



Resona Investment Outlook 2020.10

～りそなの投資環境見通し～

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

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

「緊縮財政の死（The Death of Austerity）」。IMFが今秋の3大経済レポートで示した積極財政の提唱をFT誌の社説はそう表現しました。パウエルFRB議長は10月初の講演で“金融政策と財政政策が協調を続ければ(continue to work side by side)、回復は更に力強くなる”と呼びかけています。FRBは金融政策の枠組みを見直し、失業率のアンダーシュートとインフレのオーバーシュートを一時的に容認する姿勢を示しました。財政の健全化、中央銀行の独立性、景気過熱の回避といったこれまでの原理原則が放棄されるわけでは、無論ないでしょう。しかし、コロナ禍を乗り越え、持続的な回復に結びつけるため、政策のレジームチェンジのシグナルが彼方此方に見られます。これは、マーケットを展望する上で極めて重要な要素と考えます。

<もくじ>

1. 2020年7～10月期のふりかえり
2. 2020年度後半の見通し【サマリー】
3. 2020年度後半の見通し【マクロ環境・金融環境】
4. 注目トピック：日本の成長戦略 デジタル投資の推進
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2020年7月~10月のふりかえり



K字型の回復 感染の影響 で明暗分かれる

世界株価指数（MSCIワールド先進国）は、9月初めに今年2月に付けた過去最高値を一時上回りました。国別にみると、高値を更新したのは全23カ国中、米国、ニュージーランド、デンマークの3国のみで、スペイン、英国などは2月~3月の急落幅の半分も取り戻せない状態が続いています。コロナ感染の影響により、国別のパフォーマンス格差が拡大する「K字型」の回復となっています。

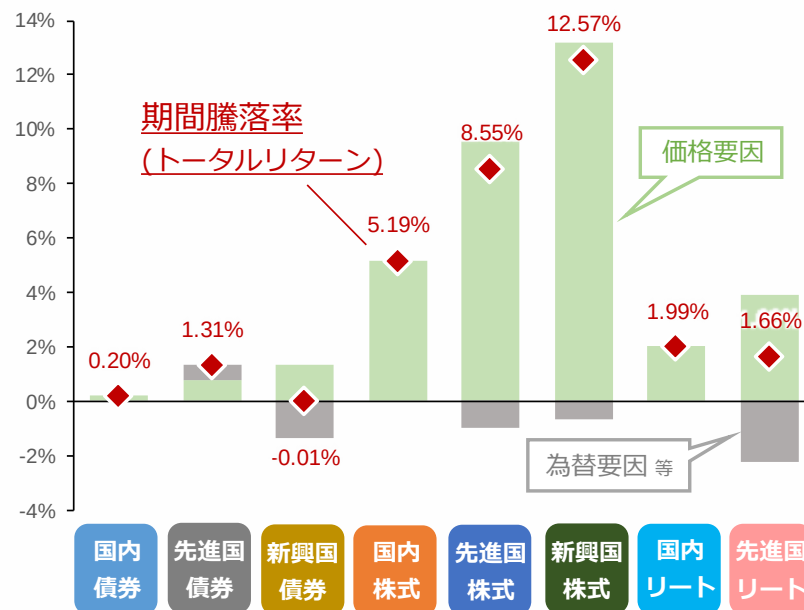
■ **債券市場**：米10年国債利回りは概ね0.6%~0.8%レンジで推移しました。大統領・議会選挙が近づくにつれ拡張的な財政政策継続の観測から金利上昇圧力が高まりました。欧州では、事実上の財政統合につながる「欧州復興基金」設立が好感され、イタリア、ギリシャなど周縁国の長期債利回りは過去最低を更新しました。

■ **株式市場**：成長株物色が世界的に広がりました。業種別指数（MSCIワールド先進国）では、一般消費財（ネット販売含む）、情報技術がアウトパフォームする一方、エネルギー、不動産、金融などが劣後しました。

■ **リート**：オフィス需要の先行き不透明感や、商業用不動産の資金繰り不安がくすぶり、6月以降は国内・海外リートともに横ばい圏での推移が続いています。

■ **新興国市場**：株式では中国、台湾、韓国3カ国の上昇率寄与度が全体の9割強を占めました。債券では、通貨安が響き、ロシア、トルコ、ブラジルのマイナス寄与が目立ちました。

< 前四半期（2020年7月~10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）

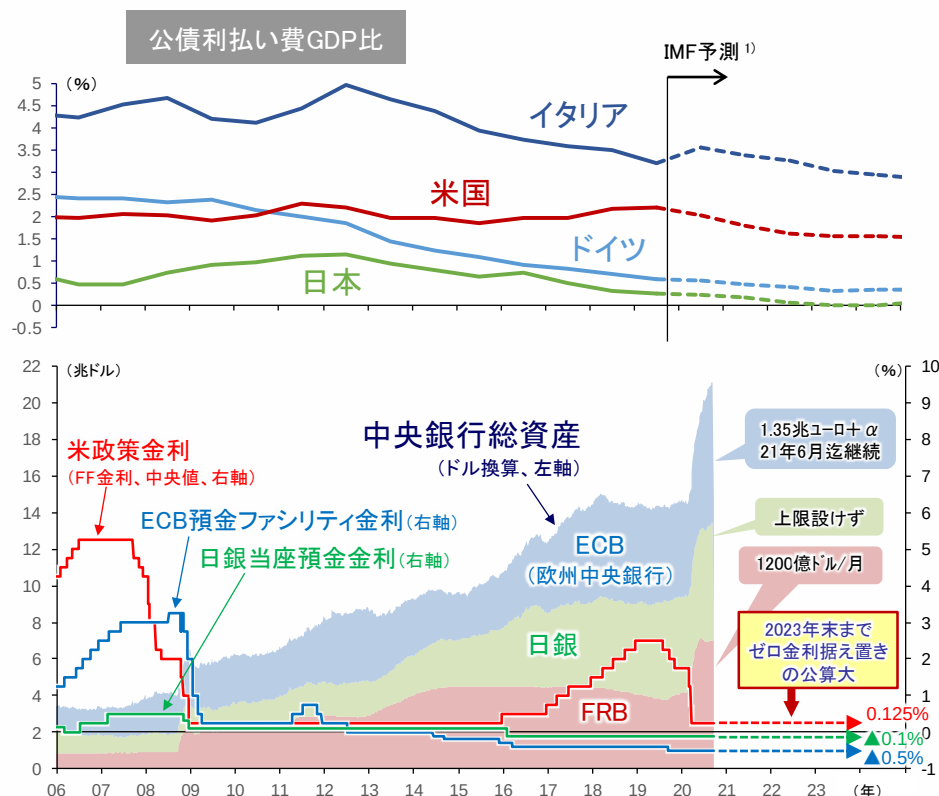
【出所】 ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2020年度後半の見通し【サマリー】

グローバル版 新3本の矢 金融緩和+財政+成長戦略



< 金融政策と財政政策の協調 >



1) 2020年10月時点

グラフ期間：(上段)2006年～2025年(2020～2025年はIMF予測)、(下段)2020年1月～2020年10月20日

【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

今秋のIMFの3大経済レポート「世界経済見通し(表題：長く困難な登り道)」「金融安定化報告書(経済回復への架け橋)」「財政モニター(復興のための政策)」は、各国がこの先採るべき政策を工程表まで付けて詳細に提示しています。

金融政策は「感染拡大が制御された後も、政策目標が達成されるまで緩和スタンスを継続すべき」とし、財政については「世界全体で金利が低下する中、質の高い公共投資のために借入を行うことは効果的な戦略となる」と論じています。また、成長を持続的なものとするため優先すべき投資先として「医療システムの整備、デジタルインフラの拡充、気候変動と環境保護への対応」を挙げています。これらの提言を統合すると、アベノミクスの3本の矢(大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)と趣旨は同じです。

主要国の中では既にIMFの提言内容に沿った動きが見られます。最も先行しているのは欧州です。EU(欧州連合)は7月、欧州復興基金の設立を合意し、長年の課題である財政統合に向けて一歩踏み出しました。この復興基金で調達される7500億ユーロのうち、少なくとも半分は、環境とデジタル化の2分野に重点的に配分される計画です。また、EUが発行する債券を、ECB(欧州中央銀行)が資産購入プログラムの買い入れ対象とするなど、金融政策と財政の協調も進められています。

従来の金融緩和一辺倒の政策フレームから、金融と財政の一体化+成長戦略への転換が、政策当局者の間でコンセンサス化していると考えられます。

2. 2020年後半の見通し【サマリー】

りそなのマーケットビュー



リスク資産のウェイトを小幅引き上げ

資産配分：株式などリスク資産のウェイトを小幅引き上げます。①FRBの政策目標の変更により緩和的な金融環境が従来想定以上に長期化する見通しとなったこと、②財政・金融の一体的支援継続が下値リスクの抑制につながると予想されること、の2点が見直しの理由です。ただし、クレジットサイクルの調整が先送りされている状況は変わらず、新たな景気拡大局面への移行にはまだ不確実性が高いことから、株式のウェイトは中立の領域にとどめる保守的な資産配分を維持します。

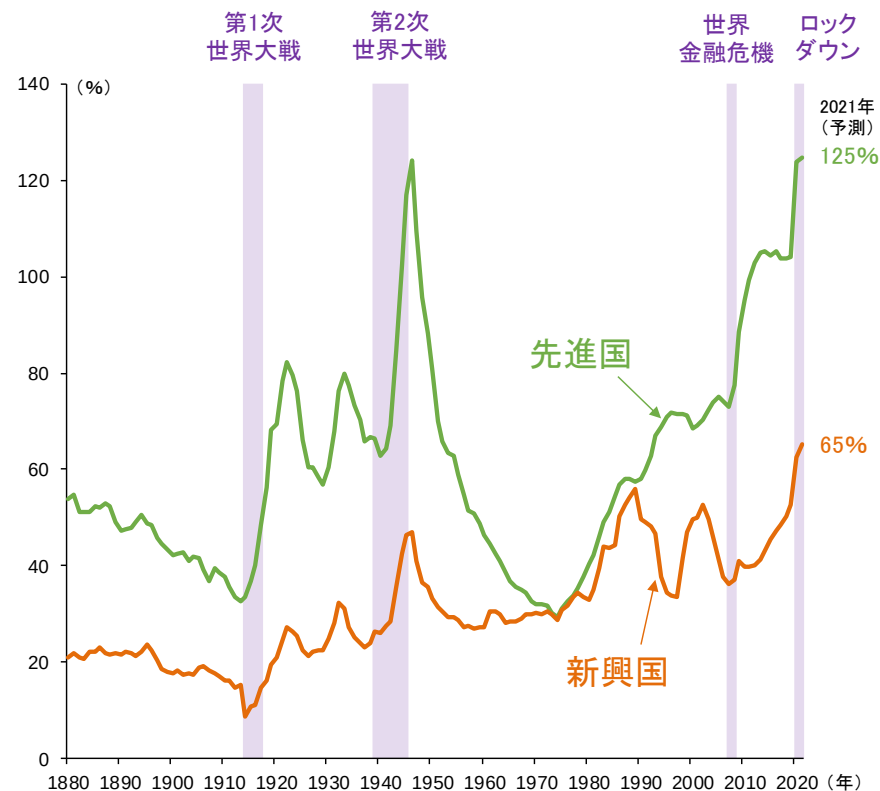
債券：中立。地域別では、欧州を選好。非投資適格債券はアンダーウェイト継続。

株式：中立、もしくは、中立よりやや高め。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ェイト。

リート：中立より低めのポジション。地域別ではオフィスリートの比重が高い国内リートを先進国(日本除く)に対してアンダーウェイト。国内不動産価格の下落リスクに留意。

新興国：東アジア3国(中国・台湾・韓国)のウェイトがおおよそ3分の2を占める株式は中立、経済ファンダメンタルズが脆弱な国の比重が高い債券はアンダーウェイト。

<一般政府の債務残高GDP比は過去最高>



グラフ期間：1880年～2021年(2020～2021年はIMF予測、2020年10月時点)

【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

3. 2020年度後半の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



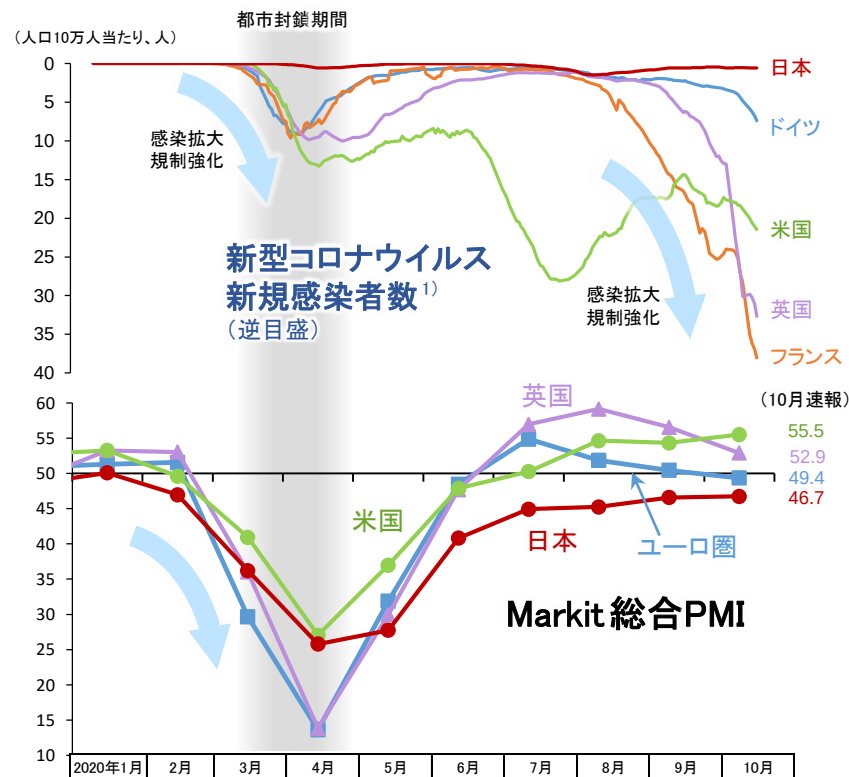
感染予防と経済活動 両立で緩慢回復に

夏場以降、フランスや英国では新規感染者数が春の流行時を上回り、再び飲食店の営業停止や夜間外出禁止などの厳しい措置が採られています。この影響は経済指標に早速表れており、ユーロ圏のPMI（購買部指数）10月速報値は49.4と4カ月ぶりに拡大・縮小の分岐点となる50を下回りました(右図)。有効なワクチン・治療薬が普及するまでは、経済活動の正常化は慎重に進めざるを得ないことを表すものです。

IMFは10月中央に世界経済見通しを改訂し、世界全体の成長率を2020年▲4.1%、21年+5.2%としました。3カ月前の予測からは小幅の上方修正ですが、2021年の世界GDPは2019年の水準を僅か0.6%上回るにすぎません。リーマンショックの2年後の2010年には2008年の水準を5%以上上回ったことに比べ、極めて緩慢な回復です(次頁図)。感染予防以外の理由としては、新興国の成長鈍化が挙げられます。前回の回復局面ではグローバル化ブームがまだ続いており、中国など新興国が生み出す超過需要が世界経済の回復を助けました。残念ながら今回はそのようなけん引役は存在しません。

それだけに、各国は財政・金融一体で政策支援を継続する必要があります。前回の回復局面では、欧米が早々に財政健全化に舵を切り、結果的に欧州債務危機などで大きな代償を払いました。現在、主要国の政策当局者が揃って政策支援を続ける姿勢を示していることは前向きに評価できます。

<コロナ感染と経済活動>



1) 日次の新規感染者数の週間移動平均。

グラフ期間：(上段)2020年1月～2020年10月15日 (下段) 2020年1月～2020年10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

3. 2020年度後半の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



g (成長率) > r (利子率) 維持する成長戦略

勿論、拡張的な財政政策を際限なく続けることは出来ません。2021年には先進国の公的債務残高のGDP比は125%、新興国は65%と、いずれも第2次世界大戦後を上回り過去最大となる見通しです(P4図)。増税や歳出削減は景気回復の腰折れにつながるリスクが高いことから、公的債務を持続可能な水準に保つためには、成長率の押し上げが鍵となります。

戦後も、増税や歳出削減ではなく、成長が債務残高のGDP比の低下をもたらしました。しかし、近年は、経済成長のドライバーである労働力と生産性の伸びがどの主要国でも低下傾向にあります。

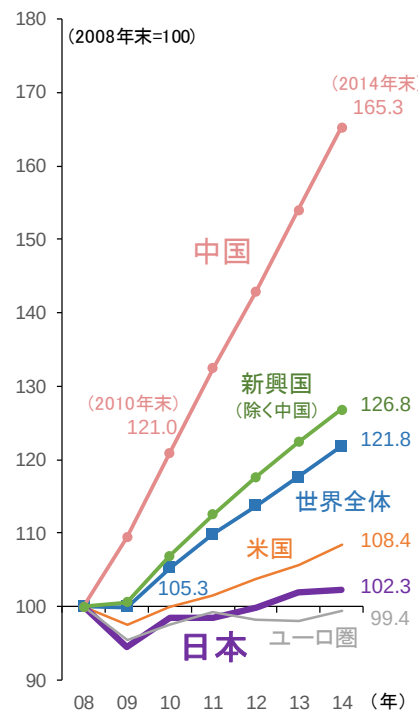
そこで焦点となるのが、各国の成長戦略です。ただ、成長戦略では痛みを伴うことが少なくなく、国民的な合意が不可欠な要素です。前述のEU（欧州連合）の例では、温暖化ガス排出量を2030年には55%減に引き上げる野心的な目標を掲げ、環境技術で覇権を握り成長の原動力とする戦略がうかがえます。自動車産業からは猛反発が出ていますが、EU当局は国民的な支持をバックに環境政策を推し進める構えです。

環境と並んで成長戦略の柱と位置付けられるのが“デジタル化”です。コロナ禍でデジタル化の必要性が広く認識されたことで、国民のコンセンサスは得易くなっています。

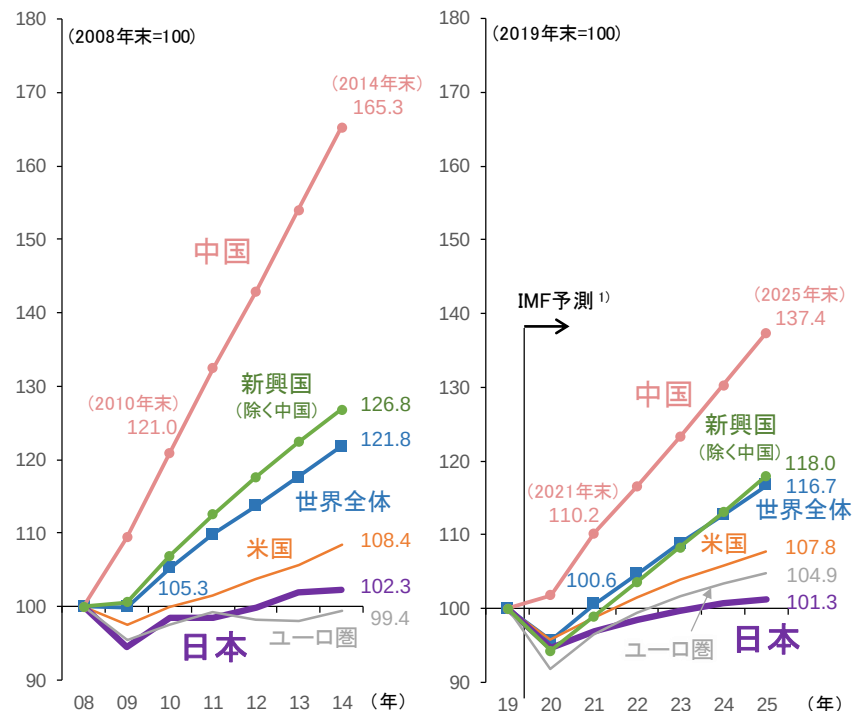
政策当局者が成長戦略を進める上で、今は好機と言えます。

<IMFの世界経済見通し>

リーマンショック後



今回



1) 2020年10月時点

グラフ期間：(右)2008年～2014年、(左)2019年～2025年(2020～2025年はIMF予測)

【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

3. 2020年後半の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



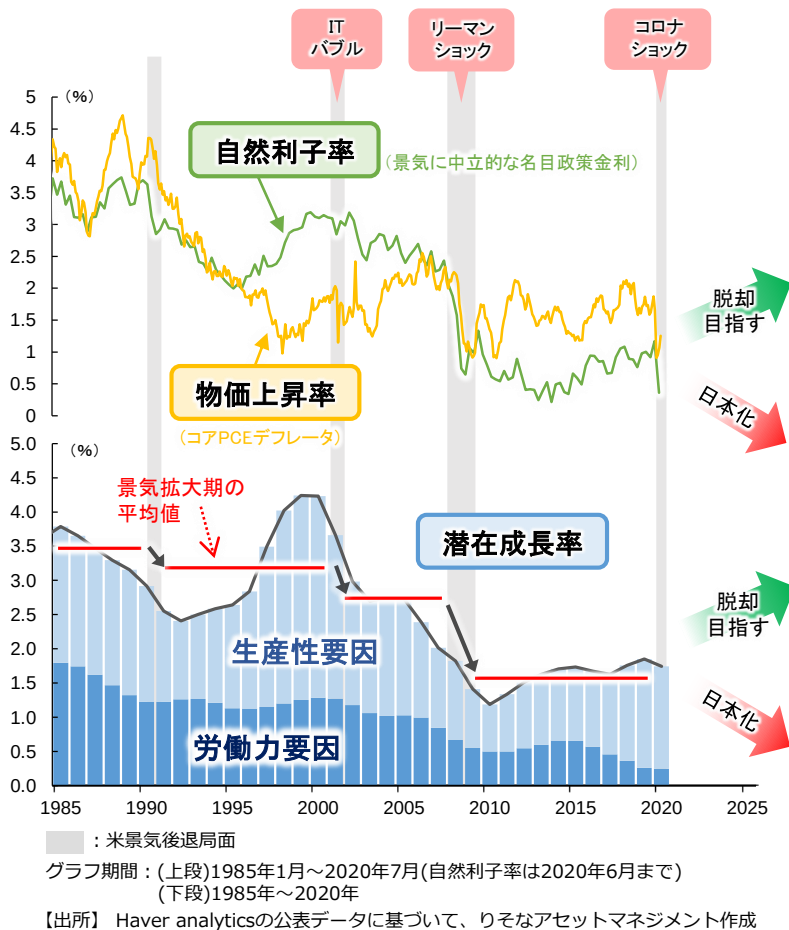
「日本化」回避のため 高圧経済を一時容認

FRBは9月のFOMCでフォワードガイダンスを強化し、①労働市場の情勢が最大雇用と判断する水準に達し、②インフレが2%に上昇し、③しばらくの間2%をやや上回る水準で推移するまで、現行のゼロ金利政策を据え置く方針を示しました。同時に発表された経済予測（中央値）では、2023年末時点で失業率4.0%（長期見通し4.1%）、コアPCEデフレーター2.0%、政策金利は現行の0~0.25%、の見通しが示されました。これらを受け、FRBの利上げは2024年以降、との見通しが市場で広がりました。

2021年中には有効なワクチン・治療薬がある程度普及している可能性が高いことを考慮すると、現時点でこれほど長期にわたるゼロ金利政策据え置きを示唆する必要はないかもしれません。

FRBの意図は、「日本化（Japanification）」の回避と考えられます。「日本化」は低成長、低インフレが続く結果、名目自然利子率（潜在成長率+インフレ率）がゼロ%に近づき、金融政策が行き詰まることを指すのが一般的です。米国も右図に示す通り、景気後退を経る度に成長率とインフレ率が下方屈折しており、今回のコロナショックによる景気後退で、いよいよ「日本化」が現実味を帯びています。

<FRBは物価・潜在成長率のすう勢的低下の歯止め目指す>



3. 2020年後半の見通し【マクロ環境・金融環境】

りそなのマーケットビュー



ポスト・コロナ下も 緩和継続の時間軸効果

「日本化」を回避する具体的方策としては、景気・物価の一時的な振れを容認することで、成長期待の押し上げを目指していると考えられます。即ち、2016年頃に盛んに議論された「高圧経済」の実践です。

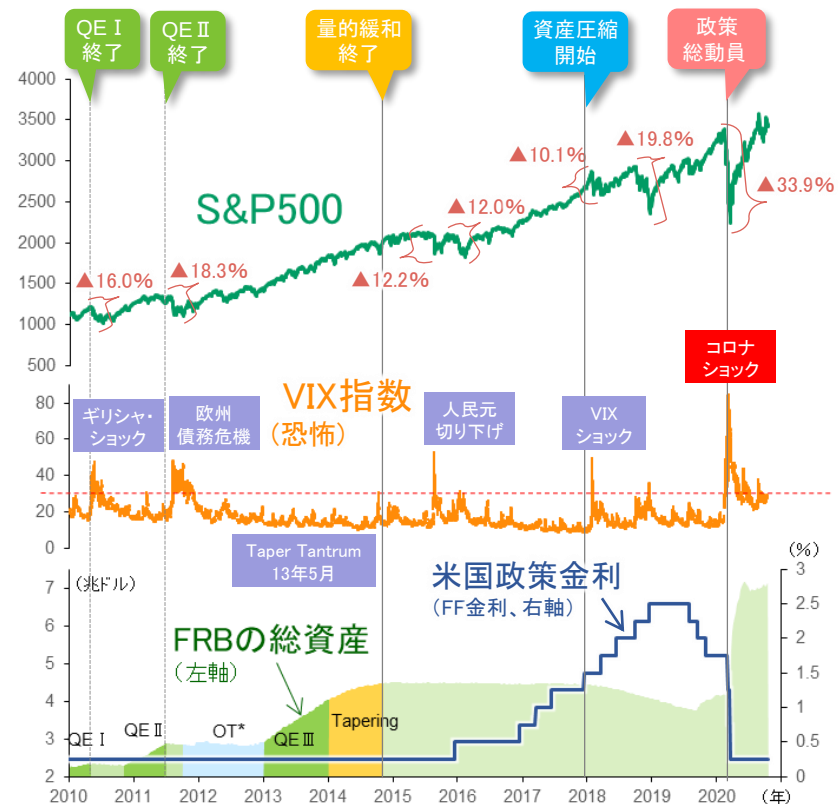
この見方が正しいければ、FRBの金融緩和姿勢はコロナ終息に目処が付いた後も続く蓋然性が高いことになります。

金融緩和の長期化は資産価格の高騰などを通じて金融システムの不安定化要因となります。この点についてのFRBのスタンスは、規制・監督強化などマクロ・プルーデンス政策での対応を原則としつつ、必要に応じて利上げなどの政策手段を使う、というものです。

9月のFOMC後の会見でパウエル議長は、前回の過去最長の景気拡大期には資産バブルは起きなかったと言及し、現時点では資産バブルのリスクが高まっていないとの認識をにじませました。

FRBの金融政策で不透明な要素は、資産買い取り策です。現状は月1200億ドル規模の資産購入を続けていますが、市場機能安定のための措置か、金融緩和策かの位置づけは曖昧なままです。財政運営のサポートという隠れた意図のため、あえて曖昧な状態を続ける可能性にも留意する必要があります。

<FRBの出口戦略にマーケットは過敏に反応>



4. 注目トピック 日本の成長戦略 デジタル投資の推進

Topic 日本の成長戦略

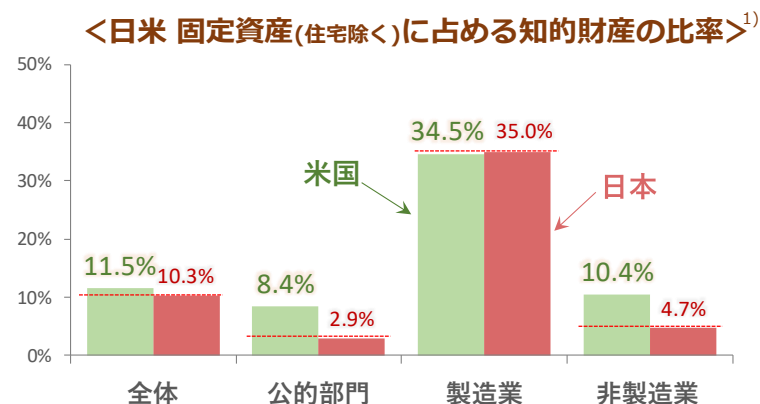
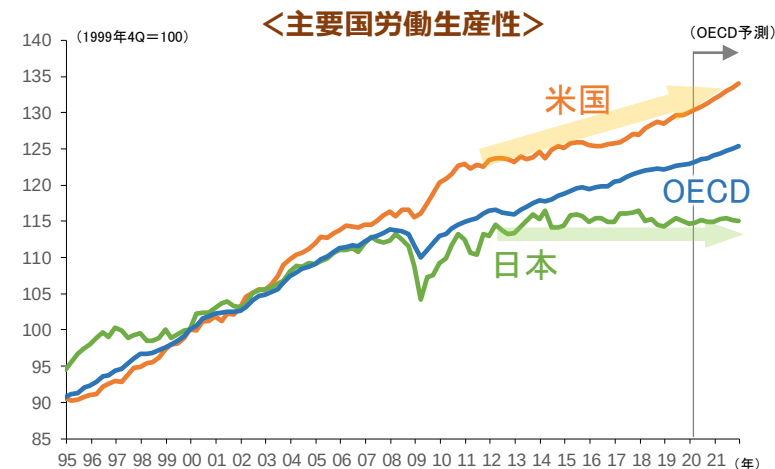
スガノミクスの柱 デジタル投資の推進

各国政策当局はコロナ禍による深刻な景気後退からの立ち直りに注力する一方、経済の長期停滞を避けるため、有効な成長戦略の布石を打つ必要があります。

日本では、“アベノミクス 第3の矢”の成長戦略が未完に終わりました。内閣府公表の潜在成長率は2020年第2四半期に+0.7%と第2次安倍政権発足当初の水準を下回っています。この先、人口動態の更なる悪化が見込まれる日本では、労働生産性の向上が成長戦略の柱と位置づけられ、その実現手段の一つとしてデジタル投資の推進が注目されます。

日本の労働生産性の伸びはリーマンショック以降、停滞しています（右上図）。デジタル投資促進は、生産効率改善など幅広い分野における技術進歩、設備投資、資本ストック増加等を通して、労働生産性の向上につながると期待されます。

現状、日本のデジタル投資は政府・民間部門ともに十分に進んでおらず、投資余地が多く残ると考えられます。右下図は、デジタル投資の進展度合いを定量的に表す知的財産の固定資産比率です。日本全体では10.3%と米国と大差はないですが、部門別にみると、公的部門が2.9%、非製造業は4.7%と、米国の同部門と比較して大きく見劣りします。



1) 米国は2019年時点、日本は2018年時点。日本の製造業・非製造業は公的部門を含む。
グラフ期間：(上段)1995年～2021年（2020年～21年はOECD予想、2019年11月時点）
【出所】Bloomberg、内閣府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 日本の成長戦略 デジタル投資の推進

Topic 日本の成長戦略

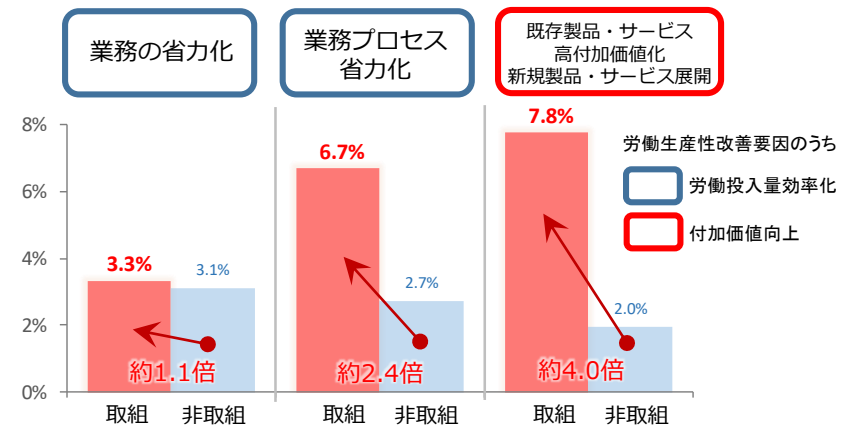
デジタル投資は “攻め”と“守り”両面から

ICT（Information Communication Technology）投資による労働生産性の改善効果は、その投資規模だけではなく、投資目的により異なります。そもそも労働生産性は、付加価値を労働投入量で除した指標です。総務省の2018年情報通信白書では、分母にあたる“労働投入の効率化≒守り”よりも、分子にあたる“付加価値向上≒攻め”を目的としたICT投資のほうが、労働生産性の向上効果が大きいと指摘しています（右上図）。日本では現状、前者の比重が高いと指摘されており、後者（付加価値向上）の“攻めのICT投資”が今後増えるかが鍵となりそうです。

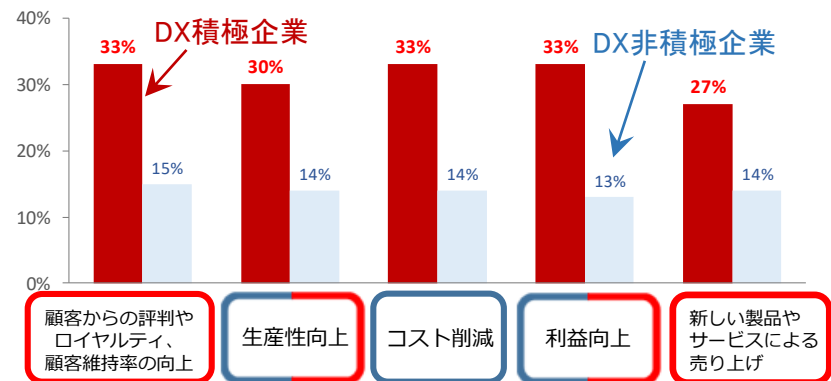
“DX”（デジタル・トランスフォーメーション）は正に攻めと守りを兼ね備えたICT投資です。右下図は、2018年にIDC Japanが実施したアジア企業の“DX”の経済効果調査の結果です。労働生産性を測る5項目全てでDX積極企業が非積極企業を上回っており、攻めと守り両面から経済効果をあげていることが示されています。

菅政権は、成長戦略会議を新たに立ち上げました。初回会合では、生産性の向上をゴールとする旨が提言されています。アベノミクスの成長戦略が総花的であったのに対し、スガノミクスの成長戦略では、「デジタル投資」を“矢”に『労働生産性の向上』に的が絞られていると期待されます。

＜デジタル投資(目的別)の労働生産性の伸び率＞



＜DX推進企業別の項目別改善度調査＞



グラフ期間：(上段)2018年実施調査 (下段左)2018年実施調査

【出所】総務省「平成30年版情報通信白書」、経済産業省の公表資料に基づいて、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カ月程度）
国内債券	中立。10年国債利回りはゼロ%前後で推移、超長期債については、引き続き、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	中立。グローバル景気に敏感なセクターの比重が高く（資本財・一般消費財・素材のウエイトが時価総額の約45%を占める）、世界経済が緩慢な回復にとどまる環境下では他市場に劣後する見通し。アップサイドリスクとして菅政権の成長戦略に注目
先進国債券	中立。欧州復興基金合意は周縁国債券にポジティブ要因。米国次期政権の拡張的財政政策の思惑から金利上昇圧力が燃えるが、FRBの緩和姿勢がアンカー役に。10年国債利回りは2021年3月末時点で米国が0.75%、ドイツは▲0.45%の見通し
先進国株式	中立よりやや高めのポジション。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。成長株が選好され易い投資環境が続く、極端な物色集中はボラティリティ上昇要因に。反トラスト法を巡る規制強化の動きを注視
新興国債券	アンダーウエイト。国内貯蓄不足の国で、中央銀行の国債買い入れへの依存が過度に高まる可能性。ドル安が一巡した際に、新興国通貨安が加速するリスク高まる
新興国株式	中立。中国、韓国、台湾の東アジア3カ国が時価総額ウエイトの約3分の2を占める。第14次5カ年計画（2021～25年）に向けた中国の経済政策、半導体市況が焦点に
国内リート	中立よりやや低めのポジション。景気循環要因とテレワーク普及によるオフィス需要低下などの構造要因の両面から下押し圧力。年率4%を越える利回りが投資魅力だが、想定を上回る減配リスクも。地価下落のリスクは織り込まれていない
先進国リート	中立。低金利環境の長期化は下支え要因。金融支援でクレジットサイクルの調整が先送りされている点に注意。オフィスリートの比重は約1割。

5. 主要マーケットの見通し

債券市場

需給悪懸念に対しFRBの緩和策がアンカー役に

米国の長期金利は2020年3月末以降、1.00%を下回る水準で横ばい推移が続きます。

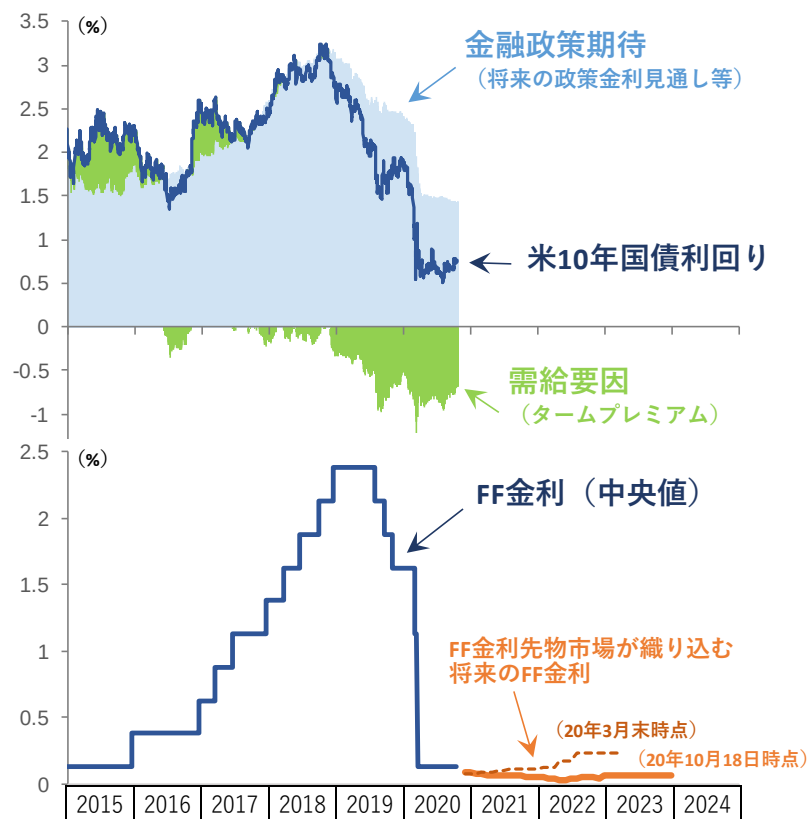
長期金利は、将来の政策金利予想を反映する金融政策期待要因と需給要因に分解することができます。（右図参照）

金融政策期待では、8月の金融政策の枠組み見直しと、9月FOMCでのフォワードガイダンス強化などにより、少なくとも2023年末までゼロ金利政策が据え置かれる方針が示唆されました。これを受け、FF金利先物市場では2023年末まで0%近傍の推移を織り込んでいます。FRBのスタンス変更は当面考えにくく、金融政策期待要因による長期金利の上昇余地は極めて小さいと考えます。

一方、需給要因は、一段と拡張的な財政政策が採られるとの観測から、足元マイナス幅が縮小しています。しかし、欧州経済の2番底懸念が台頭するなど、グローバル景気の先行きが不透明な中で、相対的に高利回りの米国債に対する旺盛な投資需要が見込まれます。また、現在実施中の月800億ドル規模の国債買入は、緊急時の対応か量的緩和策かの定義が曖昧で、仮に長期金利が跳ね上がった場合、春先のように市場機能安定化の名目で資産購入を機動的に増やす余地も残されています。また、実現性は低いものの、イーールドカーブコントロールで長期金利の上昇を抑える手段も考えられます。

したがって、米長期金利が1%を越えて上昇する可能性は小さいと予想します。

＜米国 10年国債利回りとFF金利＞



グラフ期間（上段）2015年1月～2020年10月19日
（下段）2015年1月～2024年12月31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

5. 主要マーケットの見通し

株式市場

企業業績の回復に格差 当面は米国株優位を予想

9月以降、内外の株価は上値の重い展開が続いています。今後の株価動向を見通す上で企業収益の動向が鍵となりますが、米国と比較して、日本企業は回復の遅れが目立ちます。

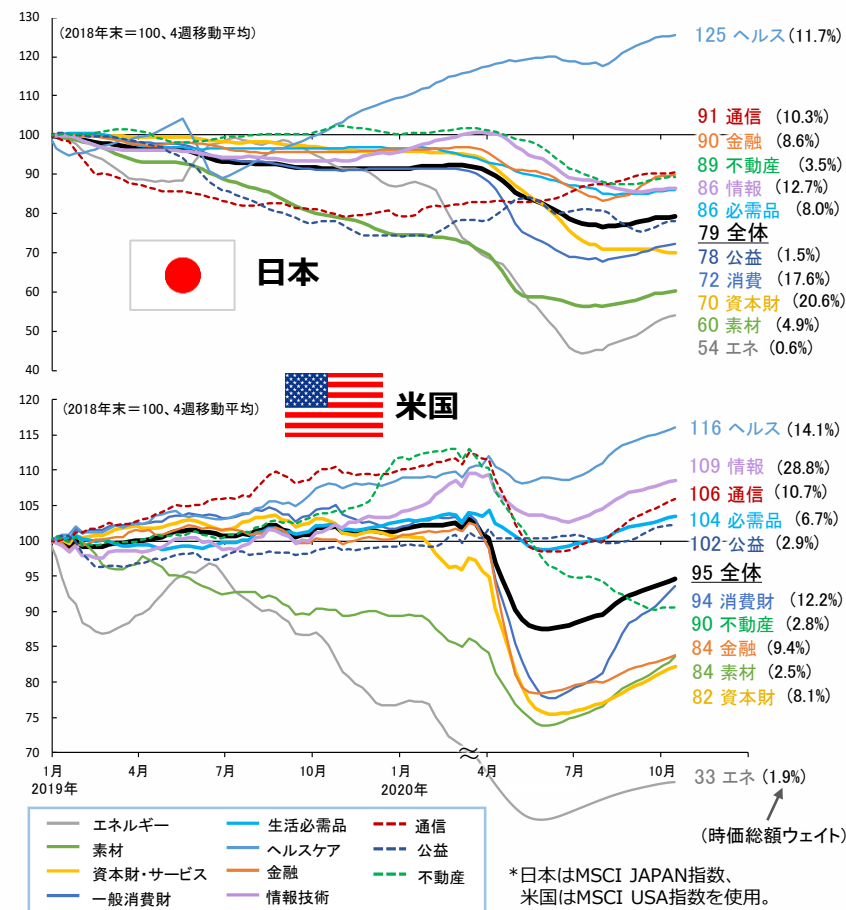
株価は企業収益見通しを反映します。右図の18ヵ月先EPS（一株当たり利益）を見ると、日本は大半のセクターが底這い状態の一方、米国は大方の業種が底入れから回復に向かっています。この差は、マクロ指標にも表れています。経済活動の活発度合いを表す総合PMI（購買部指数）を比較すると、米国が7月以降拡大・縮小の分岐点となる50を上回っているのに対し、日本は10月速報値が46.7にとどまり2月以降の50割れが続いています。

業種構造の違いも株価パフォーマンス格差の要因となります。米国は業績回復を先導するヘルスケアと情報技術の比重が高く、この2業種で市場の4割強を占めます。日本は同2業種の比重は20%台半ばにとどまる一方、景気敏感セクターの資本財と自動車を含む一般消費財の2業種が約4割を占めます。このため、世界景気の回復が緩慢な中では、業績期待が高まりにくい構造となっています。

相場の過熱には注意が必要ですが、当面は業績の回復が進む米国株が、日本株をアウトパフォームする展開が続くと予想されます。国内株の出遅れ解消は世界景気の本格回復を待つ必要があり、そのタイミングはまだ見通せないと考えます。



<日・米 18ヵ月先予想EPS>



グラフ期間：2019年1月1日～2020年10月22日。業種ウェイトは2020年9月末時点。
【出所】リフィニティブ、MSCI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

新興国市場

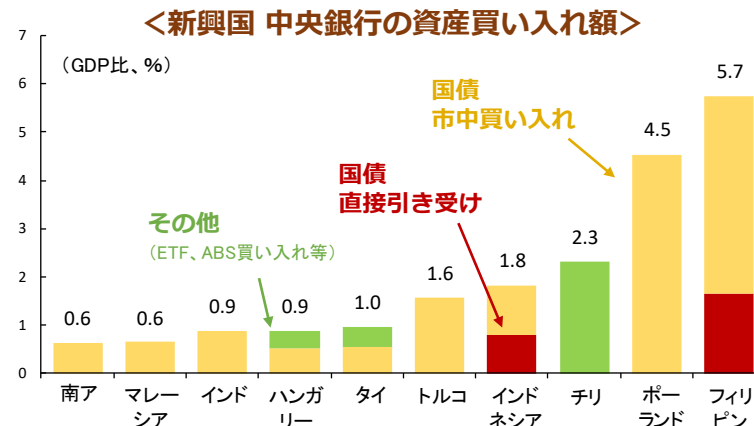
金融・財政の一体化進む 通貨の信認棄損に注視

コロナ禍で財政の重要性が増す中、一部の新興国では先進国と同様に、金融・財政の一体化で対処しようとする動きが見られます。右上図の通り、中央銀行による資産買い入れ等が広がっています。IMFの最新のレポートによると、少なくとも18の新興国で中央銀行が資産買い入れを実施しています。

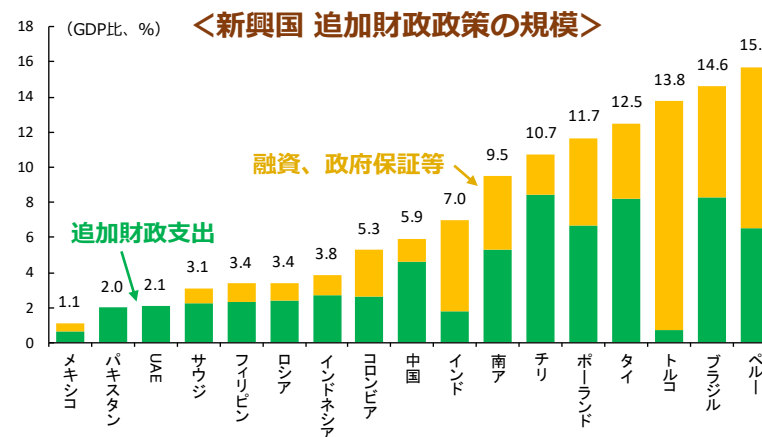
右下図の通り、多くの新興国が景気悪化に対処するため財政支出を拡大しており、中央銀行が国債の受け皿となっています。日銀やFRBは、民間貯蓄を裏付けに市中から国債を買い入れています。新興国の中央銀行も同様の資産買い入れを実施していますが、貯蓄が不足する新興国では市中買い入れの規模拡大には限界があります。結果として、中央銀行が政府から直接国債を引き受ける、財政ファイナンスに踏み込まざるを得なくなる可能性があります。

財政ファイナンスでは、貯蓄の裏付けのない通貨が発行されるため、通貨の信認を著しく損なう恐れがあります。すでにインドネシアが実施しているほか、フィリピンも政府が買い戻す条件付きで直接引き受けに踏み込んでいます。

トルコリラが連日最安値を更新する等、市場はすでに財政や金融政策への信認が低い国への懸念を高めています。このような中で財政ファイナンスが拡大すれば、ファンダメンタルズが脆弱な国の間で連鎖的に信用懸念・通貨安が広がりがねず、注意する必要があります。



グラフ期間：2020年初から2020年8月末までの合計。



グラフ期間：2020年初から2020年9月11日までの集計。

【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

5. 主要マーケットの見通し

リート市場

国内リートは不動産市況の底入れがまだ見通せず

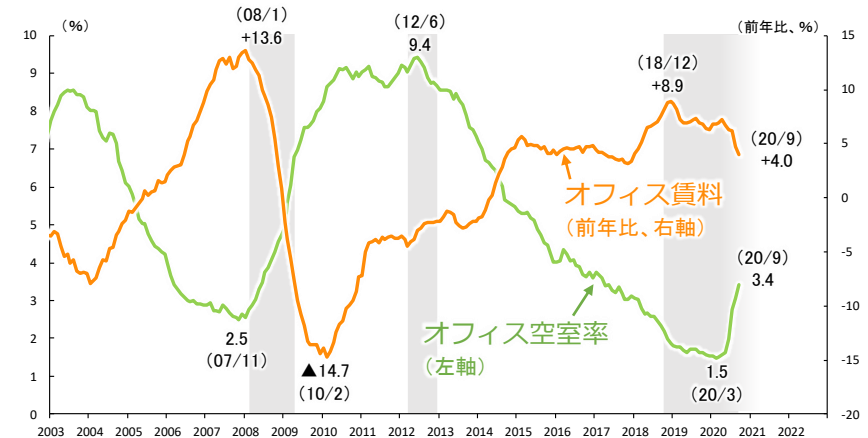
6月以降、東証リート指数は1700ポイントを挟んで一進一退の展開が続いています。Jリートに対して、強気派と慎重派で見方が分かれるのは、主に市場の4割以上を占めるオフィスリートに対する見解の違いです。足元ではオフィス空室率の上昇や賃料下落など市況悪化のサインが出ていますが（右上図）、一時的現象でコロナ終息後は需要が戻るとの見方も根強くあります。

内閣府調査では、緊急事態宣言下で全国の就業者の34.6%、東京23区では55.5%が何らかの形で在宅勤務を実施しました。大手シンクタンク調査では、就業者の1割が在宅勤務となる場合、東京ビジネス地区のオフィス空室率は15%近くに上昇すると試算されています。

右下図は代表的オフィスリートである日本ビルファンド投資法人の保有資産内訳です。保有物件の8割以上が東京所在地、特に都心に偏重しています。国内リートの資産は東京中心で、特にオフィス系ではその傾向が強いため、在宅勤務普及の影響を受けやすいと考えられます。国内リートの純資産倍率（NAV倍率）は9月末時点で1倍程度で、下落リスクは限定的とする見方がありますが、オフィス空室率が大幅に上昇する場合は、リーートの保有資産価値も調整を免れず、割安とは言えなくなります。当面は不動産市況の底入れ・底割れリスクを見極める局面と考えます。



<東京ビジネス地区 オフィス空室率と賃料>



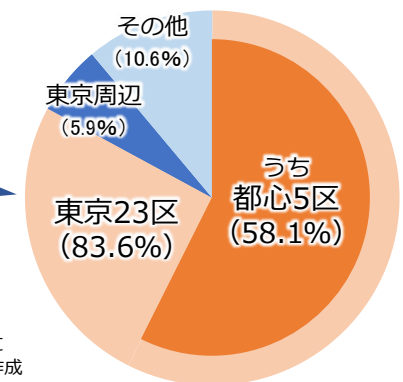
グラフ期間：2003年1月～2020年9月

：日本景気後退局面

【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

<日本ビルファンド投資法人 保有資産の地域分布>

国内最大のリート
東証リートの6%を
占める



鑑定評価ベース、グラフは2020年10月時点。

都心5区：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区。

【出所】 日本ビルファンド投資法人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カ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									
		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	9月	10月
		50.0	41.7	25.0	25.0	62.5	58.3	70.8	66.7	16.7	8.3	16.7	50.0	75.0	83.3	81.8	100.0
①	ISM製造業・新規受注指数	51.1	47.6	48.5	48.9	46.8	47.6	52.0	49.8	42.2	27.1	31.8	56.4	61.5	67.6	60.2	
②	NFIB(中小企業景況感)・ 景気楽観度指数	104.7	103.1	101.8	102.4	104.7	102.7	104.3	104.5	96.4	90.9	94.4	100.6	98.8	100.2	104.0	
③	ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	90.5	79.9	83.4	84.2	87.3	88.9	90.5	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	78.8
④	非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	66,224	65,864	65,769	65,954	66,545	66,240	66,824	66,453	65,608	61,299	62,226	64,885	66,585	67,834		
⑤	新規失業保険申請件数 (千人)	214	216	213	215	215	225	210	214	3026	4558	2331	1482	1335	988	855	
⑥	NAHB住宅市場指数	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	78.0	83.0	85.0
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	▲2.8	▲2.8	▲2.8	5.4	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0	41.5	41.5	41.5	71.2	71.2	71.2	
⑧	独Ifo景況感指数 産業・商業 (期待指数)	92.3	91.6	90.9	91.9	91.8	92.4	92.8	94.0	81.6	70.6	81.5	93.4	99.1	99.9	101.6	
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	
⑩	中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	
⑪	日本 中小企業売上 見通しDI	▲5.3	▲10.6	▲9.8	▲11.4	▲14.9	▲13.0	▲16.7	▲16.7	▲27.4	▲44.4	▲62.7	▲52.3	▲33.1	▲27.8	▲19.5	
⑫	日本 実質輸出指数	111.1	110.3	110.2	109.3	108.2	109.2	106.8	108.9	105.2	90.4	85.1	86.4	93.0	99.2	104.6	

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

(2020年10月23日時点)

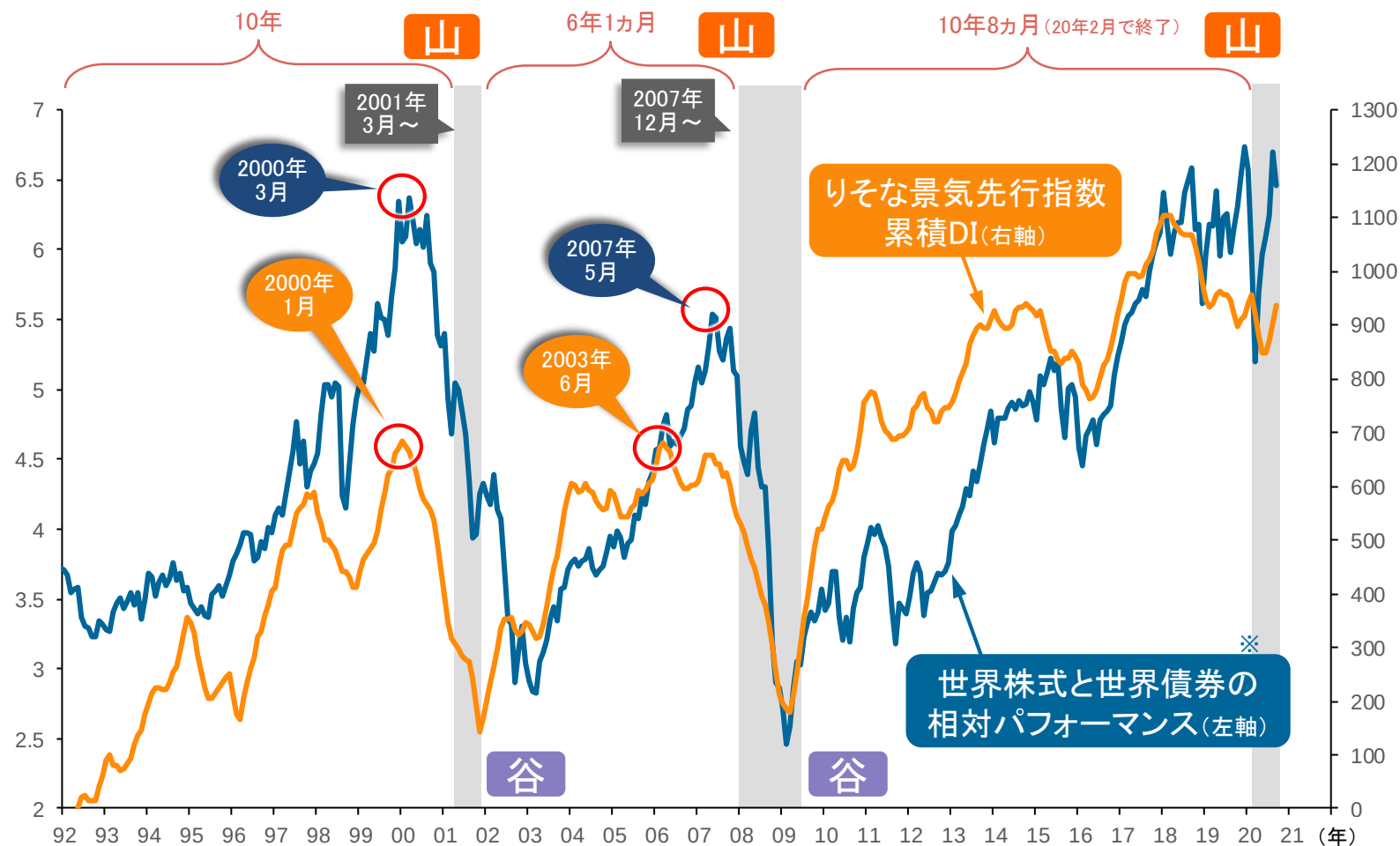
<計算方法>

例えば、2020年7月のISM製造業・新規受注指数の数値は61.5でした。3ヶ月前の2020年4月の数値27.1と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2020年7月は12指標のうち9指標が「改善」を示していますので、 $9 \div 12 \times 100 \div 75.0$ 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. 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

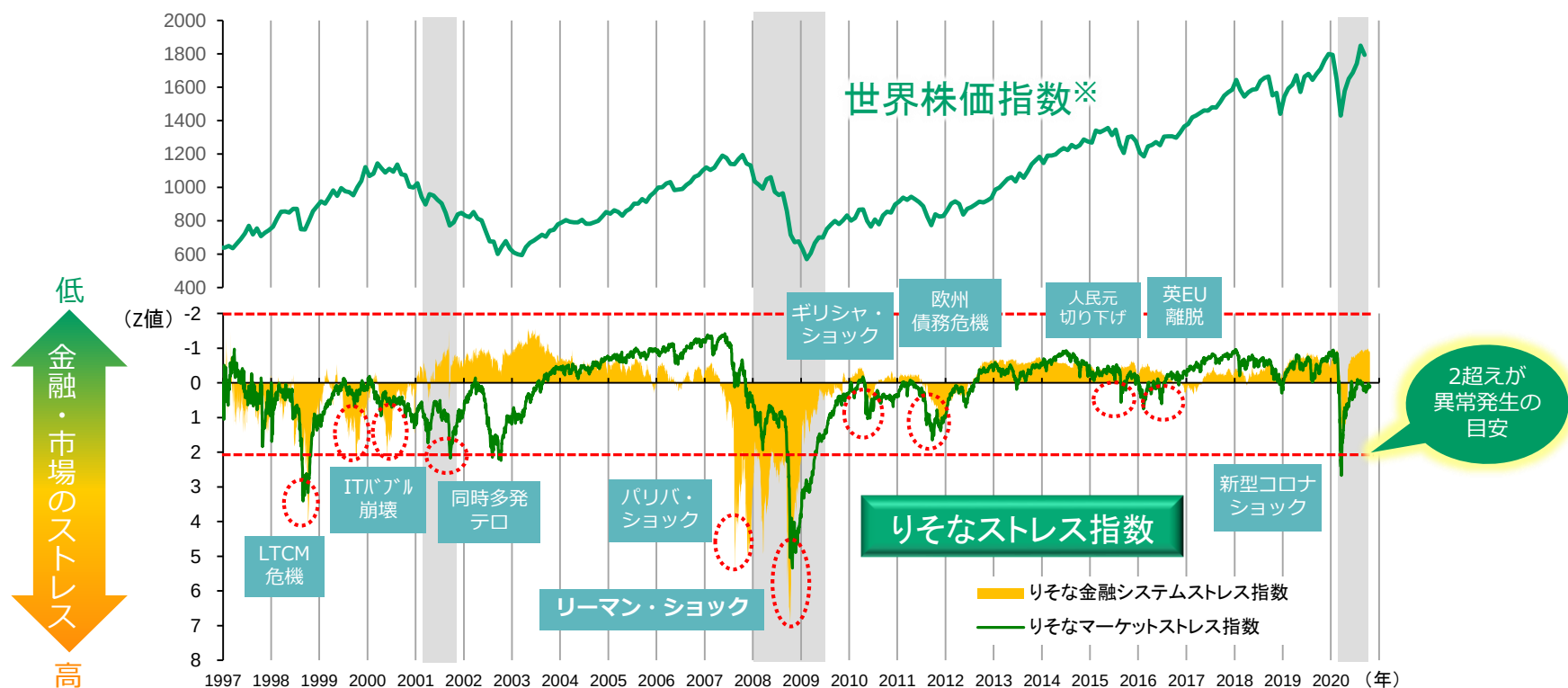
グラフ期間：1992年1月～2020年9月（りそな景気先行指数は1992年5月～2020年9月）

【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**超えが異常発生を目安としています。



6. リそのの独自指標

リそのなストレス指数・構成指数

【リそのな金融システム・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

【リそのなマーケット・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。