

Resona Investment Outlook

Autumn
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

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

当資料は、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。当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。当資料は、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

インフレだ！ 景気減速だ！ いや、スタグフレーションだ!! 様々な解説が飛び交る中、S&P500指数は、そんなの関係ない!!!、とばかりに1カ月半ぶりに最高値を更新しました。各国が政策支援の正常化を模索し始めたことで、これまでのように当局にお任せというわけにはいかず、市場参加者が自身の判断に頼らざるを得なくなったことが、このような見方の錯綜につながっているように思われます。これほどのパンデミックを経験した市場参加者は皆無（スペイン風邪当時を記憶されている現役の投資家がいらっしゃればご容赦ください）、1970年代のインフレを経験した参加者も数少なくなっていることも、見方が割れている要因かもしれません。この先は、自身の羅針盤を持っている投資家とそうでない投資家のパフォーマンス格差が付き易くなるのではないのでしょうか。今回は、2021年度後半の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2021年7月～2021年10月のふりかえり
2. 2021年度後半の投資環境見通し【サマリー】
3. 2021年度後半の投資環境見通し【マクロ・金融環境】
4. 注目トピック：中国の2つの問題『過剰債務と電力不足』を検証
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2021年7月~2021年10月のふりかえり



市場変動率が上昇 資産間のパフォーマンス格差拡大

FRBが金融政策の正常化を模索する中、不確実要素に対して、市場はこれまで以上に敏感に反応する傾向が見られました。円安が進み、海外資産では為替のプラス効果が目立ちました。

■**債券市場**：FRBのタカ派的姿勢転換を受け、売りが先行しました。年初の金利上昇時との違いは利上げの織り込み度合いです。2年国債利回りは0.4%台まで上昇し、ベアフラット化が進みました。英国では、年内利上げの織り込みが進み、同2年国債利回りは一時0.7%台まで上昇しました。

■**株式市場**：先進国株価指数（MSCI-World）は最高値を更新しました。ただ、悪材料が相次いだ9月には米S&P500指数が8カ月ぶりに▲4.8%と大幅下落するなど、不安定化する場面がありました。国内株の出遅れぶりが目立ちました。

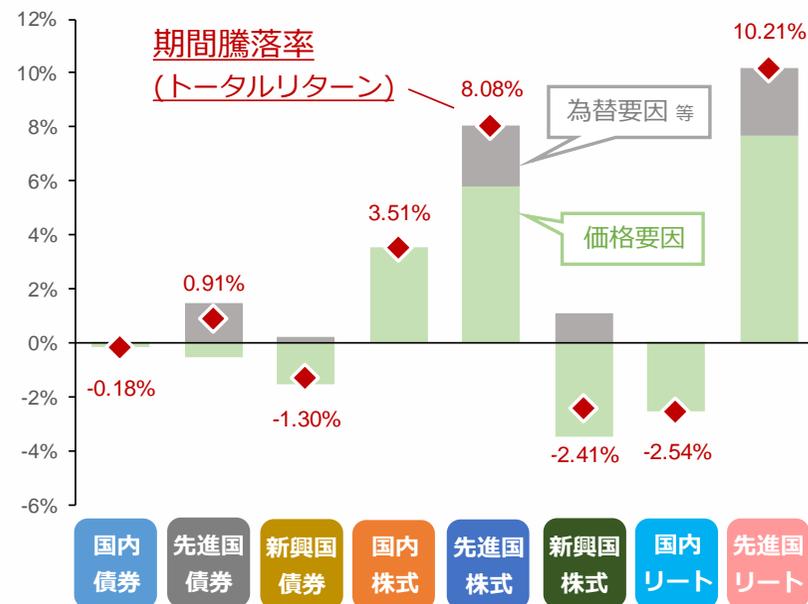
■**リート**：オフィス市況の改善が遅れる国内リートが海外リートに対して劣後しました。

■**新興国市場**：株式は4割近い比重を占める中国の政策がかく乱要因となりました。

■**為替**：正常化が展望できない円が主要通貨に対して売られ、名目実効為替レートは2018年初め以来の水準まで低下しました。

＜ 前四半期 主要マーケットの騰落率 ＞

（2021年7月1日～2021年10月25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年度後半の投資環境見通し【サマリー】

経済の正常化と政策の正常化が同時進行

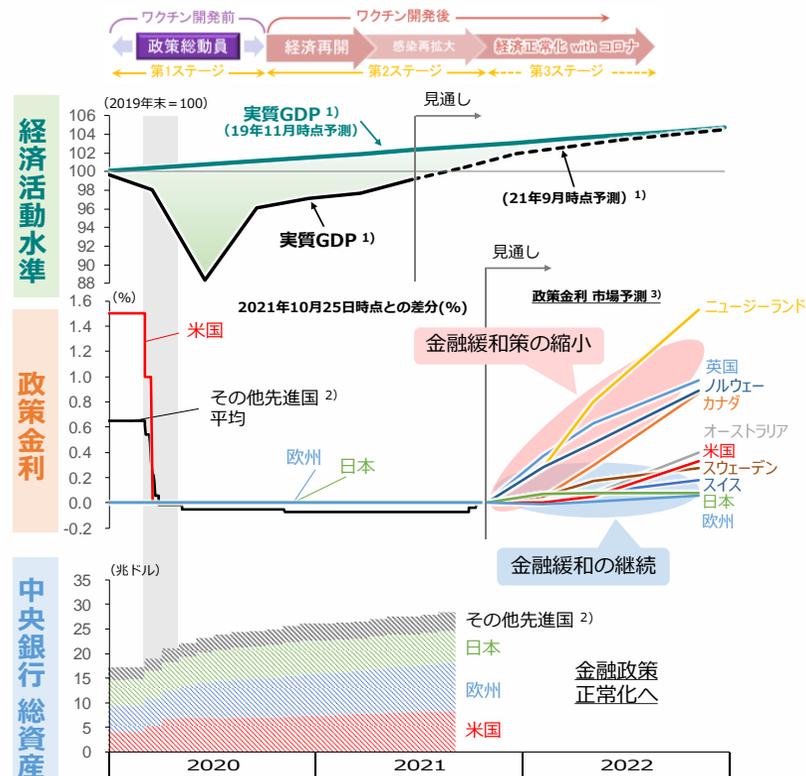


コロナ後のマーケットは第3ステージに入ったと見ています。第1ステージは株価が大底を打った昨年春から10月までの期間です。政策総動員で株式などリスク資産は大きく反発するものの、コロナ感染の終息が見えず、各マーケットはボラティルな動きとなりました。第2ステージはワクチン開発が相次いだ昨年11月から今年秋口までの期間で、トンネルの先の光が見え始める中、大規模な政策支援が続き各市場は総じて安定した動きが続きました。そして、第3ステージです。

ワクチン接種が世界各地で進み、経済活動の正常化が広まっています。9月発表のOECD世界経済見通しでは、先進国の経済水準はすでにパンデミック前の水準を回復し、来年末にはコロナ前の予測水準まで回復する見通しです。他方、これまで経済・マーケットを強力に支えてきた政策支援の正常化も模索され始めました。既に北欧や資源国では利上げが開始され、FRBもテーパリングに着手しました（右図）。

この先は、景気循環の転換が焦点となります。その中心となる米国景気は昨年4月に景気後退を終え、現在は拡大局面の18ヵ月目です。「米国の景気拡大は老いて終わるのではなく、FRBに止めを刺される」と言われます。次の景気後退も例外ではないでしょう。当社ではFRBの利上げ開始はテーパリング終了1年後の2023年央からと予想しています。景気に抑制的な水準まで利上げが進むのは早くてもその2年後、つまり2025年頃となります。米国景気の転換点が見え始めるまでは、株式などのリスク資産が選好され易い投資環境が継続すると予想します。

< コロナショック後のマーケット・経済・政策支援 >



1) OECD推計。2) 英国、カナダ、スイス、オーストラリア、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン。ただし中央銀行総資産は英国を除く。3) 翌日物金利スワップ先物が示唆する市場予想値 (2021年10月26日時点)

グラフ期間：(上段) 2020年～2022年(2021年7-9月期以降はOECD予測)、(中段) 2020年～2022年10月(2021年10月以降は市場予測)、(下段) 2020年～2021年8月

【出所】 OECD、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年度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



株式等リスク資産優勢 資産内のバラツキ拡大

資産配分：景気拡大と緩和的な金融環境が併存する見通しから、株式などのリスク資産のウエイトを高めにとる戦略を継続します。ウィズコロナの経済正常化と政策支援の正常化が同時進行します。2021年度後半はその初期段階にあたり、過去1年に比べ、市場の変動率は高まると予想されます。同一資産にあっても、地域・業種間でパフォーマンスのバラツキが大きくなると予想されます。投資環境の変化を見極め、機動的にウエイトを見直す必要があると考えます。

債券：先進国内では高ベータの米国債を日・欧に対してアンダーウエイト。正常化に伴う流動性の伸び鈍化でクレジットサイクルの調整圧力が高まり易くなることから、低格付け債券はアンダーウエイト。

株式：米国株のバリュエーション高止まりから、地域、業種、ファクターの傾斜がリターン向上の鍵に。

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エイト。

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エイト。

主要資産クラスの推奨ウエイト

ウエイト 資産 クラス	アンダー ウエイト	やや アンダー ウエイト	中立	やや オーバー ウエイト	オーバー ウエイト
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年度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

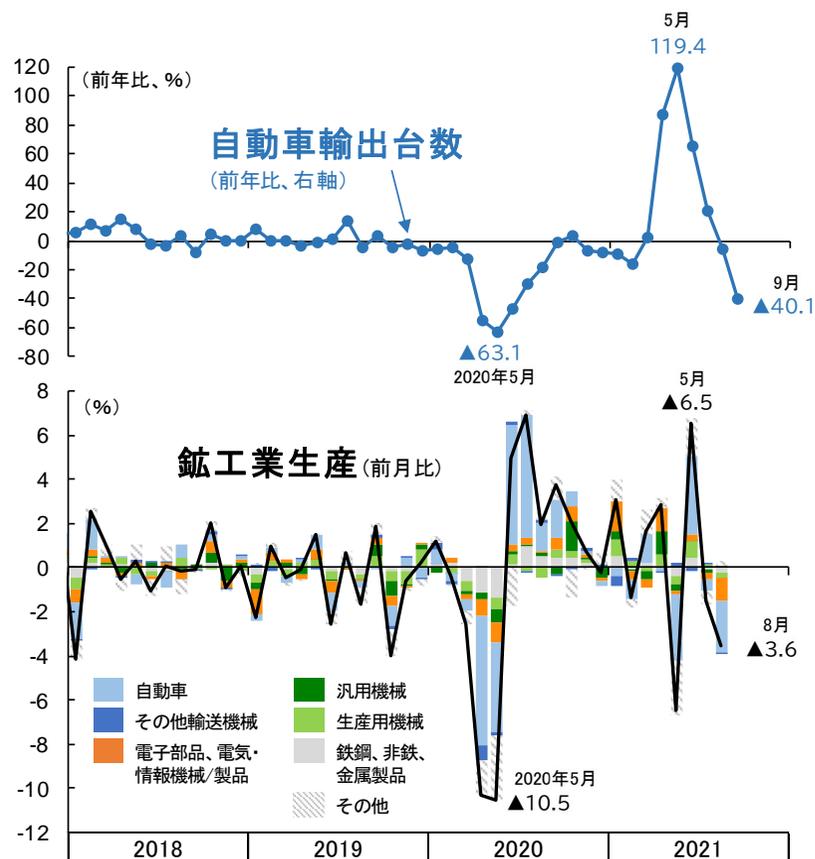


スタグフレーションの正体が徐々に明らかに

スタグフレーションに陥るとの解説が聞かれます。景気指標の悪化とインフレ指標の上振れが同時に起き、スタグフレーション的現象が足元で見られるところに、各国の脱炭素政策に伴うエネルギー価格上昇、パンデミックを契機に早期退職が増えるなど人々の思考の変化などの構造論が加わり、それなりの説得力があります。ただ、1970年代から80年代初頭にみられた「景気後退とインフレ上昇が同居する」状態が一定期間続く可能性は極めて低いと考えます。

足元の景気指標の悪化と物価指標の上振れは、多くは供給制約に依るものです。その原因はやはりコロナ禍にあります。先行きを見通すうえで、サプライチェーンの要所である東南アジア諸国の動向が示唆を与えてくれます。9月の日本の自動車輸出台数は前年比4割減と2011年の震災時並みの落ち込みとなりましたが、トヨタ自動車は10月中央に発表した生産計画では、東南アジアでの部品供給の支障が峠を越したことが示唆されています。居酒屋の焼き鳥不足(一部値上げ?)は、周辺国からの労働者不足でタイ産鶏肉が減少しているためです。日本経済は東南アジアとの結びつきが深いため、身近なところにも情報が豊富です。

<日本の鉱工業生産と自動車輸出台数>



グラフ期間: 2018年1月~2021年9月 (鉱工業生産は2021年8月まで)

【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

3. 2021年度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



市場との対話政策が一層重要に

経済の正常化を見据えた各国中銀による政策調整の模索が進んでいます。10月公表のIMF世界経済見通しは、“緩和的な金融環境維持に重点を置きつつ、金融の安定性を脅かすリスクを監視すべき”点を従前より一歩踏み込んだ形で提言しています。各国中銀は、経済の正常化に加え、金融市場における副作用にも配慮し、政策の正常化を進めることが求められます。

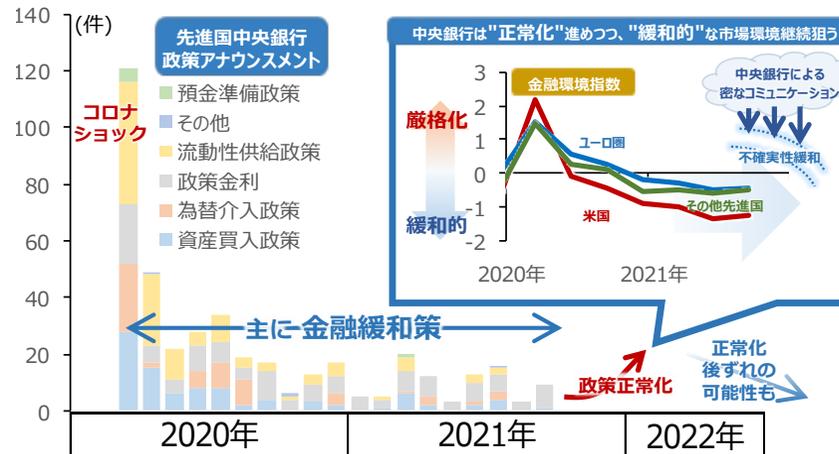
一方、各国中銀の「政策正常化」は、感染や経済状況のほか手持ちの「政策ツール」によってもステップが異なる点には留意が必要です（右図表）。9月にノルウェー中銀とNZ中銀が相次いで利上げに踏み切り、先進国もいよいよ正常化プロセスに入ったと伝えられましたが、前者は資産買入策を採用していないため正常化の最初のステップが利上げとなったものであり、後者は住宅価格高騰等の副作用の高まりを懸念したものです。

今後は、各国中銀による政策正常化のアナウンスメントが増加すると予想されます。金融正常化に踏み切る際には、政策判断の根拠となる経済・市場環境について、市場に向けた情報発信に一層の注意を払い、政策の信頼性を高める必要があります。特に足元では市場のインフレ期待が高まっているため、過度な金融引き締めを織り込むことによる、金融環境の悪化に繋がることを避ける必要があります。各国中央銀行には市場との対話力がこれまで以上に問われることとなります。

<金融環境指数と中央銀行のアナウンスメント>

先進国 中央銀行 によるコロナ禍における 緊急支援策 一覧

	政策金利	資産買入政策	流動性供給政策	預金準備政策	為替介入政策	米ドルスワップ等
米国	✓		✓	✓		
ユーロ圏		✓	✓			✓
日本		✓	✓			✓
英国	✓	✓	✓			✓
カナダ	✓	✓	✓			✓
オーストラリア	✓	✓	✓			✓
スイス			✓	✓	✓	✓
デンマーク			✓			✓
ノルウェー	✓		✓			✓
ニュージーランド	✓	✓	✓	✓		✓
スウェーデン	✓	✓	✓			✓



先進国: 日、米、英、ユーロ圏、加、豪、ニュージーランド、デンマーク、スイス、ノルウェー、スウェーデン
 グラフ期間：2020年1月1日～2021年9月30日（政策アナウンスメントは2020年3月～）

【出所】 BIS, 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

4. 注目トピック 中国の2つの問題『過剰債務と電力不足』を検証

Topic 中国の過剰債務と電力不足問題

灰色のサイ 角を矯めつつ 経済への打撃回避を目指す

中国政府は昨年半ば以降、企業・産業に対する統制強化を進めてきました。その本丸は不動産市場です。ただ、不動産市場に対する統制強化は諸刃の剣です。新たな政治スローガン“共同富裕”の核心である“格差是正”が期待される一方、中国経済の牽引役である同セクターに甚大な打撃を与え、急激な信用収縮を招きかねません。中国政府が直面しているのは後者のリスクです。

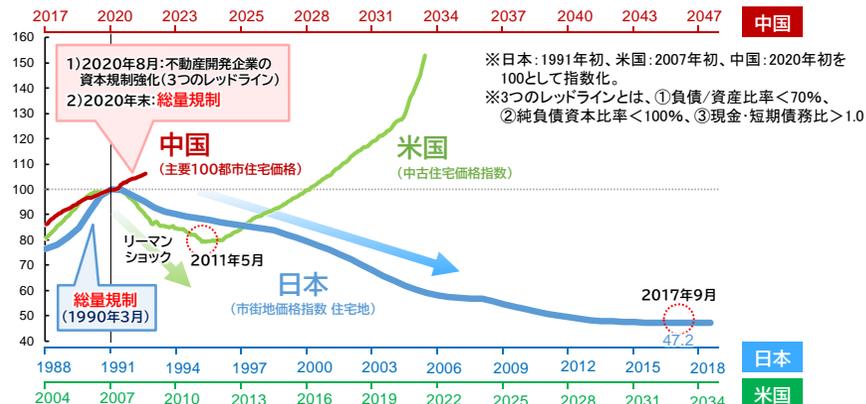
昨年8月に3つのレッドラインと言われる資本規制を強化、12月には不動産融資を制限する総量規制を導入しました。その結果が、中国恒大集団の経営不安です。

不動産投資額は中国の名目GDPの約2割を占めます。また、世界経済の成長率の3~4割は中国の寄与に依るものです(右下図)。恒大問題が不動産セクター全体に広がった場合、中国・世界経済へ深刻な影響が及ぶ可能性があります。

中国政府は、バブル崩壊後の日本経済の顛末を詳細に研究してきたと言われています。恒大問題についても、経済全体に影響が及ばないよう慎重に処理を進める、が一般的な見方です。不動産融資を極端に絞らないように銀行に窓口指導するなど、ここまでの中国政府の対応はその見方に沿ったものではありませんが、注視を続ける必要があります。

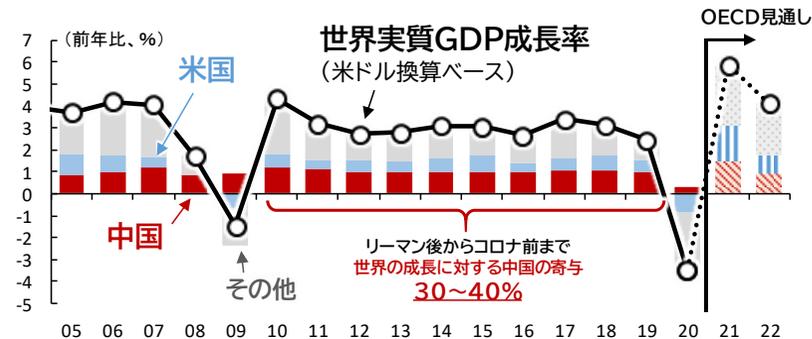


＜中国・日本・米国の住宅価格推移＞



グラフ期間 : 日本:1988年~2018年、米国: 2004年~2021年6月、中国: 2017年~2021年8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

＜世界実質GDPと内訳＞



グラフ期間 : 2005年~2022年 (2021年以降はOECD予測値 (2021年10月時点))
【出所】 OECD、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

4. 注目トピック 中国の2つの問題『過剰債務と電力不足』を検証

Topic 中国の過剰債務と電力不足問題

資源高を招いた脱炭素政策 現実的対応は光明

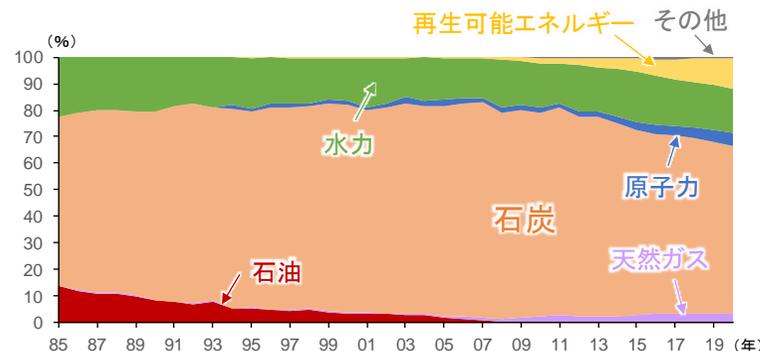
足元の原油高の元を辿れば、主要国の環境政策に行き着きます。中国は近年、脱炭素化を進めるため発電の2/3を占める石炭火力発電を削減してきました(右上図)。その代替電源として天然ガス輸入を拡大。2021年1-8月累計では日本を抜き世界最大の天然ガス輸入国となりました。欧州でも、脱炭素・脱原発の動きから、天然ガス需要が拡大。天候不順や製造業活発化による電力需要増加が重なり、需給ひっ迫から天然ガス価格が世界的に急騰しました。相対的に割安となった原油が動意付き、7年ぶりの高値を付けた形です(右下図)。

夏場以降の電力不足の深刻化を受け、中国政府は石炭増産に乗り出しました。外交関係悪化で停止していた豪州産石炭輸入も再開しています。脱炭素化でイニシアティブ取りを目指す中国にとっては苦渋の選択だったかもしれませんが、目の前の経済を優先する現実的な対応は、エネルギー危機ともいえる現状の解消に向けたポジティブな動きと言えます。

欧州天然ガスと国際石炭価格は10月初旬にピークを付けています。冬場の季節的な電力需要の高まり等、不確実性は残りますが、原油価格の上値余地が限定的であることを示唆していると考えられます。



<中国の電源構成>



グラフ期間：1985年～2020年

【出所】BP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

<エネルギー価格の推移>



グラフ期間：2014年～2022年10月15日

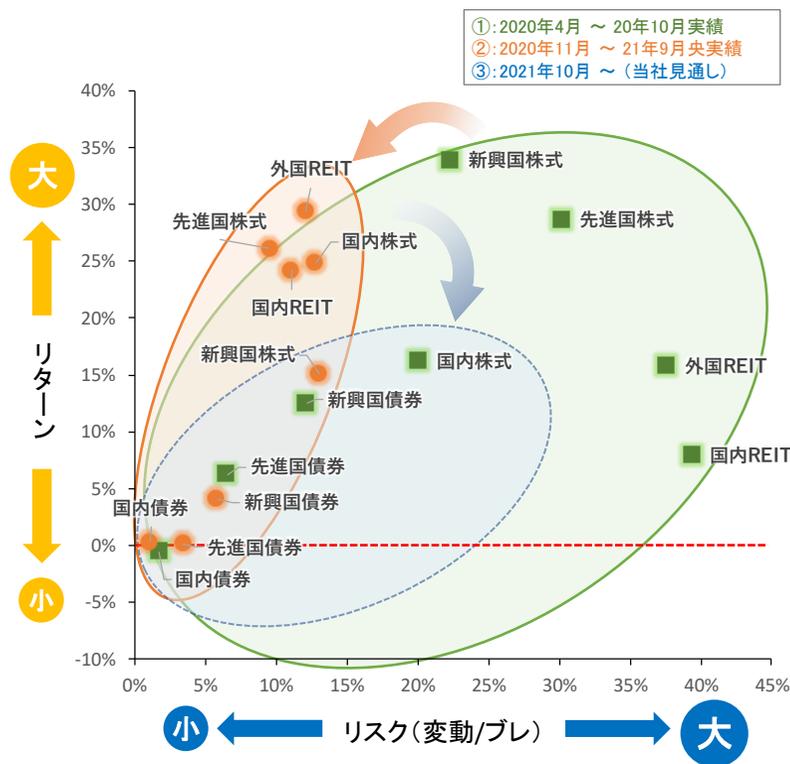
【出所】ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

5. 主要マーケットの見通し

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	中立	米国債との高い相関が続く。米国10年債の2%を越えが視野に入る際には、YCCの見直し模索の動きも
国内株式	ややオーバーウエイト	欧米株に比へた出遅れ感が再び強まる。短期景気サイクルの底入れで日経平均株価の3万円台定着へ
先進国債券	ややアンダーウエイト	テーパリング終了1年後の23年央に利上げ開始が基本シナリオ。ECBは最速で24年に正常化着手へ
先進国株式	中立	米国株は株価バリュエーション下げ渋り、利益成長並みの上昇ペースに。欧州株に相対的上値余地
新興国債券	アンダーウエイト	ファンダメンタルズ脆弱国は、予防的に金融引き締めを進めざるを得ず、景気へのマイナス効果示現に注意
新興国株式	中立	時価総額で約3分の1強を占める中国の政策動向が焦点。プラス・マイナス両面から見る必要。
国内リート	中立	オフィス市況の先行き不確実性から、先進国リートに対してアンダーウエイト。
先進国リート	ややオーバーウエイト	長期金利上昇と経済再開が綱引き。オフィス比重は1割程度、業種分散の効果が期待される

<主要資産クラスのリスク・リターン>



グラフ期間：グラフ右上参照。

※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

正常化に沿って長期金利はマイルドに上昇へ

米長期金利は上昇し、3月の高値水準に迫ってきました。しかし、市場が織り込む期待インフレの高まりほど上昇はみられません(右上図)。理由は2つ考えられます。一つは、足元のインフレが「一過性」との見方(当社はこの見方)が支配的であることです。もう一つは、FRBが利上げの前倒しを余儀なくされた場合、潜在成長率の引き上げをサポートするFRBの試みはとん挫し(即ち景気に中立な自然利子率の引き上げは成らず)、利上げの着地点(ターミナルレート)が低く抑えられるとの見方です。どちらも短期的に長期金利の上昇余地は限定的ですが、後者では歴史的な低金利水準の定着化が進む可能性があります。仮に、前者のインフレは「一過性」との見方が否定される場合は、長期金利が一時的にせよ跳ね上がる可能性があります。FRBは、今後のインフレの見極めにおいて、長期のインフレ期待動向がカギであるとして、昨年10月より「共通期待インフレ指数(CEI)」を新たにモニタリングしています(右下図)。

各国中銀の課題認識は、ベイリー英中銀総裁による「今の大きな課題は成長が一樣でなく供給面に問題を抱える局面をどう乗り越え、よりスムーズで需給バランスの取れた回復局面につなげるかだ」という発言に集約されています。この先も米長期金利は経済の回復ペースに見合った正常化の進捗により漸進的に水準を切り上げる展開を予想します。



＜米10年国債利回りと予想インフレ率＞



※ インフレ期待に関する主要21指標の合成指数 (FRB公表)

(上段)2019年1月1日~2021年10月22日、(下段)2019年~2021年9月30日

【出所】ブルームバーグ、Haver analytics、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

5. 主要マーケットの見通し

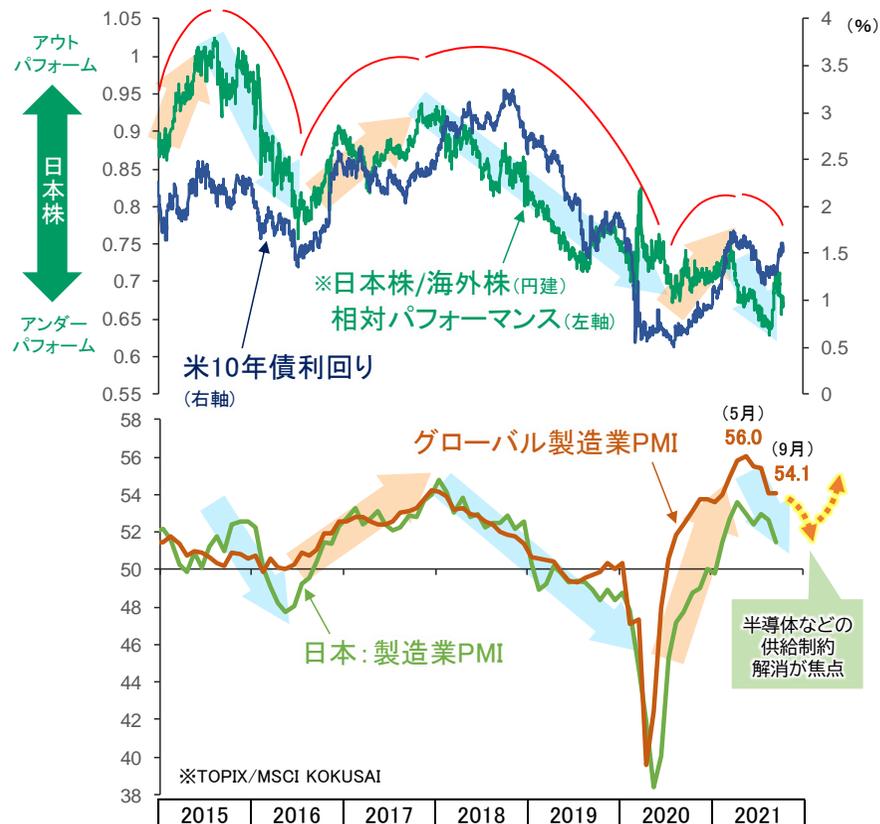
株式市場

短期景気サイクル底入力で 日経平均3万円台定着へ

日本株投資は本当に難しい、と改めて感じさせる動きでした。日経平均株価は8月20日の2万7000円をボトムにわずか3週間余りで3500円超上昇し31年ぶりの戻り高値を更新。その3週間後には2万7000円前半まで下落。絵に描いたような“行って来い”相場となりました。上昇した理由、下落した理由があれこれ後講釈されましたが、真相は不明です。ただ、海外投資家の先物売買が大きく影響したことは間違いありません。上昇した3週間（山谷に最も近い3週間）では1兆5000億円買い越し、下落した3週間では1兆3500億円売り越しています。米国株とのロング・ショートポジション、中国リスクのヘッジなど様々指摘がありますが、純粋に日本株のファンダメンタルズに起因するものではないと思われます。

日本株市場にとって最も重要な要素は、世界景気です。調整過程に入っている短期の景気サイクルが底入れ・反転に向かう段階で、日本株は本格的に買われると予想されます。早ければ年内にも供給制約の解消が進み、そうした場面を迎えると考えます(右下図)。その際には、海外の長期投資資金が動き、3万円台が定着すると期待されます。供給制約の影響を最も大きく受けている自動車株がその先導役になると予想します。

＜世界景気拡大局面で日本株はアウトパフォーマンス＞



グラフ期間：(上段)2015年～2021年10月15日、(下段)2015年～2021年9月
【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

新興国市場

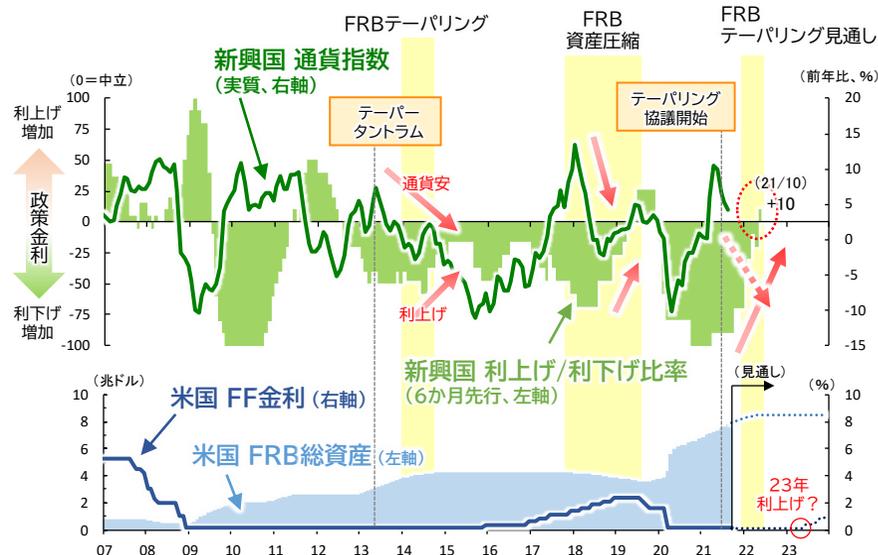
米緩和縮小で通貨安懸念 予防的利上げが継続

FRBが金融政策の正常化を模索する中、新興国では、自国通貨の先安懸念から利上げの動きが続いています。過去のFRBのテーパリングや資産圧縮局面では新興国通貨安が進み、新興國中銀は利上げを余儀なくされています(右上図)。足元では新興国債券指数の構成国全20カ国のうち11カ国が利上げを実施し、金融政策は引き締めへ転じています。

他方、景気を優先し緩和政策を継続する国もあります。トルコでは、物価高止まりにもかかわらず中銀が利上げを中断し、9月、10月には連続利下げを実施しました。インドネシアでは、昨年限りの緊急措置とされた中銀の国債直接引き受けが8月に延長されました。このような緩和継続で中央銀行の信任が失われた場合、資金逃避が加速する可能性があります。

昨年は多くの新興國中銀が国債買い入れ等の緩和策を実施し、政府支出拡大の受け皿となりました。その結果、多くの国でGDP比10%前後の大幅な債務増加が見られます(右下図)。財政悪化が進む中、通貨安等のショックへの対処は一層難しくなると考えられます。早期利上げによる景気悪化や、不適切な金融緩和により金融システムが不安定化するリスクには引き続き注意が必要です。

<新興国の政策金利と通貨、FRB金融政策>



新興国利上げ/利下げ比率：新興国債券指数構成国のうち、利上げ中の国の比率から利下げ中の国の比率を引いたもの。
 グラフ期間：2007年初～2021年10月。米国FF金利、FRB総資産の予測値は2021年10月～2023年末
 【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

<新興国 コロナ前からの政府債務増加幅>



グラフ：2019年4Qと2021年2Qの比較、利上げ/利下げは10月15日までの状態。
 トルコは2020年に利上げしたが足元は利下げに転じた。

【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

5. 主要マーケットの見通し

リート市場

低金利環境が市場を下支え 業種間の優劣は拡大傾向に

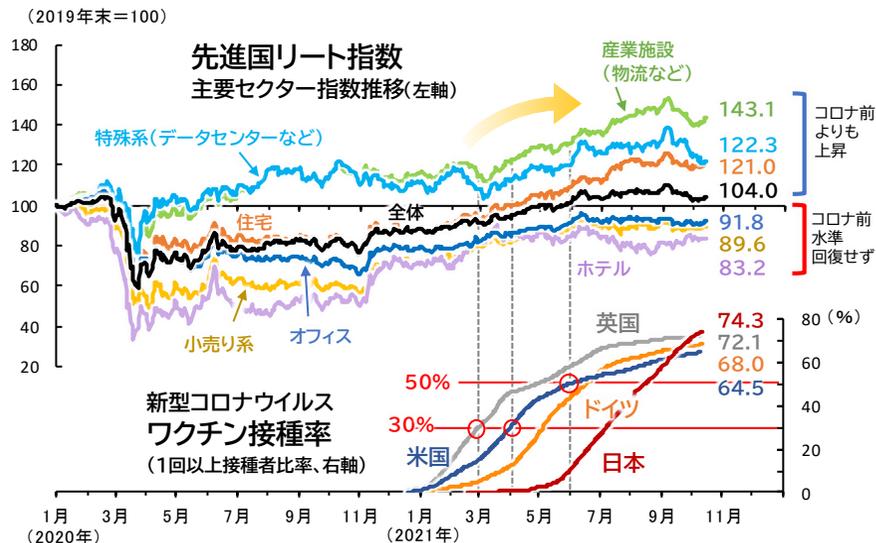
世界のリート指数は9月以降、長期金利の上昇を受け上値の重い展開となっています。ただ、リートと10年国債の利回り差は9月末時点で日本で3.5%、米国では1.5%水準を維持しており、インカム収入を重視する投資資金がリート市場を下支えすると考えられます。

今後予想される経済正常化の動きは一様ではなく、地域・業種間でパフォーマンスのバラツキは引き続き大きくなると予想されます。先進国リートは指数全体では既にコロナ前のピークを上回り、最高値を更新しています。ここまでは、物流、データセンター、住宅がけん引役となる一方、コロナ禍の影響を受け易い小売り、ホテル、オフィス系がコロナ前の水準を下回り、2極化傾向が見られます（右上図）。経済の正常化に伴い、今後は出遅れているセクターの巻き返しが期待されます。

国内リートは依然、コロナ前のピークを下回っています。45%程度のウエイトを占めるオフィスリートがコロナ前の高値から2割程度低い水準にとどまり、指数全体の伸び悩みにつながっています。先行きについても、新規オフィスの供給増による需給悪化・賃料収益の低下が懸念されることから（右下図）、当面は国内リートが海外リートに劣後する状態が続くと予想します。



＜先進国リート指数(日本含む)とワクチン接種率＞



グラフ期間：2020年1月1日～2021年10月13日

【出所】ブルームバーグ、Our world In Data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 国内オフィス供給量とオフィス賃料＞



グラフ期間：1986年～2025年。2021年～2025年は森ビル見通し。

【出所】森ビル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								
	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
	83.3	91.7	83.3	58.3	25.0	33.3	75.0	87.5	83.3	70.8	50.0	33.3	27.3
①  ISM製造業・新規受注指数	60.9	66.9	65.7	67.5	61.1	64.8	68.0	64.3	67.0	66.0	64.9	66.7	66.7
②  NFIB(中小企業景況感)・ 景気楽観度指数	104.0	104.0	101.4	95.9	95.0	95.8	98.2	99.8	99.6	102.5	99.7	100.1	99.1
③  ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	75.6	79.2	70.5	74.6	74.0	70.7	79.7	82.7	78.8	83.5	79.0	65.1	68.1
④  非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	68,646	69,626	70,563	71,619	72,386	72,150	73,318	75,315	75,742	76,530	76,736	77,206	
⑤  新規失業保険申請件数 (千人)	840	790	741	814	862	805	724	579	426	394	394	352	341
⑥  NAHB住宅市場指数	83.0	85.0	90.0	86.0	83.0	84.0	82.0	83.0	83.0	81.0	80.0	75.0	76.0
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	71.2	37.7	37.7	37.7	5.5	5.5	5.5	▲15.1	▲15.1	▲15.1	▲32.4	▲32.4	▲32.4
⑧  独Ifo景況感指数 産業・商業 (期待指数)	100.5	98.3	97.1	99.2	96.2	99.8	103.7	102.9	103.8	103.7	101.9	99.9	98.8
⑨  中国 財新Markit 製造業PMI	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0
⑩  中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3
⑪  日本 中小企業売上 見通しDI	▲21.2	▲15.2	▲9.9	▲14.3	▲16.6	▲18.4	▲3.8	8.8	7.5	8.4	5.9	6.0	▲8.2
⑫  日本 実質輸出指数	104.8	108.2	111.3	111.0	113.4	109.8	113.3	116.0	115.6	116.5	118.1	113.7	106.3

〔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10月26日時点)

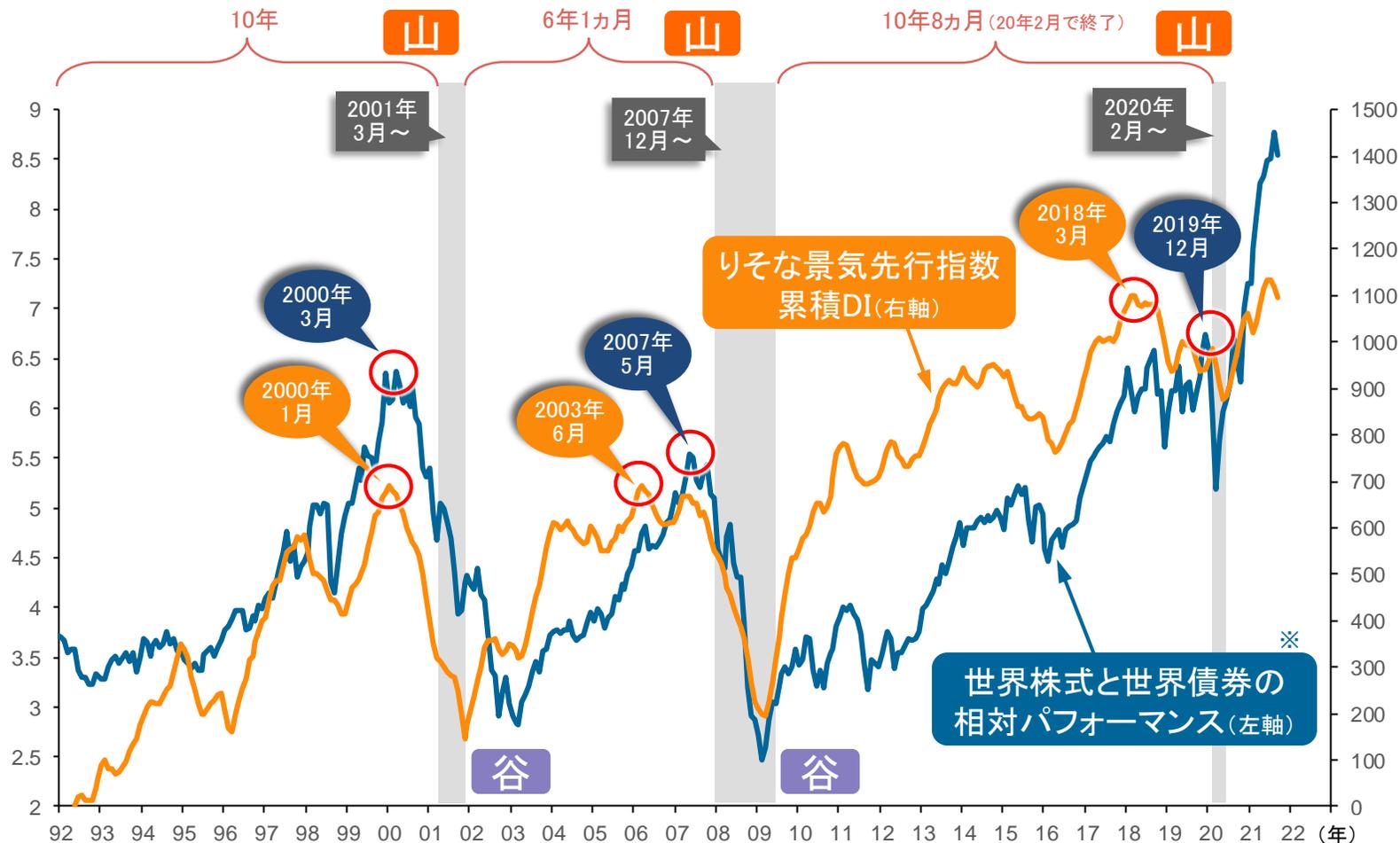
<計算方法>

例えば、2021年3月のISM製造業・新規受注指数の数値は68.0でした。3カ月前の2020年12月の数値67.5と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2021年3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

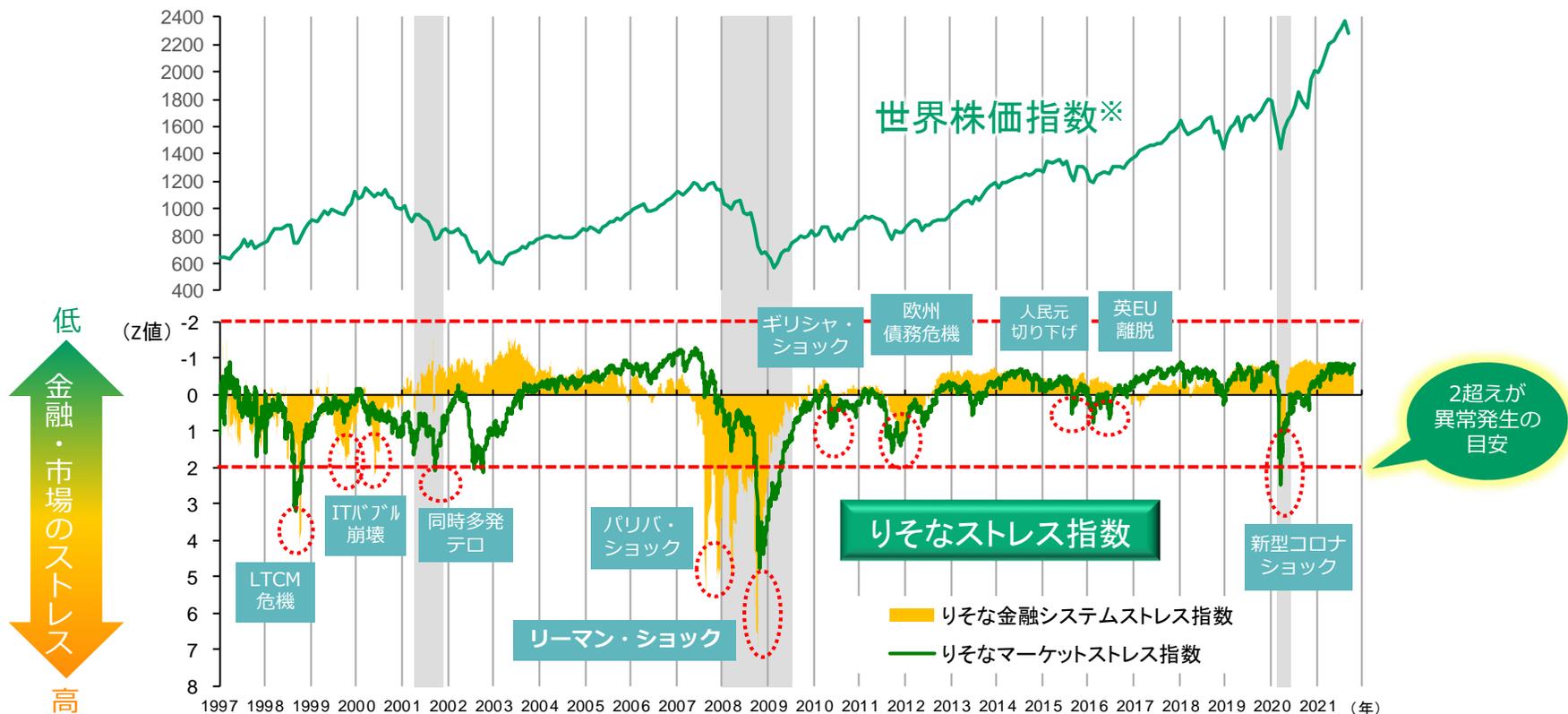
グラフ期間：1992年1月～2021年9月（りそな景気先行指数は1992年5月～2021年9月）

【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**超えが異常発生の目安としています。



グラフ期間：1997年1月1日～2021年10月26日（世界株価指数は2021年9月まで） ※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

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

<当資料使用に際してのご注意事項>

- 当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。
- 当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。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り、当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。