

Winter
2022

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

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

FRBが最も警戒しているのは早期退職者の増加ではないでしょうか。コロナ禍直前の2020年以降、米国では非労働力人口が約430万人増加しました。その75%が55歳以上のシニア層で、潤沢な金融資産保有者がかなりの比率を占めているようです。パウエル議長も12月FOMC後の記者会見でそれを認めています。現在60歳の方が30歳の時からS&P500指数に毎月500ドルずつ積み立て投資をしていたとすると今では120万ドル（約1.3億円）くらいの評価額になります。株式+投資信託が家計金融資産の5割超を占める米国ではそういう人が相当数存在し、コロナ禍を機に早期退職の路を選んだとすれば想像に難くありません。シニア層にとどまっているうちはまだ良いとして、働き盛りのプライム層（25歳—55歳）にまで早期退職が広まった場合、労働需給の逼迫が常態化しインフレ圧力が高まり易くなります。労働参加率を高め潜在成長率の引き上げを目指してきたFRBにとっては意図とは正反対の帰結です。ミレニウム世代を中心に広まるFIRE(≒経済的自立による早期退職)ブームも、引き締めの前倒しを決断させた要因の一つかもしれません。今回は「With コロナ & With FRB引き締め」の2022年投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2021年11月～2022年1月のふりかえり
2. 2022年の投資環境見通し【サマリー】
3. 2022年の投資環境見通し【マクロ・金融環境】
4. 注目トピック：米国株式一極集中 今年のテーマは“分散”
5. 主要マーケットの見通し
6. リそなの独自指標



1. 2021年11月~2022年1月のふりかえり



FRBの変節で ボラティリティが急上昇

パウエル議長が「インフレ上昇は一過性」を事実上撤回したのは11月30日の議会証言、「2022年利上げ3回」への上方修正は12月15日のFOMCでした。そこまでは比較的冷静に受け止めていた市場が動揺し始めたのは1月5日に発表されたFOMC議事要旨で「資産圧縮の早期開始」が示唆された辺りです。FRBが政策スタンスを次々に変えたことが市場を不安にさせたとの解説が聞かれます。しかし、市場が反応しないことがFRBを一段とタカ派的にしたとも言えるでしょう。

■ **債券市場**：FF先物市場が織り込む2022年の利上げ回数は、昨年10月末の2.4回から足元では4回に上昇しました。米10年国債利回りは一時2年ぶりに1.8%台後半まで上昇、ドイツ10年国債利回りは2019年5月以来はじめてプラス圏に浮上しました。

■ **株式市場**：先進国株価指数（MSCI-World）は1月4日に最高値を更新したあと下げ基調に転じました。

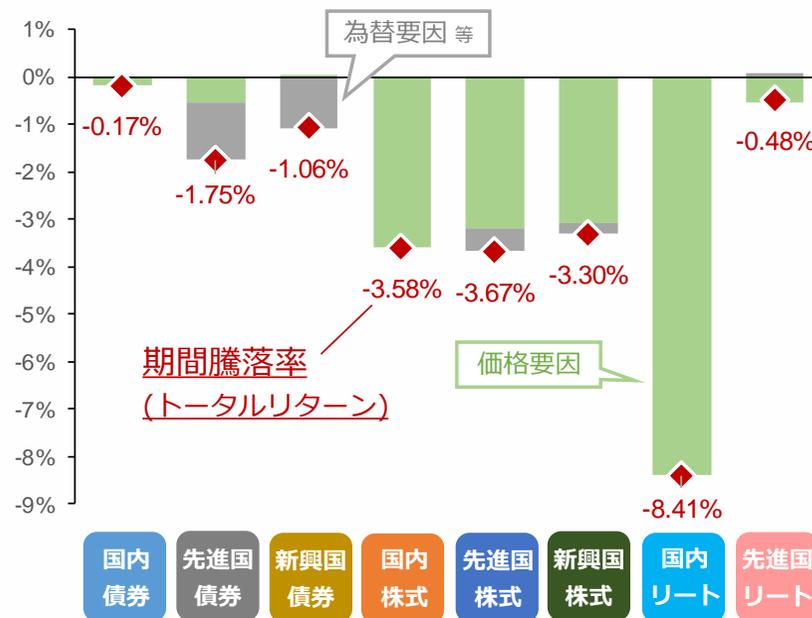
■ **リート**：米国が75%近い割合を占める先進国リート指数は年明け以降、金利上昇を受けマイナスに転じています。

■ **新興国市場**：中国が金融緩和策を相次いで打ち出し、同国が3分の1以上占める株式は昨年末から持ち直しの動きとなりました。

■ **為替**：リスクオフにより安全通貨の円とドルが買われました。

< 前四半期 主要マーケットの騰落率 >

(2021年10月25日~2022年1月21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. 2022年の投資環境見通し【サマリー】

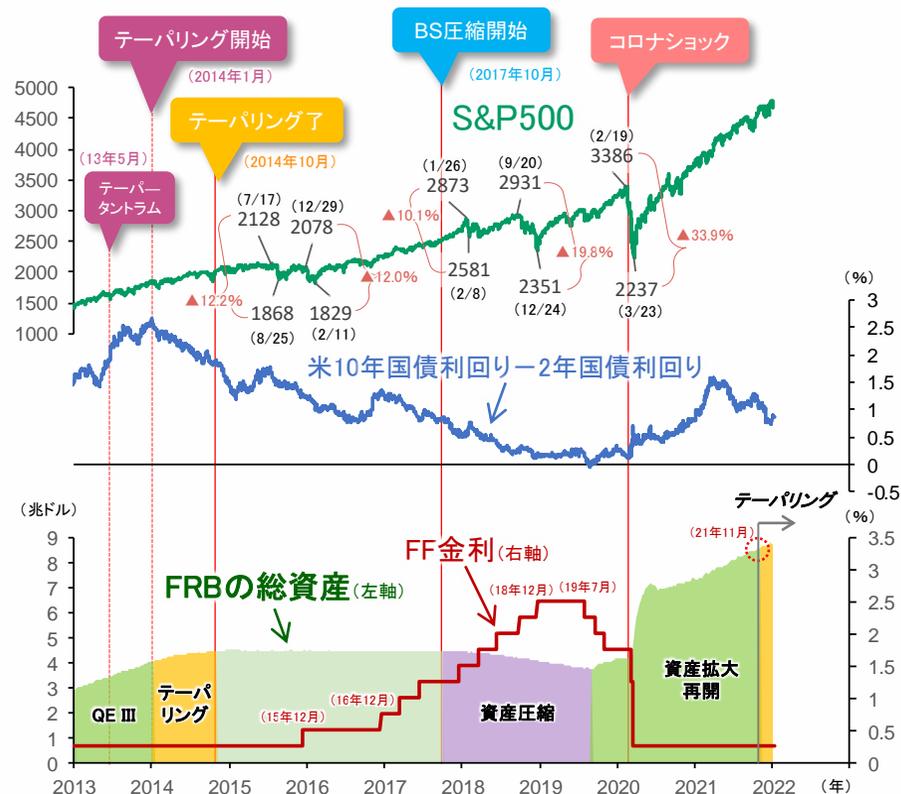
ウイズ・コロナ/ウイズ・FRB引き締め



前回の引き締め局面では2014年10月にテーパリングを終了し2017年10月から資産圧縮を開始しました。今回、FRBは3月にテーパリングを終了し、年後半には資産圧縮を始める構えです。前回3年かけた正常化プロセスを今回は半年程度に短縮しようとしています。マーケットが戦々恐々とするのは理解できます。ただ、FRBは独善的に正常化を進めるわけではないでしょう。景気動向は勿論のこと、マーケットの反応にも注意を払いながら正常化を進めるはず。幸い、米国では政策当局とマーケットの間でチェック&バランスが効く傾向があります。FRBのオーバーシュート（過剰引締め）に対しマーケットは警告を発し、FRBもその警告に耳を傾けます。“長短金利の逆転”は最も信頼性できる警告の一つです。FRBがその警告を承知の上で引き締めを続行するのは、景気を犠牲にしてもインフレ抑制を優先せざるを得ない場合に限りです。株式市場の調整も警告の一つです。株価の調整が一定の水準を越えると景気後退リスクの高まりを示すシグナルとみなされます。主要株価指数が直前高値から▲10%を超えると分水嶺とみなされてきました。今回もそれが通用するのか、市場はパウエル・プットの水準（≠どこまで下げればFRBのタカ派姿勢が軟化するか）を探ろうとしています。

前回のFRB正常化局面（2014年初～2019年央）では、S&P500指数が10%以上下落する場面が4回ありました。高速正常化がスタートした2022年は、同じような規模の調整が度々起こる可能性があります。シートベルトを確り締めてそれを乗り切る準備が必要です。

< FRBの金融政策正常化とマーケットの反応 >



グラフ期間：2013年1月1日～2022年1月10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

2. 2022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



投資戦略 リスクの偏りを是正 「分散」と「質」を重視

資産配分：2022年は「分散」と「（投資先資産の）質」が安定運用を続けるための鍵となります。

株式とリートについては、地域分散、業種分散を徹底したいと思います。米国株式は昨年まで3年連続でMSCI世界先進国株価指数をアウトパフォームしました。この結果、同指数に占める米国市場の時価総額ウエイトは7割近くに達しました。更に、その米国株の上昇は一握りの銘柄に依存しています。S&P500指数の一昨年来の上昇率45%(1月6日時点)のうち、アップル、アマゾンなど僅か7銘柄が20%押し上げており、寄与度は4割を超えます。米国株式、それを牽引する大型成長株が最も有望な投資先であることは疑い有りません。しかし、投資資金が過度に集中し、余分なプレミアムが上乗せされている可能性には留意が必要です。先進国リートでも米国市場への偏重が顕著です。

もう一つのキーワードは「質」です。金融政策の正常化が進む中、期待されるリターンの裏付けがしっかりしている資産とそうでない資産の峻別が進むと予想されます。このような観点から、今後6ヵ月～1年の各資産の推奨ウエイトでは、特に以下の点を重視しました。

- 株式市場：米国市場への資金集中の是正
- リート：米国市場への資金集中の是正
- 新興国：ファンダメンタルズが脆弱な国の比重が高い
新興国債券は慎重スタンス継続

主要資産クラスの推奨ウエイト（今後6ヵ月～1年程度）

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		ややアンダーウエイト			
国内株式				ややオーバーウエイト	
先進国債券			中立		
先進国株式		ややアンダーウエイト			
新興国債券	アンダーウエイト				
新興国株式			中立		
国内 リート			中立		
先進国 リート		ややアンダーウエイト			

【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. 2022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

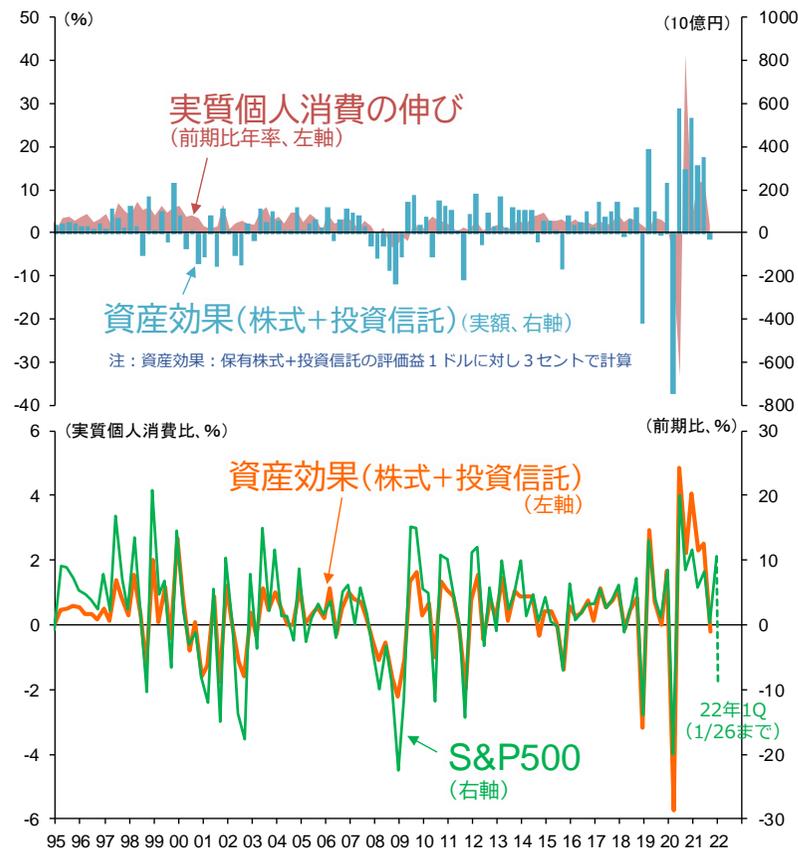


インフレ退治には 逆資産効果が効果的

FRBは「物価の安定」と「雇用最大化」の2大任務の達成を目指し、迅速、且つ、慎重に正常化を進めると予想します。「物価安定」のために「雇用最大化」を犠牲、つまり景気後退入りを覚悟せざるを得なくなることが過去にありました。80年代初めのボルガーFRB議長時代の高金利政策は正にその例です。しかし、現在FRBが「物価」か「雇用」かの究極の選択を迫られる可能性は低いと考えられます。供給制約の解消がインフレ圧力低下につながるとの見通しに加え、株価が足踏みするだけで「資産効果」の反動⇨「逆資産効果」が大きく出現すると予想するためです。

米国家計部門の株式と投資信託からもたらされる評価益は2020年4-6月期～最新データの2021年7-9月期まで累計16.7兆ドル（≒1800兆円）に上ります。1ドルの評価益に対し3セントの資産効果が生まれると仮定すると、個人消費の2-5%の規模となります（右上図）。コロナ後の個人消費の力強い回復の背景にはこの資産効果が相当大きく寄与したとみられます。今年に入りS&P500指数は前期比1割近いマイナス圏でスタートしました。財政支援効果の剥落、金利上昇により住宅価格上昇による資産効果も期待できない中で、株価の調整が続いた場合、FRBは個人消費の下振れリスクに配慮する必要が出てくると予想します。

<米国株と米国家計部門の資産効果>



グラフ期間：1995年1月～2021年9月（S&P500は2022年1月26日まで）

【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. 2022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

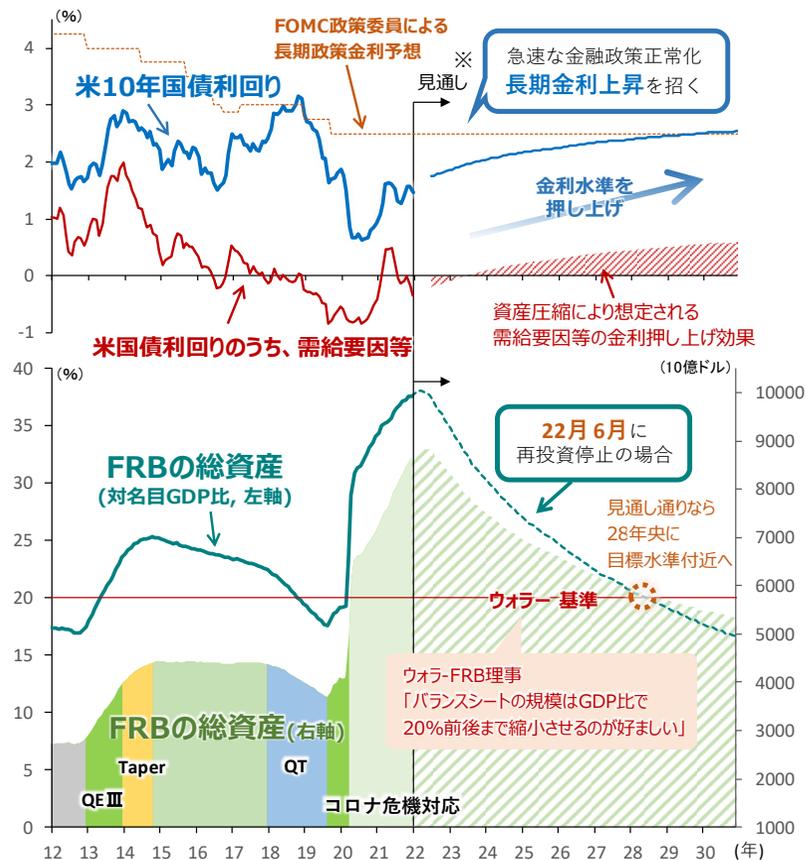


資産圧縮 (QT) による金利押し上げ効果

パウエルFRB議長が1月議会証言でバランスシートの縮小は22年中に可能となる公算が大きいと発言し、年後半の資産圧縮開始はもはや市場の標準シナリオとなっています。昨年12月には、ウォラーFRB理事が早期にバランスシートを対名目GDP比で20%前後まで引き下げるべきと指摘しました。仮に22年6月から保有債券の自然償還に沿って資産圧縮を進める場合、6年後の28年央に20%水準に到達する計算となります。

市場の関心はこの資産圧縮による金利押し上げ効果です。FRBの分析を前提とした当社試算ではGDP比20%の最終ゴールまで資産圧縮を進めた場合、政策金利とは別に70bp程度の金利押し上げ要因になると推計されます。今年初めの金利急上昇場面（10年国債利回りで約20bp）ではこの資産圧縮の織り込みが一定程度進んだと見られます。ただ、実際の資産圧縮開始時期・ペース等はこの先のFOMCの決定を待つ必要があります。NY連銀のダドリー総裁（当時）は、「資産圧縮はペンキの乾きを見るのと同様、市場の関心をひかないことが望ましい」旨を述べました。金利急上昇につながらないように、然し、出来るだけ早く資産圧縮を進めたい、がFRBの本音と考えられます。その為には、前回のような「自動操縦」的な進め方ではなく、経済・市場動向に応じた「手動操縦」的な調整を余儀なくされる蓋然性は高いと考えられます。

<FRBのバランスシート>



※当社見通し：前提
 上段：FRB公表の「The Effect of Federal Reserve's Securities Holdings On Longer-term Interest Rates」を参考に推計
 下段：名目GDP成長を+3.8%と仮定、FRB保有債券(1月15日時点)を自然償還した場合

グラフ期間：2012年1月1日～2030年12月31日

【出所】 Haver Analytics, FRB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 米国株式一極集中 今年のテーマは“分散”

Topic 米国株式一極集中

グローバル投資資金は「集中」から「分散」へ

昨年は米国市場への資金集中が加速しました。米国株は年間で27%上昇しMSCI世界株価指数を3年連続でアウトパフォームしました。同指数の時価総額ウェイトはおよそ7割に達し、まさに米国一人勝ちの様相です。

米国株の中でも大型成長株への資金集中が進みました。日米の主要株価指数に占める時価総額上位5銘柄のウェイトを見ると、米国は現在24%と、ITバブル期の18%を大きく上回っています。このような極端な資金集中が起こるのは、古今東西、きまって「マクロ環境」、「投資テーマ」、「需給」の3つの条件が揃う時です。

「マクロ環境」では、米国景気の相対的な強さが挙げられます。米国のGDPは、昨年4-6月期にコロナ前の水準を回復した一方、日本や欧州ではコロナ禍で回復が後ズレしました。米国景気の相対的な強さと金融緩和による低金利の組み合わせは、成長株とディフェンシブセクターの比重が高い米国株市場の魅力を高めました。

「投資テーマ」については、“コロナ禍”が挙げられます。“デジタル化 (DX) ”、“巣籠り消費”に強いIT企業を多数擁する米国に資金が集中しました。一部の市場・銘柄の上昇モメンタムが強まると、同市場・銘柄を持たざるリスクが高まり、さらに資金が流入します。買いが買いを呼び、これが「需給」要因となります。



<先進国株式 国別ウェイトと日米株の上位5社比率>



* ユーロ圏：主要地域（フランス、ドイツ、オランダ、スペイン）の合計。
 ※※ S&P500、TOPIX（東証1部）全体に対する、時価総額が大きい5銘柄の時価総額合計の比率。
 グラフ期間：1995年1月～2021年12月。時価総額上位5銘柄は2021年12月末時点。
 【出所】 フ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 米国株式一極集中 今年のテーマは“分散”

Topic 米国株式一極集中

FRB金融正常化で潮目変化 一極集中の是正進む

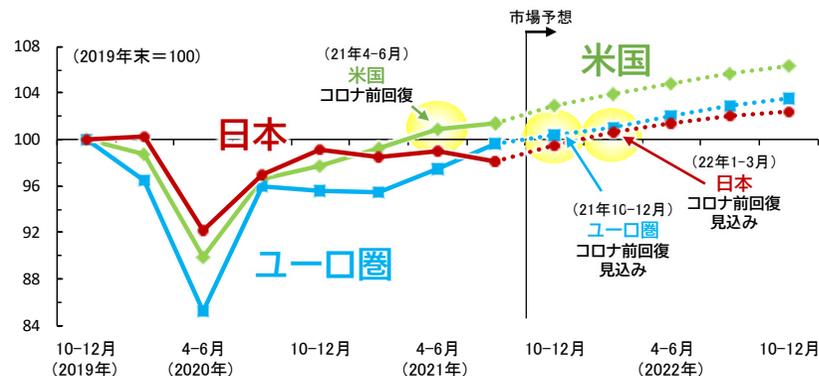
「一極集中」反転のきっかけは、これも古今東西、金融政策です。足元の成長株の調整は、昨年後半のFRBの政策正常化の示唆から始まり、FRBが年内利上げと資産圧縮に言及した年初以降に本格化しました。この動きからは、政策正常化に伴うボラティリティの高まりに備え、投資家がリスクの見直しに動き始めていることが見て取れます。

「マクロ環境」と「投資テーマ」に関しても、今後は巻き戻しが想定されます。昨年は米国の相対的な景気の強さが際立ちましたが、今年は出遅れていた日本・欧州等の回復が本格化し、米国では回復モメンタムの一巡が予想されます。また、“コロナ禍”をテーマに成長株が集中的に物色されてきましたが、治療薬の利用開始が見込まれる等、コロナが“エンデミック”に向かっていく中、今後は“ポストコロナ”が主要なテーマになっていく可能性があります。象徴的な例は米ZOOMでしょう。同社株は2020年の主要国の都市封鎖実施後に急騰しましたが、新型コロナワクチン開発進展のニュースが相次いだ2020年10月にピークをつけ、足元までに7割強下落しています。

金融政策を中心に、投資環境の変化が見込まれる2022年は、市場のトレンドが転換する節目となると考えます。これまでの「集中」を見直し、「分散」を徹底することが重要と考えます。

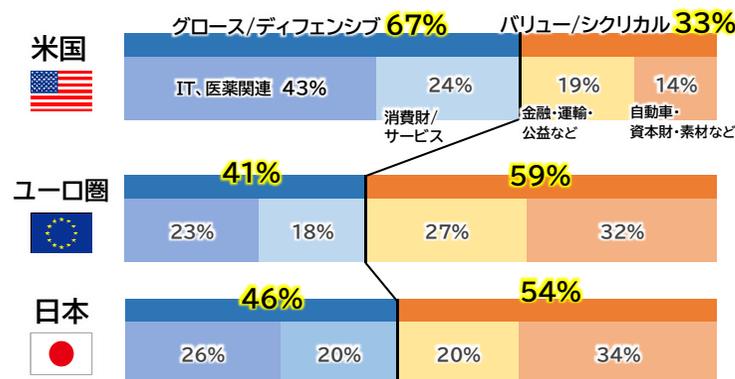


<日米欧 実質GDP推移と見通し>



※ 市場予想：ブルームバーグ予想中央値。 グラフ期間：2019年10-12月～2022年10-12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

<日米欧 株式市場のグロス/バリューストック業種比率>



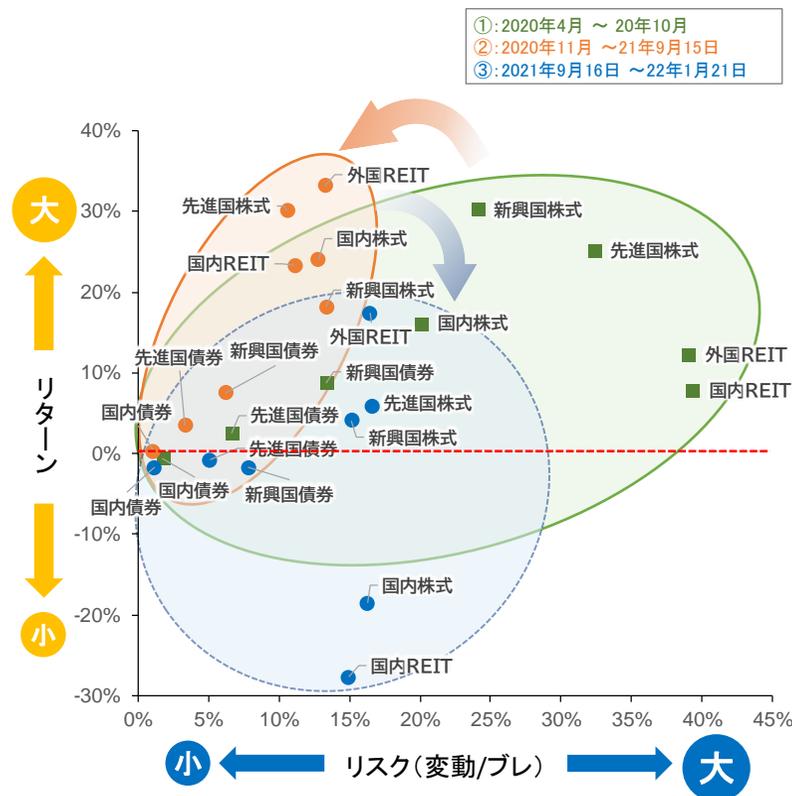
※ S&P500、STOXX600、TOPIXの産業セクター分類別時価総額比率をもとに算出。2022年1月13日時点。
【出所】 ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

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	ややアンダーウエイト	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（イールドカーブコントロール）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は3万円台回復へ
先進国債券	中立	FRBは3月利上げ開始、年後半に資産圧縮開始が基本シナリオ。ECBの利上げ開始は23年以降に
先進国株式	ややアンダーウエイト	これまでの一極集中の是正に時間を要するが、中期景気サイクルの拡大続き上昇トレンドは崩れず
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の通貨安・金融引き締め・景気悪化の悪循環が続くリスクに注意
新興国株式	中立	時価総額で約3分の1強を占める中国が秋の共産党大会を前に緩和姿勢を明確にしている点はプラス
国内リート	中立	オフィス市況の先行き不確実性が残るものの、出遅れ感が強いことから先進国リートに対して比重高めに
先進国リート	ややアンダーウエイト	米国株式同様、これまでの資金集中の是正に時間。長期金利上昇がリスク要因

<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

海外投資家による 米金利上昇抑制の構図残る

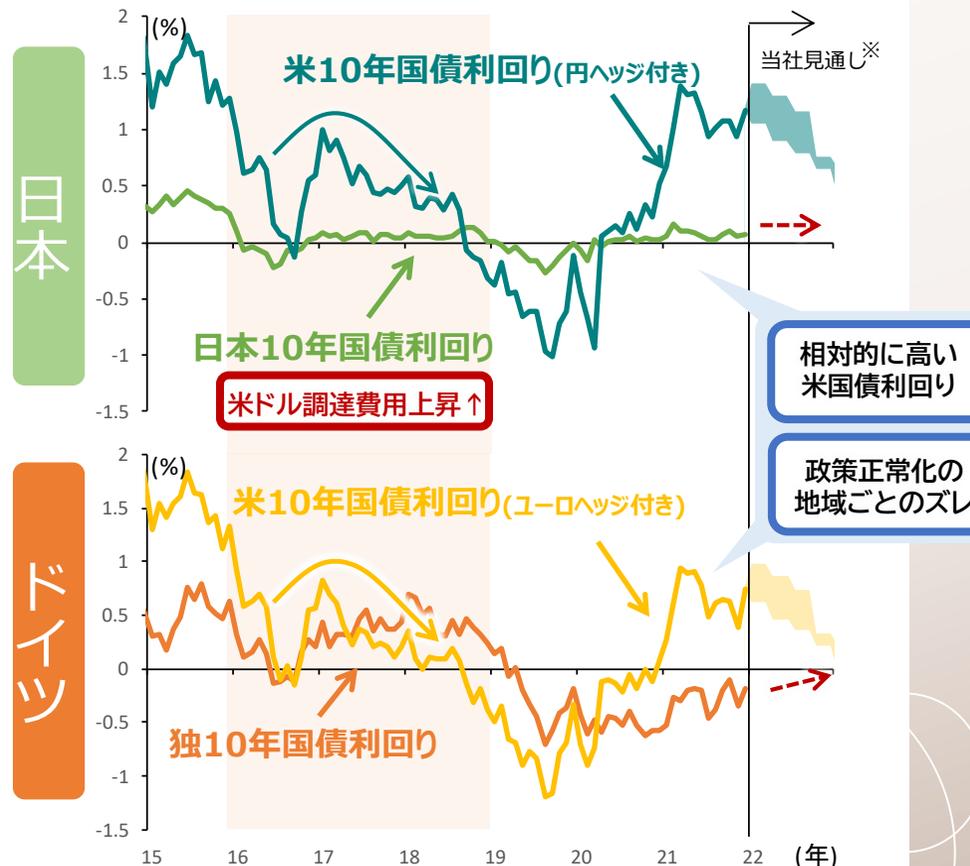
パウエルFRB議長は12月FOMC後の会見で、米国金利の上昇抑制要因のひとつとして「海外投資家の米国債需要」を挙げました。前回の政策正常化局面を見ると、FRBがテーパリングを始めた14年1Qから資産圧縮を継続した19年2Qまでの期間で海外投資家は米財務省証券を累積3.3兆ドル(約350兆円)買い越し、国債需給を下支えしています。

日・欧に比べて米国債は相対的に「高いインカム」を持つ安全資産です。この先はFRBによる利上げに応じた米ドル調達費用(主に日・欧と米国の短期金利差で決定)の増加により、為替ヘッジをかけたインカム収益の低下が予想されます。15年末～18年末の前回政策正常化局面における現地金利と米国債利回り(ヘッジ付き)の水準差は、欧州では力強い景気回復に伴う金利上昇により1年半程度で解消し、日本では3年程度を要しました。

現在、同水準差は日本は1.2%、欧州は1.0%と16年以降では高い水準差を維持しています。出口戦略の目処が立たない日・欧の金利上昇余地は限定的と考えられます。そのような中では、欧州・日本勢の旺盛な米国債需要は継続しやすく、米金利上昇ペースを緩やかなものに抑えることが予想されます。



<米国債利回り(ヘッジ付き)の魅力度>



■ : 米国利上げ時期

※ 見通し前提: NY連銀プライマリーディーラー調査における10年国債利回り予想の上下限値をもとに、FRBが2022年に政策金利の引き上げを4回実施した場合のレンジ
 グラフ期間: 2015年1月1日～2022年12月31日
 【出所】 ブルームバーグ、NY連銀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

日本株の出遅れ挽回 (キャッチアップ) に期待

2022年は株価上昇のドライバーが緩和的金融環境から景気/企業収益の拡大にシフトすると予想され、世界景気に敏感とみなされる日本株の出番と言えます。

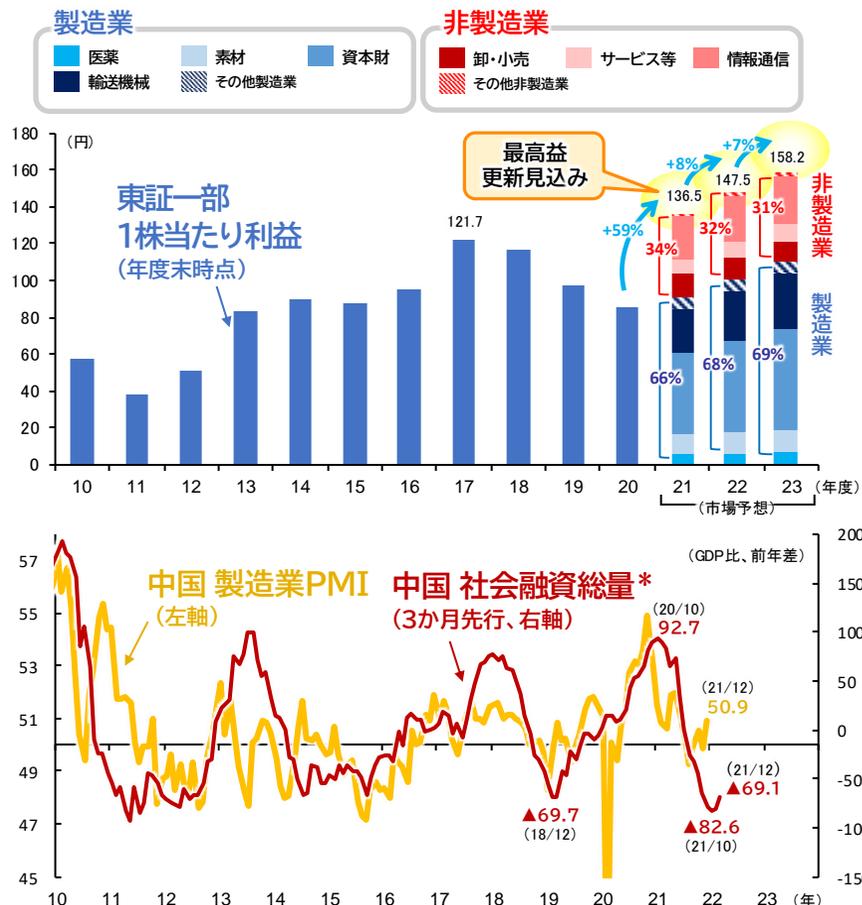
日本株が世界景気に敏感と言われる理由は、日本株市場の業種別ウエイトを見れば一目瞭然です。資本財と一般消費財を合わせると50%近くあり、他市場に比べて極端に高いことが特徴です。資本財は主に機械、一般消費財は自動車を中心です。東証1部全体の業種別の一株利益でも、資本財と一般消費財がおよそ6割を占めます。この2セクターを牽引役に2021年度中には4年ぶりに最高益を更新し、22年度・23年度も連続増益が予想されています。

日本株にとって前向きな材料としては、中国景気の底入れシグナルが挙げられます。中国製造業PMIに3カ月程度先行する信用指標(社会融資総量)が10月を底に2カ月連続で改善しています。1年物プライムレートを2カ月連続利下げするなど中国政府が緩和姿勢を強めていることが指標面にも表れ始めたと言えます。

今の処、中国景気の底入れの恩恵を受ける市場としてグローバル投資家の関心は香港やシンガポールなど周辺国に限られていますが、やがて日本にも物色の矛先が向かってくることが期待されます。その際は、機械、自動車株が先導役になると予想します。



<日本株 1株当たり利益と中国景気指標>



*社会融資総量(月次変化の過去12カ月移動合計)の名目GDP比、前年差。

グラフ期間：上段：2010年度～2023年度。下段：2010年初～2021年末(月次)。

【出所】 Haver analytics、Refinitiv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通貨安要因に注意継続

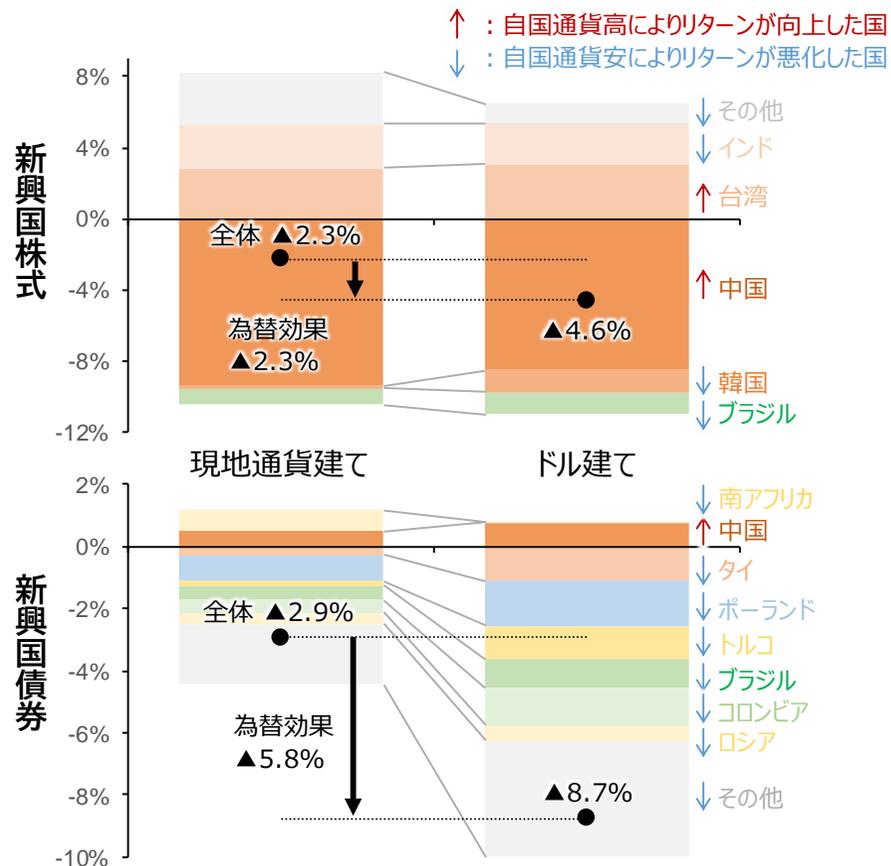
新興国投資については為替要因がパフォーマンスを大きく左右します。

2021年の新興国市場のパフォーマンスは、現地通貨建てでは株式が▲2.3%、債券が▲2.9%と大きく変わりません。しかし、ドル建てで見ると、株式▲4.6%、債券▲8.7%と差が広がります。株式ベンチマークは中国、台湾、韓国の東アジア3国の時価総額ウェイトが全体の3分の2近くを占めるのに対し、債券はトルコ、ブラジルなどの経済ファンダメンタルズが脆弱な国の比重が高く、そうした国の通貨安がパフォーマンス悪化に繋がっています。

米国を中心に先進国の金融政策正常化が進む中、2022年も昨年と同様の傾向が続くと予想されます。新興国の政府債務残高は2021年末時点でGDP比64%(2019年末比+10%ポイント)まで増大しています。新興国はグローバル金融環境のタイト化による資金調達コストの上昇、資本流出に対して一段と脆弱化が進んでいます。とりわけ慢性的な経常赤字国については、通貨安→インフレ上昇→利上げ→景気悪化→資金流出→通貨安の負のスパイラルに陥るリスクには注意が必要です。

新興国債券投資については慎重スタンスを継続します。

<2021年の新興国株式・債券におけるリターンの国別寄与度>



※使用インデックスについてはP2参照。

【出所】 MSCI、JP Morgan、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

リート市場

リートでも米国一極集中 リスクの偏りに注意

昨年は国内リート指数が年後半に失速する一方、先進国リート指数は年間+51.3%（円建て）と主要8資産中トップの上昇となり、国内外で明暗が分かれました。

昨年の先進国リートの上昇の9割弱は米国リートの上昇によるものです。2022年も先進国リーートの値動きは、指数の8割近くを占める米国リート次第となります。

先進国リート指数に含まれる米国リーートのうち、6割近くがS&P500にも組み入れられています。その多くがデータセンターや産業施設（主に物流）に特化するなど、コロナ禍でも安定した収益が期待できる銘柄です（右下図）。昨年の米株市場は、ハイテク関連業種などに資金が集中しましたが、米国リートも同様の属性を持つ銘柄が多いため、米テクノロジー株と同様に選好されたものと見られます。

今年に入り米テクノロジー株と同様に米国リーートの下落が目立ち、これまでの一極集中の反動がでているものと見られます。また、リートは金利上昇の悪影響を受けやすい点にも留意が必要です。

他方、国内リートは米国に対し割高感が高まっておらず、金利上昇への懸念も抑制されています。今年はリスク分散の観点から、先進国リートに対し、国内リートを選好すべきと考えます。



<日本・先進国リート指数とS&P500の推移>

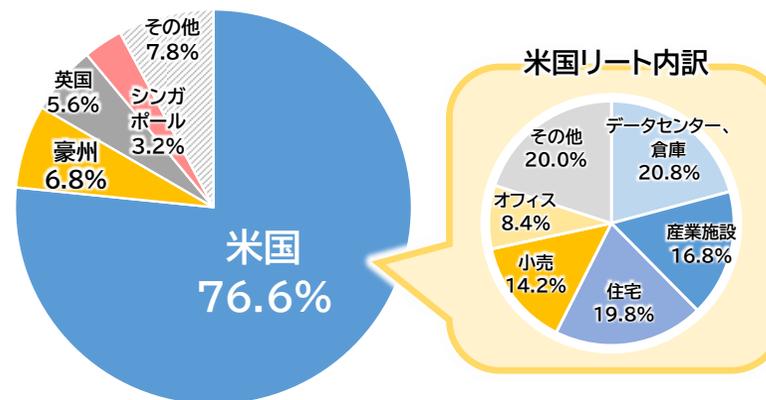


指数：S&P先進国リート指数（ドル建て配当込み、日本除く）、S&P米国リート指数（ドル建て配当込み）、東証リート指数（円建て、配当込み）S&P500（ドル建て）。

グラフ期間：2021年1月1日～2022年1月21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

<先進国リート指数(日本除く)国別ウェイト>



指数：S&P先進国リート指数（日本除く）、S&P米国リート指数。 グラフ：2021年12月末時点。

【出所】S&Pダウ・ジョーンズ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											
		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
		83.3	58.3	25.0	33.3	75.0	87.5	83.3	66.7	50.0	33.3	33.3	37.5	50.0	60.0
①	ISM製造業・新規受注指数	65.7	67.5	61.1	64.8	68.0	64.3	67.0	66.0	64.9	66.7	66.7	59.8	61.5	60.4
②	NFIB(中小企業景況感)・ 景気楽観度指数	101.4	95.9	95.0	95.8	98.2	99.8	99.6	102.5	99.7	100.1	99.1	98.2	98.4	98.9
③	ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	70.5	74.6	74.0	70.7	79.7	82.7	78.8	83.5	79.0	65.1	68.1	67.9	63.5	68.3
④	非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	70,563	71,619	72,386	72,150	73,318	75,315	75,742	76,530	76,736	77,102	78,190	78,819	78,802	
⑤	新規失業保険申請件数 (千人)	741	814	862	805	724	579	426	394	394	352	341	287	235	202
⑥	NAHB住宅市場指数	90.0	86.0	83.0	84.0	82.0	83.0	83.0	81.0	80.0	75.0	76.0	80.0	83.0	84.0
⑦	シェア・ローン・オフサイアー・サーベイ・ 商工ローン貸出態度	37.7	37.7	5.5	5.5	5.5	▲15.1	▲15.1	▲15.1	▲32.4	▲32.4	▲32.4	▲18.2	▲18.2	▲18.2
⑧	独Ifo景況感指数 産業・商業 (期待指数)	97.1	99.3	96.4	100.0	103.8	102.9	103.4	103.3	101.9	100.1	98.9	97.4	97.0	96.3
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9
⑩	中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0
⑪	日本 中小企業売上 見通しDI	▲9.9	▲14.3	▲16.6	▲18.4	▲3.8	8.8	7.5	8.4	5.9	6.0	▲8.2	▲7.3	▲2.4	8.4
⑫	日本 実質輸出指数	111.3	111.0	113.4	109.8	113.3	116.0	115.6	116.5	118.0	113.7	106.2	105.7	115.5	

〔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。

(2022年1月18日時点)

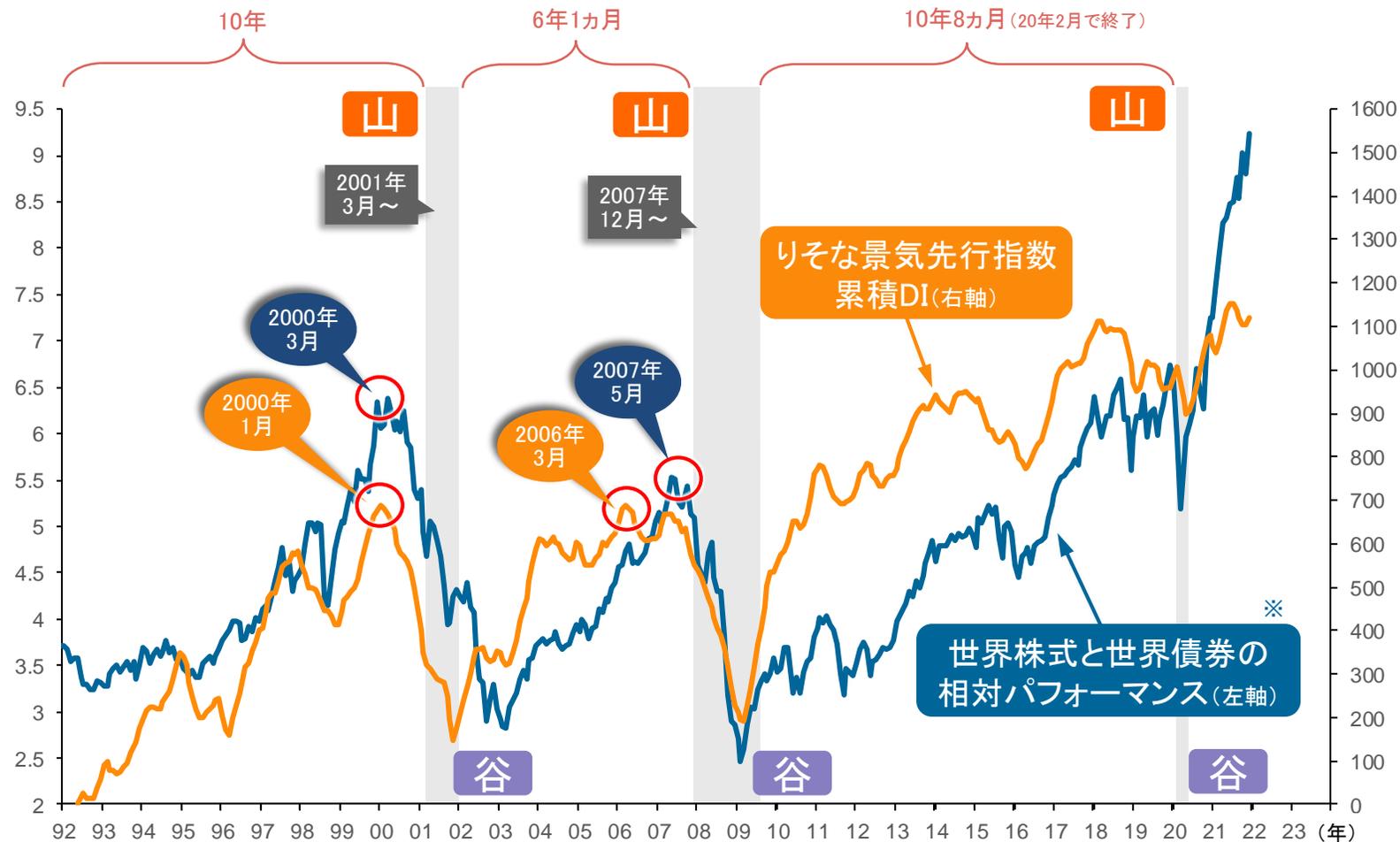
<計算方法>

例えば、2021年5月のISM製造業・新規受注指数の数値は67.0でした。3ヶ月前の2021年2月の数値64.8と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2021年5月は12指標のうち10指標が「改善」を示していますので、 $10 \div 12 \times 100 = 83.3$ 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

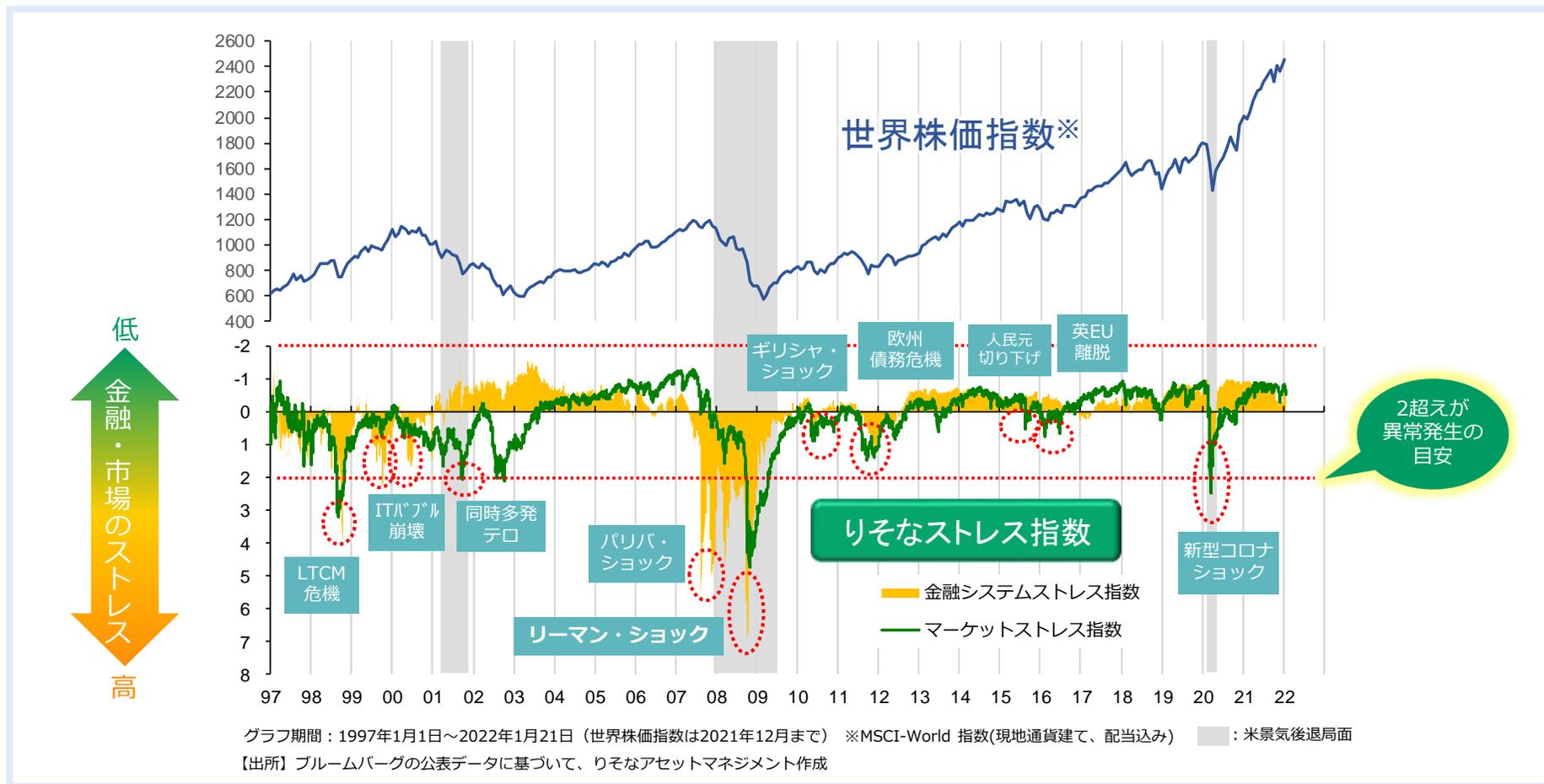
グラフ期間：1992年1月～2021年12月（リそな景気先行指数は1992年5月～2021年12月）

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



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

<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。