

情報提供資料

Resona Investment Outlook 2019.12

～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 投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は、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。本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。本資料は、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。

ごあいさつ

来年のマーケットを展望する時期となりました。2020年は世界景気の持ち直しが見込まれる上、主要国中央銀行のハト派的な姿勢が続くと予想されることから、株式などのリスク資産にとっては追い風の投資環境になると考えられます。ただ、留意すべき点が複数あります。1.景気の成熟化が一段と進むこと、2.米大統領選挙の不確実性、3.企業債務の膨張、などです。

投資機会をしっかりと捉えつつ、リスクコントロールにはより一層の注意が必要な1年となりそうです。2020年も皆様の資産形成のお役に立てれば幸いです。

<もくじ>

1. 2019年9月～11月のふりかえり
2. 2020年の見通し【サマリー】
3. 2020年の見通し【マクロ環境・金融環境】
4. 注目トピック【自動車セクター】
5. リスク要因
6. 主要マーケットの見通し
7. りそなの独自指標



1. 2019年9月~11月のふりかえり

適温景気相場で株式は高値更新 低金利環境は変わらず

過去3カ月の間、短期景気循環を表すグローバル製造業PMIが底入れの動きとなる一方、FRBは2度の利下げを実施、ECBは3年半ぶりの利下げと量的緩和の再開を決定しました。米中通商摩擦を巡る不透明感に残るものの、景気回復期待と緩和的な金融環境が同時にサポート要因となる適温景気相場が醸成されました。リスク資産が幅広く買われ、世界株価指数（MSCIワールド）は2018年1月につけた最高値を更新しました。債券市場では売りが先行しましたが、主要国の緩和政策が長期化するとの見方を背景に利回りの上昇は限定的でした。

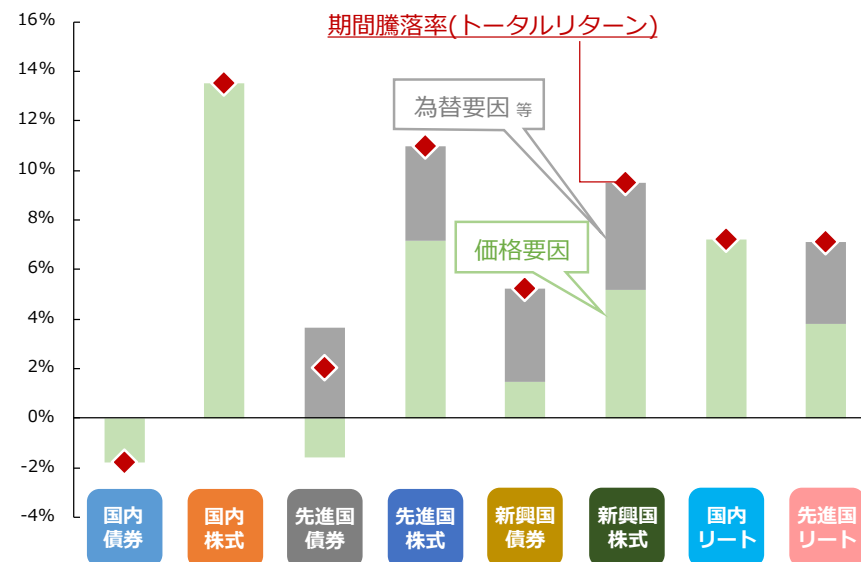
■ **債券市場**：ドイツ長期金利は9月に過去最低の▲0.75%まで低下したあと、▲0.2%近辺まで上昇し、世界の金利反転を先導しました。米10年債利回りは一時1.9%台まで上昇しました。

■ **株式市場**：米国の主要3指数は揃って最高値を更新しました。TOPIX（配当込み）は直近3カ月で+13.5%と2016年10-12月期（15.0%）以来の大幅上昇となりました。

■ **リート**：先進国（日本除く）リート指数が最高値を更新し、東証リート指数は12年ぶりの水準まで上昇しました。相対的に高い利回りを求める投資需要は旺盛で、金利反転時も下値は限定的でした。

■ **新興国市場**：株式はテクノロジーセクターがけん引役となりました。為替はアジア通貨と資源国通貨が総じて買われ、政治の不安定化が嫌気されたラテン国通貨の下落が目立ちました。

<直近3カ月（2019年9月~11月）主要マーケットの騰落率>



※【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等を除いたもの（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. 2020年の見通し【サマリー】

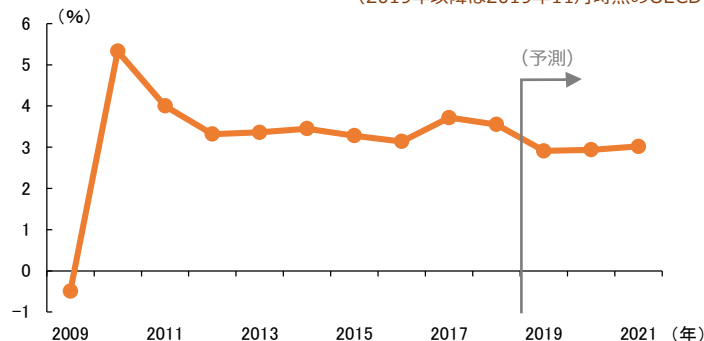
～壮大な適温景気相場の予感～

『緩やかな景気回復』と『ハト派的な金融政策』が再会



＜世界経済の成長率＞

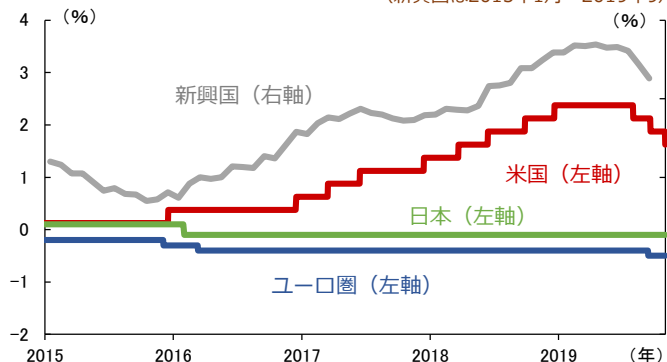
グラフ期間：2009年～2021年
(2019年以降は2019年11月時点のOECD予測)



【出所】OECD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

＜政策金利の推移＞

グラフ期間：2015年1月～2019年10月末
(新興国は2015年1月～2019年9月末)



※新興国：新興国全体の政策金利の推移。ダラス連銀算出。

【出所】ブルームバーグ、HaverAnalytics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『景気』と『金融政策』を軸に動きます。『景気』と『金融政策』の組み合わせは、幾通りもあります。『力強い景気拡大』+『タカ派的な金融政策』、『景気減速』+『ハト派的な金融政策』等々です。その中で、投資家が最もリスクをとり易い組み合わせの一つが、『緩やかな景気回復』+『ハト派的な金融政策』です。緩慢ながらも経済成長が期待される上に、中央銀行が成長の促進を応援してくれるからです。

このような状態のマーケットを「適温景気相場」と呼びます。“適温”とは、物価上昇が抑制され中央銀行がタカ派姿勢に転じる必要がない程度の強さ、という意味です。現在の市場環境を表すには、正にこの「適温景気相場」が当てはまります。2016年～2017年にも同じような局面がありましたが、今回は当時よりも景気の回復が緩慢なペースにとどまると予想されます。OECDが11月央に発表した世界経済見通しは2019年3.0%、20年3.0%、21年3.1%と極めて緩慢なペースの回復が予想されています。

投資の観点から見れば、これは必ずしも悪い話ではありません。景気回復が緩慢な分、中央銀行のハト派的な姿勢が長期化することが期待できるためです。FRB、ECB、日銀はいずれも2020年末まで現行の緩和姿勢を継続すると予想されます。

2. 2020年の見通し【サマリー】

りそなのマーケットビュー



2020年の投資戦略



資産配分：少なくとも2020年4-6月期までは、株式などのリスク資産のウェイトを高め維持すべきと考えます。短期景気循環は通常1年半程度の周期で山・谷を形成する為、グローバル製造業PMIが底を打った今年7月を起点とすると2020年末が次のピークの目安となります。短期景気循環と株式・債券の相対パフォーマンスはほぼ同時期に山谷をつけるのが一般的です（次頁参照）。ただ、11月には米大統領選という大イベントが控えています。マーケットはやや前倒しでリスク抑制に動き始める可能性には留意しておく必要があるでしょう。

債券：主要国の金融政策はハト派的なスタンスが続く見通しですが、景気循環の回復を反映し緩やかな金利上昇を予想します。期待インフレ率が低位で推移する間に、ベアスティブ化(長期金利の大幅上昇)に備えたポジションをとるべきと考えます。

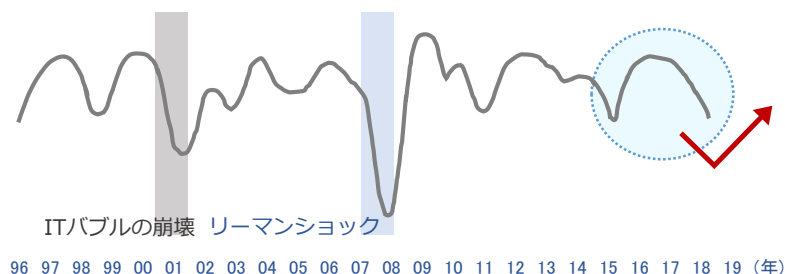
株式：国別では日本や新興国、セクターでは機械、素材などの景気敏感業種、ファクターではバリューをグロースに対して高めのポジションにすべきと考えます。ただ、緩慢な成長に留まる見通しから、景気の変動を受けにくい株・業種にリスクを分散することが望まれます。

リート：金利の反転は向かい風となりますが、相対的に高い利回りが期待できることから中立水準を維持すべきでしょう。

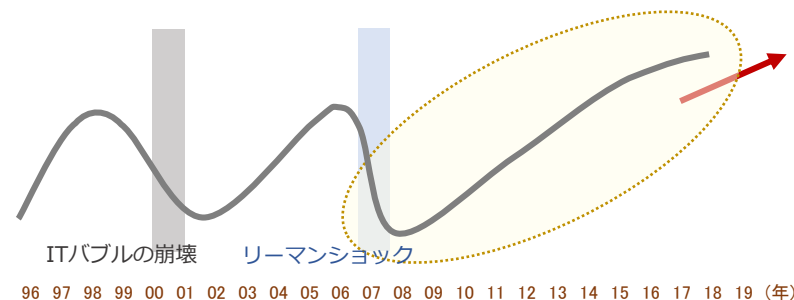
為替：2019年の円ドル相場の年間変動幅は2年連続で10円を下回る見通しです。世界的な低金利環境は大きく変化せず、変動は小幅にとどまる見通しです。

<短期・中期の景気循環イメージ>

短期 景気回復局面へ



中期 世界景気の拡大継続



※矢印はりそなアセットマネジメントの予測

3. 2020年の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



短期景気循環が 回復局面入り

短期景気循環を表すグローバル製造業PMIは7月に底を打ち、11月には7カ月ぶりに拡大・縮小の分岐点となる50を上回りました。夏場以降、世界的に株式が買われ、債券が売られたのは、この短期景気循環の回復を織り込んだものと言えます。

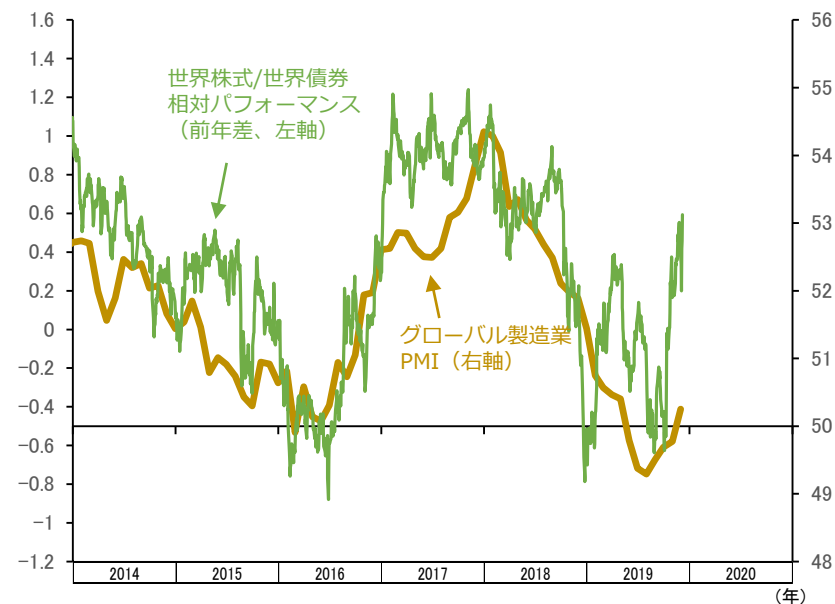
マーケットの変動を説明する際、米中通商問題がしばしばその理由に使われますが、後講釈であることが多いように感じます。マーケットは一般に思われている以上に景気動向を忠実に反映して動くと考えています。

製造業PMIは、大恐慌の教訓から一早く景気動向を掴むことを目的に開発された全米購買部指数（NAPM）が原型となっています。問われる業況は絶対水準ではなく前月との比較であるため、トレンド変化をいち早く知らせる指標として優れています。

当社のメインシナリオでは、2020年末に向けてこの製造業PMIの回復過程が続くと見えています。無論、米中の対立が再度エスカレートした場合、回復が頓挫するリスクがあります。ただ、再選を目指すトランプ大統領が米国景気悪化の危険を冒して「中国との良いディール」を優先するインセンティブはほとんどないと考えます。

<世界の株式/債券の相対パフォーマンスとグローバル製造業PMI>

グラフ期間：世界株式/世界債券の相対パフォーマンス（前年差）は2014年1月1日～2019年12月6日、グローバル製造業PMIは2014年1月～2019年11月



*世界株式：MSCIWorld（現地通貨建て）、世界債券：FTSE世界国債インデックス（日本含む、現地通貨建て）

【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

3. 2020年の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



3大中央銀行が揃って量的緩和は初めて

リーマンショック後、日米欧の金融当局は非伝統的な政策手段である量的緩和に踏み切りました。ただ、ECBが量的緩和を導入した2015年3月には、FRBは既にQEⅢ（量的緩和第3弾）を終了していました。従って、FRB、ECB、日銀が揃って量的緩和を実施するのは今回が初めてです。

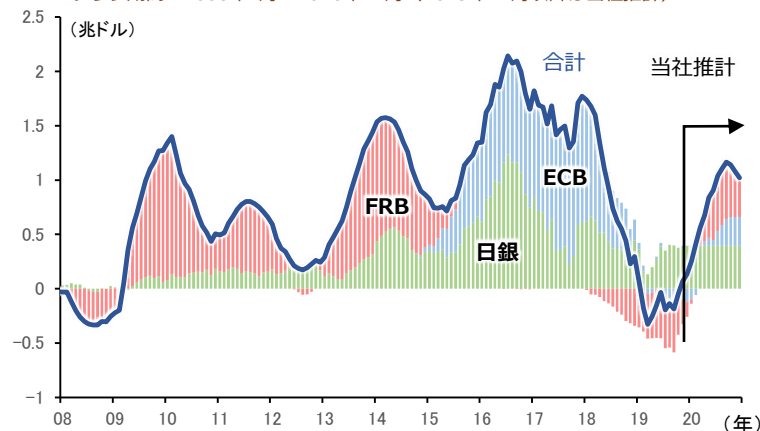
FRBは今年10月から開始した短期国債の購入は量的緩和策ではないと繰り返し説明しています。日銀についても2016年9月に政策の主軸を金利操作に変更し国債の購入は政策目標から外されています。ただ、当局の定義付けと投資家心理に与える影響は別に考える必要があります。

3大中銀が一斉に行っている量的緩和的な施策がリスクプレミアムの低下につながっている点を過小評価すべきではないでしょう。その規模についても評価も必要です。現在、FRBは毎月600億ドル、ECBは同200億ユーロ、日銀は同2兆円弱のペースで国債等の保有を純増しています。過去にはFRBは毎月850億ドル、ECBは最大800億ユーロのペースで購入していたことがあり、それに比べると見劣りするかもしれません。ただ、3行分を合計すると毎月10兆円を上回る規模の流動性が市場に供給されていることになります。ひと月の額としては過去最大ではありませんが、最大級と言えるでしょう。

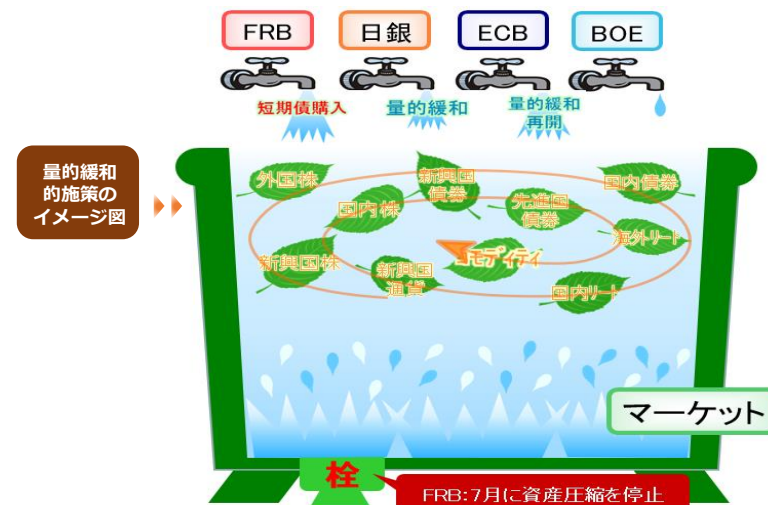
FRBがコミットしている来年4-6月期まではこのペースで市場に流動性が供給されると見込まれます。その間、投資家のリスク選好がサポートされ続けるものと考えられます。

<米欧日・中央銀行の国債等の保有残高（ドル換算、前年差）>

グラフ期間：2008年1月～2020年12月（2019年11月以降は当社推計）



【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. 注目トピック【自動車セクター】

Topic 自動車1

自動車セクターが世界景気の持続的回復の鍵を握る

世界経済の成長が鈍化した理由を問われた際、多くの人は米・中通商摩擦を挙げるでしょう。しかし、それが原因の全てではないはずです。あまり指摘されていませんが無視できない理由の一つが、自動車セクターの不振です。

前述のグローバル製造業PMIは世界34カ国を対象としたものですが、10月時点の国別ランキングでは44.1のドイツが最下位でした。そのドイツに次ぐのが、チェコ、オーストリア、ポーランドでいずれもドイツ企業の生産拠点として知られる隣接国です。ドイツ製造業の不振の背景には、大黒柱である自動車セクターの不振があります。2018年のドイツの自動車生産台数は前年比▲9.3%の512万台と2009年以来的水準まで落ち込んでいます。自動車セクターの不振はドイツだけではなく、2018年の全世界自動車生産は前年比▲1.1%の9500万台と9年ぶりに前年割れとなりました。最新のIMF世界経済見通しでは、2018年の世界経済の減速の4分の1が自動車セクターに起因するものと分析しています。

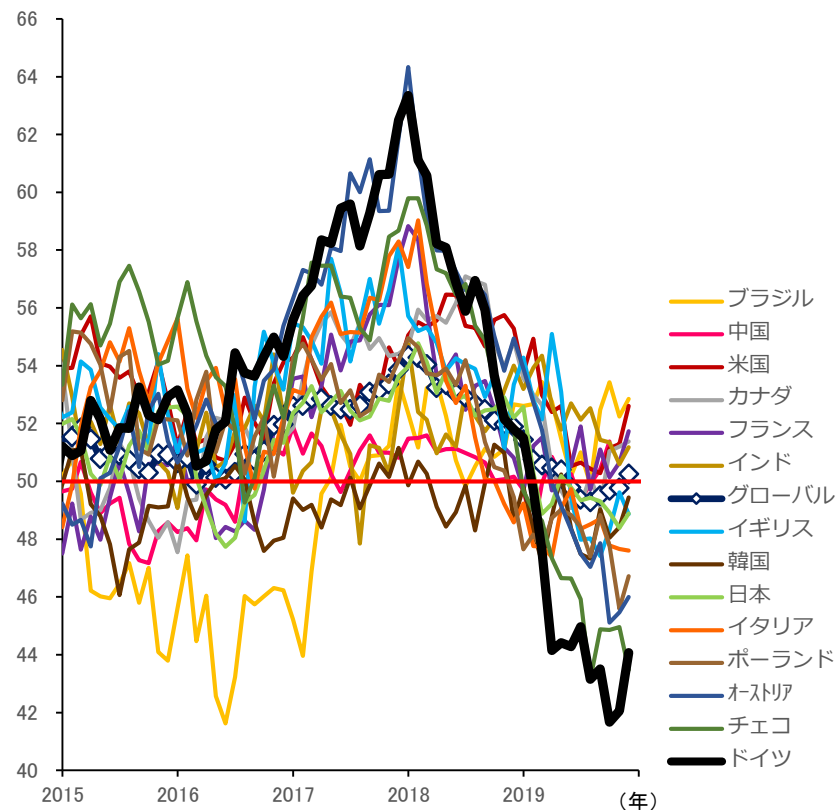
主要国の自動車販売台数は2018年後半から急減しました。米国と中国の通商摩擦が激化したタイミングと重なることから、米・中対立による消費マインドの悪化が原因と済ませられがちです。しかし実際には、EUの排ガス規制強化、中国(世界自動車販売第1位)の自動車優遇税制の終了、インド(同4位)の自動車ローン審査の厳格化など複数の理由が重なったものと考えられます。

その中で、各国に共通する減速理由が、“環境”です。各国政府は環境対策の目玉として、エコカーの普及を推進しています。とりわけ、中国、インドなど大気汚染が深刻な新興国でその傾向が強く見られます。



<主要国の製造業PMI>

グラフ期間：2015年1月～2019年11月（11月は2019年12月6日現在公表済の国のみ掲載）



【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

4. 注目トピック【自動車セクター】

Topic 自動車 2

短期的には盛り返しを予想 長期的には大変革の時代に

しかし、インフラ面での制約や技術的なハードルが高く、エコカーの生産、販売は期待通りには増えません。電気自動車の分野では先頭を走る中国でも、2018年の新車販売台数は100万台、全体の4%程度にとどまります。一方、既存カー（ディーゼル、ガソリン）については、環境基準をクリアしない場合に罰則を科すなど規制強化が進められています。供給側としては、車種を絞る、在庫を抑制するなど、保守的な対応をとるケースが増えます。消費者側でも、実用性に不安があるエコカーの購入には二の足を踏む、或いは、規制をクリアしたモデルを待つなど、新車購入を手控える動きが広がります。

ただ、自動車産業はどの国にとっても基幹産業であるため、生産や販売が大幅に落ち込む事態は看過できません。中国では、ハイブリット車もエコカー扱いとするなど従来に比べ柔軟な対応を取り始めています。ドイツメーカーも足元では生産が増え復調が見られます。これまでの落ち込みの反動から、2020年は世界景気の回復を後押しする要素になると期待されます。

長期的にみると、自動車セクターは、CASE（接続、自動運転、シェアリング、電気自動車）と言われる4つの技術トレンドを軸に大変革の時を迎えています。膨大な先行投資が必要で大規模な合理化は不可避と考えられます。今年に入り世界の自動車メーカーによる人員削減がリーマンショック以降では最大規模になったと伝えられています。世界経済の先行きを見通す上で、自動車セクターから目が離せません。

翻って日本は、自動車産業に直接・間接に従事する就業人口が全体の8%強、出荷額は製造業全体の約2割を占めます。自動車セクターの行方が日本経済の命運を握ると言っても過言ではないでしょう。

CASE (ケース)

～自動車産業の競争力を決める4つの技術トレンド～

Connected (接続・端末化)

Autonomous (自動運転)

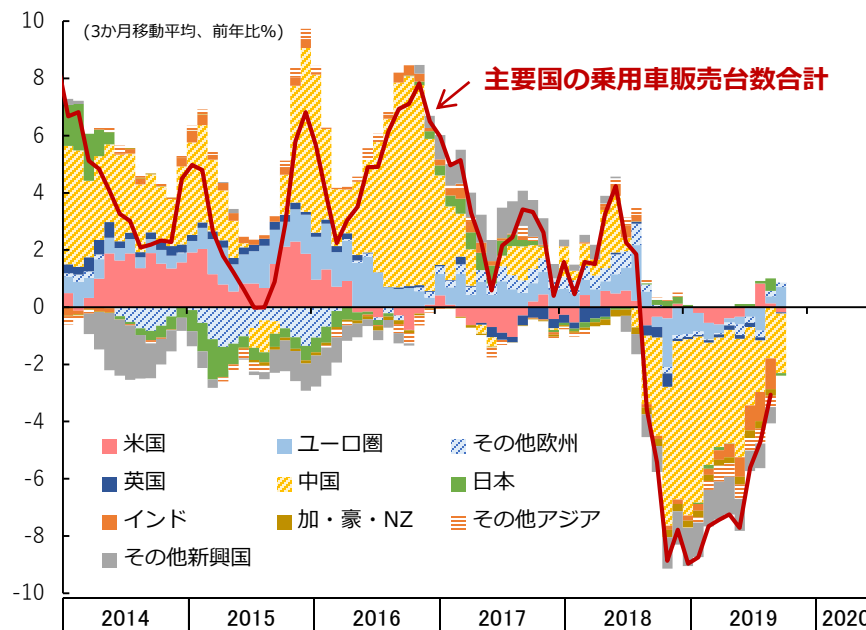
Shared (シェアリング)

Environment (E_v、ハイブリッド、水素)

注：EはElectricで電動化を指すことも

<主要国の乗用車販売台数>

グラフ期間：2014年1月～2019年10月（主要国の乗用車販売台数合計は2014年1月～2019年9月、10月は2019年11月現在公表済の国のみ掲載）



*新車販売台数/登録台数統計のある主要な先進国/新興国30地域の統計を積み上げて算出。(年)

【出所】 ブルームバーグ、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. リスク要因

リスク要因

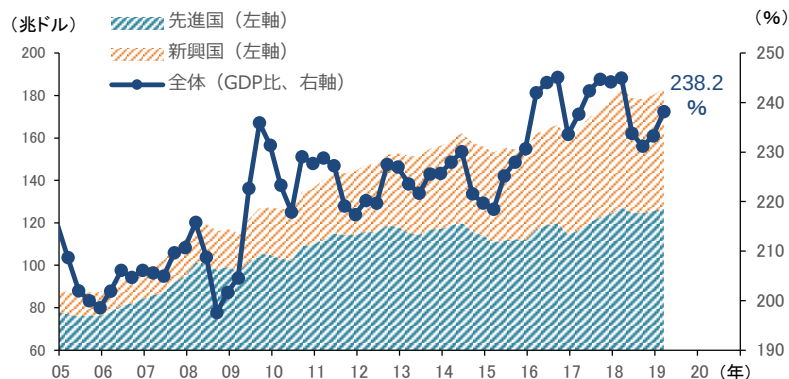
「FRBのオーバーキル」と「ミンスキーモーメント」に備える

『米国景気は高齢で亡くなることはなく最後にはFRBに殺される』は、ウォール街でよく使われる比喻で、FRBの金融引き締めが米国の景気後退をもたらすお決まりのパターンを表すものです。景気を殺してしまうオーバーキル状態になったことをいち早く知るためには、自然利子率（景気に中立的な金利水準）を推計し、政策金利がそれを超えていないかをチェックする方法があります。米国債市場がそのチェック役を担っており、そのような状態になると長期金利が短期金利を下回る「長短金利の逆転現象」が発生し、景気後退入りを警告してくれます。次に訪れる米国の景気後退がいつも通りこのパターンなら、「長短金利の逆転」は有力な先行指標となります。

しかし、大規模な緩和政策が長期化し企業や国の債務が膨張していると指摘されている現在、「ミンスキーモーメント」のような、資産価格の急落が景気後退の引き金となるケースもリスクシナリオとして想定しておく必要があるでしょう。「ミンスキーモーメント」とは、“持続不可能な与信膨張が、スパイラル的な資産価格の下落を招く瞬間”と意識されます。近年起きた事象でそれに近いものとしては、1998年のロシア国債暴落からLTCM危機に至る過程が挙げられます。

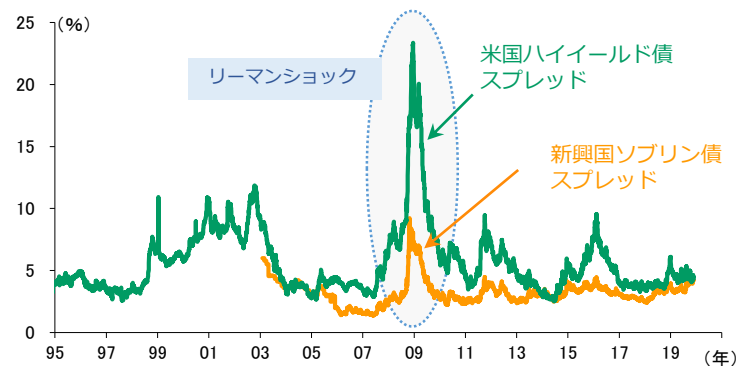
このリスクシナリオでは、マーケットの急変が引き金となるため、リーマンショック時のように金融市場のストレスの変化から予見することは難しいと考えられます。投資家としては、リスクの分散、流動性の確保を徹底することでそうしたリスクシナリオに備えることが必要と考えられます。

＜非金融部門債務＞ グラフ期間：2005年1月～2019年3月



【出所】 BIS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

＜債券利回りスプレッド＞ グラフ期間：1995年1月～2019年11月末



※対米国10年国債利回り

【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

6. 主要マーケットの見通し



主要資産クラスの見通し

資産クラス	見通し（今後6ヵ月程度）
国内債券	アンダーウエイト。2020年6月末までに日本国債10年は0.1%まで上昇を予想。マイナス金利深堀り観測の後退、長期債のオペ減額、海外投資家の大量買いの反動で、米長期金利に対する日本国債のベータ値（感応度）が上昇。現状の相関が続けば、米10年債2.5%で日銀のターゲット上限0.2%近傍まで上昇する見通し
国内株式	中立より高めポジション。日経平均株価は2020年前半に2018年10月に付けたバブル崩壊後の戻り高値2万4270円を更新する展開を予想。企業収益は2019年度ほぼ横ばい、2020年度は小幅増益が前提。前年比では4-6月期の伸びが最大となる見通し
先進国債券	中立より低めポジション。1)世界景気は緩やかなペースで回復、2)FRB・ECBともに2020年いっぱいには現状の緩和スタンスを維持すとの見通しを前提に、2020年央には米10年債利回り2.3%、独10年債0.0%に上昇を予想
先進国株式	中立より高めポジション。世界株価は米国景気が景気後退入りする6ヵ月～1年程度前にピークを着ける傾向あり。米国のリセッション入りは2021年以降と予想され、株価が向こう6ヵ月程度の間に転換点を迎える可能性は低いと判断。市場のリスク選好が過度に進まないか、予想PER（現在米国株は18倍近辺）などで要点検
新興国債券	中立ポジション。相対的に高い利回り、景気回復局面では新興国通貨が選好され易い点を評価。政治の不安定化が広がっており、国・地域、通貨の分散を徹底
新興国株式	中立ポジション。世界景気の回復は新興国市場に追い風。3つの構造要因 —— 中国経済の成長率低下、政治不安定化、過剰債務問題、に対する脆弱性によりパフォーマンス格差の拡大が予想される
国内リート	中立ポジション。世界的な超低金利環境のもと、インカム収入の観点からは依然魅力的な投資先と位置付けられる。不動産市場の変調にはこれまで以上に細心の注意が必要
先進国リート	中立ポジション。金利反転はマイナス要因となるものの、相対的に高い利回りが期待できることから投資需要は依然強い。当面は中立のポジションを維持しファンダメンタルズの変化を見極めた上で中立以下への引き下げを検討

6. 主要マーケットの見通し

債券市場

ドイツ主導で債券利回りはマイルドに上昇

昨年来の世界的な金利低下を主導したドイツが、この先の金利上昇局面でも先導役になると見えています。米国と日本の長期債利回りが2016年のボトムを下回らなかったのに対し、ドイツ10年国債利回りは水準を大きく切り下げ過去最低の▲0.75%まで低下しました。製造業不況とも言われる今回の世界景気の減速局面でドイツ経済が他の先進国以上に深刻な影響を受けたことを反映したものと考えられます。

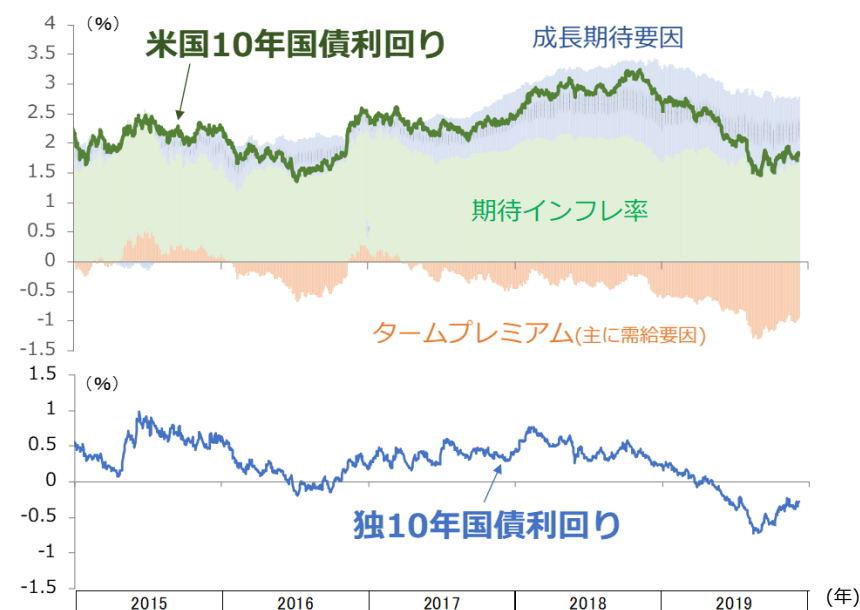
ドイツ長期金利の低下はタームプレミアム（主に需給要因）のマイナス幅拡大を通じて米国長期金利の低下、引いてはJGB利回りの低下につながりました。

2020年はこの逆回転が予想されます。ドイツ長期金利の上昇幅とペースは、1)グローバル景気、2)ラガルド新体制下でのECB金融政策、3)ドイツ財政出動の有無、によって左右されます。メインシナリオは、1)緩慢な景気回復、2)ECBは2020年末まで政策金利据え置き・量的緩和継続、3)大規模な財政出動は見送りです。これらを前提に、ドイツ10年国債利回りは2020年末に0.1%、米10年国債利回りは同2.5%までの緩やかな上昇を予想します。

尚、2020年終盤には、FRBは翌年の利上げ再開、ECBではマイナス金利縮小・量的緩和の終了の議論が始まると予想します。

<主要国の10年債利回り>

グラフ期間：2015年1月1日～2019年12月6日



【出所】 ブルームバーグ、 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

6. 主要マーケットの見通し

株式市場

金融相場から業績相場へ移行 日本株が選好されやすい環境に

日本株の動向は海外投資家次第と言われます。確かに、海外投資家は東証1部の委託売買の7割以上のシェアを占め、影響力は絶大です。今年8月後半からの株価上昇局面でも、海外投資家はほぼ一手買い状態で日経平均株価を3000円以上持ち上げました。

日本株はグローバル景気に敏感な市場です。MSCI日本株指数の業種別ウエイトでは、グローバル景気に敏感とみなされる「工業」と「一般消費財」の2セクターが全体の4割を占め、米国の同2割、欧州の同14%を大きく上回ります。グローバル景気の回復が見込まれる2020年は、業績の回復期待から海外投資家の日本株投資が積極化すると予想されます。

2012年末のアベノミクス始動を機に海外投資家の買いが膨らみ、2015年央には累計買い越し額が23兆円まで積みあがりました（現物+先物）。しかし、グローバル景気が減速局面に入った2018年からは明確に売り姿勢に転じており、2019年8月までに約15兆円を売り越しました。景気の底入れが見え始めた9月以降は5兆円弱を買い戻していますが、買い余力は依然大きいと言えるでしょう。

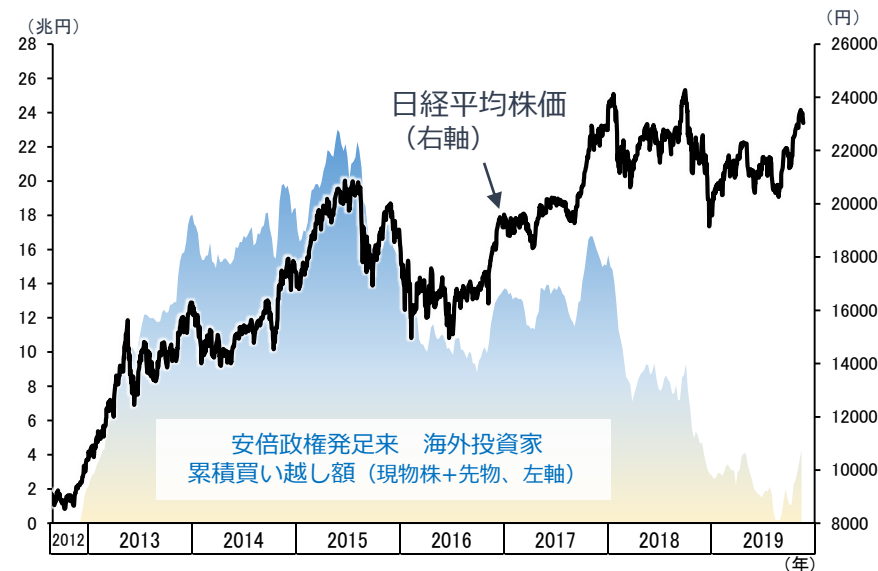
海外投資家の買いが期待外れに終わるケースとしては、日本企業の収益力が疑問視される場合です。ここでも焦点は自動車セクターと考えます。

東証33業種で輸送用機器の時価総額比率はおよそ8%。経常利益は全上場企業のおよそ1割（2018年度実績）ですが、将来の収益性に疑問が生じた場合、日本経済にとってはその比率以上に甚大な影響を与えると予想されます。世界の自動車セクターの株価指数と日経平均の相関が高まっているのは、そのリスクが意識されていることの表れかもしれません。



<日経平均株価と海外投資家の動向>

グラフ期間：2012年9月1日～2019年11月21日
（海外投資家累計買い越し額は2012年9月第1週目～2019年11月第3週目）



【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

6. 主要マーケットの見通し

新興国市場

先進国よりも魅力的な成長見通し 政治要因に注意が必要

先進国を上回る経済成長見通し、パフォーマンス面の出遅れ、割安な株価バリュエーション、相対的に高い債券利回りなど、新興国市場が魅力的に見える要素は多いといえます。

しかし、政治要因には十分な注意が必要でしょう。中南米では、反政府運動が連鎖的に広がっています。これまで同地域の優等生とみなされてきたチリで大規模な反政府運動が起き、エクアドル、コロンビアにもその動きが波及しています。アルゼンチンでは10月の大統領選で左派政権が4年ぶりに返り咲きました。これらの国で共通していることは、痛みを伴う改革路線に対する不満が噴出している点です。年金改革など経済改革が進められているブラジルも対岸の火事では済まされず、ボルソナロ政権は反政府運動が伝播する事態に警戒を強めています。

グローバル化を原動力に2000年代の世界経済は高成長が続いた結果、新興国では多くの中間所得層が新たに生まれました。ある程度生活に余裕が生まれ政治意識も高まった新中間層ですが、近年は低成長が続き生活環境は悪化しています。そうした中、公共料金の引き上げや社会保障の削減をきっかけに、激しい反政府活動に発展する素地は多くの新興国に共通します。

新興国では政治の不安定化は為替相場に反映され易く、通貨安→利上げ→景気悪化→資金流出→通貨安のスパイラルに陥るリスクを伴います。

国地域・通貨を分散し全体のリスクの抑制に重点を置くべきと考えます。

<IMF世界経済見通し> (%、2019年10月時点)

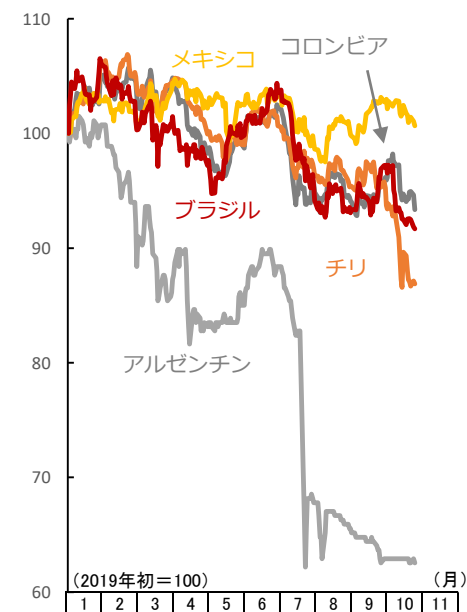


<1人当たり名目GNI（国民総所得）> (USD、2018年)



新興国通貨の推移（対ドル）

（グラフ期間：2019年1月1日～11月26日）



【出所】 IMF、世界銀行、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

6. 主要マーケットの見通し

リート市場

金利反転は逆風も相対的に 高い利回りの投資魅力は変わらず

東証リート指数の配当利回りは3.4%（11月末時点）です。世界的な超低金利環境の中で、このような高い利回りが期待できるリート市場は引き続き魅力的な投資先と言えます。

この先、金利の上昇が見込まれますが、前回の回復局面となった2016年～17年に比べるとマイルドな上昇にとどまる見通しです。日銀の超低金利政策が見直される可能性も極めて小さいことから、金利面からリートを売り急ぐ必要はないと考えられます。

リート投資の戦略を立てる際には不動産市況が焦点となります。空室率、賃料など不動産市況を示す指標はまだ堅調に推移しています。ただ、東京オリンピックまであと半年余り、都市部の農地が不動産市場に放出される2022年問題も気になります。ここは、“餅は餅屋”のことわざ通り、不動産業者の見方を参考にするもの一案でしょう。

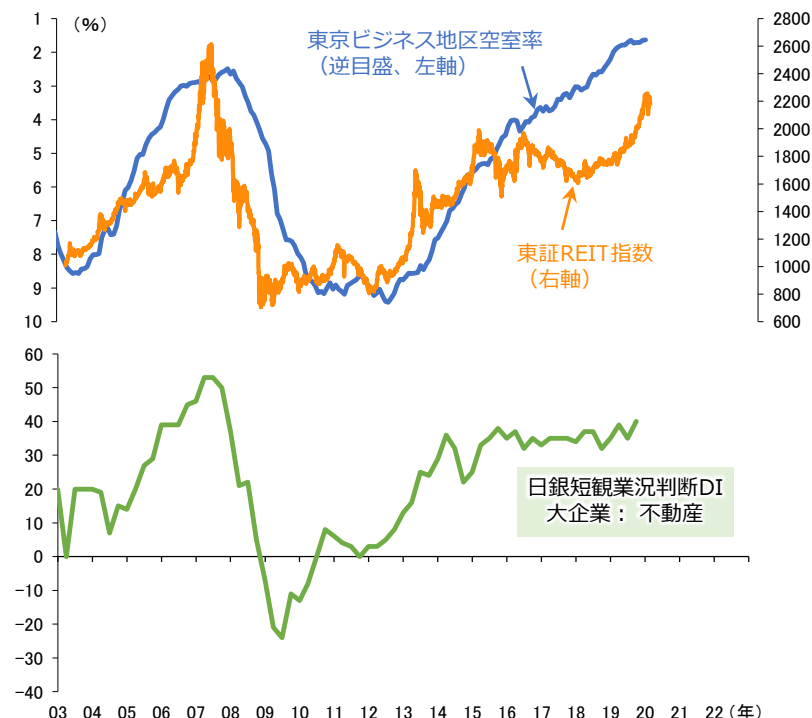
前回の景気サイクルの転換点を見ると、日銀短観調査で不動産セクターの業況判断がピークを打ったのは2007年3月（大企業DI 53）で、東証リート指数のピーク（2007年5月31日）とほぼ一致します。他方、空室率のピークは2007年11月、賃料のピークは2008年8月で結果的には短観から発信されるメッセージを重視すべきだったことになりました。

10月1日に発表された日銀短観2019年9月調査では、不動産セクターの業況判断DIは今サイクルで最高の40（大企業）でした。次回12月調査（12月13日発表）が注目されます。

<国内不動産市場の動向>

グラフ期間：1997年1月1日～2019年12月5日

（東京ビジネス地区空室率は2019年10月末まで、日銀短観業況判断DIは2019年9月末まで）



【出所】ブルームバーグ、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

7. 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。それぞれの項目が3ヶ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		2018年				2019年											
		9月	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	12月
		58.3	25.0	20.8	12.5	16.7	37.5	58.3	66.7	58.3	50.0	58.3	41.7	33.3	25.0	56.3	50.0
①	ISM製造業・新規受注指数	61.5	58.0	61.8	51.3	58.2	55.5	57.4	51.7	52.7	50.0	50.8	47.2	47.3	49.1	47.2	
②	NFIB(中小企業景況感)・景気楽観度指数	107.9	107.4	104.8	104.4	101.2	101.7	101.8	103.5	105.0	103.3	104.7	103.1	101.8	102.4		
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	90.5	89.3	88.1	87.0	79.9	84.4	88.8	87.4	93.5	89.3	90.5	79.9	83.4	84.2	87.3	88.9
④	非国防資本財受注(除く航空機)(百万ドル)	69,184	69,904	69,052	67,964	68,935	69,166	69,396	68,629	68,794	69,431	69,435	68,901	68,533	69,267		
⑤	新規失業保険申請件数(千人)	213	216	227	222	225	222	214	214	217	223	212	216	213	215	217	
⑥	NAHB住宅市場指数	67.0	68.0	60.0	56.0	58.0	62.0	62.0	63.0	66.0	64.0	65.0	67.0	68.0	71.0	70.0	
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	▲15.9	▲15.9	▲15.9	▲15.9	2.8	2.8	2.8	▲4.2	▲4.2	▲4.2	▲2.8	▲2.8	▲2.8	5.4	5.4	5.4
⑧	独Ifa景況感指数 産業・商業(期待指数)	102.0	99.5	98.4	97.6	94.3	94.5	93.8	92.5	94.3	93.7	92.2	91.1	91.1	92.0	92.4	
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	
⑩	中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4		
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	9.2	7.1	9.7	7.4	▲1.6	▲0.1	▲0.8	▲4.9	▲7.9	▲6.0	▲4.4	▲13.0	▲9.6	▲10.8	▲13.8	
⑫	日本 実質輸出指数	108.4	112.2	109.8	110.8	107.0	110.7	109.5	110.9	106.1	110.5	111.6	110.7	111.0	109.3		

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

(2019年12月9日時点)

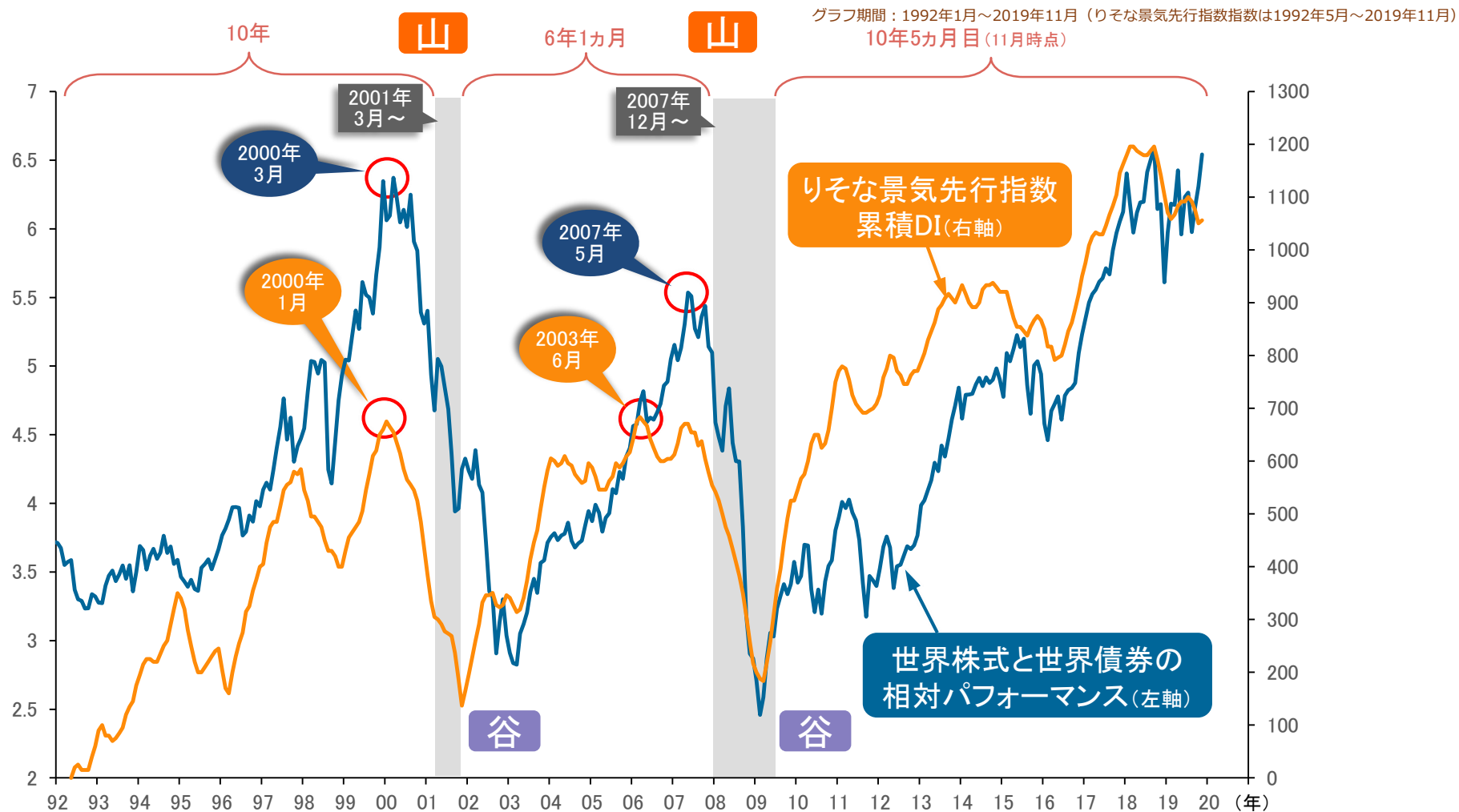
<計算方法>

例えば、ISM製造業・新規受注指数の2019年3月発表の数値は57.4でした。3ヶ月前の2018年12月の数値51.3と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2019年3月は12指標のうち7指標が「改善」を示していますので、 $7 \div 12 \times 100 \div 58.3$ 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

7. 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



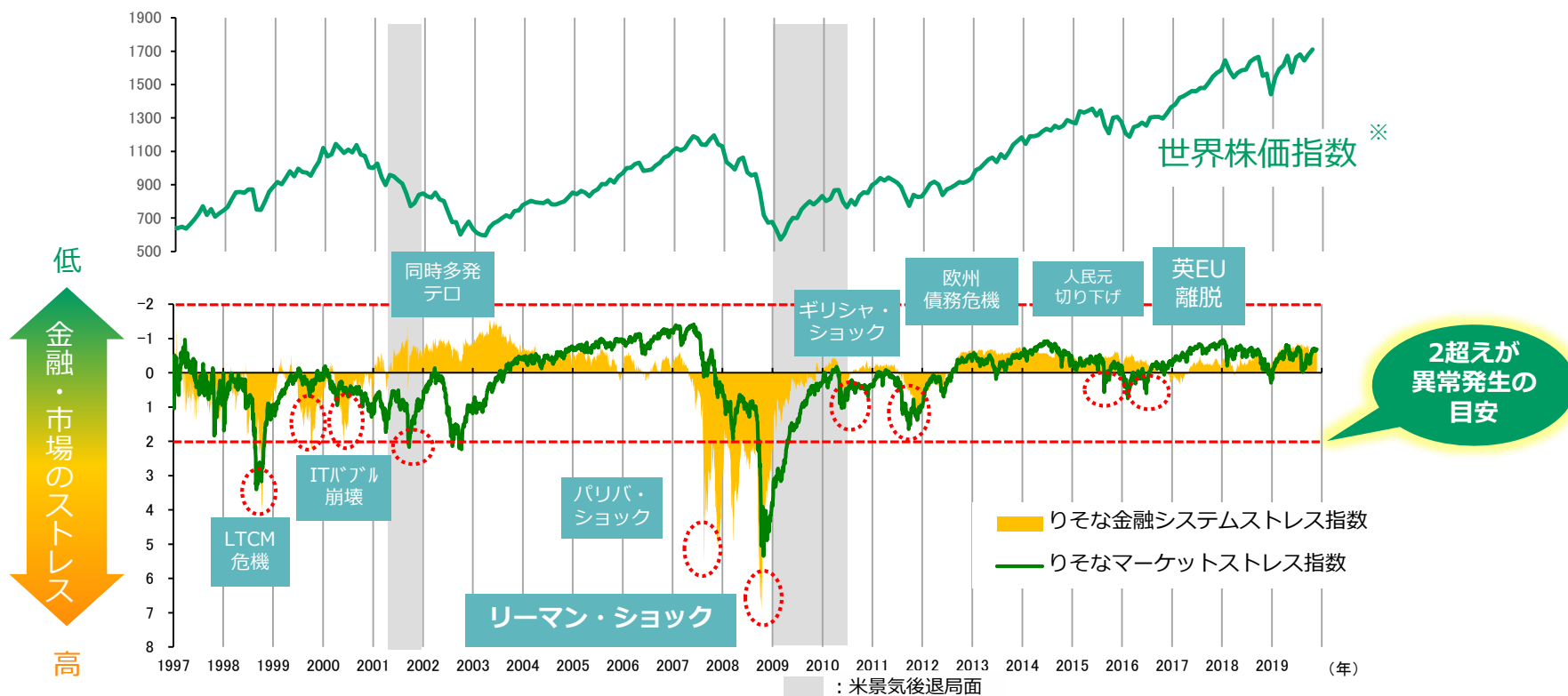
※世界株式/世界債券。世界株式：MSCI-World 指数（現地通貨建て、配当込み）、世界債券：FTSE世界国債インデックス（現地通貨建て、配当込み）
：米景気後退局面

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

7. 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～2019年11月25日（世界株価指数は1997年1月～2019年10月）

※MSCI-ワールド指数、現地通貨ベース

【出所】ブルームバーク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

7. リそなの独自指標

リそなストレス指数・構成指数

リそな金融システム・ストレス指数		指標の概要
①	TEDスプレッド	3ヶ月物米ドルLibor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ヶ月物ユーロLiborと3ヶ月物独短期国債の金利差
⑤	独国: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
リそなマーケット・ストレス指数		指標の概要
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(5-10年)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・ジャンボファンドプリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンドプリーフ債(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(5-10年)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&P500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	StoxxEurope600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	変動率指数。S&P500を原資産とする株指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)を原資産とする株指指数オプションのインプライド・ボラティリティ

米国の銀行の信用度が悪化すると
数値が跳ね上がります

欧州の銀行の信用度が悪化すると
数値が跳ね上がります

<本資料使用に際してのご注意事項>

- 本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、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。
- 本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。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り、本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。