情報提供資料

Resona Investment Outlook 2020.04

～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　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。

ごあいさつ

昨年12月号の「５．リスク要因」の欄で、“「ミンスキーモーメント」のような、資産価格の急落が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”、と述べました。世界中で膨張した「過剰債務」がいつ破裂してもおかしくない、との認識がこのリスクシナリオのベースにありました。そして、「新型コロナウイルス」を引き金に「資産価格の急落」が起きました。今のところ、当局の果断な政策対応で「過剰債務」の破裂は一定の水準で止まっています。この先、この“過剰債務”がどのように処理されていくかが、マーケットの動きを大きく左右すると考えます。

＜もくじ＞

1. 2020年1～3月期のふりかえり
2. 2020年度の見通し【サマリー】
3. 2020年度の見通し【マクロ環境・金融環境】
4. 主要マーケットの見通し
5. りそなの独自指標

最高値更新から歴史的急落へ劇変

米国S&P500指数は2月19日に最高値を更新し、そのわずか３週間後にベア相場入り（≒直近高値から2割超下落）しました。米国株式の長い歴史の中でもこれほどの急変は、プログラム売りが暴走した1987年のブラックマンデーと大恐慌の入り口となった1929年の急落時を除いて例がありません。

ウォーレンバフェット氏の名言“潮が引いてはじめて誰が水着をつけていないかわかる”にある通り、これまで十分に意識されていなかったマーケットの脆弱性が浮き彫りになっています。その一つが流動性のミスマッチです。原資産の流動性が低いにもかかわらず、ETFや投資信託という換金性が高い商品形態で最終投資家が保有している為、一斉に解約売りが出たときに値崩れを起こしやすいという問題です。ハイイールド債、新興国市場、そして史上はじめてマイナス圏に沈んだ原油相場などの下落幅が大きくなった背景には、この流動性のミスマッチ問題が影響していると考えられます。

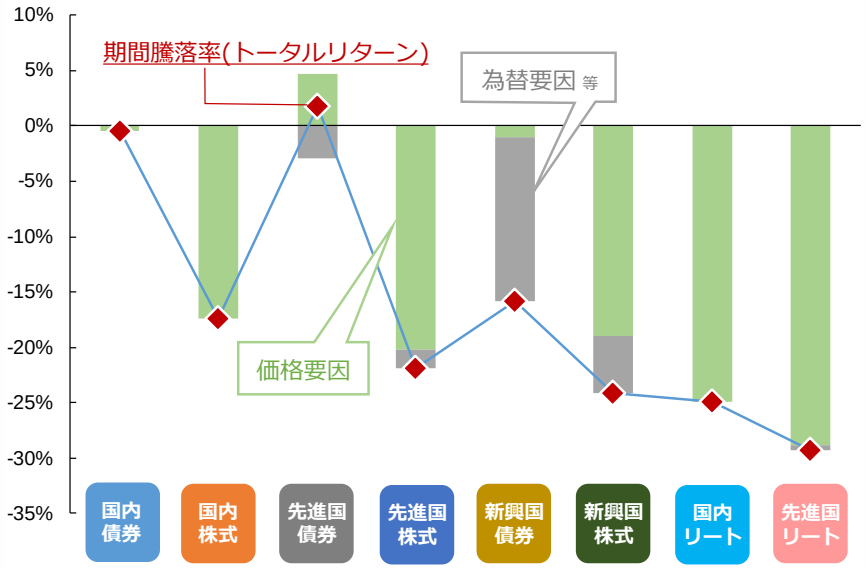
■**債券市場**：米10年国債利回りは一時0.5%台、ドイツ10年国債利回りはマイナス0.8%台とそれぞれ過去最低の水準まで低下しました。3月央に株式と債券が同時に売られる場面がありましたが、米欧中銀の流動性供給が奏効し、ほどなく落ち着きを取り戻しました。

■**株式市場**：MSCIコクサイ（配当込み、円ベース）は四半期で▲21.8%と2008年10-12月期(▲34.3%)以来、TOPIX(配当込み)は同▲17.5%と2018年10-12月期(▲17.6%)以来の下落となりました。

■**リート**：先進国（日本除く）リート指数は、住宅ローン担保証券（RMBS）、商業不動産ローン担保証券（CMBS）の信用リスクが意識され下げ幅が拡大しました。

■**新興国市場**：リスクオフで資金流出が膨らみ、経常赤字国、資源国を中心とした為替安のマイナス寄与が拡大しました。

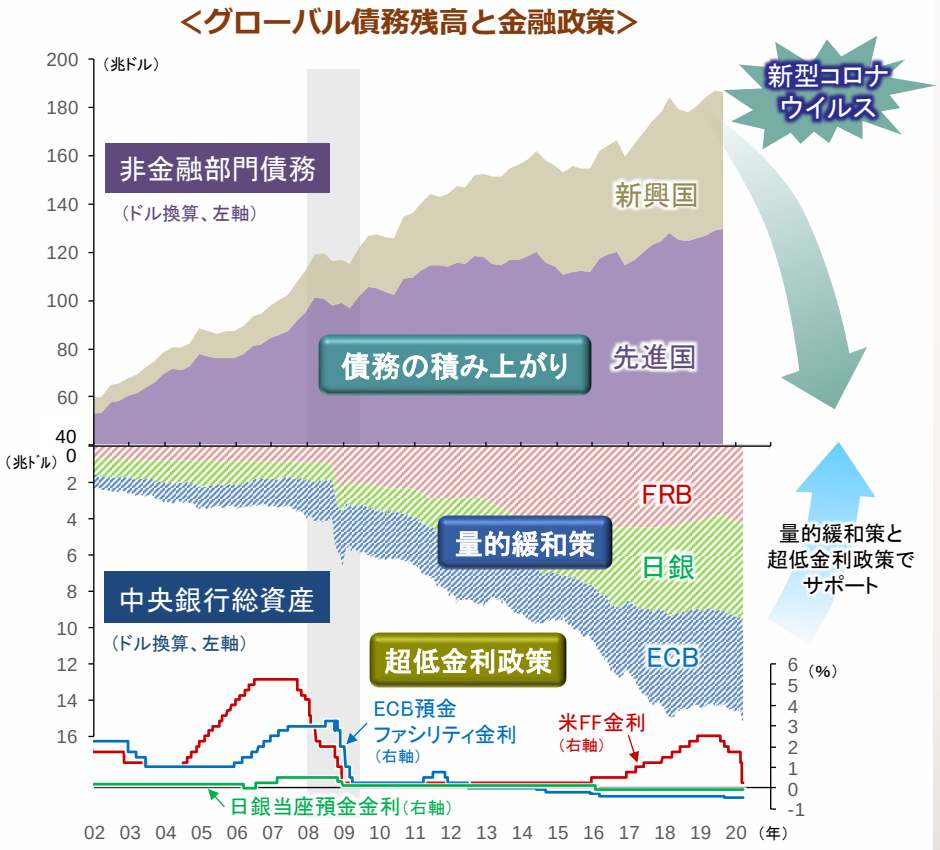
＜ 前四半期（2020年1月～3月）主要マーケットの騰落率 ＞



※【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

遅行するクレジットサイクルがV字型回復の妨げに



グラフ期間： 2002年1月～2020年3月（非金融部門債務は2002年～2019年第3四半期）

：米景気後退局面

【出所】BIS、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

IMFのデータによると、全世界の非金融部門の債務残高は2007年末の110兆ドルから2019年には1.7倍の190兆ドルへ、GDP伸びを上回るペースで大きく増加しました。
この債務の膨張を支えたのは10年以上続いた主要国の超低金利政策と量的緩和政策です。欧州や日本ではマイナス金利政策が採られ、ピーク時には世界全体で取引されている債券の約3割がマイナス利回りとなりました。高利回りの債券はイールドハンティング（利回り狩り）の恰好のターゲットとなり、財務体力が弱い企業や重債務国でも総じて低金利での資金調達が可能となり、世界的な過剰債務状態が形成されました。

この「グローバルな過剰債務」がいつ破裂してもおかしくない、との認識はおそらくマーケットで広く共有されていたと思われます。誰もが認識していたリスクという点では、「グローバルな過剰債務」は“灰色のサイ”と言えます。ただ、何をきっかけに破裂するかについての明確なコンセンサスは無く、過去のパターンから“金利の上昇”がその引き金になるとの見方が多かったと思われます。

実際は、“新型コロナウイルス”の一刺しで、“灰色のサイ”が動きだしました。現在は、FRB（米連邦準備制度理事会）をはじめ各国金融当局が一斉に強力策を発動し、灰色のサイの暴走をなんとか食い止めている状態です。

投資の観点からは、この過剰債務がどのように解消されていくかが、極めて重要なポイントとなります。一気に解消が進んだ場合は、与信コストの急増などにより金融部門への打撃が避けられず、景気後退は深刻化・長期化します。他方、時間を掛けて解消となれば、長期にわたり成長の足かせになります。投資環境見通しの改善にはこの過剰債務の解消が不可欠と考えられます。

2．2020年度の見通し【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：当面、株式を中立より低めに維持する保守的な資産配分戦略を維持します。次の焦点は、いつ、積極的なポジションに引き上げるかです。4-6月期中には新型コロナウイルスの感染がピークを越えて経済活動が正常化に向かえば、7-9月期以降はV字型回復が期待されます。ただ、その実現を難しくするのが、遅行するクレジット･サイクルです。今回、新型コロナウイルスの感染対策で経済活動が停止し、ビジネスサイクルは一気に後退局面に移行しました。しかし、クレジットサイクルの方は、当局より様々な信用リスク回避策が打たれた為、後退局面への移行が進まず、債務はむしろ一段の拡大が予想されます。通常であれば景気後退期で起きる、信用の収縮、債務不履行・倒産の増加などが、遅行して本格化すると予想されます。株式などのリスク資産のウエイト引き上げはその影響をいち早く見極めた上で判断するのが適切と考えます。

債券：オーバーウエイト。但し、日本や欧州などマイナス圏に沈む債券についてはキャピタルロスのリスクがこれまで以上に意識され、値上がり余地は限定的と見ます。信用リスクが再び焦点となる可能性が高く、非投資適格債券はアンダーウエイト。

株式：中立より低めのポジション維持。地域別では、北米をオーバーウエイト、日本、欧州、新興国をアンダーウエイト。ファクターでは、低財務レバレッジ、高配当利回りを選好。

リート：中立より低めのポジション。クレジットサイクルが拡大局面から後退局面に移行する過程で、高負債の不動産セクターはマイナスの影響を受け易い点に留意。

為替：金利差要因がほぼ無くなり、変動は小幅にとどまる見通し。

<ビジネスサイクルとクレジットサイクル>

グラフ期間： 1992年5月～2020年2月（世界株価指数は1992年1月1日～2020年4月17日、非金融部門債務対GDP比は1992年～2019年第4四半期）

：米景気後退局面　※MSCI-World指数、現地通貨ベース

【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

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

L字型・U字型回復 ＞V字型回復

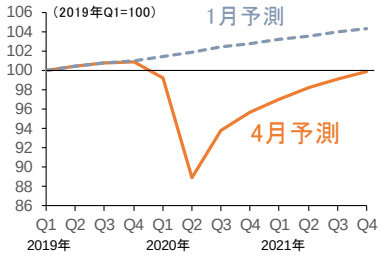
３月以降のマーケットは、無秩序に乱高下を繰り返しているようでいて、実はいつも通り、経済実態をかなり正確に織り込みながら動いているようです。

世界全体の経済活動を表すグローバル総合PMI3月値は、前月比7.5ポイント低下の39.5と2012年の統計開始以来最低の水準となりました。3月の歴史的な株価下落は、このグローバルPMIとほぼ一致します（右図をご参照ください）。株価はこの先も、このグローバル総合PMIに沿って推移すると予想されます。

この先のシナリオは、1)V字型回復、2)緩やかな回復（L字型、もしくは、U字型）、３）下振れ、の3通りに大別されます。当社では、2)緩やかな回復（L字型かU字型）をメインシナリオに考えています。2020年後半から経済活動が再開された場合でも、感染再拡大防止のための活動制約や、家計部門/企業部門の慎重な消費/投資姿勢が続くと予想する為です。

IMFの最新世界経済見通しでも、“緩やかな回復”が基本シナリオに置かれています。先進国の成長率は、2020年▲6.1%、2021年＋4.5%と予想されており、絶対水準では2021年末時点でも新型コロナウイルスの感染が拡大する前の2019年末の水準には戻らない予測です。

＜先進国のGDP推移（IMF予測）＞



＜世界株価指数とグローバル総合PMI＞

グラフ期間：世界株価指数は2014年1月1日～2020年4月8日、
グローバル総合PMIは2014年1月～2020年3月

※MSCIワールド・インデックス（現地通貨建て）

【出所】 IMF、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

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

借金の山が成長の足かせに

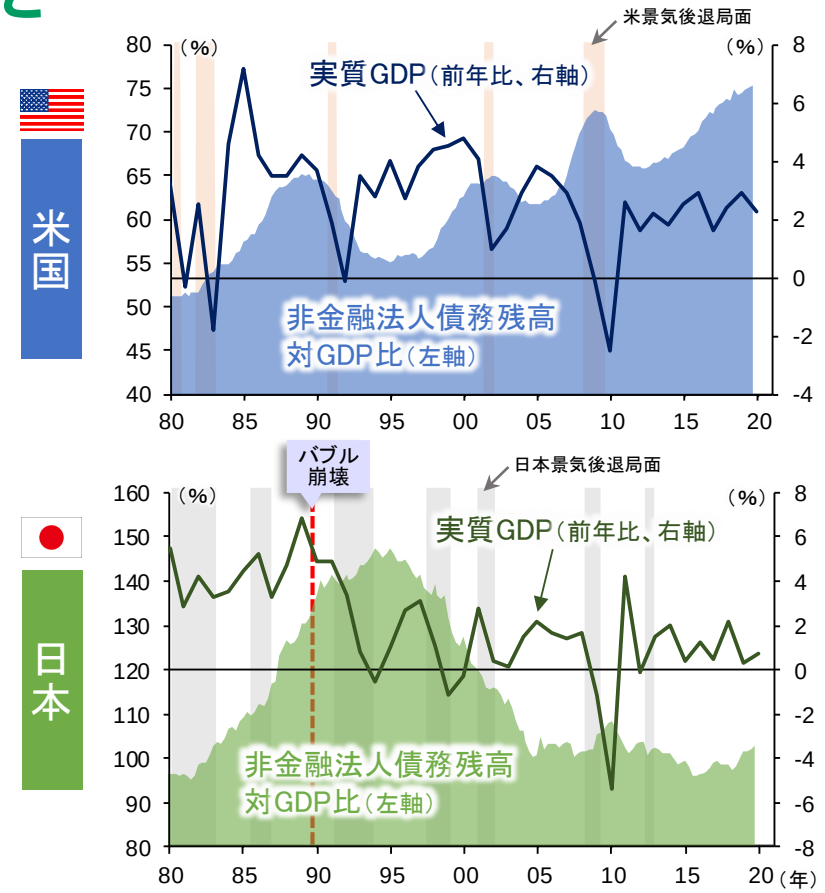
V字型回復のハードルは高いと当社が考えるもう一つの理由が、企業部門の過剰債務が清算されていないことです。とりわけ、米国でその点が顕著で、この先の成長の阻害要因になると考えます。

FRBは2019年11月に公表した金融安定化報告書で、企業債務残高の対GDP比が過去最大となっていると指摘し、特にハイイールド債やレバレッジローンなど信用力の低い企業の債務が急増していることに警戒感を示しました。しかし、4月9日の2.3兆ドル規模の信用供与パッケージをはじめFRBが次々に打ち出した施策の多くは、低格付け企業を含めた企業債務の拡大を促進するものです（詳細は7、8頁をご参照ください）。急激な信用収縮を回避する為には他に手段がなかったと思いますが、過剰債務の清算は、少なくとも当座先送りされることになります。

戦後最長の米国の景気拡大局面は、2020年2月の10年8ヵ月目で途切れ、2020年後半から新たなビジネスサイクルが始まると予想されます。一方、クレジットサイクルの方は、当局の介入により、拡大局面から後退局面への移行が進んでいません。

今後の展開は、2通り考えられます。一つは、過剰債務を抱えた企業、即ち、低収益・非効率企業が延命し、経済全体の成長を押し下げるケースです。バブル崩壊後の日本経済がこの参考になります。もう一つは、市場の力が働き、デ・レバレッジ（過剰債務の削減）が進むケースです。前者は長期的な成長率低下、後者は短期的に成長率を押し下げる要因となります。いずれの経緯を辿るにせよ、過剰債務問題を解消しないまま高い成長を続けることは難しいと考えられます。

<日米の非金融法人債務残高>



グラフ期間：1980年1月～2019年9月（実質GDPは1980年～2019年）

【出所】 BIS、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

FRBに“あっぱれ”で良いか？

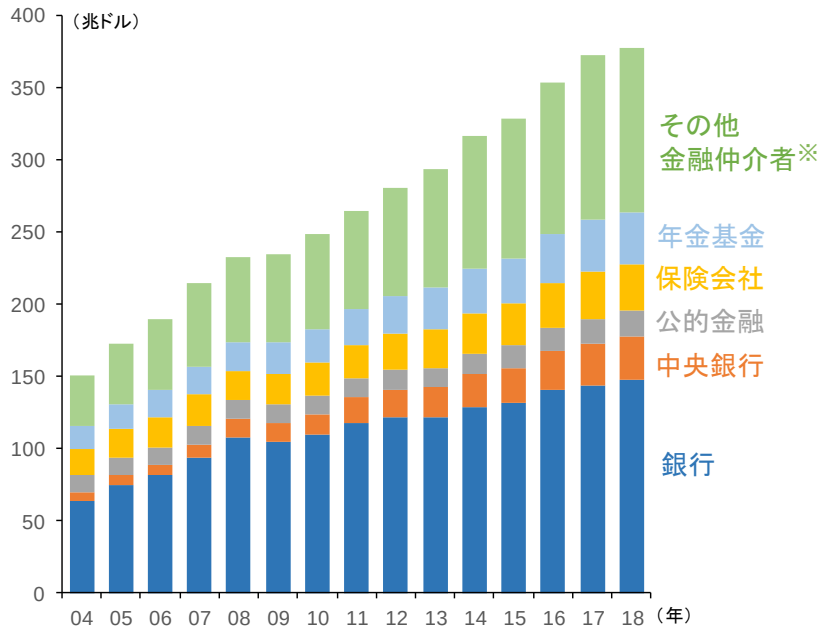
3月以降にFRBが打ち放った政策は、水も漏らさないほど徹底したものと言えそうです。3月9日の50bp緊急利下げに始まり、量的緩和無制限化、窓口貸出・信用規制緩和による金融機関の貸し出し促進、CP買い取り、MMFへの資金供与、ABS、CMBS、レバレッジドローンなど証券化商品の担保受け入れ、地方債･社債（一部ジャンク債含む）購入、中堅・中小企業向け信用供与、等々です。

やり過ぎとの批判が上がることはFRBも承知していると思われます。しかし、シャドーバンク（右図の「その他金融仲介者」に含まれる）と言われる銀行以外の経路による信用供与の割合が高まっています。銀行をターゲットとする伝統的な金融政策では効果は及ばず、今回のように微に入り細にうがった政策が必要、という点は理解できます。

FRBの一連の政策対応を受け、市場は一定の落ち着きを取り戻しています。金融システムの健全性を測る「りそな金融ストレス指数」は一時異常値の目安とする2(Z値)に接近しましたが、足元では低下傾向にあります（次頁グラフ）。やはり、FRBには、“あっぱれ”の賞賛を送るべきかもしれません。

しかし、“モラルハザード”についてはどうでしょうか。多くの企業や個人が窮地に陥っているのは、国や地方政府が新型コロナウイルス対策で経済活動を停止したためです。FRBが何ら落ち度のない企業や人々を救済するために踏み込んだ対応をしている、という説明は分かります。ただ、落ち度が有る・無い、の線引きは容易ではありません。結局、非常時を名目に、落ち度が有る者・無い者どちらも救済される場合が多いことをマーケットは過去の経験から学んでいます。その結果、FRBが購入する資産は買い、FRBがマーケットに優しい間は乗れ（いわゆる“Fedに逆らうな”）、というモラルハザード相場が生まれます。

<グローバル金融資産　金融仲介者別　内訳>



グラフ期間： 2004年～2018年

※投資信託、MMF、不動産投資信託（リート）、ヘッジファンド、プライベートエクイティなど

【出所】 Financial Stability Board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年度の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー

金融環境

モラルハザード相場の行方

長期投資の観点からは、ここで2つのことを考える必要があります。一つは、非常時でなくなりFRBが出口を模索し始めた際のマーケットの反応、もう一つは、非常時が想定以上に長期化した場合、FRBには有効な政策手段が残っているのか、です。

2つ目については、いざとなればFRBは日銀のように株式ETFの購入を始めるので心配無用、との指摘があります。早晩、原油ETFの購入観測が出てくるかもしれません。

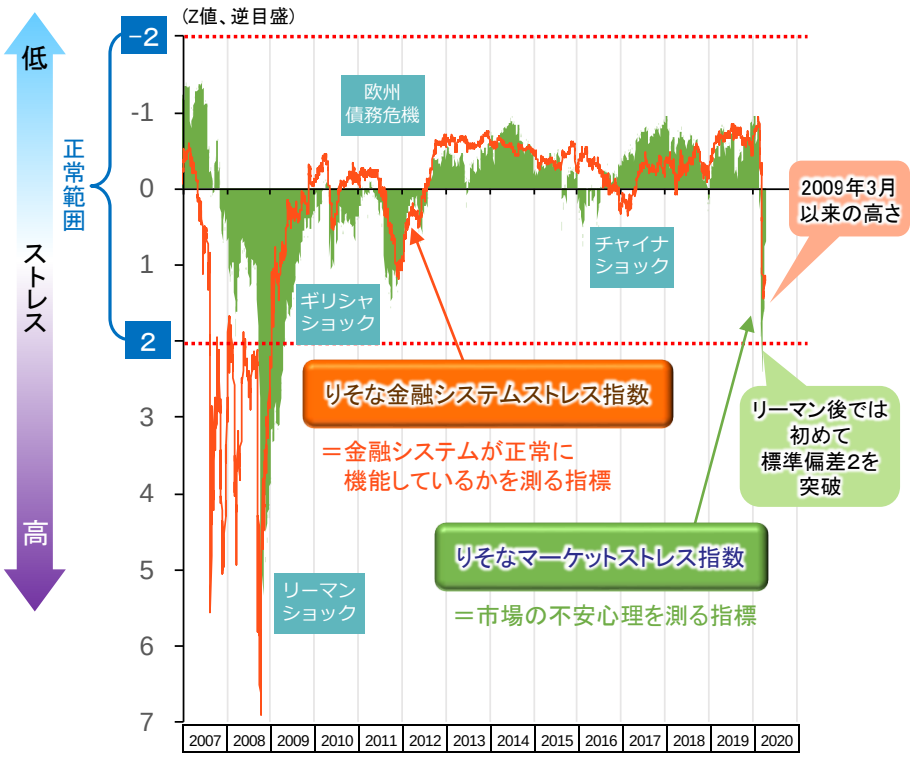
このモラルハザード感覚をいかに解消させるかが、FRBにとって最も厄介な問題のように思われます。

【FRBの政策一覧】

3月17日 ・CPFF（Commercial Paper Funding Facility）、CPの直接購入
・PDCF（Primary Dealer Credit Facility）
18日 ・MMLF（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility）創設
19日 ・中銀スワップライン強化
20日 ・PDCF（Primary　Dealer Credit Facility）
23日 ・PMCCF（Primary Market Corporate Credit Facility）
プライマリー市場での企業向け資金供与
4月7日に条件緩和されハイイールド債が対象に加えられる
・SMCCF（Secondary Market Corporate Credit Facility）
セカンダリー市場での企業向け資金供与
・TALF（Term Asset-backed securities Loan）
ABS等担保の資金供与
31日 ・FIMM（Foreign and International Monetary Authority）
4月 9日 ・PPPLF（Paycheck Protection program liquidity facility）
・MSLP（Main Street Liquidity Program）
・MLF (Municipal Liquidity Facility)

※各施策と関連するマーケットは次ページ図の通り。

<りそなストレス指数>



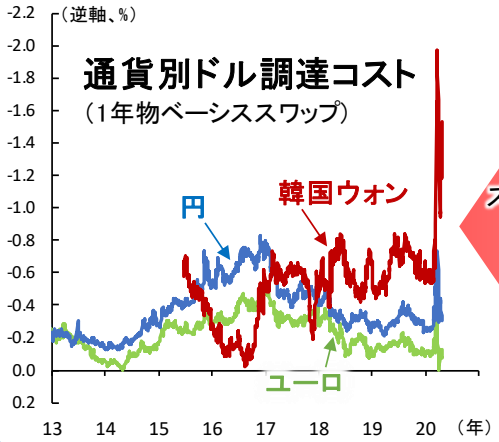
グラフ期間： 2007年1月1日～2020年4月17日

【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

3．2020年度の見通し【マクロ環境・金融環境】

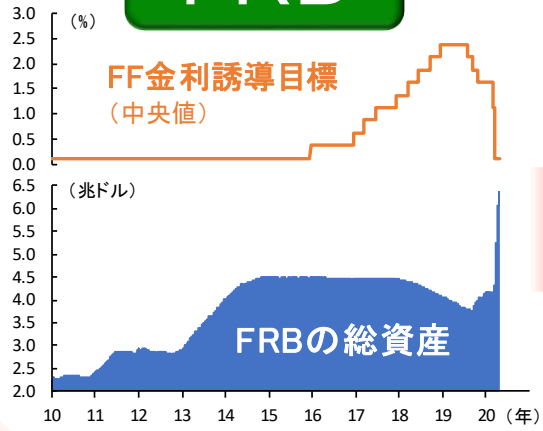
【FRBの政策一覧】

海外中銀　証券会社



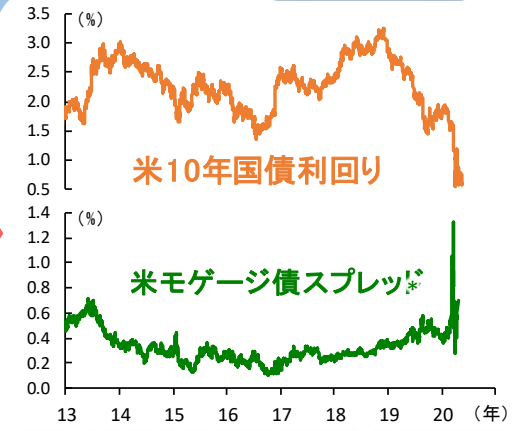
中銀
スワップライン
FIMA
PDCF

FRB



資産
買い入れ

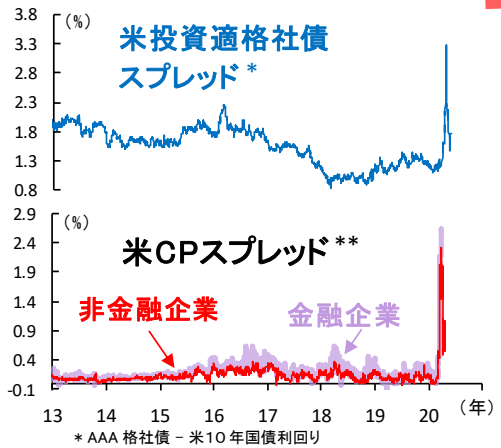
米国債　住宅ローン



＊ ブルームバーグ・バークレイズ MBS 指数利回り － 米10年国債利回り

CPFF
PMCCF
SMCCF

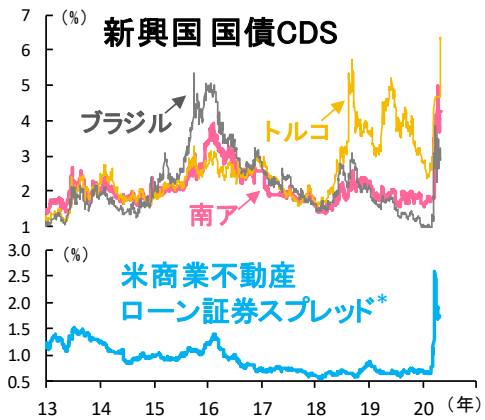
CP　社債



＊ AAA 格社債 － 米10 年国債利回り
＊＊ CP 利回り － 財務省短期証券利回り

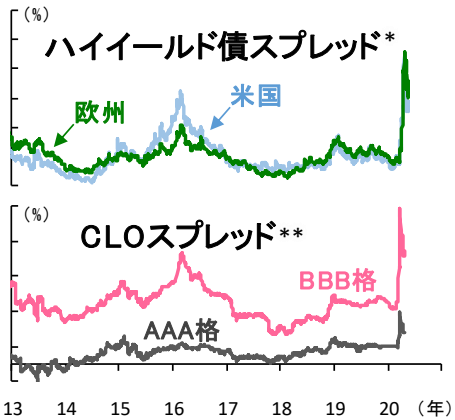
緩和の効果が表れにくい市場

新興国市場　商業不動産



＊ ブルームバーグ・バークレイズ CMBS 指数利回り － 米10年国債利回り

ハイイールド債　レバレッジド・ローン



＊ ブルームバーグ・バークレイズHY 指数利回り －米・独10年国債利回り
＊＊ Palmer Square CLO 指数利回り － 米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

※巻末の＜本資料使用に際してのご注意事項＞を必ずご覧ください

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	オーバーウエイト。日本10年国債利回りはゼロ%近傍で推移を予想。需給悪化から超長期債利回りには上昇圧力がかかる一方、10年以下についてはYCC維持で利回り上昇は抑えられる展開に。
国内株式	アンダーウエイト。2020年度の1部上場企業業績は２年連続の経常減益の見通し。IMFの予測に基づく推計ではTOPIXの12ヵ月先EPSは2月末の122から2020年6月には99程度まで下方修正（約▲20%）される見通し。
先進国債券	オーバーウエイト。米・独などコア国債券とユーロ周縁国で2極化する展開を予想。2020年末には米10年債利回り0.8%、独10年債は▲0.1%程度までの上昇にとどまる見通し
先進国株式	中立より低めポジション。米国株の予想EPSが2020年2月の最高値更新時の水準を回復するのは早くて2021年春頃を予想。当時の予想PER（19倍超）を上回る可能性は低く、上値は限定的。3月以降にFRBが打ち出した諸政策の巻き戻しが波乱要因に。
新興国債券	アンダーウエイト。1)新型コロナウイルスの感染拡大、2)過剰債務問題、3)コモディティ価格下落、が重なり経済ファンダメンタルズが脆弱な国の通貨安リスクに注意。
新興国株式	アンダーウエイト。慢性的な経常赤字国など経済ファンダメンタルズが脆弱な国は、資本流出→通貨安→物価上昇→金利上昇→景気悪化→資金流出の悪循環が発生し易い。
国内リート	中立より低めポジション。超低金利環境は引き続き追い風となるものの、日本経済の下振れの影響は免れない。超長期金利の上昇には要注視
先進国リート	中立より低めポジション。低金利環境継続は下支え要因となるものの、金融当局の支援策でクレジットリスクの表面化が先送りされている点に留意。商業不動産を取り巻くファンダメンタルズの悪化に要注意

債券市場

中央銀行　最後の聖戦のあと

過剰債務を作ったのは自分達、との自覚があったためかどうかは定かではありませんが、3月中旬以降の各国中央銀行の動きは迅速で、打てる政策手段を全て投じて市場の混乱に立ち向かったように見えます。政策金利についてはG7国が揃って0.25%以下となり、量的緩和についても英国が再開、カナダが初導入で、G7国の足並みが揃いました。

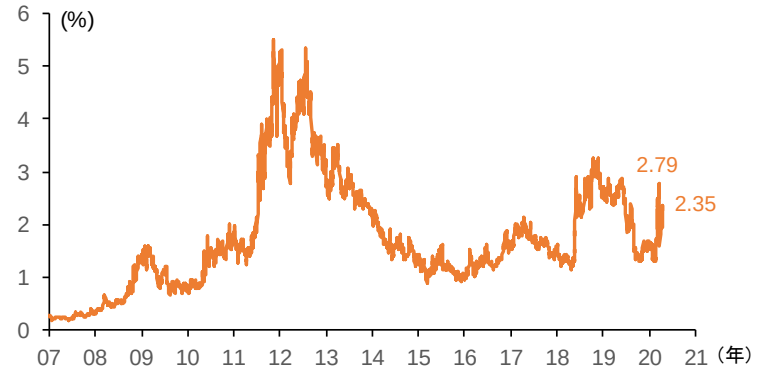
その結果、G7国の10年国債利回りは全てゼロ%近くで収れんか、というとけしてそうではありません。 ドイツとイタリアの10年国債利回りスプレッドは一時235bpまで拡大し、3月18日にECBが緊急支援策を発表した直前の水準に近づきました（右上図）。

2020年の世界の財政赤字は前年から2.7倍に拡大し、GDP比では9.9%とリーマンショック直後の2009年（7.0%）を上回る見通しです（IMF世界財政報告書より）。金融政策の余地が限られる中で、仮に新型コロナウイルスの封じ込めが長期化すれば、更なる財政赤字拡大は必至となります。

言うまでもなく、財政赤字の拡大は国債の新規発行の増発につながります。その時の備えではありませんが、各国中銀は量的緩和で国債を吸い上げる用意が出来ています。FRBは無制限に、日銀は年間80兆円購入の目処を残しています。ECBについては、7500億ユーロ規模（域内のGDPの6%に相当）の国債購入プログラムを立ち上げました。ただ、あくまで各国のECBへの出資比率に応じた購入が原則で（例えばイタリアとスペインの出資比率は合計29%）、周縁国国債に売り圧力が掛かった場合、必ずしも盤石とは言えません。

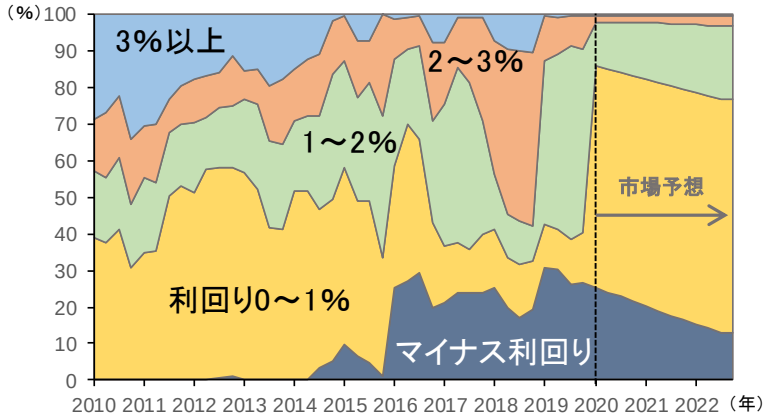
マーケットでは先進国国債利回りは低位で横ばい推移するとの見通しが一般的です（右下図）。ただ、FRBのマイナス金利採用、日･欧のマイナス金利の深堀り、いずれの可能性も極めて小さいと考えられ、既に十分に低位にある日･米･独の長期金利の低下余地は大きくありません。そのような中で仮に、財政リスクが意識される国債が増えた場合、ベンチマーク通りの運用では、3月央のリスクオフ時のように、十分な分散投資の効果が得られない可能性を想定しておく必要がありそうです。

＜イタリア・ドイツ国債スプレッド（10年）＞



グラフ期間：2007年1月1日～2020年4月17日

＜先進国国債利回り分布と今後の市場予想＞



グラフ期間：2010年第1四半期～2022年第4四半期

【出所】 IMF、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

米国株は最短2021年春に高値奪回へ

S&P500指数は今年2月19日に過去最高値の3386ポイントを付けました。では、何時また高値を奪回できるでしょうか？

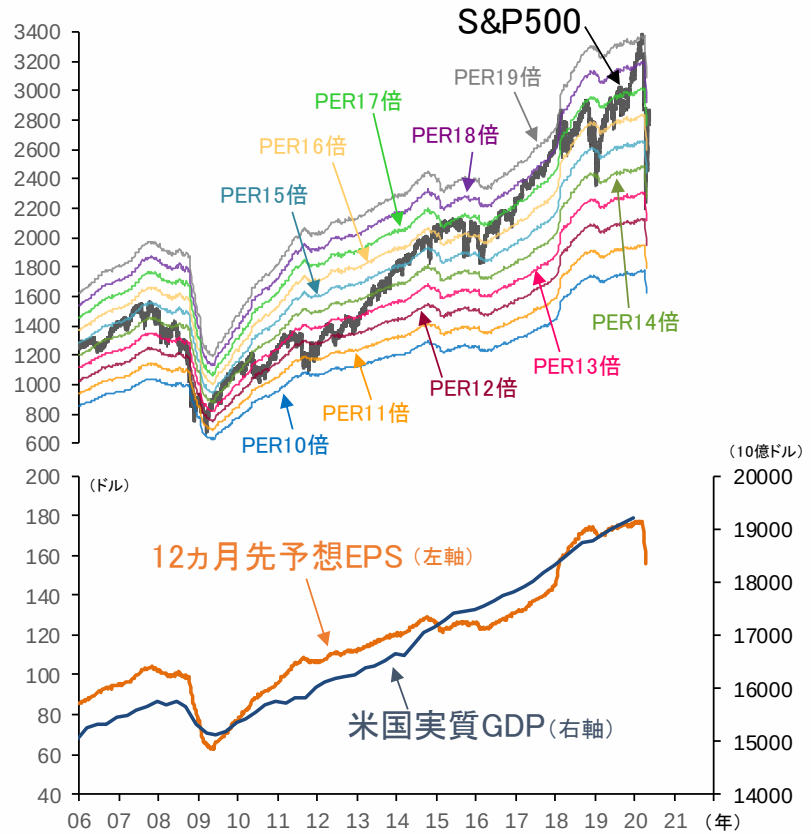
リーマンショック前後のベア相場では、2007年10月9日に付けた最高値1565ポイントを奪回したのは5年半後の2013年3月28日でした。予想EPSは2011年３月には2007年10月の水準を回復したものの、PERが伸びずに最高値更新が遅れました。

米国GDPとの相関を基にした当社推計では、S&P500指数の予想EPSが今年2月19日時点の水準を回復するのは2021年4月頃となります。今年2月19日と同じPER19倍前後まで買われれば、S&P500指数は2021年春には最高値奪回となります。不確実要素として、1)経済見通し、2)自社株買い減少、3)PERの水準、の3点を検証する必要があります。

1）経済見通し：当社推計では、米国の成長率は2020年▲3.2%、21年+2.7%を前提としています。IMF最新予想の2020年▲5.9%、21年+4.7%に基づけば2月時点のEPS水準の回復は2022年以降にずれ込みます。新型コロナウイルスという極めて不確実性の高い要素により見通しが上・下に大きくブレる点に留意が必要です。
2）自社株買い：仮に2019年実績(8000億ドル)が半減した場合、S&P500指数のEPSは1.5%程度押し下げられると推計されます。政府支援を受ける際の条件や企業の手元流動性重視の姿勢から、今後、自社株買いの減少が予想されますが、市場全体への影響は軽微にとどまる見通しです。
3）PERの水準：リーマンショック以降のPERの中央値は15倍台半ばです。2018年11月にパウエルFRB議長が米国株の歴史的平均値としてあげたPER水準は15.6倍でした。FRBの金融緩和策が既にフル稼働状態であることを考えると、PERが近年ピークの19倍を持続的に上回るような株式リスクプレミアムの低下要因が見当たりません。

以上を勘案すると、2021年春の最高値更新はやや楽観的な見通しと言え、向こう半年程度の投資姿勢としては、やや慎重に中立スタンスを維持することが妥当と考えます。

<S&P500のPERとEPSの推移>



グラフ期間：2006年1月1日～2020年4月17日（米国実質GDPは2019年第4四半期まで）
【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

新興国市場

パーフェクトストーム（巨大な嵐）に直面

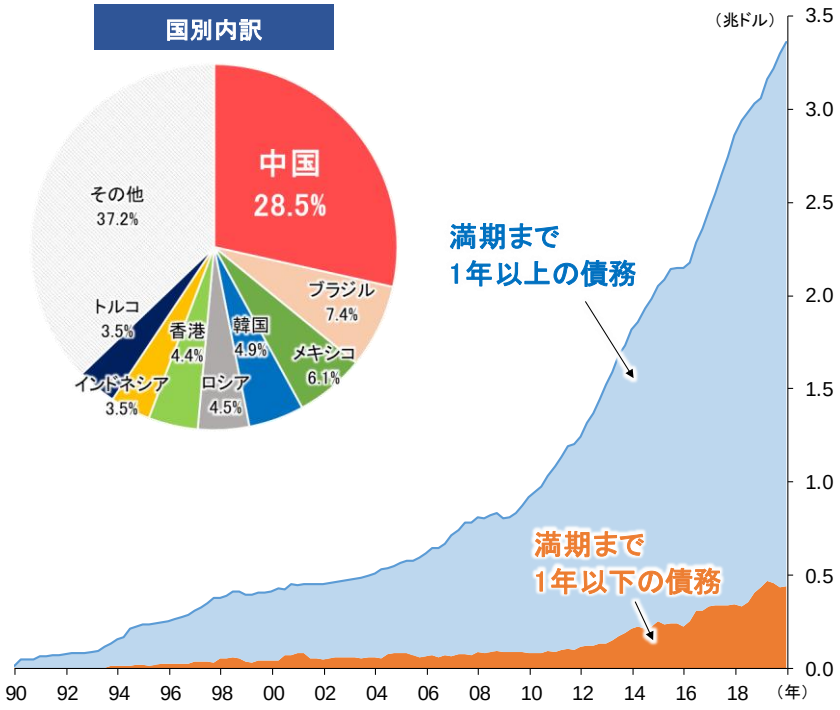
IMFが最近発表した金融安定化報告書で、“新興国はパーフェクトストームに直面”と指摘されています。ジョージ･クルーニ主演の米国映画「パーフェクトストーム」が思いだされます。映画に出てきたメカジキ漁船のように、現在の新興国には、複数のストーム（嵐）が重なり巨大化したストームが接近している状態と言えるでしょう。

新興国を襲うストーム（嵐）の一つは、言うまでも無く、新型コロナウイルスです。医療体制が不備な国が多いことから、先進国以上に影響が深刻化・長期化することが懸念されます。2つ目のストームは、過剰債務問題です。新興国のドル建て対外債務は過去10年間に2倍以上に膨らんでおり（右図）、海外資本の急激な動きに対する脆弱性が大きく高まっています。3月の市場混乱時にはリーマンショック時をしのぐ1000億ドル超の資金が流出し、複数の新興国通貨が対ドルで最安値圏まで売られました。市場混乱の第２波が訪れた場合、資金流出→通貨安→物価上昇→金利上昇→経済打撃→資金流出の悪循環に陥る国が出てくることが懸念されます。第３のストームは、原油などコモディティ価格の下落です。年初来、原油（北海ブレント）は3分の1の水準まで下落したほか、天然ガスは約3割、銅は約25%下落するなどコモディティ価格は軒並み大幅に下落しています。最近、WTI期近が史上はじめてマイナス圏に落ち込んだことが象徴するように、コモディティ需要の落ち込みは深刻で、資源国経済にとっては厳しい状況が続く見通しです。

IMFの最新世界経済見通しでは、2020年の新興国全体の実質成長率は1月時点の+4.4%からマイナス1.0%に大幅に下方修正されています。2021年は+5.4%の反発が予想されていますが、コロナウイルスの封じ込めが遅れた場合は、先進国以上に大きな下ブレが予想されます。

新興国市場投資については、その脆弱性を意識せざるを得ない状況が当分続くと考えられます。

<新興国のドル建て債務残高>



グラフ期間： 1990年第1四半期～2019年第4四半期、国別内訳は2019年第4四半期時点

【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

リート市場

信用サイクルの移行期でボラティリティ上昇

3月に東証リート指数が急落した場面で売りに回ったのは、やはり本邦銀行勢だったようです。日本取引所が発表した3月の主体別売買動向によると、銀行（日銀購入分除く推計）は過去最大の▲777億円を売り越しました。3月期末を控えた国内金融機関のロスカット売りで下げが加速したとの指摘がありましたが、それが統計で裏付けられた形です。

東証リート指数のNAV倍率（純資産倍率）は1倍割れ、10年国債との利回り差は一時6.6%と2009年5月以来の水準まで拡大しています。バリュエーション面からは下値は限定的と考えられます。ただ、最近のJリート市場は海外リート市場との連動が高まっており、今後は売買シェアで7割近くを占める海外投資家の動向を注視する必要があります（右図）。

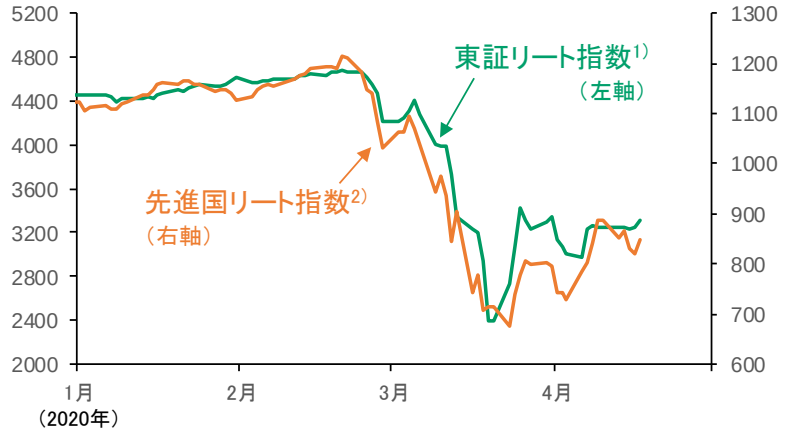
3月の調整局面では、海外リート市場の多くが株式以上の下落率となりました。新型コロナウイルスの感染拡大を契機に、オフィス、商業施設、ホテル、住宅など広範囲に先行き不透明感が意識されました。また、米国では、不動産担保証券に投資するリート（不動産ローンファンド）の資金繰り問題が発生したことも、下げを加速する要因となりました。

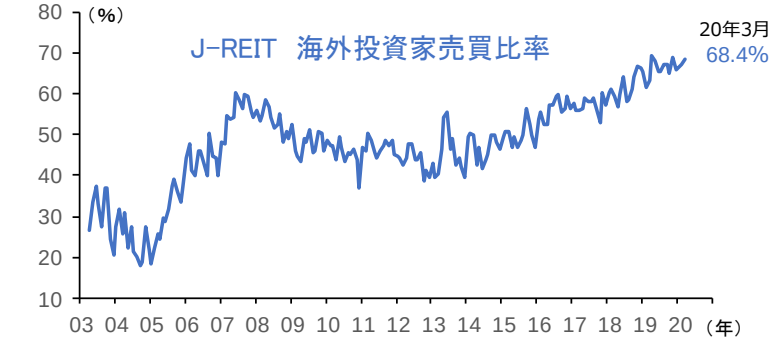
リート投資の魅力の一つは、長期不動産契約に基づく賃料収入が収益（≒大半が分配金として還元される）の源泉であるため、株式よりも値動きが安定している点と言われます。景気拡大期は確かにその通りですが、今回のように経済環境が変化する局面では、リートの変動率が株式以上に高まる傾向があります。

そもそも借入依存の高い不動産セクターは、クレジット(信用)サイクルの影響を強く受けます。不動産価格の下落、倒産･債務不履行が増加する局面では信用リスクへの警戒が高まり、リート市場もこの影響を免れません。

この先、クレジットサイクルは拡大局面から後退局面へ移行すると見られ（4頁参照）、リート市場の変動率が高止まりする局面が続くと予想されます。

＜国内不動産市場の動向＞





グラフ期間：2020年1月1日～2020年4月10日（海外投資家売買比率は2003年4月～2020年3月）
1）東証REIT指数(配当込み)　2）S&R 先進国REIT指数(除く日本,配当込み,円ベース)
【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		2019年												2020年			
		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	2月	3月	4月
		8.3	37.5	54.2	66.7	58.3	50.0	50.0	41.7	25.0	25.0	62.5	58.3	70.8	66.7	*18.2*	*0.0*
①	ISM製造業・新規受注指数	56.8	54.9	55.5	53.1	52.5	50.5	51.1	47.6	48.5	48.9	46.8	47.6	52.0	49.8	42.2	
②	NFIB（中小企業景況感）・景気楽観度指数	101.2	101.7	101.8	103.5	105.0	103.3	104.7	103.1	101.8	102.4	104.7	102.7	104.3	104.5	96.4	
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	79.9	84.4	88.8	87.4	93.5	89.3	90.5	79.9	83.4	84.2	87.3	88.9	90.5	92.1	79.7	70.0
④	非国防資本財受注（除く航空機）（百万ドル）	68,935	69,166	69,396	68,629	68,794	69,431	69,435	68,901	68,533	69,215	69,193	68,664	69,346	68,753		
⑤	新規失業保険申請件数（千人）	222	223	217	216	218	221	214	216	213	215	215	225	210	214	3026	
⑥	NAHB住宅市場指数	58.0	62.0	62.0	63.0	66.0	64.0	65.0	67.0	68.0	71.0	71.0	76.0	75.0	74.0	72.0	30.0
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	2.8	2.8	2.8	▲4.2	▲4.2	▲4.2	▲2.8	▲2.8	▲2.8	5.4	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0	
⑧	独Ifo景況感指数 産業・商業（期待指数）	94.4	94.3	94.1	92.5	94.2	93.6	92.3	91.4	91.1	91.9	92.2	93.0	93.5	93.9	80.5	
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	
⑩	中国 マネーサプライM2（前年比、%）	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	▲2.2	▲0.4	▲0.9	▲4.0	▲5.4	▲5.7	▲5.3	▲10.6	▲9.8	▲11.4	▲14.9	▲13.0	▲16.7	▲16.7	▲27.4	
⑫	日本 実質輸出指数	108.8	110.6	109.7	110.4	107.2	110.3	111.2	110.4	110.2	109.4	108.2	109.2	106.8	109.0	105.3	

〔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。

（2020年4月23日時点）

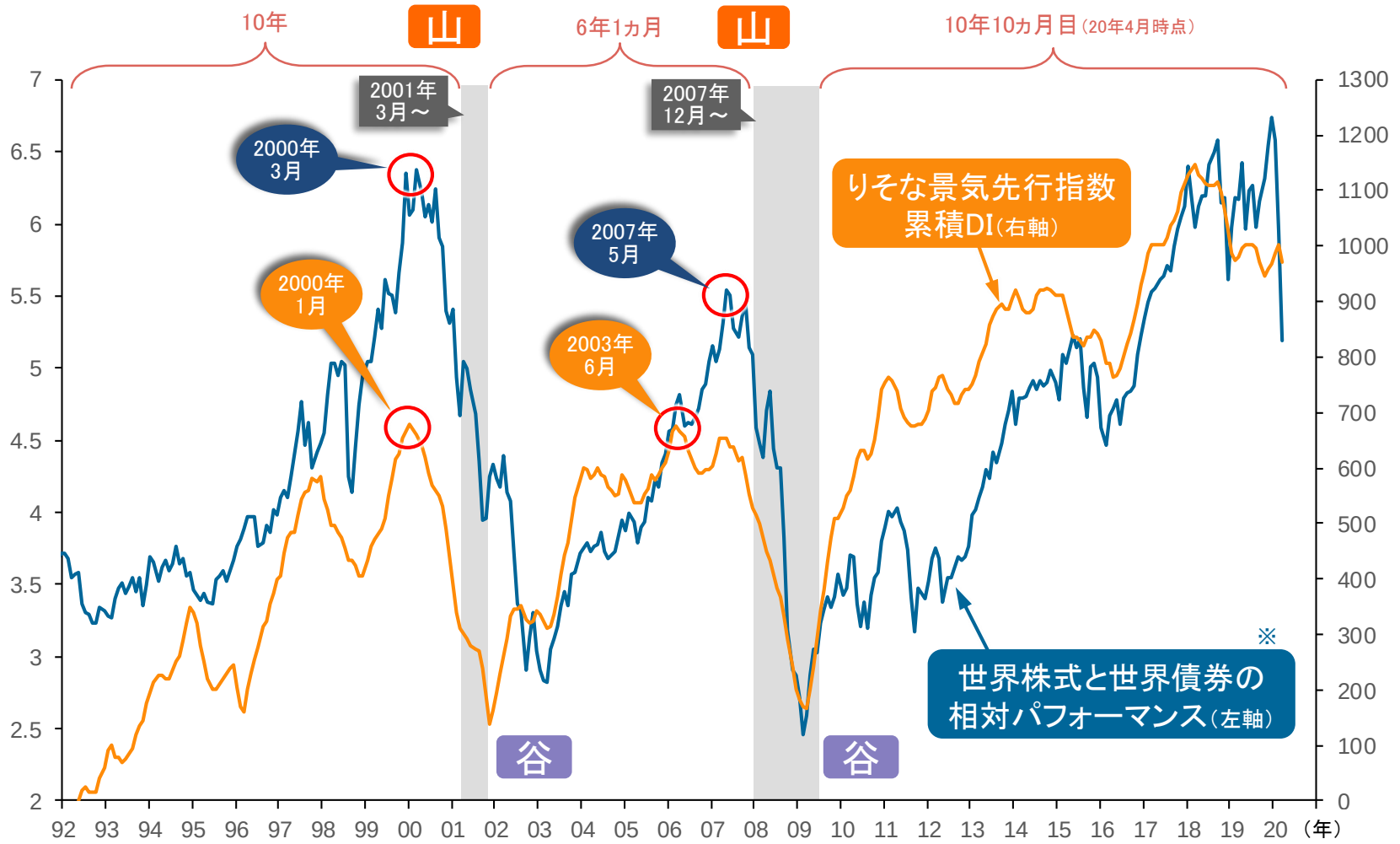
＜計算方法＞
例えば、ISM製造業・新規受注指数の2020年2月発表の数値は49.8でした。3ケ月前の2019年11月の数値46.8と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2020年2月は12指標のうち8指標が「改善」を示していますので、8÷12×100≒66.7が、りそな景気先行指数となります。

【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

7．りそなの独自指標

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

グラフ期間：1992年1月～2020年3月（りそな景気先行指数指数は1992年5月～2020年3月）



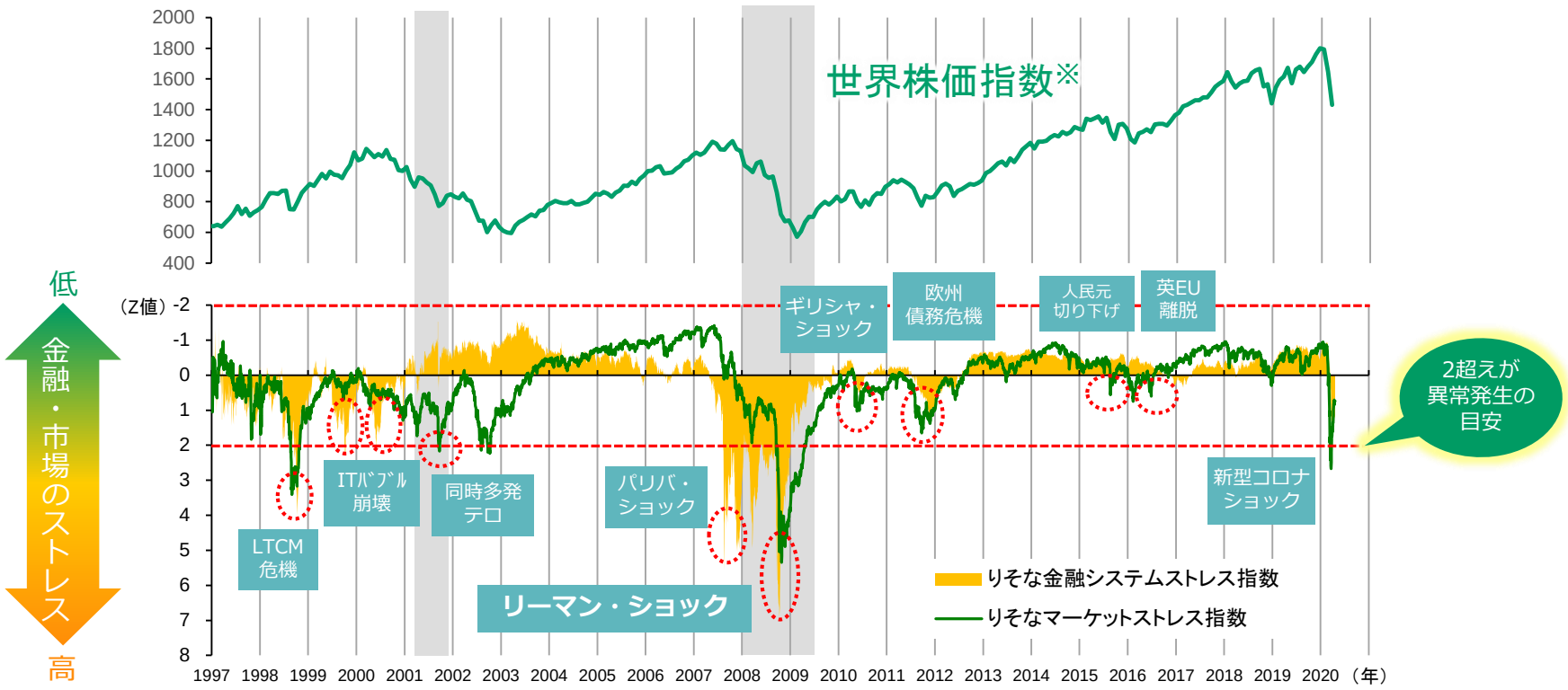
※世界株式/世界債券。世界株式：MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)、世界債券：FTSE世界国債インデックス(現地通貨建て、配当込み)　　：米景気後退局面

【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、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～2020年4月17日（世界株価指数は1997年1月～2020年3月）　：米景気後退局面
※MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)

【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

7．りそなの独自指標

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

【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（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金融株価指数の過去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金融株価指数の過去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

＜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、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。
- 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。