

Resona Investment Outlook

Summer
2021

～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

RESONA

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

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

6月17日午前3時、普段より少し早く起きてFRBのホームページにアクセス、そして真っ先にドットチャートをチェック。見て驚き、2023年末までゼロ金利据え置きが従来の11人から5人に大幅減、しかも、中央値は1回利上げではなく、2回利上げに。頭に浮かぶ言葉は（昨年8月に公表した）新たな金融政策の枠組みは何処へ？

マーケットに大きなサプライズを与えた6月のFOMCでしたが、3週間を経過した現時点で、米長期金利は1.3%台まで低下、S&P500指数は最高値を更新、恐怖指数と言われるVIX指数はコロナ後最低の15%台に低下しています。タカ派の顔を見せたことでインフレ期待が後退した、との解説が聞かれる一方、日本化（ジャパニフィケーション）を回避するためには大規模緩和を長期間続けざるを得ないことが見透かされているようにも見えます。夏場にはいよいよテーパリングの工程が示される見通しです。昨年同様、荒れた夏相場となるのか？今回は2021年後半の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2021年4月～2021年6月のふりかえり
2. 2021年後半の投資環境見通し【サマリー】
3. 2021年後半の投資環境見通し【マクロ・金融環境】
4. 注目トピック：インフレ加速リスクの点検
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2021年4月~2021年6月のふりかえり



経済再開期待を反映し 内外リートが大幅続伸

ワクチン接種が進み経済再開への期待が高まる中、リフレプレの巻き戻しにより、海外市場では株と債券が両方買われる“適温景気相場”となりました。

■ **債券市場**：米国インフレ指標が大幅に上昇、FRBの利上げ開始の前倒し示唆など債券売りの材料が相次ぎましたが、先回りして売られていたことから、長期金利は低下基調（債券価格は上昇）となりました。

■ **株式市場**：先進国株価指数（MSCI-World）は最高値を更新しました。ワクチン接種が進展した欧州の上昇が目立ちました。

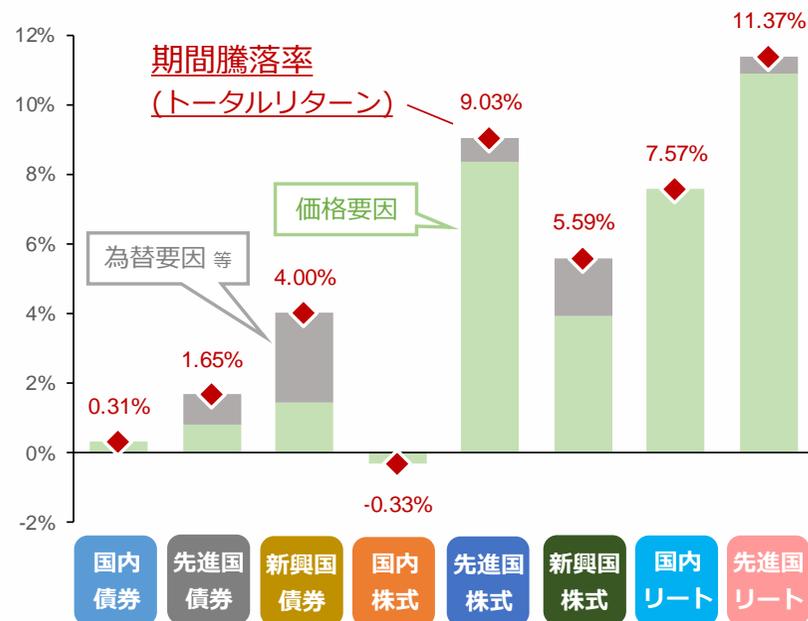
■ **リート**：株式に対する出遅れの修正が進み、主要国リート指数はコロナ前の水準を回復しました。

■ **新興国市場**：ブラジル、ロシア、トルコ、メキシコなどで予防的な利上げが相次ぎ、新興国通貨高が進みました。

■ **為替**：円の弱さが目立ち、対ドルでは1年3カ月ぶりの111円台、対ユーロでは3年4カ月ぶりに134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4月1日～2021年6月30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年後半の投資環境見通し【サマリー】

経済活動再開と政策支援が継続



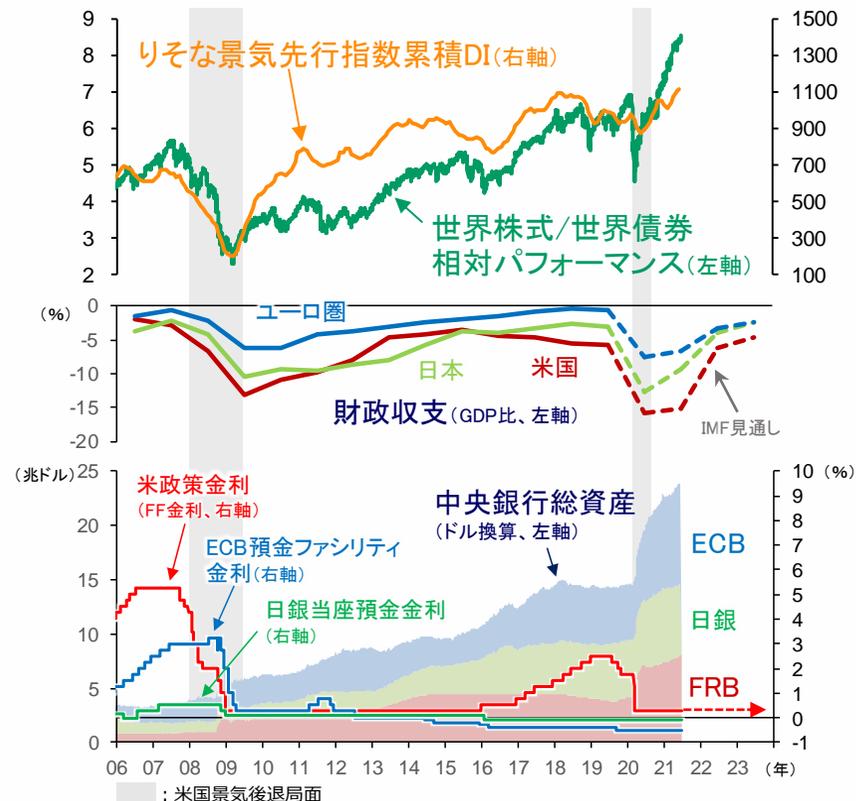
新型コロナウイルスのワクチン接種が世界各地で進み、経済活動の正常化が広がっています。当社独自の「りそな景気先行指数累積DI」は5月時点でコロナ前のピークを上回り、世界景気が新たな拡大局面へ移行したことを示唆しています。

こうした中、主要国の政策支援はこの先も継続が見込まれます。6月央に英国で開かれた主要7カ国首脳会議（G7サミット）声明文では、“政策の焦点を危機対応から将来に向けた成長促進に移行させる”とし、“いかなる場所・人も取り残されることのないよう（≒包摂的成長）、過去の危機時では見られなかったレベルまで政策支援を続ける”と謳われています。コロナ危機を梃子に世界経済の潜在力向上を目指す政策当局者の決意表明と捉えることが出来ます。

金融政策については、FRBが6月のFOMCで量的緩和縮小の議論着手と23年中にも利上げ開始の可能性を示唆しました。包摂的成長を目指し粘り強く緩和を続ける方針は変わりないものの、FRBとしては資産バブルと過度なインフレ期待を回避する為にタカ派・ハト派の両面を巧みに使いわける必要があります。FRBが発するメッセージから、その真意を読み間違えないことが肝要と考えます。

グローバル市場は、景気回復と財政・金融の一体的支援が継続スweetsポットの状態がなお続くと予想します。

< 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）
 グラフ期間：（上段）2006年1月～2021年6月、（中段）2006年～2025年（2020～2025年はIMF予測、2021年4月時点）、（下段）2006年1月～2021年6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

2. 2021年後半の投資環境見通し【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：経済成長と緩和的金融環境が引き続き併存する見通しから、株式などのリスク資産のウェイトを高めとする戦略を維持します。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。現状はインフレ期待の落ち着きと景気回復で後れをとる日・欧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。この先、世界同時回復に転じ始めた際に、米国金利に上昇圧力が掛かる展開が予想されます。

債券：主要国中央銀行の正常化模索が向かい風に。FRBのテーパリング等で流動性の伸びは鈍化、低格付け債券はアンダーウェイト。

株式：地域、業種、ファクター間で循環物色を続けながら世界株指数は上値を切り上げる展開を想定。

リート：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：慢性的経常赤字国などファンダメンタルズが脆弱な国の比重が高い新興国債券はアンダーウェイト。

主要資産クラスの推奨ウェイト

| ウェイト 資産 クラス | アンダー ウェイト | やや アンダー ウェイト | 中立 | やや オーバー ウェイト | オーバー ウェイト |
|-------------------|--------------|--------------------|----|--------------------|--------------|
| 国内債券 | | | | | |
| 国内株式 | | | | | |
| 先進国債券 | | | | | |
| 先進国株式 | | | | | |
| 新興国債券 | | | | | |
| 新興国株式 | | | | | |
| 国内 リート | | | | | |
| 先進国 リート | | | | | |

【出所】 各種データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

3. 2021年後半の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



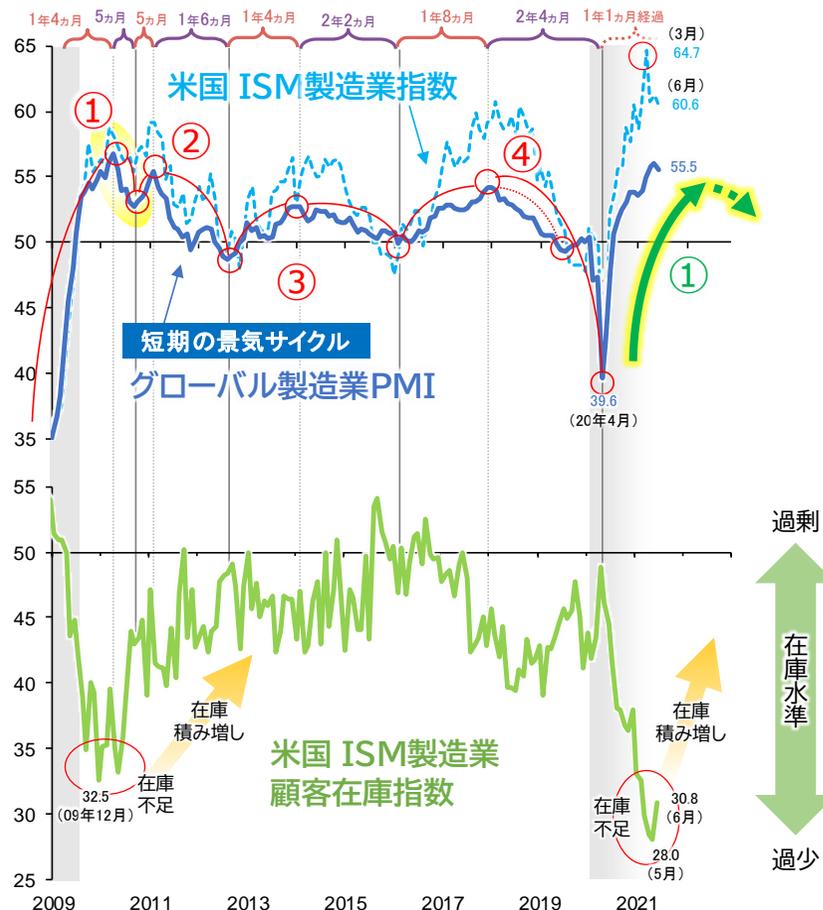
短期景気サイクルの調整は軽微に

短期の景気サイクルを示すグローバル製造業PMIは、昨年4月に底入れし、改善基調が続いています。近年のサイクル拡大の平均期間は1年半程度であることから、サイクルの転換点が視野に入ってきたと考えます（右図上段）。

ただ、半導体などの供給制約により主要国の製造業在庫は極端に低位で推移しており、本格的な生産・在庫調整に入る可能性は低いと考えられます。現在と同じく景気の立ち上がり時期にあたる2010年前半の局面が参考となります。当時も在庫積み増し中のサイクル減速で軽微な調整にとどまりました。ISM製造業顧客在庫指数は6月時点で30.8で、2010年当時よりも強い在庫不足を示しています。供給制約が解消された後は、在庫積み増しの為の挽回生産が活発化すると予想されます。

加えて、地域ごとの景気回復モメンタムのずれにより、短期サイクルの転換時期が後ずれする可能性があります。年後半にかけては、経済再開で先行した米中の勢いが鈍化する一方、足元でワクチン接種が進展する欧州・日本の回復モメンタムが強まる見込みです。コロナ禍の影響を考慮し、サイクルの転換点を慎重に見極める必要があります。

＜短期景気サイクルと在庫水準＞



グラフ期間：2009年1月～2021年6月 米景気後退期
 【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

3. 2021年後半の投資環境見通し【マクロ・金融環境】

りそなのマーケットビュー



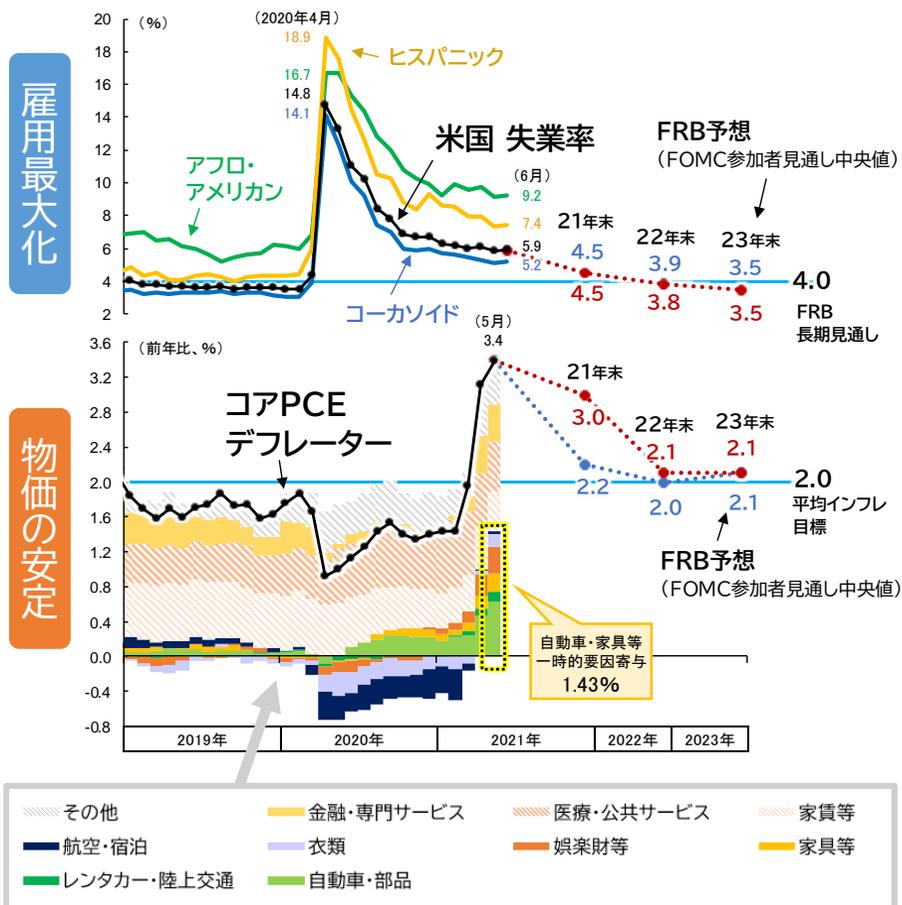
FRBはハト派・タカ派 両方の顔を使い分け

FRBは6月のFOMCで、資産買い入れ縮小（テーパリング）に向けた議論着手と、2023年の利上げ開始を示唆し、金融政策正常化に向けて一步踏み出しました。ただ、声明文ではインフレの上振れは一時的との判断を維持し、失業率・物価の中期見通しにも大きな変化は見られません。

見通しが大きく変わらない中で正常化を進めた背景には、資産バブルへの警戒があると考えられます。伏線は5月に発表された「金融安定報告書」に見られます。そこでは市場価格の急落による金融システムの脆弱性が増していると警告しています。

FRBは昨年8月に金融政策の枠組みを見直し、雇用最大化については、人種間の格差是正など包摂的な目標としました。物価については過去の下振れを考慮して一定期間平均2%とする方針を決定しています。背景には、潜在成長率の押し上げを図り、自然利子率（中立的な政策金利）の趨勢的低下に歯止めをかける意図があります。資産バブルは、その目的達成に大きな障害となります。FRBは今後も、長期的なハト派スタンスを維持しつつ、資産バブル封じの為に、タカ派的な顔をしばしば見せるものと予想されます。

<FRBの二大目標 雇用最大化と物価の安定>



4. 注目トピック インフレ加速リスクの点検

Topic FRBの金融政策正常化パス

インフレ加速は需要超過と長期インフレ期待の定着後

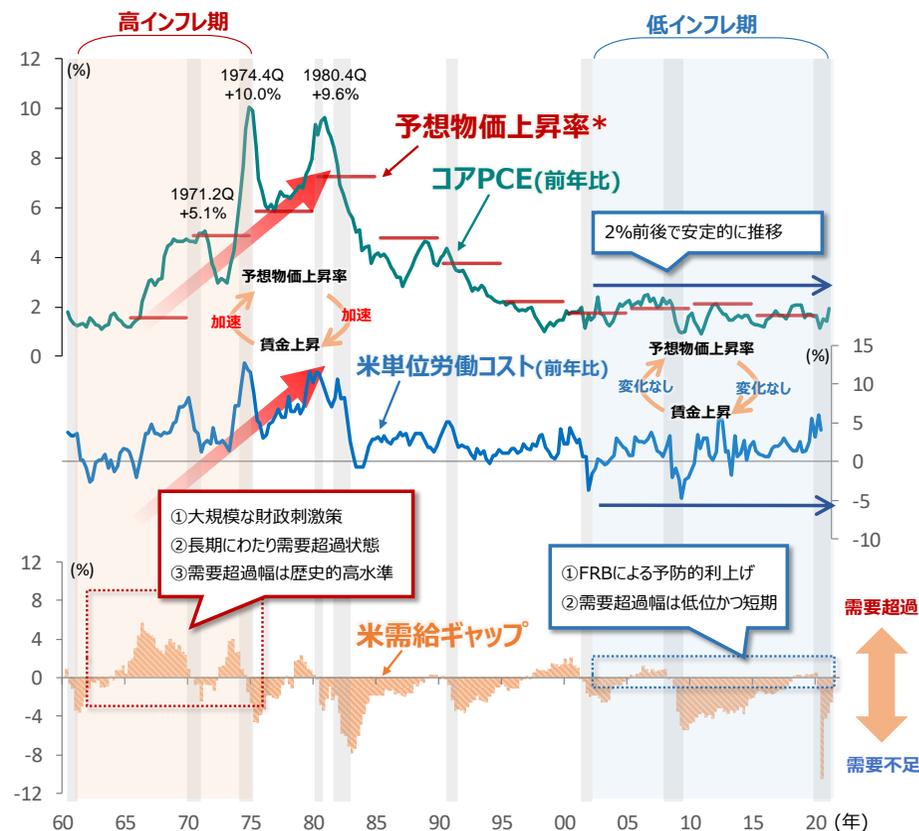
FRB執行部は“物価上昇は一時的”との判断を維持しています。長く続いた低インフレ環境が今後転換するとすれば、**どのような条件が整った時でしょうか？**

1960年代後半に、それまでの低インフレ期から高インフレ期への転換が起きました。当時のジョンソン米政権は「ベトナム戦争勝利」と「貧困撲滅」を掲げ拡張的な財政政策を続けました。失業率は完全雇用の3.4%（68年）まで低下するなど需要超過状態が数年間続き、企業・家計部門の期待インフレ率が切り上がりました。その後、1970年代に2度のオイルショックにより経済停滞と物価上昇（スタグフレーション）につながりました（右図）。

米国では財政・金融による一体的支援を続けることで逼迫した労働市場と旺盛な需要を創出し、供給サイドを刺激する試みが進められています。しかし、企業には人手確保が容易でない事業を縮小するという選択肢があります。仮に、企業が賃上げを行った場合でも消費者が値上げを受け入れないと考えれば、採算悪化を受け入れるか生産性の上昇で吸収しようとするかもしれません。その場合は物価上昇につながりません。このように考えると、低インフレ環境が転換する為には、**超過需要状態が相当期間続き、人々の長期インフレ期待が高まる**ことが前提になると考えられます。



＜需給ギャップと物価上昇率の動向＞



*予想物価上昇率は期待を導入したフィリップス・カーブを基に当社推定

グラフ期間：1960年1Q～2021年1Q

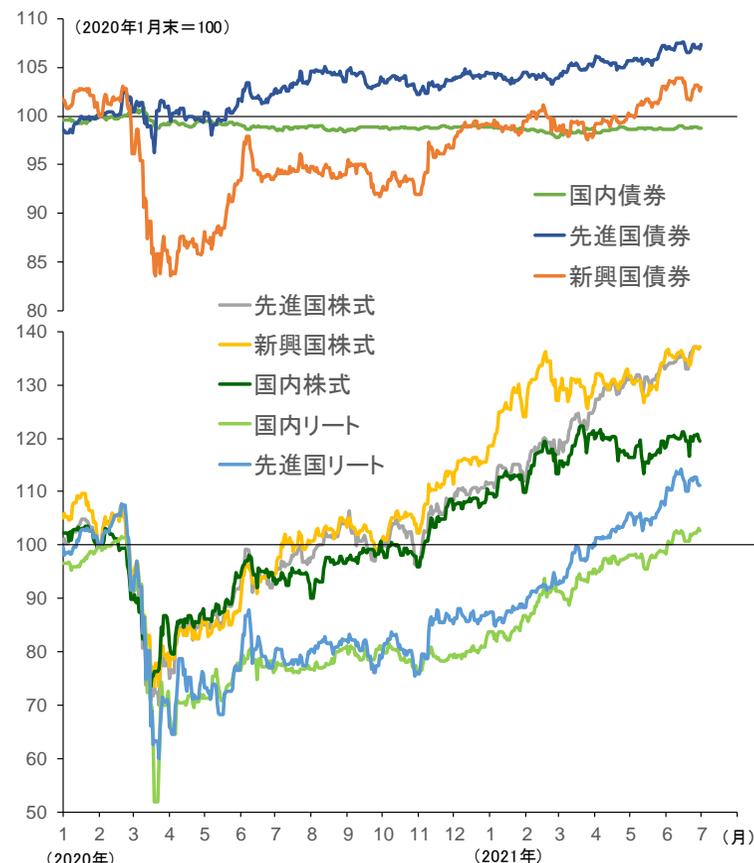
【出所】ブルームバーグ, Haver analyticsの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

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 | 推奨ウエイト | 見通し（今後6カ月～1年程度） |
|--------|------------|--|
| 国内債券 | ややアンダーウエイト | 米国債との高い相関が続き、10年国債利回りは22年3月末0.12%の見通し。同20年債0.5%、30年債0.7% |
| 国内株式 | ややオーバーウエイト | 欧米株に比した出遅れ感が一段と強まる。9月・10月の総選挙を経て日経平均株価の3万円台回復を見込む |
| 先進国債券 | ややアンダーウエイト | FRBのテーパーリングは22年初開始が基本シナリオ。ECBは物価目標を「上下対称2%」とし緩和長期化の構えに |
| 先進国株式 | ややオーバーウエイト | 短期景気サイクルの拡大一服で、夏から秋口に向け上値の重い展開に。米財政計画の成立は上振れ要因に |
| 新興国債券 | アンダーウエイト | 予防的利上げによりファンダメンタルズ脆弱国の通貨はここまでは安定。景気へのマイナス効果示現に注意 |
| 新興国株式 | ややオーバーウエイト | 時価総額で約3分の2を占める中国、韓国、台湾はITセクターの比重が高く、米国株と高い連動が続く見通し |
| 国内リート | ややオーバーウエイト | 年初来では株式をアウトパフォームし、出遅れの修正が進む。オフィス市況の改善の遅れに要注意 |
| 先進国リート | ややオーバーウエイト | 経済再開と長期金利安定の恩恵を受け易い。テクニカルな過熱感には注意。オフィス比重は1割程度 |

＜主要資産クラスの価格推移＞



グラフ期間：2020年1月1日～2021年6月30日

※使用インデックスについてはP2参照。

【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

債券市場

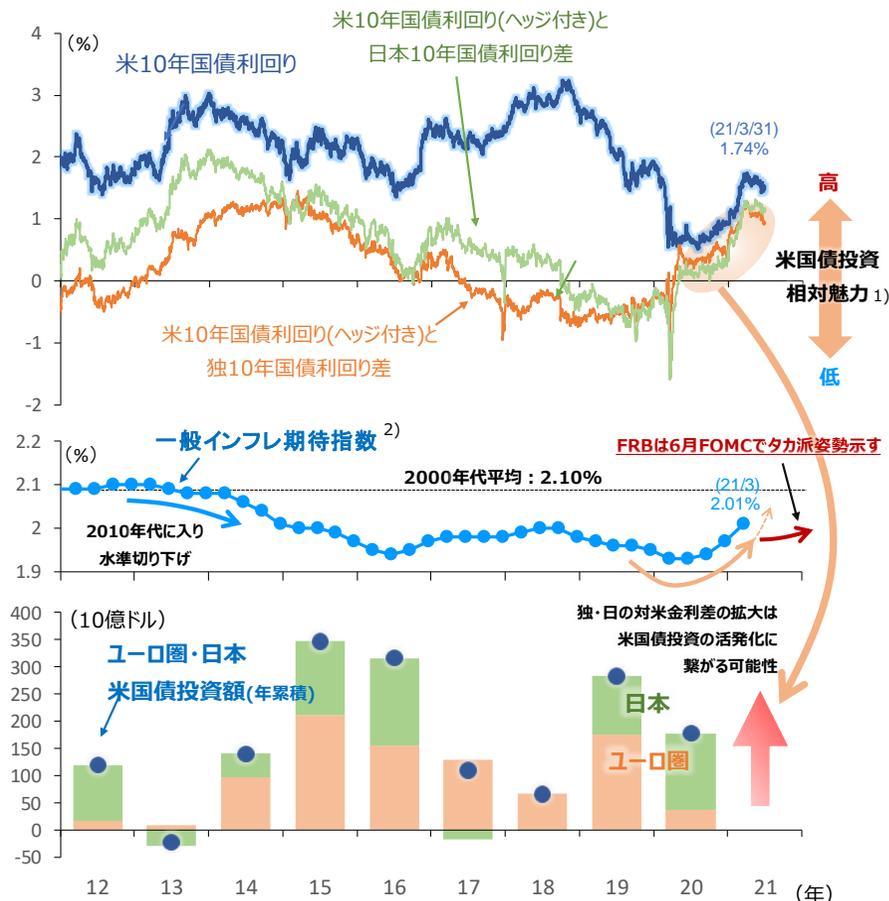
テーパータントラム2.0 4つのアンカーで回避へ

FRBは6月のFOMCで現行緩和策の正常化に向けて歩を進めました。今夏にもテーパリングの工程が明らかになる見通しですが、以下4つのアンカーにより、2013年のようなタントラム（痼癩）は回避されると予想します。

第1に、6月FOMCでFRBがタカ派姿勢を示したことです。過度なインフレ期待を未然に防ぐことで、この先のインフレ期待主導の米金利上昇の動きを弱めるものと予想されます（右図中段）。第2に、前回2013年を教訓としたFRBのコミュニケーション戦略です。パウエル議長が先頭に立ち、テーパリング議論の進展を開示することで、政策の不確実性低下に繋がることが期待されます。第3に、昨年8月に公表した政策の枠組み変更に対するコミットメントです。包括的な雇用最大化が実現するまで超低金利政策を続けることをいずれかの段階で再度確認する場面があると予想されます。第4に、米国債の相対的投資魅力の高まりです。欧・日投資家から見て、為替ヘッジ後の米10年国債利回りは2014年以來の高水準にあります（右図上）。米国金利が上昇した場合には、欧・日投資家による米債投資の活発化が予想されます。



<米10年国債利回りと日・欧の米国債投資>



1) 為替が短期的に大きく変動しないことを前提に利回り水準を比較

2) インフレ期待に関する主要21指標の合成指数 (FRB公表)

グラフ期間: 2012年1月1日~2021年6月28日 (一般インフレ期待指数は2021年3月まで)

【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

5. 主要マーケットの見通し

株式市場

欧州政策基調を占う 21年秋のドイツ総選挙

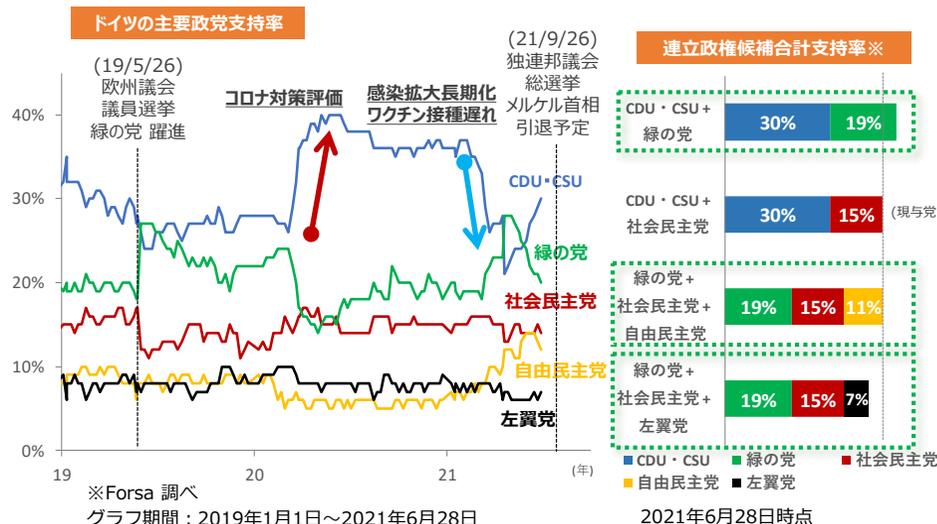
総額7500億ユーロ規模の「欧州復興基金」が21年6月より正式に始動しました。この欧州統合深化の政策トレンドが加速するか、政治面ではメルケル独首相の後任が選出される21年9月のドイツ連邦総選挙の動向が注目されます。

今回の選挙ではベーアボック党首率いる「緑の党」がキャスティングボートを握りそうです（右図）。同党の政党支持率はラッシュト次期首相候補が率いるCDU・CSU(キリスト教民主・社会同盟)に次いで第2党に位置しています。高まる環境保護への機運から同党は支持率を伸ばしてきました。同党の公約では2030年までにCO2排出量を70%削減（現行：55%）とすることや、ドイツの財政支出を制限する債務ブレーキルールの緩和、更には欧州単位で気候問題に取り組むことを目指し、欧州統合推進を基本方針としています。

仮に緑の党が連立政権の一角を担う場合、EU欧州統合深化や欧州グリーン投資の再加速が見込まれます。一方、財源確保のため増税懸念が残ることや急進的な政策に対する警戒感が市場の不透明要因になると予想されます。



<ドイツ主要政党支持率>



<ドイツ・緑の党 主要政策>

| 分野 | 主な政策 |
|----|---|
| 環境 | ① 2030年までに温暖化ガス排出量を1997年比70%削減 ② 再生可能エネルギーへのシフト加速 ③ 化石燃料の2030年までの段階的廃止 ④ 2030年以降に二酸化炭素を排出する新車販売禁止 |
| 経済 | ① 10年で5000億ユーロ、年間500億ユーロ規模の公共投資 ② 基本法である債務ブレーキ条項を緊急的な投資を可能にする ③ キャピタルゲイン税・富裕層への増税 ④ デジタルユーロの導入 ⑤ 金融規制強化・欧州金融取引税の導入 |
| 外交 | ① 欧州統合推進・欧州連邦共和国の創設 ② 米国とは人権の世界的な保護とルールに基づく世界秩序のために協力 ③ 中国に新疆ウイグル自治区、チベット、香港での人権侵害停止を要求 ④ ロシアとドイツを結ぶガスパイプライン計画「ノルドストリーム2」の廃止 |

【出所】 Europe Elects, 各種報道資料に基づいて、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

新興国市場

FRBのテーパリングに備え 予防的利上げの動き広がる

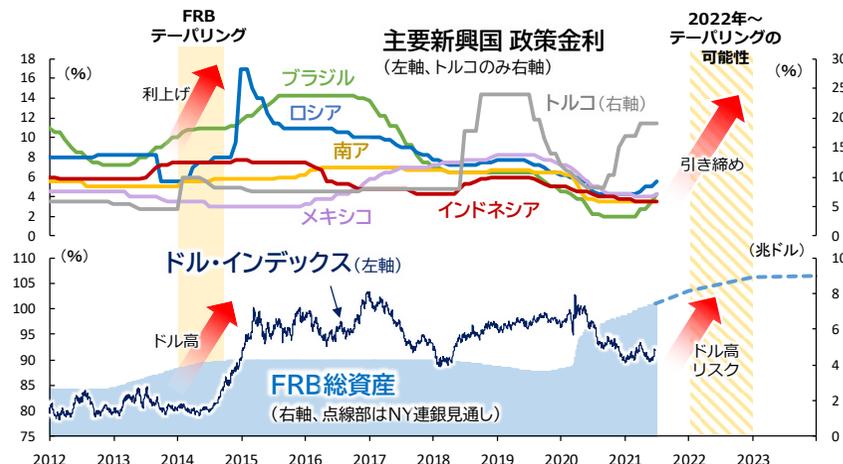
来年初めにもFRBのテーパリング開始が予想される中、新興国では利上げの動きが広がっています。昨年後半から通貨安に対応するため利上げを続けてきたトルコに続き、ブラジル、ロシアが3月以降連続で利上げを実施しました。また、メキシコは6月FOMCでFRBが緩和縮小の方針を示唆した直後の会合で、市場予想に反し2年半ぶりとなる利上げを決定しました（右図上段）。

2014年の前回テーパリング局面では、ドル高・新興国通貨安が加速し、新興國中銀の多くは急激な利上げを余儀なくされました。今回はFRBが緩和縮小に転じる前に、予防的に利上げを進めている形です。通貨安を抑制する効果が期待される一方、早期の利上げは景気回復の阻害要因となりかねません。

IMFは2017年の金融安定化報告書で、FRBの量的緩和策が新興国への資金流入に大きく寄与したと分析しています（右図下段）。FRBの大規模な資産買い入れにより、足元では新興国の対外債務が一段と膨らんでいます。海外資本への依存が高いファンダメンタルズ脆弱国については、金融不安定化リスクの表面化に注意が必要と考えます。



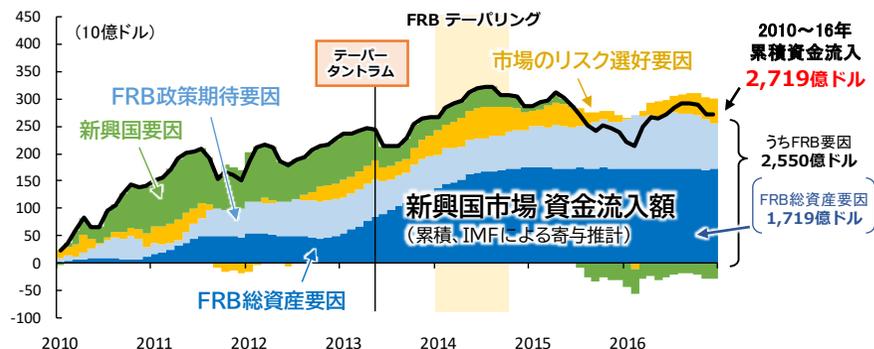
<新興国政策金利とFRB総資産、ドル>



グラフ期間：2012年初～2021年6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

<米金融政策と新興国への資金流入>



グラフ期間：2010年1月～2016年12月

【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

ワクチン進展で上昇も依然として期待先行状態

経済活動の正常化期待を背景に、内外リートが急ピッチで上昇しています。6月には米国リート指数がコロナ前の高値を抜き最高値を更新し、東証リート指数は2020年2月に付けた高値まであと僅かの水準まで上昇しました。

ただ、リートを取り巻くファンダメンタルズの改善は一樣ではありません。

国内リートでは4割強をオフィス系リートが占めますが、東京のオフィス空室率は供給過剰の目安の5%を5カ月連続で上回り、6月には7年ぶりに6%台に達しました。また、投資利回りは低下を続けており、不動産価格が実態に比べ割高となっていることが示唆されています（右図上段）。

一方、経済再開で先行する米国では、不動産需給改善が進んでいます。都市封鎖の影響を強く受けた小売系不動産は、今年に入り需給がプラス転に近づいています（右図下段）。オフィス需給は悪化が続くものの、リート指数に占める比率は1割程度で、指数全体への影響は限定的です。

年後半にはコロナ後の市況見通しが改めて焦点になると予想されます。コロナ後の成長が期待できるセクター・地域と期待先行に終わるものとの峻別が進むと予想されます。



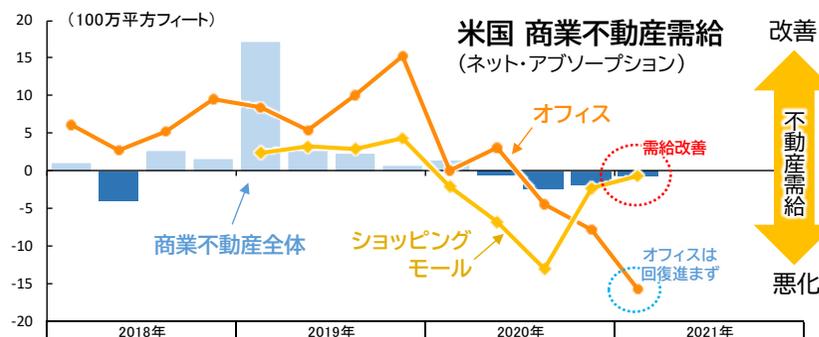
＜東京オフィス空室率と利回り＞



グラフ期間：2007年1月～2021年5月（オフィス投資利回りは2009年1月から）

【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

＜米国 商業不動産需給＞



グラフ期間：2018年第1四半期～2021年第1四半期（ショッピングモールのみ2019年第1四半期から）

【出所】ブルームバーグ、Haver analytics、Cushman & Wakefield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 | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | 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 |
| | 16.7 | 58.3 | 75.0 | 83.3 | 83.3 | 91.7 | 83.3 | 58.3 | 25.0 | 33.3 | 75.0 | 87.5 | 83.3 | 55.6 |
| ①  ISM製造業・新規受注指数 | 31.9 | 56.7 | 60.9 | 66.2 | 60.9 | 66.9 | 65.7 | 67.5 | 61.1 | 64.8 | 68.0 | 64.3 | 67.0 | 66.0 |
| ②  NFIB(中小企業景況感)・ 景気楽観度指数 | 94.4 | 100.6 | 98.8 | 100.2 | 104.0 | 104.0 | 101.4 | 95.9 | 95.0 | 95.8 | 98.2 | 99.8 | 99.6 | |
| ③  ミシガン消費者センチメント・ 期待指数 | 65.9 | 72.3 | 65.9 | 68.5 | 75.6 | 79.2 | 70.5 | 74.6 | 74.0 | 70.7 | 79.7 | 82.7 | 78.8 | 83.5 |
| ④  非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル) | 61,297 | 64,300 | 66,189 | 67,791 | 68,646 | 69,626 | 70,563 | 71,619 | 72,386 | 72,150 | 73,318 | 75,315 | 75,404 | |
| ⑤  新規失業保険申請件数 (千人) | 2027 | 1469 | 1309 | 887 | 840 | 790 | 741 | 814 | 862 | 805 | 724 | 579 | 426 | 393 |
| ⑥  NAHB住宅市場指数 | 37.0 | 58.0 | 72.0 | 78.0 | 83.0 | 85.0 | 90.0 | 86.0 | 83.0 | 84.0 | 82.0 | 83.0 | 83.0 | 81.0 |
| 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 | 41.5 | 41.5 | 71.2 | 71.2 | 71.2 | 37.7 | 37.7 | 37.7 | 5.5 | 5.5 | 5.5 | ▲15.1 | ▲15.1 | ▲15.1 |
| ⑧  独Ifo景況感指数 産業・商業 (期待指数) | 83.5 | 93.3 | 98.0 | 98.6 | 100.7 | 98.3 | 97.0 | 98.9 | 95.9 | 99.7 | 104.2 | 103.3 | 103.9 | 103.5 |
| ⑨  中国 財新Markit 製造業PMI | 50.7 | 51.2 | 52.8 | 53.1 | 53.0 | 53.6 | 54.9 | 53.0 | 51.5 | 50.9 | 50.6 | 51.9 | 52.0 | 51.3 |
| ⑩  中国 マネーサプライ M2(前年比、%) | 11.1 | 11.1 | 10.7 | 10.4 | 10.9 | 10.5 | 10.7 | 10.1 | 9.4 | 10.1 | 9.4 | 8.1 | 8.3 | 8.6 |
| ⑪  日本 中小企業売上 見通しDI | ▲60.6 | ▲49.6 | ▲32.2 | ▲27.0 | ▲21.2 | ▲15.2 | ▲9.9 | ▲14.3 | ▲16.6 | ▲18.4 | ▲3.8 | 8.8 | 7.5 | 8.4 |
| ⑫  日本 実質輸出指数 | 84.5 | 88.1 | 94.5 | 99.9 | 104.7 | 108.1 | 111.2 | 111.1 | 113.4 | 109.7 | 113.2 | 116.1 | 115.9 | |

〔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。

(2021年7月12日時点)

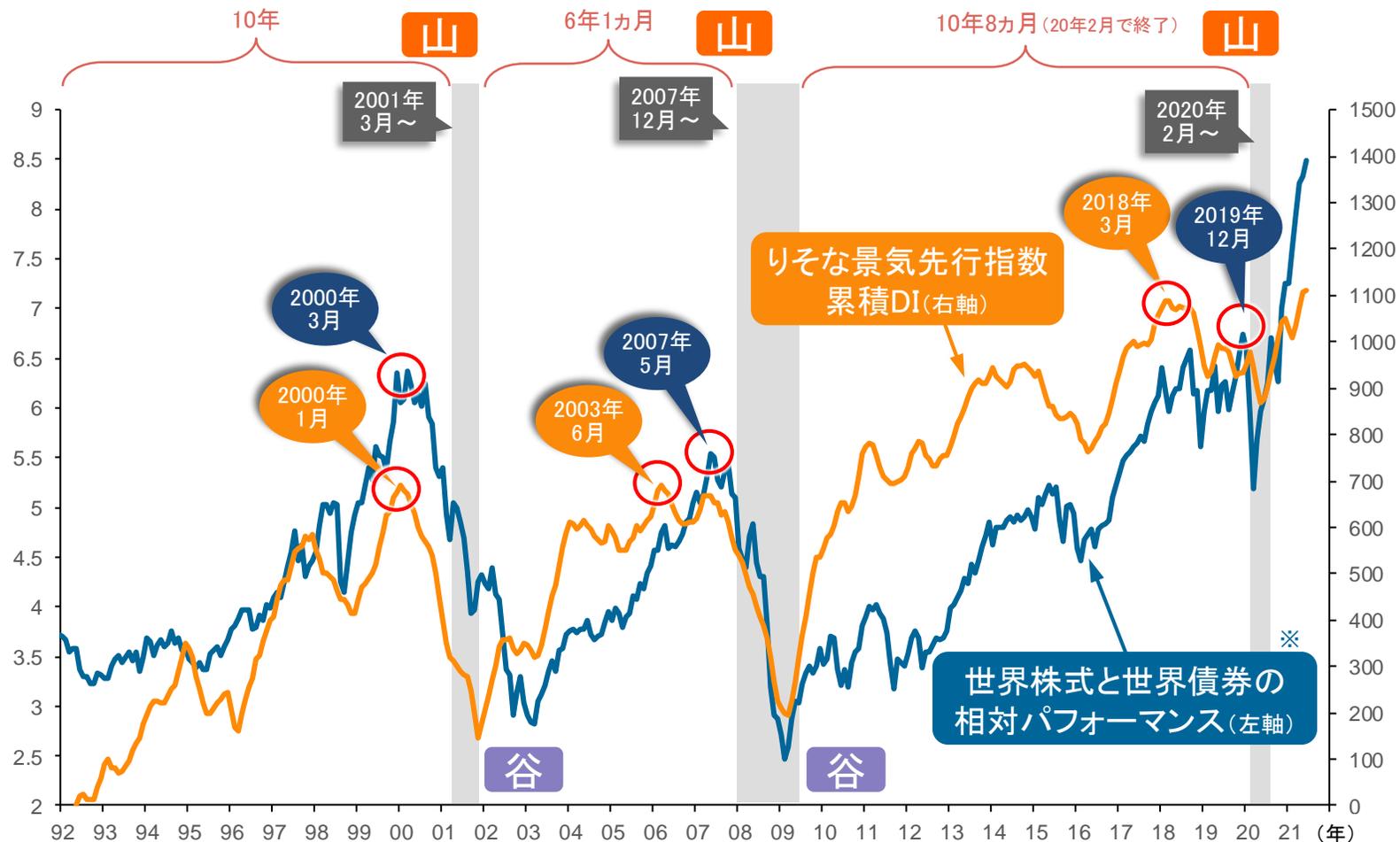
<計算方法>

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)

■：米景気後退局面

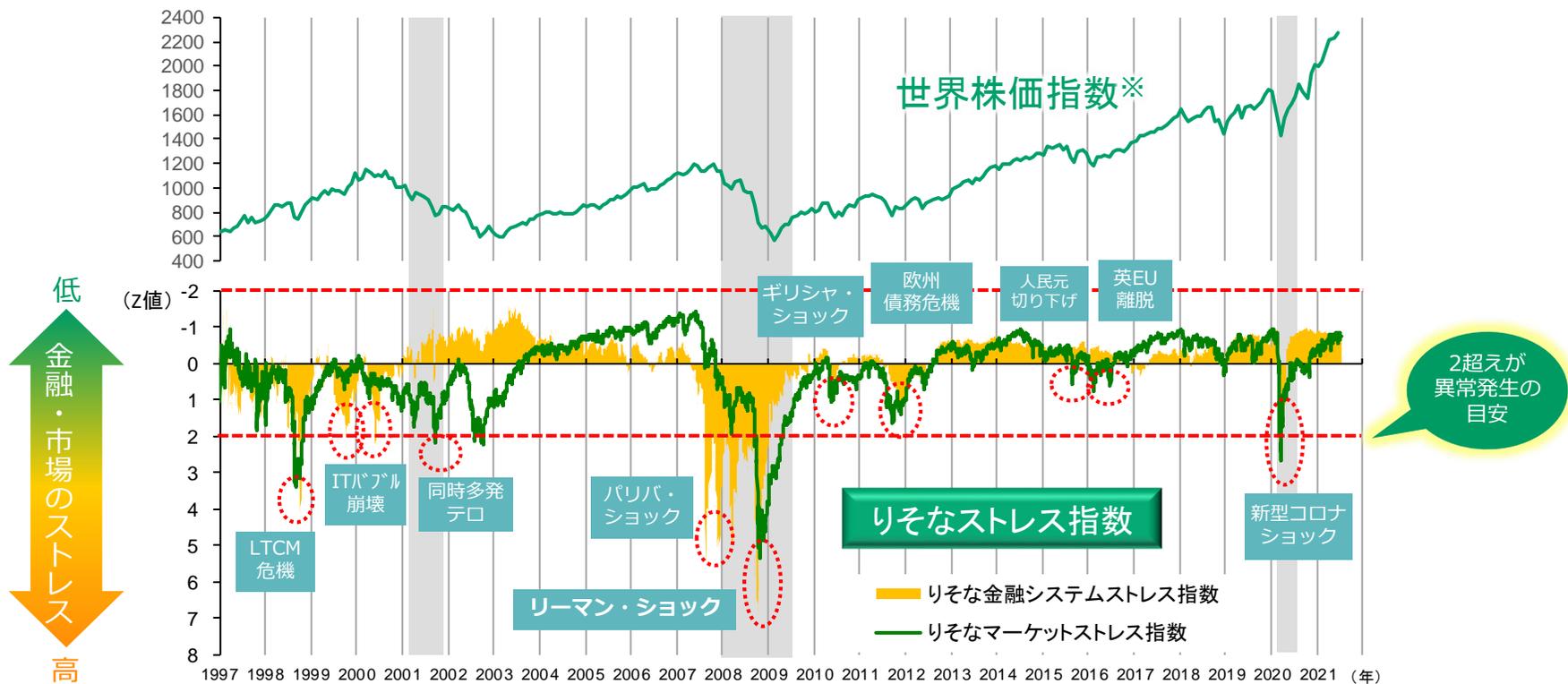
グラフ期間：1992年1月～2021年6月（リそな景気先行指数は1992年5月～2021年6月）

【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、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6月30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 GP (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となります。
- 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。