

Resona Investment Outlook

Autumn
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11月15日

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

ナスダック総合指数が最高値を付けたのは1年前の2021年11月19日。その2週間後、パウエル議長は議会証言で「インフレは一過性」との表現は適切ではなかった、と認めました。高値でナスダック株を売り抜けた投資家は、FRBがタカ派路線に急旋回（PIVOT）することを見事に先読みにしたことになります。

現在のマーケットの焦点は、いつFRBがハト派路線へ再旋回（PIVOT）するかです。この先予想される旋回（PIVOT）は、1) 利上げ幅縮小、2) 利上げ停止、3) 利下げの準備開始、の3段階に分かれる見通しです。1)については既に11月初めのFOMCで始動のシグナルが発信されたようです。アップル、マイクロソフトなど巨大テクノロジー株の影響が大きいナスダック総合指数の値動きはまだ鈍いですが、中小型成長株の一角には底堅さが見られるなど、FRBの再旋回の織り込みは既に始まっている可能性があります。今回は世界中のタカ（鷹）の動きを観察し、2022年度後半の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2022年8月央～2022年11月央のふりかえり
2. 2022年度後半～2023年の投資環境見通し【サマリー】
3. 2022年度後半～2023年の投資環境見通し【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8月央~2022年11月央のふりかえり

やり遂げるまでやり続ける (Keep at it) に跳ね返される

米国株市場では今年に入りS&P500指数が5%超リバウンドする、所謂、ベアマーケットラリーが5回発生しています。直近2回は6月16日~8月16日の+17.4%、10月12日~28日の+9.1%の反騰です。いずれもFRBの緩和縮小期待が原動力でしたが、前者はジャクソンホール講演(8月26日)、後者は11月FOMCで、パウエルFRB議長の利上げ継続発言に跳ね返されました。

■ **債券市場**：先進国債券指数(除く日本、現地通貨建て)は7-9月期▲4.8%と3四半期連続で5%前後のマイナスとなりました。「0.75クラブ」と揶揄されるように、米国は4会合連続で通常の3倍幅の0.75%利上げを実施、ECBは2会合連続、イングランド銀行は33年ぶりに0.75%の大幅利上げで追随しました。

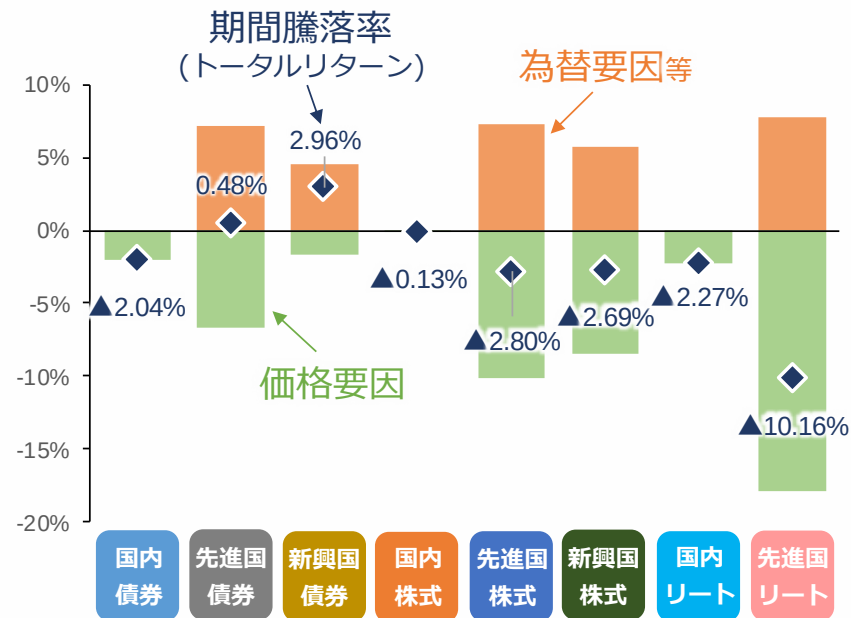
■ **株式市場**：金利上昇と景気悪化が懸念され米S&P500、ナスダック総合、独DAXなど欧米主要株価指数は6月に付けた年初来安値を下回りました。国内株式は概ね横ばい圏で推移しました。

■ **リート**：内外リートともに金利上昇による相対的投資魅力の低下で、値動きの荒い展開となりました。

■ **新興国市場**：債券は早い段階から引き締めに着手した国で利上げ一巡が見られ先進国債券に比べ現地通貨建てで小幅の下落に、株式は3割超のウェイトを占める中国の下落が響きました。

■ **為替**：ドル円は32年ぶりに150円台を突破し、政府・日銀は9月と10月に計9兆円規模の市場介入を実施しました。

＜過去3カ月の主要マーケットの騰落率＞
(2022年8月15日~2022年11月9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～2023年の投資環境見通し【サマリー】

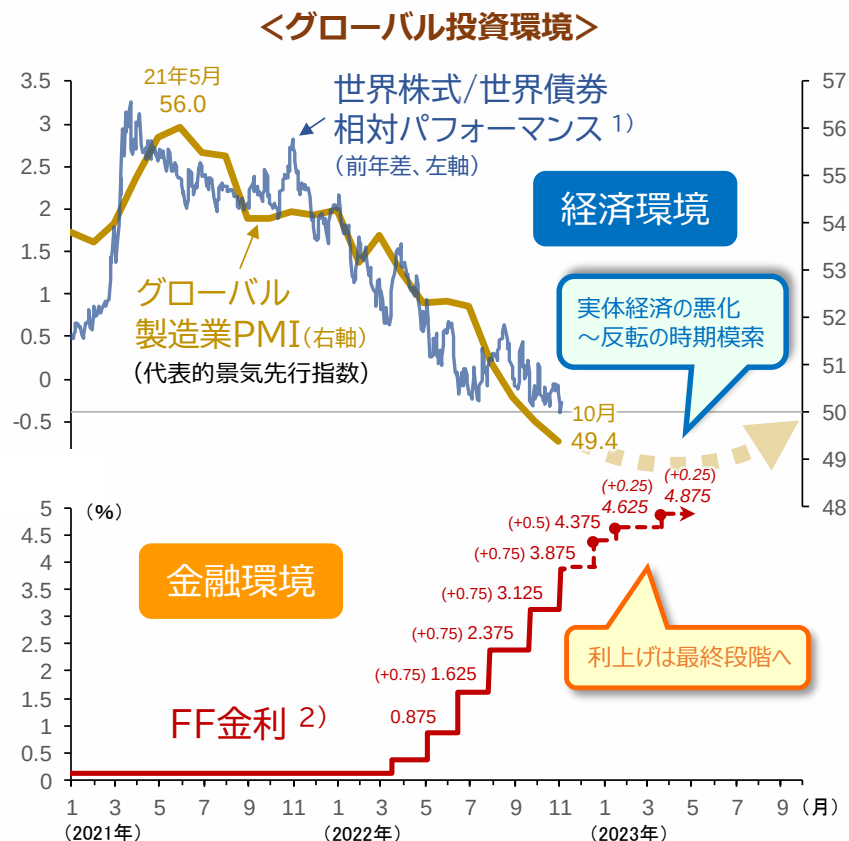
利上げ最終段階への移行期の投資戦略



グローバル市場は『経済環境』と『金融環境』の変化を織り込みながら推移します。過去6カ月程度は「世界景気の減速」と「急激な金融引き締め」の組み合わせとなり、株式、債券いずれにとっても逆風の投資環境が続きました。この先は、「世界景気の底入れ」と「利上げ一巡」を織り込む局面へ移行すると予想されます。そのタイミングを見極めることが重要です。

金融政策については、複数の主要中銀が利上げ幅の縮小に着手するなど利上げの最終段階への移行が始まっています。年度末までには最終到達点（ターミナルレート）を模索する動きが広がると予想します。米国については来年3月央のFOMCでFF金利を4.875%に引き上げ、その後は2023年末までその水準で据え置くと予想します。

世界景気については、引き締め効果と供給制約の緩和が相俟って、来年初には先行指標となるグローバル製造業PMIの調整が一巡すると予想します。順序としては、金融環境が、経済環境に先行して安定化するため、マーケットでは債券市場が株式に先行して落ち着きを取り戻す見通しです。株式が債券をアウトパフォームし始めるのは、グローバル製造業PMIが反転に向かう2023年初以降となる見通しです。従来のように金融緩和の後押しがあればV字型の株価回復が期待されますが、今回はインフレ警戒で金融当局の引き締め姿勢が続くことから、株価は企業収益の回復並みの緩慢なペースにとどまると予想されます。



1) 世界株式：MSCI-World 指数(現地通貨ベース、配当込み)、世界債券：FTSE世界国債インデックス(現地通貨ベース)。 2) FF金利の点線部分はリソナアセットマネジメント見通し。

グラフ期間：2021年初～2022年11月4日（グローバル製造業PMIは月次、2022年10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、リソナアセットマネジメント作成

3. 2022年度後半～2023年の投資環境見通し【投資戦略】

りそなのマーケットビュー



先進国債券を「ややオーバーウエイト」に

資産配分：向こう半年程度は債券に対して「やや強気」、株式に対して「やや弱気」のスタンスをとるべきと考えます。米国をはじめ主要国の利上げの最終到達点（ターミナルレート）に関してはまだ不確実性が残るとはいえ、各中銀が利上げの最終段階入りを模索し始めていることから債券利回りの上昇余地は限定的と判断されます。他方、利上げの効果が実体経済に影響を及ぼすまでの時間差が半年から1年程度であることから、需要の減退がインフレ指標に表れ始めるのはこれから本格化することが予想されます。債券のリスク・リターンの相対比較は大きく改善していると言えます。他方、株式に関しては金利上昇によるバリュエーション調整が一巡し、この先は企業収益の悪化を織り込む逆業績相場に移行することが予想されます。当面、景気動向に左右され易い国・業種・企業には慎重なスタンスを維持すべきと考えます。

債券：先進国債券を「ややオーバーウエイト」、国内債券は日銀の政策修正の可能性の織り込みが徐々に広まると予想し「ややアンダーウエイト」とします。

株式：世界景気動向に敏感な国内株式と新興国株式を「ややアンダーウエイト」。ファクターでは金利のピークアウトが見込まれることから「グロース」を「バリュー」に対して高めのポジションにすべきと考えます。

主要資産クラスの推奨ウエイト（今後6ヵ月～1年程度）

	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～2023年の投資環境見通し【マクロ環境】

りそなのマーケットビュー



的を射ない財政政策が インフレ抑制の障害に

IMFは10月公表の世界経済見通しで食料品やエネルギー価格の高騰が進む「生活費危機（Cost-of-Living Crisis）」を指摘し、低所得世帯などへの的を絞った適切な財政支援の必要性を訴えました。雇用が逼迫する米国でも、賃金の伸びが物価上昇に追い付かず、低所得層を中心に貯蓄の取り崩しが急速に進んでいます（右上図）。

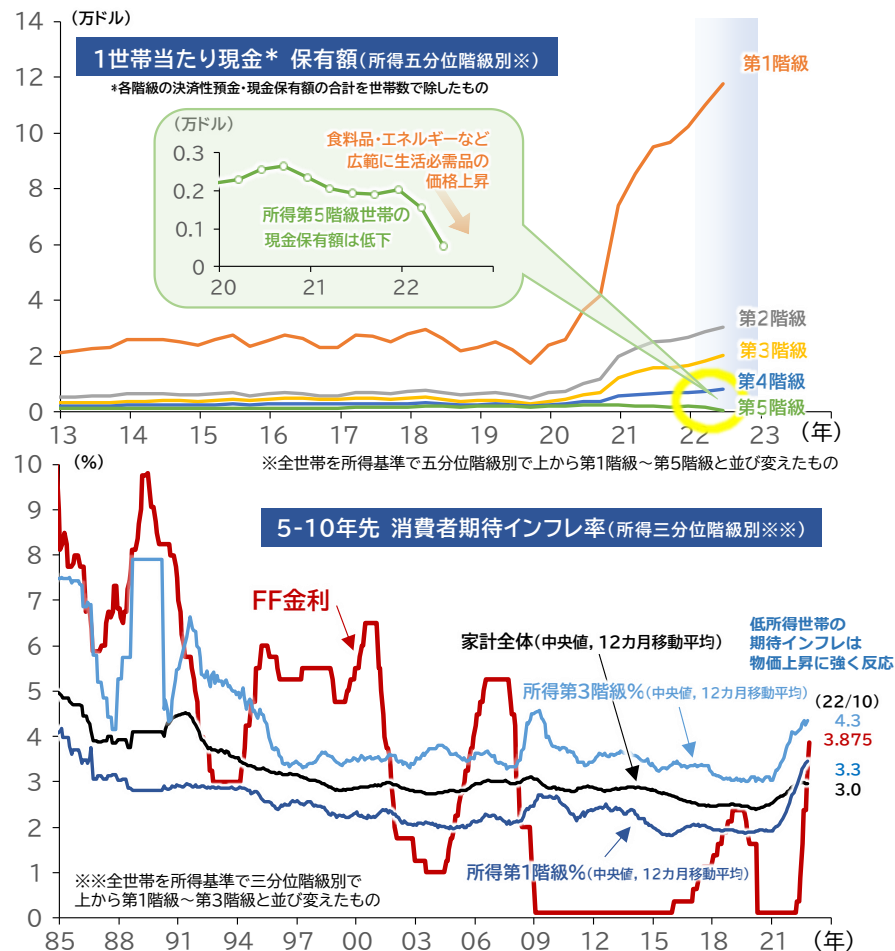
多くの国で家計支援を目的とした光熱費・ガソリン価格補助、減税、現金給付などの財政支援策が打ち出されています。IMFは安易な財政支援策が高インフレ環境の長期化に繋がり、中央銀行による「追加利上げ」や「金融引き締め」の長期化に繋がるリスクを警告しています。

他方、低所得層は生活必需品が消費全体に占める割合が大きいいため、支援が十分でない場合は「期待インフレ率」が高水準で定着し、金融引き締めが長期化するリスクがあります（右下図）。

各国政策当局が優先すべき財政支援策はIMFが指摘するように、①ヘルスケアと感染対策、②機会平等の確保、③気候変動と災害対策、④収入と雇用喪失保護が挙げられます。

物価高で支持率低迷に苦しむ政府がバラマキ型の財政支援策に傾斜した場合、金融当局が進めるインフレ抑制の妨げとなり、結果的に深刻な景気後退を招く事になりかねません。中間選挙で大統領府と議会の支配政党が異なる“ねじれ状態”となった場合は、米国ではそうしたリスクが軽減されることになりそうです。

<米国家計の現金保有額と期待インフレ>



グラフ期間 上段：2013年～2022年第3四半期
グラフ期間 下段：1985年～2022年10月末（FF金利は2022年11月3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年度後半～2023年の投資環境見通し【金融環境】

りそなのマーケットビュー



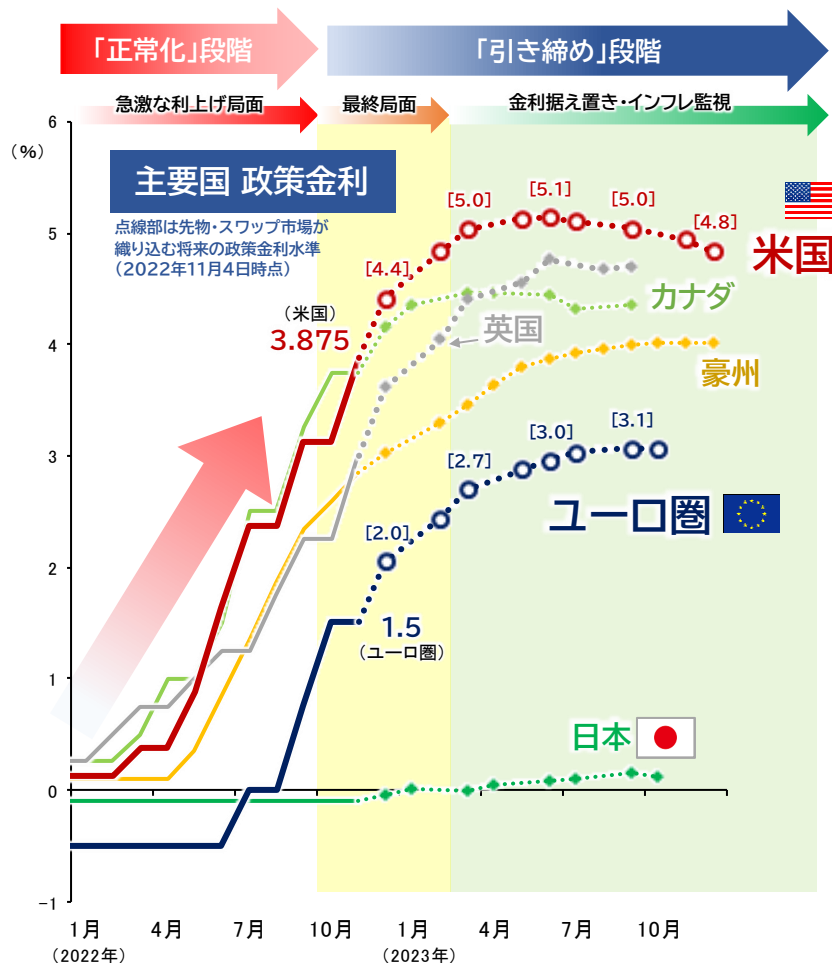
急激な利上げは一巡 最終到達点模索へ

年初来、主要国は異例のスピードで利上げを進めてきました。インフレ率が下げ渋る中、各中央銀行は利上げ見通しの上方修正を繰り返したため、債券市場のボラティリティは高止まり状態が続きました。これまでの急速な利上げにより、大方の先進国では既に緩和から中立状態に向かう「正常化」段階を終え、景気に抑制的となる「引き締め」段階に入っています。金融環境の引き締めと需要の押し下げ効果を踏まえると、追加利上げの余地は限られ、利上げの最終到達点（ターミナルレート）も視野に入っています。

一部ではすでに利上げ到達点模索の動きが見られます。米国では、11月FOMCの声明文に「利上げの累積効果と効果発現までのラグ（時間差）を考慮」との文言が追加され、4会合連続実施の0.75%の利上げ幅を、早ければ次回12月会合で縮小することが示唆されました。豪州・カナダは、景気悪化懸念の高まりから、既に利上げペース縮小に着手しています。

いずれの国もインフレ率が中銀目標を大幅に上回るため、利上げ終了後の早い時期に利下げ姿勢に転じる可能性は小さいと考えられます。ただ、利上げ終了となれば金利見通しの不確実性が低下し、金融環境の安定化につながります。年度末にかけては各国の利上げが最終段階に差し掛かると予想され、金融市場のボラティリティは沈静化に向かうと考えます。

<主要中銀の政策金利と市場の織り込み>



グラフ期間：実績部分：2022年初～2022年11月、点線部分：2023年12月まで
【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

4. 注目トピック 米・欧の金融政策正常化について

Topic

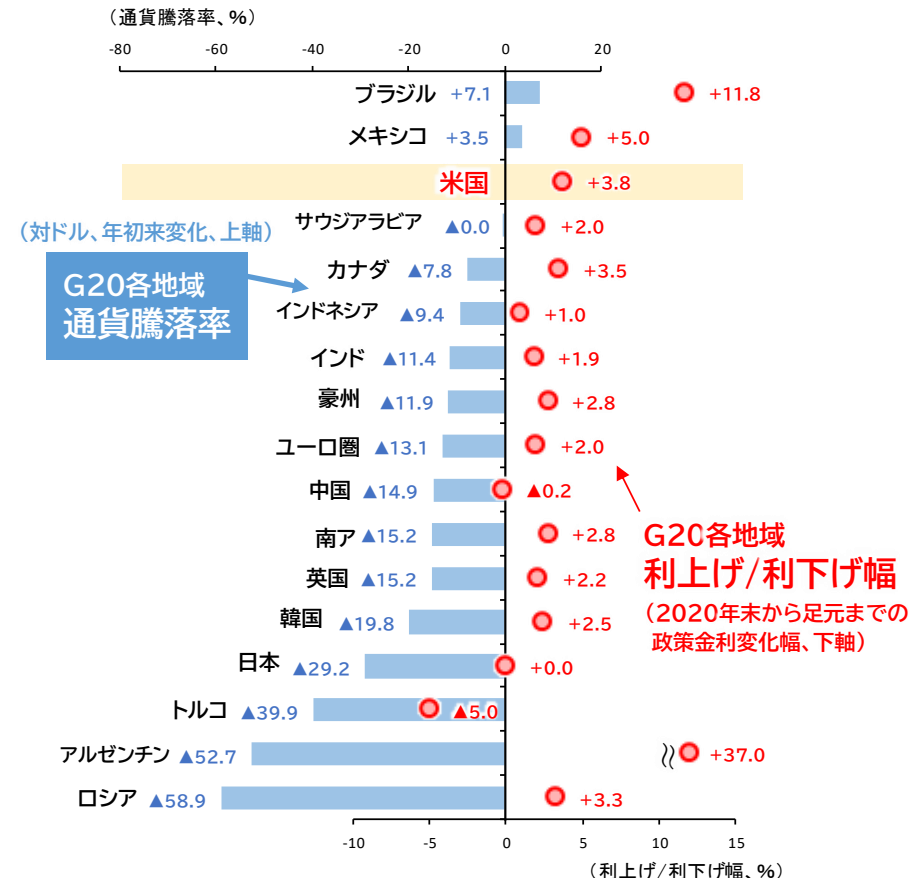
「強すぎるドル」が国際的な不安定化要因と警戒される

各国中央銀行は、それぞれのマンデート（任務）に基づき、経済情勢に沿って金融政策を調整する、が大原則です。然し、通貨安・通貨高の弊害を回避する為、米国の金融政策に追随するケースがしばしば発生します。米国が異例のスピードで利上げを続ける中、物価上昇を抑える為に“通貨の安定”を優先し、“金融政策の独立性”の放棄を迫られる等、『国際金融のトリレンマ』と葛藤する国が出てきています。

韓国中銀は8月に利上げ幅を50bpから25bpに縮小しましたが、直後にウォン安が進んだため、10月には利上げ幅を50bpに再拡大しました。カナダ・豪州中銀も米国に先行して利上げ幅の縮小に着手しました。今のところ、加ドル、豪ドルの対ドル相場は過去10年のレンジ下限近くに留まっていますが、米国との金利差がさらに開く場合、通貨安が加速し対応を迫られる可能性があります。ブラジルは9月に利上げを停止しましたが、同国は米国が利上げに着手する1年前の2021年3月に予防的利上げを開始しています。足元までの累積利上げ幅は、アルゼンチンを除けばG20最大の約12%に達します。

加えて、インドネシアやマレーシアのように、利上げだけでは通貨安を防ぎきれずに為替介入を実施し、外貨準備が適正基準（GDPの100~150%）を下回る水準まで減少する国も出てきています。

<G20各地域の通貨騰落率と利上げ/利下げ幅>



※ロシアの通貨騰落率：2021年末から海外取引制限前の2022年3月末時点までの値。

グラフ期間：通貨騰落率は2021年1月末～2022年10月末、
利上げ/利下げ幅は2020年末～2022年11月4日までの変化。

【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

ドル高対処が急務、国際協調体制が確認されるか注視

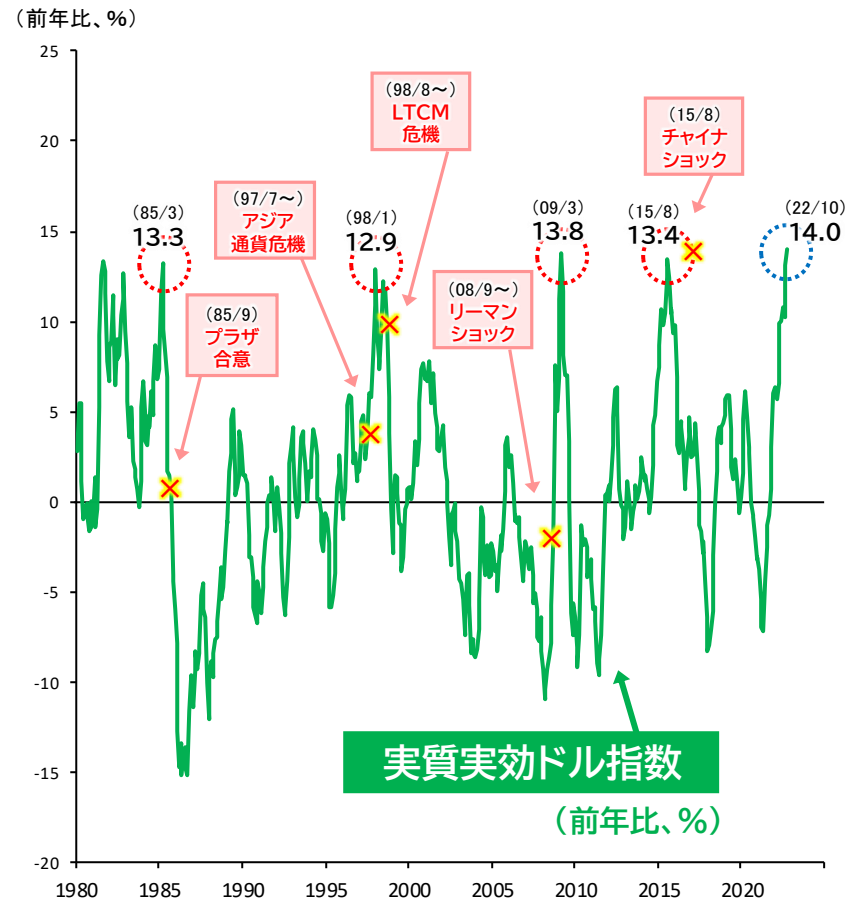
「強すぎるドル」が問題とはいえ、インフレ退治が最優先の米国にとって、輸入物価上昇につながる“ドル安”を容認することは難しいでしょう。しかし、ドル高を放置すれば、通貨安国の過度な利上げによる世界景気の悪化、ドル建て債務を抱える新興国の資金繰り問題等に発展することが懸念されます。1998年のLTCM危機※のように、FRBが緊急利下げなどの対応を余儀なくされる事態となれば、米国にとってもコストが甚大に膨らみます。

IMFは10月に「強いドルに対して各国がとるべき行動」と題したブログを発表し、①金融不安定化リスクと、②中銀の物価安定化能力が著しく損なわれるリスクに言及しています。IMFは特に新興国に対し、金融ストレス上昇による資金流出への備えとして、債務の通貨ミスマッチの解消や、適切な外貨準備水準の維持、先進国中銀とのスワップラインの確保等の対応を推奨しています。

10月に実施されたG20/G7財務相・中銀総裁会議の声明文では、各国通貨の変動率の高まりが言及され、懸念の高まりが示されました。11月15-16日には、G20首脳会議が開催されます。各国首脳がリスク認識を共有し、不確実性に備える姿勢が示されるか、注目されます。

※LTCM危機：ロシア国債の債務不履行をきっかけに
大手ヘッジファンドが破綻し、金融システムが不安定化した出来事。

<米ドル実効レート推移>



グラフ期間：1980年1月～2022年10月

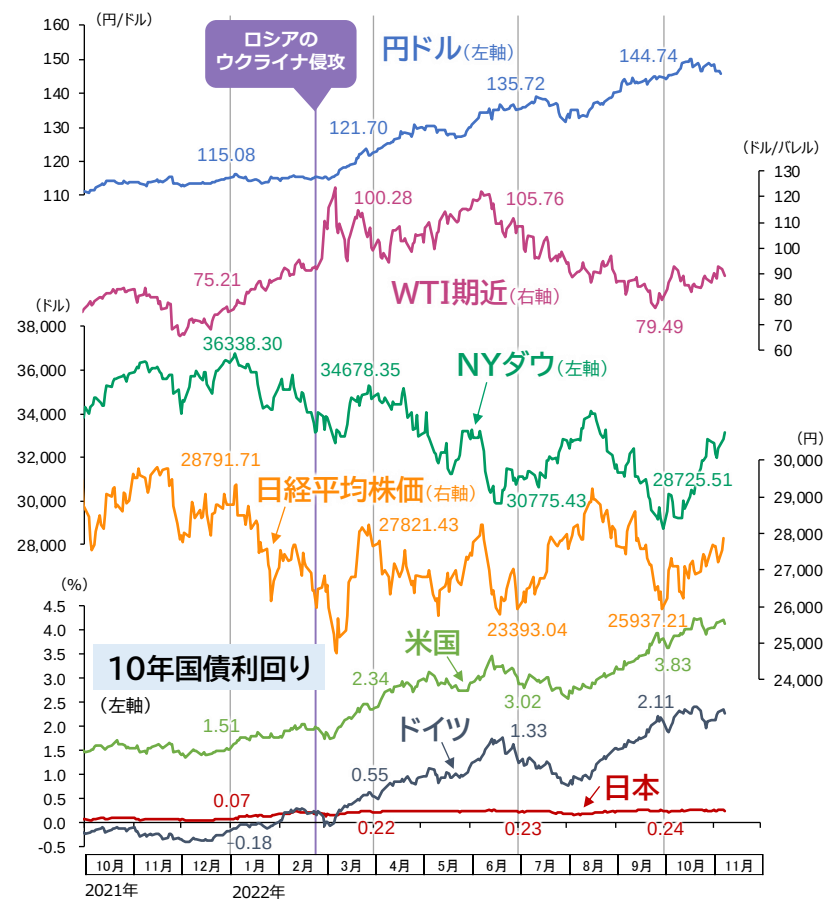
【出所】 ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

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	総裁・副総裁の任期が近づくに従い、日銀の政策修正の観測から金利上昇圧力が高まる展開を予想
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	ややオーバーウエイト	米国は来年前半に5%前後まで政策金利を引き上げた後、23年末まで据え置きを予想。利上げは最終段階へ
先進国株式	中立	25%超の株価調整で景気後退リスクは概ね織り込んでおり下値余地は限定的。スタイルはグロース優勢に
新興国債券	中立	先行して利上げを進めてきた国については利上げ一巡の動きも。過度なドル高進行が最大のリスク要因
新興国株式	ややアンダーウエイト	中国・台湾・韓国の東アジア3国が5割超の比重を占める。中国の経済政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	長期金利上昇により相対的利回りが大幅低下。利上げ一巡は追い風だが、投資魅力回復には時間

<主要マーケットの推移>



※グラフ内の数値は各四半期末値。

グラフ期間：2021年10月1日～2022年11月8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

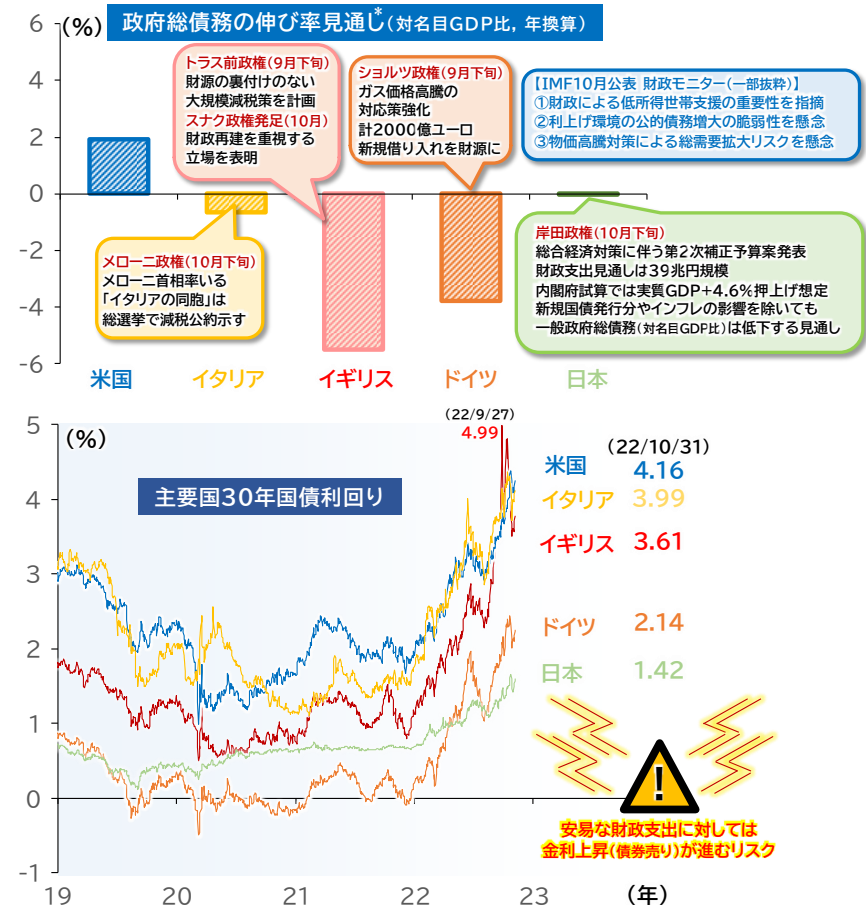
債券自警団の帰還 財政プレミアム上昇に警戒

9月下旬、英国でトラス前政権が大規模減税計画を発表した際、英30年国債利回りはわずか2週間で3.5%台から4.8%台まで上昇する混乱に見舞われました。

仮に大規模な金融緩和が行われていた時であれば、債券市場はこれほど大きく反応しなかったと考えられます。ウォーレン・バフェット氏の有名な言葉“潮が引いてはじめて誰が水着を着けていないか分かる”の通り、市場から潤沢な流動性が吸い上げられたことで、ファンダメンタルズの弱さが露呈し易くなっています。債券市場は今回の英国のような安易な財政出動には厳しく警告を発する、自警団の役割を再び担うことになりそうです。

この先、各国政府は物価高に苦しむ家計部門の支援策を打ち出してくると予想されます。その際、IMFが示す政府総債務残高の伸び率見通しが、支援策の適正度合いをチェックする目安となりそうです。イタリアでは10月にメローニ新政権が公約通り家計支援策を発表しましたが、最大96億ユーロ（≒1兆4千億円）とIMFが示す債務の伸びの範囲に抑えたことから、対ドイツ国債スプレッドはその後縮小傾向にあります。日本では補正予算案で22.8兆円（対名目GDP比 約3.9%）の新規国債発行が計画されています。今のところ極端な債券市場の反応は見られませんが、今後、財政リスクプレミアム主導の金利上昇が世界的に広がる展開に注意する必要があります。

<政府総債務(対名目GDP比)の見通しと30年国債利回り>



*IMF世界経済見通し(2022年10月公表)の一般政府総債務(対名目GDP)の見通しにおける2022年末~2027年末の伸び率を年換算

グラフ期間 下段: 2019年~2022年11月7日

【出所】ブルームバーグ、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

株式市場

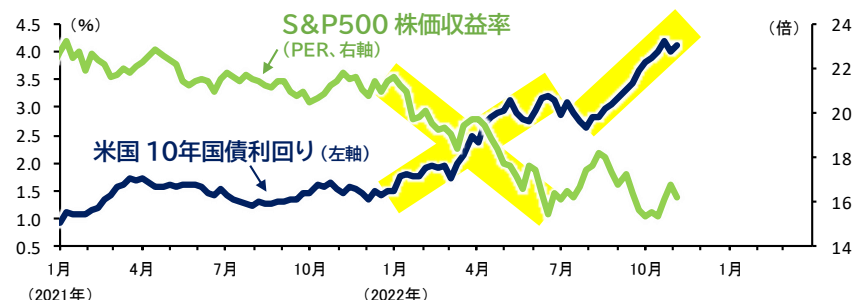
逆業績相場がシナリオの柱 金融相場の始動も意識

年初から年央までは長期金利の上昇を背景に株価バリュエーションの調整が進行し、相場循環上では「逆金融相場」と位置づけされます（右上図）。6月から7月にかけては、金利上昇が一服となる中、企業業績の見通し下方修正が増えました。この段階で株価調整の第二段階にあたる「逆業績相場」への移行が始まったと考えられます。その後米長期金利が再び上昇基調となり、7月以降は「逆金融相場」と「逆業績相場」が混在する相場付きとなっています。

他方、スタイル別の株価動向はやや異なる動きが見られます。右下図は、米国スタイル別株価指数の騰落率を年前半と後半に分けて見たものです。年後半は小型・中小型グロースが上昇率トップとなり、同じグロースでも調整が続く大型グロースや大型成長株が多いナスダック総合指数とは異なる動きとなっています。大型グロース株のピークが2021年12月であるのに対し、小型・中小型グロース株はそれ以前の2021年2月にピークを付けています。昨年末までの米国株上昇を牽引した大型グロース銘柄が需給調整で上値が抑えられる中、2年近く調整を続けてきた小型・中小型グロース株については、FRBが利上げの最終段階入りを模索し始めたことで、見直し買いが入り始めた可能性があります。「逆業績相場」の次に来る「金融相場」を先取りする動きとして注目されます。



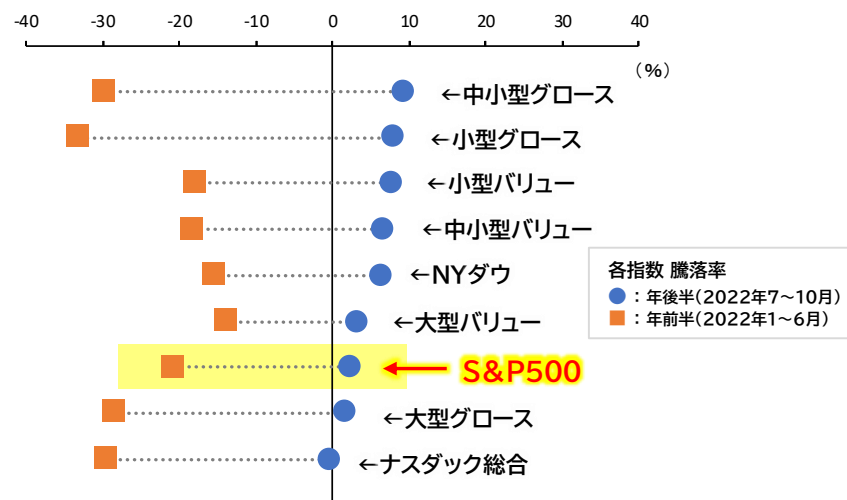
<米国株のPERと10年国債利回り>



グラフ期間：2021年1月初～2022年11月第一週、週次データ。

【出所】ブルームバーグ、Refinitive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

<米国株 スタイル別指数騰落率の変化>



※騰落率はラッセル・スタイル別株価指数に基づく。

【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

新興国市場

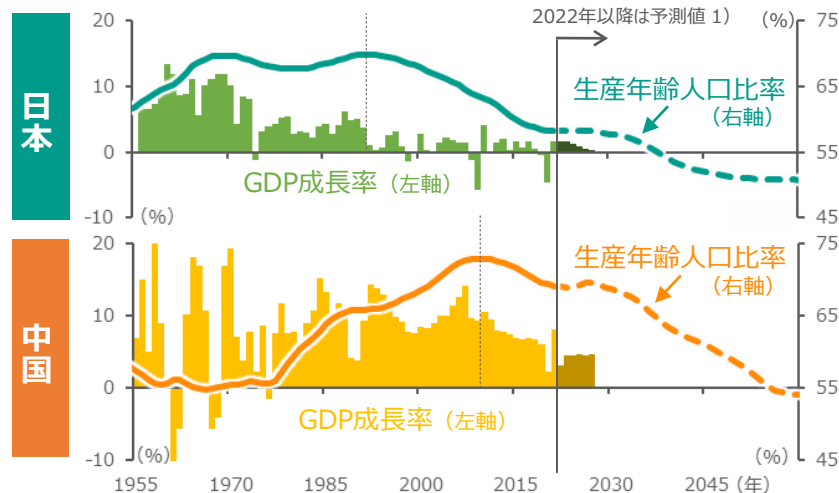
中国経済の長期的見通しに不透明感強まる

10月22日に中国共産党大会が閉幕、習近平総書記の3期目がスタートしました。週明けの24日、中国株式の国際ベンチマークであるMSCI中国株指数は▲8.2%と一日の騰落率としてはリーマンショック直後の2008年11月以来の下落率となりました。過度な権力集中や経済よりも政治が優先されるとの懸念などから海外投資家の売りが膨らんだものと見られます。

中国はバブル崩壊後の日本を十分に研究し同じ轍を踏まないよう政策対応していると言われます。研究されている側の日本だからこそよく見える中国経済の問題点があります。1)生産年齢人口比率のピークでバブルが崩壊し、その後、経済成長率が下方屈性したこと（右上図）、2)過剰債務の処理を先送りしても、いずれその清算を迫られ、その間、財政赤字が加速度的に悪化すること、3)日本の失われた20年の引き金となった1990年の不動産融資総量規制を、中国も2020年半ばに『3つのレッドライン』という形で実施し、その後の不動産不況を招いていること、などです。

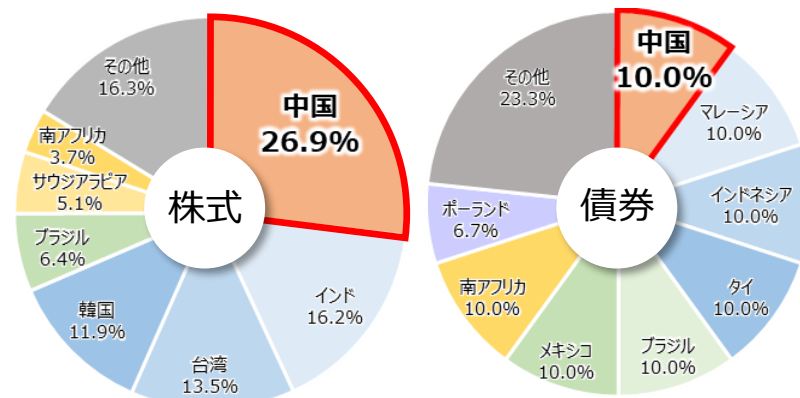
新興国投資において中国のウエイトは大きく、パフォーマンスを大きく左右します（右下図）。それだけではなく、中国経済が持続的な成長を続けるか否かは世界経済、引いては、グローバル投資全体にも大きな影響を与えることになります。長期視点から、中国投資の期待リターンとリスクを再点検する必要があると考えます。

<日本・中国の実質GDP成長率と生産年齢人口比率>



グラフ期間：1955年～2059年 1)生産年齢人口比率(15-64歳が人口に占める比率)は国連予測(2022年時点)、GDP成長率はIMF予測(2022年10月時点)

<新興国株式・債券における国別構成比 (2022年10月末時点)>



※新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数 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
【出所】Haver Analytics、IMF、国連、MSCI、JP Morgan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

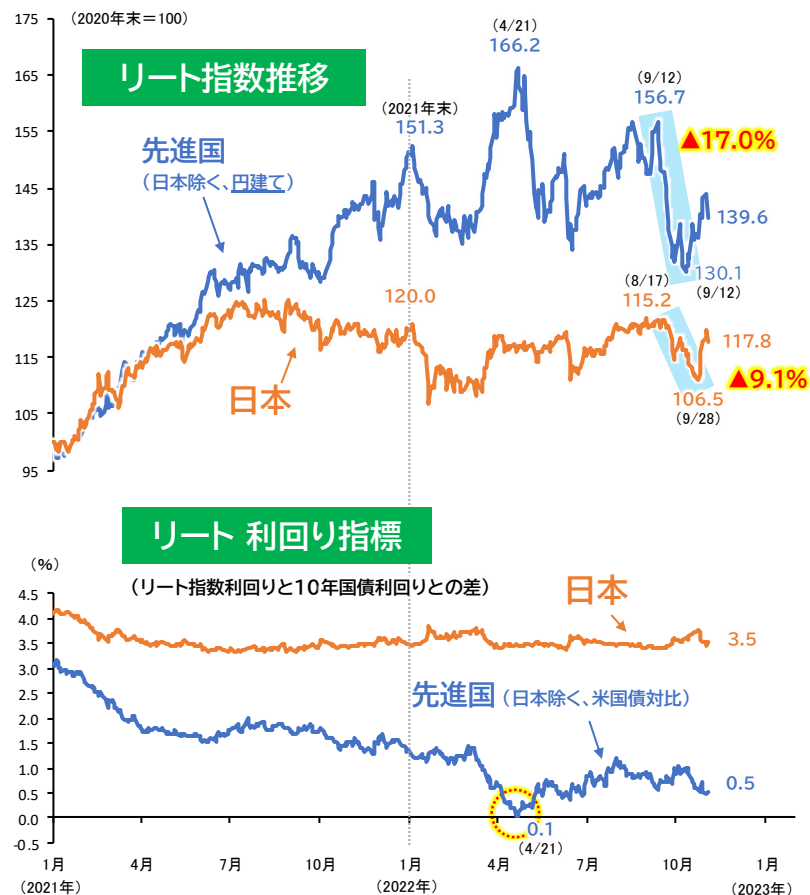
大幅調整もアク抜け感乏しい 本格上昇には時間要す

国内外のリート市場は9～10月にかけて大幅調整となりました。昨年は年間で51%上昇し主要8資産トップとなった先進国リートは9月以降の最大下落率が17%と、8資産中最大です。右図下段の内外リートと国債の利回り差を見ると、先進国リートは7-9月に調整が進んだものの、依然割高感が残ります。他方、国内リートは、日銀がYCC（イールドカーブコントロール）で長期金利の上昇を抑え込んでいるため、相対的に高い利回り魅力度を維持しています。国内リート指数の9月以降の最大下落率は9.1%に拡大しましたが、先進国リートの半分程度です。

ただ、国内リートについても来年4月の黒田日銀総裁任期が近づくにつれて、政策修正・金利上昇観測から上値が抑えられる可能性があります。加えて来年以降は、物件供給増加に伴う国内オフィス市場の需給悪化が懸念されます。国内リート保有物件の4割はオフィスが占め、空室率上昇・賃料低下が続けばリート全体の上値を抑える展開が予想されます。

先行きは、世界の主要中央銀行の急激な利上げ局面が一巡する中、リートのバリュエーション調整圧力は緩和に向かうと予想されます。しかし、内外リートともに本格上昇に向かうには時間を要すると考えられます。

<内外リート指数の推移と国債との利回り差>



先進国：S&P先進国リート指数（日本除く、円建て）。日本：東証リート指数（配当込み）。
グラフ期間：2021年初～2022年11月4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									
		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	10月
		25.0	37.5	50.0	66.7	58.3	58.3	33.3	33.3	25.0	41.7	33.3	41.7	50.0	33.3
①	 ISM製造業・新規受注指数	64.4	60.6	61.4	61.0	57.9	61.7	53.8	53.5	55.1	49.2	48.0	51.3	47.1	49.2
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	99.1	98.2	98.4	98.9	97.1	95.7	93.2	93.2	93.1	89.5	89.9	91.8	92.1	
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	68.1	67.9	63.5	68.3	64.1	59.4	54.3	62.5	55.2	47.5	47.3	58.0	58.0	56.2
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	69,298	70,632	71,135	71,199	72,217	72,038	72,857	73,115	73,477	74,190	74,709	75,379	75,040	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	365	302	254	222	227	195	175	188	209	233	247	238	208	
⑥	 NAHB住宅市場指数	76.0	80.0	83.0	84.0	83.0	81.0	79.0	77.0	69.0	67.0	55.0	49.0	46.0	38.0
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	▲18.2	▲18.2	▲18.2	▲14.5	▲14.5	▲14.5	▲1.5	▲1.5	▲1.5	24.2	24.2	24.2	
⑧	 独Ifa景況感指数 製造業・商業(期待指数)	98.9	97.5	97.0	96.3	97.8	99.7	82.4	84.2	86.5	84.4	80.1	80.3	76.6	76.2
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	
⑪	 日本 中小企業売上 見通LDI	▲7.5	▲7.4	▲3.2	6.9	4.3	▲0.2	2.1	10.8	9.5	3.6	2.4	4.7	▲1.9	0.0
⑫	 日本 実質輸出指数	108.0	107.6	115.5	114.4	113.7	115.4	116.1	109.1	112.0	112.8	114.6	113.6	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11月7日時点)

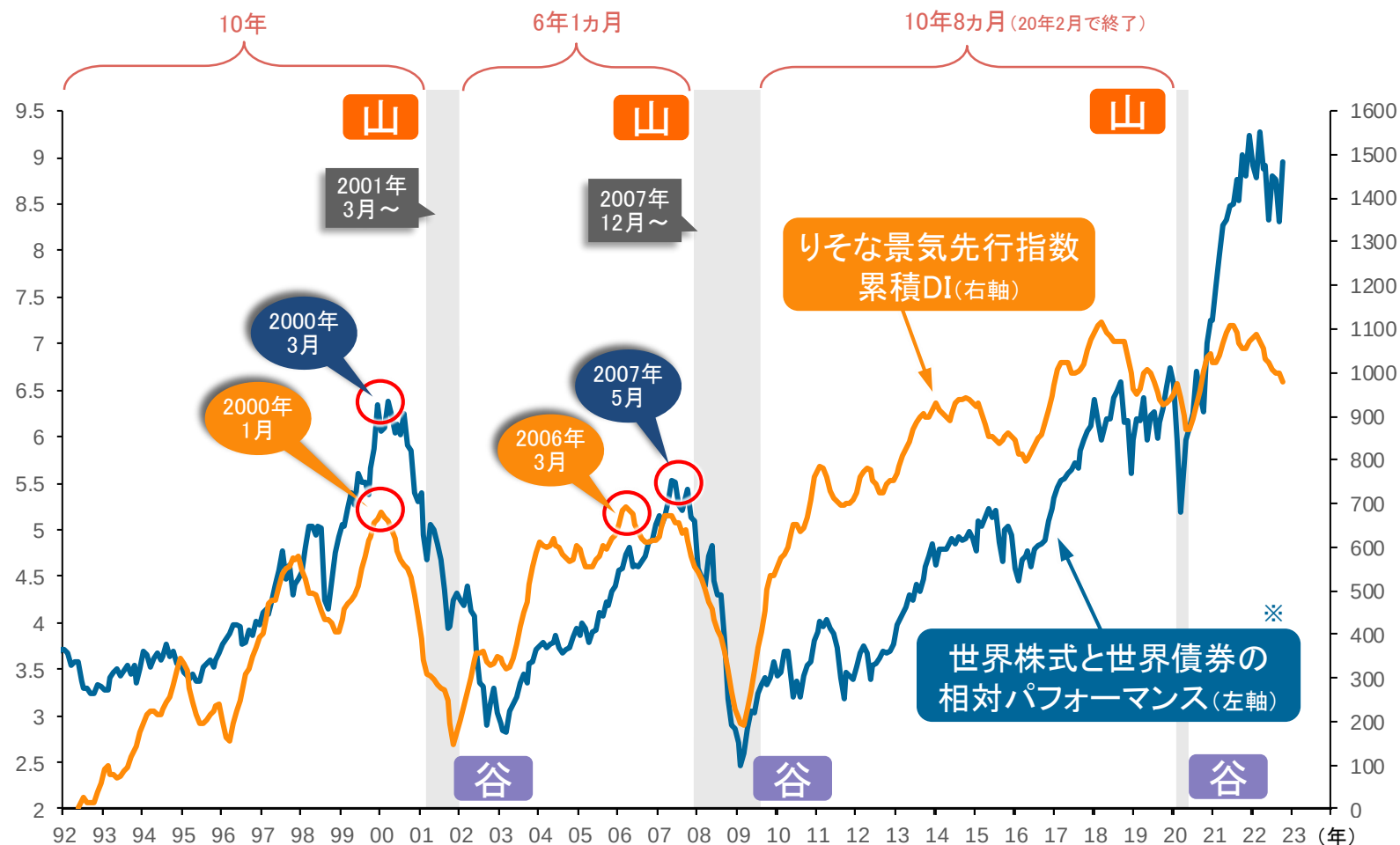
<計算方法>

例えば、2022年2月のISM製造業・新規受注指数の数値は61.7でした。3ヶ月前の2021年11月の数値61.4と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2022年2月は12指標のうち7指標が「改善」を示していますので、 $7 \div 12 \times 100 \div 58.3$ 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

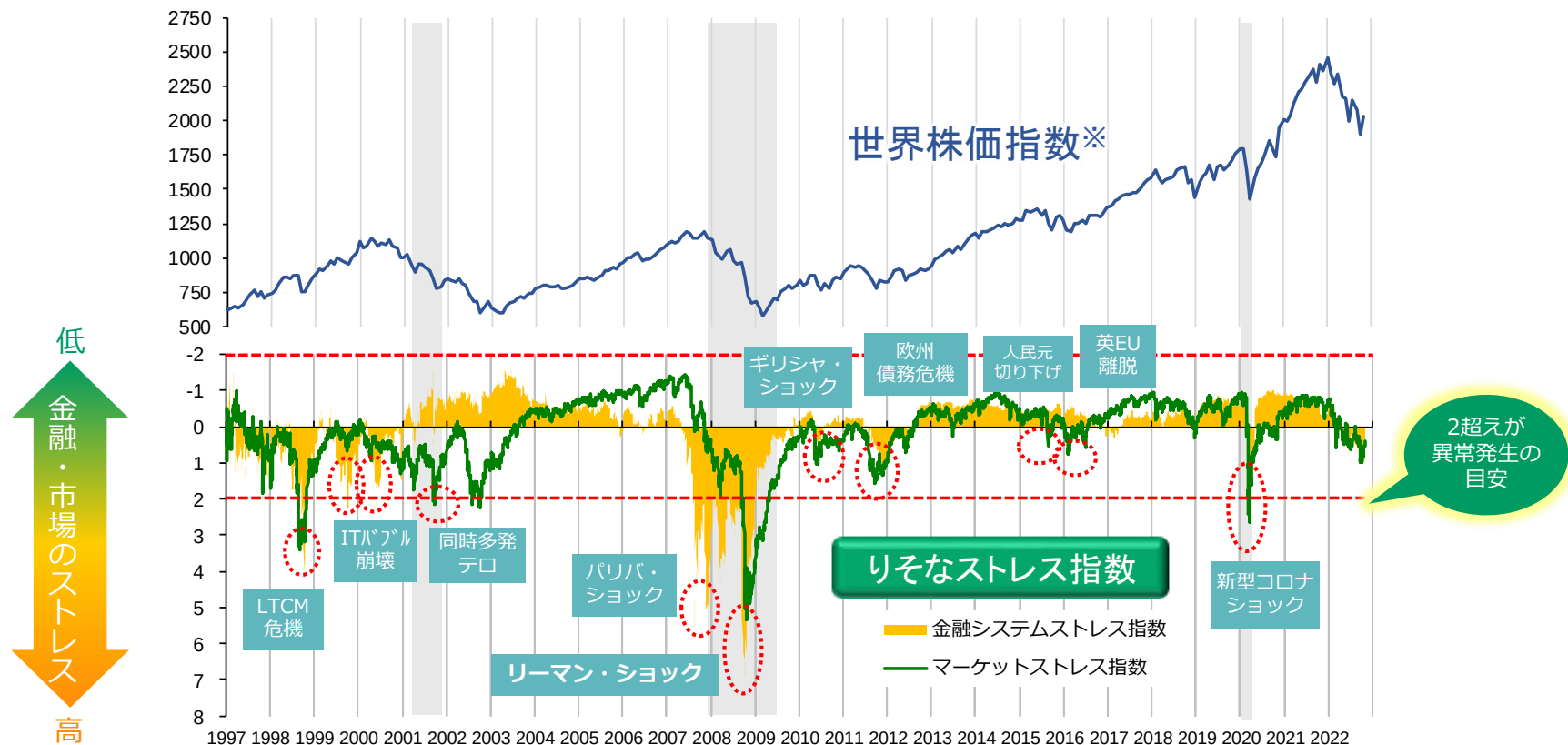
グラフ期間：1992年1月～2022年10月（りそな景気先行指数は1992年5月～2022年10月）

【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11月7日（世界株価指数は2022年10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。