

Resona Investment Outlook

Spring
2022

～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

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幹部の議会証言やスピーチの内容が投資家心理に刺さることがあります。4月5日のブレイナード副議長（候補）の講演もその一例かもしれません。講演では2人の元FRB議長の言葉が引用されています。ポール・ボルカー氏の「歯止めが掛からないインフレは経済成長、引いては雇用にとって最大のリスク」、アーサー・バーンズ氏の「インフレで一番苦しむのは低所得者層であることは殆ど疑いない」です。ハト派の代表格とされるブレイナード氏と1970年代から1980年代初頭の高インフレ時代を闘った歴代FRB議長。ミスマッチのようであり、社会的に弱い立場の人々を守る、というゴールは同じだと聞き手は認識させられます。講演の後半では、「インフレ抑制が最重要（パラマウント）」と明言し、委員会は急ピッチで資産圧縮を行うと言い切ります。当日、米10年国債利回りは15bp上昇、2年国債利回りを上回り長短金利が再逆転します。FRBは一体どこまで引き締めを続けるのか、マーケットはこの時点から本気で恐れ始めたように思います。FRBはソフトランディングに成功するか？今回は2022年度前半の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2022年2月～2022年4月のふりかえり
2. 2022年度前半の投資環境見通し【サマリー】
3. 2022年度前半の投資環境見通し【投資戦略・マクロ環境・金融環境】
4. 注目トピック：FRBの正常化
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2022年2月~2022年4月のふりかえり

歴史的スピードの金利上昇 と円安進行で明暗

先進国債券（日本除く、現地通貨建て）の1-3月期パフォーマンスは1984年末のベンチマーク算出以来最大の下落率となりました。4月に入り金利上昇は一段と加速し、内外金利差拡大を背景に急ピッチで円安が進行しています。海外資産はおしなべて為替要因が大きくプラス寄与となりました。

■ **債券市場**：FRB/ECBの正常化の織り込みが急速に進みました。FRBの年内利上げ回数は1月末時点の4回から足元では10回超に変化、ECBについては年末までにゼロ金利解除が見込まれています。米10年国債利回りは2018年末以来の2.9%台まで上昇、ドイツ10年国債利回りは2015年央以来の1%台回復が視野に入っています。

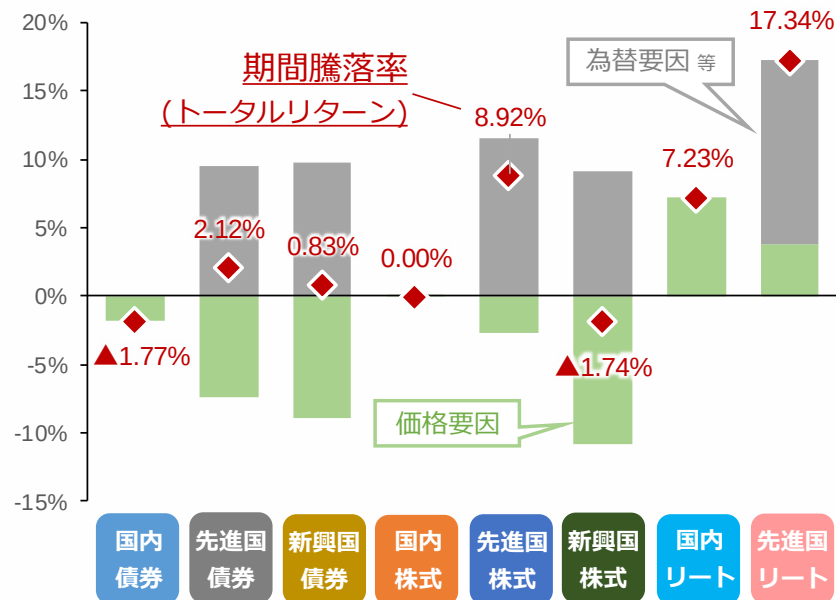
■ **株式市場**：先進国株価指数（MSCI-World）は1月4日に付けた最高値から一時14%下落し、調整地合いが続きました。

■ **リート**：金利上昇の逆風を受けましたが、過去3カ月は「耐インフレ資産」としての評価がそれを上回りました。

■ **新興国市場**：資源国市場が堅調推移しましたが、約3割の比重を占める中国がゼロ・コロナ政策への警戒で全体を押し下げました。

■ **為替**：世界的に金融引き締めが進む中、日銀が緩和姿勢を堅持し、円が主要通貨に対して全面安となりました。

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 > (2022年1月22日~2022年4月22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年度前半の投資環境見通し【サマリー】

“ミッション・インポッシブル”に挑む政策当局



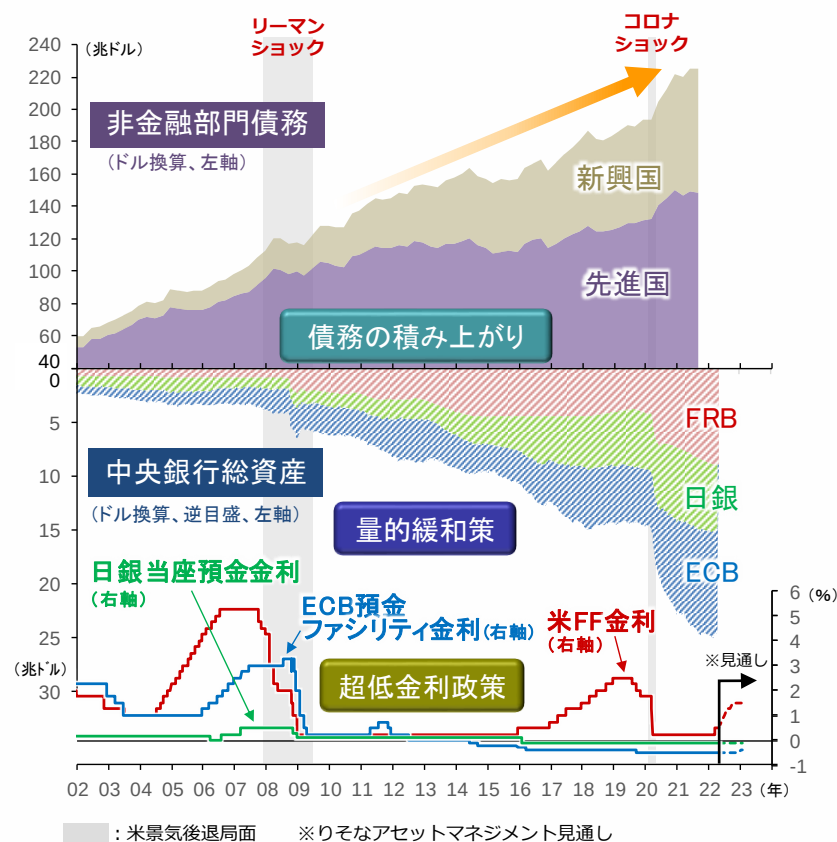
IMF(国際通貨基金)の政策提言は様々な形で米国など主要国の政策に反映されているように思われます。

2020年10月に世界経済見通しを発表した際、IMFは包摂的な成長を実現するまで財政と金融の一体的政策支援を続けるよう各国政策当局者に呼びかけました。米国では2021年に入ってもFRBが毎月1200億ドルの資産買い入れを継続、3月には1.9兆ドル規模の米国救済計画法を成立させるなど、IMFの提言通り、金融・財政の一体的支援を続けました。背景には、所得格差拡大による中間層の不満が2016年の英国のEU離脱、トランプ大統領誕生をもたらしたとの認識が共有されていたのではないのでしょうか。IMFと各国政策当局者は、コロナ危機を利用して、所得格差の是正につなげようとの意図があったように思われます。結果的には、この時の“包摂的な成長を実現させるまで”との不退転の決意が、過剰な政策支援とインフレ対応で後手に回ることにつながったようです。

2022年春のIMFの政策提言は、インフレ抑制と景気回復の両立を目指せ、です。同時に、低所得国や社会的に弱い立場の人々への支援継続、コロナ退治、気候問題への取り組み、金融危機の負の遺産である過剰債務問題への波及回避、などの必要性が強調されています。

米国映画に出てくるIMF(インポッシブル・ミッション・フォース)はエージェントに危険で難しい任務を与えますが、今回のIMFの提言も極めて難易度が高い要求です。パウエルFRB議長をはじめ各国政策当局者には、映画の主人公イーサン・ハント並みの緻密さと先を読む力が求められます。

＜日米欧の金融政策と世界の債務残高＞



グラフ期間：2002年1月1日～2022年4月21日（非金融部門債務は2022年9月末まで）

【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

3. 2022年度前半の投資環境見通し【投資戦略】

りそなのマーケットビュー



引き締め一巡に不可欠な株価調整と位置づけ

資産配分：先進国株式を「ややアンダーウエイト」とします。2022年度の市場見通しでは、年度前半のFRBの積極的な引き締めの効果により米景気・インフレの過熱感が解消に向かい、早ければ年度央にはFRBの引き締めが一巡するソフトランディングをメインシナリオに置いています。その実現には、米国株の調整がある程度進むことが前提条件になると考えます。S&P500指数の下値目処としては、1月初に付けた最高値から2割調整の3800ポイント前後が目安となります。リスクシナリオは、株価調整が進まず、FRBの利上げが中立金利（2.375%前後）を明確に上回る展開です。その場合は米国景気の後退（ハードランディング）の可能性が高まります。**先進国債券**については、米10年国債利回りが3%を越える可能性があります。その場合は早晚景気後退リスクの織り込みが始まることが予想されるため持続性は乏しいと判断し、「中立」から「ややオーバーウエイト」に引き上げます。**国内債券**は日銀の政策変更の実現性を考慮して「ややアンダーウエイト」を継続します。

（その他変更点）

- 国内株式：リスク抑制の観点より「ややオーバーウエイト」→「中立」
- 新興国債券：資源国の引き締め一巡見通しから「アンダーウエイト」→「ややアンダーウエイト」

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					
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. 2022年度前半の投資環境見通し【マクロ環境】

りそなのマーケットビュー



利上げ一巡の条件 ① 労働需給の緩和

FRBの利上げが一巡するには、前提として①労働需給の緩和、②インフレ指標の落ち着きが必要と考えられます。

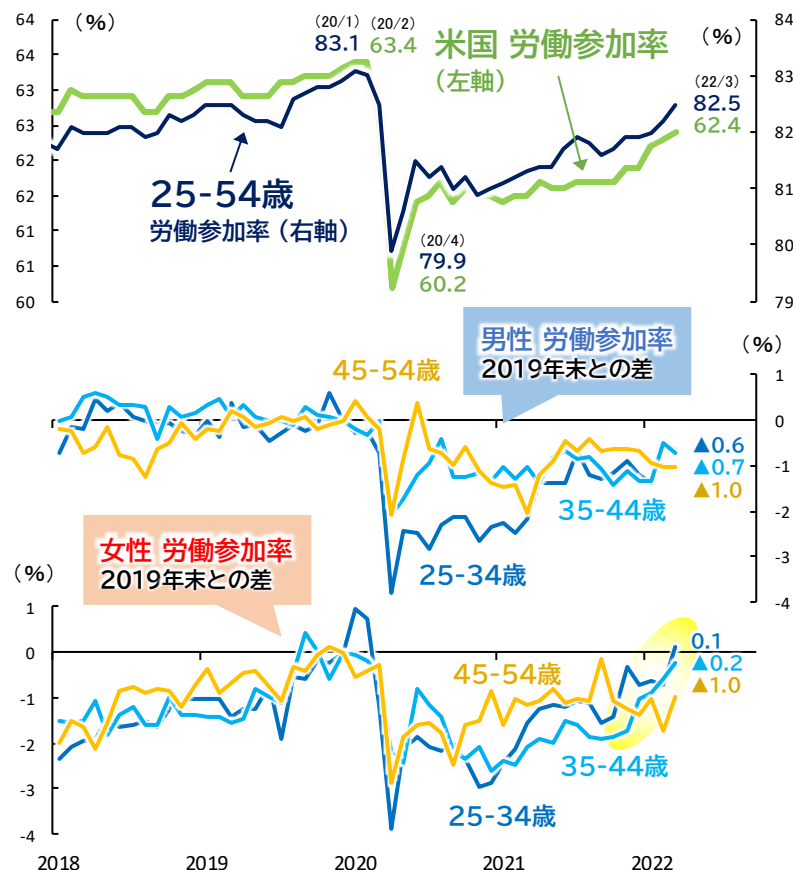
米国では1969年以来はじめて新規失業保険申請件数が9週連続で20万人を下回りました。労働需給の逼迫が続き、「賃金・物価のスパイラル的上昇」が懸念されています。

ただ、このところ労働参加率の上昇がみられ、これは明るい兆候です。特に、25-54歳の働き盛り世代では3月時点で82.5%とコロナ前ピークの83.1%が視野に入ってきました（右図）。特に25-44歳の女性の改善が目立ちます。学校再開を受け、育児・介護のために離職していた働き手の労働市場への復帰が進んだ可能性があります。

他方、45-54歳の中高齢者層では男女とも目立った改善がみられません。パウエルFRB議長が指摘する通り、住宅等の保有資産の値上がりを受けて引退を早めた「早期リタイア層」がかなりの部分を占めている可能性があります。ただ、この「早期リタイア層」についても、株安等が進んだ場合は、資産効果の剥落が復帰を促す可能性があります。

労働供給の増加は賃金上昇圧力の緩和につながります。加えて、労働生産性向上も労働コスト抑制に働きます。企業の投資が続くかどうか、重要な焦点となるでしょう。

<米国 労働参加率>



グラフ期間：2018年初～2022年3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

3. 2022年度前半の投資環境見通し【金融環境】

りそなのマーケットビュー



利上げ一巡の条件 ②物価指標の伸び鈍化

この先の物価指標の動きを見極める為には、前年比の伸びだけではなく、前月比の動きを点検する必要があります。

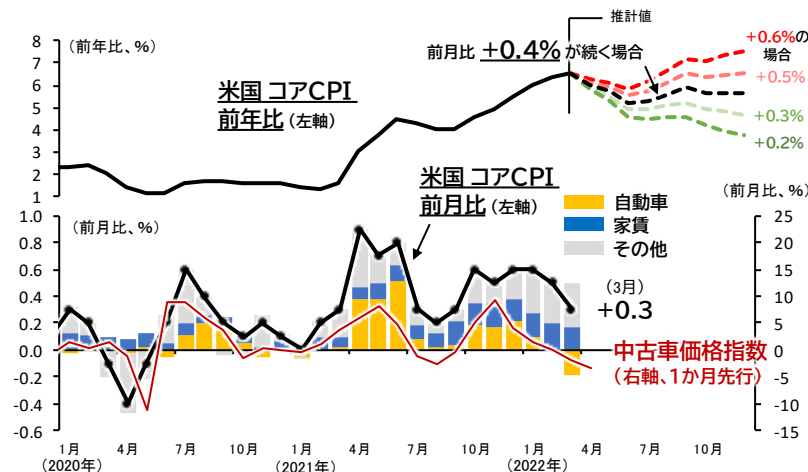
コアCPIを前月比でみると、上昇を主導してきた自動車価格のピークアウトが鮮明です（右上図）。コアCPIの4割近い比重を占める家賃は、住宅ローン金利上昇による住宅価格の下落が伸びを抑制すると考えられます（右下図）。

この先は人件費が反映され易いサービス価格の動向が焦点になると考えられます。経済活動の全面再開によりこれまでのモノ中心の消費から、サービス消費に需要がシフトすると予想されます。例えば、コロナ禍では室内運動器具の売り上げが急増しましたが、この先はスポーツジム通いを再開する人が増え、その際、スタッフ不足が問題となるかもしれません。仮に前ページで取り上げた労働需給逼迫が解消されなければ人件費の高騰、ジム会費の値上げ（サービス価格上昇）につながると予想されます。

ただ、サービス業全てで需要が増加するわけではありません。上述の通り住宅ローン金利上昇の影響を受ける不動産サービス業ではレイオフの動きが出始めています。

人件費高騰で人々のインフレ期待に火がついてしまうか、FRBの引き締め効果がそれを未然に防ぐか、時間との勝負と言えます。

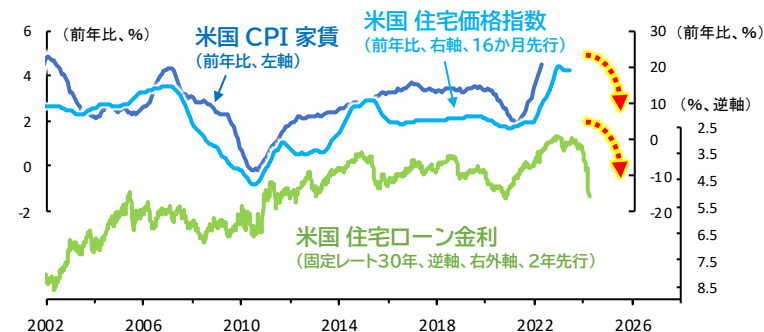
<米国 コアCPI（消費者物価指数）>



グラフ期間：2020年初～2022年3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

<米国 家賃と住宅価格、住宅ローン金利>



グラフ期間：CPI家賃は2002年初～2022年3月、住宅価格指数は2002年初～2022年1月
住宅ローン金利は2002年初～2022年4月末。

【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

4. 注目トピック FRBの正常化

Topic

FRBが目指す 「金融環境」の正常化

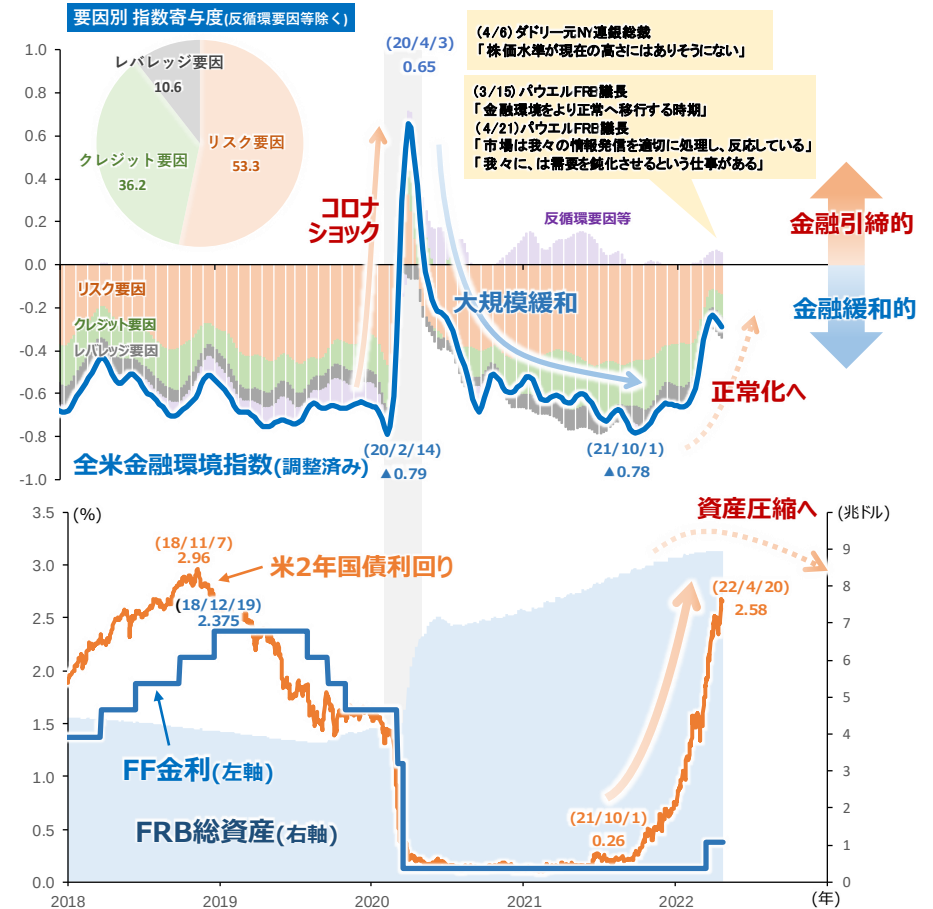
FRBはインフレ抑制のため、金融政策の正常化を迅速に進める構えです。18年12月以来となる利上げを決定した3月会合後の会見で、パウエルFRB議長は「政策正常化により金融環境（Financial Conditions）を正常な水準に移行させる時」と言明しました。

パウエル議長は特定の指標をターゲットにしているわけではないと述べましたが、FRBがとりわけ注視している指標は存在するかもしれません。

金融環境を示す指標としては、シカゴ連銀が公表する「全米金融環境指数」が広く知られています。同指標は105の構成項目から算出されます。指数全体では昨年末あたりから緩和度合いの縮小が確実に進んでいます（右上図）。内訳をみると、構成比率の約53%を占めるリスク要因（金融機関CP/国債利回り差や、2年/10年国債利回り差など）と36%を占めるクレジット要因（CDSやハイイールド債利回り差など）の縮小が寄与しています。

4月中旬にウィリアムズNY連銀総裁は「ここ数カ月で利回りと金融環境は劇的に動き、需給バランスの回帰に向けて進んでいる」と評価しました。

<全米金融環境指数とFRBの政策ツール>



グラフ期間：2018年1月1日～2022年4月15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

4. 注目トピック FRBの正常化

Topic

金融環境「正常化」実現へ レバレッジ指標に注目

他方、約10%のウェイトを占めるレバレッジ要因については、まだ正常化が進んでいません。同要因を構成する36の指標のうち17の指標は2019年末対比でも依然緩和的状态を示します。特に不動産/住宅/株価などの資産価格系列の指標は、過度に緩和的である可能性が示唆されています（右図）。

FRBが株価や不動産価格を政策のターゲットにしていると公表することはないとみられます。ただ、ウィリアムズNY連銀総裁は「経済から“フロス”を取り除く必要がある」と言及（4月14日）。ダドリー元NY連銀総裁は「FRBの引締め終了までに株式市場の調整が必要」と政策と株価の関連を指摘しました（4月6日）。

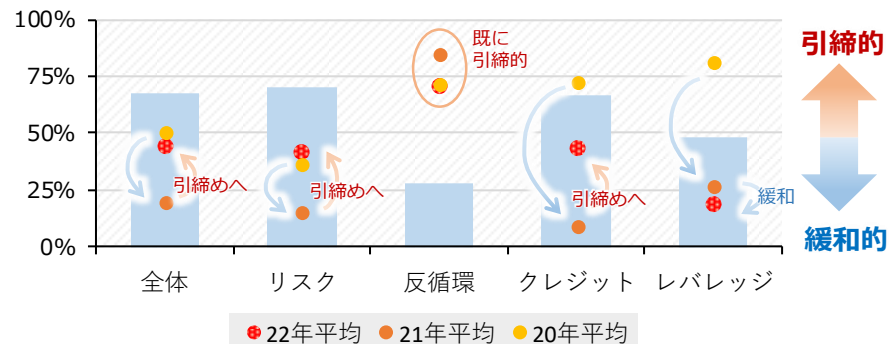
株価、住宅価格は資産効果を通じて消費を押し上げると考えられています。従い、これらに関連する金融環境の正常化は実体経済・インフレ動向へ直接的に影響を及ぼします。

株式、住宅価格などの資産価格の調整がある程度進むまでは、FRBが引き締めの手綱を緩める可能性は低いと考えられます。

<シカゴ連銀 全米金融環境指数の要因分解>

【各要因 百分位点】 2022年：レバレッジ要因はさらに緩和方向へ

※指数算出開始来(1971年1月以降)のデータセットを順序尺度において、0%~100%に換算
※水色の範囲は過去平均を下回る(緩和的な)水準 ※2022年は4月15日までのデータ



● レバレッジ構成指標のうち、相対的に緩和的な指標	指数寄与度
S&P 500 指数(金融株)/S&P 500 指数(対2年移動平均)	3.80
3カ月ユーロドル/10年-3カ月スワップ/2年国債/10年国債 先物未決済建玉	0.85
CME E-mini S&P 先物市場深度	0.73
米国社債新規発行(対12カ月移動平均)	0.41
クレジット・デリバティブ 純想定元本	0.24
コアロジック全米住宅価格指数	0.17
米国10年国債利回り	0.16
商業銀行合計未使用のC&Iローンコミットメント(対総資産)	0.13
ウィルシャー 5000 指数	0.11
保険会社総資産(対GDP比)	0.05
ブローカーディーラー総資産(対GDP比)	0.04
非金融民間部門負債残高(対GDP比)	0.03
FRB商業不動産価格指数	0.02
COMEX Gold/NYMEX WTI 先物市場深度	0.01

*構成指標のうち、過去4週移動平均値(4月15日時点)が19年対比で緩和的かつ、55%分位を下回る17の指標のうち代表的指標を掲載。太枠は不動産/住宅/株価の資産価格系列。

【出所】 ブルームバーグ、シカゴ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

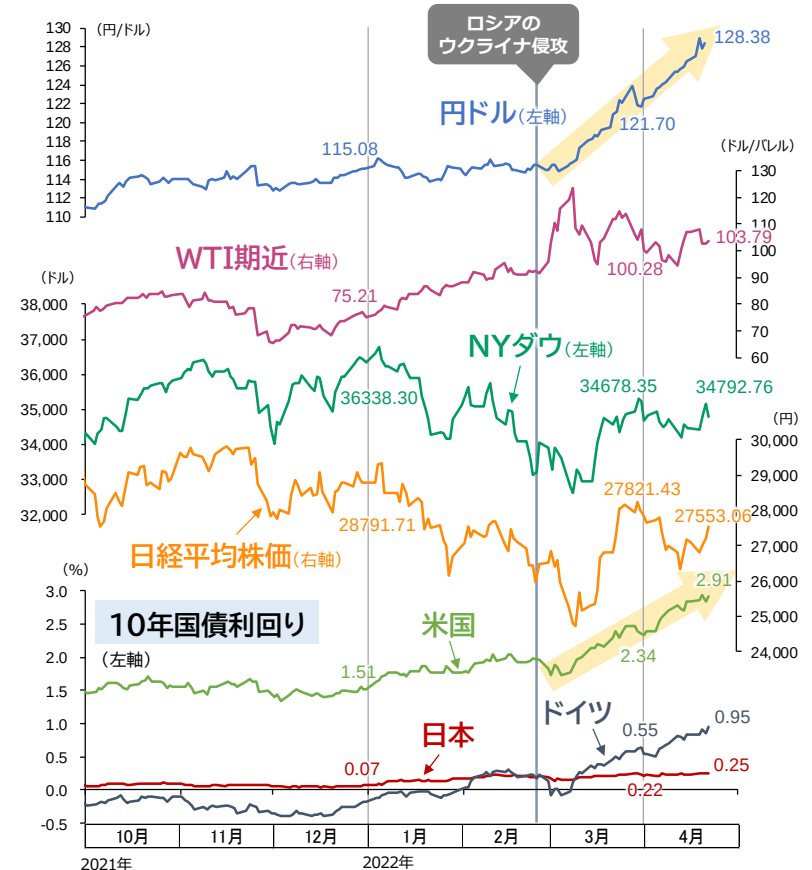
5. 主要マーケットの見通し

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	円安進行を受け金融緩和策の修正圧力が高まる。長期金利の変動許容枠拡大、ターゲットを10年から5年に短期化などYCC※見直し着手の可能性に留意
国内株式	中立	欧米株に比べた出遅れ感残る。短期景気サイクルの底入れで年度後半には日経平均株価3万円台回復へ
先進国債券	ややオーバーウエイト	年内10回超の利上げ見通しなどFRBの積極的引き締めは大方織り込み。ECBは年内利上げの可能性も、景気の脆弱で長期ゾーンの上昇余地は限定的
先進国株式	ややアンダーウエイト	FRBの積極的引き締めを受け米国株は株価バリュエーション・リスク選好の調整が進むと予想。中期景気循環の拡大続き、中期上昇トレンドは維持される見通し
新興国債券	ややアンダーウエイト	資源国が下支えも、ファンダメンタルズ脆弱国については通貨安・金融引き締め・景気悪化の悪循環に注意
新興国株式	中立	資源国が下支え、時価総額で約3割を占める中国が秋の共産党大会を前に景気重視の姿勢に転ずるかが焦点
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	耐インフレ資産として資金流入、長期金利上昇で「高利回り資産」の投資魅力が急速に低下

※YCC=イールドカーブ・コントロール

＜主要マーケットの推移＞



グラフ期間：2021年10月1日～2022年4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

5. 主要マーケットの見通し

債券市場

米金利水準を左右する FRBの「衝撃と畏怖」作戦

米国金利の上昇が止まりません。FOMCメンバーが公の場に出てくるとほぼ例外なくこれまで以上にタカ派的発言をします(右図)。市場はそれを受けて更なる引き締め加速を織り込みます。FF金利先物市場では5月、6月に続いて7月、9月も50bpの利上げを織り込み始めました。0.75%の大幅利上げを予想するエコノミストも増えています。そのうち100bpの利上げコールが出てくるかもしれません。

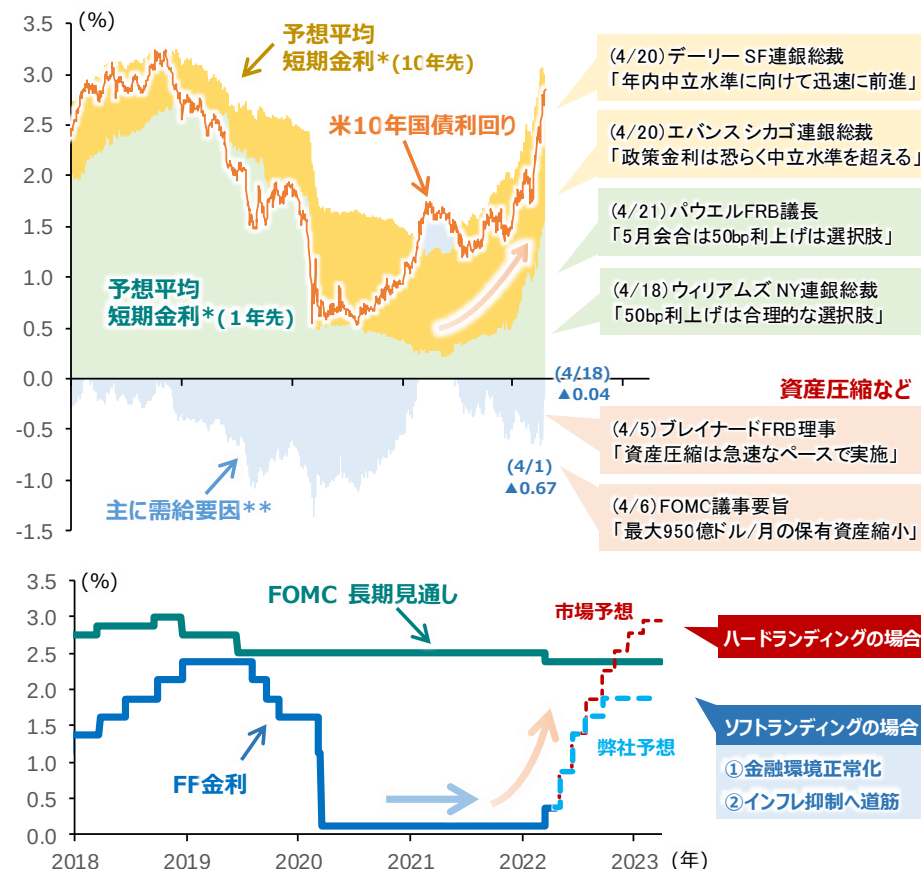
では、3月のFOMC以降、インフレ見通しは一段と悪化したのでしょうか？確かに、ロシア・ウクライナ情勢は先が見えず、原油など資源価格は高止まりしています。労働市場も引き続きタイトです。然し、前述の通り労働需給は緩和の兆しも見え始めています。3月コアCPIは前月比+0.3%と予想の+0.5%を下回りました。

FOMCメンバーのタカ派姿勢の背景にはFRBのコミュニケーション戦略があるように思われます。“適当なところで利上げをとめるだろう”、と高を括っている市場に対し、インフレ退治のためなら何でもやる、と認識させる「衝撃と畏怖(Shock and Awe)」作戦です。

4月に入り、米国株式市場もようやくその作戦に反応し始めたようです。とは言え、景気後退リスクを冒してまで本当に利上げを実施するか、或いは、中立水準手前で止めるつもりか。その見極めはFEDウォッチャーの腕の見せ所です。



<米10年国債利回りの要因分解>



* X年予想短期金利: X年国債利回り-X年タームプレミアム

**10年タームプレミアムを需給要因を示唆するものとして解釈

グラフ期間: 2018年1月1日~2023年3月31日 (実績値は2022年4月18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

株式市場

株価の本格反転見極には 短期景気サイクルに注目

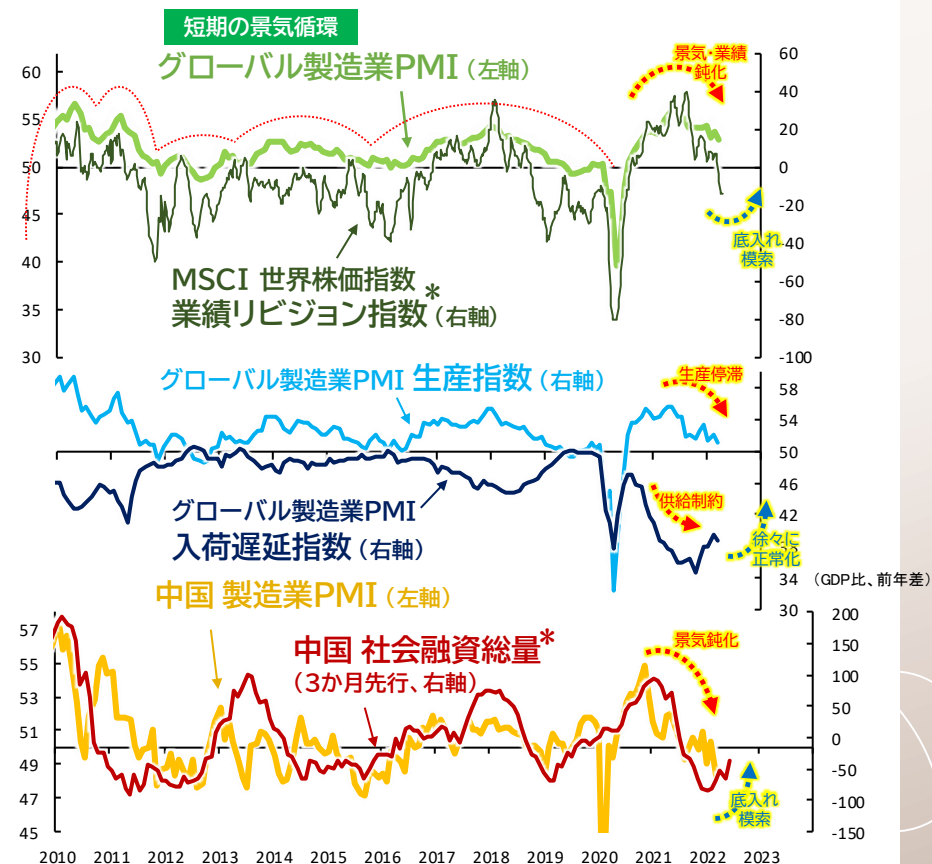
市場コンセンサスでは、世界企業の業績予想は2022年、2023年にかけて最高益を更新する見通しです。ただ、足元はグローバル製造業PMIが示す短期の景気循環が下降局面にあり、業種下方修正が上方修正を上回っています（右図）。世界株価が本格反転するためには、FRBの引き締め一巡に加えて、短期景気サイクルが底入れすることが要件になると考えます。

注目点は、①供給制約の解消と、②中国景気底入れです。①供給制約は、先行指標となる製造業PMI入荷遅延指数が昨年後半以降持ち直し傾向にあります。他方、足元では対露制裁による混乱や、中国の再ロックダウンが不確実性要因となります。②中国景気は、昨年半ば以降の相次ぐ金融緩和の効果で、社会融資総量（信用の伸び）が改善する等、底入れの動きが出ています。他方、中国政府の厳格なロックダウン等が重石となり、中国製造業PMIは足元分岐点の50割れとなっています。

現在の景気鈍化は、主に供給の停滞によるものであり、需要そのものが大きくダメージを受けた状態ではありません。①供給制約、②中国景気共に改善の兆しは見えており、年後半にかけては、世界景気および株式市場の底入れシグナルを模索する展開が予想されます。



<グローバル製造業PMIとリビジョン、供給制約、中国>



*業績リビジョン指数：（業績予想上方修正数－下方修正数）÷ 全予想数。

*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：2010年初～2022年4月末。

【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

存在感強まる資源国

商品市況の高騰を背景に新興国市場を再評価する動きが見られます。

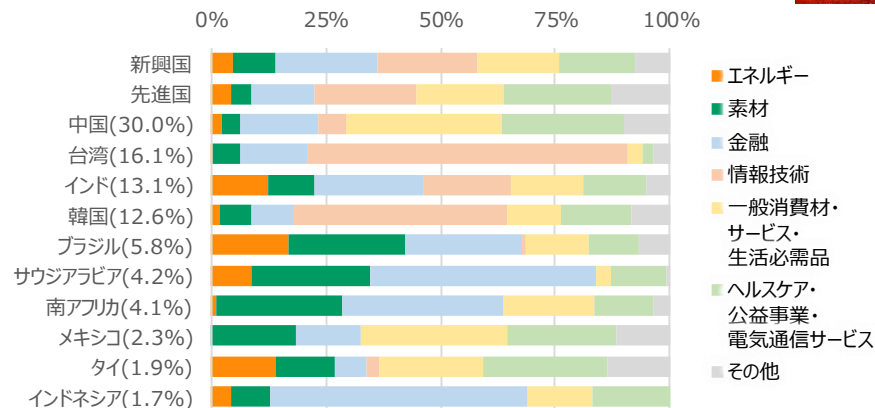
新興国株式指数に占めるエネルギーと素材セクターの時価総額ウエイトは14%程度で先進国株指数の約9%と大差は有りません。これは同2セクターの比重が低い中国、台湾、韓国の時価総額ウエイトが新興国株指数全体の約6割を占めるためです。時価総額上位10市場の中では、ブラジル（前述の同2セクターで計42.3%）、サウジアラビア（同34.5%）、南アフリカ（同28.7%）で比重が高く（右上図）、株価はいずれも年初来はプラス圏で堅調に推移しています（右下図）。

新興国債券市場の中では、ブラジル、南アフリカが現地通貨建て・ドル建てともに年初来プラスのパフォーマンスです。2か国とも2020年から利上げを進めてきており、足元では、引き締めの一巡感が台頭しています。

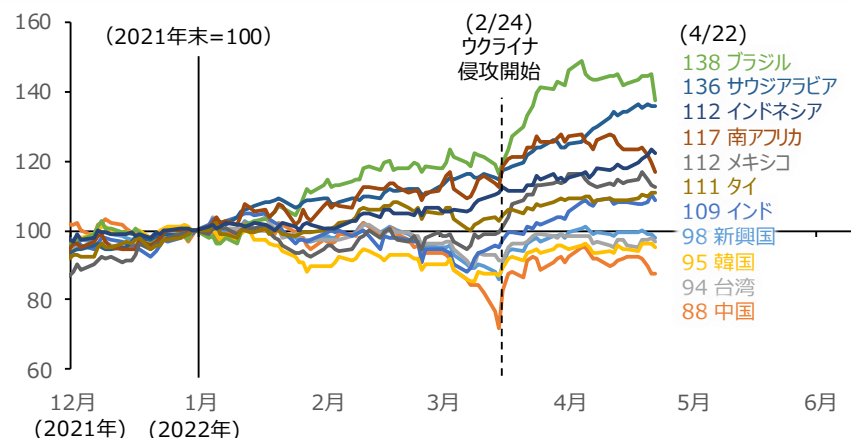
米国の利上げ局面で新興国市場は、通貨安→インフレ上昇→利上げ→景気悪化→資金流出→通貨安の負のスパイラルに陥るリスクが指摘されます。ただ、今回は予防的に早くから引き締めにした新興国が多く存在します。

引き続きファンダメンタルズの脆弱性には注意が必要ですが、ロシア・ウクライナ情勢の長期化が予想される中、資源国市場が新興国株式・債券市場のパフォーマンスの下支え役になると予想されます。

＜新興国株式の業種別比率（2022年3月末時点）＞



＜新興国株式の国別パフォーマンス（円建て）＞



※上段図の括弧内はMSCI Emerging Markets Indexにおける時価総額ウエイト
※新興国はMSCI Emerging Markets Index、先進国はMSCI World Indexを使用
グラフ期間：2021年12月1日～2022年4月22日。
【出所】MSCI、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

耐インフレ資産として注目 投資魅力低下には注意

リート市場は底堅い推移が続いています。相対的に高い利回りが投資魅力であるリートは金利上昇時には軟調になるとの見方が一般的ですが、足元は金利急上昇にもかかわらず底堅く推移しています。これはインフレ上昇の影響を受け難い資産クラスとして物色されているためと考えられます。

米・英などでは賃料が物価に連動するよう設定されていることが多く、インフレ局面でも実質賃料が目減りしにくい仕組みとなっています。過去3カ月のS&P500指数の業種別指数の騰落では、エネルギー（26.1%）、公共（11.2%）に次いで不動産は+7.6%のプラスパフォーマンスです。インフレヘッジ資産として選好されていることがうかがえます。

他方、先進国リート（日本除く）と米10年国債との利回り差は昨年末の1.3%から足元ではゼロ近辺にまで低下しています（右下図）。国内リートについては3%超の利回りがあり、日銀のYCCで長期金利が抑えられている点を差し引いても好利回り資産としての投資魅力は維持しています。先進国リート（日本除く）については、インフレヘッジ資産としての投資ニーズはあるとしても、高値を追うには限界点に近づいている可能性が高いと考えます。

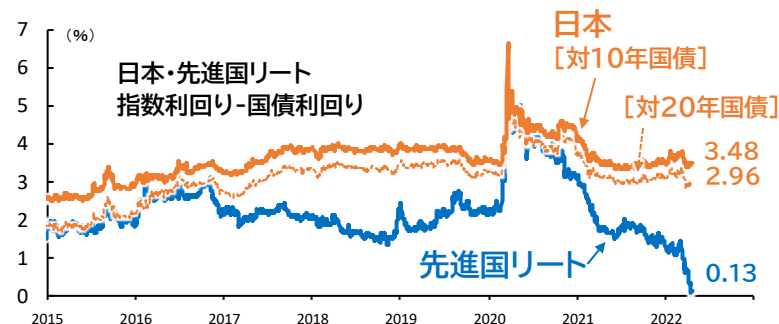


<リート/株相対パフォーマンス、米金利>



先進国リート：S&P先進国REIT指数（日本含む、ドル建て）、先進国株：MSCIワールド・インデックス（現地通貨建て）
グラフ期間：2007年初～2022年4月15日。消費者物価指数のみ月次、2007年初～2022年3月。

<日本・先進国リート 国債との利回り差>



日本は東証リート指数と日本10年/20年国債の利回り差。先進国はS&P先進国REIT指数（日本除く）と米10年国債の利回り差。 グラフ期間：2015年初～2022年4月20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

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		2021年										2022年			
		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
		66.7	79.2	75.0	66.7	50.0	33.3	25.0	37.5	50.0	66.7	58.3	58.3	27.3	25.0
①	 ISM製造業・新規受注指数	66.9	64.3	66.3	66.4	65.0	65.5	64.4	60.6	61.4	61.0	57.9	61.7	53.8	
②	 NFIB(中小企業景況感)・景気楽観度指数	98.2	99.8	99.6	102.5	99.7	100.1	99.1	98.2	98.4	98.9	97.1	95.7	93.2	
③	 ミシガン消費者センチメント・期待指数	79.7	82.7	78.8	83.5	79.0	65.1	68.1	67.9	63.5	68.3	64.1	59.4	54.3	64.1
④	 非国防資本財受注(除く航空機)(百万ドル)	73,318	75,315	75,742	76,530	76,736	77,102	78,190	78,819	78,973	79,314	80,294	80,108		
⑤	 新規失業保険申請件数(千人)	666	565	455	417	409	396	365	302	254	222	227	195	175	
⑥	 NAHB住宅市場指数	82.0	83.0	83.0	81.0	80.0	75.0	76.0	80.0	83.0	84.0	83.0	81.0	79.0	77.0
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	5.5	▲15.1	▲15.1	▲15.1	▲32.4	▲32.4	▲32.4	▲18.2	▲18.2	▲18.2	▲14.5	▲14.5	▲14.5	
⑧	 独Ifa景況感指数 産業・商業(期待指数)	104.4	103.1	103.5	103.3	101.8	100.2	98.8	97.5	97.0	96.6	98.7	99.1	82.4	
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	
⑪	 日本 中小企業売上見通しDI	▲3.3	8.2	7.4	8.8	5.9	5.2	▲7.5	▲7.4	▲3.2	6.9	4.3	▲0.2	2.1	
⑫	 日本 実質輸出指数	113.7	114.5	114.7	115.2	116.2	113.5	108.0	107.6	115.5	114.4	113.7	115.3	116.1	

〔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4月25日時点)

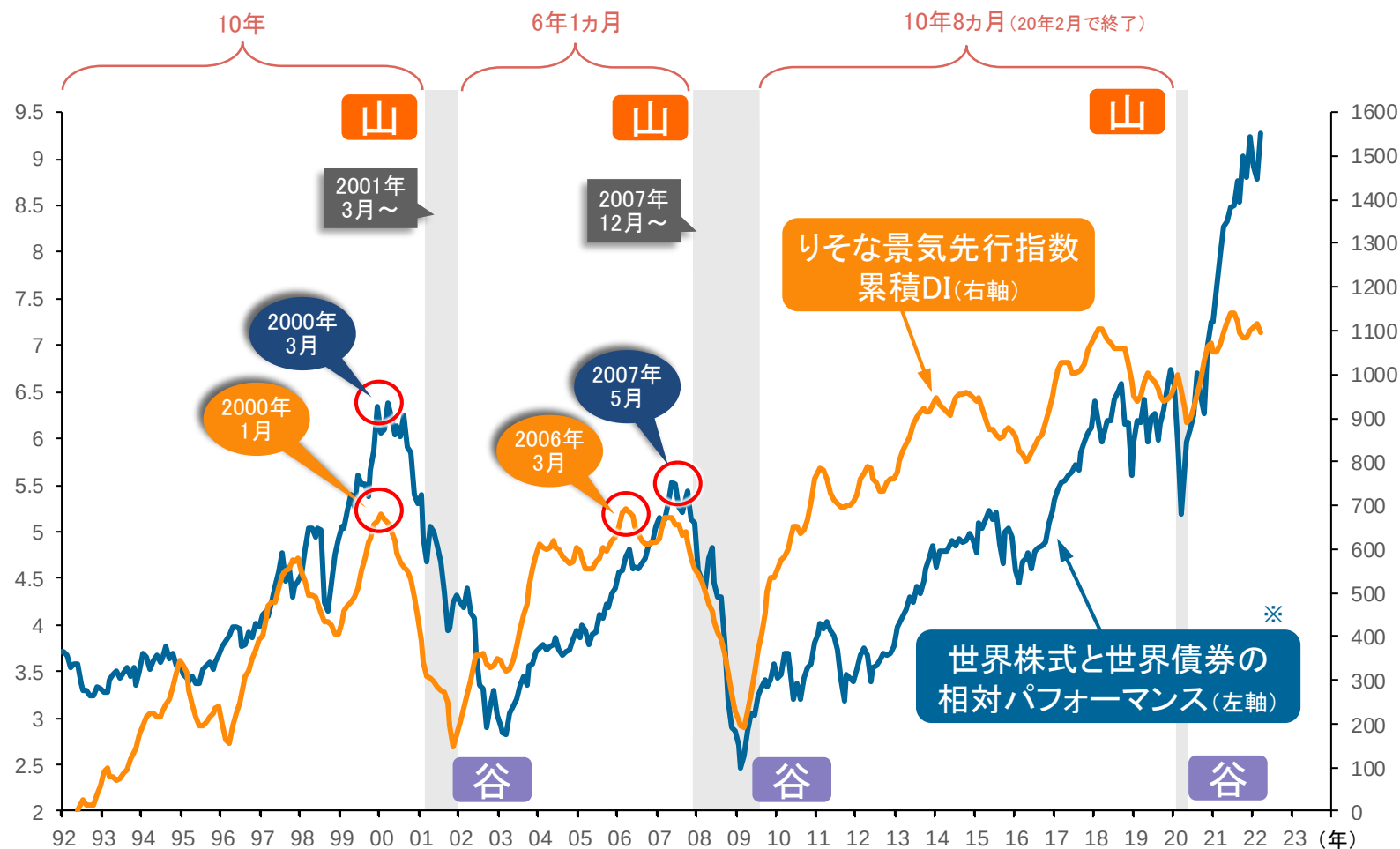
<計算方法>

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、 $10 \div 12 \times 100 \div 83.3$ 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. りそなの独自指標

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

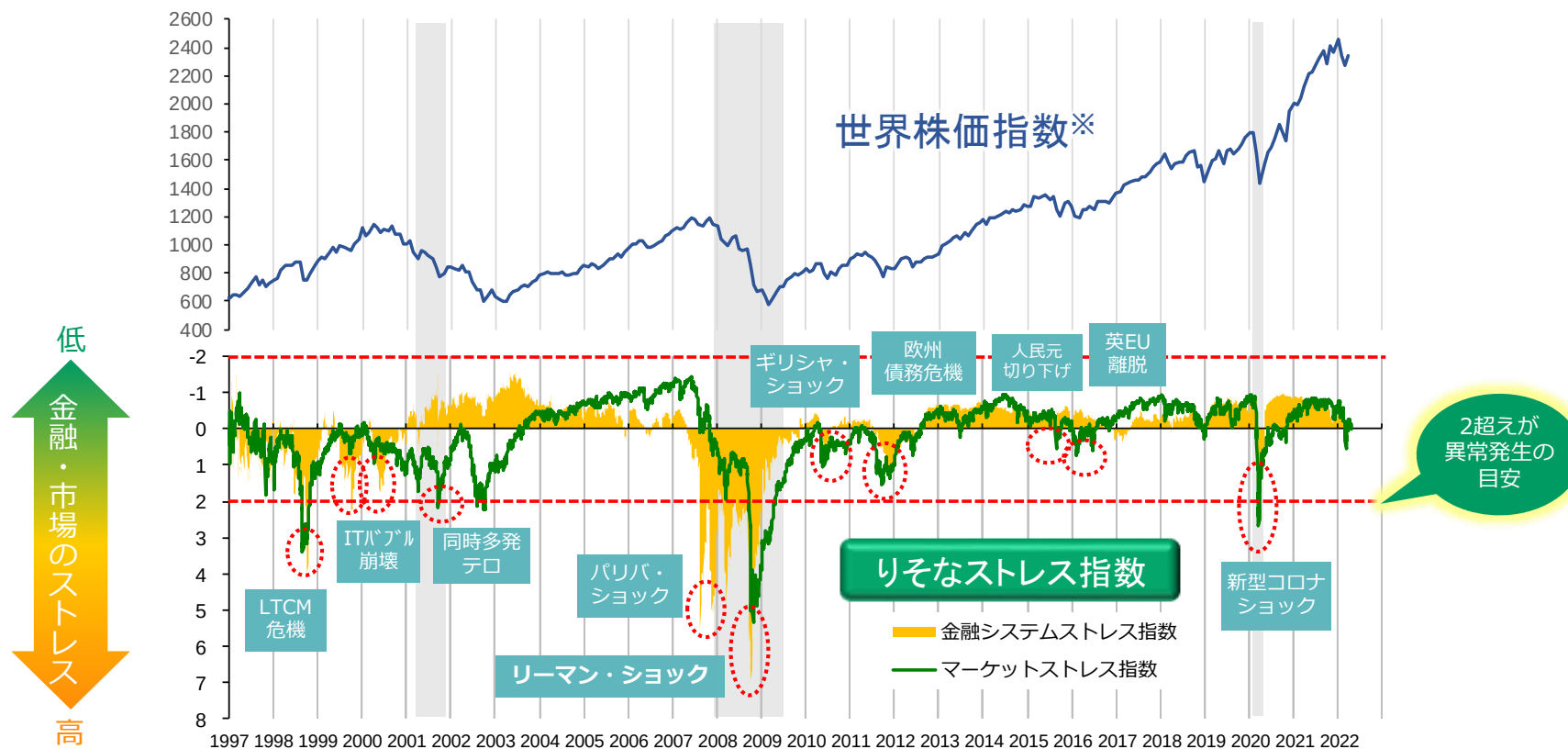
グラフ期間：1992年1月～2022年3月（りそな景気先行指数は1992年5月～2022年3月）

【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、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**超えが異常発生を目安としています。



グラフ期間：1997年1月1日～2022年4月22日（世界株価指数は2022年3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. リそのの独自指標

リそのなストレス指数・構成指数

【リそのな金融システム・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BSBY(Bloomberg Short Term Bank Yield Index)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Euriborと3ヶ月物独短期国債の金利差。
⑤ ドイツ: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。

【リそのなマーケット・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、米国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、米国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・バークレイズ 米国ハイイールド・インデックスの利回りと、投資適格社債(トリプルB)との金利差。
④ ユーロ・ジャンボファンダブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンダブリーフ債(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・バークレイズ ユーロハイイールド・インデックスと独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&P 500 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 Stoxx Europe 600 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指数	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 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。