

Winter
2021

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

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しの「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

「合理的バブル (rational bubble)」という言葉をしばしば耳にします。実体経済と株価の乖離は大きいですが、歴史的な低金利環境が続くため株式に投資するのは合理的、との解説で使われているようです。ただ、低金利環境だけでは株式投資が活発とまらないことは、20年以上ゼロ金利が続いている日本を見れば明らかです。「グリーン投資」「デジタル化」など新しい成長分野への投資機会、或いは、アフターコロナで世界経済が正常化したあとの「成長」が期待されているからこそ投資資金が途切れずにマーケットに流入していると考えられます。『低金利環境』と『成長期待』の組み合わせにいつ変化が訪れるのか？2021年も米国金融当局が発するメッセージから目が離せません。

<もくじ>

1. 2020年11月～2021年1月期のふりかえり
2. 2021年の投資環境見通し【サマリー】
3. 2021年の投資環境見通し【マクロ・金融環境】
4. 注目トピック：米国金融政策の正常化時期を探る
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2020年11月~2021年1月のふりかえり



ワクチン開発の進展受け 物色対象が広がる

11月に入り新型コロナワクチンの開発進展のニュースが相次ぎ、マーケットの潮目が変わりました。コロナ禍の影響で明暗が分かれる「K字型相場」から、出遅れていた市場が巻き返す「キャッチアップ相場」となりました。23の先進国市場で構成される世界株価指数（MSCIワールド）の直近3カ月のパフォーマンスでは、スペイン、イタリアなど3月以降の反発局面で最も出遅れていた市場の上昇が目立ちます。ただ、極めて緩和的な金融環境は変わらず、株式をはじめとするリスク資産全体が買われる展開が続いています。

■ **債券市場**：大規模な財政出動観測を受け米10年国債利回りは約10カ月ぶりに1%を上回りました。ただ、米・欧が揃って量的緩和策を強化したことから上昇圧力は限定的なものに留まっています。

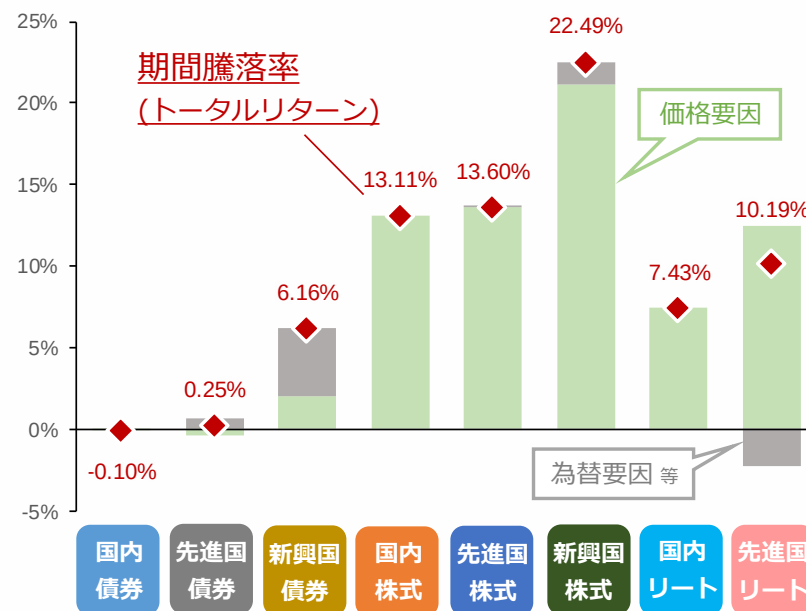
■ **株式市場**：先進国、新興国株価指数（MSCI）ともに最高値を更新しました。成長株への一局集中物色から、エネルギーや金融など景気に敏感な割安株にも物色が広がりました。

■ **リート**：コロナ禍の影響が大きいとしてこれまで敬遠されていたオフィス系リートが上昇を牽引しました。

■ **新興国市場**：債券では資源国通貨高が上昇に寄与しました。株式は電子部品セクターの比重が高いアジア市場の上昇が目立ちました。

■ **為替**：安全通貨とされるドルと円が主要国通貨に対して売られました。円はドル以外の主要通貨に対して弱含みで推移しました。

＜ 前四半期 主要マーケットの騰落率 ＞ （2020年10月21日～2021年1月20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）

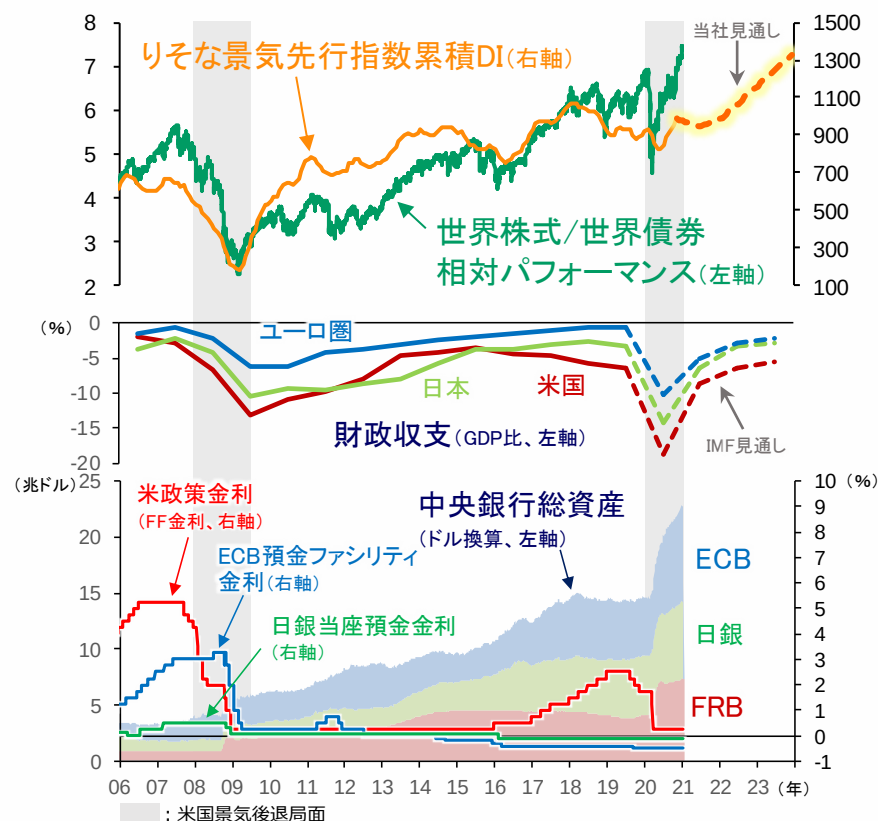
【出所】 ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2021年の投資環境見通し【サマリー】

コロナ後の回復期待と強力な政策支援の併存



< 金融政策と財政政策の協調 >



※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)

グラフ期間：(上段) 2006年1月～2021年1月、(中段) 2006年～2025年(2020～2025年はIMF予測、2020年10月時点)、(下段) 2006年1月～2021年1月

【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

2021年のグローバル市場は、コロナ後を睨んだ成長期待と財政・金融両面からの政策支援が併存し、株式などのリスク資産が買われやすい環境が続くと予想されます。

通常、景気見通しと政策支援はトレードオフの関係にあります。景気見通しが改善してくれば、投資家としては政策支援が弱まることを見越してリスク抑制を検討し始める必要があります。今回はそのタイミングの見極めが非常に重要です。

世界各地で新型コロナワクチンの接種が始まり、ようやくトンネルの先の光が見えてきました。しかし、主要国の政策支援はこの先もまだまだ続く見通しです。足元でコロナ感染が再拡大しているためでもあります。それにしても主要国が打ち出す財政・金融政策は極めて大規模で、且つ、長期的です。

強力な政策コミットメントの背景には、「格差是正」が主要国の政策目標に加わったことが影響していると考えます。「格差是正」の範疇は広く、「貧困問題」や「マイノリティ問題」、或いは「超富裕層への富の偏り」の問題を指すこともあります。対策も、税制改正、最低賃金の引き上げ、など様々です。ただ、いくら分配方法を見直したとしても、肝心の「パイ」が小さくなってしまえば、「格差問題」は解決できません。

FRBは昨年8月、潜在成長率と物価のすう勢的低下に対応するため、雇用・物価の目標を見直しました。一方、バイデン新政権は「格差是正」を政策の柱に掲げてスタートしました。経済政策を主導する財務長官は、「高圧経済(≒力強い需要と逼迫した労働市場)」を一時的に容認することが潜在成長率引き上げに有効、と主張していたイエレン元FRB議長です。財政・金融の一体的支援は、コロナ後も続く可能性が高いと考えられます。

2. 2021年の投資環境見通し【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更に一段引き上げ

資産配分：株式などリスク資産のウェイトを従来から更に一段引き上げます。新型コロナワクチン接種が始まり経済の先行きに対する不確実性が後退する中でも、財政・金融の一体的支援が継続すると判断される為です。

リスクシナリオとしては、新型コロナウイルス感染拡大の長期化と米国長期金利が大幅上昇するケースが挙げられます。

ワクチン接種は既に世界50カ国以上で始まっていますが、全人口に対する比率はまだ1%にも満たない状況です(1月25日時点)。米国では秋口には集団免疫獲得の目安となる7割(ワクチン接種+感染者数)に到達すると予想されていますが、大きく後ズレしないか注視が必要です。

債券：中立より低め。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。

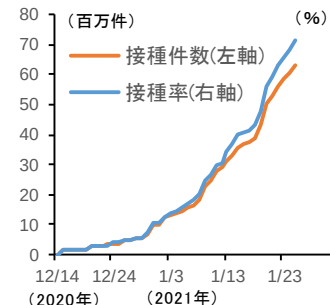
株式：中立よりやや高め。従来に比べ地域、業種、スタイルの分散を強化。

リート：中立。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。

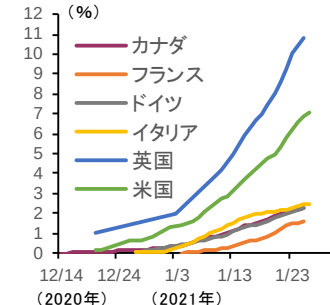
新興国：東アジア3国(中国・台湾・韓国)のウェイトがおおよそ3分の2を占める株式は中立、経済ファンダメンタルズが脆弱な国の比重が高い債券はアンダーウェイト継続。

<ワクチン接種状況>

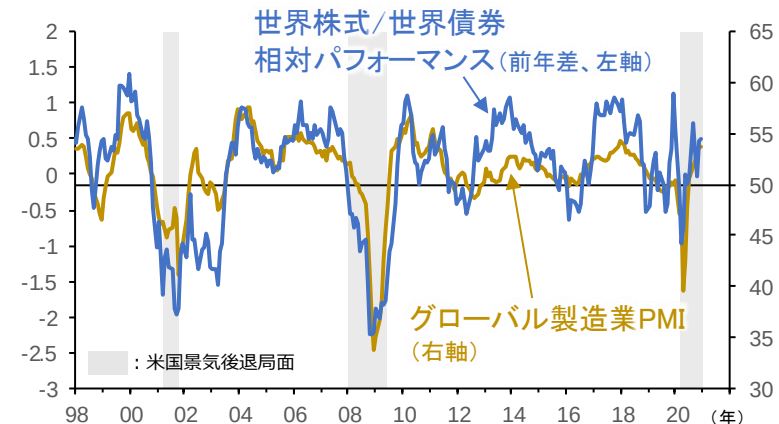
全世界の接種件数と接種率



G6諸国の接種率(人口当たり)



<製造業在庫循環と株式/債券相対パフォーマンス>



※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)

グラフ期間：(上段)2020年12月14日～2021年1月25日、(下段)1998年～2020年12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. 2021年の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



今そこにある「成長」 製造業在庫サイクル

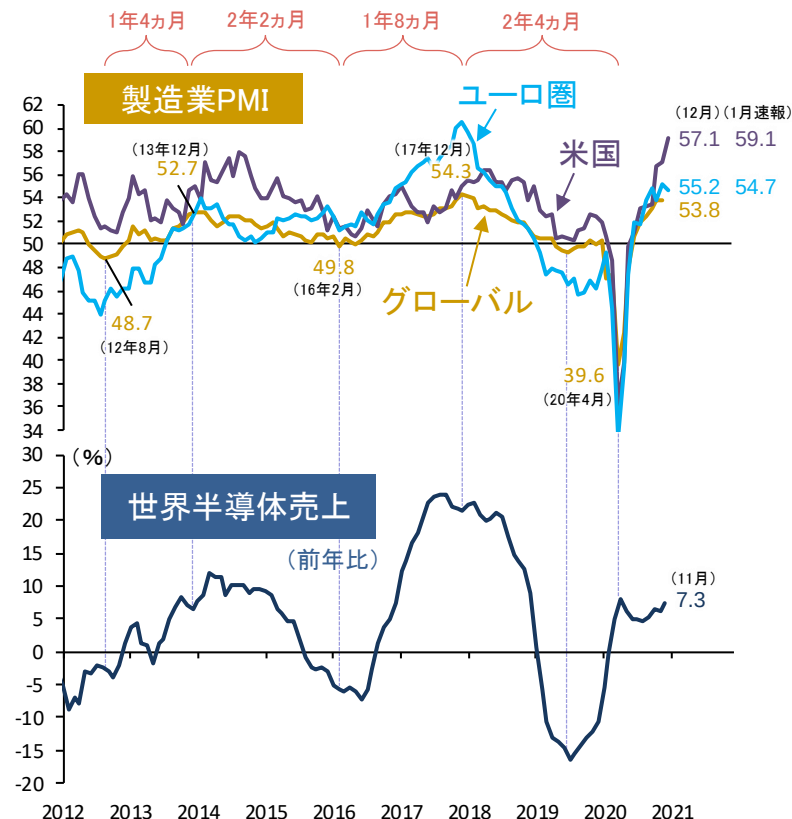
半導体不足から世界中の自動車メーカーが減産を余儀なくされています。スマホ・パソコン・自動車が半導体を奪い合うほどの需給ひっ迫を受け、世界最大の半導体ファウンドリーの台湾セミコンダクターは2021年の設備投資計画を最大280億ドル（前年比+62%）まで拡大すると発表しました。

旺盛な需要は半導体に限りません。5G・デジタル化・自動車の電動化に伴う需要増が重なり、製造業全体の回復が鮮明です。世界の製造業活動を表すグローバル製造業PMIは昨年12月時点で53.8となり、コロナ前のピーク（2020年1月50.3）を大きく上回っています。

同指数は1年半から2年程度の周期で拡大・縮小を繰り返す傾向があり、約40ヵ月と言われるキチンの波（在庫循環）とほぼ一致します。2018～19年は電気自動車を巡る各国の政策が錯綜したことが災いし製造業不況と言われるほどの大きな調整となりましたが、ちょうど底入れのタイミングでコロナ禍を迎えたことから在庫調整が一気に進み、その後の反発に弾みがついた形です。

世界株式と債券の相対パフォーマンスはこの製造業在庫循環と連動します（前頁グラフ）。上記の半導体不足は、在庫サイクル上の意図せざる在庫減少を示唆するものです。この先、在庫積み増し局面で少なくとも2021年いっぱいには在庫循環の上向きトレンドが続き、株式が債券をアウトパフォームし易い局面と位置づけられます。

<製造業在庫循環は拡大局面に>



グラフ期間：2012年1月～2021年1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. 2021年の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



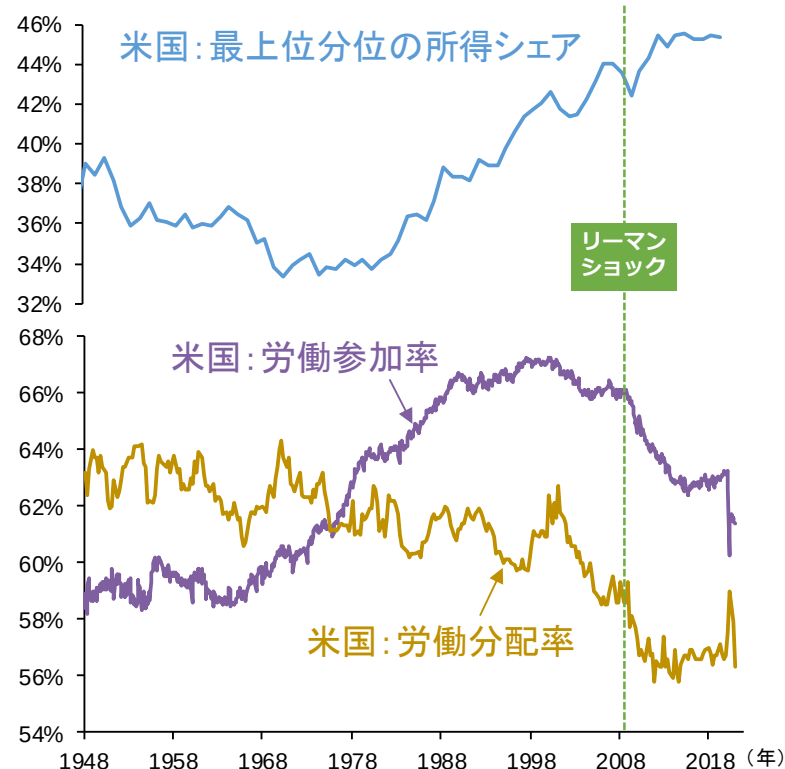
イエレン氏の格差是正 と大規模緩和の親和性

FRBの大規模緩和は、株高をもたらすだけで、格差拡大を助長している、との批判がよく聞かれます。もしこの批判が正しいのであれば、連日のように株価が高値を更新している昨今、格差問題は益々深刻化していることになり、格差是正のためには、FRBは一刻も早く大規模緩和を止める必要があるかもしれません。

財務長官に就任するジャネット・イエレン元FRB議長は、昨年12月に正式指名を受けた際の挨拶で、格差拡大を“米国の悲劇”と呼び、その是正に全力を尽くすと意欲を示しました。では、イエレン氏はパウエルFRB議長に金融緩和を止めるよう申し入れるのでしょうか？おそらく逆だと思います。

イエレン氏がFRB議長時代に「高圧経済」を論じていたことは良く知られています。2016年10月の講演では、リーマンショック後の総需要不足が労働参加率・設備投資など供給サイドにマイナスの影響を与える、ヒステリシス（履歴効果）が見られると指摘した上で、力強い総需要と引き締まった労働市場の「高圧経済」を一時的に容認することが、供給力（≡潜在成長率）反転の方策になり得る、との考えを示しました。コロナ禍で再び供給サイドに大きな下振れ圧力が掛かる今、イエレン氏が上院指名公聴会で述べた“我々が出来る最も賢明な対応は、大きく動くこと（Act Big）”は、FRBを含む政策立案者全てに向けられた言葉ではないでしょうか。

＜米国の所得格差拡大と労働市場＞



グラフ期間：(上段)1948年～2019年 (下段) 1948年1月～2020年12月

【出所】 WORLD INEQUALITY DATABASE、Havre 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. 2021年の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



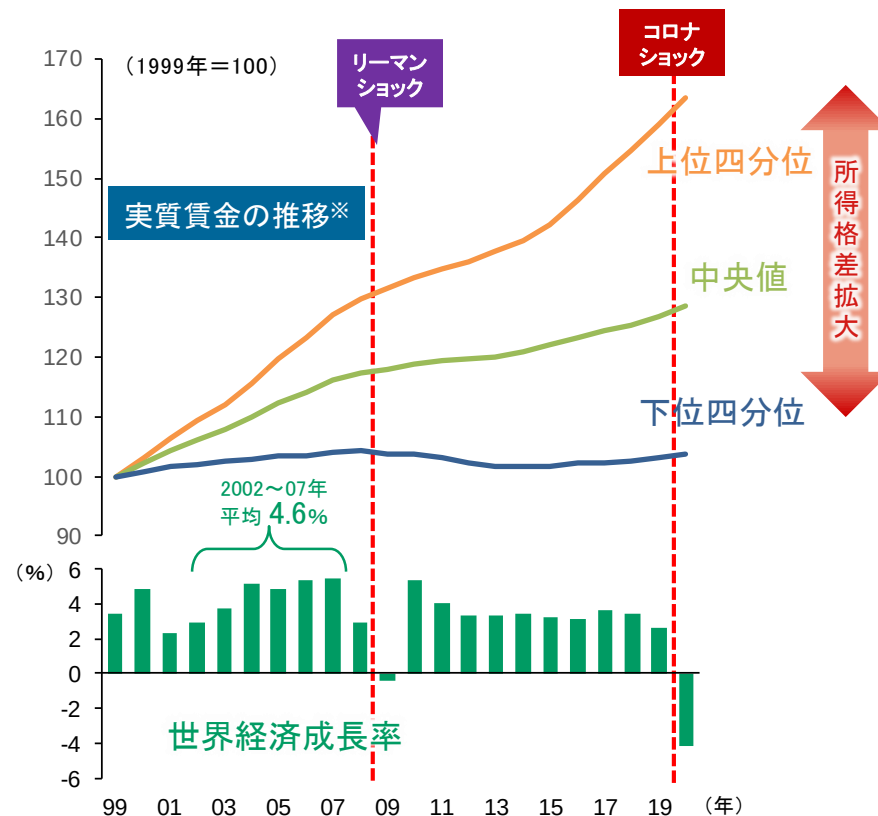
格差是正には“成長”と“分配”の両立が必要

FRBが昨年8月に発表した「金融政策の枠組みの見直し」は、平均2%物価目標が低所得者層により大きな恩恵をもたらすとの分析結果を示すなど、「格差是正」についても細かく配慮されています。潜在成長率を反転させる為には、長期に亘り大規模な金融緩和を続けることが必要ですが、前ページ冒頭に挙げたような批判が高まり易くなります。FRBの対応はそのような批判を見越してのものと考えられます。

格差問題はFRBが2008年に非伝統的な金融政策をとり始める以前から存在します。しかし、2000年台前半はグローバル化ブームで世界経済が高成長を続けたため、不満が表面化し難かったように思われます。世界経済の成長率は、中国がWTOに加盟した2002年～2007年の平均4.6%から、リーマンショック後の2008年～2019年は3.2%に落ち込みました。その結果、先進国・中低所得層の所得環境が一段と悪化し、その不満の高まりが2016年の英国のEU離脱、トランプ大統領誕生につながったと考えられます。

こうした中、各国の政策当局者は「成長（パイの拡大）」と「分配」を同時に目指す必要に迫られています。格差問題の最前線である米国で、財務長官と金融当局が「成長」と「格差是正」で足並みが揃っていることは幸いです。

<先進国の分位別実質賃金の伸びと世界経済成長率>



※OECD推計の実質賃金の伸び率（33カ国、2年移動平均）から算出。

グラフ期間：1999年～2020年

【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

4. 注目トピック 米国金融政策の正常化時期を探る

Topic 米国金融政策

前回は利上げの2年前に テーパリング開始

金融政策の正常化は、テーパリング（量的緩和の段階的縮小）開始のシグナル発信が最初のステップとなります。前回は、最初の利上げ（2015年12月）の2年前（2014年1月）にテーパリングが開始され、その7ヵ月前の2013年5月に当時のバーナンキ議長が議会証言で『向こう数回のFOMCで資産購入のペースを落とすかもしれない』旨の発言を行いました。

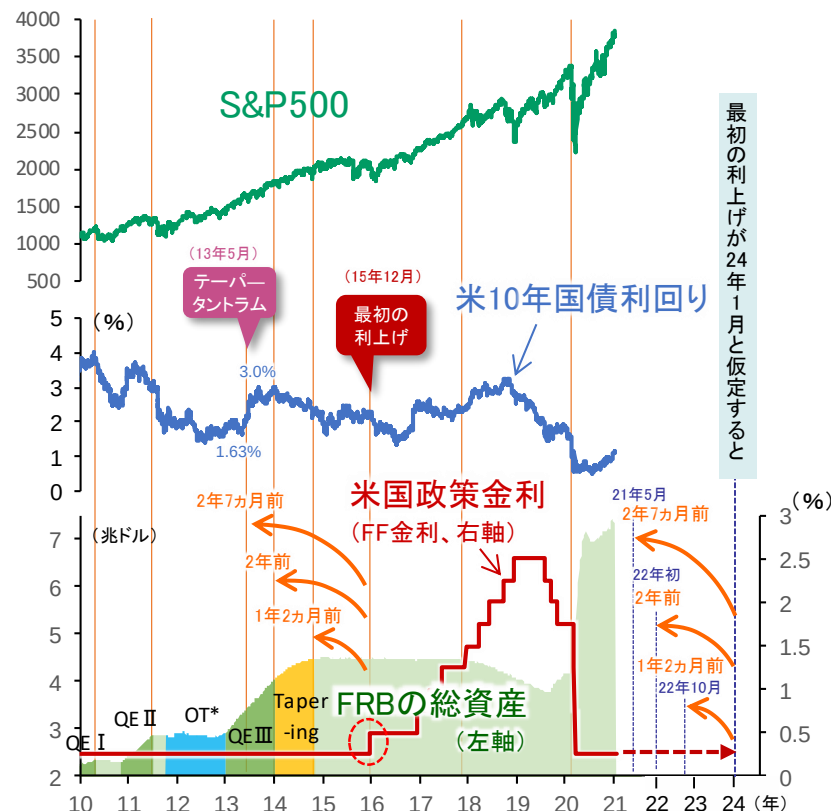
前回と同じパターンになるとすれば、最初の利上げは最速で2024年1月（FOMC経済見通し等で2023年末まで金利据え置きが示唆されています）、その2年前の2022年初めにテーパリング開始、2021年4-6月期にもシグナル発信となります。

ただ、最初の利上げ時期は流動的です。前回は2015年8月に人民元切り下げショックが発生し利上げ開始が遅れた経緯があります。また、今回は前回以上に緩慢なペースでテーパリングを進める可能性があります。従い、“利上げの2年前にテーパリング開始”、はあくまで目安に過ぎません。

テーパリング開始/そのシグナル発信時期については、やはりフォワードガイダンスで示された「最大雇用と物価安定の目標に向けて顕著な更なる進展」から判断することになります。12月のFOMCで「顕著な更なる進展」について問われたパウエル議長は「具体的な指標に基づくものではない」としつつも、「目標に顕著に近づく必要がある」と述べました。



<FRBの金融政策正常化と米国長期金利>



グラフ期間：2010年～2021年1月

【出所】 Bloomberg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 米国金融政策の正常化時期を探る

Topic 米国金融政策

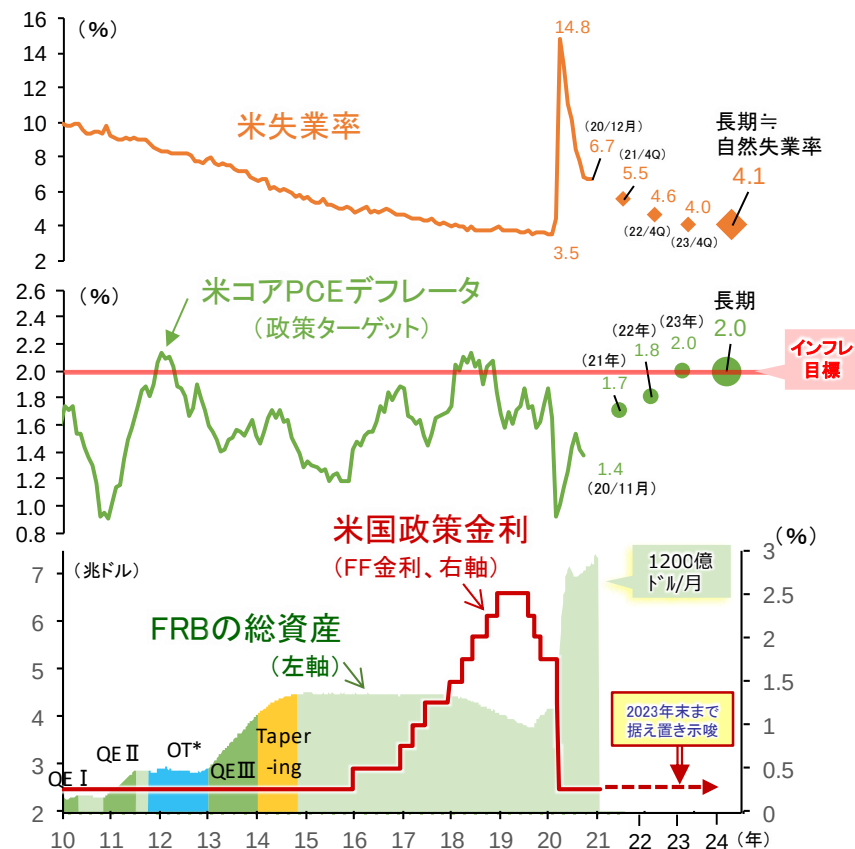
前回の失敗（タントラム） は繰り返してはならない

雇用最大化の目途となるFOMCの長期失業率予測が4.1%に対し、昨年12月の失業率は6.7%、PCEコアデフレータは11月時点で1.4%と目標の2%を大きく下回っています。“顕著に近づく”の要件はまだ満たしていないと見られ、パウエル議長も1月14日のオンライン討論会で、“今は出口戦略を話すべき時ではない”と早期テーパリング観測を牽制しました。

前回2013年5月にバーナンキ議長がテーパリング開始を示唆した際、10年債利回りは僅か4カ月あまりで1.6%前後から3%まで急上昇する、所謂、テーパータントラム（痙攣）を引き起こしました。現在、低金利が当面続くことを前提に株価が形成されているだけに、仮に同様の金利急騰が起きた際の負のインパクトは前回の比ではないと予想されます。

2013年のテーパータントラムが生じた理由の一つは、直前のFOMC声明文で、“委員会は資産買い入れを拡大・縮小、どちらにも変更する用意がある”との文言を新たに加えたことが挙げられます。市場では、次の一手は追加緩和の可能性もあるとの解釈が広がりました。後に発表されたFOMC議事録を見ると、量的緩和の調整は、縮小一辺倒ではないとのニュアンスを市場に与える意図があったと見られますが、市場をミスリードしたことは否めません。当時、理事としてFOMCに参加していたパウエル議長は、同じ失敗を繰り返さないよう、市場への意志伝達には細心の注意を払うと予想されます。

＜FRBの2大政策目標 雇用最大化と物価安定＞



グラフ期間：2010年～2021年1月 * 2020年以降の数字はFOMCメンバー予測の中央値
【出所】 Bloomberg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～1年程度）
国内債券	中立より低めのポジション。10年国債利回りは変動幅拡大観測から米国金利との連動が高まり、年末までに0.06%程度までの上昇を見込む。超長期債については上限を従来予想より各10bp引き上げ、20年債0.5%、30年債0.6%、40年債0.7%に
国内株式	中立より高めのポジション。グローバル製造業在庫循環の拡大局面入りは、主力セクターである電機、機械セクターの追い風に。2022年度の企業収益が最高益更新が見通せる段階でTOPIX2000ポイント、日経平均株価3万円も視野に
先進国債券	中立より低めのポジション。バイデン政権の拡張的財政政策が金利上昇圧力となるが、FRBの大規模緩和継続と海外からの旺盛な投資需要が金利上昇を抑える要因に。2021年12月末時点で米10年国債利回りは1.25%、ドイツは▲0.35%の見通し
先進国株式	中立よりやや高めのポジション。物色が拡がり大型成長株への極端な物色集中は徐々に解消。2021年末時点の予想値はS&P500指数が4050ポイント、ストックス欧州600指数は425ポイント。米国長期金利の大幅上昇が最大のリスク要因
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に要注意
新興国株式	中立より高めのポジション。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。テクノロジーセクターの比率は中国約35%、韓国約50%、台湾70%強と高い
国内リート	中立。オフィス空室率/賃貸料などファンダメンタルズの底入れがまだ見えないが、国内株、同不動産セクターに対する相対的出遅れ感から、更なるアンダーウエイトの可能性は低下。年率4%を越える利回りが引き続き下値を支える
先進国リート	中立よりやや高めのポジション。データセンター、ストレージなど産業施設が堅調、オフィスリートの比重は約1割。商業不動産の信用リスクの高まりには引き続き要監視

5. 主要マーケットの見通し

債券市場

相対的魅力高まる米国債、海外資金フローに注目

バイデン新政権の拡張的な財政支出観測から、米10年国債利回りは一時1.18%まで上昇しました。ただ、此の先の金利上昇余地は限定的と予想されます。FRBのゼロ金利・量的緩和政策の継続と海外からの旺盛な投資需要がその要因です。

為替ヘッジコストが低下していることも、海外からの米債投資を後押しします。足元、米10年国債利回り(ヘッジ付き)は、欧州主要国の金利を上回っています。為替リスクを控除した米・独10年金利差が1.5%近辺まで拡大した2015年には、年間を通して約1900億ユーロ(≒20兆円)が米国債投資に向かい、量的緩和終了後の米金利の上昇を抑制しました。

日本についてもヘッジコストが0.4%程度まで低下しており、米10年国債利回り(ヘッジ付き)がプラスに転じています。米国金利が急上昇した1月第2週以降、国内投資家は海外中長期債を2週連続で買い越しました。一方、JGB20年利回りが一時0.45%と2年ぶりの水準まで上昇しており、国内投資家が超長期債から米債へ乗り換える動きがうかがえます。

ECBは1月の理事会で、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の購入枠を全額使い切らない可能性を声明文に明記しました。日銀は3月の決定会合までに現行政策を点検するとし、ETF購入の柔軟化等が検討される見通しです。いずれもタカ派的に見えますが、実情は緩和の長期化に備える措置と考えられます。日・欧が景気回復・正常化で米国に大きく劣後していることが、米国金利の上昇を抑制すると考えられます。



＜ユーロ圏国債利回りと米国債投資動向＞



*ユーロ圏投資家の対米ドル3か月ヘッジコストを米10年国債利回りから差し引き算出

グラフ期間 上段・中段 2008年1月1日～2021年1月24日

下段 2008年第1四半期～2020年第3四半期

【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

“米国株のリスク選好は過去の平均並み”がFRB見解

S&P500指数の予想PERは現在23倍前後です。1990年代末のITバブル時に迫る高水準で、米国株は高いと指摘される際には、多くの場合このPERの高さがその理由に挙げられます。言うまでもなく、PERは金利水準が考慮されていません。金利水準を考慮した代表的株価バリュエーションの一つが、株式リスクプレミアムです。

投資家が株式に求める超過リターンを示す同指標は、現在5%台半ばで過去30年の平均を上回っており（リスク選好は平均値より弱いことを示す）、ゼロ%まで低下した90年代末のITバブル時とは大きく異なります（右図）。

FRBも、この株式リスクプレミアムを用いて、資産価格の動向を点検しています。昨年11月に発表された「金融安定報告書」では、“金利が低水準にあることから（due to the low level of Treasury yields）過去の中央値を上回っており、投資家のリスク選好は過去の平均並み（within historical norms）であることを示唆する”と評価されています。

今の低金利水準を前提とすれば株価は過大評価されているわけではない、がFRBの見解となります。ただ、それは金利上昇に対して現在の米国株が脆弱であることと同義です。

FRBの金融緩和策と海外からの旺盛な投資需要で米国金利の上昇余地は限定的と見ますが、物価動向、資産インフレなどFRBの政策スタンスに影響を与える要因には引き続き注視する必要があります。



＜米国株のバリュエーション＞



【出所】リフィニティブ、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

5. 主要マーケットの見通し

新興国市場

ファンダメンタルズ脆弱国の財政悪化には要注意

新興国市場は前四半期、株式が+22.5%、債券が+6.2%と大幅なプラスリターンとなりました。ただ、財政の悪化は先進国同様に深刻で、IMFによると新興国全体で2020年の財政収支はGDP比▲10.4%、2021年は▲8.8%と、過去5年間の平均(▲4.3%)を大きく上回ります。

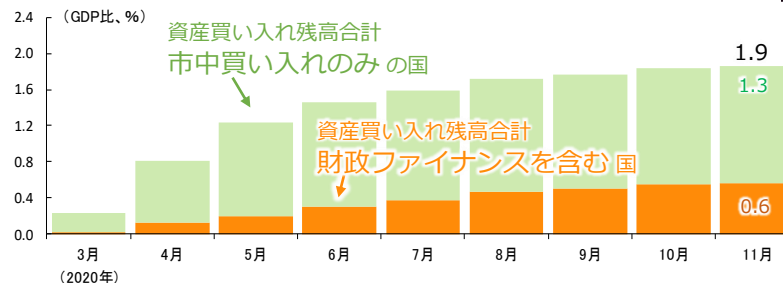
急拡大する財政赤字を中央銀行の資産買い入れで支えている点も先進国と同様です。買い入れ総額は昨年末時点でGDP比2%未満と先進国に比べれば低位ですが(図表1)、インドネシアやフィリピンなど、政府に直接流動性を供給する事実上のマネタイゼーション(≒財政補填)に踏み切る国も出てきています。

新興国のマネタイゼーション(≒財政補填)は過去にも見られました。1980年台に南米各国で発生した債務危機では、アルゼンチン、ブラジルがマネタイゼーションに追い込まれた末、通貨の信認が失墜し、ハイパーインフレを引き起こしています(図表2)。

新興国の財政状況の悪化は、トルコなど一部の国を除けば、マーケットで大きく問題視されていません。しかし、現在は、先進国の大規模な金融緩和とドル安で脆弱性が表面化し難い点に留意が必要です。新興国投資においては、米国が金融政策の正常化に動く前に、ファンダメンタルズの立て直しに動く国と劣化が進む国を峻別する必要があります。



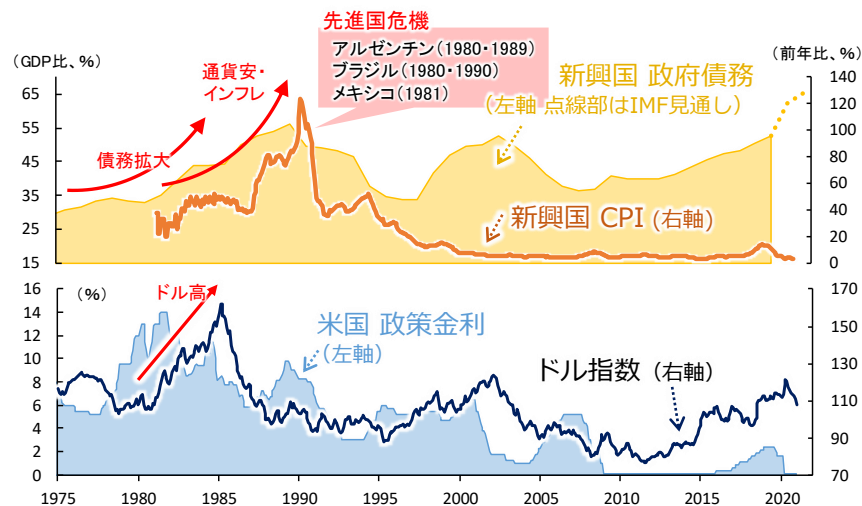
＜図表1 新興国 資産買い入れ残高＞



グラフ期間：2020年3月から2020年11月まで。

【出所】世界銀行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

＜図表2 新興国債務とインフレ率、米国FF金利とドル＞



グラフ期間：上段 政府債務：1975年～2021年 CPI：1981年3月～2020年11月

下段 1975年1月～2020年12月

ドル指数は2018年7月までは英中銀実効レート、以降はFRB貿易荷重レートのトレンドを用いて延長。

【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

5. 主要マーケットの見通し

リート市場

国内リートはオフィス偏重が是正されるか注目

2020年年度の国内リートのパフォーマンス（東証リート指数、配当込み）は▲13.4%と、内外株式など主要8資産の中でワーストパフォーマンスとなりました。オフィス、ホテルの比重が高いことが影響しており、コロナ禍の打撃を最も大きく受けた資産クラスと言えます。

ただ、足元では、出遅れ感からの見直し買いと4%を超える配当利回りに着目した資金流入で、東証リート指数は約10ヵ月ぶりに1800ポイント台を回復しました。

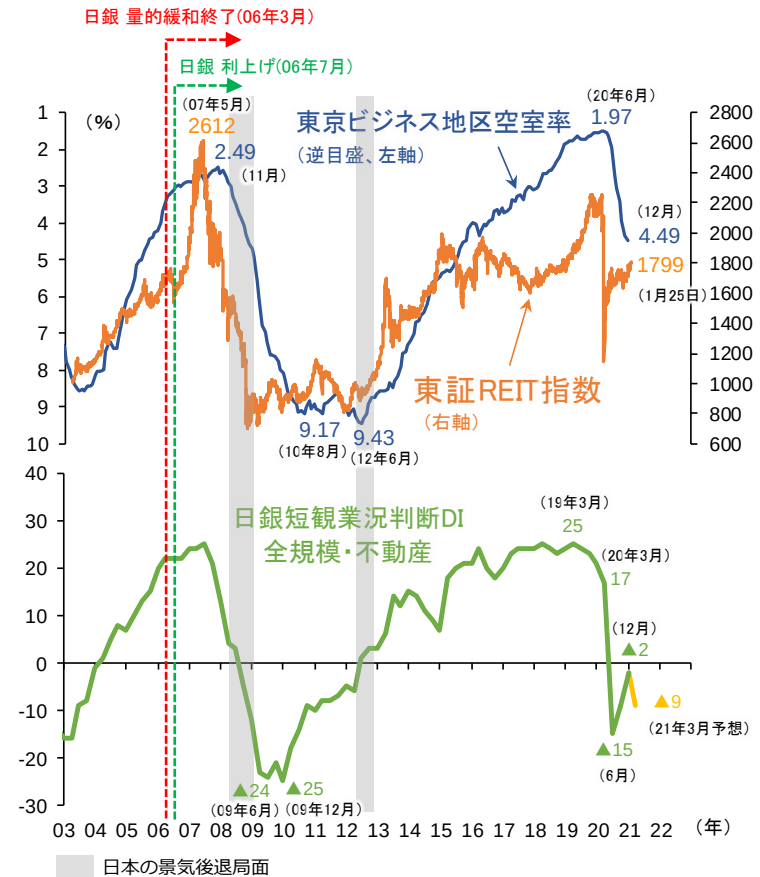
東京ビジネス地区のオフィス空室率は昨年12月に4.49%と2015年9月以来の水準まで悪化、同平均賃料も5ヵ月連続で低下するなど市況の底入れはまだ見通せない状況です。先行指標となる日銀短観・不動産業の業況判断DIが2四半期連続で改善し底入れの兆しがでていますが、緊急事態宣言再発令の影響など、先行きについては不透明感が残ります。

2021年の国内リートは、ポートフォリオの多様化が進むかが注目点です。国内リートに占めるオフィス系リートの比率は昨年末時点で44%と、海外リートの10%程度を大きく上回り、オフィス市況動向に左右され易い構造です。

2010年代半ばの米リート市場では、eコマースの拡大を受け、それまでの小売系リート中心から、高い成長が期待される物流施設やデータセンターの比重が大きく高まりました。国内リート市場で同様の構造変化が模索されるか注目されます。



<東京オフィス空室率と不動産業の景況感>



グラフ期間：2003年1月～2020年12月（東証REIT指数は2003年1月1日～2021年1月25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												2021年
		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	1月
		62.5	58.3	70.8	66.7	16.7	8.3	16.7	50.0	75.0	83.3	83.3	91.7	83.3	58.3	0.0
①	ISM製造業・新規受注指数	46.8	47.6	52.0	49.8	42.2	27.1	31.8	56.4	61.5	67.6	60.2	67.9	65.1	67.9	
②	NFIB(中小企業景況感)・景気楽観度指数	104.7	102.7	104.3	104.5	96.4	90.9	94.4	100.6	98.8	100.2	104.0	104.0	101.4	95.9	
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	87.3	88.9	90.5	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	74.6	73.8
④	非国防資本財受注(除く航空機)(百万ドル)	66,545	66,240	66,824	66,453	65,608	61,299	62,226	64,885	66,585	68,184	69,507	70,681	71,358	71,772	
⑤	新規失業保険申請件数(千人)	215	225	210	214	3026	4558	2331	1482	1335	988	855	787	746	827	
⑥	NAHB住宅市場指数	71.0	76.0	75.0	74.0	72.0	30.0	37.0	58.0	72.0	78.0	83.0	85.0	90.0	86.0	83.0
⑦	シェア・ローン・オフイヤー・サーベイ・商工ローン貸出態度	5.4	5.4	0.0	0.0	0.0	41.5	41.5	41.5	71.2	71.2	71.2	37.7	37.7	37.7	
⑧	独Ifa景況感指数 産業・商業(期待指数)	91.5	91.7	92.6	93.6	82.1	72.3	83.2	93.1	98.2	99.5	101.5	98.8	96.8	98.5	95.6
⑨	中国 財新Markit製造業PMI	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	
⑩	中国 マネーサプライM2(前年比、%)	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	▲14.9	▲13.0	▲16.7	▲16.7	▲27.4	▲44.4	▲62.7	▲52.3	▲33.1	▲27.8	▲19.5	▲13.1	▲5.8	▲12.2	
⑫	日本 実質輸出指数	108.2	109.2	106.8	108.9	105.2	90.4	85.1	86.4	93.0	99.2	104.4	109.1	113.2	112.0	

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

(2021年1月28日時点)

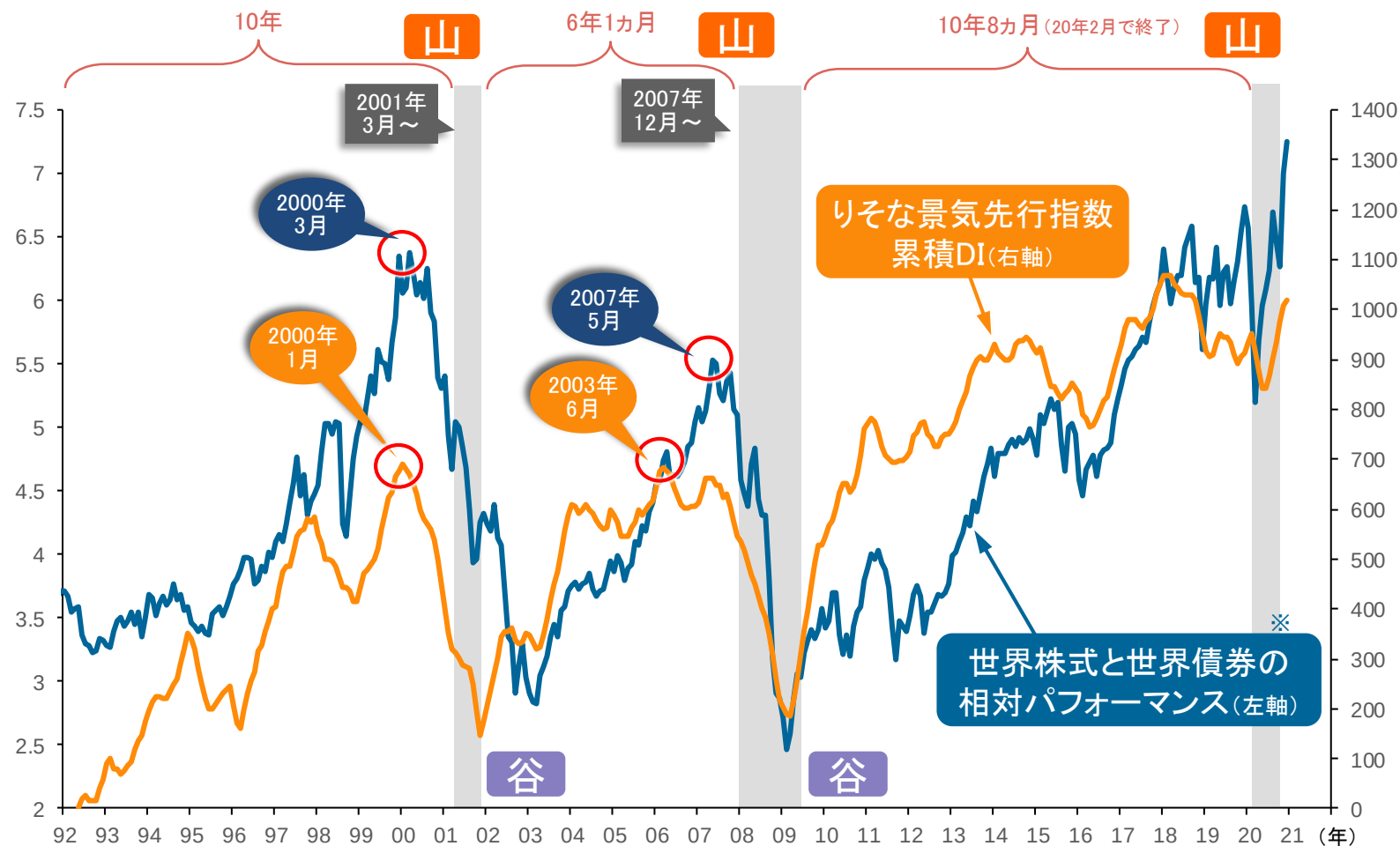
<計算方法>

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カ月前の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、 $9 \div 12 \times 100 = 75.0$ 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. リその独自の指標

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

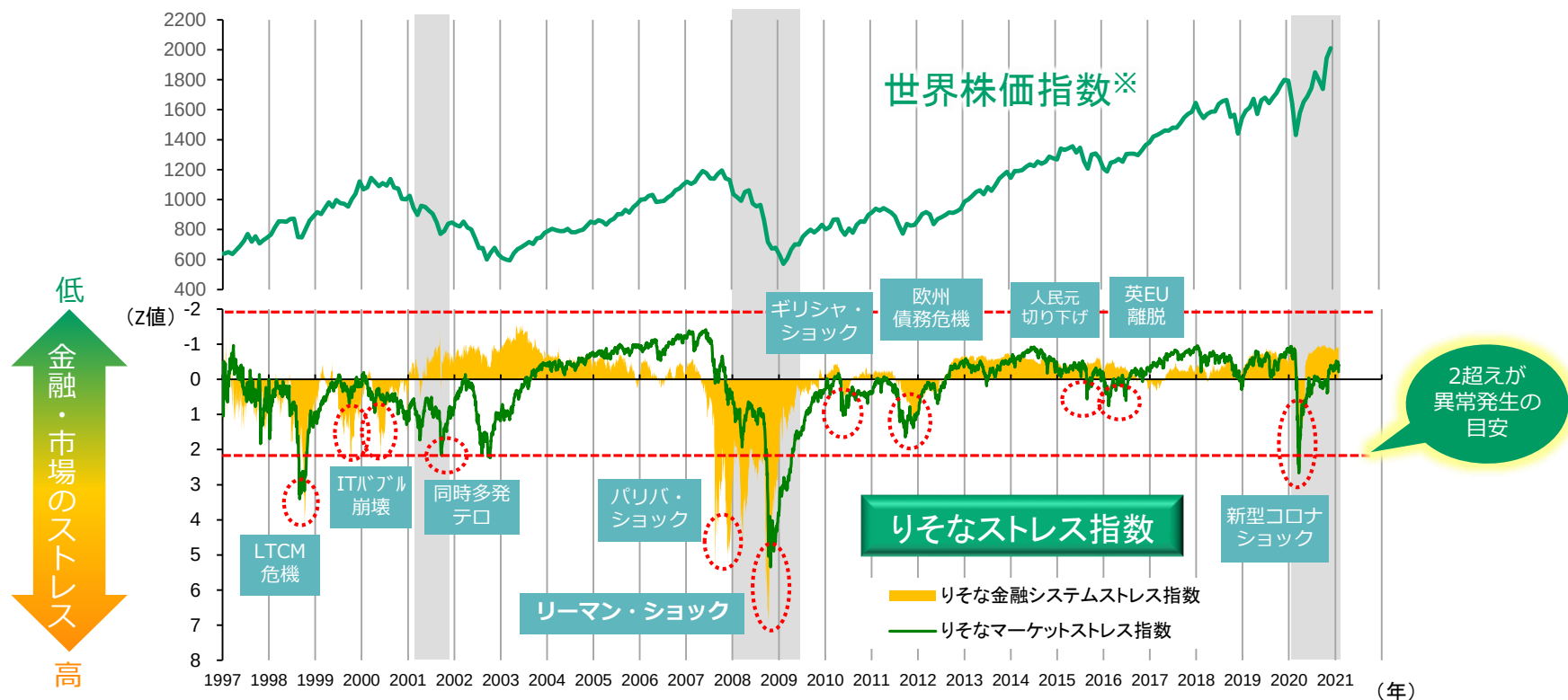
グラフ期間：1992年1月～2020年12月（りそな景気先行指数は1992年5月～2020年12月）

【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～2021年1月27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、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・申込等の取扱いの販売会社が行い、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。