

# Resona Investment Outlook

Summer  
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8月18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す「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。

“多くの人がリセッションは来ないと安心して始めると、リセッションはやってくるもの”、と言われます。なぜなら、金利が上昇してしまい、弱り始めていた景気に最後のとどめを刺してしまうことが多いからです。直近では、2007年前半がそれに当てはまると思います。FRBは景気過熱を抑えるため2004年6月に利上げを開始し、2006年6月に住宅市況悪化などを理由に打ち止めました。5%超えまで上昇していた長期金利はそれを受けて一旦低下しますが、その後も景気は底堅く推移し、米国株は再度高値を更新、長期金利も2007年央にかけて再び5%を上回ります。そして、2007年8月のパリバショック、2008年3月のベアスターンズ破綻、同年9月のリーマンショックが続きます。今振り返ると07年前半の長期金利の再上昇が、金融ストレスを一気に高める“最後のわら（last straw）”となったようです。

これまで“リセッション入り”を予想していたエコノミストの多くが、次々に“軟着陸派”に宗旨替えしています。そして米10年債利回りは4カ月ぶりに4%を上回りました。米国景気は大丈夫?? 今回のトピック欄では、インフレ退治とリセッション回避の両立が果たして可能かを探ります。

## <もくじ>

1. 2023年5月央～2023年8月央のふりかえり
2. 2023年度後半の投資環境見通し
3. 注目トピック:  
インフレ退治と景気後退回避に挑むFRB
4. 主要マーケットの見通し
5. リそなの独自指標



# 1. 2023年5月央～2023年8月央のふりかえり

## ソフトランディング期待で リスク資産が買い戻される

パウエル議長の7月FOMC後のコメント『うちのスタッフはもはや景気後退を予想していない』が、過去3カ月の市場心理の変化を代弁してくれます。3月に発生した米地方銀行の破綻は懸念されたような深刻な信用収縮を引き起こさず、市場では景気悲観論が後退し、株式を中心にリスク資産が買い戻されました。ただ、景気回復に対する不安は残り、株価上昇が一部の有力銘柄に偏る傾向がみられました。米国ではマグニフィセント7と呼ばれる超大型株が集中的に物色されました。日本では、日経平均株価が4月末から2ヵ月余りで約5000円上昇しバブル崩壊後の高値を更新しましたが、その半分強は僅か7銘柄の上昇に依るものです。（和製マグニフィセント7はアドバンテスト、東京エレクトロン、ファーストリテイリング、ソフトバンクG、ダイキン、信越化学、TDK）

■ **債券市場**：7月後半から8月初に、米・欧の追加利上げ、日銀のYCC修正、米国債格下げが相次ぎ、売り圧力が高まりました。

■ **株式市場**：AI関連銘柄が人気化し相場を牽引しました。欧州では独DAX指数が最高値を更新しました。

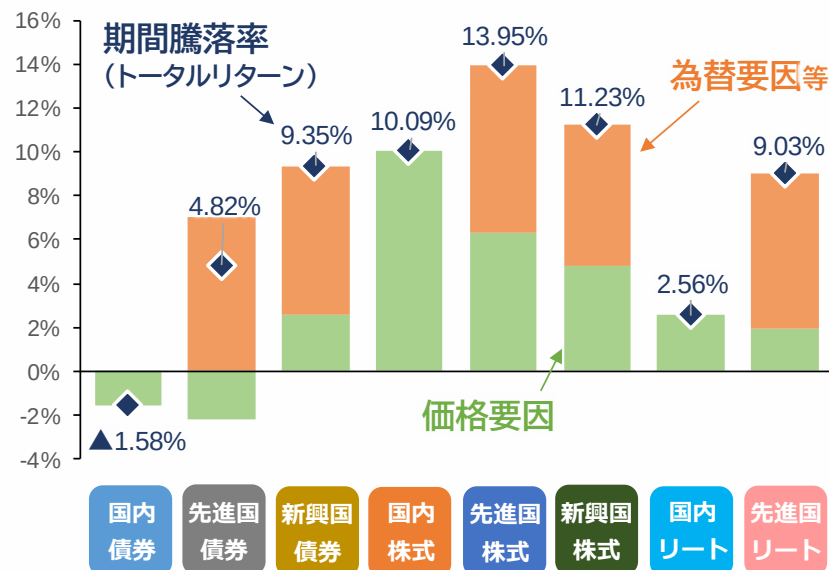
■ **リート**：米地方銀行の信用不安一服やオフィス復帰を促す企業の増加を受け、内外ともオフィス・リートが反発しました。

■ **新興国市場**：チリ、ブラジルなど中南米国の債券が利下げ期待から買われ、株式ではインド、台湾の上昇が目立ちました。

■ **為替**：YCC修正後も円安基調は変わらず、対ユーロでは15年ぶり安値、対スイスフランでは最安値を付けました。

### < 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2023年5月13日～2023年8月11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、円換算ベース）、先進国株式：MSCI-KOKUSAI指数（配当込み、円換算ベース）、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、円換算ベース）

※【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年度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

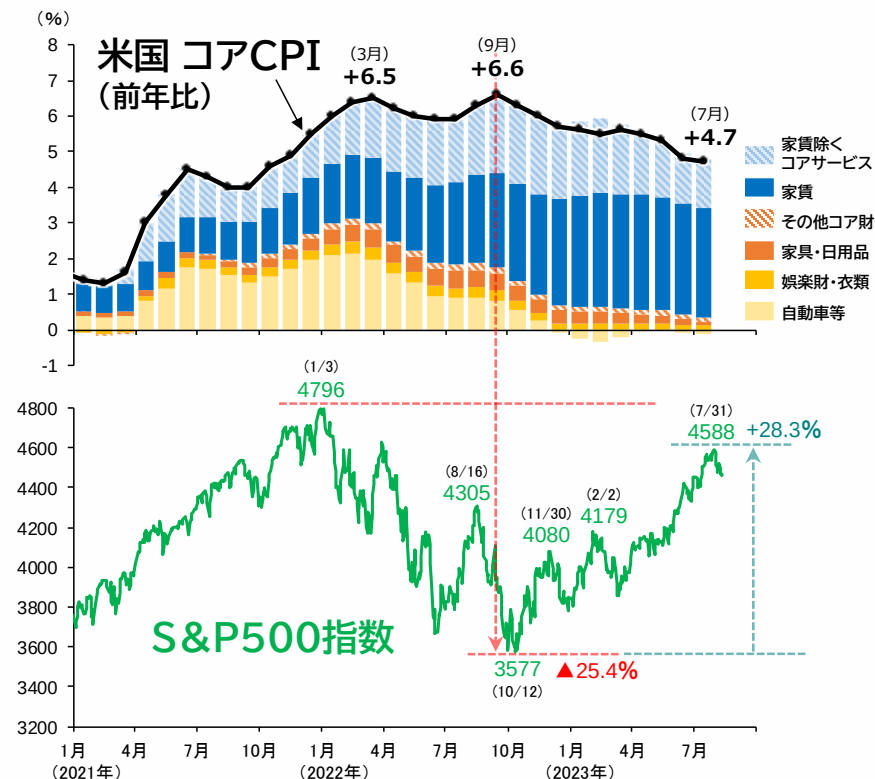
### インフレ退治、ここから 正念場の後半戦に突入

米S&P500指数は、昨年10月をボトムに反発し、今年7月末には最高値まであと5%弱の水準まで値を戻しました。S&P500指数が直近ボトムを付けた昨年10月12日は、コアCPIが今サイクルのピークとなる前年比+6.6%と発表された前日です。コアCPIは、その後ほぼ一貫して低下する一方、失業率は50年来で最低水準の3.5%近辺で横ばいを続けます。失業率の上昇を伴わない形でインフレ低下を受け、市場では、ソフトランディング期待が徐々に醸成され、それが株価反発の主たるドライバーになったとみられます。

この先、失業率の上昇を伴わず2%までインフレ低下が続くと見通せるのであれば、S&P500指数の最高値奪回は時間の問題と言えるでしょう。しかしながら、この先は難路が予想されます。FRBが指摘する通り、コアインフレ率の構成項目のうち、財と家賃に関しては減速見通しが明確になっています。ここから先は、人件費を反映しやすく粘着性が高い、サービス価格（家賃除く）の鎮静化が課題として残ります。

最近の統計で求人数や賃金の伸びに鈍化傾向が見られますが、そのペースは緩慢です。他方、全米自動車労働組合が過去最大級の4年間で40%の賃上げを要求するなど、労働組合活動を通じた賃金上昇圧力が全米で広がっています。また、インフレ率の低下は、実質所得の増加を通じて個人消費を押し上げ、それがインフレ再加速につながる展開も想定しておく必要があるでしょう。

＜米国コアCPIとS&P500指数＞



グラフ期間：2021年1月～2023年7月（S&P500指数は2023年8月11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年度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

### 2024年前半の景気減速に備え、リスク資産を抑制

**資産配分：**市場の先見性はおおよそ半年～1年と言われます。ここからは、2024年前半の景気減速に備えて、株式などのリスク資産のウェイトを抑制する戦略が適切と考えます。

投資環境見通しは、①メインシナリオ：米国で潜在成長率を下回る低成長が数四半期続く準軟着陸（確率5割程度）、②サブシナリオ：マイルドリセッション（同3割程度）、③リスクシナリオ：景気軟着陸（上振れケース）、深刻な景気後退（下振れケース）（各1割程度）、を想定しています。

2024年前半に景気減速が顕在化するとみる背景としては、1)銀行融資態度と融資行動のタイムラグ（およそ6四半期）、2)年末までには米家計部門の余剰貯蓄が枯渇する見通し、3)市場金利の上昇と住宅ローン・企業借入金利の負担増加までの時間差、などが挙げられます。加えて、足元の長期金利の再上昇により、金融環境の一段のタイト化が予想されます。景気の変調を見極めるため、先行性の高い住宅関連指標、高利回り社債の信用スプレッドなどを注視する必要があります。

**債券：**目先利回りの上振れが予想されますが、年末にかけ景気減速の織り込みから低下基調に転じるとの見通しから先進国・国内債券を「ややオーバーウェイト」に

**株式：**地域別では、株価評価を重視し、欧州>日本>米国

**リート：**出遅れ感の強いリートは下値余地が限定的とみまますが、海外商業用不動産の信用リスクを考慮し、内・外リートを合わせて中立とする戦略に

主要資産クラスの推奨ウェイト（今後3カ月～6カ月程度）

|        | アンダーウェイト | ややアンダーウェイト | 中立 | ややオーバーウェイト | オーバーウェイト |
|--------|----------|------------|----|------------|----------|
| 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性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年度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

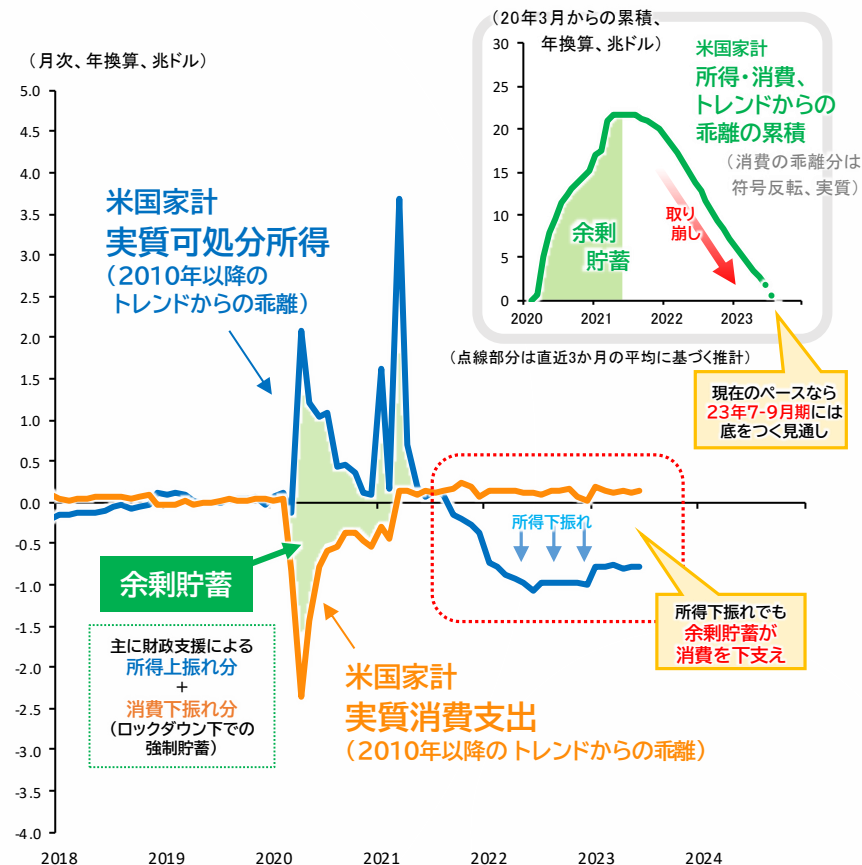
### 米国個人消費の底堅さはいつまで続く？

IMFは7月公表の世界経済見通しで、米国金融部門の信用懸念（SVBショック）の後退等を理由に、2023年の世界経済の実質成長率を+3.0%に上方修正しました（修正前は+2.8%）。先進国のけん引役は、今年+1.8%の成長が予想されている米国です（+0.2%pt上方修正）。昨年の+2.1%から減速するものの、ユーロ圏の+0.9%、日本の+1.4%（ともに+0.1%pt上方修正）と比べ高めの成長が見込まれています。

足元の米国経済をけん引しているのは個人消費です。これを下支えしているのは、コロナ禍で蓄積された家計の余剰貯蓄と考えられます。余剰貯蓄は、給付金や失業給付増額等の財政支援による所得の上振れ分と、消費下振れ分（強制貯蓄）を足し合わせたものです。右図赤枠の通り、インフレによる実質所得の下振れを埋め合わせる形で、米国の消費を下支えしてきました。ただ、既に余剰貯蓄は取り崩しが大きく進んでおり（右上グラフ）、年後半には底を尽く見通しです。2023年終盤から2024年前半にかけては、消費の伸び鈍化に加え、昨年来のFRBの大幅利上げの累積効果で金融環境のタイト化が一段と進むと見られることから、米国景気のパフォーマンス鈍化が鮮明になると予想されます。

もっとも、米国では堅調な雇用環境が維持されているうえ、金融危機後に進んだデレバレッジで家計債務が抑制されており、消費の大幅減速は見込みにくい状態です。インフレが高止まりし金融引き締めが長期化する展開には注意を要するものの、米国経済が深刻な景気後退に陥るリスクは限定的と考えます。

#### <米国 家計実質所得・実質消費>



グラフ期間：2018年初～2023年6月（小グラフの点線部分はりそなアセットマネジメント推計、2023年9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

## 2. 2023年度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

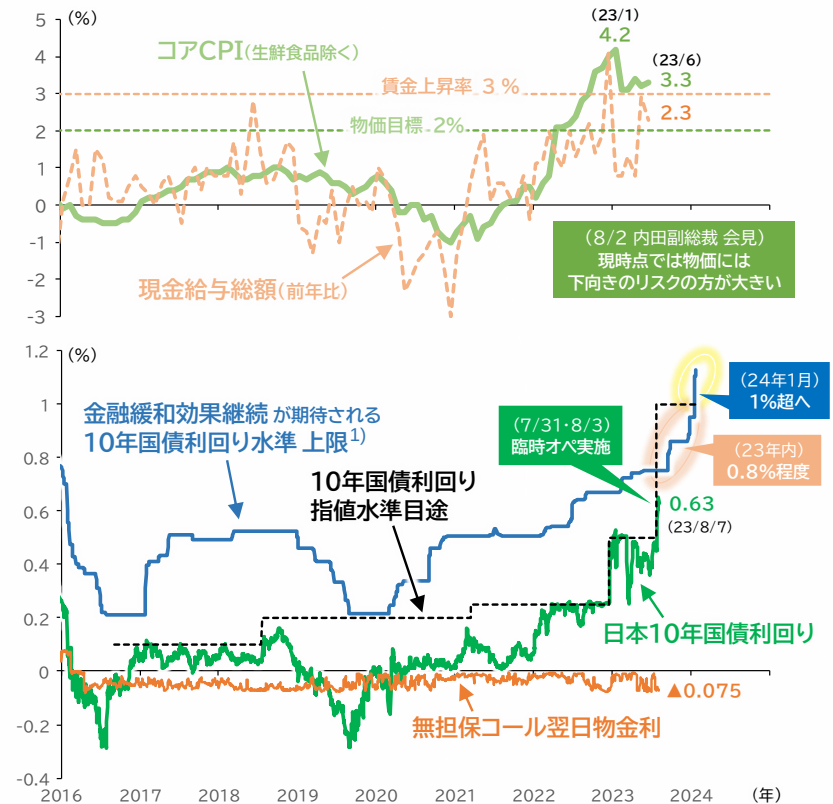
### YCCの運用柔軟化 長期金利の上値目途を探る

内田日銀副総裁は8月2日の講演で、短期政策金利を仮に現在の「マイナス0.1%」から「ゼロ%」に引き上げるという決断は『実体経済面で需要を抑制することで、物価の上昇を防ぐことが適当と判断すること』と説明しました。これほど明確に述べた意図は不明ですが、“マイナス金利の解除はまだ当分先”、と解釈した市場参加者は少なくないと思われます。

国内債券市場では当面、日銀が容認する長期金利の上限水準を探る動きが続くとみられます。植田総裁は、新たな指値オペ水準(1%)は“念のため”、“1%までの上昇は想定していない”としています。YCC導入前の日米10年国債利回りの相関を当てはめると、JGB10年の1%に釣り合う米10年債利回りは4.7%程度となり、そこまでの米国金利上昇が想定外であることは理解できます。ただ、日銀としては緩和効果が損なわれるような長期金利の上値は避けたいはずで、その水準を探る手掛かりは21年3月に日銀が公表したレポート<sup>1)</sup>にみられます。同報告書では、実質金利の水準が金融緩和的であるとしても、10年金利の過去6カ月の上昇幅が0.5%ptを超えると金融緩和効果が一部損なわれるリスクを指摘しています。仮にこの10年金利水準を許容ラインとするならば、年内の長期金利の上値は0.8%程度が一つの目安となります。投機的な動きでこの水準を上回るような金利上昇圧力が高まった際には、指値オペや共通担保オペなどの対応が採られると予想されます。

1) 日本銀行(2021)『より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検【背景説明】』

### <日本 物価・賃金と国債利回り>



1) りそなアセットマネジメント推計。

過去6カ月間の10年国債利回りの変動域+0.5%ptとなるように上限値を推計。

2023年8月以降は、2023年7月末までの実績値をもとに同様の手法で推計。

グラフ期間：2016年1月～2023年6月(下段グラフは2023年8月7日まで、1)は2024年1月まで)

【出所】日本銀行、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. 注目トピック インフレ退治と景気後退回避に挑むFRB

#### Topic

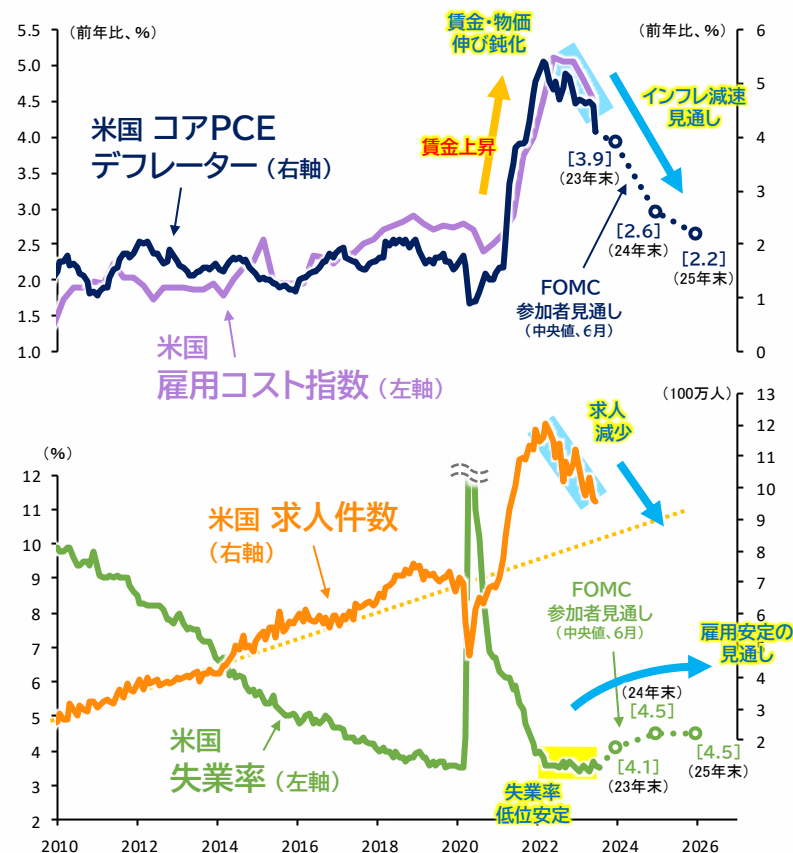
## インフレ退治と景気後退回避 なぜ、“今回は可能”なのか

パウエルFRB議長は7月FOMCで、失業率を上昇させずにインフレを減速させることは可能と発言しました。過去のケースでは、最終的にはインフレ率の低下と引き換えに失業率が上昇し、景気後退につながっています。なぜ、パウエル議長の言う通り、“今回は可能”なのでしょう。

米国のインフレはコロナ禍の供給制約から始まりましたが、現在は雇用ひっ迫による賃金上昇が主なインフレ圧力となっています（右図上段）。賃金抑制には、①失業率上昇（雇用悪化）と、②求人の抑制の2つの経路があります。①が先行した場合、景気悪化は避けられません。ただ、現在は求人数が高止まりしているため（右図下段）、②の求人を減らすことで賃金を減速させる、という選択肢があります。

7月FOMCでパウエル議長は、現在の米国の労働市場では、失業率の上昇ではなく、求人数の鈍化が主導する形で、雇用ひっ迫が解消に向かう動きがあると評価しました（右図下段）。加えて議長は、景気が「トレンドを下回る程度に」減速するよう金融環境を引き締める必要があると示唆しました。これは、求人は減るが失業者が増えない程度の“適度な”景気減速を望む、と解釈できます。FRBは既に利上げペースを減速させ、引き締め効果を調整する局面に入っています。失業率の上昇を伴わない形でインフレ減速を達成できれば、かつてない完璧な軟着陸（パーフェクトランディング）となります。

#### <米国 賃金とインフレ率、雇用指標>



グラフ期間：2010年初～2023年6月（失業率は2023年7月まで、雇用コスト指数は2023年2Qまで）

【出所】 Haver Analytics、FRB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



### 3. 注目トピック インフレ退治と景気後退回避に挑むFRB

#### Topic

## 引き締めすぎも不足もNG 景気後退回避はナローパス

金融政策は、経済・物価に影響を及ぼすまでに時間がかかる上、効果を定量的に計測することも困難です。FRBは“適度な”景気減速を望んでいても、引き締めすぎで失業者が増加し、景気後退となる可能性はあります。逆に引き締め不足で雇用ひっ迫が継続し、インフレ高止まりとなるリスクもあります。その結果、FRBが引き締め再加速に向かえば、かえって深刻な景気後退となる恐れがあります。

ベトナム戦争が起きた1960年代に、現在同様に雇用ひっ迫でインフレとなる局面がありました（右図参照）。当時、FRBは利上げに転じたものの、引き締めが十分ではなく、利上げ停止後もインフレ率は高止まりしました。その後、失業率は上昇し景気は悪化しましたが、賃金・物価の高止まりでFRBの利下げ転換が遅れ、景気後退となります。この時のインフレは景気後退後も持ち越され、1973年以降は再引き締めで深刻な景気後退に陥っています。

今回、FRBは、物価減速の確信が得られるまで引き締め姿勢を維持する方針を示しています。遅れて顕在化する利上げ効果を予測し、適切なタイミングで引き締めを終えることが出来るかが今後の焦点です。パウエルFRB議長は過去に「引き締め不足よりも、やり過ぎるほうがコストは小さい」旨を発言しています。市場参加者は景気後退回避の道が、“極めて狭い”ことを留意しておく必要があります。

#### <米国 雇用・物価・金融政策 1960-70年代と現在の比較>



■ :米景気後退局面 ※コアインフレはコアPCEデフレーター。

グラフ期間：1960年初～1976年末、2019年初～2023年7月（雇用者報酬は23年2Q、コアインフレは23年6月まで。）

【出所】Haver Analytics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

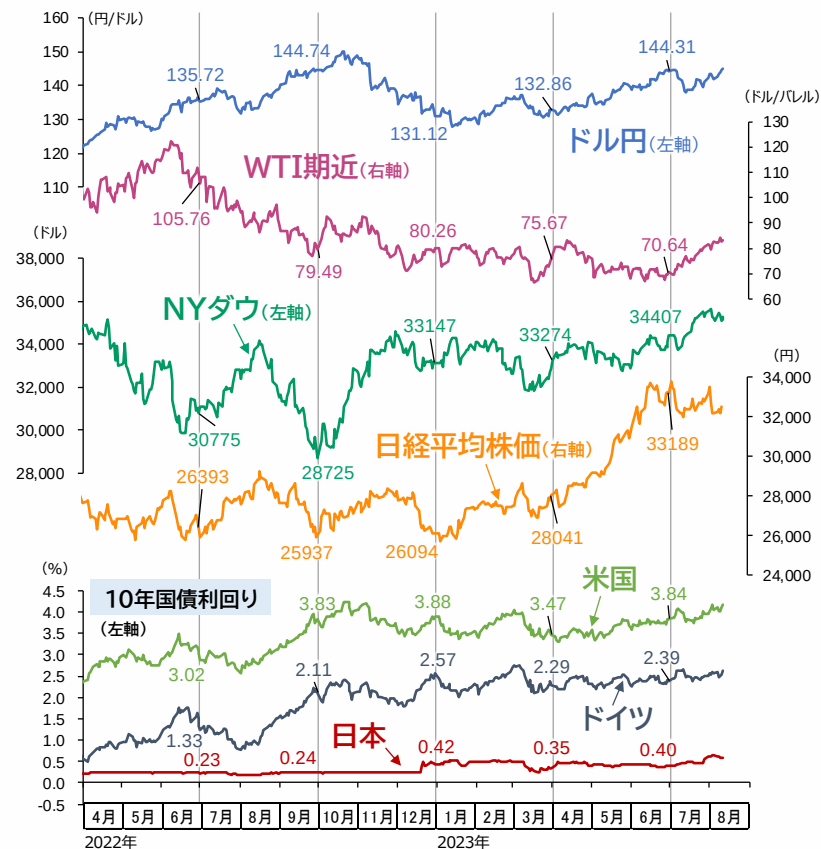
## 4. 主要マーケットの見通し

### 主要資産クラス・通貨の見通し

| 資産クラス<br>通貨 | 見通し | 今後の焦点（3カ月～6カ月程度）                                          |
|-------------|-----|-----------------------------------------------------------|
| 国内債券        | ↗   | YCC運用柔軟化で長期金利の事実上の上限は1%に。マイナス金利解除は当面想定されず、金利上昇余地は限定的      |
| 国内株式        | ↘   | 企業・アナリストの業績予想は下期回復を見込んでいるが、早ければ中間決算が発表される秋口から下方修正増加を予想    |
| 先進国債券       | ↗   | 景気堅調を反映し長期金利は目先上振れるが、24年前半の景気減速を織り込み徐々に低下。政策金利は年度内維持へ     |
| 先進国株式       | ↘   | ソフトランディング期待先行で収益予想が高止まり。米国株は株価バリュエーション切り上がりで、調整余地広がる      |
| 新興国債券       | ↗   | 中南米国を中心に利下げに転じる国も。ファンダメンタルズが脆弱な国で拙速な金融緩和が進むリスクは要点検        |
| 新興国株式       | ↘   | 中国、台湾、韓国の東アジア3カ国が時価総額比重の約6割を占めるため、中国政策要因、半導体市況の影響受け易い     |
| 国内リート       | ↗   | オフィス市況の改善は見込みにくい。国内金利の上昇は限定的と見られ、4%前後の分配金利回りがサポート要因に      |
| 先進国リート      | ↘   | 金融環境のタイト化が見込まれることから、春先以降小康状態にあった商業用不動産の信用リスク再燃は要監視。       |
| 米ドル         | →   | あと1回利上げ、FF金利5.625%で打ち止めを予想。景気減速織り込みで株安場面では一時的にリスクオフのドル高に。 |
| 日本円         | →   | 日銀の緩和継続から円安進行の余地残るが、マイナス金利解除含む正常化は当面想定されず円高進行の余地は限定的      |
| ユーロ         | →   | ECBはあと1回利上げ、政策金利4.0%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>



※グラフ内の数値は各四半期末値。

グラフ期間：2022年4月1日～2023年8月11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

## 4. 主要マーケットの見通し

### 債券市場

## 日銀によるYCC柔軟化 国内資金回帰の影響は

7月末のYCC柔軟化をきっかけに、グローバル債券市場では本邦投資家の国内資金回帰に対する懸念が広まっています。

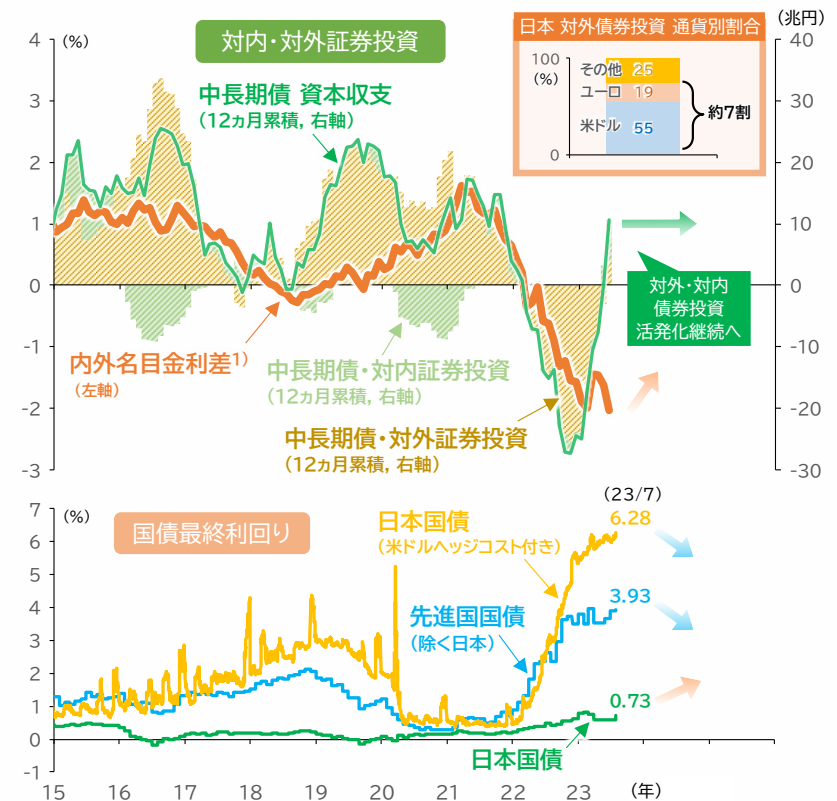
IMFが公表する証券投資共同サーベイ(CPIS)によると、22年6月末時点の日本からの対外債券投資残高は2.29兆ドルにのぼり、そのうち米ドル・ユーロ建て資産が約70%を占めます。

今年5月に公表されたECBによる金融安定報告書では、日銀による金融政策正常化が世界的な金利上昇へつながるリスクをいち早く指摘していました。8月上旬には米国価格下げのニュースが重なったこともあり、世界的に金利が急上昇し、ECBの指摘が現実化したようにもみられます。

今回のYCC柔軟化により本邦投資家の国内債券投資は従来以上に活発化するとみられます。ただ、本邦投資家の対外債券投資については、ヘッジコストの上昇などを受け2022年に既に中長期債を過去最大の23兆円売り越しており、本国回帰の動きは足元で一巡感が出ています。また、日銀が緩和継続姿勢を維持する中で、国内金利の先高感を抑えられており、国内債券市場への資金還流が加速する可能性は低いと考えられます。

むしろ注目すべきはグローバル債券投資家から見た国内債券投資の魅力の高まりです。ヘッジコストの大幅上昇は海外投資家からみるとプラスの収益源となります。18年-19年にみられたように海外投資家が日本国債投資を活発化する可能性もあります。ただ、米・欧の利上げ打ち止めが視野に入る中で、先進国債券の投資魅力も高まってきており、グローバルに債券市場が大崩れする可能性は小さいと考えられます。

### <内外国債利回りと対内・対外債券投資>



1) 先進国国債(日本除く)と日本の最終利回りの差分から、同地域の短期金利差を外貨調達コストと仮定して取り除いた内外名目金利差の推定値。リそなアセットマネジメント推計。

グラフ期間：2015年1月～2023年7月(中長期債・対内/対外証券投資は2023年6月まで)

【出所】ブルームバーグ、IMF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

### 株式市場

## 年度後半も日本株高続くか 業績回復の持続性が焦点に

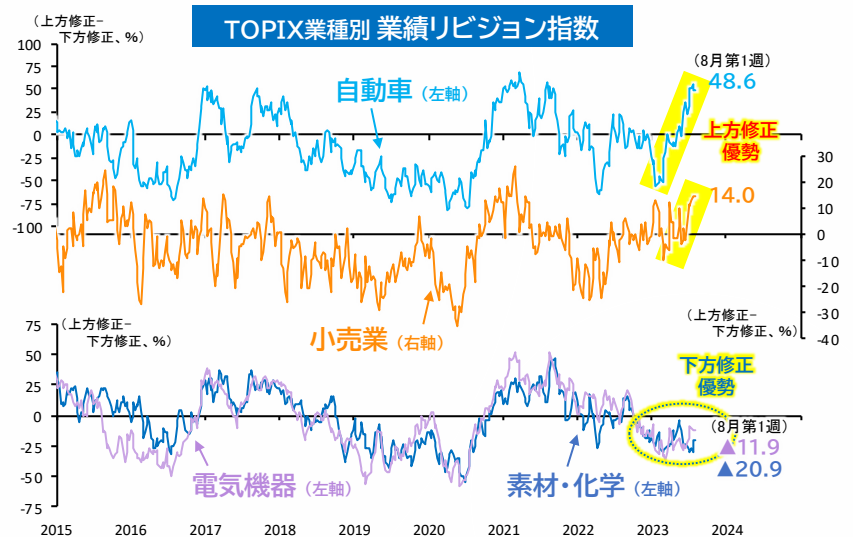
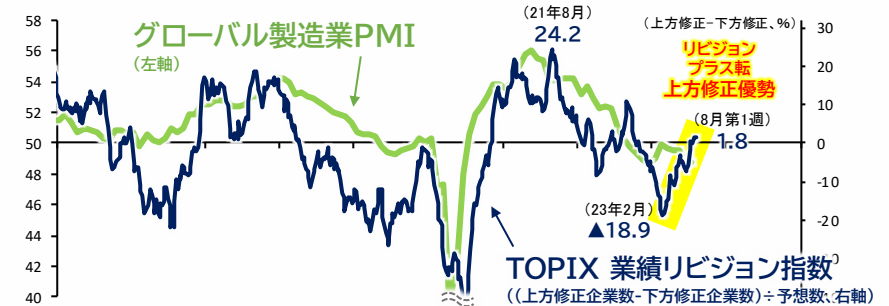
国内株式市場では、年度初めは期待先行でバブル崩壊後の高値を更新しましたが、足元では現実の業績に目線が移り、上昇一服となっています。

市場アナリストの業績修正動向を表すリビジョン指数をみると、全体では上方修正優勢となっています（右上段）。

業種別にみると、部品不足が解消し生産回復が進む自動車と、経済再開の恩恵を受ける小売業が好調です。他方、中国向け輸出の比重が大きい素材・化学や、半導体市況の調整継続を背景に電気機器の下方修正が目立ちます。

先行き、日本株の上昇余地は業績回復の持続性にかかっていると言えます。6月日銀短観を見ると、国内市場でウェイトが大きい製造業（大企業）の23年度純利益計画は、上期に前年比▲15.2%、下期に+11.9%と、下期回復の予想です。年度後半の世界景気回復・外需加速を想定している可能性があります。世界景気動向を表すグローバル製造業PMIは調整継続と、業績回復が実現するかは不確実性が伴います。サービス業は足元堅調ですが、短観の純利益予想（大企業）は、年度後半のペントアップ需要一巡を織り込み、製造業とは逆に上期は前年比▲1.5%、下期は同▲11.8%と、下期の落ち込みが大きくなっています。年度後半にかけての日本株市場では、製造業が業績回復をリードできるかどうか最大の焦点となりそうです。

### <TOPIX 業績リビジョン指数>



グラフ期間：リビジョン指数：2015年初～2023年8月第1週（週次）、PMI：2015年初～2023年7月（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



## 4. 主要マーケットの見通し

### 新興国市場

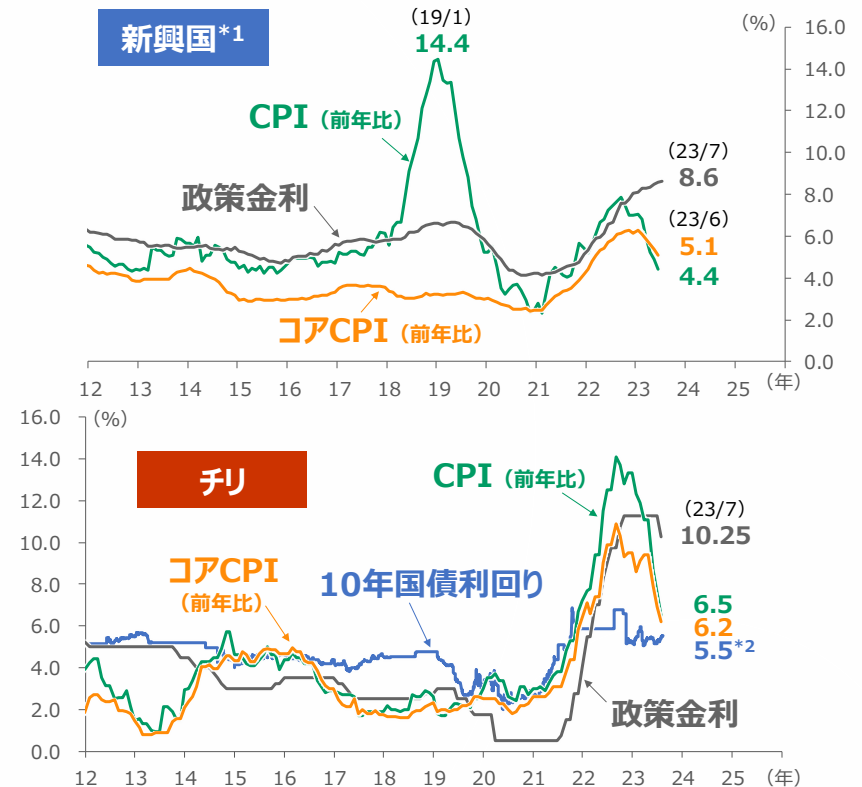
## 先進国に先駆けて利下げに 転ずる新興国のリスク点検

過去3ヵ月<sup>1</sup>の新興国債券の円建てパフォーマンスは+9.4%と先進国債券の+4.8%、国内債券の▲1.6%を大きく上回りました。米国の利上げ局面では“新興国は回避すべき”、がこれまでグローバル投資家の共通認識でしたが、その認識を改める必要があるかもしれません。今回は米国に先行して利上げを進めたことが奏功し、通貨安を未然に防いだけでなく、インフレ鎮静化にも一定の目処を付け、米・欧に先駆けて金融緩和に転じる国が出てきています。ブラジルは8月2日に3年ぶりの利下げ（▲0.5%pt）、チリは7月28日に2年ぶり利下げ（▲1.0%pt）に踏み切り、コロンビアは次回9月会合での利下げを示唆しています。

ただ、新興国の中には経済ファンダメンタルズが脆弱な国が多く含まれる点は変わっていません。政治的圧力などから拙速に利下げが進められた場合、通貨安が加速するケースが想定されます。そうしたリスクを見極めるためには、対外収支や外貨建て短期債務依存度などの点検に加え、実質金利がプラス圏で維持されているかが見逃せない点です。直近の例では、チリで2014-2015年・2022年に実質マイナス金利となり通貨安が進行しています。現状、ブラジルについては実質政策金利、実質長期金利ともにプラス圏が維持されていますが、チリ、コロンビアについては実質長期金利がマイナス圏にあり、注視する必要があります。

\*1 2023年5月13日～2023年8月11日の期間で計測

### <新興国のインフレ率と政策/長期金利>



\*1 ダラス連銀公表の米国の貿易額加重平均値

\*2 10年国債利回りは2023年8月11日時点の値

グラフ期間（上段）：（政策金利）2012年1月～2023年7月

（CPI・コアCPI）2012年1月～2023年6月

グラフ期間（下段）：（政策金利・CPI・コアCPI）2012年1月～2023年7月

（10年国債利回り）2012年1月1日～2023年8月11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. 主要マーケットの見通し

### リート市場

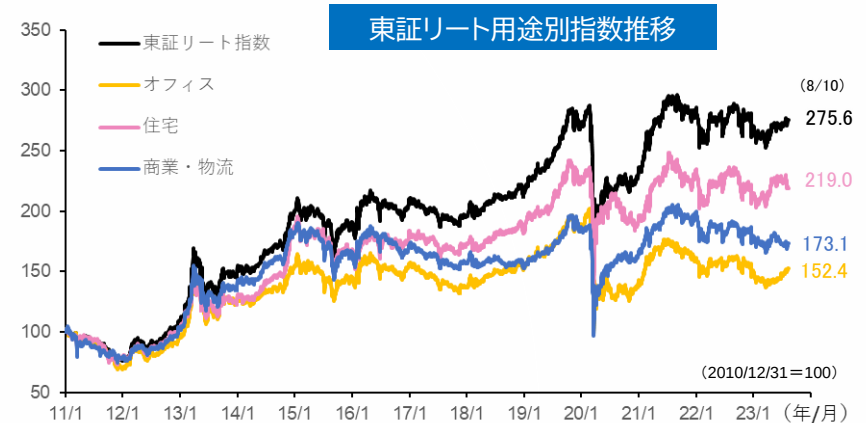
# 長期金利上昇が懸念も オフィスには見直し買い

東証REIT指数は、昨年12月以来7カ月ぶりに一時1900pt台を回復しました。用途別では4割超の構成比を占めるオフィス指数が4カ月連続で上昇し指数全体を押し上げています。背景にはオフィス市況に底入れ感が出てきたことが挙げられます。東京都心5区の7月オフィス空室率で、新築ビルは大型オフィスビルが空室を残して竣工した影響から34.4%と高止まりする一方、既存ビルは5.71%と21年4月以来の低水準となりました。既存オフィスの平均賃料が2020年7月の1坪22,776円をピークに足元7月には19,688円まで低下する中、オフィスの再拡大や都心回帰の動きがみられます。

テレワーク普及による需要縮小観測で、世界的にオフィスREITは調整が続いてきました。しかし、日本生産性本部が8月上旬に発表した最新調査では、テレワーク実施率が15.5%とピークとなった20年5月の31.5%から半減するなど、オフィス市況が最悪期を脱したとの見方が広まりつつあります。

一方、日銀が7月末にYCCの運用柔軟化を決定したことを受け10年債利回りが一時0.65%と9年ぶりの高水準まで上昇、20年債利回りも1.3%台まで上昇し、東証REIT指数の上値を抑える要因となっています。ただ、分配金スプレッドは対10年債で3.5%台、対20年債で2.8%台と、高水準を維持しています（右下左図）。日銀が早期にマイナス金利解除を含む正常化に踏み切る可能性は低く、国内長期金利の上昇余地は限定的と考えられます。東証REIT指数は引き続き相対的に高いインカム収入が期待できる投資先と言えます。

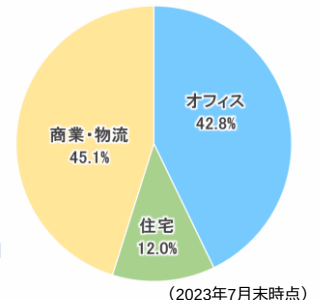
### <東証リート用途別指数推移と利回りスプレッド>



### 日米リート利回りスプレッド



### 東証REIT指数ウェイト



グラフ期間：(上段)2011年1月～2023年8月10日 (下段左)2010年1月～2023年8月11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. 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<br>構成系列 |                                                                                     | 2022年                            |        |        |        |        |        | 2023年  |        |        |        |        |        |        |        |      |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
|                   |                                                                                     | 6月                               | 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     |      |
|                   |                                                                                     | 50.0                             | 37.5   | 50.0   | 50.0   | 41.7   | 25.0   | 33.3   | 50.0   | 66.7   | 58.3   | 50.0   | 25.0   | 66.7   | 50.0   |      |
| ①                 |    | ISM製造業・新規受注指数                    | 50.0   | 48.6   | 50.4   | 47.3   | 48.2   | 46.8   | 45.1   | 42.5   | 47.0   | 44.3   | 45.7   | 42.6   | 45.6   | 47.3 |
| ②                 |    | NFIB<br>中小企業景気楽観度指数              | 89.5   | 89.9   | 91.8   | 92.1   | 91.3   | 91.9   | 89.8   | 90.3   | 90.9   | 90.1   | 89.0   | 89.4   | 91.0   | 91.9 |
| ③                 |    | ミシガン消費者センチメント・<br>期待指数           | 47.5   | 47.3   | 58.0   | 58.0   | 56.2   | 55.6   | 59.9   | 62.7   | 64.7   | 59.2   | 60.5   | 55.4   | 61.5   | 68.3 |
| ④                 |    | 非国防資本財受注<br>(除く航空機)(百万ドル)        | 72,732 | 72,998 | 73,674 | 72,742 | 73,365 | 72,533 | 72,985 | 73,619 | 73,468 | 73,034 | 73,577 | 73,873 | 73,975 |      |
| ⑤                 |    | 新規失業保険申請件数<br>(千人)               | 216    | 216    | 209    | 191    | 202    | 213    | 210    | 201    | 221    | 239    | 239    | 234    | 254    | 229  |
| ⑥                 |    | NAHB住宅市場指数                       | 67.0   | 55.0   | 49.0   | 46.0   | 38.0   | 33.0   | 31.0   | 35.0   | 42.0   | 44.0   | 45.0   | 50.0   | 55.0   | 56.0 |
| ⑦                 |    | シニア・ローン・オフィサー・サーベイ・<br>商工ローン貸出態度 | ▲1.5   | 24.2   | 24.2   | 24.2   | 39.1   | 39.1   | 39.1   | 44.8   | 44.8   | 44.8   | 46.0   | 46.0   | 46.0   | 50.8 |
| ⑧                 |    | 独Ifo景況感指数<br>製造業・商業(期待指数)        | 84.2   | 80.2   | 80.6   | 77.3   | 77.2   | 80.0   | 83.0   | 85.8   | 88.8   | 91.4   | 92.9   | 87.7   | 82.7   | 81.6 |
| ⑨                 |    | 中国 財新Markit<br>製造業PMI            | 51.7   | 50.4   | 49.5   | 48.1   | 49.2   | 49.4   | 49.0   | 49.2   | 51.6   | 50.0   | 49.5   | 50.9   | 50.5   | 49.2 |
| ⑩                 |   | 中国 マネーサプライ<br>M2(前年比、%)          | 11.4   | 12.0   | 12.2   | 12.1   | 11.8   | 12.4   | 11.8   | 12.6   | 12.9   | 12.7   | 12.4   | 11.6   | 11.3   | 10.7 |
| ⑪                 |  | 日本 中小企業売上<br>見通しDI               | 3.1    | 1.7    | 3.2    | 0.5    | 0.9    | ▲4.0   | ▲4.4   | ▲6.2   | ▲1.7   | 4.6    | 11.0   | 10.2   | 4.7    | 0.6  |
| ⑫                 |  | 日本 実質輸出指数                        | 114.0  | 114.8  | 114.3  | 114.6  | 115.3  | 115.1  | 111.9  | 109.9  | 110.0  | 110.9  | 113.9  | 109.9  | 115.8  |      |

〔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8月15日時点)

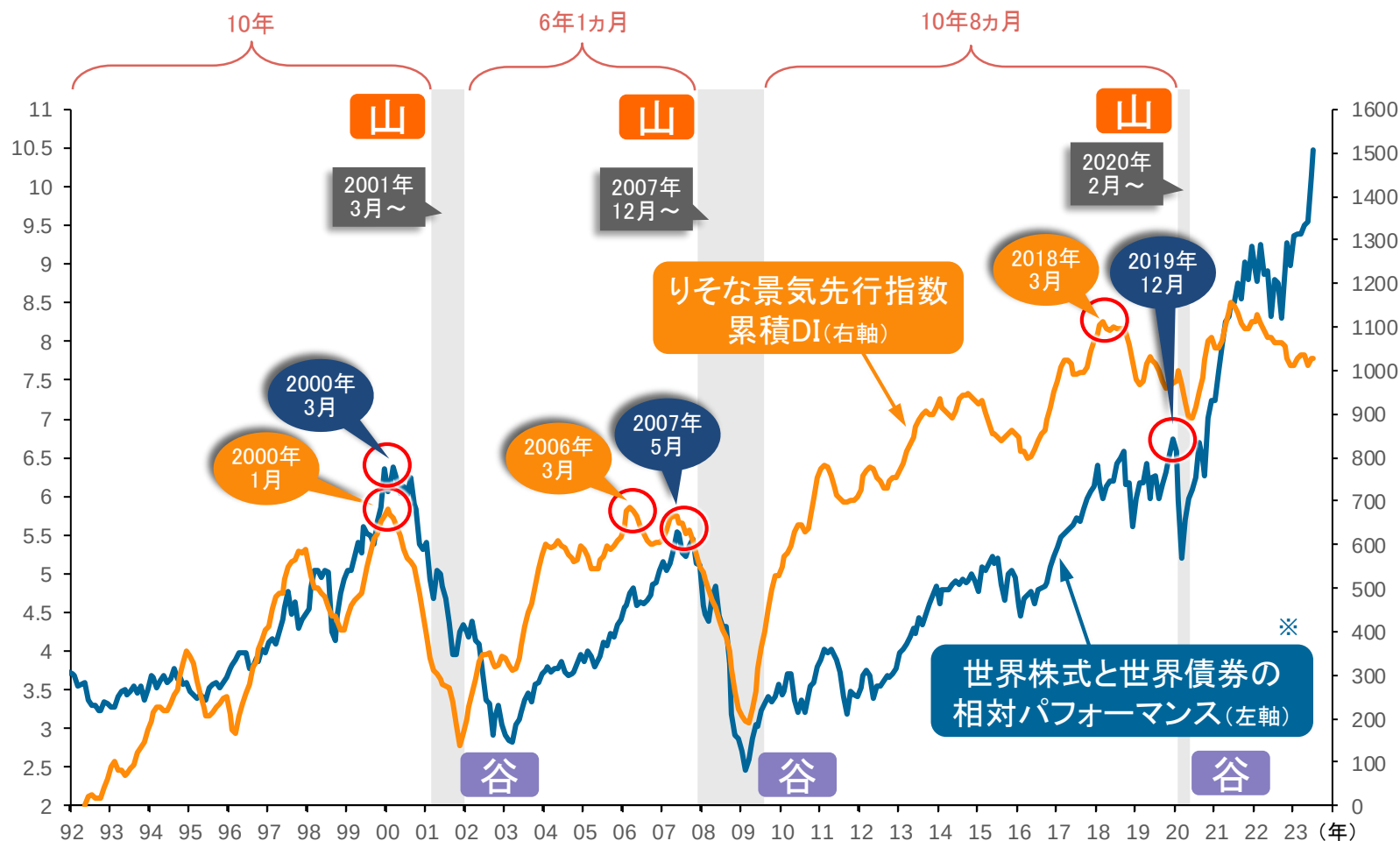
#### <計算方法>

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. 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~2023年7月(りそな景気先行指数指数は1992年5月~2023年7月、2023年7月の値は暫定値)

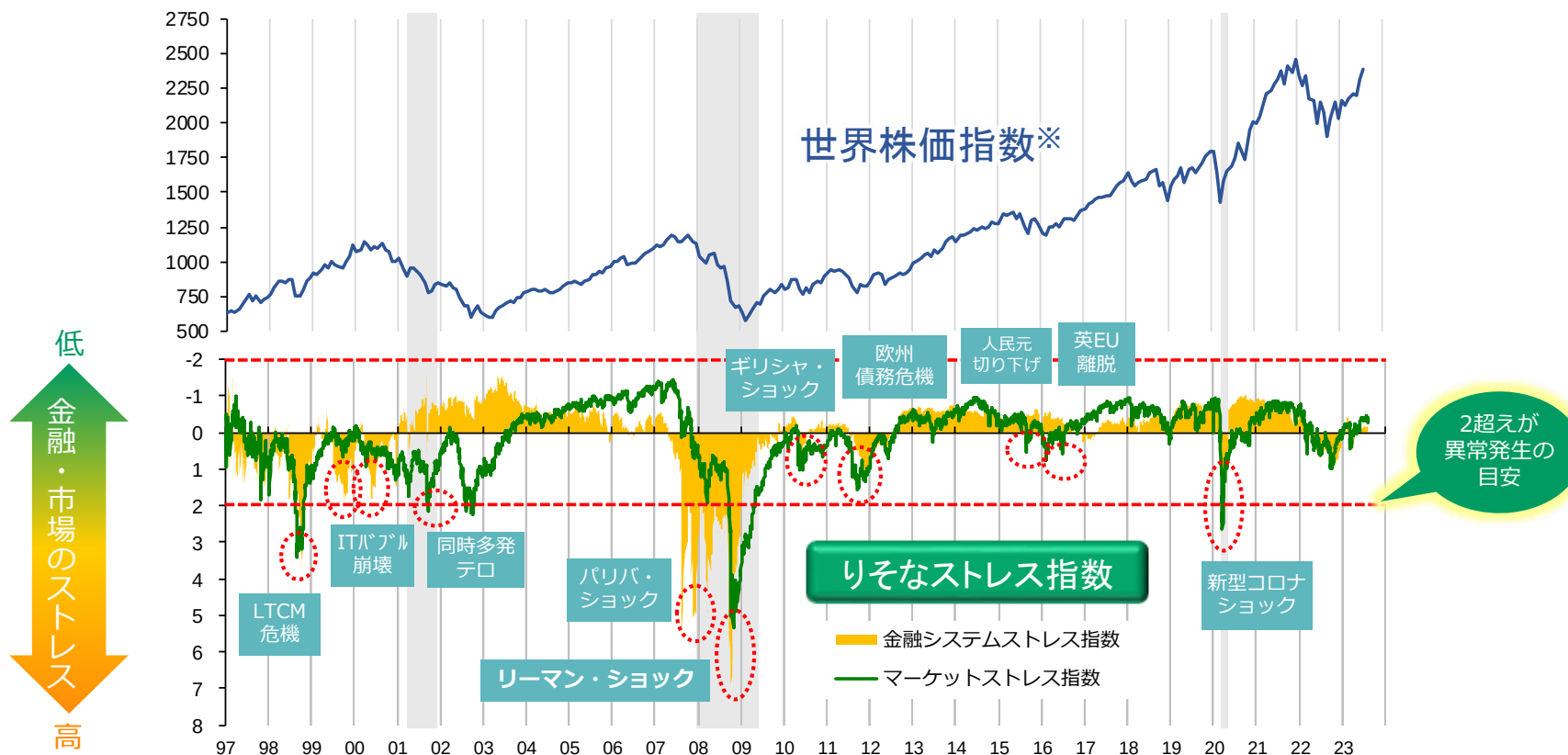
【出所】Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成



## 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8月11日(世界株価指数は2023年7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。