、クレジットカードローン延滞率は2003年Q1～2026年Q3、(下段)2003年Q1～2026年Q4

【出所】米経済分析局(BEA)、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

Topic①

米中間選挙後にAI関連株は急落、AI規制動向は要注視

11月3日に投開票された米国中間選挙では、高インフレへの不満を背景に与党共和党に逆風が吹き、野党・民主党が上下両院で多数派を奪還する結果となりました(右図左上)。また、中間選挙と同時に全米36州で開催された知事選挙でも、共和党の地盤とされていた6州で民主党候補が勝利し(右図右上)、非改選の州知事を含めて計30州を民主党が掌握することとなりました。

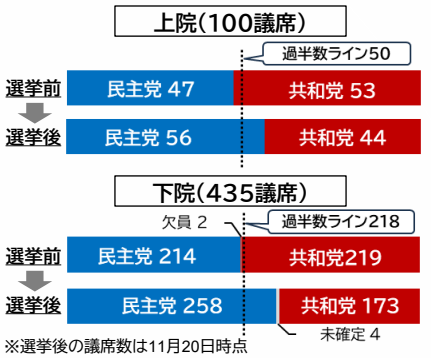
今回の選挙結果を受け、株式市場は一時急落しました。11月5日の米国株式市場では、ナスダック総合指数が前日比▲5.5%と25年4月以来の下落率を記録したほか、SOX指数※1が同▲12.3%となるなど半導体関連銘柄が軒並み下落しました。この流れを受け、11月6日の国内株式市場でも、半導体株の比重が高い日経平均株価が一時4300円超下落し、約7カ月ぶりの水準まで下落しました(右図下段)。

株価急落の背景には、民主党が連邦議会の上下両院の多数派となったことに加え、データセンター(以下DC)の集積地であるテキサス州などの知事選で、DC建設抑制を掲げる候補が勝利したことが挙げられます。これを受け、AI(人工知能)・DCへの規制が強化されるとの見方が広まり、これまでAI投資拡大の恩恵を受けてきた半導体関連企業の利益成長が鈍化するとの懸念が強まっています。

足元では、過剰投資への懸念も根強く、AI・半導体関連株は依然不安定な動きを続けています。DCをはじめとするAIインフラ投資はこれまで経済成長を強く牽引してきただけに、今後のAI関連規制の動向には引き続き注視が必要です。

※1:フィラデルフィア半導体株指数。世界の主要半導体株30銘柄で構成される。

＜米国中間選挙と州知事選挙の結果＞



※選挙後の議席数は11月20日時点

州名	新知事	改選前
アラスカ	クライストムキンズ（民主）	ダンリービー（共和）
ジョージア	ボトムズ（民主）	ケンプ（共和）
アイオワ	サンド（民主）	レイノルズ（共和）
ネバダ	フォード（民主）	ロンバルド（共和）
オハイオ	アクトン（民主）	デワイン（共和）
テキサス	ヒノホサ（民主）	アボット（共和）

※知事選が開催された州のうち民主党が奪還した6州

＜日経平均株価とSOX指数＞



グラフ期間:2025年1月1日～2026年11月20日。

【出所】各種報道、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

Topic②

データセンター建設の大幅遅延は回避される見込み

米国中間選挙で民主党が上下両院の多数派を奪還したことを受け、市場では連邦レベルでデータセンター(以下DC)建設規制が強化されるとの懸念が広がっています。

しかし、民主党が上下両院を掌握しても、トランプ米大統領は法案への拒否権※1を有しているため、民主党が主導するAI(人工知能)規制強化法案は阻止される公算が大きいと考えられます。そのため、今後はDC建設の許認可権を持つ州知事や、州レベルでの規制動向を注視していく必要があります。

各州におけるDC建設のモラトリアム(一時停止)法案の動向をみると、NY州で電力消費規模が大きいDCの建設を1年間停止する法案が州議会で可決されたほか、複数の州でDC建設に対する規制強化の動きがみられます(右図上段青色)。一方で、ジョージア州のように、類似の法案が議会に提出されたものの、否決または廃案に追い込まれた例も少なくありません(右図上段白色)。このようにDC建設を一時停止するような法案の実現ハードルは、決して低くないといえます。

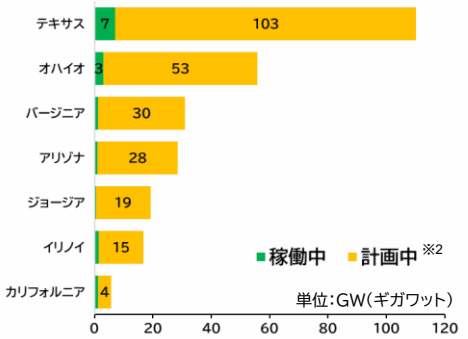
また、テキサス州などのDC集積地では、民主党候補が州知事選を制したものの、共和党が上院または上下両院で多数派を維持する州議会もあります(右図下段)。DC建設の一時停止を実現するためには、州議会での法案可決が不可欠であり、仮に州知事が厳しい規制を導入を目指しても議会の抵抗によって政策の軌道修正を余儀なくされる展開も想定されます。以上を踏まえると、現段階でDC建設が大幅に遅延し、それによって半導体企業の業績が急速に悪化するリスクは、限定的と考えます。

※1: 米国の大統領が持つ上下両院を通過した法案や決議を無効にし、法案を議会に戻す権限。

<各州のデータセンター建設モラトリアム法案>

州名	内容	ステータス
デラウェア	100MW(メガワット)超のデータセンターに対する許認可を2027年1月まで一時停止する。	否決
ジョージア	2028年12月まで、地方自治体がデータセンターを許可することを禁じる。	廃案
メーン	20MW(メガワット)超のデータセンターを2027年11月まで一時停止する。	拒否権行使
メリーランド	データセンターの建設または許認可を認めない。	否決or廃案
ミシガン	2027年4月まで、地方自治体などが新規データセンターを許可・承認することを禁じる。	提出済み
ミネソタ	少なくとも2027年7月まで、新規データセンターの許認可を禁止する。	否決or廃案
ニューハンプシャー	データセンター建設を1年間一時停止する。	否決or廃案
ニュージャージー	データセンターの承認、建設、または税制優遇措置を6カ月一時停止する。	提出済み
ニューヨーク	20MW(メガワット)超のデータセンターを1年間一時停止する。	通過済み
オクラホマ	データセンター建設を2029年11月まで一時停止する。	否決or廃案
ペンシルバニア	新規データセンターを3年間一時停止、または地方自治体に建設禁止の権限を付与する。	提出済み
サウスカロライナ	州議会が「包括的な監督」の枠組みを採択するまで、地方自治体による建設承認を禁じる。	廃案
サウスダコタ	データセンターの建設または拡張を1年間一時停止する。	否決or廃案
バーモント	データセンターを2030年まで一時停止し、影響調査を義務付ける。	廃案
バージニア	全ての系統接続申請が処理されるまで、または2028年7月まで建設の最終承認を禁じる。	継続審議
ウィスコンシン	14項目(補助金廃止など)の条件が満たされるまで、データセンターの稼働を禁じる。	否決or廃案

<データセンター集積地と州議会の構成>



州名	知事	多数派政党	
		上院	下院
テキサス	ヒノホサ(民主党)	共和党	民主党
オハイオ	アクトン(民主党)	共和党	共和党
バージニア	スパンバーガー(民主党)	民主党	民主党
アリゾナ	ホッブス(民主党)	共和党	共和党
ジョージア	ボトムズ(民主党)	共和党	民主党
イリノイ	プリツカー(民主党)	民主党	民主党
カリフォルニア	ニューサム(民主党)	民主党	民主党

※2:計画中には、建設中のデータセンターも含む。
【出所】各種報道、Compute Atlas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

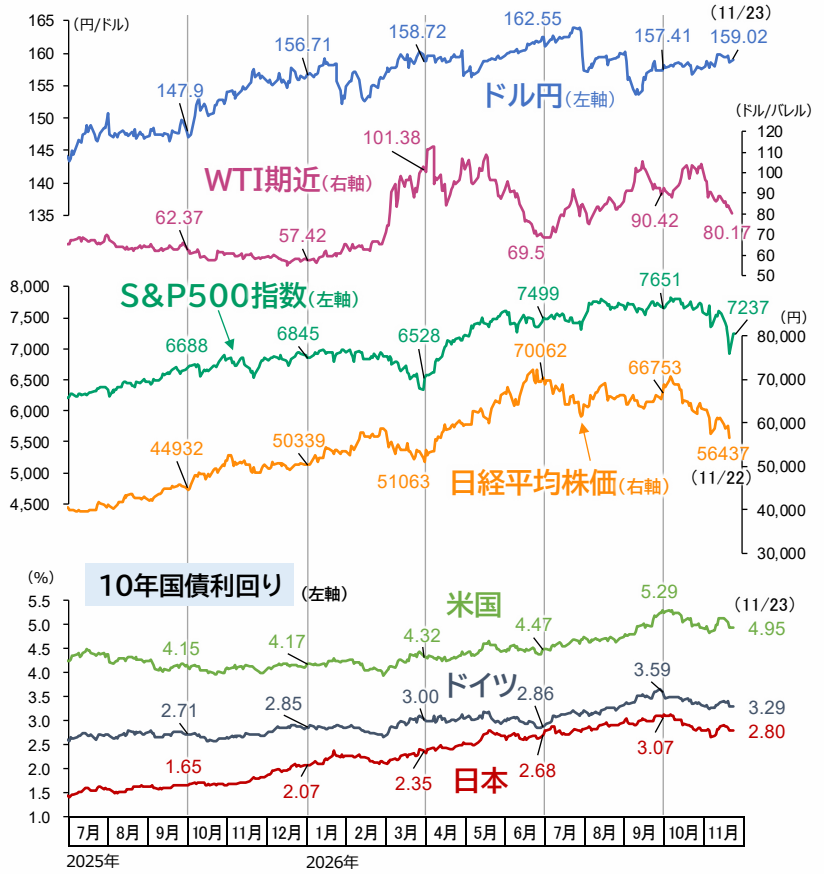
4．主要マーケットの見通し

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	↘	日銀は中立金利水準を探りながら利上げを継続。インフレ上振れ懸念が燻るなか、長期金利は下げ渋りの展開を予想。
国内株式	↗	テクノロジー株主導で上昇を予想も、AI関連需要を巡る不確実性の高さから、価格変動率が高止まり易い点は要留意。
先進国債券	→	FRBは年内1回の利上げを実施し、27年末まで据え置きを予想。但し、タカ派的姿勢が続き長期金利は高止まる見通し。
先進国株式	↗	米国はAI関連株中心にレンジ切り上げを予想。AI企業を巡る資金調達やデータセンター建設遅延の可能性は要注視。
新興国債券	↗	新興国全体では利上げ傾向が強まるものの、高い実質金利が新興国通貨を下支えし、緩やかな上昇基調が続く見通し。
新興国株式	↗	半導体関連株の大幅安から、足元の予想PERは8倍程度と過去10年平均12倍を大きく下回り見直し買いの余地広がる。
国内リート	→	堅調な企業業績や割安感が下支えするものの、世界的な金利高止まりで海外投資家の売り越し基調続き、上値を抑制。
先進国リート	→	賃料上昇や高稼働率など良好な事業環境が下支えとなるが、主要国金利の高止まりを背景に上昇余地は限定的に。
米ドル	↗	FRBのタカ派姿勢を背景に、金利の先高観が維持され、ドル高基調が続く見通し。
日本円	→	FRBの利上げ観測で円はじり安となるものの、日米協調為替介入への警戒感から155円~160円のレンジ推移を予想。
ユーロ	↘	仏の27年春大統領選を控え、財政悪化・政治混乱リスクが意識され、ユーロ安の基調が続くと予想。

※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：2025年7月1日～2026年11月23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

高リスク国化するフランス 財政規律なき海外売り懸念

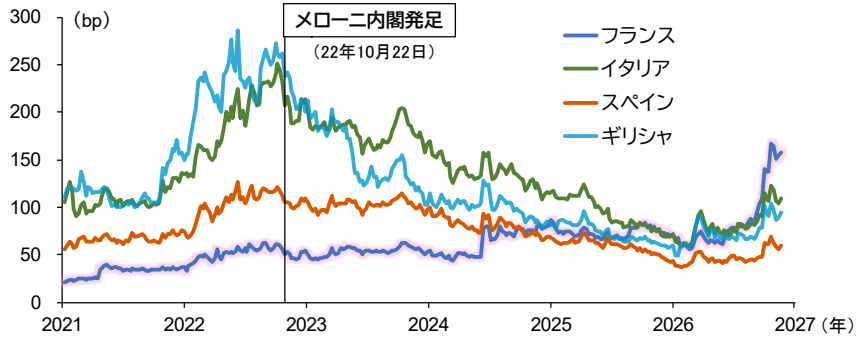
フランス国債に対する市場の信認が急速に後退しています。ユーロ圏の無リスク金利とされるドイツ国債との利回り差(＝対独スプレッド)で、仏国債は長らく60bpを下回る水準で推移してきました。しかし、今年10月には財政悪化懸念と政治混乱を背景に、対独スプレッドは175bpまで拡大しています(右図上)。

対照的に、従来ユーロ圏の信用リスクの象徴とされてきたイタリアは、基礎的財政収支※1の黒字化が見込まれるなど財政改善が進み、対独スプレッドは縮小傾向にあります。政府債務残高GDP比では、フランスが25年115.5%から31年123.6%に上昇する一方、イタリアは同137.1%から同135.6%へと低下し、両国の差は縮まる見通しです(右図右下)。この明暗を分けているのが「政治の安定性」です。過去4年で5人の首相が交代し、中道/極右/極左の3つ巴で政局の混乱が続くフランスに対し、イタリアはメローニ政権が4年目を迎え、一貫した財政運営を維持しています。

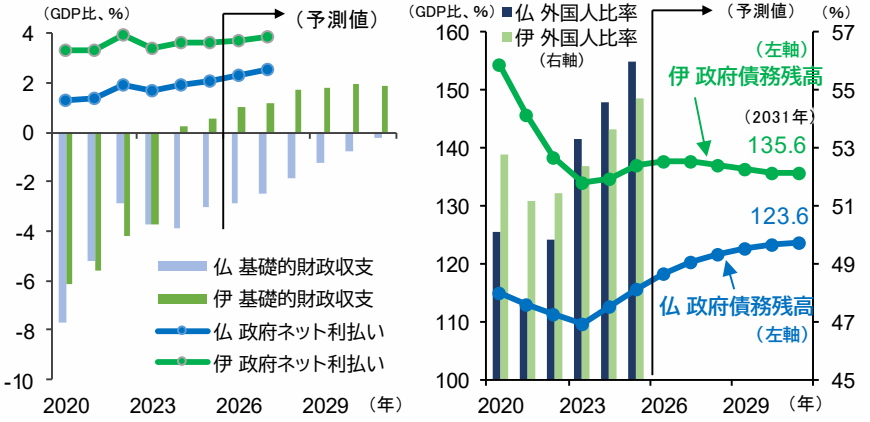
今後、フランスの最大の懸念材料は27年4月に控える大統領選挙です。マクロン現大統領は、年金支給年齢を62歳から64歳へ引き上げる年金改革を断行するなど財政規律を重視してきました。一方で、次期大統領の有力候補者である極右のルペン氏と極左のメランション氏は、いずれも年金支給の64歳からの引き下げを公約に掲げ、市場からは財政拡張的と警戒されています。政治の混乱が長引き、主要格付け会社による格下げが現実味を帯びれば、仏国債を大量に保有する海外勢の売りが加速することが懸念されます。大統領選の帰趨が見極められるまで、フランスはグローバル市場の火種として警戒が必要と考えます。

※1：プライマリーバランス

<欧州各国の対独スプレッド推移>



<仏伊の財政関連指標及び外国人債券保有比率>



グラフ期間：(上段)2021年1月3日～2026年11月20日(週次)
(下段)2020年～2031年 2025年まで実績値、以降は予測値
(政府ネット利払い：OECD<2026年6月時点>、基礎的財政収支・政府債務残高：IMF<2026年10月時点>)

【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

株式市場

景気後退入り回避で日本株は業績主導の株高継続へ

米中間選挙の結果などから、AI関連規制強化およびAI投資の持続可能性に対する懸念が強まったことを受けて、11月の国内株式市場は大幅に調整しました。足元の株価下落は半導体関連銘柄以外の幅広い業種に及んだことから、景気・企業業績の全般的な悪化を織り込む動きと捉えられます。

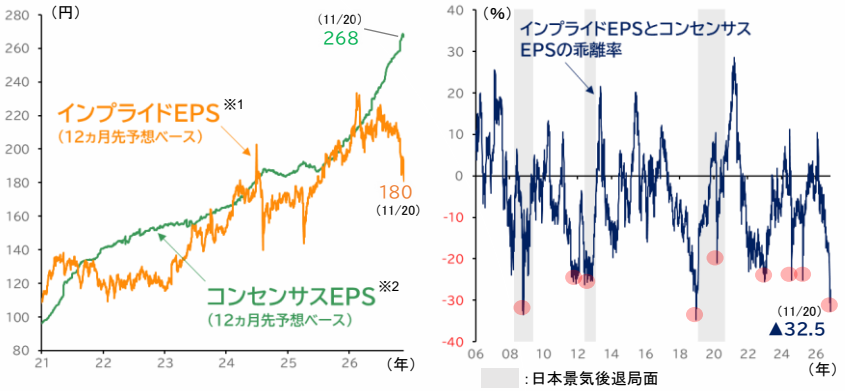
ここで、11月20日終値の日本株(TOPIX)が織り込むEPS水準(インプライドEPS)を推計すると180円となり(PBR=ROE×PERの関係を基に算出)、コンセンサスEPSの268円を30%超下回ります(右図左上)。これは前年比(26年度→27年度)で10%の増益見込みから一転、20%以上の減益となることを意味します。今回と同様に、インプライドEPSとコンセンサスEPSが20%超乖離するケースは過去20年間で8回ありました(右図右上)。

両者の乖離率が▲20%を超えた8回のケースで、乖離率がどのように修正されたかをみると、その後景気後退となった3回のケース※3ではコンセンサスEPSがインプライドEPSと同様に低下していることが確認できます(右図左下)。一方、景気後退には至らなかった5回のケース※4では、コンセンサスEPSの低下は緩やかにとどまり、インプライドEPSがその後急速に改善するというパターンが確認できます(右図右下)。つまり、企業業績の大幅な悪化を市場が織り込んだ場合でも、景気後退にならない限り、その後は株価の反発によって修正されていることを意味します。

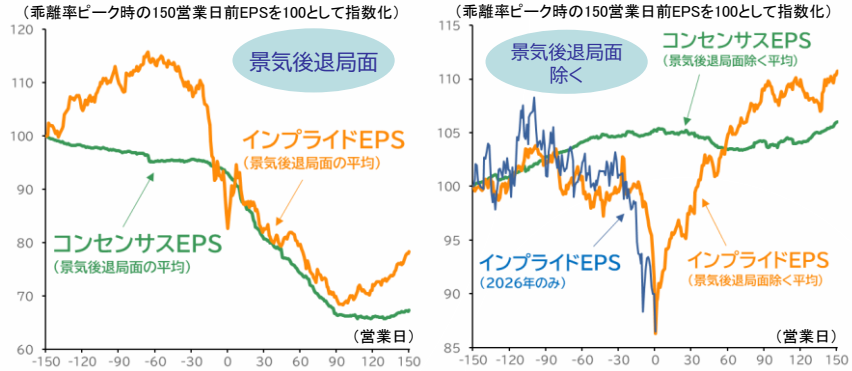
日本の景気後退入りは回避されるとの前提に立てば、インプライドEPSと株価は次第に回復する展開が見込まれます。

※3: EPS乖離率▲20%超の局面のうち、2008年、2012年、2020年を指す。
※4: EPS乖離率▲20%超の局面のうち、2011年、2018年、2023年、2024年、2025年を指す。

<TOPIXのインプライドEPSとコンセンサスEPS>



<EPS乖離率▲20%超の局面における平均パターン>



グラフ期間:(上段左)2021年1月1日～2026年11月20日 (上段右)2006年1月1日～2026年11月20日
(下段左)2008年、2012年、2020年の平均値
(下段右)2011年、2018年、2023年、2024年、2025年の平均値と2026年
※1: 現行の株価水準が織り込む1株あたり純利益。予想ROEやPBRなどを基に弊社独自で算出。
※2: TOPIXと予想PER(ブルームバーグコンセンサス)を基に算出される1株あたり純利益。
【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

新興国市場

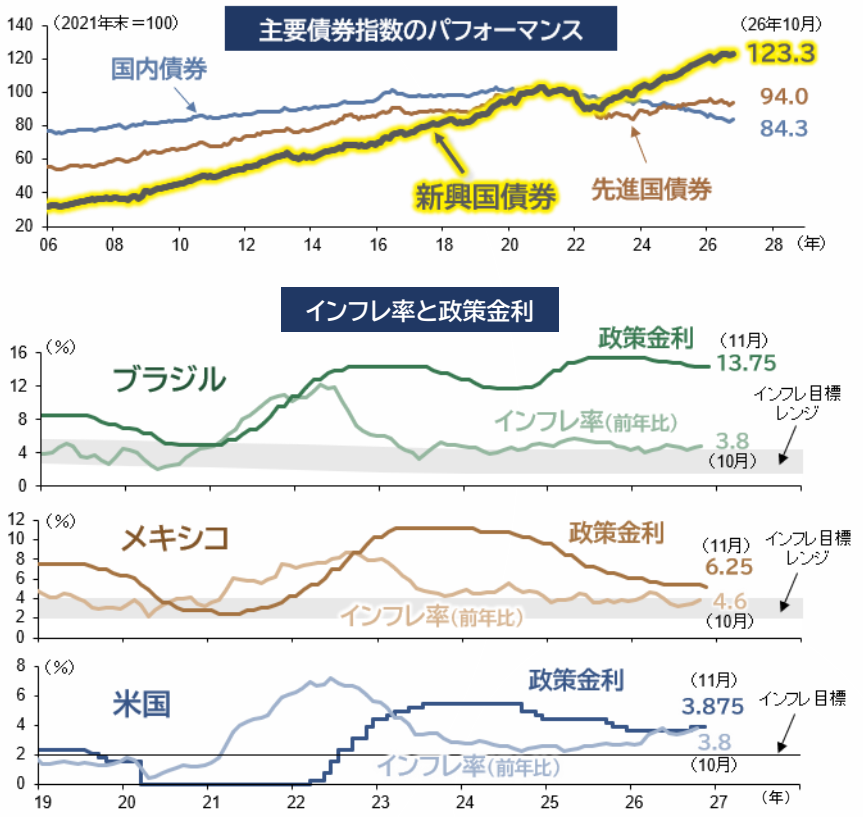
高実質金利と分散投資効果が評価される新興国債券

新興国債券が、内外の債券市場を大きく上回る運用成果を示しています。2021年末から2026年10月末までのパフォーマンス(現地通貨ベース)を見ると、新興国債券は＋23.3%となり。国内債券の▲15.7%、先進国債券の▲6.0%を大幅に上回っています(右図上段)。この好調なパフォーマンスの背景には、「先進国と異なる金融政策サイクル」「高い実質金利≒通貨の底堅さ」「分散投資先としての優位性」の３点が挙げられます。

ロシアによるウクライナ侵攻後のインフレ局面では、多くの新興国が、先進国に先駆けて利上げに踏み切りました(右図下段)。これは、米国の利上げ局面で通貨安が進行し、金融引き締めが後手に回った過去の経験が活かされたものです。その結果、現在も実質政策金利は高水準を維持しており、投資家にとって魅力的なインカム収益と通貨の安定につながっています。また、2026年にエネルギー価格が上昇するなかでも、ブラジル、メキシコ、ハンガリーなどが利下げを実施しています。こうした先進国とは異なる金融政策サイクルは、利回り低下(債券価格上昇)を通じたキャピタル収益の獲得にも寄与しています。

さらに、新興国債券の代表的なベンチマーク指数では、各国の組入比率が最大10%に制限されており、高い分散投資効果が期待できます。新興国株式指数にはそのような上限がなく、AI・半導体関連の動向に左右され易い構造となっています。特定のセクターや国に偏りにくい点は、新興国債券投資の大きな利点です。今後もこの分散投資効果を評価するグローバル投資資金が、新興国債券市場に流入することが期待されます。

<新興国債券のパフォーマンス、インフレ率と政策金利>



※国内債券：NOMURA-BPI総合、先進国債券：FTSE世界国債インデックス（除く日本、現地通貨ベース）、
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（現地通貨ベース）

グラフ期間：（上段）2006年1月～2026年10月、（下段）2019年1月～2026年11月

【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

リート市場

先進国リートの“成長性”と国内リートの“割安”に注目

年初来(～11月20日)のS&Pリート指数は、米国が+13.1%、欧州が+2.7%、先進国(日本除く)が+9.3%と堅調に推移した一方、日本は▲14.0%と下落しました。この間、日米の10年国債利回りは、概ね連動して上昇しています。

先進国リートは、10セクター中6セクターが上昇しました。米国(構成比8割弱)では、シニア住宅需要などを背景にヘルスケアが牽引役となったほか、堅調な消費を背景とした商業、AI投資拡大を受けたデータセンター(以下、DC)も上昇を支えました。

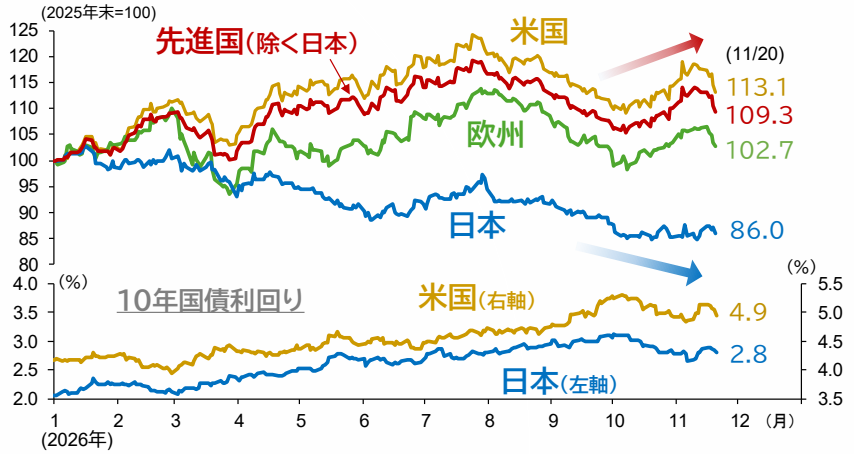
一方、国内リートは全般に軟調な推移となりました。東京ビジネス地区のオフィス平均賃料※1は24,245円/坪と33ヵ月連続で上昇し、物流需要も底堅く推移するなど、ファンダメンタルズは改善しています。しかし、日銀の利上げ継続に伴う金利の先高観が重荷となり、NAV倍率※2は0.76倍と、リーマンショック直後の2009年来の割安水準に達しています。

2027年は、米国中間選挙で上下両院の過半数を奪回した民主党主導でDC規制が強化された場合、DCセクターの成長鈍化が懸念されます。一方で、規制強化は新規参入を抑制し、電力調達能力や顧客基盤を持つ既存大手への需要集中を促すため、既存DCリートの競争優位性を高める可能性があります。

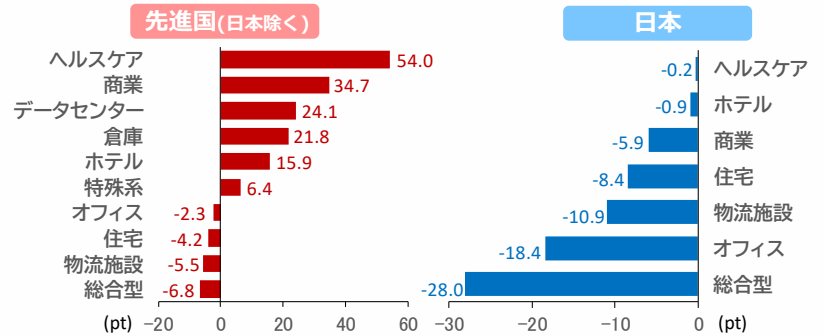
2027年後半にかけては、国内外ともに利上げ一巡による長期金利のピークアウトが予想されるため、リートは中期的に有望な投資先とみています。ヘルスケアやDCなど成長性の高い先進国リートと、割安感が際立つ国内リートの保有資産に占める組入比率を段階的に高める戦略が有効と考えます。

※1 三鬼商事公表 2026年10月時点 ※2 一般社団法人不動産証券化協会公表 2026年10月時点

<S&Pリート指数パフォーマンス・10年国債利回り>



<セクター別 指数寄与度(年初来)>



グラフ期間(上・中・下段): 2026年1月1日～2026年11月20日
(上段) S&Pダウジョーンズインデックス指数(現地通貨建て)配当込み指数。
(下段) S&Pダウジョーンズインデックス指数(ドル建て)配当込み指数に基づいて、弊社独自で算出。
総合指数の年初来上昇幅に対する各セクターの指数寄与度。
【出所】S&Pダウジョーンズインデックス、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

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さ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		2025年			2026年										
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
		58.3	50.0	66.7	79.2	66.7	62.5	25.0	37.5	41.7	79.2	58.3	58.3	*45.5*	
①	ISM製造業・新規受注指数	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	56.7	53.7	55.3	55.5	
②	NFIB 中小企業景気楽観度指数	98.2	99.0	99.5	99.3	98.8	95.8	95.9	95.3	97.4	99.8	98.7	97.9	97.8	
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	50.3	51.0	54.6	57.0	56.6	51.7	48.1	44.1	50.7	55.4	51.5	46.3	48.8	52.9
④	非国防資本財受注（除く航空機）（百万ドル）	77,948	78,621	79,262	78,990	80,235	83,296	82,778	84,360	85,757	86,295	87,616	88,185		
⑤	新規失業保険申請件数（千人）	226	221	218	212	216	209	205	214	222	201	207	200	196	
⑥	NAHB住宅市場指数	37.0	38.0	39.0	37.0	37.0	38.0	34.0	37.0	36.0	34.0	35.0	32.0	29.0	25.0
⑦	ｼﾆｱ・ﾛｰﾝ・ｵﾌｨｻｰ・ｻｰﾍﾞｲ・商工ローン貸出態度	6.5	6.5	6.5	5.3	5.3	5.3	8.1	8.1	8.1	0.0	0.0	0.0	1.7	1.7
⑧	独Ifo景況感指数 製造業・商業（期待指数）	94.1	91.8	91.2	92.1	91.2	88.2	85.9	85.4	86.8	90.7	91.8	93.8	95.1	
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.6	49.9	50.1	50.3	52.1	50.8	52.2	51.8	51.7	50.9	51.5	52.1	52.0	
⑩	中国 マネーサプライ M2（前年比、%）	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5	8.6	8.6	8.0	7.7	7.5	7.2	7.1	
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	▲3.5	▲2.2	0.9	0.2	4.5	2.1	▲1.8	▲2.4	1.9	▲0.7	6.6	6.6	2.2	
⑫	日本 実質輸出指数	114.1	119.3	116.8	122.4	117.5	118.7	115.6	119.1	119.2	119.8	118.8	118.1	123.0	

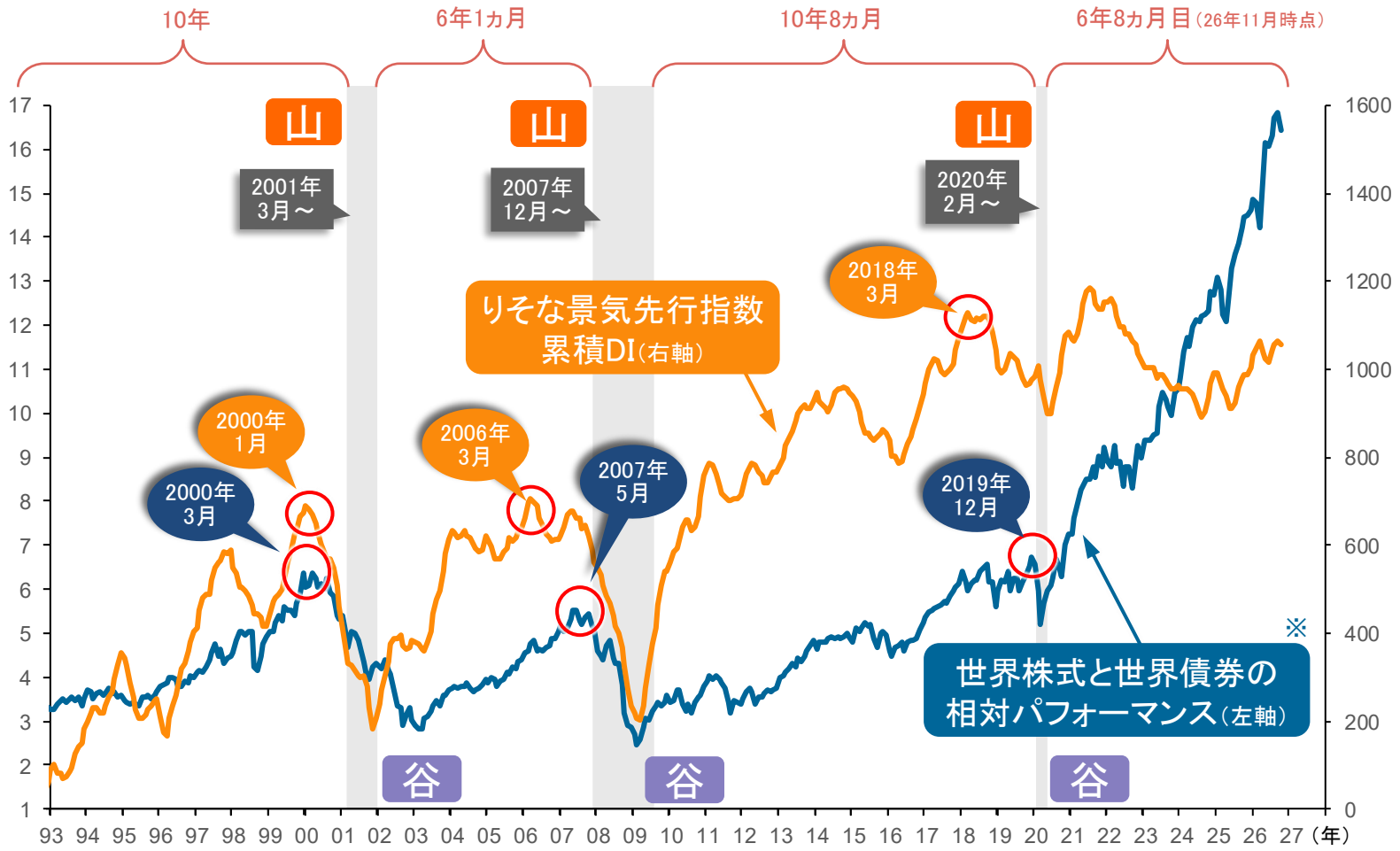
〔注〕各指標を3ヵ月前と比較し、改善の場合は■、悪化の場合は■、横ばいは無色。

（2026年11月24日時点）

＜計算方法＞
例えば、2026年2月のISM製造業・新規受注指数の数値は55.8でした。3ヵ月前の2025年11月の数値47.3と比較すると上昇していますので、「改善」となります。
2026年2月は12指標のうち8指標が「改善」を示していますので、8÷12×100≒66.7 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

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

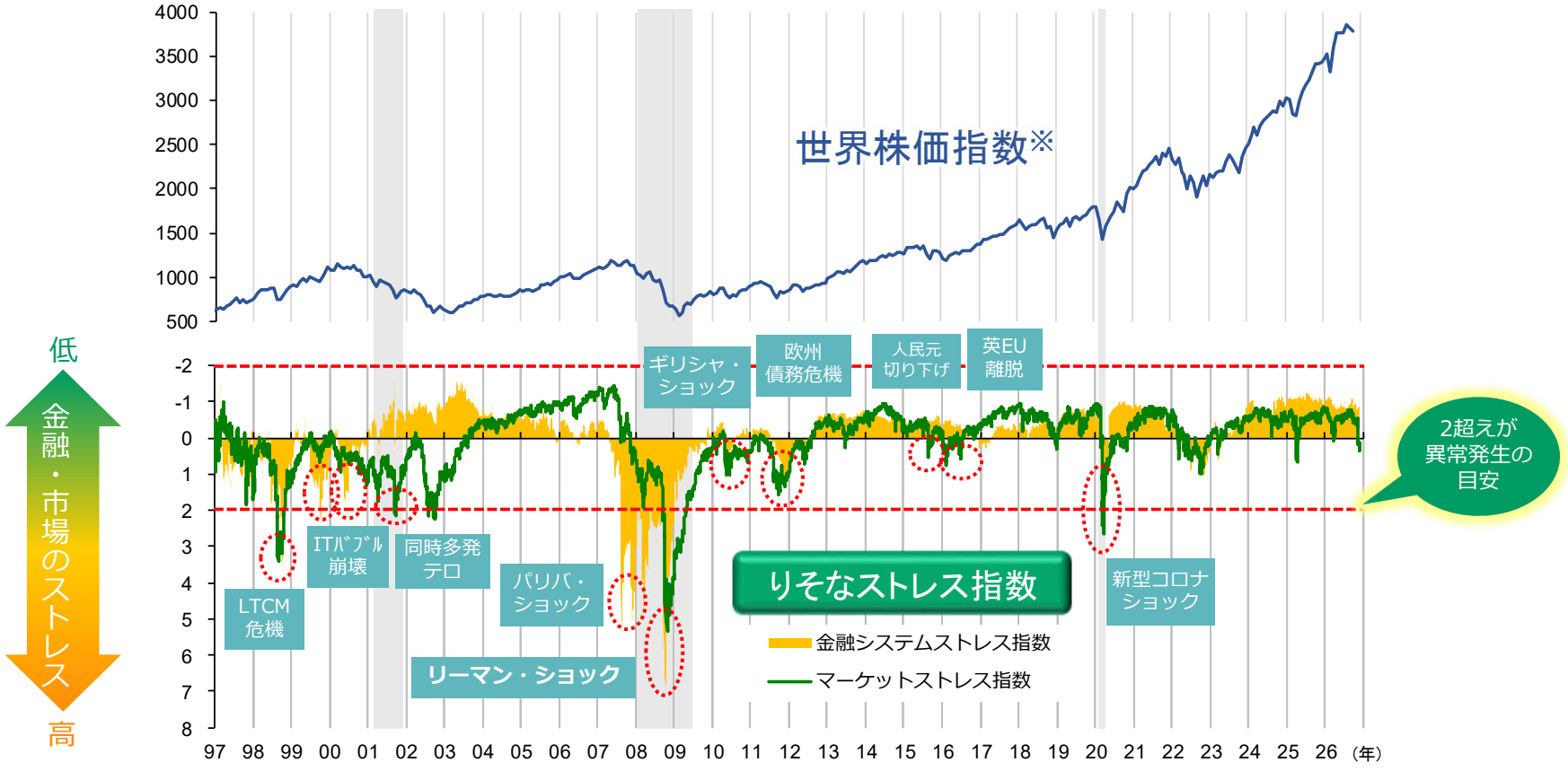
グラフ期間：1993年1月～2026年10月(りそな景気先行指数の2026年10月の値は暫定値)

【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

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超えが異常発生の目安としています。



グラフ期間：1997年1月1日～2026年11月23日（世界株価指数は2026年10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

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 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・ジャンボファンドブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンドブリーフ債（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 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金融株価指数の過去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金融株価指数の過去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	MOVE(The ICE BofA U.S. Bond Market Option Volatility Estimate Index)指数。2年・5年・10年・30年の米国債1ヵ月先物オプションのインプライド・ボラティリティを加重平均して算出され、米国債券市場の予想変動率を示す指標。
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。