情報提供資料

Resona Investment Outlook 2020.07

～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

予想外の展開が続いています。コロナウイルス・タスクフォースの長を務めるペンス米副大統領は4月24日、「5月末のメモリアルデー頃には感染拡大が終息する」と予想しましたが、米国の新規感染者数はその頃から逆に再加速しました。一方、IMFは世界経済が大恐慌以来の落ち込みになると警告し、皆が身構えましたが、その後発表される経済指標は予想外に強いものが相次ぎました。そして、マーケットもプラスサイドに予想を裏切ったと言えるでしょう。

2020年後半も、コロナ感染、ワクチン開発、世界景気、米大統領選、国内政治など、予想外の展開を覚悟する必要がありそうです。マーケットが上下に大きく振れる展開を想定し、強靭なポートフォリオを構築する必要があると考えます。

＜もくじ＞

1. 2020年4～7月期のふりかえり
2. 2020年後半の見通し【サマリー】
3. 2020年後半の見通し【マクロ環境・金融環境】
4. 注目トピック
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標

コロナと供に
急反発後は伸び悩み

過去に例を見ないスケールの財政・金融政策が発動され、前四半期は株式などのリスク資産が大きく反発しました。（右図参照）

ただ、米国で感染が再加速し始めた6月以降は、経済活動の正常化と感染予防の両立の難しさが再認識され、株式市場では、銀行やエアラインなど景気動向やコロナ禍に影響を受け易い業種は伸び悩みました。年初来の騰落率では、8資産のうち先進国債券だけがプラスを維持し、残り7資産については依然マイナス圏にとどまっています。

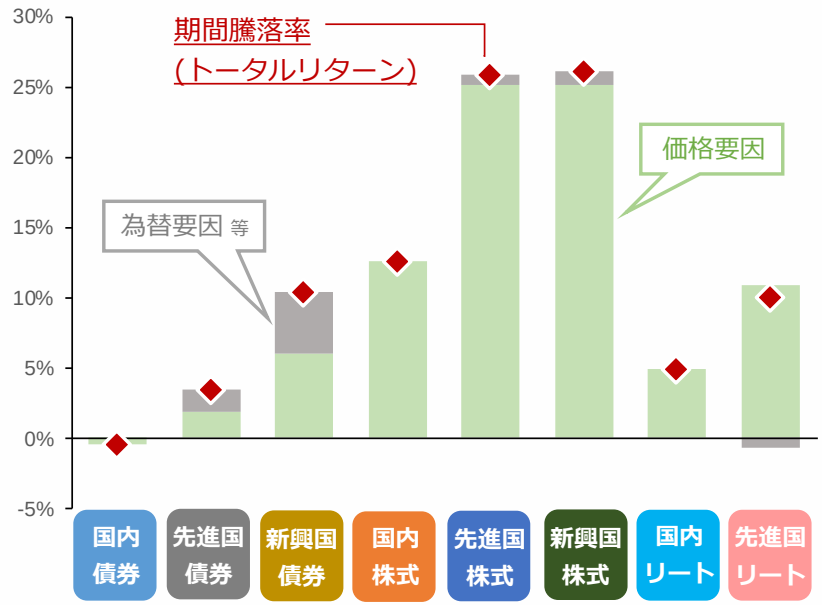
■**債券市場**：米10年国債利回りは過去最低に近い0.6%~0.7%のレンジで推移しました。FRBが2022年までゼロ金利維持を示唆したことが、世界金利の上昇を抑えるアンカーとなりました。

■**株式市場**：コロナ感染が再拡大し始めた6月上旬以降（6月8日～7月20日）の騰落率では、MSCIコクサイ（配当込み、円ベース）は+0.26%、国内株式は▲3.5%と伸び悩んでいます。

■**リート**：賃料滞納やテレワーク普及によるオフィス需要低下が懸念され、年初来パフォーマンスでは、国内リート、海外リートともに2割超のマイナス（いずれも配当込み）にとどまっています。

■**新興国市場**：債券では、積極的に利下げを進めたインドネシア、ロシア、メキシコなど、株式では中国の上昇寄与が目立ちました。

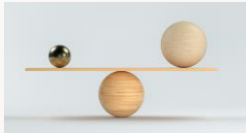
＜ 前四半期（2020年4月～7月20日）主要マーケットの騰落率 ＞



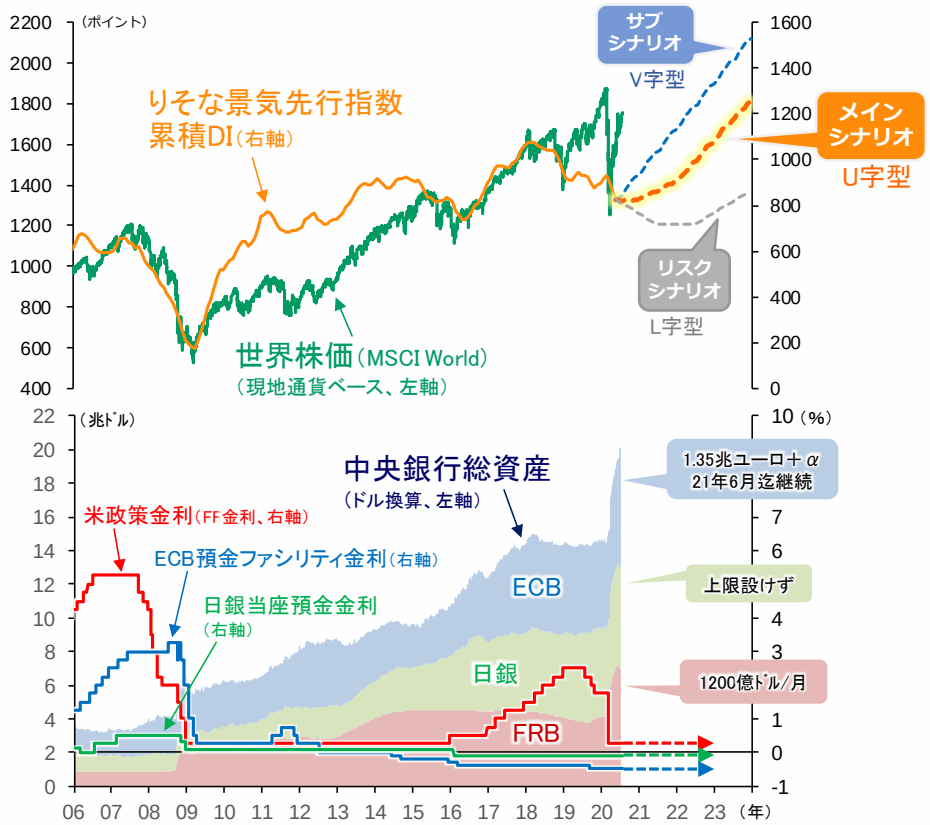
※【期間騰落率】使用インデックス…国内債券：NOMURA-BPI総合、国内株式：東証株価指数（TOPIX、配当込み）、先進国債券：FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ベース）、先進国株式：MSCI-KOKUSAI指数（配当込み、円ベース）、新興国債券：JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド（円換算ベース）、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数（配当込み、円換算ベース）、国内リート：東証REIT指数（配当込み）、先進国リート：S&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み、円ベース）※【価格要因】先進国債券・先進国株式・新興国債券・新興国株式・先進国リートについて、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

緩和的な金融環境と不確実性が高い経済環境



＜グローバル投資環境＞



グラフ期間：2006年1月1日～2020年7月20日（りそな景気先行指数は2006年1月～2020年5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

投資環境は、主に金融と経済によって決まります。

2020年後半を展望する際、金融環境の見通しは総じて明確です。日米欧の中央銀行は揃って2022年まで現行の政策金利を据え置く姿勢を示しています。量的緩和策についても、米欧は過去最大規模、日銀も上限を設けず国債購入を継続する見通しです。極めて緩和的な金融環境が続き、マーケットを下支えすることが期待されます。

経済環境については、コロナとの共存が強いられるため、緩やかな景気回復がメインシナリオとなります。実質GDPがコロナ前のピーク水準を回復するのは米国が2022年終盤、日本は2025年前半頃と推計されます。コロナ前の水準を既に視野に入れる株式市場は、この回復を先回りして織り込んでおり、後ずれリスクに対して脆弱な状態にあると考えられます。

経済見通しには、高い不確実性が伴います。2020年後半に顕在化し得る下振れシナリオとしては、第一にコロナ感染の再加速が挙げられます。また、11月の米大統領･議会選挙にも目配りが必要です。民主党大統領、上下院で民主党支配となった場合、法人税の引き上げや規制再強化が予想され、米国企業にとっては大きな不透明要因となります。

上振れシナリオの一つは、ワクチンが早期に認可されることです。広く実用化されるまでには相当の時間を要するとみられますが、景気回復の期待が大きく高まると予想されます。但し、その場合は、政策サポートの終了を同時に考慮する必要があります。

りそなのマーケットビュー

投資戦略

資産価格と実体経済の乖離の解消に備える

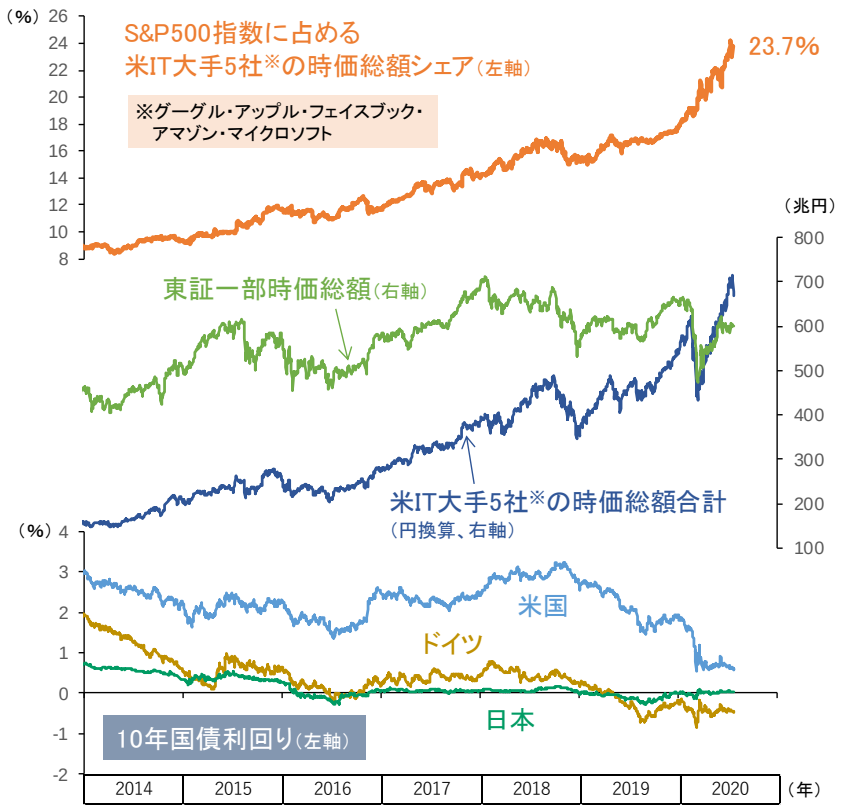
資産配分：株式のウエイトを中立、もしくは中立よりやや低めに抑える保守的な資産配分戦略を継続します。景気サイクルが新たな拡大軌道に乗ると判断される段階で、より積極的なポジションに引き上げることが適切と考えます。その際には、政策支援により先送りされているクレジット（信用）サイクルの調整に目処が付くかを重視します。

債券：オーバーウエイト。地域別では、米国と欧州を選好。信用リスクが焦点となる可能性を考慮し、非投資適格債券はアンダーウエイト継続。

株式：中立、もしくは、中立よりやや低めのポジション。地域別では、世界景気の動向に左右され易い日本と新興国を先進国（日本除く）に対してアンダーウエイト。先進国については、一部のIT成長株に投資資金が集中している点に注意（右図参照）。ファクターでは、低財務レバレッジ、高配当利回り、安定成長をオーバーウエイト。

リート：中立より低めのポジション。地域別では、国内リートを先進国（日本除く）に対してアンダーウエイト。クレジットサイクルが後退局面に移行する過程で、財務レバレッジが高い不動産セクターは負の影響を受け易い点に留意。

＜高い成長が期待できる資産に資金が集中＞



グラフ期間：2014年1月～2020年7月20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

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

リアリティー（現実）チェックの時

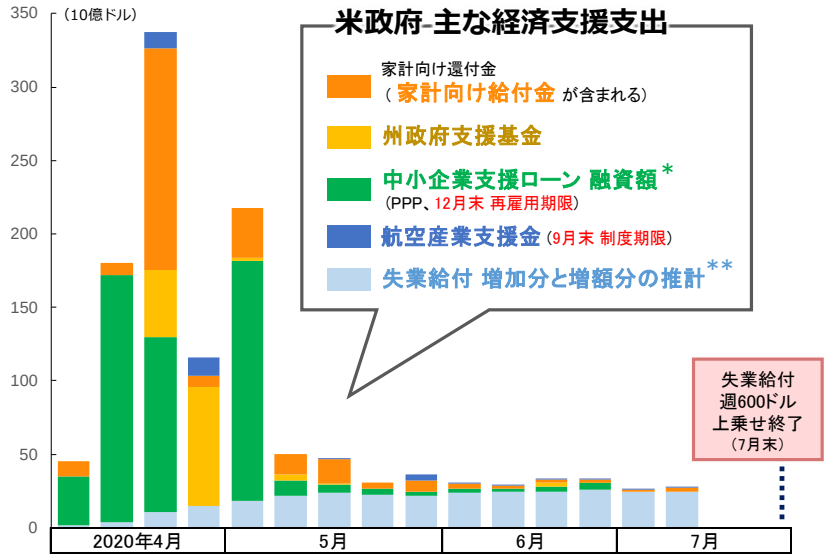
４-7月期は予想外に強い経済指標の発表が相次ぎ、株式などリスク資産の上昇を後押ししました。今後数ヵ月は、こうした経済指標の強さが持続可能なものかをチェックすることになります。以下に、世界経済の2大エンジン役である米国と中国経済の見通しを点検します。

【米国】米国政府は3月以降、コロナ経済対策として第1弾～第3弾まで総額3兆ﾄﾞﾙ近い財政支援策を発動しました。4月、5月の名目個人所得は政府からの移転収支の急増で前年に比べおよそ1.8兆ﾄﾞﾙ増加しました。これは、個人所得全体の約1割に相当します。6月の小売売上がコロナ前の水準に近づくなど、財政政策の効果が個人消費の予想外の強さにつながっています。

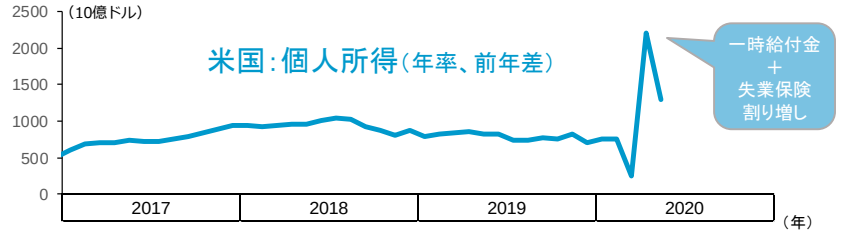
ただ、週600ドルの失業保険の割り増し制度が7月末、航空会社の雇用支援は9月末に期限を迎えます。現在、議会で経済対策第5弾が協議されていますが、共和党案は総額1兆ﾄﾞﾙ規模にとどまり、一部では支援が打ち切られる「財政の崖」が発生する見通しです。

4-6月期は事前の市場予想との乖離を示す経済サプライズ指数が極端に上振れしましたが、年後半については逆の動きとなる可能性に留意が必要と考えます。

<米政府 経済支援支出>



*15万ドル以上のローンは実際の融資額が不明のため、各ローンの融資額レンジごとの平均を用いて推計。
**前年の失業給付支出額から今年の支出額を引いたもの。



グラフ期間：(上段)2020年4月～2020年7月第2週、(下段)2017年1月～2020年5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

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

中国の牽引力に過大な期待禁物

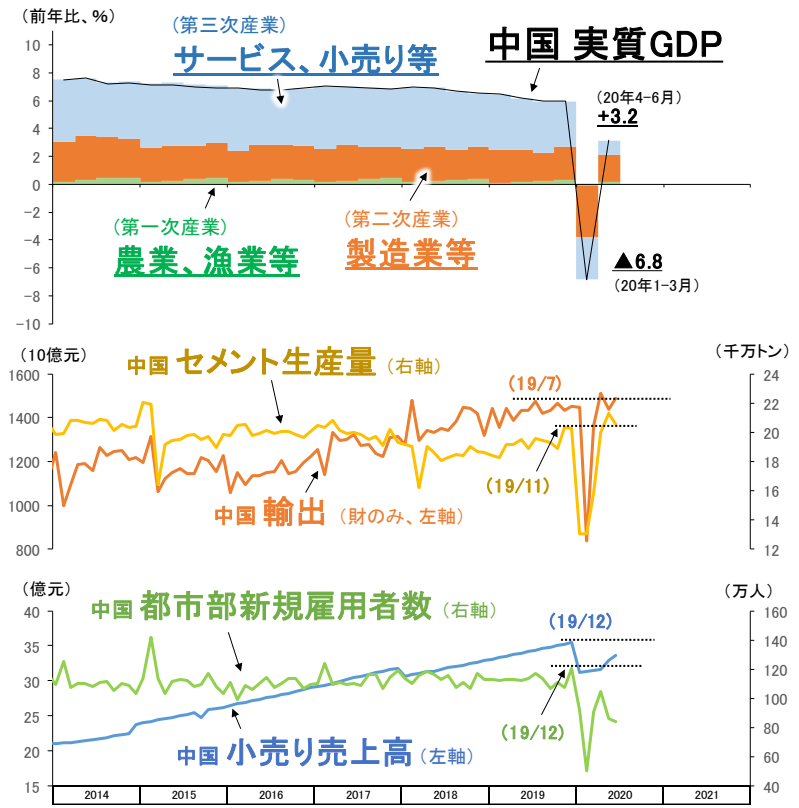
【中国】中国の4-6月期実質GDPは前年比＋3.2%、季節調整後の水準ではコロナ前を上回るV字型回復となりました。産業別では、製造業等の第二次産業が9.2兆元と、2019年10-12月期の水準を上回った一方、サービスや小売り等の第三次産業は11.9兆元と、10-12月期の12.1兆元を下回りました。

コロナ感染が2月に終息し他国に先駆けて生産体制が整ったこと、及び、政府の固定資産投資刺激策が寄与し、輸出やインフラ投資の指標となるセメント生産量は既にコロナ前の水準を上回っています。

一方、小売り売上高等の消費指標は、6月時点で大半がコロナ前の水準を下回っています。先行きに関しても、都市部新規雇用の前年割れが示す通り、雇用環境の改善が見られず、緩慢な回復が予想されます。（右図参照）

リーマンショック後、中国は4兆元規模の経済対策で10%を上回る成長を実現し、世界経済の回復を牽引しました。今回も中国の成長率は他国を上回る見通しですが、20年・21年をならした成長率はリーマン時の半分以下です。地方政府の過剰債務問題などの後遺症を抱えている現在の中国は、自国の成長を維持することで手一杯で、世界経済の成長をけん引する余力は乏しいと考えられます。

＜中国 実質GDP等＞



グラフ期間：(上段)2014年1-3月期～2020年4-6月期、(中・下段)2014年1月～2020年6月

【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

りそなのマーケットビュー

金融環境

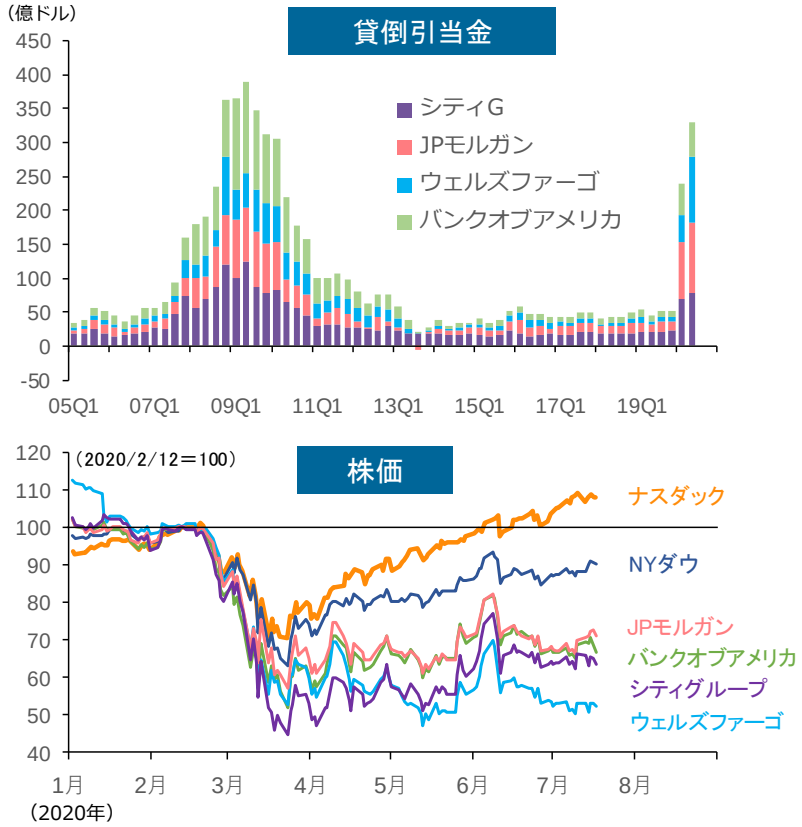
リーマン時並みの貸倒引当金が意味するもの

米国の4大銀行が2020年4-6月期に計上した貸倒引当金は約330億ﾄﾞﾙ（≒3兆5000億円）と四半期の引当額としてはリーマン直後の水準に迫ります（右上図参照）。様々な猶予措置が採られているため、足元の不良債権比率は1%程度に留まっていますが、景気の停滞が長期化すれば信用コストの上昇は避けられないとみられます。

FRBが6月末に公表したストレステストによると、コロナ感染の拡大が2021年まで継続するU字型回復シナリオでは、貸し倒れ比率は全融資の10%、最大7000億ドル相当に膨らむと試算されています。底離れできない大手行の株価は、信用コストの急増で銀行収益が大きく圧迫されることに対する市場の警戒感の高さを表しているようです（右下図参照）。

こうした信用不安の火種は米国だけの問題ではありません。IMFは2019年秋に発表した金融安定化報告書で、世界的に過剰債務が積み上がっていると指摘し、深刻な景気後退に陥った場合は、主要8カ国で全体の4割にあたる19兆ﾄﾞﾙ相当の企業債務が不履行に陥るリスクがあると警鐘を鳴らしました。コロナ禍で深刻な景気後退は現実のものとなりましたが、今のところは各国政府・中銀の救済策が奏効し、債務不履行の発生は限定的な水準にとどまっています。

<米国４大銀行の貸倒引当金と株価推移>



グラフ期間：(上段)2005年第1四半期～2020年第2四半期、(下段)2020年1月1日～7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

りそなのマーケットビュー

クレジットサイクルの調整　3つのシナリオ

今後の焦点は、いつ、どのような形で信用問題が表面化するかです。3通りのシナリオが想定されます。

1つ目は、債務不履行、倒産が次第に増える展開です。社債格下げはリーマン時を上回るペースで増加しており、破綻予備軍は着実に増えていると言えます（右図参照）。

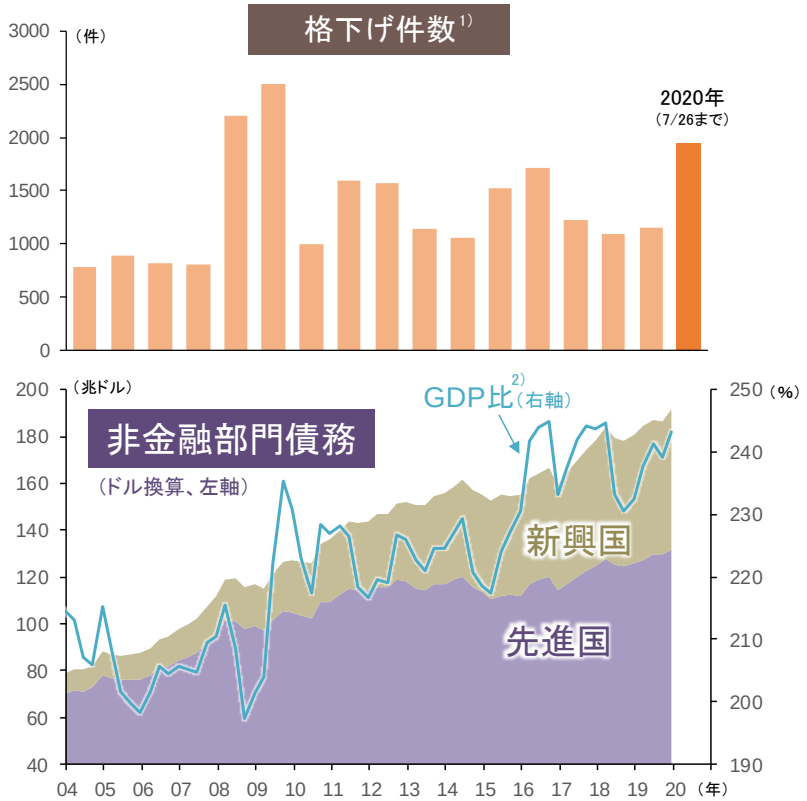
2つ目は、コロナの終息が近づき、当局が支援策の出口を模索し始めた直後から、信用不安が拡散する展開です。この場合、コロナ終息が見えてくれば逆にリスクを抑制する必要が生じるため、長期投資家にとっては対応に苦慮します。

3つ目は、極めて緩和的な金融環境が続き、過剰債務の整理が先送りされるケースです。この場合、債務の利払いすらままならない企業が延命することが予想されます。

BISは2017年に公表した報告書で、3年以上にわたりインタレスト・カバレッジレシオが１未満の企業を「ゾンビ企業」と定義し、日本を含む14ヵ国で上場企業の8社に1社が「ゾンビ企業」と指摘しました。ゾンビ企業の増殖は、経済の新陳代謝を妨げ、潜在成長率の低下をもたらすため、長期的には最も悲観的なシナリオとなります。

いずれのシナリオとなるかは、FRBの金融政策のかじ取りが鍵を握ると考えられます。

<世界の格下げ件数は過去最多のペース>



1) S&Pの格下げ（ブルームバーグ集計）　2) 全世界ベース

グラフ期間：(上段)2004年～2020年7月26日　(下段)2004年第1四半期～2019年第4四半期

【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

Topic　欧州

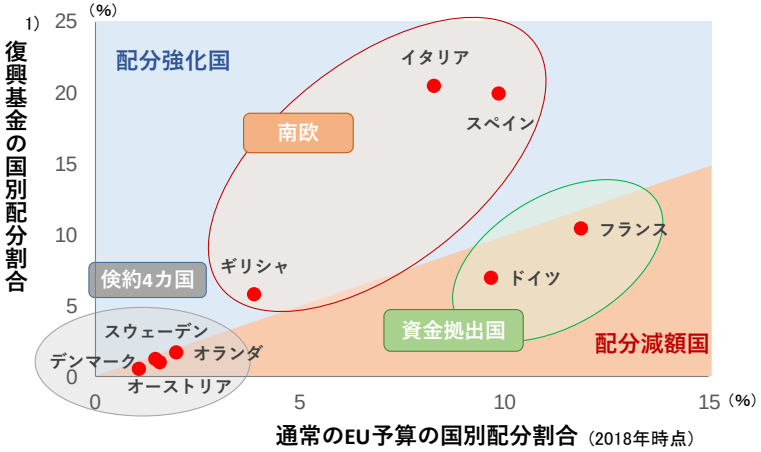
欧州復興基金合意はEUの“ハミルトン・モーメント”

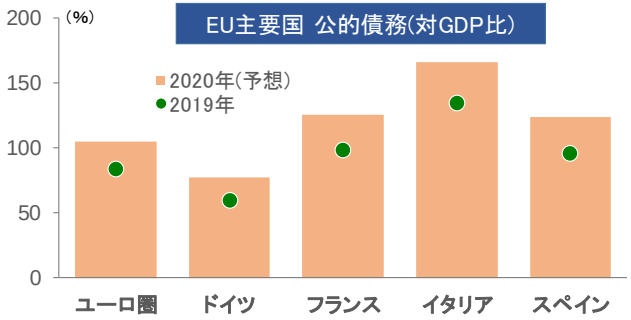
欧州復興基金の合意は、EU統合のマイルストーンと位置づけられます。主導したのはメルケル独首相です。ハミルトン米初代財務長官が全国13州の債務を連邦債務に統一した時になぞらえ、“メルケル・モーメント”と評価する声も上がっています。

合意したスキームでは、EUが債券を発行して7500億ユーロ（≒93兆円）を調達し、3900億ユーロは返済不要の補助金、残る3600億ユーロは融資という形で加盟国に配分されます。このうち、コロナで最も大きな経済的打撃を受けたイタリアは約1530億ユーロ（全体の20%）、スペインは約1493億ユーロ（同20%）と、それぞれEU予算の拠出金（伊14%、西10%）を大幅に上回る金額の分配が見込まれます。

2020年のイタリアの公的債務GDP比は166%、スペインは同123%まで悪化が予想されています（右下図参照）。従来は、金利上昇を招くため、十分な景気刺激策が打てないジレンマを抱えていた両国ですが、今回の合意で経済再生に必要な財政刺激策を打ち出す道が開かれたことになります。欧州委員会は「一度きりのもの」としていますが、長年の課題である財務統合に向けて機運は高まったと見られます。
イタリア政府は合意直後に、1000億ユーロの景気刺激策を打ち出しましたが、伊10年国債利回りは4ヵ月ぶりに1%を割り込み、ドイツ国債とのスプレッドは一段と縮小しています。

＜欧州復興基金の配分割合と主要国公的債務＞





1) 2021年～2023年計画
グラフ期間：(下段)2019年、2020年（IMF予想、2020年6月時点）
【出所】 IMF、欧州委員会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

Topic　欧州

欧州版3本の矢＝財政協調＋大胆な金融緩和＋成長戦略

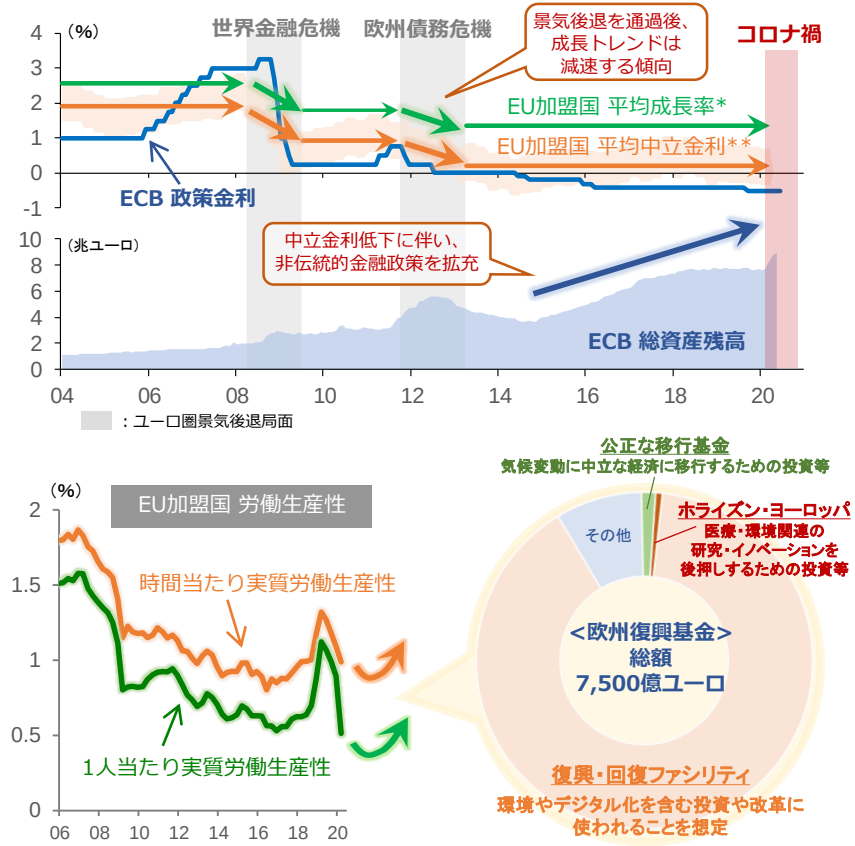
欧州復興基金等の財政政策が欧州経済回復に向けた第１の矢とすれば、第2の矢は、ECBによる大胆な金融緩和策です。

ECBは7月の理事会で、総額1兆3500億ユーロの「パンデミック緊急購入プログラム」を柱とする包括的な金融緩和策を全会一致で据え置きました。08年の世界金融危機、11-12年の欧州債務危機という大きな経済的ショックの後、欧州経済の成長トレンドは下方屈折し、実質中立金利は低下を続けています。ECBは3月以降、量的緩和の拡張、信用緩和など非伝統的な金融政策を矢継ぎ早に打ち出しましたが、金融政策だけでは潜在成長率の引き上げには限界があります。ラガルド総裁は、“野心的で協調的な財政政策”と“生産性を引き上げる成長戦略” が必要との認識を繰り返し表明してきました。

それに応える第３の矢が、成長分野への重点投資です。今回合意された2021-27年のEU中期予算（1.82兆ユーロ）では、30%を気候変動対策、約1割が次世代研究開発支援に割り当てられます。欧州復興基金でも同様に環境やデジタル等の成長分野に経済支援を振り向けることで、持続可能な成長を目指します。

コロナ禍という「戦後最悪の試練（メルケル首相）」を危機バネに、EUの結束が示されたことで、市場ではユーロを見直す動きが広がると予想されます。

＜欧州金融政策と欧州復興基金＞



*各景気拡大局面における実質GDP成長を年率換算。
**各景気拡大局面における実質中立金利を平均。橙帯は推計式に基づく95%信頼区間を表示。

グラフ期間：(上段)2004年1月～2020年6月　(下段左)2006年第1四半期～2020年第2四半期
【出所】 Haver analytics、欧州委員会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．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。10年国債利回りはゼロ%前後で推移、超長期債については、日銀が「適正」と示唆するYCC導入当時（2016年9月）のカーブ形状を基本シナリオとして想定：20年債0.4%、30年債0.5%、40年債0.6%近傍
国内株式	アンダーウエイト。グローバル景気に敏感なセクターの比重が高く（資本財/サービス・一般消費財/サービス・素材のウエイトが４割を越える）、世界経済が緩慢な回復にとどまる環境下では、パフォーマンスは他市場に劣後する見通し
先進国債券	オーバーウエイト。欧州復興基金合意は周縁国債券にポジティブ要因。FRBのフォワードガイダンスが金利上昇のアンカーとなり、10年国債利回りは2020年12月末時点で米国が0.55%、ドイツは▲0.45%程度にとどまる見通し
先進国株式	中立。景気回復を先回りして織り込んでおり、回復の後ずれリスクに対しては脆弱な状態。11月の米大統領・議会選挙が不確実要素。大型成長株への物色集中が極端に進んでおり、ボラティリティ上昇の要因に
新興国債券	中立より低めのポジション。コロナ禍で経済的に深刻な打撃を受けた国で、大幅利下げ、財政悪化が進む。足元のドル安が一巡した際に、対外資本依存が高い国の通貨安が進むリスク
新興国株式	中立、或いは、中立より低めのポジション。1)新型コロナウイルス感染、2)過剰債務問題、3)海外資本の急激な流出、4)コモディティ価格下落、に対する脆弱性が各市場のパフォーマンスを左右
国内リート	アンダーウエイト。景気循環要因とオフィスの需要低下等の構造要因の両面から賃料収入には下押し圧力。年率4%を越えるインカム収入は魅力だが、将来的な減配リスクに要注意
先進国リート	中立、或いは、中立よりやや低めのポジション。低金利環境の長期化は下支え要因。金融当局の支援策で信用問題の整理が先送りされている点に注意。オフィスの比重は国内リートに比べ低い

債券市場

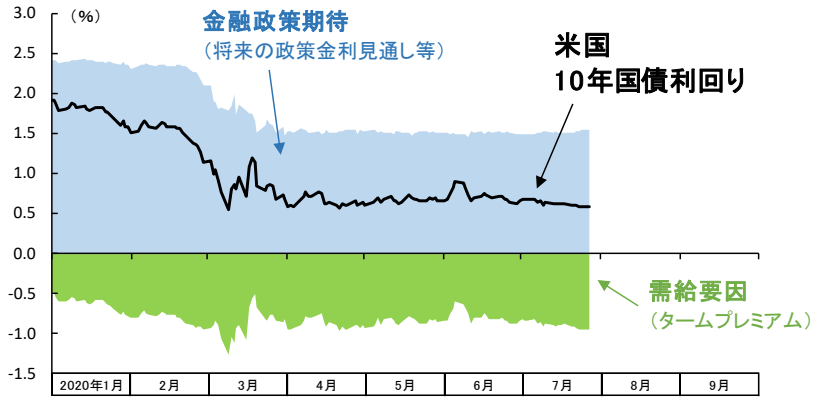
当面は低位横ばい
FRBのスタンスは常時注視

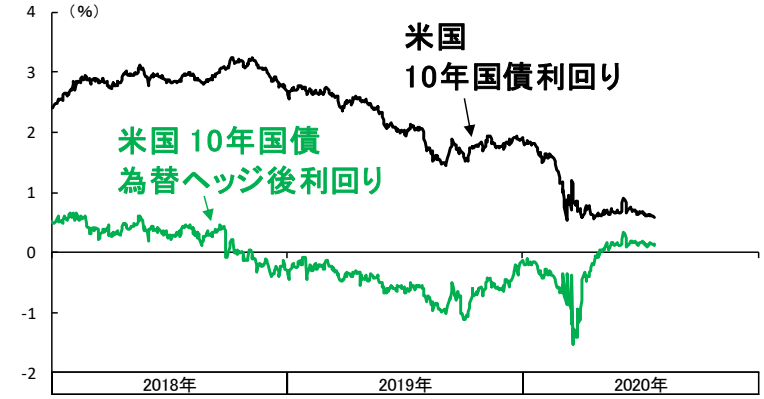
米国の長期金利は、4月以降横ばい推移となっています。長期金利は、将来の政策金利予想を反映する金融政策期待と需給要因に分解できますが、足元ではいずれも横ばいで推移しています（右上図参照）。金融政策期待については、FRBが2022年まで現行のゼロ金利政策を維持する方針を示しています。フォワードガイダンス、経済見通し、ドットチャート、市場とのコミュニケ―ションなど複数のチャンネルを通じて繰り返しFRBの意向が伝えられており、市場参加者が大きく異なるシナリオを描く余地は現時点では限られています。

需給は引き締まった状態が続いています。日・独など主要国の長期金利はゼロ近傍、或いは、マイナス圏で推移する中、プラス金利の米国債には世界中の資金が集まり易い状態です。足元では、金利低下とFRBの中銀間ドル･スワップ協定の効果浸透でヘッジコストが低下し、為替ヘッジ付きの米国債利回りがプラスに転じており、これも需給のタイト化要因です。米財務省は年内に3.3兆ドルもの国債発行を予定していますが、 FRBが月800億ドル規模（年間9600億ドルのペース）で国債買い入れを継続しているため、大幅な需給悪化は見込みにくいと考えられます。

物価の上昇、資産インフレの高進には常に細心の注意を払う必要がありますが、当面、米国長期金利は低位圏での横ばい推移が予想されます。

＜米国 10年国債利回り＞





グラフ期間（上段）2020年1月1日～2020年7月24日
（下段）2018年1月1日～2020年7月24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

株式市場

世界景気に敏感な日本株は アンダーウエイト継続

日本政府は2012年12月に始まった景気拡大が2018年10月に終わり、景気後退に入ったことを近く認定する見通しです。戦後最長の「いざなみ景気」（02年2月~08年2月）には2ヵ月及ばす、戦後2番目の71ヵ月の拡大となります。

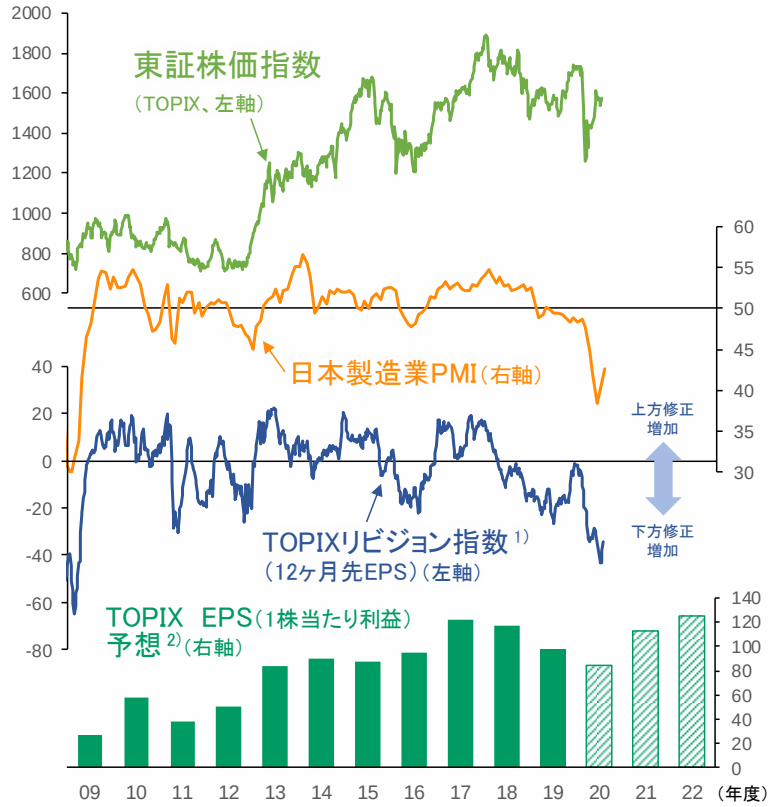
東証株価指数（TOPIX）は2018年1月に明確にピークアウトしており、景気後退を9ヵ月前に予見したことになります。

今、市場の関心は、いつ景気後退が終わり新しいサイクルが始まるかです。株価によれば3月に底を打ったことになりますが、その他の先行指標の動きが芳しくありません。代表的な先行指標の一つで、製造業の在庫循環を表す製造業PMIは、7月速報値が42.6と5月のコロナ後ボトム38.4から小幅の改善にとどまっています。この製造業PMIの動きからは、企業収益の改善もあまり期待できません。（右図参照）

日本株市場は世界景気の動向に敏感な市場です。GIGS（世界産業分類基準）の11大セクターのうち、景気に敏感な、資本財、一般消費財、素材の3業種の時価総額ウエイトはTOPIXでは4割を越え、MSCIコクサイ（日本を除く先進国株価指数）の倍近くの比重を占めます。

先行指標の製造業PMIが拡大・縮小の分岐点である50を持続的に越えることが展望できるまでは、日本株のアンダーパフォーマンスが続く可能性が高いと考えられます。

<TOPIXと製造業PMI、EPSの推移>



1）（上方修正企業数－下方修正企業数）/全企業数
2）2020年度～2022年度は市場予想（2020年7月時点）

グラフ期間：2009年1月1日～2020年7月22日（TOPIX EPS予想は2009年度～2022年度）

【出所】Haver analytics、ブルームバーグ、リフィニティブ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

台風の目の中の安定
中央銀行頼みの脆弱性が増す

前号で、新興国は一度に複数の困難に直面する“パーフェクトストーム”状態と述べました。その状況に変化はありません。

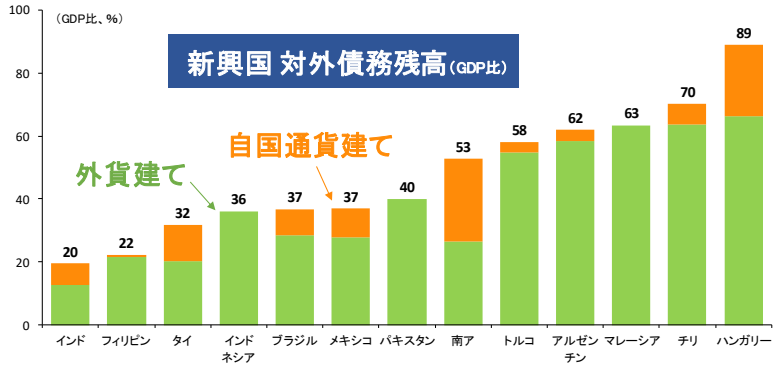
IMFが6月に発表した世界経済見通しの改訂では、2020年の新興国の経済成長率はマイナス3.0%と4月から2%ポイント下方修正されました。先進国を上回るペースでコロナ感染が広がり、深刻な下押し圧力になると予想されるためです。

新興国各国は、財政出動のために国債を増発しています。ただ、慢性的な経常赤字=国内貯蓄不足の国が多く、中央銀行が国債の買い取りを始めるケースが増えています。今年に入り、トルコ、南アフリカなど20ヵ国近くの国で中央銀行の資産購入プログラムが導入されています。

インドネシアについては、政府から直接国債を引き受ける、事実上の「財政ファイナンス」に踏み切りました。同政府は一時的な措置としていますが、景気停滞が長期化した場合、歯止めが掛からなくなることが懸念されます。

足元の新興国市場は、ドル高の一服から総じて安定を保っていますが、コロナ感染拡大、過剰債務問題、急激な資本流出、資源価格下落に対する脆弱性が再び表面化するリスクに注意が必要と考えます。

＜新興国 対外債務残高（GDP比）＞



グラフ：2019年末時点。
【出所】 世界銀行、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

＜財政ファイナンスのイメージ＞

＜財政ファイナンスの例＞
- 戦後の日本やドイツ
- 80年代のアルゼンチン
- ジンバブエ

最後は
ハイパーインフレに

リート市場

Jリートは循環的ピークアウトと構造的下押し要因に直面

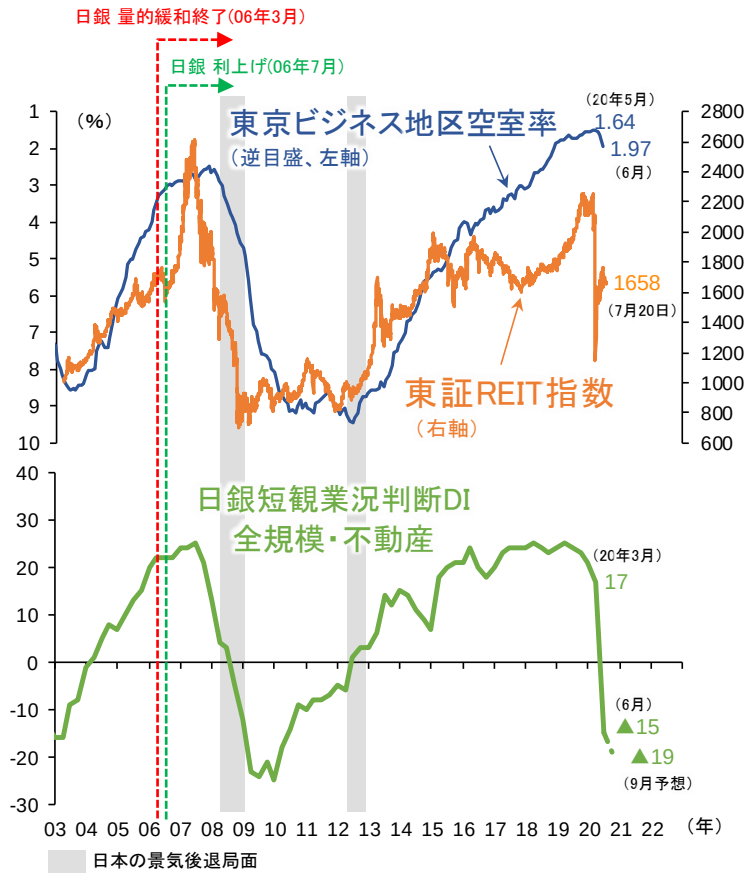
東証リート指数は3月の安値から一時5割超上昇しましたが、6月以降は横ばい圏での推移が続いています。

オフィス市場では、コロナ禍による賃料の支払い遅延問題に加え、今後は循環的要因による賃料の伸び悩みが予想されます。先行指標となる日銀短観・不動産業の業況判断DIは明確に下降局面に転じました。前回の景気サイクルでは、日銀の異次元緩和とオリンピック需要が起爆剤となりましたが、現在、そのような反転を後押しする要因は見当たりません。
加えて、在宅勤務普及によるオフィス需要の減少という構造的な下押し要因が意識されています。先進国リートにおけるオフィスの比重は12%程度に対し、東証リート指数では43%と高く、海外との比較においても在宅勤務普及の影響を受け易い市場と言えます。

パフォーマンスの向上には、セクター・銘柄選別が鍵となります。ホテル、商業施設はオフィス同様、中長期的にも先行きが見通し難く、減配リスクにも注意が必要です。他方、物流施設についてはEコマース需要の急拡大を背景に今後も高い成長が期待されます。

Jリート市場を取り巻く環境は激変しており、銘柄･セクター間のバリュエーション格差は高止まりが予想されます。

<国内不動産市場の動向>



グラフ期間：2003年1月～2020年6月（東証REIT指数は2003年1月1日～2020年7月20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．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		2019年									2020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	5月	6月	7月
		66.7	66.7	41.7	50.0	41.7	25.0	25.0	62.5	58.3	70.8	66.7	16.7	8.3	16.7	50.0	66.7
①	ISM製造業・新規受注指数	53.1	52.5	50.5	51.1	47.6	48.5	48.9	46.8	47.6	52.0	49.8	42.2	27.1	31.8	56.4	
②	NFIB（中小企業景況感）・景気楽観度指数	103.5	105.0	103.3	104.7	103.1	101.8	102.4	104.7	102.7	104.3	104.5	96.4	90.9	94.4	100.6	
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	87.4	93.5	89.3	90.5	79.9	83.4	84.2	87.3	88.9	90.5	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	66.2
④	非国防資本財受注（除く航空機）（百万ドル）	66,092	65,051	66,439	66,224	65,864	65,769	65,954	66,545	66,240	66,824	66,453	65,608	61,299	62,301	64,339	
⑤	新規失業保険申請件数（千人）	216	218	221	214	216	213	215	215	225	210	214	3026	4558	2331	1482	
⑥	NAHB住宅市場指数	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	37.0	58.0	72.0
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	▲4.2	▲4.2	▲4.2	▲2.8	▲2.8	▲2.8	5.4	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0	41.5	41.5	41.5	
⑧	独Ifo景況感指数 産業・商業（期待指数）	93.2	94.3	93.7	92.4	91.6	91.2	92.0	91.9	92.4	93.1	93.8	81.0	70.3	81.6	93.6	99.3
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	
⑩	中国 マネーサプライM2（前年比、%）	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	▲4.0	▲5.4	▲5.7	▲5.3	▲10.6	▲9.8	▲11.4	▲14.9	▲13.0	▲16.7	▲16.7	▲27.4	▲44.4	▲62.7	▲52.3	
⑫	日本 実質輸出指数	110.4	107.2	110.3	111.1	110.3	110.2	109.3	108.2	109.2	106.8	109.0	105.1	90.4	85.1	86.4	

〔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。

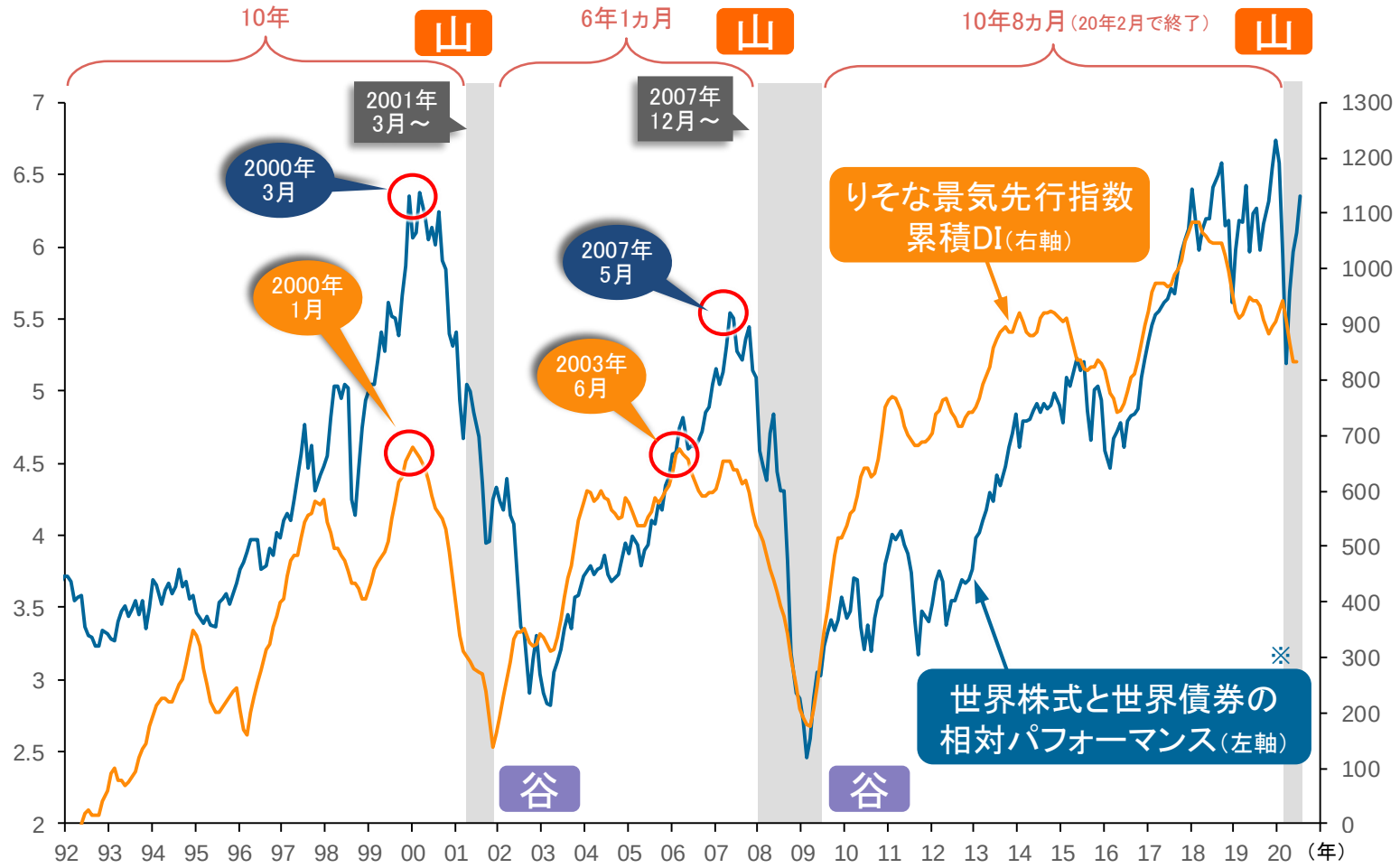
（2020年7月30日時点）

＜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ヵ月前の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

6．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



※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

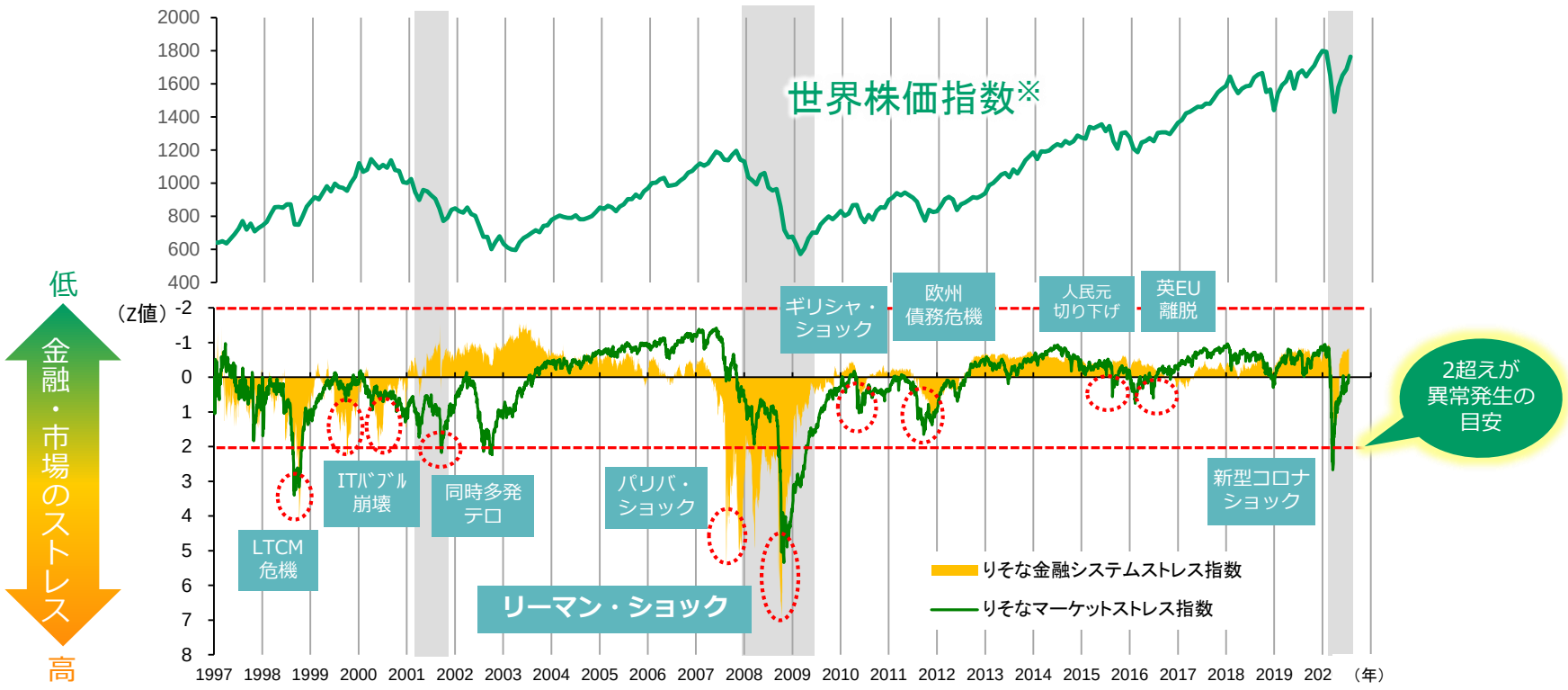
グラフ期間：1992年1月～2020年7月20日（りそな景気先行指数指数は1992年5月～2020年6月）

【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

6．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7月20日　※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

6．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。