

Spring
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

バイデン政権が発足して間もなく（4月29日で）100日が経過します。この間、S&P500指数は1割を超える上昇となりそうです。これはトランプ政権発足時の+5.3%を上回り、1933年のルーズベルト大統領就任時以来の上昇率となります。新政権とウォール街の蜜月関係が続いたと言えるでしょう。しかし、この先はどうでしょうか？ 3月末に打ち出された大規模な法人増税案に続き、現在準備中とされる経済政策第3弾『米国家族プラン』では富裕層増税・キャピタルゲイン増税などが含まれる見通しです。上・下院とも僅差の過半数であるため、バイデン政権としては政策を通すためには党内リベラル派の意向も受け入れざるを得ません。ウォール街が歓迎しない政策がこの先かなりの頻度で出てくると予想されます。バイデン政権とウォール街がいつの間にか冷めた関係にならないか注意して見て行く必要があります。

<もくじ>

1. 2021年1月～2021年4月のふりかえり
2. 2021年度の投資環境見通し【サマリー】
3. 2021年度の投資環境見通し【マクロ・金融環境】
4. 注目トピック：バイデン政権の経済政策の評価
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2021年1月~2021年4月のふりかえり



米金利が急上昇するが 為替効果で全資産プラス

ワクチン接種の進展とバイデン政権の1.9兆ドル規模の経済対策の成立を受け、米10年国債利回りは年初の0.9%から一時1.8%目前まで上昇しました。1-3月期の米国長期債の下落率は▲13.5%と、四半期としては40年来で最も大きなマイナスで終わりました。ただ、ドル高・円安が進行したことから為替要因がプラスに効き、過去3ヵ月（1月21日~4月23日）は主要8資産全てがプラスパフォーマンスとなりました。株式市場では、1月末に一部空売り銘柄を巡る米個人投資家と一部ヘッジファンドの売買攻防（通称：ロビンフッターの乱）、米投資会社アルケゴス社の巨額損失問題が表面化しましたが、市場全体に与える影響は限定的でした。

■ **債券市場**：米長期金利の上昇は3月央に一巡しました。ECBの資産買い入れ加速、日銀の連続指値オペ導入が間接的に寄与しました。

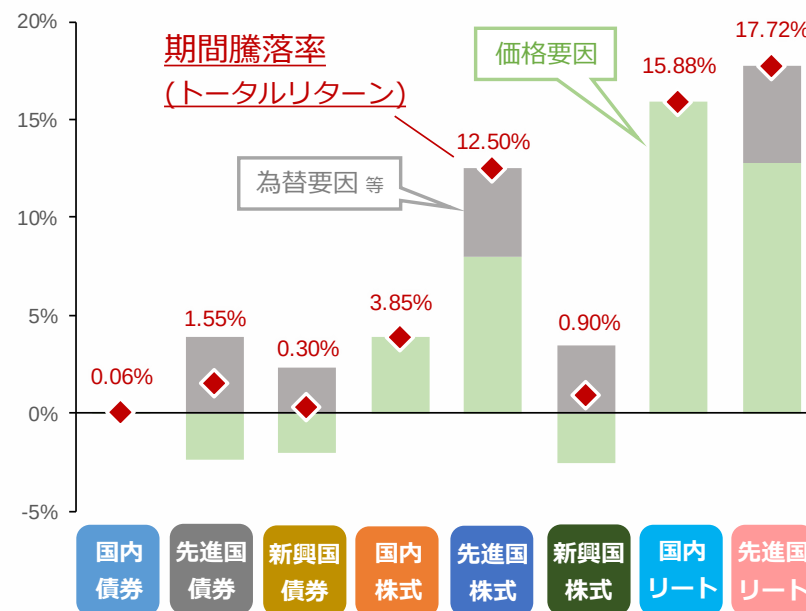
■ **株式市場**：先進国・新興国株価指数（MSCI）ともに最高値を更新しました。TOPIXは1991年4月以来の高値水準を一時回復しました。

■ **リート**：株式に対する出遅れ感の修正が進み、続伸しました。ホテル・娯楽などコロナ禍の影響が大きい業種の回復が目立ちました。

■ **新興国市場**：トルコ、ブラジルなど経済ファンダメンタルズが脆弱でコロナ感染が再加速する国の通貨の下落が目立ちました。

■ **為替**：過去3ヵ月、円は14の先進国通貨全てに対して下落しました。ユーロに対しては2年半ぶりに130円台まで円安が進みました。

＜ 前四半期 主要マーケットの騰落率 ＞ （2021年1月21日~2021年4月23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、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）

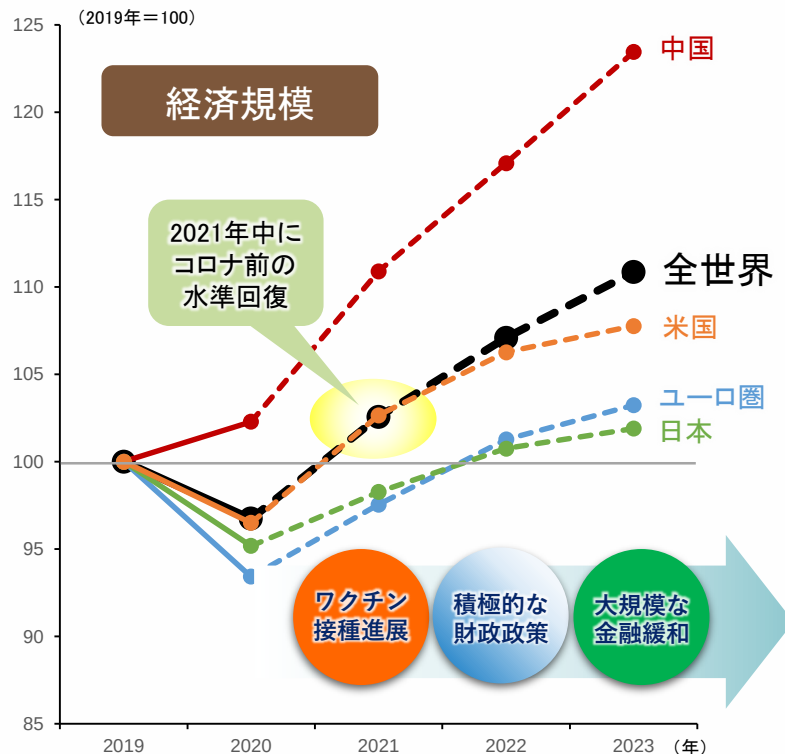
【出所】 ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

2. 2021年度の投資環境見通し【サマリー】

まだら模様の回復 『適温景気相場（≡ゴールドディーロックス）』



<IMFの世界経済見通し（2021年4月）>



グラフ期間：2019年～2023年(2021年～2023年はIMF予測、2021年4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

IMF（国際通貨基金）は4月に発表した最新経済見通しで2021年の世界全体の成長率を昨年10月時点の+5.2%から+6.0%に上方修正しました。世界経済は米国（21年成長率+6.4%）と中国（同+8.4%）が牽引役となり、2021年中にはコロナ前の2019年水準を回復すると予測されています。

ただ、同経済見通しの副題「広がる復興の差」が表す通り、回復のスピードは一様ではありません。ワクチン接種の進展や感染予防の影響度合いを反映し、先進国と新興国、製造業とサービス業、サービス業の中でも非対面ビジネスと対面ビジネスでは回復の進展度合いは大きく異なります。

2大経済大国である米国と中国がコロナ禍からの正常化で先行しているため、世界全体では高めの成長が予測されていますが、依然大きな脆弱性を抱えた回復と言えそうです。

一日も早く、世界同時回復となることが期待されますが、その実現が見えてくるまでは、世界景気はまだら模様の回復を続けることになります。また、主要国の政策当局は、包摂的（Inclusive）な回復が見えてくるまで、拡張的な財政政策と緩和的な金融政策を継続する可能性が高いと考えられます。

グローバル投資環境は、過熱も失速もしない適度な景気拡大と緩和的な金融環境が併存し、『適温景気（ゴールドディーロックス）相場』が展開されると予想されます。

2. 2021年度の投資環境見通し【サマリー】

りそなのマーケットビュー



株式などリスク資産の ウェイトを高め維持

資産配分：循環的な景気回復と緩和的な金融環境が共存するスイートスポット的な投資環境が想定されることから、株式などのリスク資産のウェイトを高め保つ戦略を継続します。リスクシナリオとしては、米国長期金利の大幅上昇が挙げられます。現状は日・欧の長期金利の低位安定が米国金利の上昇を抑える役目を果たしていますが、ワクチン接種の普及が進み日・欧の景気見通しが改善し始めた際に、米国金利に上昇圧力が掛かると予想されます。FRBのテーパリング（量的緩和の段階的縮小）については、夏場に検討開始の示唆、年末に2022年初めから実施が決定されると予想します。

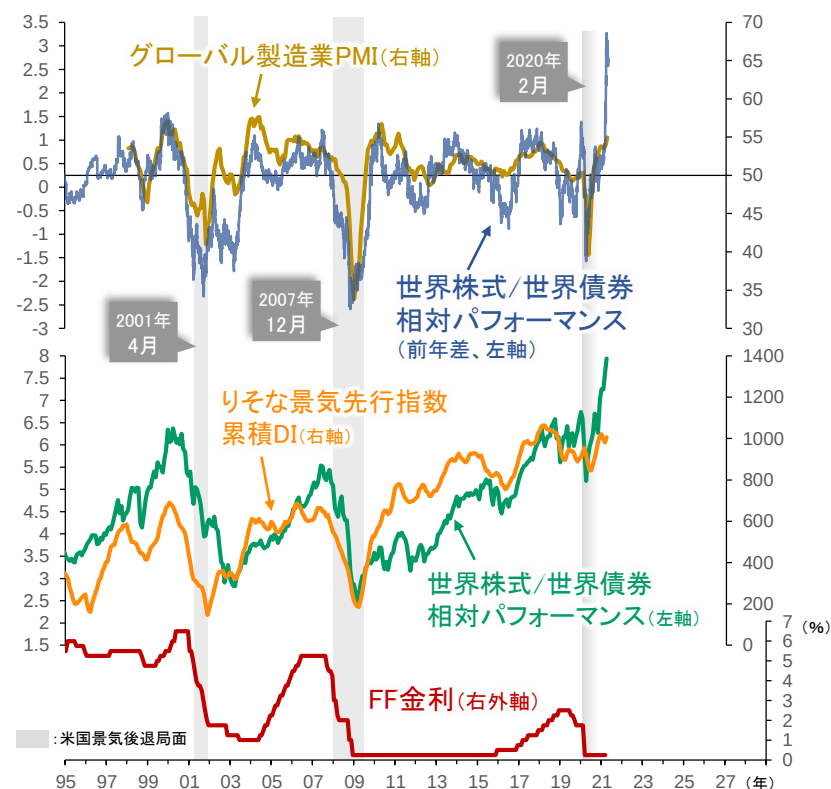
債券：中立より低め。地域別では、欧州を選好。非投資適格債券はアンダーウェイト継続。

株式：中立よりやや高め。金融相場から業績相場、グロースからバリューへの明確な物色シフトは想定せず。

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：慢性的な経常赤字国の比重が高い新興国債券はアンダーウェイトを継続。

<景気サイクルと世界株価/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)

グラフ期間：1995年1月～2021年3月

(相対パフォーマンスとFF金利は 1995年1月1日～2021年4月26日)

【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年度の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



景況感にバラツキ ワクチン普及が焦点に

2021年1-3月期の実質GDPは米国が前期比年率6%以上の高い成長が見込まれる一方、ユーロ圏は2四半期連続のマイナス成長、日本も3四半期ぶりにマイナス成長に転じる見通しです。このような極端な成長格差が解消されるためには、やはりワクチン接種の進展が鍵を握ると考えられます。

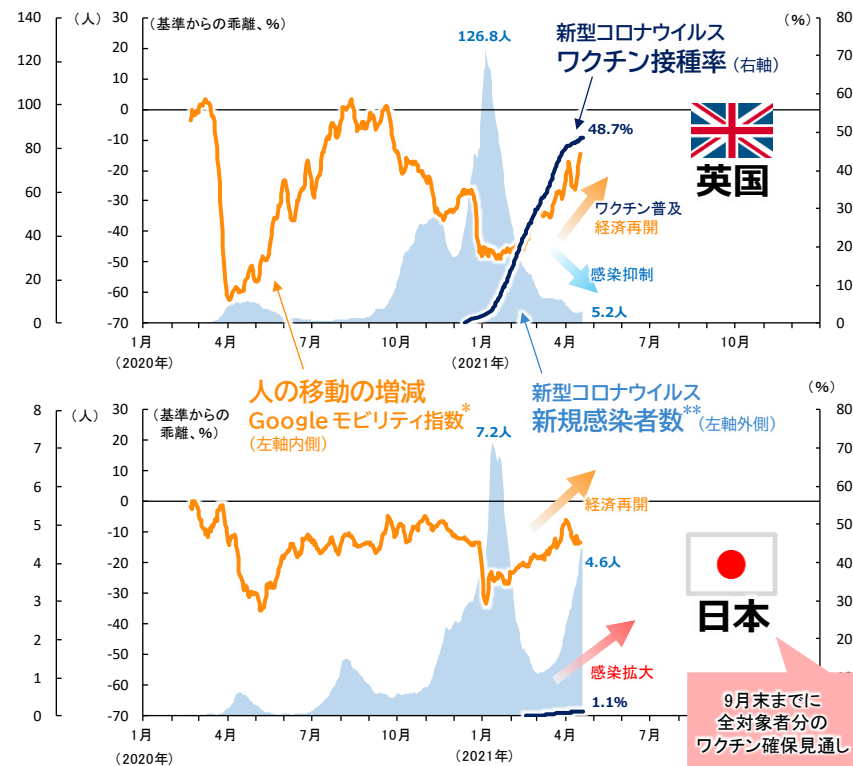
英国を例にとると、ワクチン接種の普及が一定水準を越えた後は、規制緩和で人の移動が活発化した場合も、感染増加が抑えられているように見られます（右上図）。

日本では感染再拡大を受け3回目の緊急事態宣言が発令されました。1回目（7週間）の緊急事態宣言を受け昨年4-6月期の民間消費は前四半期から▲24.6兆円（年率換算）もの大幅縮小となりました。2回目（11週間）の今年1-3月期は▲6兆円（同）程度の落ち込みになったと見られます。今回は、厳格な規制措置が採られますが、4都府県を対象に17日間で済めば、既に消費水準が低く抑えられていることから、4-6月期実質GDPへの影響は限定的と見られます。

今年9月には対象者全員分のワクチンが確保される見通しと伝えられており、消費者センチメントへの深刻な影響は回避されると期待されます。

一日も早く、世界中に有効なワクチンが普及し、世界同時回復につながることを願います。

<日英 経済活動と新型コロナウイルス>



*全6系列のうち、小売り・娯楽、公園、交通機関、職場を平均したもの。週間移動平均。

**人口10万人当たり新規感染者数。週間移動平均。

グラフ期間：2020年1月以降の各データ公表開始時点から、2021年4月20日まで

【出所】 Haver analytics、ブルームバーグ、Our World in Data、Google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年度の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



金利上昇への対応で 中央銀行に温度差

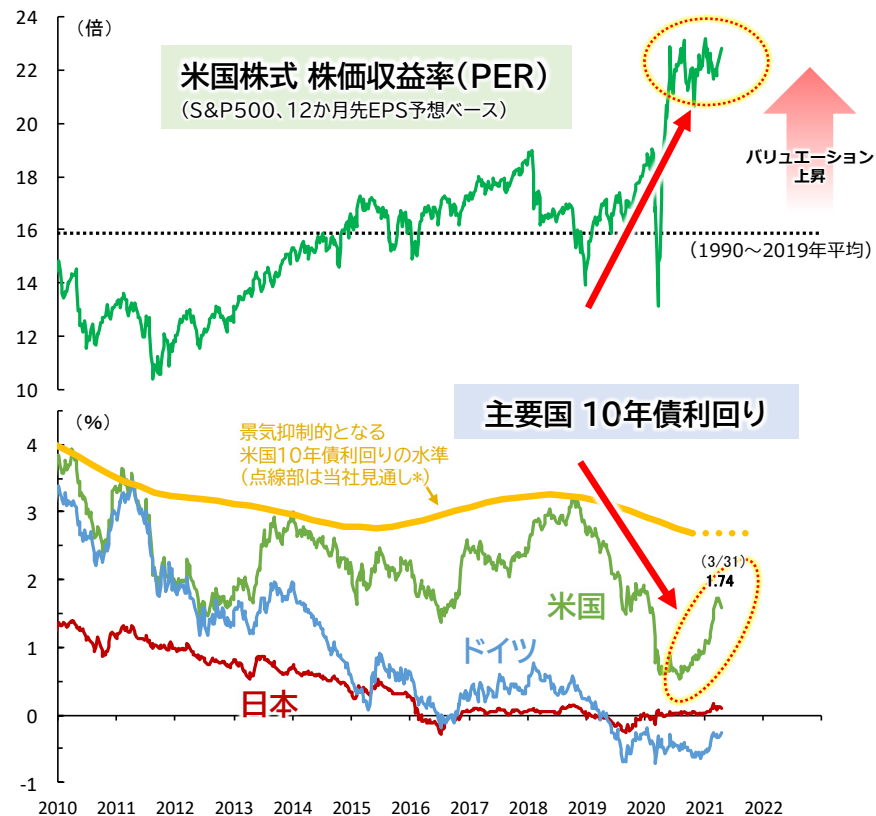
JGB10年国債利回りが5年前のマイナス金利導入時以来の高水準を付けるなど、1-3月期は世界的に金利上昇が進みました。これを受け3月にはECBが資産買い入れペースの加速を決定、日銀は連続指値オペを導入し、両中銀とも金利上昇を抑制する姿勢を明確に示しました。

これに対しFRBは、具体的な対応は採らず、金利上昇を事実上容認する姿勢を続けています。この背景には、金利上昇を政策等で抑え込んだ場合、市場のリスク選好が一段と進むことへの懸念があると考えられます。

別の言い方をすれば、金利上昇をある程度容認することで、過度なリスク選好を抑制する効果が期待されている可能性があります。FRBの狙い通りか、金利上昇が進んだ2月央から3月央にかけ、成長株のウエイトが高いナスダック総合指数は10%超の調整となりました。

米国景気に深刻な影響を与え始める長期金利の水準は2.5%前後と推計されます（右図）。仮に、経済実態と乖離して長期金利がその水準に近づく場合、或いは、金融市場のストレス上昇が観測された際は、FRBは量的緩和の強化などで対応すると予想されます。その場合を除いては、金利の動きは市場に委ねる姿勢を続けると見られ、それをタカ派的姿勢に転換、と読み間違えないことが肝要と考えます。

<米国株式のPERと主要国の長期金利>



グラフ期間：2010年1月～2021年4月20日時点（*推計値は2021年末まで）

【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 バイデン政権の経済政策の評価

Topic バイデン政権の経済政策

“包摂的成長”を目指す バイデン政権の経済政策

バイデン政権は3月末、8年間で約2.25兆ドル規模の成長戦略第1弾「米国雇用計画」を発表しました。また、間もなく2兆ドル規模の第2弾「米国家族計画」が公表される予定です。

財源には、法人増税、キャピタルゲイン増税、富裕層増税等の税収が充てられる見通しです。前トランプ政権が総額1.5兆ドル規模の減税策「2017年税制改革法」で米国経済再生を目指したものと180度異なる政策転換となります。

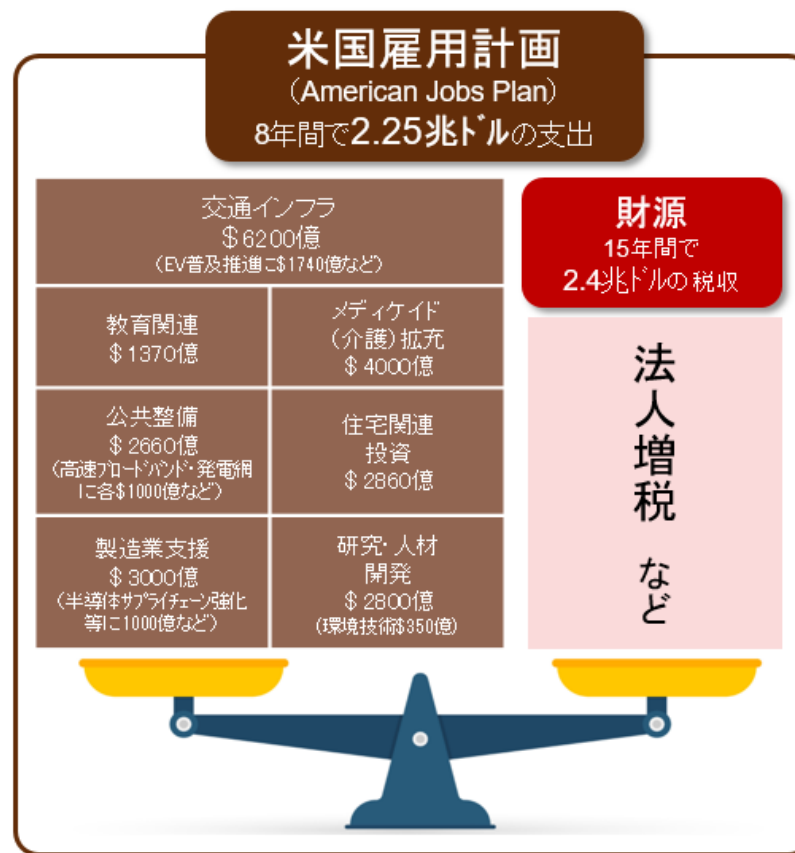
前トランプ政権の経済政策と決定的に異なる点は、政策の柱に『格差是正』が掲げられていることです。

バイデン大統領が「米国家族計画」発表時に「われわれは誰も置き去りにすることはない」と強調した通り、2つの経済政策では、雇用創出と同時に格差是正に重点が置かれ、包摂的成長を目指します。

格差是正は、マイナスの経済効果をもたらすとの見方がありますが、サンフランシスコ連銀の調査では、性別・人種間の労働機会の格差による経済損失は、2019年時点で2.6兆ドル(対名目GDP比で約12%)、2029年には3.1兆ドルに達すると推定されています。有色人種向けの教育機会提供や女性の育児環境改善などにより、仮に労働機会の格差是正が進んだ場合、2019年時点の労働参加率は8%ポイント増加し、平均労働時間は2.4時間増加をもたらすと試算しています。



＜バイデン政権の成長戦略＞



【出所】各種資料等に基づいて、りそなアセットマネジメント作成

4. 注目トピック バイデン政権の経済政策の評価

Topic バイデン政権の経済政策

"格差是正"がもたらす 成長の押し上げ効果

「米国家族計画」では「インフラ」の定義を広げ、伝統的な「鉄とコンクリートのインフラ」と「ヒューマンインフラ」に分けて投資計画がまとめられています。

「ヒューマンインフラ」への投資では、教育や社会保障の拡充を通じて、より多くの人々が経済成長の恩恵を受けられる社会構造の構築を目指す内容となっています。

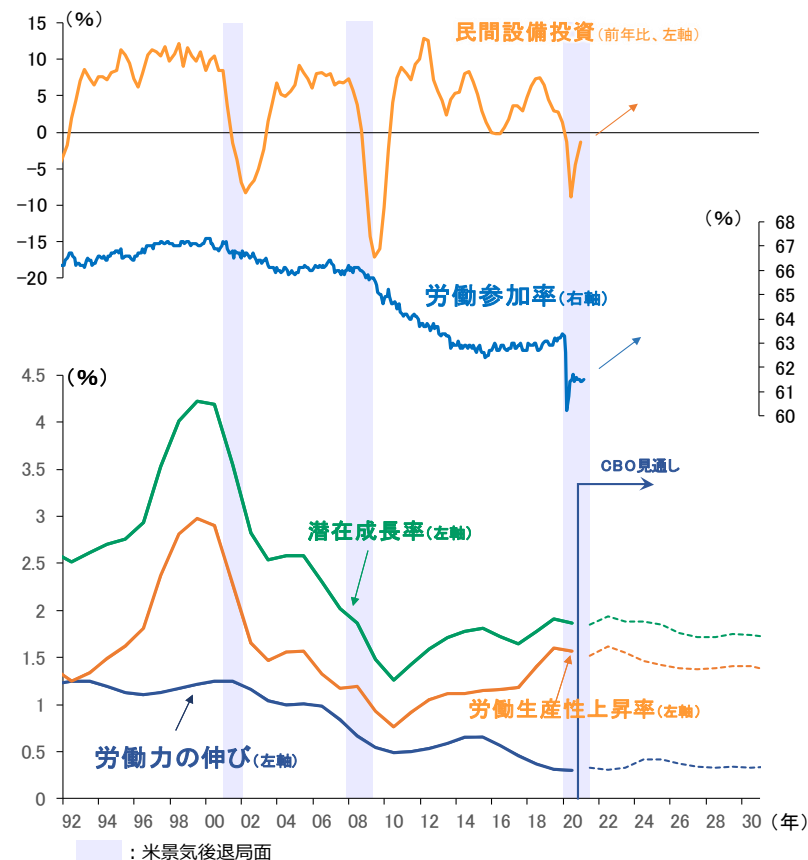
3月にCBO（議会予算局）が発表した潜在成長率見通しでは、労働生産性が一定の伸びを保つ一方、高齢化や労働参加率の水準低下などで、潜在成長率は年1.8%前後にとどまると予測されています（右図）。バイデン政権が打ち出す2つの成長戦略は、労働力の伸びと生産性の向上を図り、この停滞が予想される潜在成長率の押し上げを目指すものと言えます。

この先、議会で法案化されることにはなりますが、共和党の反対だけでなく、民主党中道派からの抵抗も予想され、審議は難航が予想されます。

米国経済を株式会社に例えると、バイデン政権の経済政策により、米国株式会社の本源的企業価値が高まるか、それとも、下がるのか、マーケット参加者は審議の行方を見極めながら分析モデルを回し続けることとなります。



＜米国潜在成長率と主要要因分解＞



グラフ期間：1992年～2020年（労働参加率は1992年1月～2021年3月）

【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



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許容枠が0.25%まで拡大されるが、連続指値オペ制度導入で上昇余地は限定的。年度末は10年債0.15%、20年債0.5%、30年債0.6%までの上昇にとどまる見通し
国内株式	中立より高めのポジション。2022年度企業収益の最高益更新の期待が高まる段階でTOPIX2000ポイント、日経平均株価3万円を明確に上回る展開に。10月までに実施の総選挙を控え、海外投資家の日本株投資が手控えられる可能性に留意
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。2022年3月末時点で米10年国債利回りは1.75%、ドイツは▲0.25%の見通し
先進国株式	中立よりやや高めのポジション。2022年3月末時点のS&P500指数の予想値は4150ポイント、上振れケースで4450ポイント。上昇ペースが早まった際にはリバランスで対応。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。ファンダメンタルズの脆弱国で 1)新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めが掛からず、2)米金利上昇で通貨安・物価上昇、3)経済低迷長期化による政治不安定化、が同時に進行するリスクが顕在化
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。IT・通信セクターの比率は中国約25%、韓国60%弱、台湾80%弱と高い
国内リート	中立。国内株、不動産セクターに対する相対的出遅れ感は解消、年初来ではアウトパフォーマンスに転換。土地価格の下落などファンダメンタルズの更なる悪化に注意。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。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。商業不動産の価格下落とそれに伴う信用リスクの高まりには引き続き要注視

5. 主要マーケットの見通し

債券市場

FRBはテーパリングに向け慎重に歩を進め始める

パウエルFRB議長は“緩和縮小を検討することなど、考えたこともない”としてテーパリング（量的緩和の段階的縮小）の議論は時期尚早との姿勢を続けてきました。ところが4月初旬、“(およそ百万人の雇用増となった)3月の雇用統計並みの改善が今後数ヵ月続けば、進展が確認できる”との見方を示しました。フォワードガイダンスは「更なる顕著な進展があるまで量的緩和を継続」と謳っており、パウエル議長はテーパリングの議論開始の環境が整いつつあることを示唆したものと解釈されます。

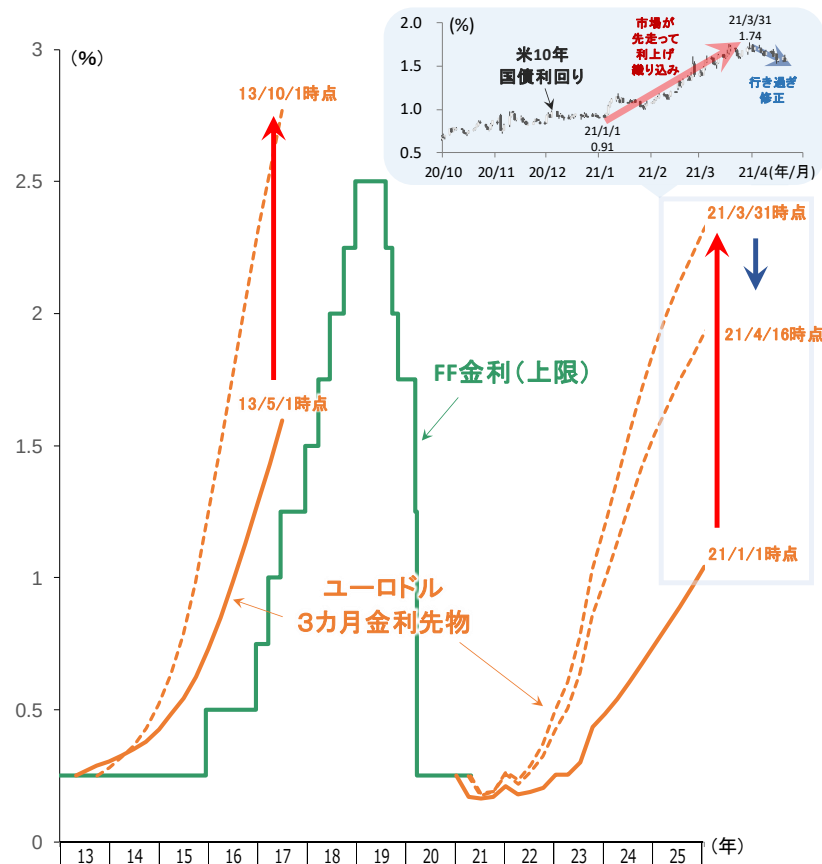
堅調な経済指標の発表が続けば、早晚テーパリング開始の地均しが本格化すると予想します。その際にはパウエル議長は、2013年5月のようなテーパータントラム（長期金利の急騰）を避ける為、利上げ開始が早くても2024年以降となる可能性が高いことを改めて強調すると見られます。

10年債利回りは、基本的にはFF金利の向こう10年間の予想平均値と変動リスク（タームプレミアム）の2つの要素で決定すると考えられます。2013年のテーパータントラムの際は、バーナンキFRB議長(当時)の量的緩和縮小の示唆を受け、マーケットの利上げ見通しが大幅に前倒しされたことが長期金利の急騰につながりました（右図）。

市場の混乱を招くことなく正常化に向けて歩を進めることが出来るか、パウエル議長のコミュニケーション力が問われます。



<米10年国債利回りと政策金利予想>



グラフ期間 2013年1月1日～2025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

市場過熱とマクロブルーデンス政策の強化

3月に表面化した米投資会社アルケゴスの巨額損失問題で、2011年に公開されたケビン・スペースイ主演映画『マージンコール』を思い出した市場参加者は少なく無いと思われます。同映画は、ウォール街のある投資会社がレバレッジを効かせて大量保有したMBS（不動産担保証券）が同社の総資産を上回る評価損状態となっていることを知り、大急ぎで売り抜けるようとする話です。トータル・リターン・スワップ契約で自己資本（100億ドル規模）の数倍のポジションを持ったアルケゴス社は、『マージンコール（担保の追加差し入れ要求）』に応じられず、ポジション破綻となり、相手方の大手金融機関数社の巨額損失につながりました。

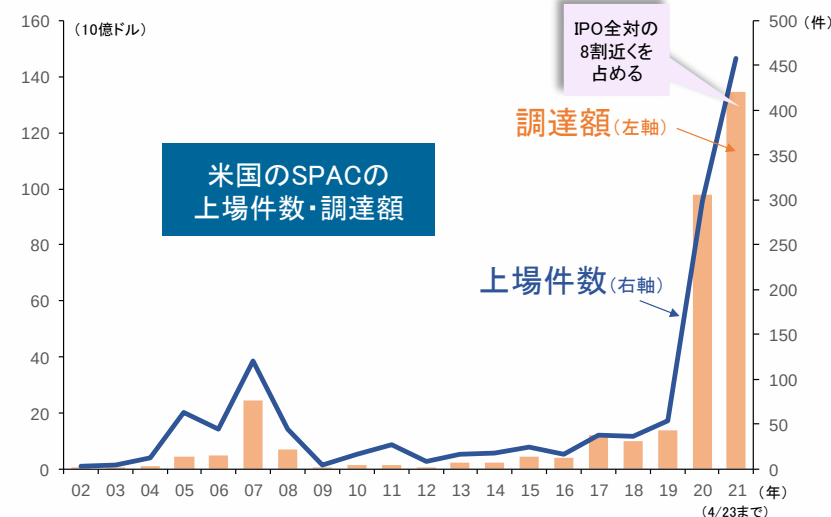
マーケット全体への影響は今のところ限定的ですが、“またいつか来た道”のごとく、過度なリスクテイクが進んでいることを市場に知らしめることになりました。

今回の件をきっかけに、SEC（米証券取引委員会）はアルケゴス社のようなファミリー・オフィスの開示ルールの強化や、デリバティブ投資の透明性を高める検討を始めました。規制強化派のゲンスラー新委員長のもとで、ロビンフッターの乱を招いたネット取引による取引集中の問題、過熱するSPAC（特別買収目的会社）の情報開示強化についても検討される見通しです（右図）。

超低金利環境が続く中、過度なリスクテイクの表面化とマクロブルーデンス政策の強化がこの先も繰り返されると可能性が高いと見られます。



＜米国上場SPACと関連ETF＞



グラフ期間 上段：2020年8月1日～2021年4月20日

下段 2002年～2021年（2021年は4月23日まで）

【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

新興国市場

一部新興国はパーフェクト ストーム状態に

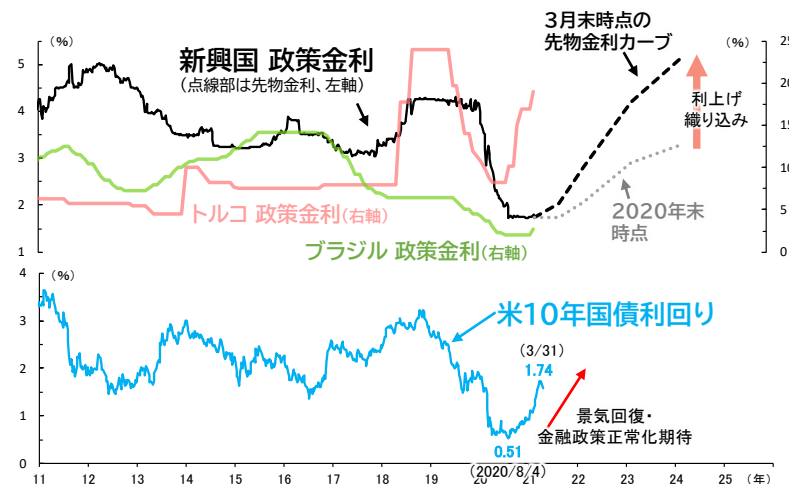
トルコ、ブラジルなど経済ファンダメンタルズの脆弱な新興国市場では、コロナ感染拡大、米金利上昇による通貨安・物価上昇、経済低迷による政治的不安定化など、様々な困難が同時に起きるパーフェクトストーム状態が顕在化しています（図表1）。

新興国の財政悪化が進んでおり、2021年もGDPの13%の資金調達が必要と推計されます（図表2）。国内外の金利上昇や通貨安が進み金融環境の引き締まりが継続すれば、今後の資金調達が困難になると予想されます。

新型コロナのワクチン確保が先進国に比べて困難であることから、経済正常化の見通しが未だつかない状態の新興国も少なくありません。仮に、回復で先行する米国で金融政策の正常化が進んだ場合、新興国の金融環境が急速に引き締まり、さらに景気回復を遅れさせる可能性があります。

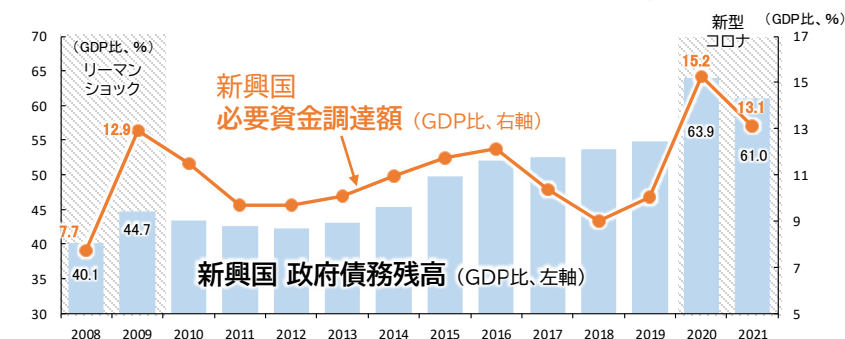
新型コロナウイルスの感染拡大に歯止めが掛からない中、3月以降、トルコ、ブラジル、ロシアが利上げに踏み切りました。経済低迷の中での利上げは政府との軋轢を生みます。トルコでは利上げ推進派の中銀総裁が更迭され、市場の信認が失墜から通貨安が一段と進む悪循環が生じています。厳しい経済環境が続く中、新興国政府・金融当局が適切に対応できるか注視が必要です。

<図表1. 新興国 政策金利と米長期金利>



グラフ期間：2011年初～2021年4月16日、上段先物金利カーブは2021年9月末～2024年3月末
【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

<図表2. 新興国 政府債務残高と必要資金調達額>



グラフ期間：2008年～2021年（2020年以降はIMF予測（2021年4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

5. 主要マーケットの見通し

リート市場

収益見通しに不確実性、 不動産価格下落に警戒

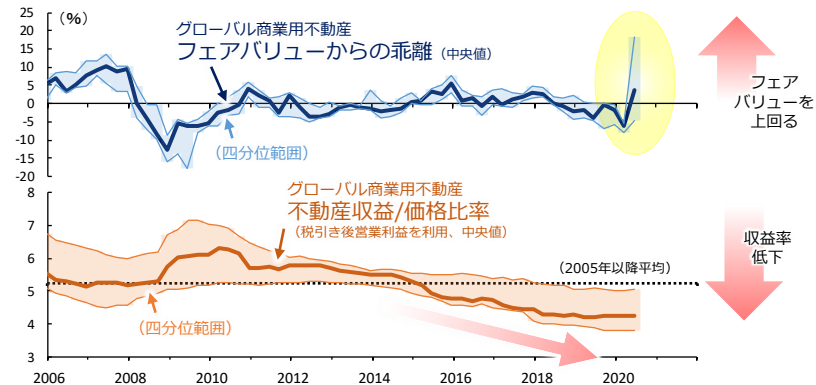
内外リート市場は、過去3カ月間、株式市場を上回る上昇となりました(2頁ご参照)。ただ、商業用不動産市場の回復が遅れるなど、リート市場の動きはファンダメンタルズと乖離しつつあります。

IMFは4月の国際金融安定化報告書で、グローバル商業用不動産価格の下落リスクに警戒を示しています。コロナ禍を経て在宅勤務やEコマース化が進んだ結果、収益見通しの不確実性が増しているにも拘わらず、低金利環境下で商業用不動産市場に資金が流入し、投資収益率が低下を続けています。価格調整が十分に進まず、現在の不動産価格が割高になっている可能性があるとして指摘します(図表1)。

国内リートについても、東京ビジネス地区の3月空室率が5.4%と13カ月連続で上昇、賃料も8カ月連続で低下を続けています。最近では大手企業のオフィス利用見直しの動きから築年数の浅い大型ビルでも賃料引き下げの圧力が掛かるなど、底入れの兆しはまだ確認できない状況です(図表2)。

リート市場は、相対的に高い利回りが最大の魅力であることから、インカム収入を重視する投資資金に支えられています。ファンダメンタルズの変化に対する反応が株式市場に遅行する傾向があることには注意が必要と考えます。

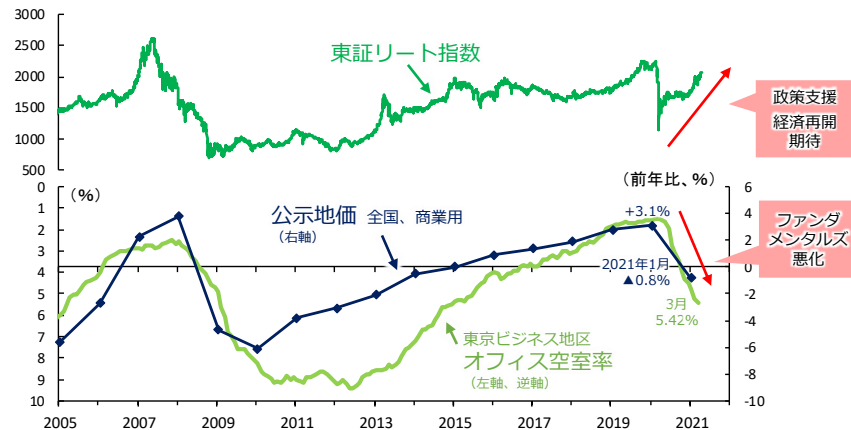
＜図表1. 商業用不動産 バリュエーション指標＞



グラフ期間：2006年第1四半期～2020年第2四半期

【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

＜図表2. 東証リート指数とオフィス空室率、地価＞



グラフ期間：2005年1月～2021年3月（東証REIT指数は2005年1月1日～2021年4月16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		2020年										2021年					
		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	
		75.0	16.7	8.3	16.7	50.0	75.0	83.3	83.3	91.7	83.3	58.3	25.0	33.3	72.7	75.0	
①		ISM製造業・新規受注指数	49.5	43.2	27.3	31.9	56.7	60.9	66.2	60.9	66.9	65.7	67.5	61.1	64.8	68.0	
②		NFIB(中小企業景況感)・ 景気楽観度指数	104.5	96.4	90.9	94.4	100.6	98.8	100.2	104.0	104.0	101.4	95.9	95.0	95.8	98.2	
③		ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	74.6	74.0	70.7	79.7	79.7
④		非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	66,453	65,608	61,299	62,226	64,885	66,585	68,184	69,507	70,681	71,504	72,603	73,140	72,483		
⑤		新規失業保険申請件数 (千人)	214	2690	4191	2027	1469	1309	887	840	790	741	814	862	805	724	
⑥		NAHB住宅市場指数	74.0	72.0	30.0	37.0	58.0	72.0	78.0	83.0	85.0	90.0	86.0	83.0	84.0	82.0	83.0
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	0.0	0.0	41.5	41.5	41.5	71.2	71.2	71.2	37.7	37.7	37.7	5.5	5.5	5.5	
⑧		独Ifa景況感指数 産業・商業 (期待指数)	93.9	82.5	72.5	83.4	93.4	98.1	98.6	100.9	98.6	97.1	98.6	95.9	99.8	104.4	
⑨		中国 財新Markit 製造業PMI	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	
⑩		中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	
⑪		日本 中小企業売上 見通しDI	▲16.8	▲28.2	▲40.1	▲60.6	▲49.6	▲32.2	▲27.0	▲21.2	▲15.2	▲9.9	▲14.3	▲16.6	▲18.4	▲3.8	
⑫		日本 実質輸出指数	109.3	105.7	90.7	84.5	88.1	94.5	99.9	104.7	108.1	111.2	111.1	113.5	109.8	113.2	

〔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4月23日時点)

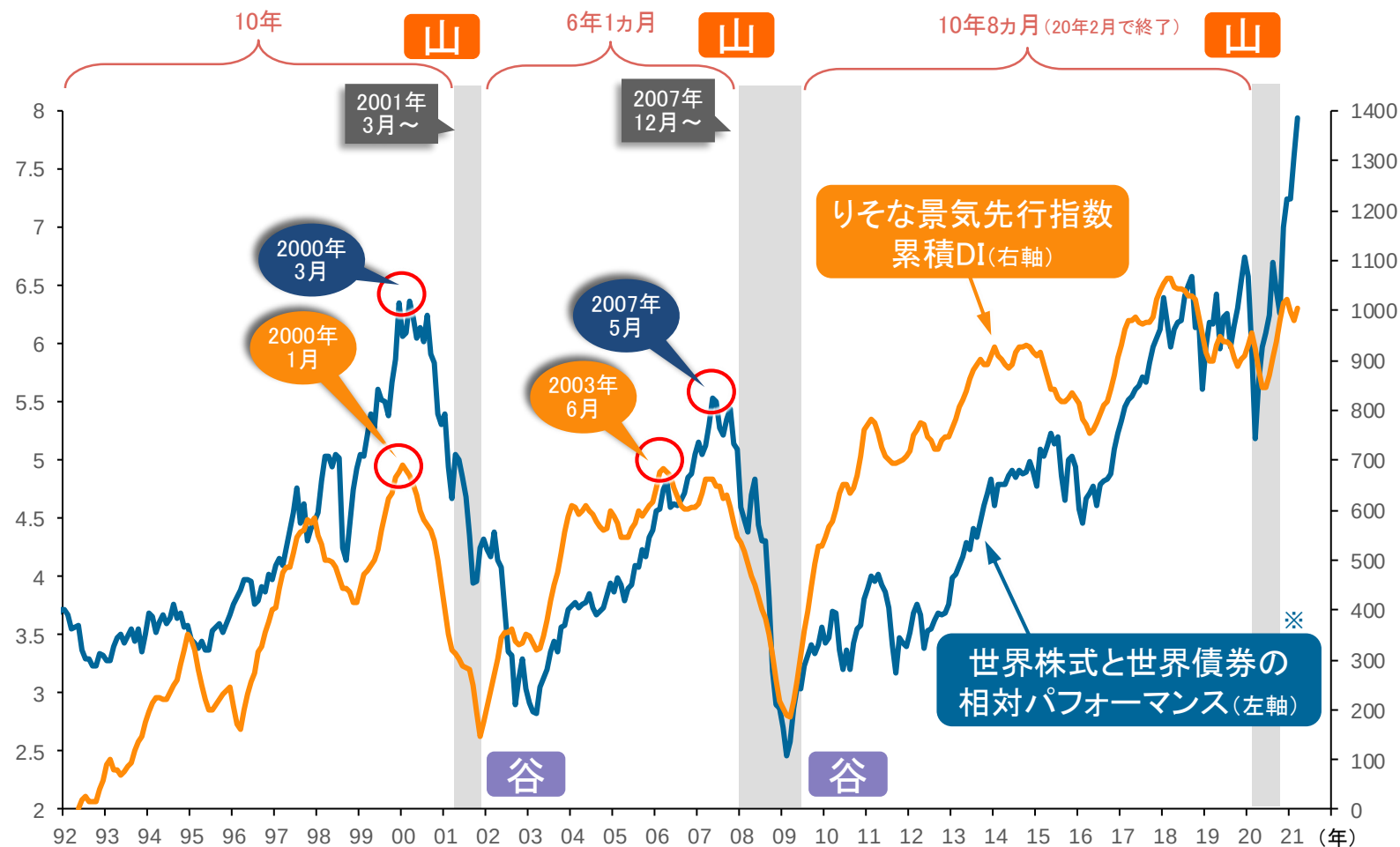
<計算方法>

例えば、2020年7月のISM製造業・新規受注指数の数値は60.9でした。3カ月前の2020年4月の数値27.3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)

：米景気後退局面

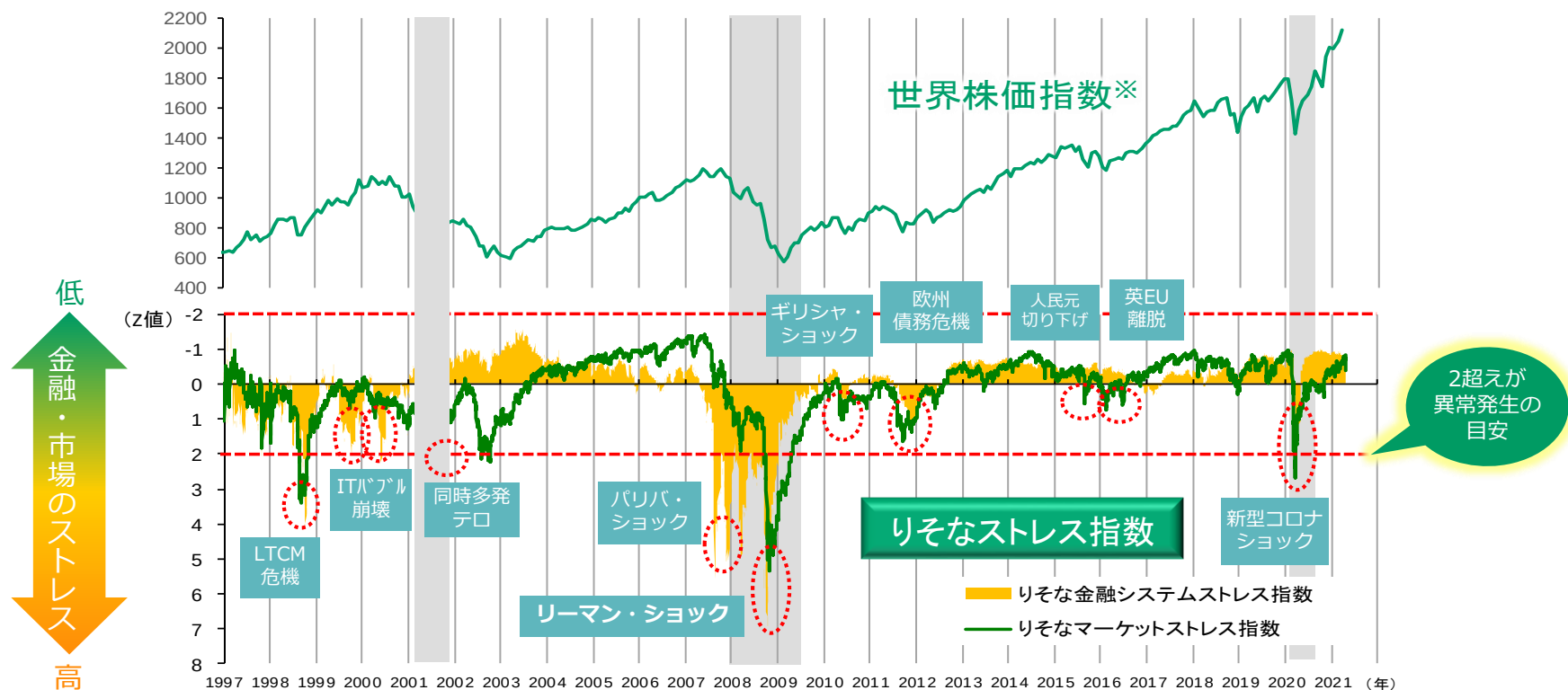
グラフ期間：1992年1月～2021年3月（リそな景気先行指数は1992年5月～2021年3月）

【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、リ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4月22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. 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】：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。