

Resona Investment Outlook

Spring
2023

～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

2023年5月19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の「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。

『災い転じて福となす』は、自分の身に降りかかった災難を上手く利用して、良い結果に結びつけた時などに使われることわざです。「シリコンバレー銀行（SVB）の破綻」は銀行監督を担うFRBにとっては「災い」のような出来事かもしれません。しかし、上手く処理すれば、インフレ鎮静化という「福」に結び付けることが出来ます。

銀行が貸し出し態度を厳格化すれば、借入依存が高い中小企業などは積極的な事業展開が難しくなり、雇用を抑制せざるを得なくなります。その結果、逼迫する労働需給が緩み始め、賃金上昇にブレーキが掛かり物価鎮静につながります。3月FOMC議事要旨で明らかになった「23年後半にマイルドリセッション入り」「24年・25年のコアPCEデフレーターは+2%近傍」というスタッフ見通しは、正にこの「災禍転福」シナリオに沿ったものと言えます。

ただ、そのように都合よく事が運ぶとは限りません。中堅・中小銀行の破綻が止まらず、金融システム不安という「手が付けられない大きな災い」に発展する可能性もあります。そこで今回は、注目トピック欄で「米国銀行セクター混乱の行方」を取り上げています。

<もくじ>

1. 2023年2月央～2023年5月央のふりかえり
2. 2023年中盤～後半の投資環境見通し
3. 注目トピック：
米国銀行セクター混乱の行方
4. 主要マーケットの見通し
5. リそのの独自指標



1. 2023年2月央～2023年5月央のふりかえり

突然の米銀不安 引き締め効果が顕在化

3月の米シリコンバレー銀行破綻後、マーケットでは世界景気減速の織り込みが急速に進みました。これまでFRBの急激な利上げにも拘わらず金融環境のタイト化が十分に進まず、米国景気は一進一退を続けてきましたが、同行の破綻を契機に信用の逼迫が進む、と市場参加者の多くが感じたようです。過去3カ月、先進国株式（MSCIコクサイ・現地通貨建て）は1%程度の小幅上昇で終わりました。しかし、中身を見ると、エネルギー、素材などの景気敏感業種が売られ、通信、生活必需品、公共などディフェンシブ業種が買われる、2極化現象が鮮明です。

■ **債券市場**：日銀が「粘り強く（Patiently）金融緩和を継続する」姿勢を打ち出し、政策修正観測が後退しました。

■ **株式市場**：国内株式は積極的な株主還元策が好感され、日経平均株価は一昨年来の高値を更新しました。

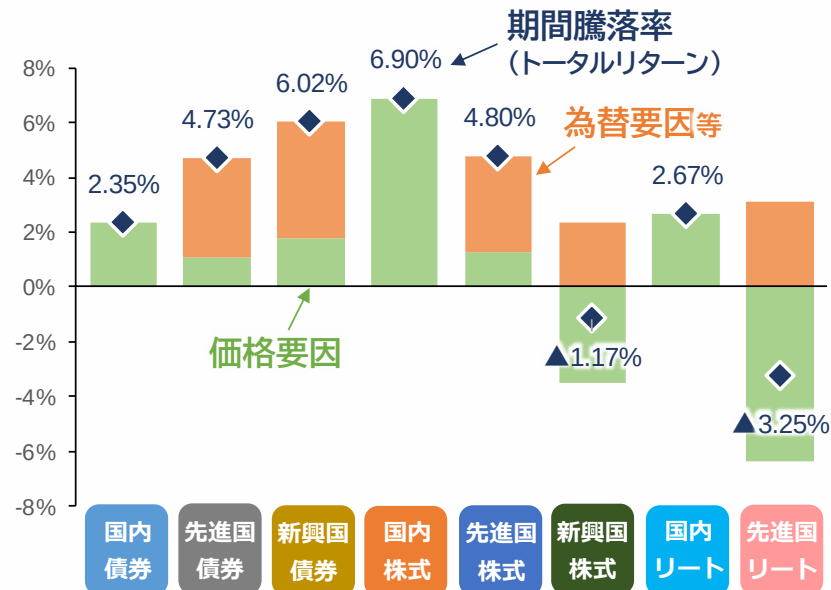
■ **リート**：先進国リートは銀行の融資厳格化で商業不動産の資金調達環境が悪化すると懸念から売りが先行しました。

■ **新興国市場**：3割近い時価総額比重の中国株がゼロコロナ終了後の反発一巡で下げに転じ、全体を押し下げました。

■ **為替**：新体制移行の日銀が大規模緩和を継続する姿勢を示し、円が全面安となりました。対ユーロでは一時14年半ぶりの安値、対スイスフランでは1979年以来の安値を付けました。

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2023年2月10日～2023年5月12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・ダイバースファイド（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・新興国株式については、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の騰落率を用いて算出。

※【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、リそなアセットマネジメント作成

2. 2023年中盤～後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

信用サイクルが暗転 焦点は景気の落ち込み幅

世界景気がこの先どの程度落ち込むかが投資戦略を考える上での焦点となります。

年初は中国のゼロコロナ政策撤回や欧米の暖冬効果で経済活動が盛り返し、世界景気の成長持続を期待する「ノーランディングシナリオ」が拡まりました。

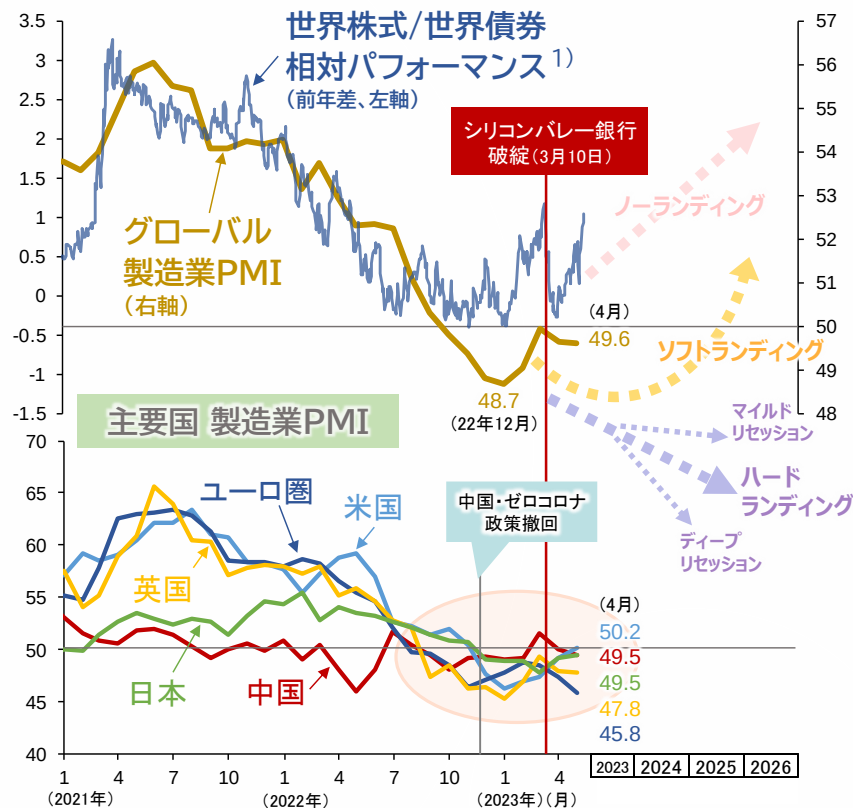
その後、3月に米・欧銀行の経営不安が相次いで表面化、経済再開後の中国も期待されたほどの力強さは見られず、景気楽観論は後退。現在は「ソフトランディング（景気軟着陸）」か「ハードランディング（景気後退）」、後者であれば、「マイルド（軽微）」か「ディープ（深刻）」かに焦点が絞られます。

当社では、信用のひっ迫で景気減速は避けられないものの、米国景気の「軟着陸」は依然可能とみています。また、仮に景気後退に陥った場合でも過剰債務・過剰投資などの歪みが小さいため「軽微」にとどまり、年間ベースでマイナス成長となるような「深刻な景気後退」は回避されるとみまます。

マクロ指標では、短期景気（製造業在庫）サイクルを表す製造業PMI（購買担当者景気指数）と中期景気サイクルを表す非製造業PMIの動きに注目しています。この先予想される雇用・消費の落ち込みは非製造業PMIで点検することになります。製造業在庫循環については足元で一部底入れの動きが見られますが、最終需要の落ち込みを受け再度下振れを予想します。

米国景気が「深刻な景気後退」に陥るリスクシナリオとしては、1)中堅・中小銀行の経営不安が収まらず金融システムの不安定化につながるケース、2)インフレの高止まりでFRBの利上げが再加速するケースが想定されます。

<グローバルPMIと株式/債券相対パフォーマンス>



1) 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、配当込み)

グラフ期間: 2021年1月～2023年4月(世界株式/世界債券 相対パフォーマンスは2023年5月12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

2. 2023年中盤～後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

投資戦略

海外債券オーバーウエイト、 国内資産は慎重姿勢継続

資産配分：米国の利上げ打ち止めのタイミングは「株式の買い場」、「債券の買い場」どちらでしょうか？

最後の利上げ日から1年後のパフォーマンスを過去5回のケース（1989年、1994年、2000年、2006年、2018年）で確認しました。株式（MSCIコクサイ）は2000年以外の4回で上昇、債券（日本除く先進国債券指数）は5回全てで上昇で終わっています。

株式にとっても金利低下はプラス要因です。ただ、その段階で経済がどれだけ打撃を受けているか次第でその後のパフォーマンスは変わり得ます。仮に、深刻な景気後退が控えていれば、企業収益の悪化が金利低下効果を相殺し、株式は下落が予想されます。

今回は、景気軟着陸か軽微な景気後退が想定されるため、大幅な業績悪化は回避される見通しです。ただ、これまで堅調に推移してきた非製造業の業績悪化が予想されます。一方、各国はインフレ鎮静を確かなものとするため抑制的な金融政策を当面維持するとみられます。

このような投資環境見通しの下、債券のウエイトをやや高め、株式などリスク資産のウエイトを抑え、ポートフォリオ全体の変動率を抑える資産配分戦略が適切と考えます。

債券：国内債券は、YCC修正で長期金利の水準訂正が確認されるまで「ややアンダーウエイト」とします。

株式：グローバル景気減速の織り込みが進む見通しから、国内株式の「ややアンダーウエイト」を継続します。

主要資産クラスの推奨ウエイト（今後3カ月～6カ月程度）

	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				●	
米国				●	
欧州				●	
先進国株式			●		
米国			●		
欧州			●		
新興国債券				●	
中国				●	
その他				●	
新興国株式		●			
中国		●			
その他		●			
国内リート		●			
先進国リート		●			

※上記は相対的な投資魅力を反映したもので、マーケットの方向性を示すものではありません。
各マーケットの方向に関する当社の見通しについては9ページをご参照ください

【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

2. 2023年中盤～後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

超金融緩和の揺り戻しが 世界経済の下振れリスクに

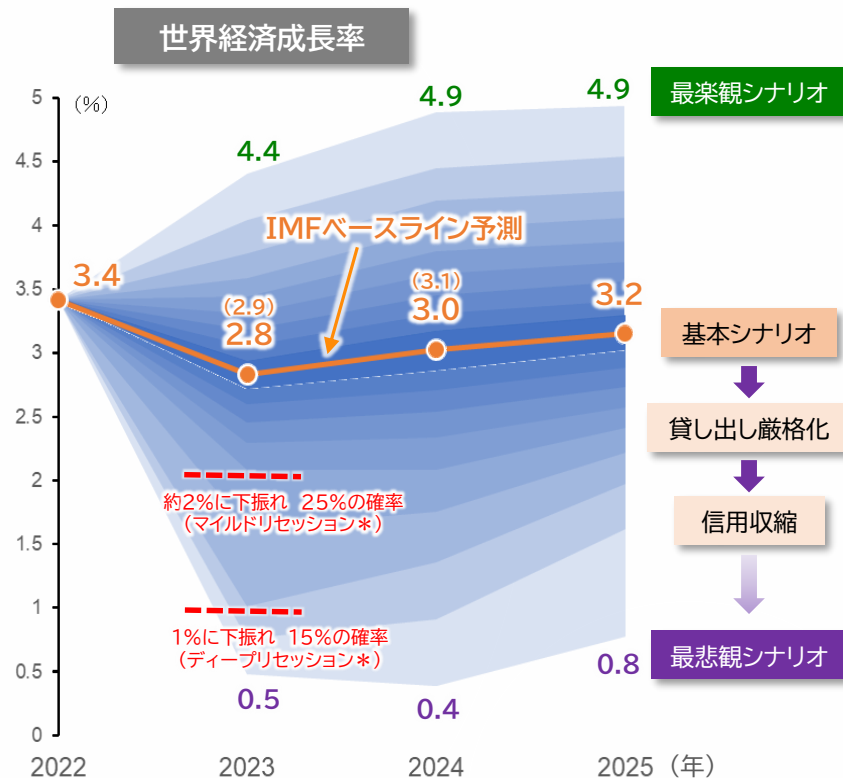
IMFは4月の世界経済見通しで緩慢な成長見通しを維持する一方、15%の確率で今年の世界経済成長率が+1.0%となる「深刻な下振れリスク」を提示しました（右図）。

これまで世界経済の下振れリスクとして新型コロナ(疫病)、ロシア/ウクライナ問題(戦争)、資源・食料価格上昇(物価)等が想定されてきました。今回IMFが想定するリスクは過去10年以上続いた低金利・低インフレ・過剰流動性環境で蓄積された脆弱性が金融正常化の中で一斉に表面化する展開です。

欧州でも米国同様のリスクが潜んでいます。ECBとESRB（欧州システミックリスク理事会）がその火種として指摘するのは商業用不動産です。マイナス金利下で上昇を続けてきた商業用不動産価格は昨年来の急激な利上げを受け下落に転じています。ユーロ圏国内銀行の融資・貸出金全体に占める商業用不動産の割合は約5%程度ですが、ドイツ中堅銀行では5割を超えるところもあります。ESMA（欧州証券市場監督局）は、不動産投資ファンドが1兆ユーロ規模に膨らんでおり、その多くが個人投資家資金によるものであることから、解約売りが一斉に出た際は流動性のミスマッチが生じると指摘します。

5月発表のユーロ圏銀行貸出調査では、企業向け融資基準を厳格化した割合はネットで+27%と欧州債務危機の影響が残る2011年4Q以来の水準が2四半期続いています。ラガルドECB総裁は、融資態度の厳格化は利上げ効果の表れと評価しましたが、同時に商業用不動産発の信用収縮に発展するリスクを警戒する段階に入ってきたと言えます。

<IMF 世界経済見通し>



※IMF世界経済見通し(2023年4月時点)の予測値に基づいて作成。
ベースライン予測の()内は2023年1月時点予測。
※青の濃淡はそれぞれ5%確率区分を表す。*マイルド/ディープリセッションは当社判断。
グラフ期間:2022年~2025年
【出所】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

2. 2023年中盤～後半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

金融環境

FRBは「物価安定」と「金融安定」の二兎を追う

3月以降、米国銀行セクターは中堅・中小銀行の破綻が相次ぐなど混乱が続いています。IMFは4月の世界経済見通しで、高インフレ環境で金融リスクが高まった場合、中央銀行の危機対応が困難になると指摘しました。FRBは正にその指摘通り、『物価安定』と『金融システム安定』を同時に求められる、困難な状況に直面しています。

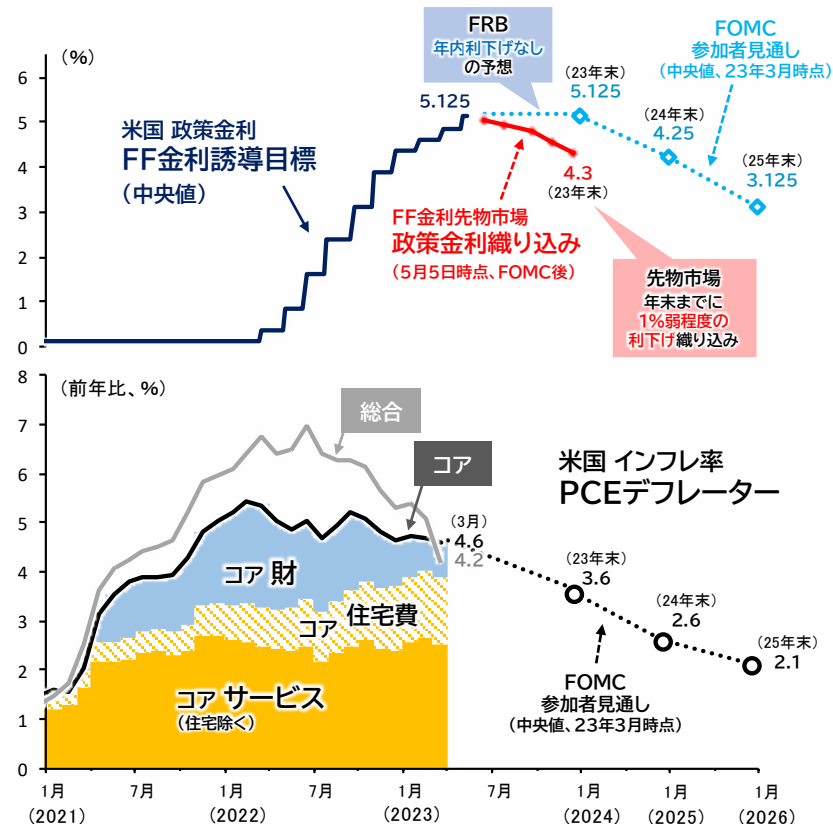
FRBは5月FOMCで10会合連続となる利上げを実施し、先行きは利上げ打ち止めの可能性を示唆しました。その上で、インフレ高止まりを背景に早期利下げの可能性を否定しました。

FRBは、「十分に抑制的（パウエルFRB議長）」な政策金利を維持し物価安定を目指す一方、銀行不安には、『最後の貸し手』としての流動性供給や、FDIC（連邦預金保険公社）等と連携した金融監督・規制面の対応で対処する方針と見られます。ただ、引き締め的な金融環境が続く中で、中堅・中小銀行を中心に銀行セクターが一段と不安定化するリスクが残ります。

物価見通しにも不確実性が残ります。右図の通り、総合インフレ率はエネルギー高の一巡で減速する一方、FRBが重視するコアサービス（住宅除く）価格が高止まりしています。

パウエルFRB議長は、「物価安定には時間を要する」と述べています。金融システム不安定化リスクを抑制しながら、物価安定の道筋をどのように確保するかが焦点となります。

<米国 政策金利、インフレ率>



グラフ期間：FF金利誘導目標：2021年初～2023年5月10日 (FOMC参加者見通しは2025年末まで)
FF金利先物市場政策金利織り込み：2023年6月～2023年12月
PCEデフレーター：2021年初～2023年3月 (FOMC参加者見通しは2025年末まで)

【出所】Haver Analytics、BEA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. 注目トピック 米国銀行セクター混乱の行方

Topic

米銀行不安：危機対応が混乱の波及を抑制

米国では3月以降、3つの中堅銀行（シリコンバレー銀（SVB）、シグネチャー銀、ファースト・リパブリック銀）が破綻しました。右図のとおり、銀行株は現在も不安定な動きを続けています。

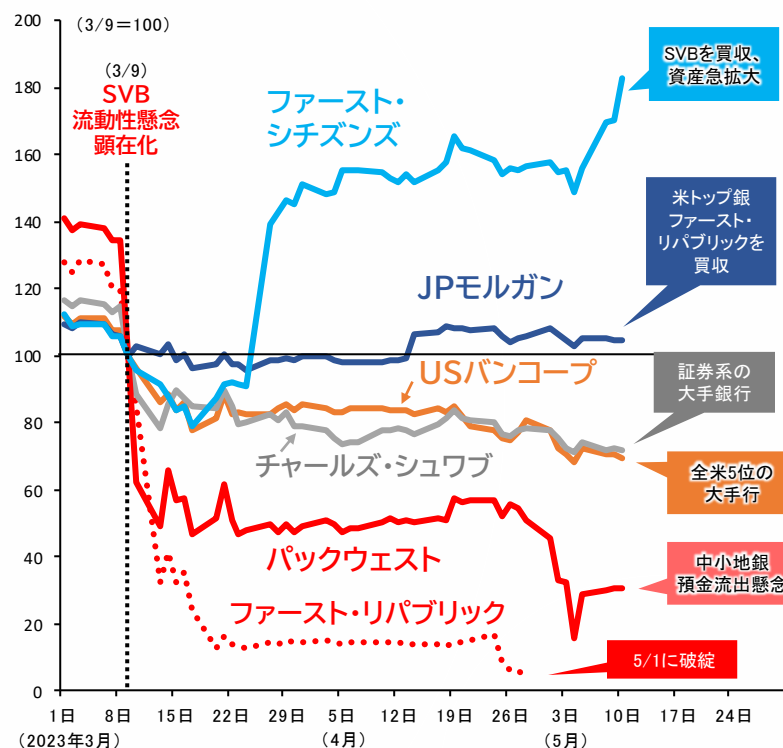
前ページの【金融環境】で述べた通り、高インフレ環境下にあるため、金融緩和策で金融ストレスを抑制することは困難です。このような場合、マクロブルーデンス（金融システム監督・規制）政策での対応が重要になります。

3月のSVB・シグネチャー銀破綻時は、FDIC（連邦預金保険公社）が異例の預金全額保証を決定し、預金流出を抑制しました（本来は1口座につき25万ドルまで補償）。ただ、モラルハザード懸念や救済余力の限界から、多用は困難とみられます。

その他の手段としては大銀行による買収が挙げられます。5月初のファースト・リパブリック銀破綻は、JPモルガンによる買収で処理されました。米国の大手銀行は金融危機後の規制強化で財務の健全性が高まっており、破綻銀行を引き受ける余力があります。

ただ、破綻後の預金保護拡大や買収は預金流出・銀行破綻の予防策ではなく、悪影響の拡大を食い止める応急処置です。根本的な解決には、FRBの利下げ等、金融環境の緩和への転換が必要と思われます。当面は、リスクの高まりには応急処置で対応しながら、インフレ鈍化・FRBの利下げを待つという、綱渡りの状況が続くことが予想されます。

<米国 銀行株推移>



3. 注目トピック 米国銀行セクター混乱の行方

Topic

米銀行不安：リスクの 先行指標は銀行融資態度

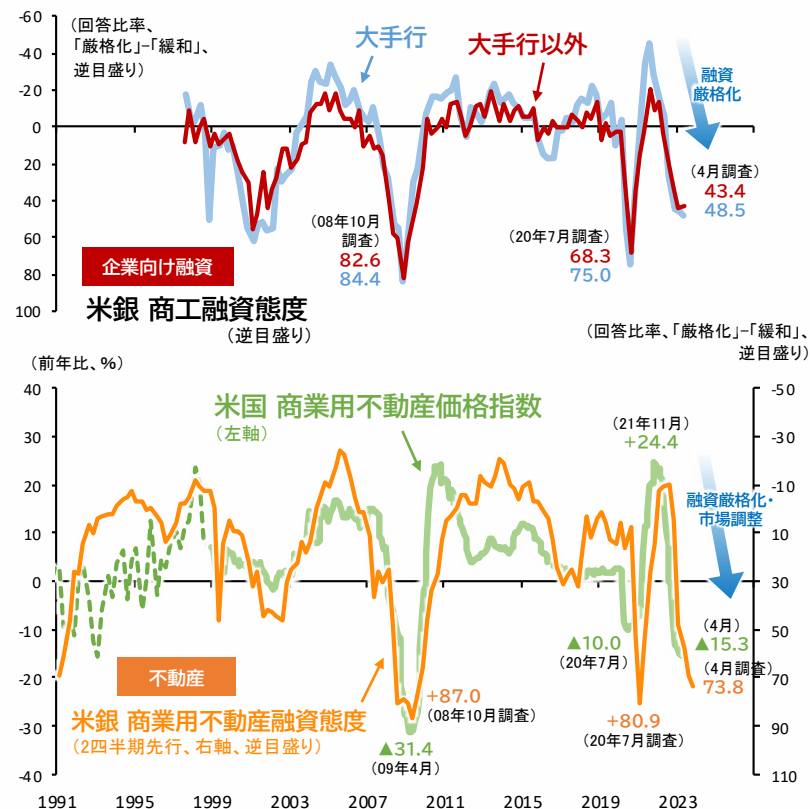
現時点では、金融不安の芽は米中堅・中小銀行に限定されています。ただ、リスクが大手行や銀行以外の金融機関に波及しないか、点検を継続する必要があります。

米中堅・中小銀行は米国の銀行融資全体の55%＊を担います。そのため、中堅・中小銀行の混乱が長引き、融資の厳格化・不良債権の増加が進んだ場合、金融システム全体に影響が及ぶ恐れがあります。右図上段の4月調査時点の商工融資態度では、大手行と大手行以外（＝中堅・中小）で大差はありません。大手行以外の融資態度が一段と悪化し、実体経済に影響を及ぼし始めた場合、大手行にも波及する可能性があります、警戒が必要です。

米中堅・中小銀行は米商業用不動産融資の8割程度＊を担っているため、不動産部門への悪影響にはとりわけ注意が必要です。右図下段のとおり、FRBの利上げを受け米不動産価格の調整がすでに進んでいます。今後、銀行部門の混乱が長期化すれば、調整が一層深刻化するリスクがあります。米商業用不動産は、年金、ヘッジファンド、リート等の投資信託など、グローバルの幅広い非銀行金融機関に保有されており、米不動産価格が深刻な調整となる場合、グローバル金融システム全体でストレスが高まる可能性があります。不動産融資態度、不動産価格指数等がリスクを見極める際の先行指標として重要になると考えられます。

＊：2022年末時点。中堅・中小銀行は総資産2500億ドル以下の銀行として算出。

<米国 銀行融資態度、商業用不動産価格>



※商業用不動産融資態度：2013/3Qまでは不動産融資全体に関する調査、以降は建設・開発用融資調査。
商業用不動産価格：点線部の1998年末までは米不動産投資受託者協会の指数、以降はグリーン・ストリート・アドバイザーズの指数。

グラフ期間：1991年～2023年4月（融資態度は四半期、不動産価格指数は月次）。

【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

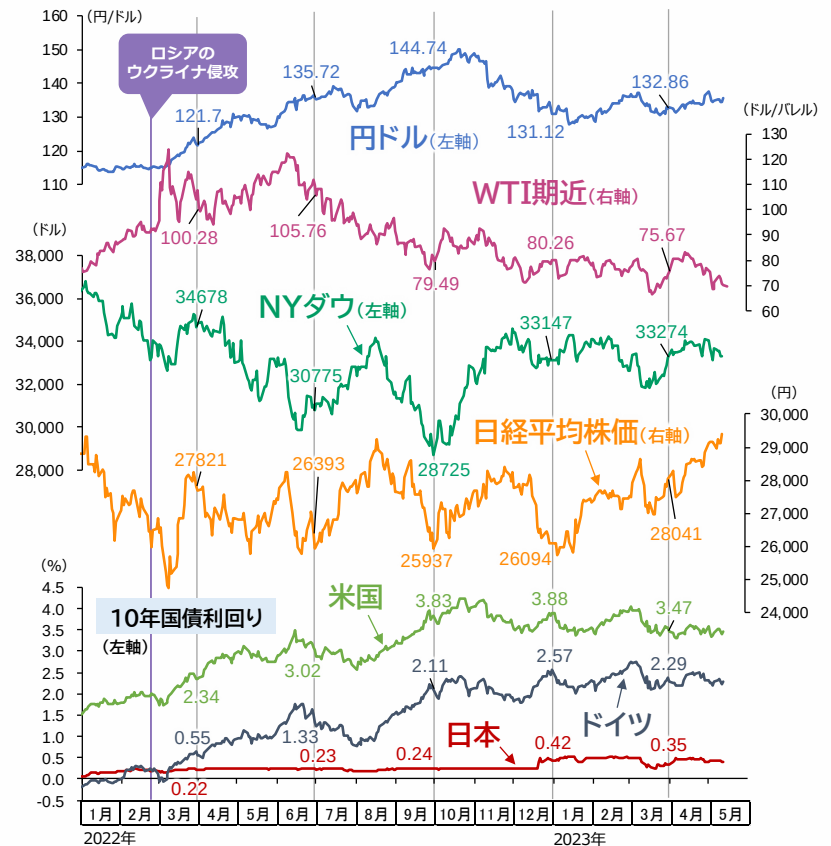
4. 主要マーケットの見通し

主要資産クラス・通貨の見通し

資産クラス 通貨	見通し	今後の焦点（3カ月～6カ月程度）
国内債券	↓	日銀は1年～1年半かけて行う「レビュー」と当面の政策運営は切り離し。早ければ6・7月にもYCC修正/上限撤廃へ
国内株式	↓	グローバル景気減速に対する業績予想の織り込み遅れが目立つ。中間決算が発表される秋口には下方修正増加に
先進国債券	↑	米・欧の利上げは最終段階。政策金利は抑制的水準で年内維持。2024年、2025年の利下げを徐々に織り込む展開に
先進国株式	→	軽微な景気後退は概ね織り込み済み。下値は限定的な一方、米国株は割高な株価バリュエーションが上値を抑える
新興国債券	↑	米国利上げ打ち止めは新興国通貨の安定要因。他方、信用ひっ迫が経常赤字国の資金流出につながるリスクに注意
新興国株式	↓	中国景気変動要因。「ゼロコロナ政策」撤廃後の持ち直しは一巡。「5%前後」の成長目標に向けた政策対応に注目
国内リート	↓	海外リート、オフィス市況、日銀政策修正見通しが不確定要因。4%前後の分配金利回りが下値を抑制
先進国リート	↓	先進国株式に対しアンダーパフォーム続く。本格反転には米不動産融資の8割を占める中小銀行の落ち着いた動きが前提に
米ドル	↓	FRBは十分に景気に抑制的な政策金利（≒実質FF金利+1.5%前後）を維持する見通し、ドル高修正は小幅に
日本円	↑	米国の利上げ打ち止めで対ドルではやや円高傾向に。日本の中長期ファンダメンタルズ劣後で円高進行余地は小さい
ユーロ	↑	ECBはあと2回利上げ、政策金利3.75%で打ち止めがメインシナリオ。1.10ドル/ユーロ近傍で横ばい推移を予想

※見通し … 現在より上昇傾向：↑ 下落傾向：↓ 横ばい傾向：→

<主要マーケットの推移>



4. 主要マーケットの見通し

債券市場

金融当局とマーケット 利下げをめくり揺れる思惑

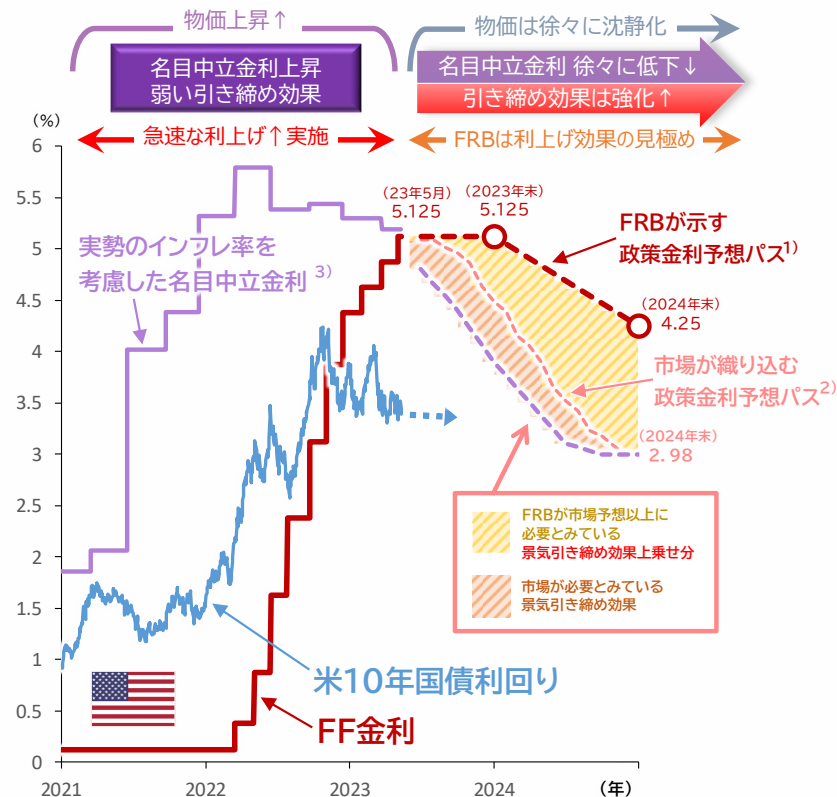
パウエルFRB議長は5月FOMC後の会見で、早期利下げの可能性を改めて否定しました。一方、債券先物市場は5月12日時点で年内0.25%幅の利下げを3回程度織り込むなど、金融当局とマーケットの政策金利見通しの乖離が埋まらない状態が続いています。

FRBは高インフレ環境の定着を警戒するため、インフレ沈静化が「確実に進んでいること」を統計等で確認した上で行動する「バックワードルッキング」な政策運営を行う方針です。パウエルFRB議長は「中立金利の水準はわからない」として「インフレに抑制的な政策金利水準」を十分に維持する必要性を繰り返し説明しています。

一方、マーケットの見通しは「フォワードルッキング」な考えに基づくものと推察されます。即ち、インフレの沈静化が進む中でFRBが政策金利水準を維持した場合、実勢のインフレ率を考慮した名目中立金利（右図紫線）を上回る幅（ + ）が拡大し、景気引き締め効果が強まり過ぎるとの考えです。マーケットの早期利下げ見通しは、過度に景気を抑制する（オーバーキル）リスクとインフレが再加速するリスクの両方を最小限に抑えるシナリオを織り込んでいっているとみられます。

FRBが「バックワードルッキング」な政策運営を続ける以上、債券市場の早期利下げ織り込みは早晚修正を迫られる可能性が高いと考えられます。ただ、現実の政策金利のパスについては、FRBの見通しが3ヵ月毎に見直されるため、ある程度幅を持って見る必要があります。

<米国政策金利と名目中立金利>



1) 23年3月FOMCで示された政策委員による政策金利予想(中央値)。

2) 23年5月12日時点のFF金利先物市場の各限月の数値を利用して作成。

3) 実勢のインフレ率で調整した、景気に緩和的でも引き締めのでもない中立的な政策金利水準(当社推計)。

グラフ期間：2021年～2023年5月11日(予想は2024年末まで)

【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

4. 主要マーケットの見通し

株式市場

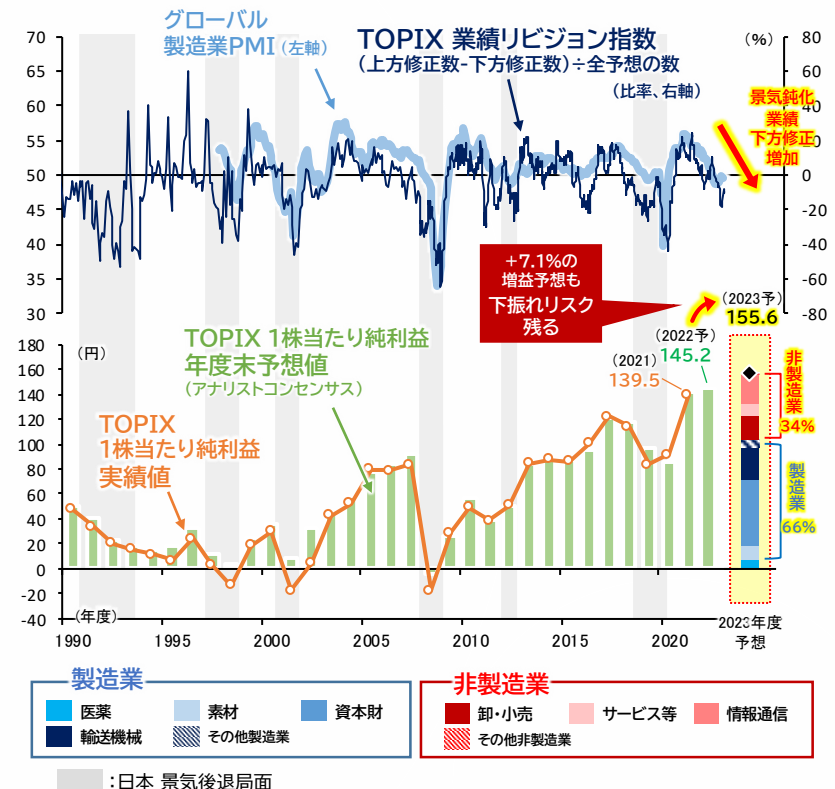
日本株高の持続性 鍵握る 世界景気と利益率向上

5月に日経平均株価が昨年来高値を更新する等、日本株が堅調です。要因としては、1)内需の底堅さ、2)企業価値向上に向けた企業の取り組み期待、が挙げられます。

1)については、経済再開によるサービス消費（インバウンド含む）の回復や、緩和的な金融環境等がサポート要因です。ただ、国内株式市場は製造業の時価総額比率が約6割と高く、企業収益が世界景気に連動しやすいという特徴があります。市場では製造業の業績は今年1-3月期に底入れとの見方がありますが、世界景気は前段（3ページ）の通り、年度後半にかけ減速感を強めると予想されます。中間決算が発表される今秋には業績下方修正が相次ぐと予想されます（右図上）。

2)の企業価値向上の取り組みについては、今回は東証の要請もあり、従来のガバナンス改革以上の変化が期待されます。ただ、このところ活発化している自社株買いについては、短期的な株高効果はあっても、中長期的な株式リターンへの効果は限定的とみられます。中長期的には持続的な利益成長がより重要です。企業価値を測る重要指標のROE（自己資本利益率）は[売上高純利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ]で求められますが、日本企業の課題は欧米と比べて低い[売上高純利益率]です。世界の長期投資家が日本株を再評価するためには、収益性向上の取り組みが広がる必要があると考えます。

<TOPIX 業績予想>



グラフ期間 グローバル製造業PMI: 1998年1月～2023年4月
業績リビジョン指数: 1990年度初～2023年5月10日
1株当たり純利益: 実績は1990年度～2021年度。予想は1990年度～2023年度
【出所】 Haver Analytics、リフィニティブ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. 主要マーケットの見通し

新興国市場

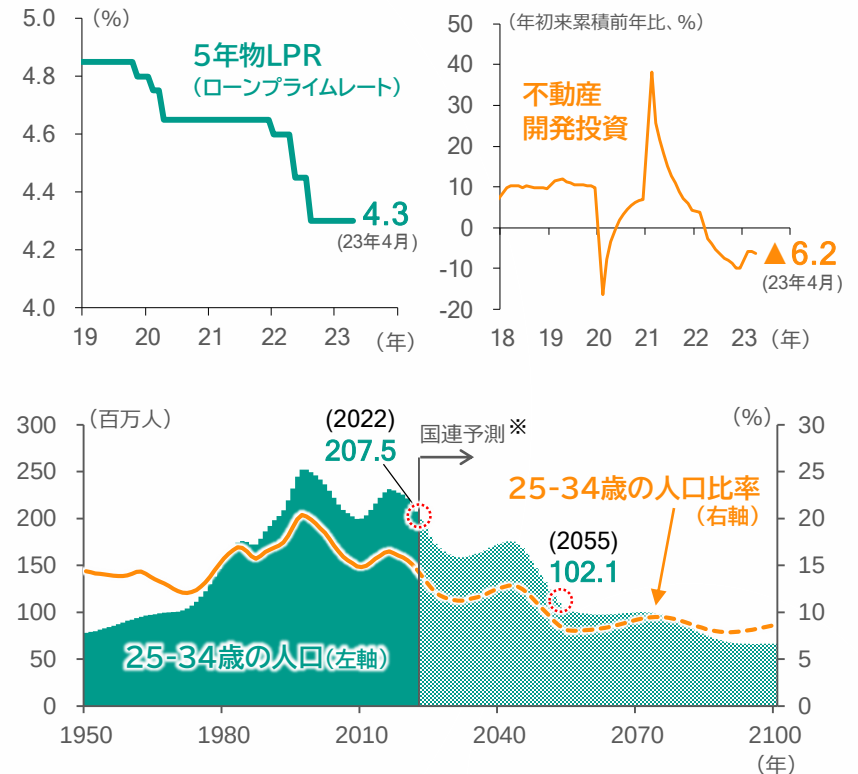
依然として不透明感残る 中国の不動産市場

3月の全人代では2023年の成長率目標が「5%前後」に設定されました。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と市場予想を上回り、順調な滑り出しとなりました。今後の成長率を左右する重要な要素の一つとして、一昨年より低迷が続く不動産市場の動向が注目されます。

中国の不動産市場では、住宅ローンの参照金利とされる5年物LPR（ローンプライムレート）が昨年より低位で据え置かれています（図表左上）。また、「保交楼」と呼ばれる地方政府による不動産の引き渡し保障などを通じて後押しが続けられています。3月の商業用建物販売は前年比+4.1%と2021年末以来のプラスとなるなど一部指標には改善が見られました。一方、1-4月期の不動産開発投資は前年同期比▲6.2%とマイナス圏での推移が続くほか（図表右上）、4月の新規住宅着工面積は同▲29.2%となるなど、新規の需要には明確な改善が見られません。

また、中国不動産市場の長期見通しにも不確実性が残ります。住宅購入の主要層となる25-34歳の人口は約30年後には現在の半分程度に落ち込むことが予想され、住宅の需要は長期的には徐々に減退していく見通しです（図表下）。中国の不動産セクターは関連産業も含めGDPの約3割と推計されていますが、短期・長期ともに牽引役としては多くは望めないようです。

＜中国の不動産関連指標と若年層人口＞



※2023年以降は国連予測値（2023年5月時点）。

グラフ期間：（左上）2019年8月～2023年4月（右上）2018年1月～2023年4月（下）1950年～2100年

【出所】ブルームバーグ、Haver Analytics、国連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

4. 主要マーケットの見通し

リート市場

米国リートの買い場探し オフィスリートに注目

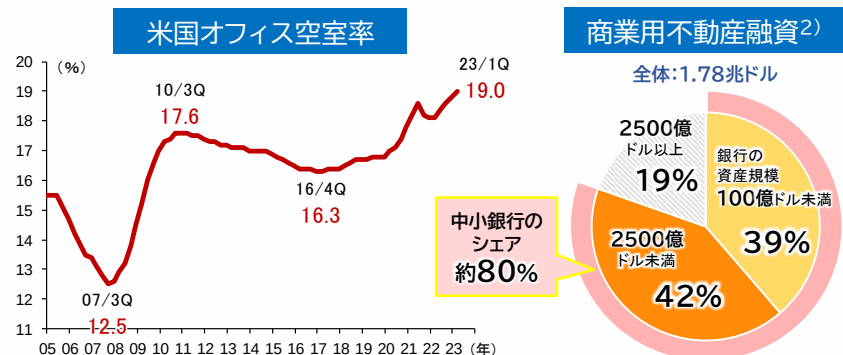
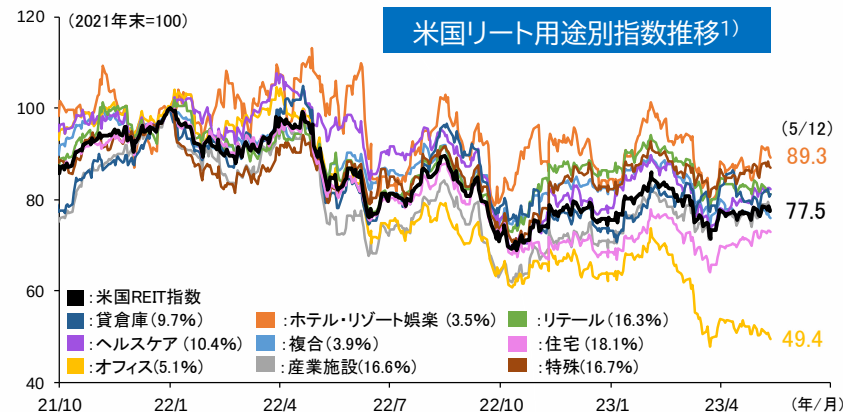
S&P500指数を構成する11業種の昨年来パフォーマンス（5月12日まで）を見ると、リート（不動産）は残念ながら最下位（▲28.4%）に甘んじています。

REIT指数を用途別に見ると、特にオフィスリートが昨年来▲50.6%と大きく下落し、指数全体を押し下げています（右上図）。要因として、リモートワーク定着による空室率の上昇が挙げられます。全米主要都市の空室率は23年1Q時点では19.0%と遡れる2005年以降最も高い水準です（右下図）。

更に足元では、中堅銀行の破綻に端を発した信用収縮が懸念されています。FRBが四半期毎に公表する上級融資担当者調査（シニアローンオフィサー調査）によると、商業用不動産向け（非農業・非住宅）融資態度は23年4月時点で66.7とコロナ禍を除けば2009年以来の水準まで厳格化が進んでいます。この融資態度は不動産価格に2四半期程度先行する傾向があり、今後は資産価値減価により借入れが更に困難になる可能性が指摘されています。加えて商業用不動産融資は、中堅・中小銀行が約8割を占めることから足元の預金流出などの混乱の影響も受けやすいと考えられます。

リート指数全体に占めるオフィスのウエイトはコロナ前の10%超から足元では5%程度まで低下しています（右上図）。オフィスリートを巡る悪材料は今後も出てくるとみられますが、金利安定によりリート指数全体の下値は徐々に堅くなると予想されます。当面は、押し目買いスタンスを継続することが推奨されます。

<米国リート用途別指数とオフィス空室率の推移>



1) S&P米国REIT指数（配当込み、現地通貨建て）を用いて当社推計。カッコ内は2023年4月末時点の指数内のウェイト。

2) 不動産融資のうち非農業非住宅融資。2022年12月末時点。

グラフ期間：（上段）2021年10月1日～2023年5月12日（下段左）2005年第1四半期～2023年第1四半期

【出所】ブルームバーグ、FDIC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. 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ヵ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		2022年										2023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
		29.2	33.3	33.3	50.0	37.5	50.0	50.0	41.7	25.0	33.3	50.0	66.7	50.0	50.0
①	 ISM製造業・新規受注指数	54.3	53.8	54.9	50.0	48.6	50.4	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5	47.0	44.3	45.7
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	93.2	93.2	93.1	89.5	89.9	91.8	92.1	91.3	91.9	89.8	90.3	90.9	90.1	89.0
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	54.3	62.5	55.2	47.5	47.3	58.0	58.0	56.2	55.6	59.9	62.7	64.7	59.2	60.5
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	71,759	72,177	72,444	72,732	72,998	73,674	72,742	73,365	72,533	72,985	73,619	73,468	72,653	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	217	216	213	216	216	209	191	202	213	210	201	221	239	239
⑥	 NAHB住宅市場指数	79.0	77.0	69.0	67.0	55.0	49.0	46.0	38.0	33.0	31.0	35.0	42.0	44.0	45.0
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	▲14.5	▲1.5	▲1.5	▲1.5	24.2	24.2	24.2	39.1	39.1	39.1	44.8	44.8	44.8	46.0
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	82.2	84.6	86.0	84.1	80.4	80.7	77.4	77.0	79.5	82.9	86.0	89.0	91.1	93.7
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	2.0	8.0	7.4	3.1	1.7	3.2	0.5	0.9	▲4.0	▲4.4	▲6.2	▲1.7	4.6	11.0
⑫	 日本 実質輸出指数	115.7	111.1	113.7	114.0	114.8	114.3	114.6	115.3	115.1	111.9	109.9	110.1	111.2	

〔注〕各指標を3ヵ月前と比較し、改善の場合は 、悪化の場合は 、横ばいは無色。

(2023年5月16日時点)

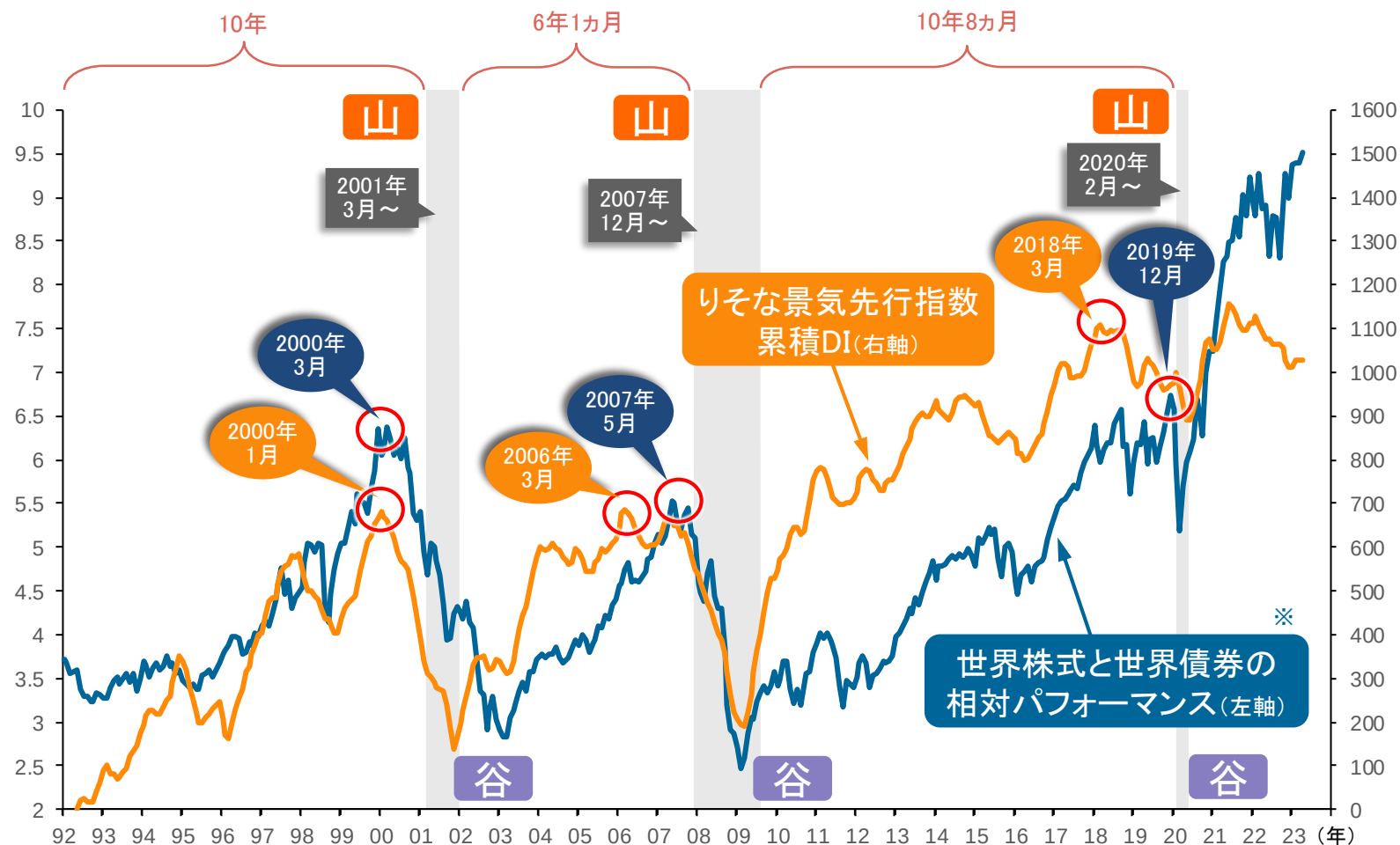
<計算方法>

例えば、2023年2月のISM製造業・新規受注指数の数値は47.0でした。3ヵ月前の2022年11月の数値46.8と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2023年2月は12指標のうち8指標が「改善」を示していますので、 $8 \div 12 \times 100 = 66.7$ 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

5. 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

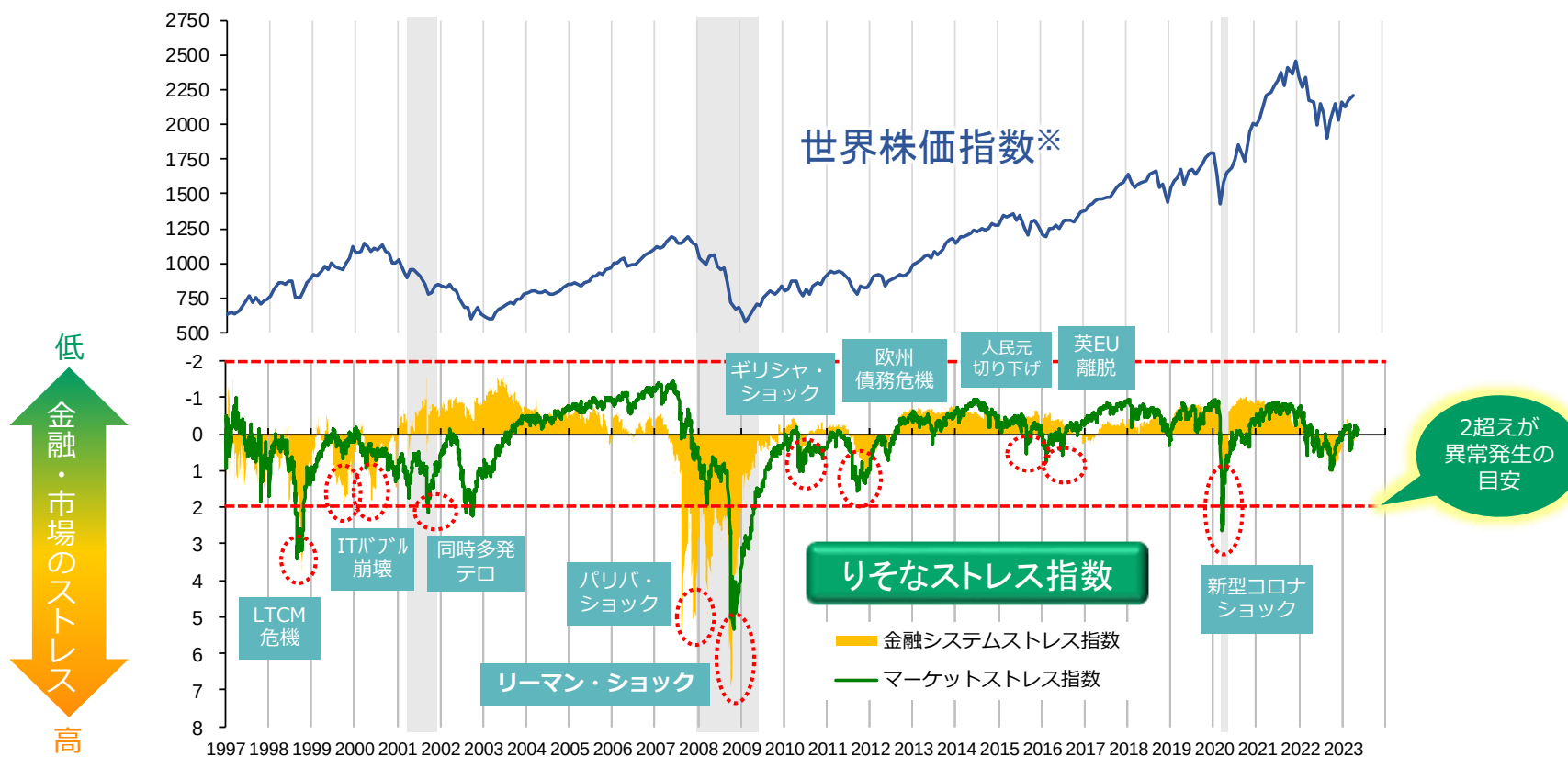
グラフ期間:1992年1月~2023年4月(リそな景気先行指数は1992年5月~2023年4月、2023年4月の値は暫定値)

【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

5. 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~2023年5月16日(世界株価指数は2023年4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

5. 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DBリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンDB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。