

Resona Investment Outlook

Summer
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

※ 2022年8月25日改訂

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

人生100年時代。「ポジティブ思考」は老化防止に良いと言われます。「ポジティブ思考」を目指す人には、米国株式投資はお勧めできます。「資産形成」と「（何事も前向きに考えられるよう）脳の鍛錬」が期待でき、充実したセカンドライフを送るための一石二鳥となるかもしれません。最近も米国株市場では持前の「ポジティブ思考」が如何なく発揮されました。GDPが2四半期連続でマイナスとなると「利下げ期待」が台頭し米国株は買われ、7月の雇用統計が予想を大幅に上回った際は、「米国経済の底堅さ」を評価する買いが入り、7月CPIが予想を下回って発表されると「FRBの過度な利上げは回避される」との期待が高まり、やはり買われました。S&P500指数は6月央に付けた底値から15%超上昇し“半値戻し”を達成しました。“半値戻しは全値戻し”の格言通り、早期に高値奪回が期待出来るのか？今回は2022年度後半の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2022年4月央～2022年8月央のふりかえり
2. 2022年度後半の投資環境見通し【サマリー】
3. 2022年度後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：米・欧の金融政策正常化について
5. 主要マーケットの見通し
6. りそなの独自指標



1. 2022年4月央~2022年8月央のふりかえり

27年ぶりの0.75%利上げ が相場の転機となる

6月15日のFOMCで1994年以来となる0.75%の大幅利上げが決定され、インフレ退治を最優先するFRBの本気度がマーケットに伝わったようです。6月央を境に米・独10年国債利回りは低下に転じる一方、先進国株式は金利に敏感なグロース株を牽引役にリバウンドしました。

■ **債券市場**：先進国債券指数（日本除く、現地通貨建て）は1-3月に続き4-6月期も▲5%超と1985年の指数算出以来最大の下落率となったあと、7月は2%超反発しました。米国以外でも積極的な利上げが相次ぎ景気減速観測が広がりました。ECBは7月に11年ぶりに利上げを開始、イングランド銀行は8月会合で27年半ぶりに0.5%の大幅利上げを実施しました。

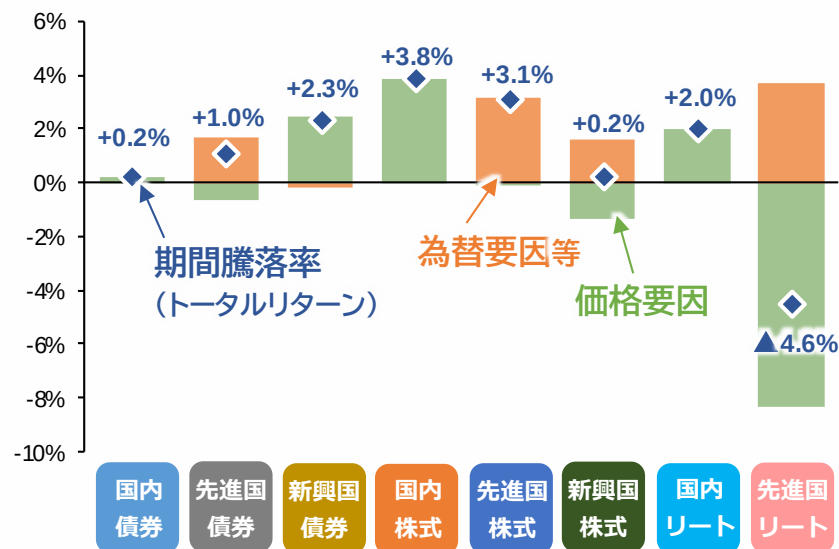
■ **株式市場**：S&P500指数は6月央時点で直近高値から2割超の下落となり、戦後13回目のベア相場入りとなりました。6月央以降は金利低下を追い風に半値戻しの水準まで回復しました。

■ **リート**：先進国リートは年初は下げ渋りましたが、5月以降は金利動向に連動してボラタイルな動きとなりました。

■ **新興国市場**：予防的利上げが奏功し極端な通貨安が回避され、債券・株式ともにプラスのパフォーマンスとなりました。

■ **為替**：日銀が10年国債利回りの変動枠を堅持したことから金利差が拡大し24年ぶりに139円台まで円安・ドル高が進みました。

< 過去4カ月の主要マーケットの騰落率 > (2022年4月22日~2022年8月15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年度後半の投資環境見通し【サマリー】

景気準軟着陸シナリオ下の投資戦略



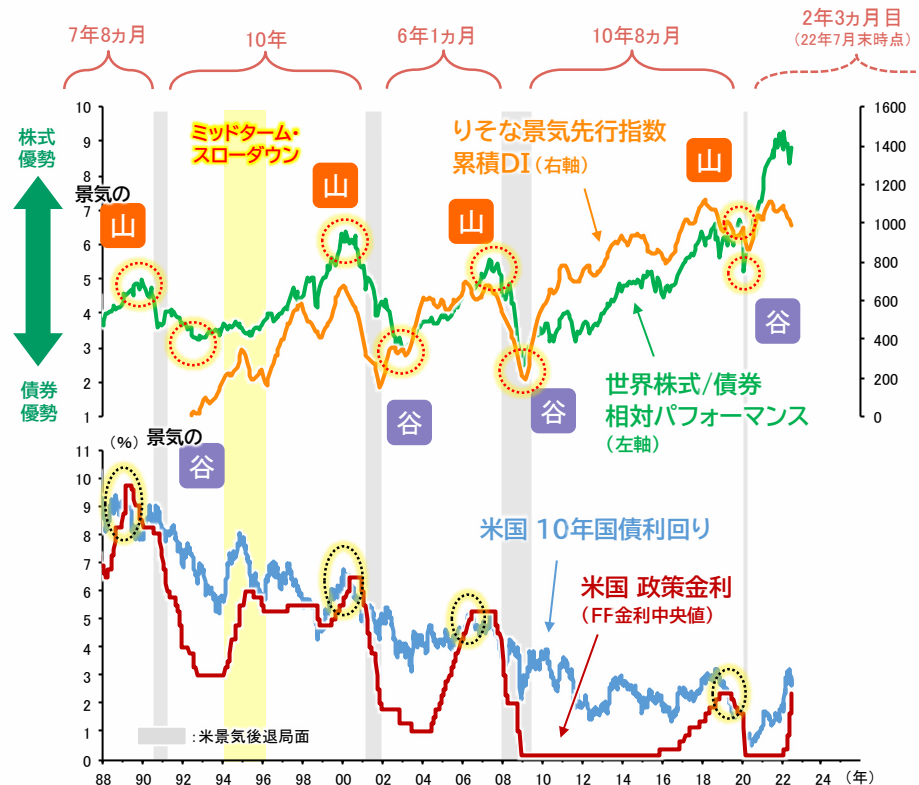
当社では米国景気の準軟着陸（ソフティッシュランディング）をメインシナリオとしています。潜在成長率（1.8%程度）を下回る減速となるものの、景気後退は回避されるとの見通しです。家計・企業部門ともに過剰債務や過剰投資など調整すべき不均衡が少ない上、失業者一人に対し求人数が1.8人を超える極めて旺盛な労働需要が、人員削減が増加した際の緩衝材になると見えています。

投資戦略の黄金律である「景気拡大が続く限り株式の上昇トレンドは崩れない」に従えば、株式のウェイトを大きく引き下げる理由はありません。しかし、緩慢な景気回復、FRBの引き締め長期化、実質金利の上昇が予想されるため、指数全体が高値（S&P500では22年1月3日に付けた4796ポイント）を更新することは容易ではないと考えられます。いっその事、景気後退シナリオの方が、目先はS&P500で3400ポイント程度までの下落を覚悟する必要がありますが、その後はFRBの金融緩和と新たな景気サイクル入りが期待できるため、高値更新が展望し易いかもかもしれません。

米国以外では、残念ながら牽引役が見当たりません。欧州は天然ガスの供給不足による経済活動の停滞で“冬の不景気入り”が懸念されています。中国は年前半のゼロ成長から持ち直すものの、ゼロコロナ政策と不動産規制強化が尾を引き、世界経済をけん引することは期待できそうにありません。

参考局面としては、1990年代半ばの景気拡大期半ばの停滞期（ミッドターム・スローダウン）が挙げられます。ただ、当時はインフレ圧力が現在ほど深刻ではなく、金融政策の自由度が高かった点には留意が必要です。

< 米国の景気循環と世界株式/債券相対パフォーマンス >



グラフ期間： 1988年初（リソナ景気先行指数は1992年2月）～
2022年8月12日（上段は月次、2022年7月末まで）

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

3. 2022年度後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



景気準軟着陸の光と影 株式・債券ともに中立

資産配分：りそな投資環境循環では、現在は景気拡大と金融引き締め組み合わせとなる「夏」に位置します。当社では米国景気の準軟着陸（ソフティッシュランディング）をメインシナリオとしており、景気のピークアウト（「秋」への移行）は回避され「夏」に踏みとどまると見ています。景気後退のリスクが小さいとの認識が広がれば株式等のリスク資産にとっては追い風となります。ただ、現在のマーケットが期待するようにFRBが来年半ばには利下げに転じる可能性も大きく低下します。インフレ高進で後手に回ったFRBが、予防的に緩和に転じる可能性は非常に小さいと考えられます。早ければ年末には米国の引き締め長期化の織り込みが始まり、金利上昇と株価調整場面が再度訪れる展開が予想されます。

このような投資環境見通しのもと、今後半年から1年の資産配分については、債券、株式ともに全体では中立近辺とし、地域・属性別のパフォーマンス優劣を重視する戦略が有効と考えます。前回からの主な変更点は以下の通りです。

■ **株式：**先進国株式を「ややアンダーウエイト」から「ややオーバーウエイト」とする一方、世界景気に敏感な国内株式を「中立」から「ややアンダーウエイト」に

■ **債券：**利下げ期待が早晩後退する見通しから先進国債券を「ややオーバーウエイト」から「中立」に引き下げ

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年度後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



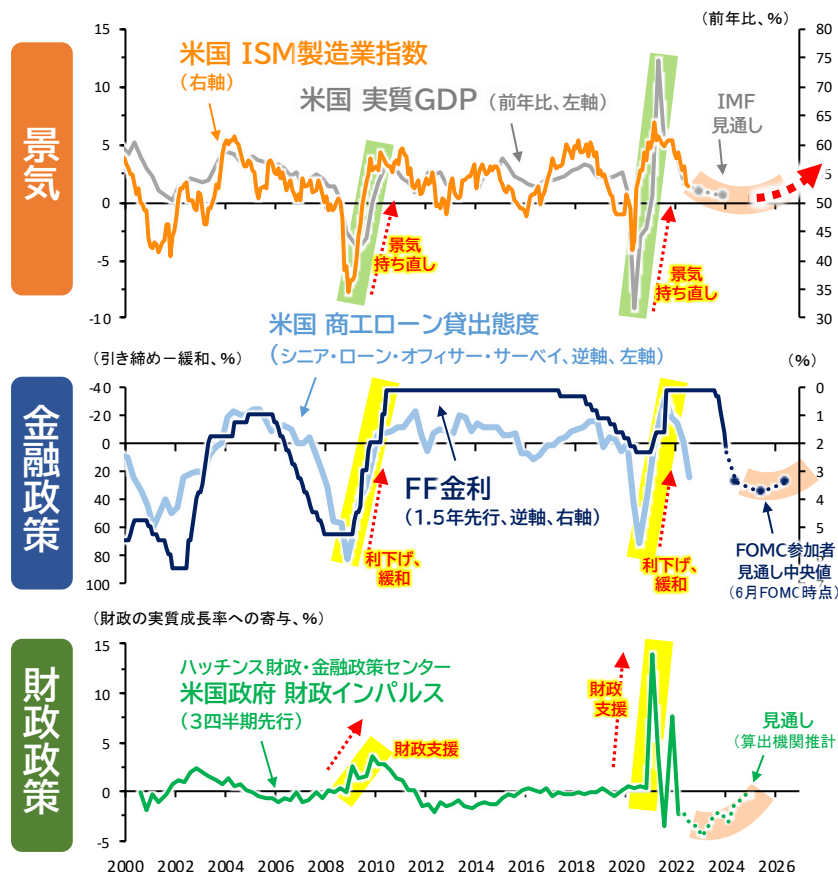
景気軟着陸のマイナス面を直視する時

IMF（国際通貨基金）は7月末に公表した世界経済見通しで、2022年の世界全体の成長率は3.2%と前年の6.1%から大幅に鈍化し、23年は2.9%と更に低下するとの見通しを示しました。また、現実味のある代替シナリオとして、インフレ高止まりなら2022年は2.6%、23年は2.0%となるとし、過去50有余年で下位10%に入る低成長シナリオを提示しています。

明確に世界経済が景気後退に陥った場合は、インフレ動向次第とはいえ、相応の金融・財政支援が発動されると予想されます。しかし、IMFが予測するように、景気は減速はするものの景気後退には至らない場合（景気の軟着陸シナリオ）は、インフレの急低下も見込みにくく、主要国の金融政策が早期に緩和に転じるとは期待できません。財政についても、的を絞った支援策を除けば追加的な政策余地は限られます。加えて米国では、コロナ対策による大規模な財政出動の反動で、2024年までは成長抑制に働くと予想されます（右図下段）。

それでも市場では来年半ば以降にはFRBが利下げに転じるとの期待が根強く、FF金利先物市場が織り込む23年末値は3.3%とFRBの予想中央値3.75%を大きく下回ります。景気後退を回避し景気軟着陸を達成したとしても、その後は政策支援が見込めず、回復のペースは極めて緩慢に留まることを、マーケットは早晚直視することになりそうです。

<米国 景気動向、金融・財政政策>



グラフ期間：2000年初～2022年8月12日現在の最新データおよび最新の見通し。
【出所】 Haver analytics、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

3. 2022年度後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



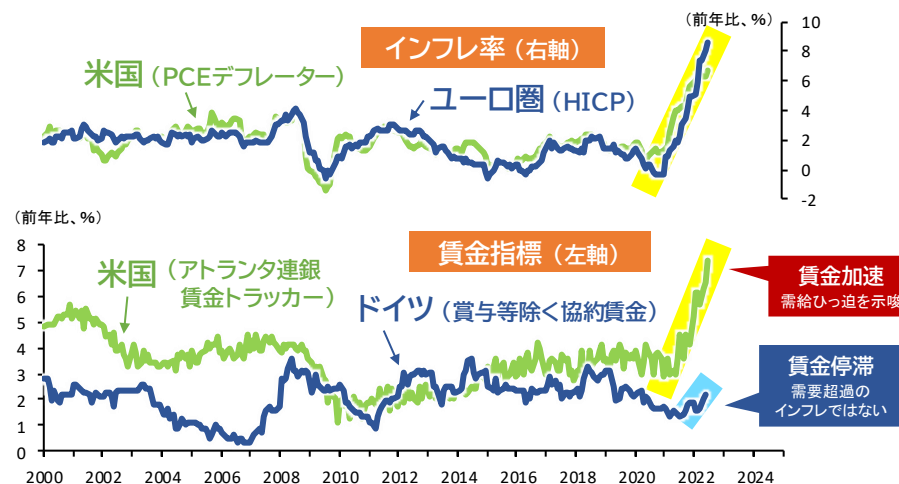
物価抑制・金融安定の 両立を目指すECB

ECBは7月に11年ぶりの利上げに着手しました。ただ、ユーロ圏の金融・経済環境には脆弱性が残り、先行きの利上げペース次第では金融不安定化リスクが懸念されます。

ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は7月時点で前年比8.9%と過去最高の伸びとなりました。ただ、賃金については今のところ小幅な伸びにとどまっています（図表1）。欧州のインフレは、国内需要がけん引する米国と異なり、金融政策の影響が及びにくいエネルギーや食料品などが主要因です。その為、ECBの利上げによるインフレ抑制効果は米国に比べ限定的で、逆に景気悪化につながるリスクが大きいと考えられます。足元ではロシア産燃料の供給不安もあり、ユーロ圏の景気下振れリスクが意識されています。

ユーロ圏では利上げの影響や金融不安定化リスクは国ごとに異なります。ECBは7月会合で利上げと同時に「TPI（伝達保護措置）」の導入を決定。財務改善の取り組み等を条件に、緊急時に特定の国の国債購入を可能にする措置で、11年前の利上げ直後に欧州債務危機を引き起こした教訓から、金融不安定化を未然に防ぐ意図が表れています。11年前と同様、今回もイタリアが焦点となります。イタリアでは9月25日に総選挙を控えており、イタリア国債の対独国債スプレッド等で金融ストレスの高まりを点検する必要があります（図表2）。

<図表1 米欧インフレ率、賃金指標の推移>



グラフ期間：2000年初～2022年6月、ドイツ賃金指標のみ2022年5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

<図表2 ユーロ圏主要国 国債利回りスプレッド>



グラフ期間：2006年初～2022年8月9日

【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

4. 注目トピック 米・欧の金融政策正常化について

Topic

FRBが利下げに転じる 「希望的観測」実現するか

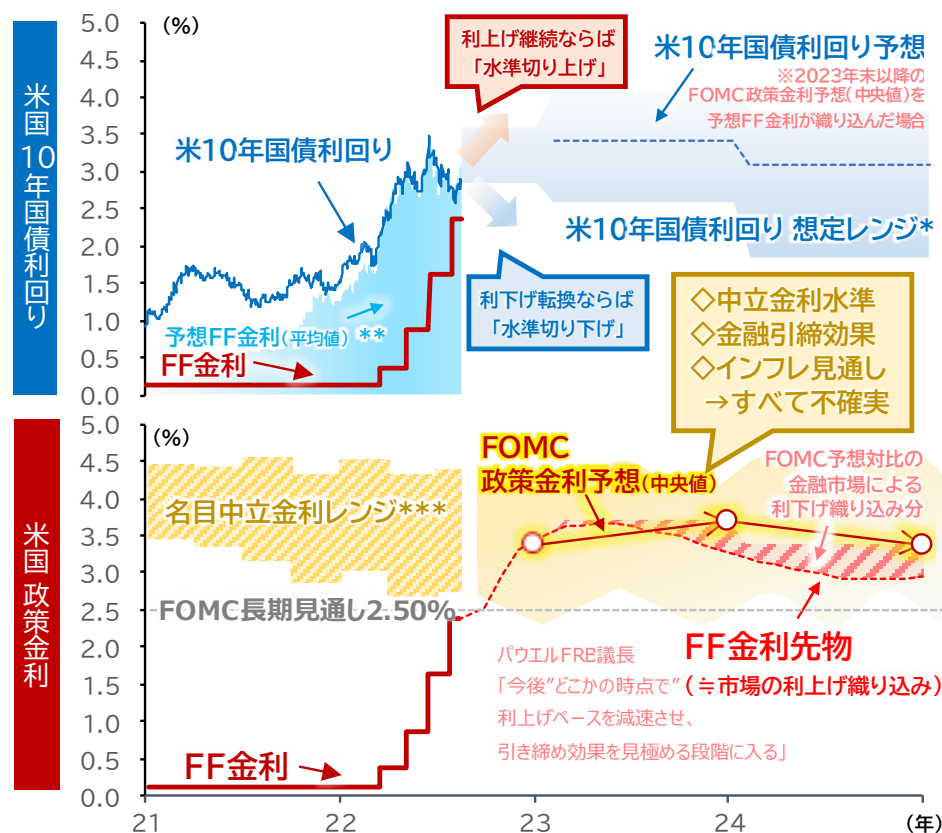
米10年国債利回りは6月央に3.5%目前の水準でピークアウトし、8月初めには一時2.5%台まで急低下しました。先物市場ではFRBが23年前半に3.6%近辺で利上げを打ち止め、23年末にかけては0.5%強の利下げを予想しています。

ダドリー元NY連銀総裁はこのようなマーケットの見通しを、現在確認される高インフレ環境やタイトな労働市場と照らし合わせて「希望的観測で根拠がない」と指摘します。インフレ制御に要する失業率が過去の景気サイクル時と比較して高いことや、金融緩和姿勢への早期転換は結果的により強い金融引き締めを要するリスクを指摘しています。

現在の先物市場の利下げ織り込みが解消に向かえば、将来の予想FF金利平均が現水準より切り上がり、10年国債利回りも相応に上昇すると予想されます。仮に6月FOMCのドットチャートで示された予想に沿ってFF金利が推移した場合、10年国債利回りは2023年を通して3.4%を中心に2.6%~4.1%のレンジで推移すると推計されます。

8月24-26日のジャクソンホール・シンポジウムでのパウエル議長講演、或いは、9月FOMCで市場が期待する早期利下げ観測が強く否定された場合、米国金利が上方に動意付く可能性があり注意が必要と考えます。

<米10年国債利回りと政策金利>



*FOMC政策金利予想(6月FOMC時点、下限~上限)に整合的な予想FF金利(平均値)のレンジを基に推計

**各時点で取得可能なFF金利先物のうち、期近限月~最大限月までの予想FF金利の平均値

***リッチモンド連銀公表の中立金利推計レンジ(中央値~上限)に共通インフレ期待指数(ミシガン大学期待

インフレ(5-10年先)に準ずるように調整)を足し合わせた値

グラフ期間：2021年1月1日~2024年12月31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 米・欧の金融政策正常化について

Topic

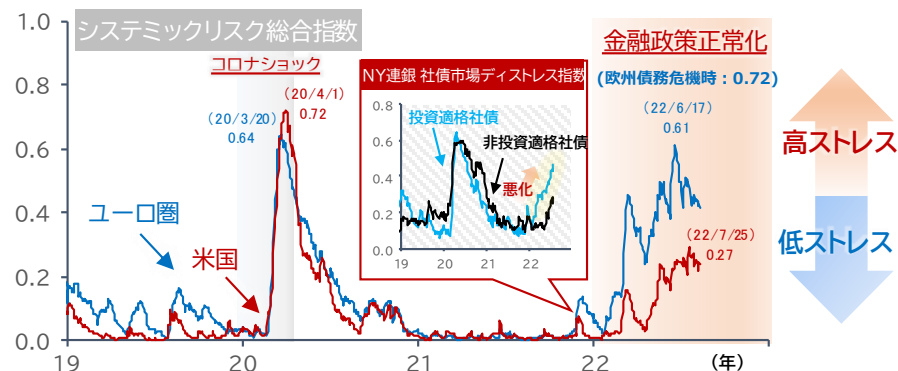
急速な政策正常化の副作用 市場発リスクを要注視

主要国中銀はインフレ抑制を最優先に、金融政策の正常化を急ピッチで進めています。今後の投資環境を見極める上では、金融環境の引き締めによるインフレ抑制効果の見極めが最重視されますが、同時に金融市場発のリスクを注視する必要がありますと考えます。

ECBが公表する早期警戒指標のひとつであるCISS（システミックリスク総合指数）は、世界的な金融環境のタイト化を示唆しています。欧州の同指数はコロナショックや欧州債務危機時並みの水準まで一時上昇しています（右上図）。米国の同指数は欧州対比で低水準に留まりますが、NY連銀がCISSの類似手法で算出する「社債市場ディストレス指数」は急速な利上げ等により投資適格社債市場の環境悪化が示されています（右上図、吹き出し）。

投資適格社債のセクター別対国債利回り差をみると、欧州では2021年末から利回り差が急拡大しています（右下図）。格付け会社では投資適格社債の財務状況評価は軒並み改善傾向にあるとの見方を示していますが、金融市場の評価と乖離しています。金融市場主導のストレス悪化が自己実現的に、実体経済へ悪影響を及ぼすリスクを継続して点検する必要があります。

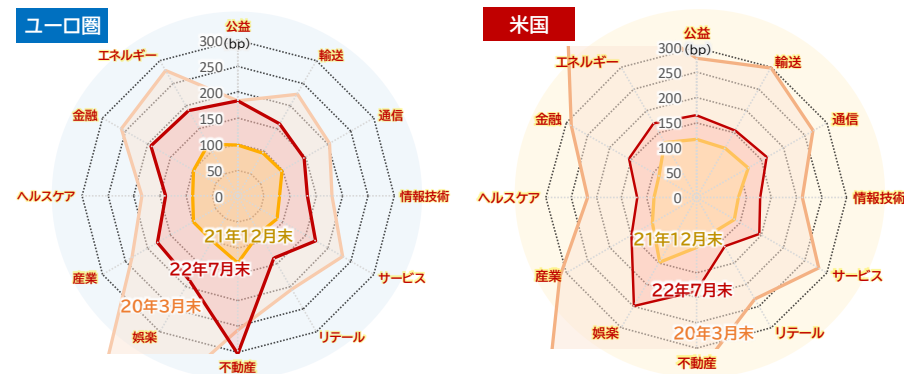
<システミックリスクに関連する金融環境指数>



グラフ期間：2019年1月1日～2022年8月10日

【出所】 Haver Analytics、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

<投資適格社債の利回りスプレッド(対国債、セクター別)>



外側にプロットされるセクターほど、「金融環境悪化」が進んでいることを示唆

※グラフデータは図中の時点を参照

【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

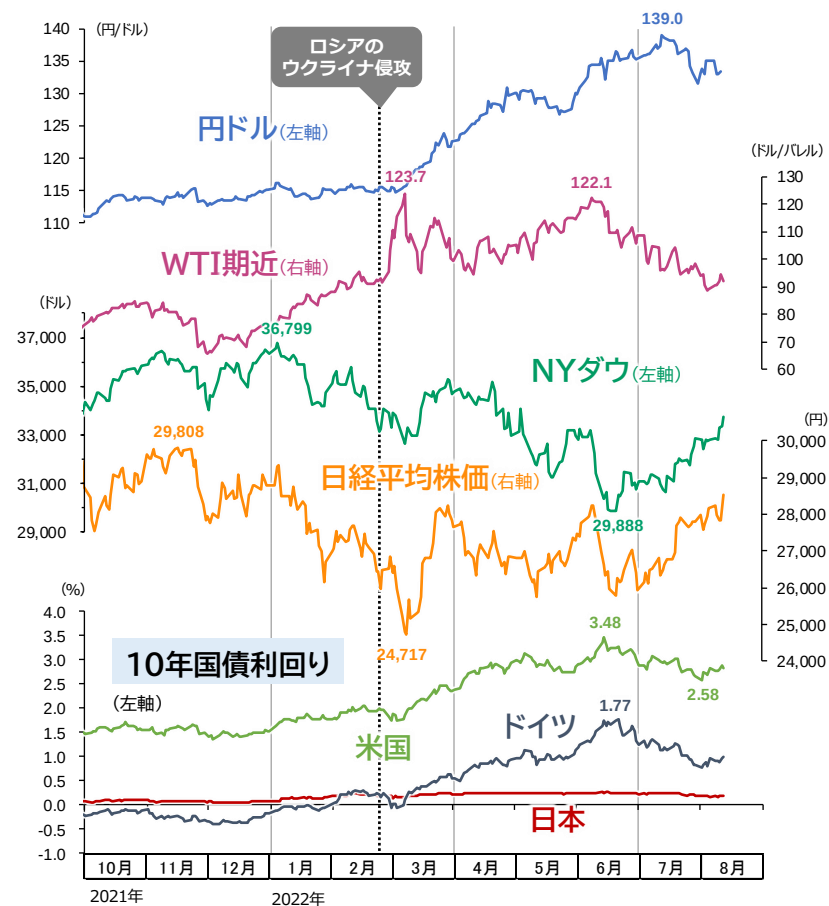
5. 主要マーケットの見通し

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	物価目標の2%を上回るコアCPIの伸びが続き、YCC※見直し着手の可能性に留意。総裁・副総裁人事に注目
国内株式	ややアンダーウエイト	世界景気減速の影響を見極める“逆業績相場”が続く中、景気敏感業種のウエイトが高い日本株は劣後する傾向
先進国債券	中立	来年初めまでに3.5%～3.75%まで利上げした後、据え置きを予想。利下げ期待の修正時に金利上昇圧力
先進国株式	ややオーバーウエイト	6月迄の株価調整で景気後退リスクを織り込んでおり下値余地は限定的。回復の牽引役不在で戻りは緩慢に
新興国債券	ややアンダーウエイト	米金利の上昇と景気減速で再度通貨安・金融引き締め・景気悪化の悪循環に陥るリスクに注意
新興国株式	中立	中国・台湾・韓国の東アジア3国が約6割の比重を占める。中国の景気刺激策と半導体市況動向が鍵を握る
国内リート	中立	海外リートに対する出遅れ修正は一巡。オフィス市況の回復鈍いが、利回りの高さから下値リスクは限定的
先進国リート	ややアンダーウエイト	小売り系など出遅れ業態の戻りが焦点に。利回り面での魅力度低下により金利上昇局面での脆弱性に要注意

※YCC=イールドカーブ・コントロール

＜主要マーケットの推移＞



5. 主要マーケットの見通し

債券市場

先進国金利水準は上昇 定着ならばリターン改善へ

先進国債券指数(除く日本、現地通貨建て、四半期ベース)は2022年1-3月、4-6月期と2四半期連続で過去最大近辺の下落率となるなど短期的には債券投資のパフォーマンス悪化が目立ちます。

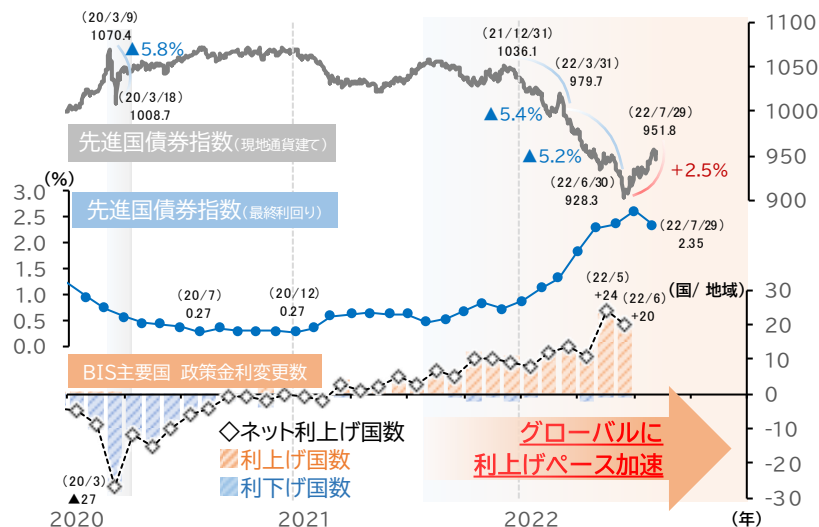
米国をはじめ世界的に利上げを実施する国/地域が広がっています。先進国債券指数における地域別構成割合では米国・ユーロ圏が約85%を占めることから先進国債券リターンにとっては米・欧の金融政策が最も重要なファクターとなります。2022年に入り、FRBは累積で+2.25%の利上げを実施、ECBは7月会合で+0.50%の利上げに踏み切りマイナス金利政策から脱却しました。7月の会合ではFRB・ECBともに今後の利上げ決定はデータ次第との見方を示すなど金融政策動向を巡る不透明性は依然残ります。

他方、中長期的な債券リターン(現地通貨建て)は右下図のように最終利回り近辺へ収束する傾向にあります。7月末時点で先進国債券指数の最終利回りは2.35%近辺まで上昇しており、中長期的な期待リターンは改善傾向にあります。

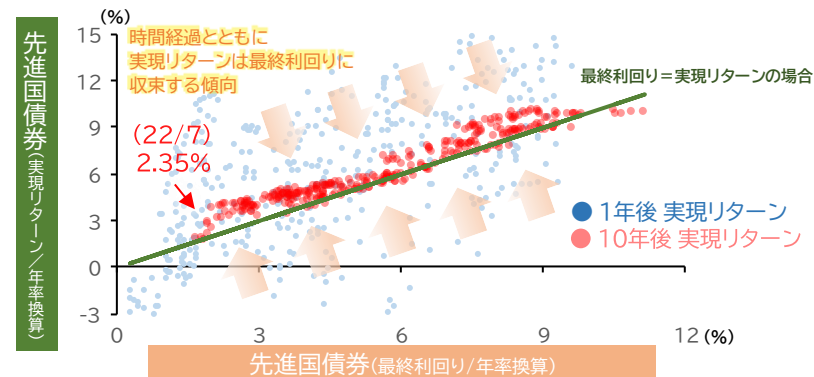
また、この先インフレ抑制の為に主要国中銀により政策金利水準が高めに維持された場合、先進国債券指数の年限別割合では満期1-3年が3割弱を占めることから、最終利回りの水準が大きく低下する可能性は小さいと想定されます。

※文中・図中の先進国債券はFTSE世界国債インデックス(除く日本、現地通貨建て)を利用。

＜先進国債券と利上げトレンド＞



＜先進国債券の最終利回りと実現リターンの関係性＞



グラフ期間：1985年初～2022年7月末

【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

逆業績相場の深度を探る (Y2K相場後の調整場面を参考に)

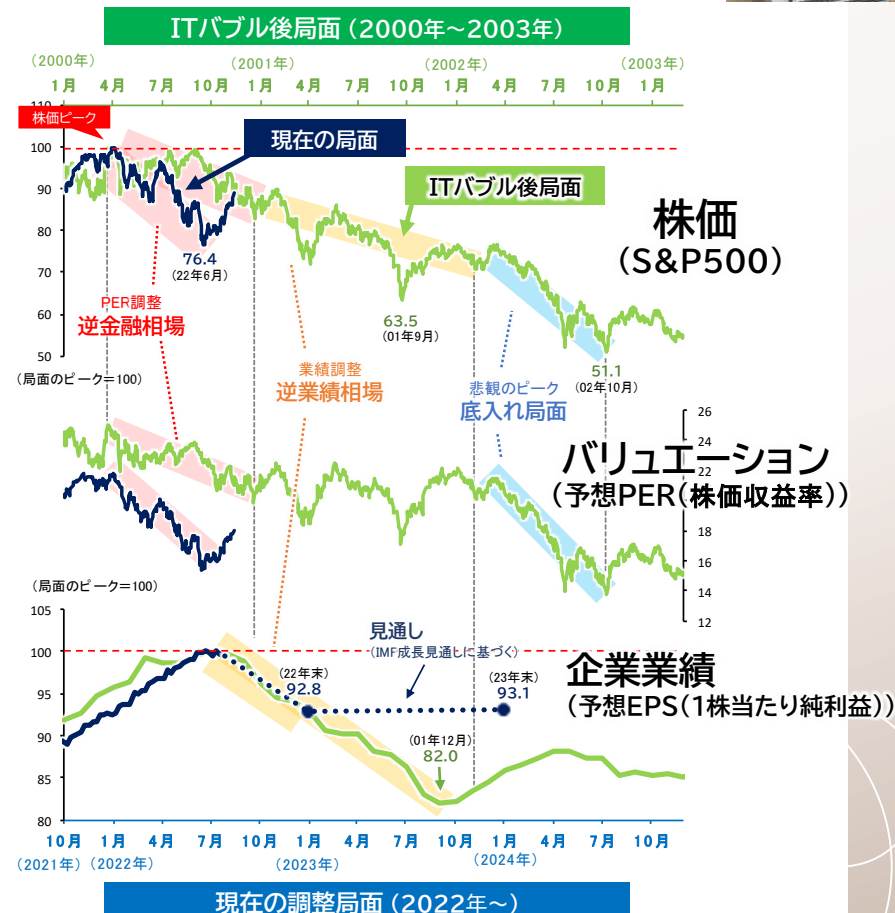
前半の米国株の調整は金利上昇を受けたバリュエーションの調整であり、逆金融相場と分類できます。足元は、実際に企業業績予想が景気鈍化を織り込む段階に入っていると考えられ、逆業績相場の位置づけられます。

この先の調整の深さ・長さは、景気の落ち込み幅が左右すると考えられます。右図はITバブル後を例に挙げています。当時は2001年9月の同時多発テロやエンロン・ワールドコムなどに端を発した会計疑惑などが発生しており、単純比較は禁物ですが、ここでは景気・業績見通しの落ち込み幅の比較に主眼を置いています。

当時の逆業績相場は2001年初から2002年初まで続きました。2001年の米実質成長率は+0.95%と、1992~2000年の景気拡大局面平均の+3.84%成長を大幅に下回り、業績予想もピークから▲18%と大幅悪化しました。他方、今回は、IMFの見通しでは2022年+2.3%、2023年+1.0%と、2010~2019年の拡大局面平均の+2.25%から急激な減速は予想されていません。IMF見通しをベースに考えると、企業業績見通しはピークから1割程度の調整で収まると推計され下値余地は限定的となります。

ただ、Y2K相場後にあったFRBの金融緩和や大規模減税などの後押しは今回は期待薄です。上値への期待がどこまで高まるかは、この先の景気見通し次第と言えます。

<米国株式 調整～底入れ局面の相場循環>



*予想PER・EPS：アナリスト予想コンセンサス。

*EPS見通し：IMFの米景気見通し（四半期末成長率見通し）に基づく。実質成長率（前年比）と予想EPS前年比の相関に基づいて推計。

グラフ期間：ITバブル後：2000年7月初～2003年7月末 現在：2021年11月初～2022年8月9日まで

【出所】ブルームバーグ、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

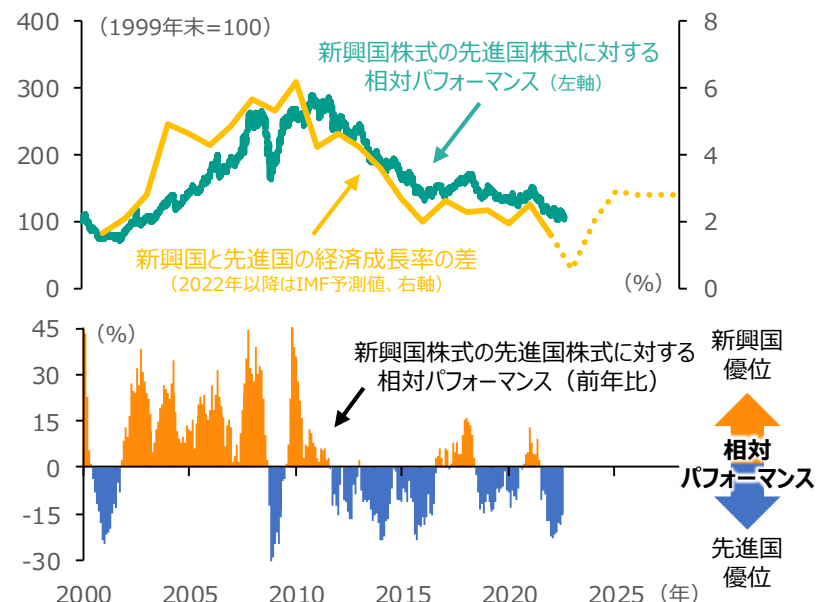
リスク分散としての 新興国投資

リスク分散の観点から新興国投資を引き続き推奨します。右図上段は新興国株式と先進国株式の相対パフォーマンスを示しています。2000年代は中国が2桁成長を続けるなど高成長を背景とした新興国株優位の展開が続きました。然し、ブームが一巡した2010年以降は逆に新興国株が先進国株に劣後する展開が続いています。2000年代のような成長率格差の拡大が期待できないことを理由に、新興国株投資を見直す動きも一部に見られます。

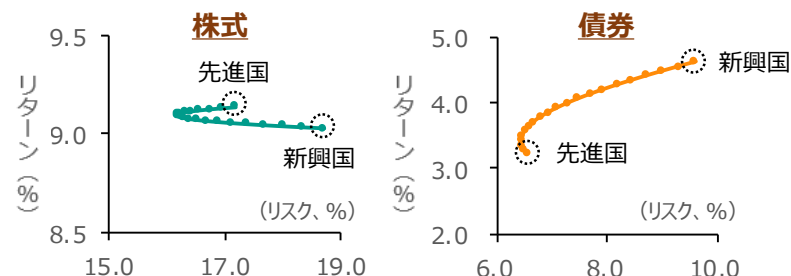
当社では、新興国に投資する意義があると考えます。右下図は過去約20年間の実績データを基に新興国市場と先進国市場の有効フロンティアを示したものです。株式・債券いずれも新興国資産をポートフォリオに加えることの有効性が示されています。

とりわけ現在のような投資環境の見通しの不確実が高い状況では、リスク分散の観点から新興国投資が推奨されます。FRBが半期に一度公表する金融安定報告書では、機関投資家が最も警戒するリスクシナリオとして、ロシアのウクライナ侵攻、米国資産からの資金引き揚げ、エネルギー価格の高騰などが挙げられています。先進国市場とは異なる属性を有する新興国市場への投資が、リスク低減につながると考えられます。

<新興国の先進国に対する経済、株式成長率の推移>



<新興国と先進国の2資産間における有効フロンティア>



※使用インデックス…新興国株式：MSCI Emerging Markets Index (配当込み、米ドルベース)、先進国株式：MSCI KODAX Index (配当込み、米ドルベース)、新興国債券：JP Morgan Global EM Bond Index (米ドルベース)、先進国債券：FTSE World Bond Index (除く日本、米ドルベース)。

※グラフ期間及び計算期間…上段、中段図：2000年1月1日～2022年7月29日、下段図：2003年1月1日～2022年7月29日。

【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

5. 主要マーケットの見通し

リート市場

コロナ禍で出遅れていた セクターの戻りが焦点に

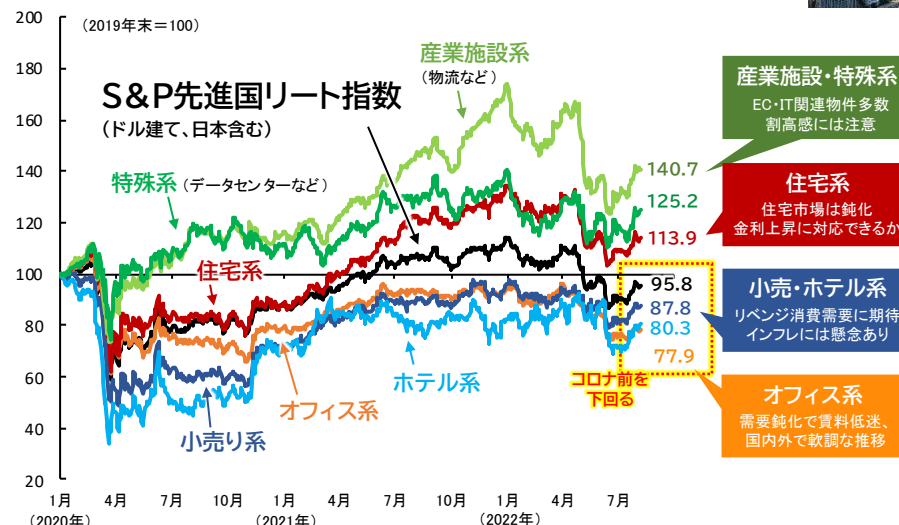
先進国リーートのセクター別指数の動きを見ると、コロナ禍の影響の大きさの違いを反映し2極化傾向が見られます。コロナ前の2019年末水準を上回っているのが、産業施設系、特殊系、住宅系です。下回っているのは、小売り系、ホテル系、オフィス系です（図表1）。リート指数全体が一段高となるためには、後者のコロナ禍の影響が大きいグループがどこまで巻き返すかが焦点となります。経済活動の再開が進む一方、物価高による家計の購買力低下が小売り・ホテル系の業績にマイナスとなる点には注意が必要です。

エネルギー等の物件維持コスト上昇をどこまで賃料に転嫁できるかも注目点の一つです。米・欧では賃貸契約にコスト転嫁条項が盛り込まれるケースがありますが、個別に事情が異なる為、ボトムアップ情報を精査する必要があります。

世界的に景気減速が予想される中、財務の健全性についても点検する必要があります。リートは総じて借入金が大きく、過去の景気悪化局面では信用不安に発展したケースもあります。図表2は日米リーートの負債比率ですが、米国ではリーマンショック以降は改善傾向が続いています。国内リートも米国に比べ低めの負債比率を保っており、信用不安に発展するリスクは限定的と言えます。



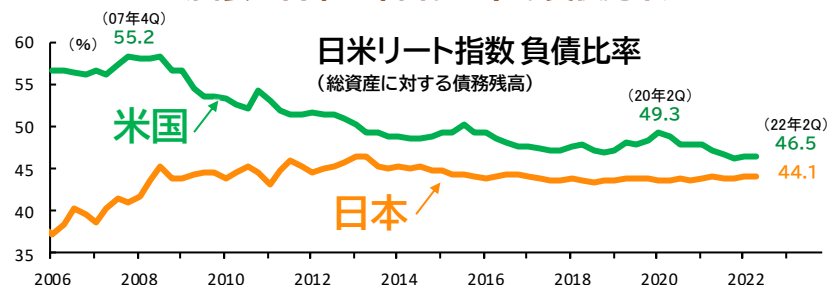
＜図表1 先進国リート セクター別指数＞



グラフ期間：2020年初～2022年8月9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

＜図表2 日本・米国リーートの負債比率＞



※日本：東証リート指数、米国：FTSE NAREIT エクイティ指数。

グラフ期間：2006年初～2022年4-6月期。データは四半期。

【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							
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
		50.0	33.3	25.0	37.5	50.0	66.7	58.3	58.3	33.3	33.3	25.0	41.7	27.3	
①	ISM製造業・新規受注指数	65.0	65.5	64.4	60.6	61.4	61.0	57.9	61.7	53.8	53.5	55.1	49.2	48.0	
②	NFIB 中小企業景気楽観度指数	99.7	100.1	99.1	98.2	98.4	98.9	97.1	95.7	93.2	93.2	93.1	89.5	89.9	
③	ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	79.0	65.1	68.1	67.9	63.5	68.3	64.1	59.4	54.3	62.5	55.2	47.5	47.3	54.9
④	非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	68,660	69,530	69,298	70,632	71,135	71,199	72,217	72,038	72,857	73,115	73,477	74,016		
⑤	新規失業保険申請件数 (千人)	409	396	365	302	254	222	227	195	175	188	209	233	247	
⑥	NAHB住宅市場指数	80.0	75.0	76.0	80.0	83.0	84.0	83.0	81.0	79.0	77.0	69.0	67.0	55.0	49.0
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	▲32.4	▲32.4	▲32.4	▲18.2	▲18.2	▲18.2	▲14.5	▲14.5	▲14.5	▲1.5	▲1.5	▲1.5	24.2	24.2
⑧	独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	101.9	100.3	98.9	97.6	97.0	96.2	98.1	99.1	82.3	84.3	86.3	84.4	80.2	
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	
⑩	中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	
⑪	日本 中小企業売上 見通しDI	5.9	5.2	▲7.5	▲7.4	▲3.2	6.9	4.3	▲0.2	2.1	10.8	9.5	3.6	2.4	
⑫	日本 実質輸出指数	116.2	113.5	108.0	107.6	115.5	114.4	113.7	115.4	116.1	109.1	112.0	112.9	114.9	

〔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。

(2022年8月16日時点)

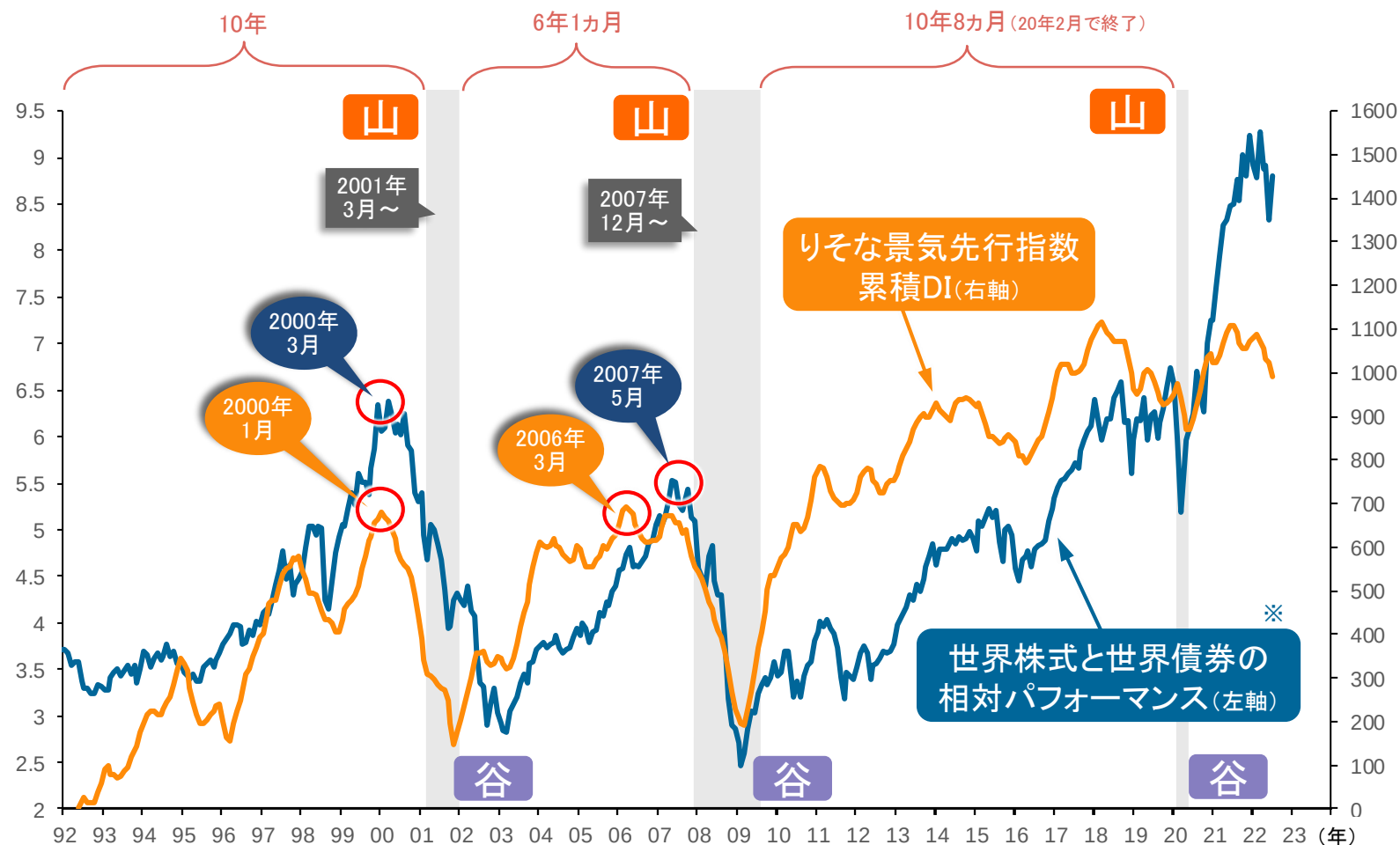
<計算方法>

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. 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

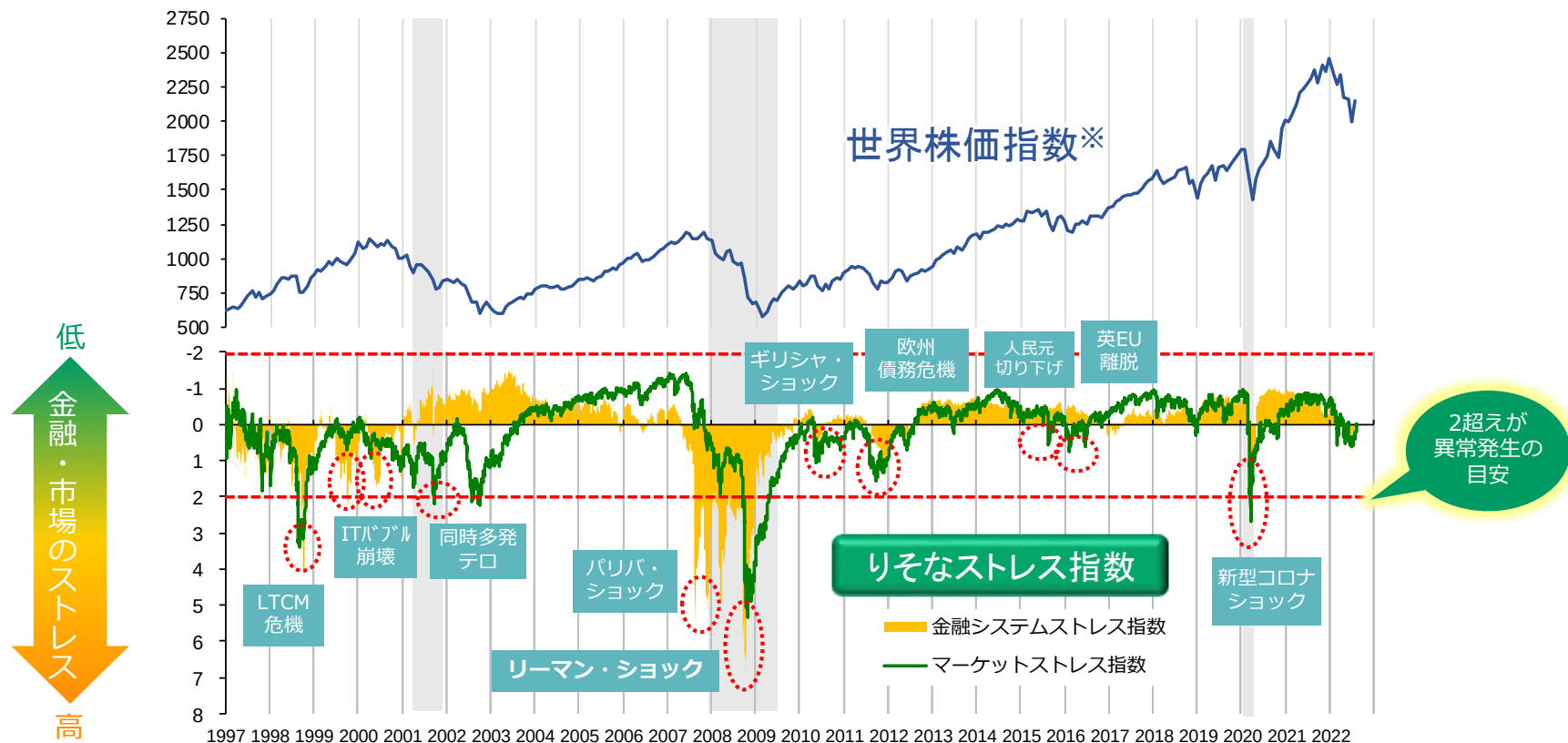
グラフ期間：1992年1月～2022年7月（りそな景気先行指数指数は1992年5月～2022年7月）

【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8月12日（世界株価指数は2022年7月まで） ※MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)

【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。