

Resona Investment Outlook

Autumn
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11月17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。

“FRBがYCCを始めた”、と書くと、何を突飛なことを、と反論されそうですが、それに近いことが試されているのではないのでしょうか。11月1日のFOMC後の記者会見でパウエル議長は「金融環境の引き締めをもたらす長期金利の上昇を注視する」と述べました。市場関係者の多くは、5%台乗せした米10年国債利回りが更に上昇してしまうことをFRBは警戒している、と解釈したと思います。そうなると、5%超で10年債を売り難くなります。直後から米10年国債利回りは急低下し、8日には4.5%を割り込みました。その翌日（9日）、パウエル議長はIMF主催のイベントで講演し、今度は「さらなる引き締めが適切になれば、我々は躊躇しない」「やり遂げるまで、やり抜く」とタカ派的なコメントを連発します。前者は今年8月のジャクソンホール講演で使ったフレーズを強めのトーンに変えたもの。後者はポール・ボルカー元FRB議長の回顧録のタイトルからの引用で、昨年・今年のジャクソンホール講演の締めくくりに使われたフレーズです。長期金利が過度に低下し金融環境が緩むことを望んでいない、とのメッセージが伝わり金利は反転しました。FRBとしては、長期金利は当面、上がり過ぎず・下がり過ぎず、4.5%~5.0%のレンジにとどまることが望ましいと考えているのではないのでしょうか。首尾よく長期金利がそのように推移したとして、残る問題は、インフレは2%に向けて低下するか、景気は大きく下振れしないかです。今回は2024年の米国および世界経済を展望します。

<もくじ>

1. 2023年8月央~2023年11月央のふりかえり
2. 2024年の投資環境見通し
3. 注目トピック：世界経済 不確実性の点検
4. 主要マーケットの見通し
5. リそなの独自指標



1. 2023年8月央～2023年11月央のふりかえり

米長期金利再上昇を受け リスク資産は売りが先行

直近3カ月は株式・債券ともに調整地合いとなりました。マーケットの調整に大きく影響したのは、米国長期金利の上昇です。米10年国債利回りが16年ぶりに5%台を付ける中、米国株市場ではマグニフィセントセブン（壮大な7銘柄）に代表される大型成長株が下げを主導しました。10月7日に勃発した中東情勢緊迫化も市場心理の悪化につながりました。

米長期金利の上昇については、政策金利要因以上に、タームプレミアム（不確実性の対価）の上昇が大きく寄与しました。財政赤字拡大や債券需給の悪化に対する懸念が反映されたものと見られます。円が主要通貨に対し全面安となったことから、海外資産は為替要因がプラスに寄与しました。

■ **債券市場**：米・英が2会合連続、ECBは11会合ぶりに利上げを見送りました。欧米ともベアフラット化が進みました。

■ **株式市場**：S&P500指数は7月末に付けた戻り高値から10月央にかけ10%超の下落となり、調整局面入りとなりました。

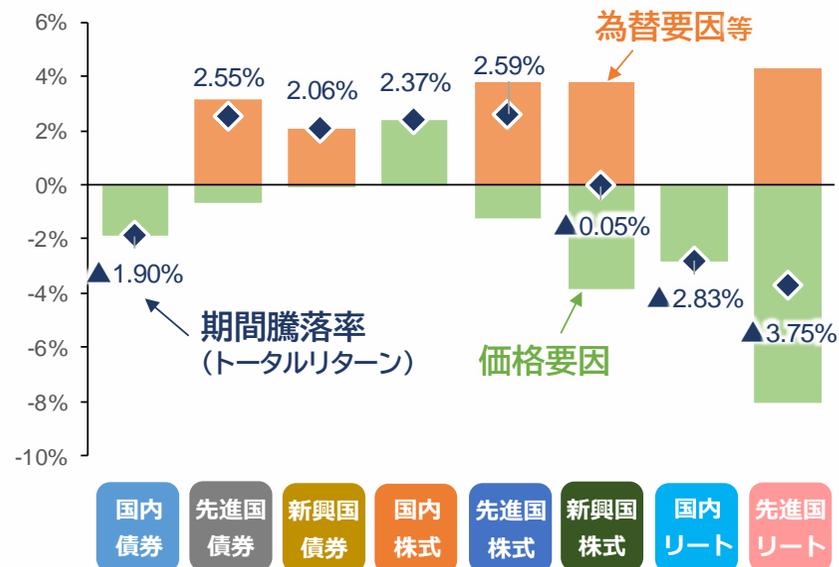
■ **リート**：長期金利上昇を受け内外リート共に大幅反落しました。米国リートは商業用不動産の信用懸念が再燃しました。

■ **新興国市場**：中南米と東欧で利下げ、東南アジアで利上げを再開する国があるなど金融政策のバラツキが目立ちました。

■ **為替**：対ドルは1年ぶりに150円台、対ユーロでは15年ぶりに160円台まで円安が進みました。

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2023年8月12日～2023年11月10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. 2024年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

2024年に控える3つの 転換点：景気・米金利・日銀

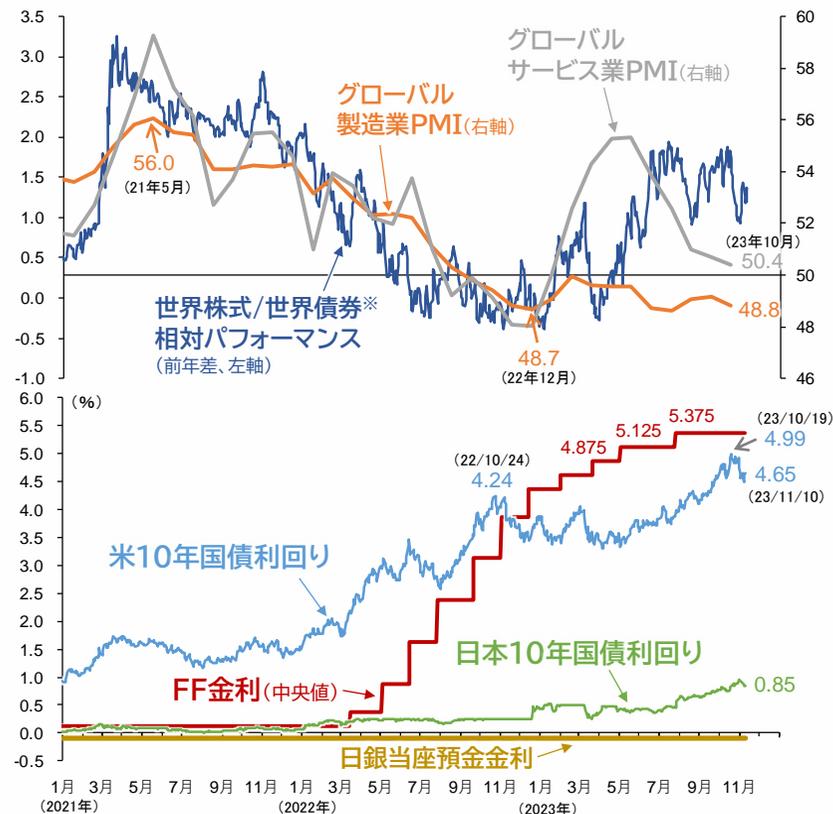
2024年中には、①世界景気が「減速」から「再拡大」、②米国金融政策が「利上げ」から「利下げ」、③日銀が「大規模緩和」から「正常化」に転換することが予想されます。投資環境としては重要な局面を迎えることとなります。要点は以下の通りです。

①世界景気：2024年前半は減速が進み、米国は軽微な景気後退局面に入ることが予想されます。これまでの大幅利上げの累積効果がサービス消費減退につながり景気を押し下げる展開が予想されます。過剰債務や過剰投資など経済の歪みが大きく拡大していないため、深刻な景気後退は回避され、24年後半には持ち直しの動きに転じると見込まれます。

②米国金融政策：利上げは最終段階に達するものの、インフレ鎮静化が軌道に乗るまで政策金利は景気に抑制的な水準で維持される見通しです。利下げ開始は2024年後半が有望ですが、景気の減速度合いが大きくなった場合は、9月FOMCで提示された以上に利下げペースが早まると見られます。

③日銀：YCCの枠組み撤廃、マイナス金利解除については、「2%の物価目標の安定的・持続的達成」が見通せる状態が前提と考えられ、その段階までにはまだ距離があると判断されます。ただ、非伝統的な政策を通常の政策に戻す目的から、24年前半にもYCCの一段の形骸化、マイナス金利をゼロに戻すまでの「正常化」が進められる可能性があります。

<世界市場とグローバルPMI・日米長短金利>



※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1日～2023年11月10日(グローバル製造業・サービス業PMIは23年10月まで)
【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. 2024年の投資環境見通し

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、リスク資産抑制継続

資産配分：2024年前半の景気減速に備え、株式などのリスク資産のウエイトを抑制する戦略が適切と考えます。

想定されるシナリオは、①メインシナリオ：米国がマイルドリセッション（確率5割程度）、②サブシナリオ：米景気準軟着陸（景気後退なしでインフレ減速、確率3割程度）、③リスクシナリオ：米国の深刻な景気後退（景気上振れで利上げ再加速か、目先の景気減速が深刻化する場合。確率は各1割程度）の3つです。

米国景気の減速が顕在化するタイミングについては、利上げ開始から景気後退までの平均的タイムラグ:12-18カ月、余剰貯蓄の枯渇の時期などから24年前半を想定しています。

-主要資産クラス推奨ウエイト 主なポイント-

債券：先進国債券を「ややオーバーウエイト」から「オーバーウエイト」に変更。①メインシナリオのマイルドリセッション、②サブシナリオの準軟着陸、いずれのケースでも、高いインカム所得と利下げ織り込みを背景としたキャピタルゲインが期待でき、他資産比較で投資魅力は高いと判断

株式：スタイルではグロース>バリュー、業種別ではディフェンシブ>景気敏感、地域別では株価バリュエーションを重視し、欧州>日本>米国

リート：金利が天井圏にあることから下値余地は限定的とみるが、海外商業用不動産の信用懸念表面化のリスクを考慮し、内外リートを合わせて中立とする戦略を継続

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. 2024年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

米景気は軽微な景気後退へ インフレ退治に減速不可避

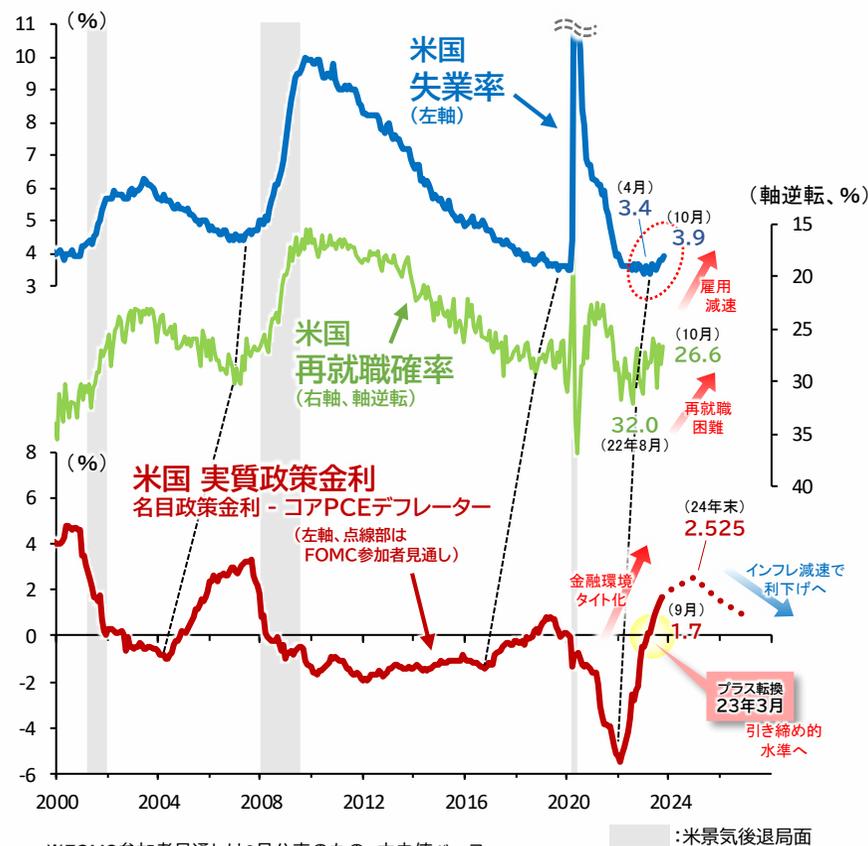
市場では米景気ソフトランディング（景気後退回避・インフレ減速）期待が高まっていますが、物価安定にはある程度の景気・雇用悪化が不可避と考えられます。弊社の米景気メインシナリオは、来年前半の『軽微で短期の景気後退』、年間成長率がマイナスにならない程度の景気減速です。

ここまでの米国経済は予想以上に堅調です。7-9月期の米実質成長率は前期比年率4.9%と、潜在成長率推計値の1.8%を大幅に上回り、ISM製造業/非製造業指数等の景気の先行指標も9月まで持ち直し基調です。ただ、10月に両ISM指数は悪化、10月雇用統計では失業率の上昇基調が明確になる等（右図上段）、直近では経済指標の鈍化が目立ちます。

背景には金融引き締め効果があるとみられます。FRBは昨年春から大幅利上げに転じていますが、インフレの水準を考慮した実質政策金利の観点から考えると、政策金利が引き締め水準に転じたのは今年に入ってからです（右図下段）。昨年3月に始まった金融引き締めの効果が、足元でようやく顕在化し始めている可能性があります。

再就職確率等の米雇用の先行指標は悪化に転じています（右図中段）。先行きは雇用減速を通じ米景気は軽微な景気後退に入ると考えられますが、これを受けてインフレ抑制が進めば、FRBは利下げで引き締め効果を緩めることが可能です。前ページの通り、金融環境は当面タイト化が続くと見られるものの、引き締め効果がピークアウトすることで、景気後退の深刻化は避けられると考えられます。

＜米国 雇用指標、実質政策金利＞



※FOMC参加者見通しは9月公表のもの、中央値ベース。

グラフ期間：2000年初から、上段・中段は2023年10月まで。

下段は2023年9月まで、見通し部分は2026年末まで。

【出所】 Haver Analytics、FRB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. 2024年の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

金融環境

利上げ終了でも引き締め姿勢変わらず、緩和はまだ先

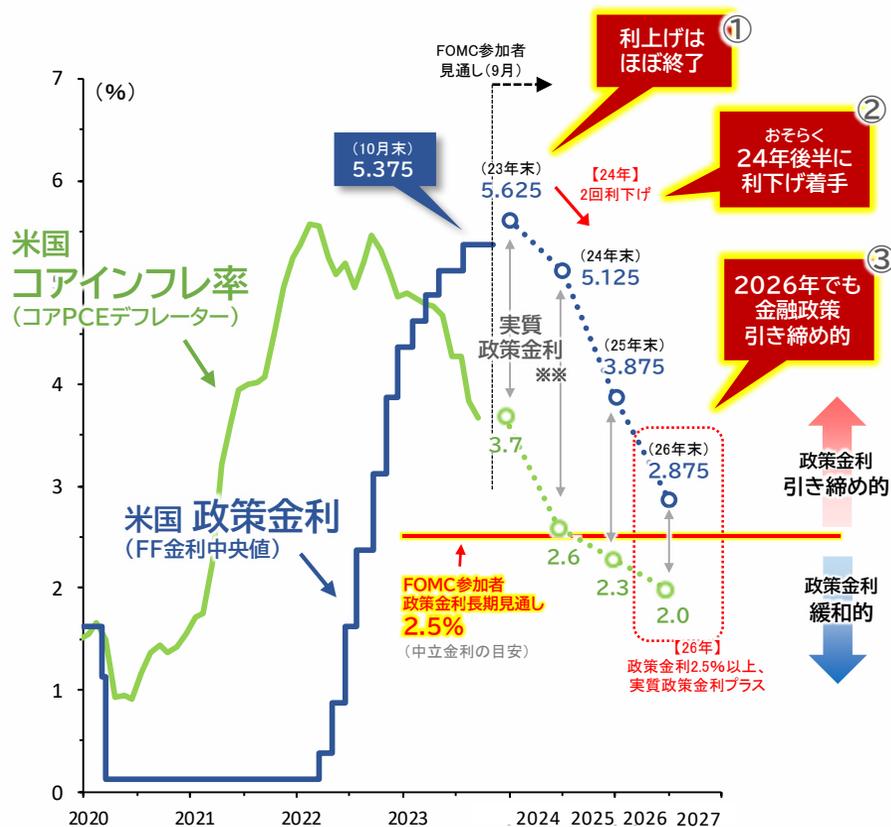
FRBは2会合連続で政策金利を据え置き、ECBは10月会合で昨年7月の利上げ開始からはじめて利上げ見送りを決定しました。英国、カナダの中央銀行も政策金利を据え置いています。いずれも明確に打ち止めは宣言していないものの、日本を除く先進国の利上げ局面はほぼ終わりに達していると考えられます。

ただ、主要国でインフレ率が中央銀行の目標を上回り続ける中、当面は政策金利を“景気に対して十分に抑制的な水準”に据え置くと考えられます。来年後半には、インフレ抑制を見届けた上で、各国で利下げ開始が見込まれますが、利下げのペースは緩やかに留まる可能性が高く、政策金利が“緩和的水準”に達するまでには相当の時間がかかると予想されます。

FRBは9月時点で右図のような政策パスを示しています。見通しが示す利上げ余地はあと1回分にとどまり、①利上げ局面はほぼ終了。②利下げ着手は早くとも来年後半と示唆されています。ただ、政策金利は2026年末時点でも長期見通し（中立金利の目安）の2.5%を上回り、インフレ控除後の実質政策金利もプラスに留まるとされています。このことから、来年後半に利下げを開始しても、③少なくとも見通し期間中は引き締め的な金融政策を続ける方針が伺えます。

来年後半に見込まれる主要国の利下げは、金融政策サイクル上は非常に重要な転換点ですが、“利下げ開始”と“金融政策全体が緩和的スタンスに転換すること”はイコールではありません。実際には、金融政策姿勢は引き締め的に留まる可能性が高く、当面は景気下押し圧力が残ると見られます。

<米国 政策金利とコアインフレ率>



※ グラフ中の「FOMC参加者見通し」はすべて中央値、9月見通し。

※※ 実質政策金利：名目政策金利 - コアインフレ率。

グラフ期間：2020年初から、コアインフレ率は2023年9月、政策金利は10月末まで。見通し部分は2026年末まで。

【出所】 Haver Analytics、FRB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： 世界経済 不確実性の点検

Topic

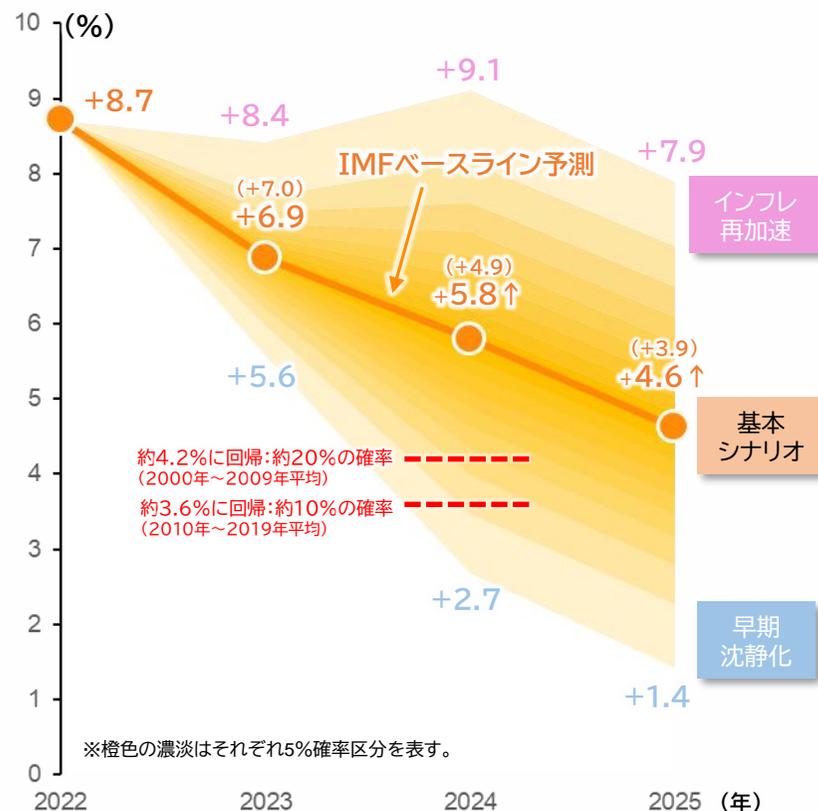
世界経済 足もと安定化も インフレ巡る不確実性残る

IMFが10月に公表した世界経済見通しで、リスクバランスの好転がみられます。世界経済が2%割れの成長率（マイルドリセッション）となる確率は、2023年で約6%（4月時点：約24%）、24年で約17%程度（同：約24%）へ改善しました。下振れ要因のひとつである中国経済については、23年7-9月期の成長率が予想を上回ったことに加え、国内消費喚起などの政策支援が打ち出されたことが評価され、11月上旬の4条協議終了後には、23年・24年の成長率はともに+0.4%幅ずつ引き上げられました。

ただ、インフレ沈静化の道は依然途上にあります。世界のインフレ見通しは4月時点と比較して24年・25年ともに上方修正され、今後の展開次第で上振れリスクも残ります(右図)。足元では景気上振れや中東情勢悪化による資源価格高騰リスク、インフレの粘着性等の上振れリスクが挙げられます。

そうした中、政策ミスの余地はありません。放漫な財政政策や拙速な引き締め終了を回避した上で、物価対策としての家計・企業支援策の質や、インフレ抑制効果を十分見極める必要があります。IMFの試算では、金融引き締め長期化が生じる場合、各年成長率を0.1%~0.4%程度押し下げる一方、インフレ押し下げは0.0%~0.2%程度、とインフレ正常化への貢献は僅かにとどまります。仮にインフレ沈静化が遅れる場合は、利上げ再開も中央銀行の選択肢として残ります。

<IMF 世界インフレ見通し>



※IMFの2023年10月時点の見通しを利用。ただしIMFベースライン予測の()内は2023年4月時点の見通し。
グラフ期間：2022年~2025年
【出所】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

3. 注目トピック： 世界経済 不確実性の点検

Topic

ドイツが『欧州の病人』化 不動産関連部門の低迷

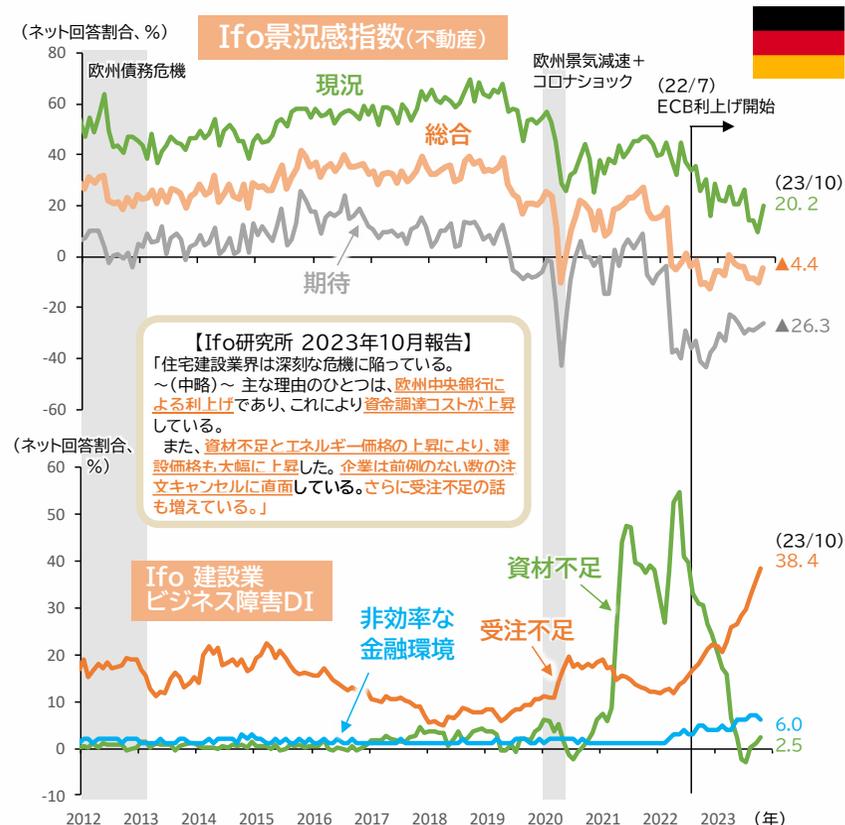
10月公表のIMF世界経済見通しでは、地域毎の成長率格差が目立ちます。その中で欧州の中核国ドイツがG7内で唯一、2023年にマイナス成長予想となっています。金融引き締めや物価高の影響を受け、金利に敏感なセクターを中心に低迷が続く見通しです。メディア報道では90年代後半にしばしば使われた『欧州の病人』という言葉が復活しています。

とりわけ不動産関連の停滞が顕著です(右図)。コロナ感染症対策の影響で供給制約が強まった際は、建築資材調達の困難などが成長の足枷となりました。一方、足元ではECBによる急速な利上げの影響が、資金調達環境の引き締めや需要減退につながり、企業景況感が悪化、住宅価格は2022年第2四半期をピークに調整が進みます。

ドイツ当局も警戒姿勢を示します。Ifo研究所は、23年10月のレポート『住宅市場の危機』、ECBも同年4月の金融安定報告書から、継続して不動産市場の脆弱性について警鐘を鳴らします。不動産取引量の減少も報告され、マーケットの価格発見機能の低下も懸念されます。

ナーゲル独連銀総裁は2024年にはドイツ経済は成長に転じるとの見方を示します。しかし、インフレ高止まりから政策金利を高水準に維持する必要があることや、ドイツ経済は金利敏感な製造業比率が約2割と高いことから、早期の成長再加速のシナリオは描きづらい状況といえそうです。

<ドイツ 不動産・建設業 景況感指数>



グラフ期間 上下段：2012年～2023年10月

【出所】 Haver Analytics、Ifo研究所の公表資料に基づいて、リそなアセットマネジメント作成

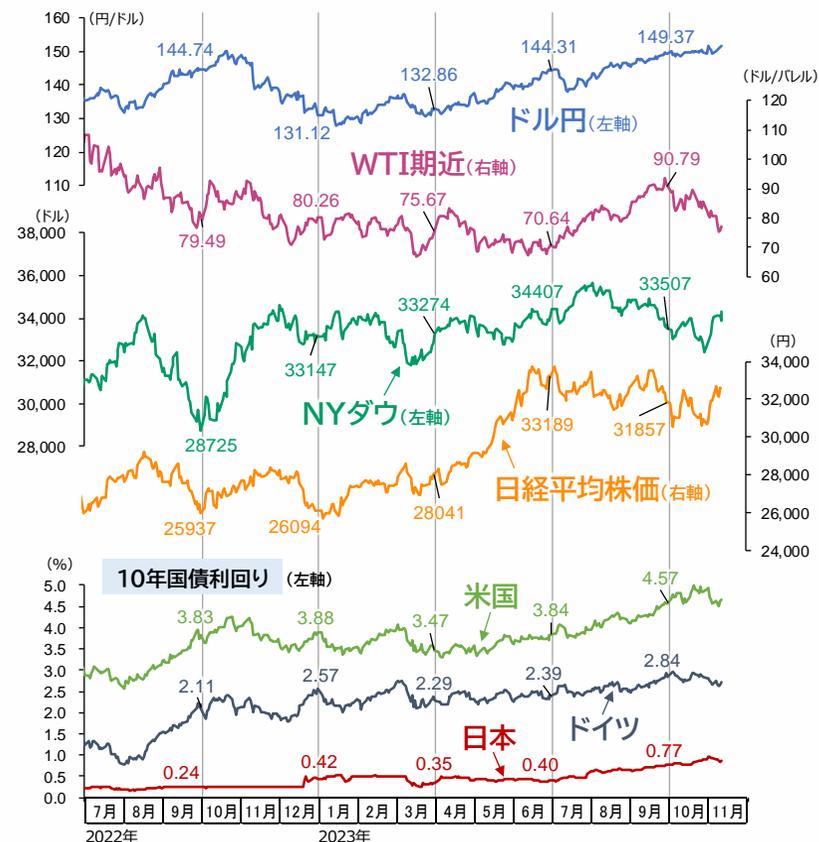
4. 主要マーケットの見通し

主要資産クラス・通貨の見通し

資産クラス 通貨	見通し	今後の焦点 (3カ月~6カ月程度)
国内債券	↗	YCC運用再柔軟化で長期金利の1%超え容認も、マイナス金利解除まで含めた正常化には慎重、金利上昇余地は限定的
国内株式	↘	TOPIX の24年度EPS予想は前年度比8%増益。海外景気減速、円安効果剥落で下方修正増加を予想
先進国債券	↗	米10年国債利回りは当面4.5%~5.0%が中心レンジ。24年後半の利下げ開始を織り込み徐々に金利低下基調に。
先進国株式	↘	S&P500指数の24年EPS予想は前年比+11%、景気後退の場合はマイナス成長へ。予想PERは18倍を超え割高感残る。
新興国債券	↗	中南米・東欧諸国で利下げに転じる国がある一方、東南アジアでは通貨安回避のために利上げを再開する国も。
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	↘	金利上昇リスクは峠を越すものの、商業用不動産の信用懸念が表面化するリスク。
米ドル	→	FF金利は7月の5.375%で利上げ打ち止めの可能性も、利下げは2024年9月がメインシナリオ
日本円	→	YCCの一段の形骸化、政策金利をゼロ%に変更の可能性あるが、連続的利上げは想定されず、円高進行余地は限定的
ユーロ	→	ECBは9月の0.25%利上げ、政策金利4.0%で打ち止めの見通し。利下げ開始は2024年10-12月期を予想

※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7月1日~2023年11月10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

利上げサイクル終了 燻る「債券自警団」効果

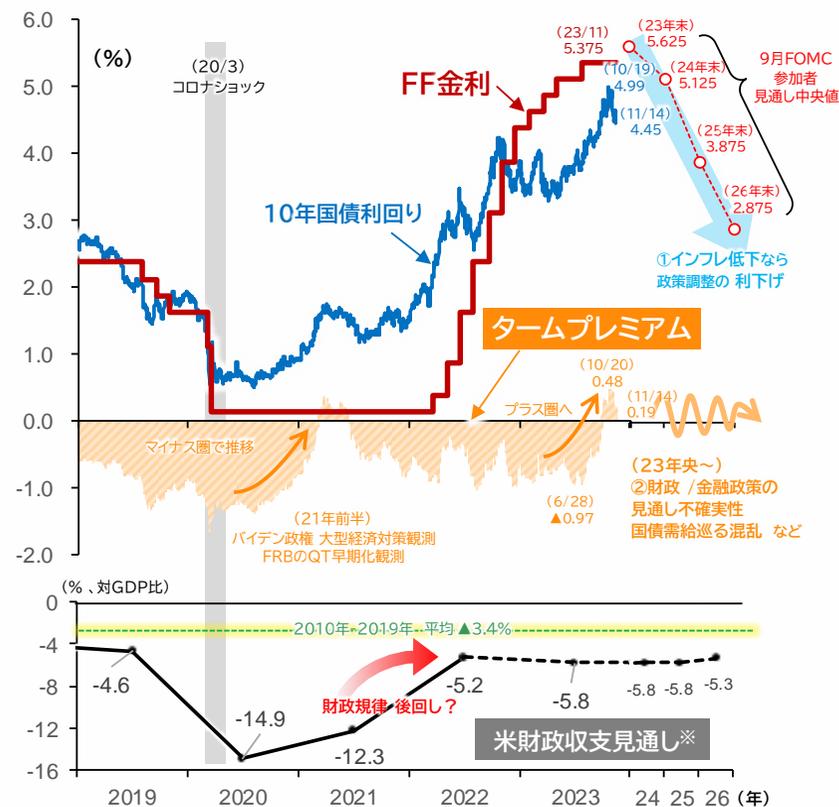
米債券市場では、財政規律の緩みや国債需給悪化を織り込む形でタームプレミアムが上昇し、夏場以降の長期金利上昇を主導しました。こうした金利上昇は、一般的に「悪い金利上昇」とみなされます。パウエル議長は11月FOMCで（財政赤字懸念などによる）タームプレミアム上昇は借入コストの上昇を通じて、“幾分かの上昇に置き換わる”との見解を示しました。

需給環境の悪化要因の一つとされるQT（量的引き締め）については、パウエル議長は金利上昇への影響はわずかと整理します。ただ、これまで国債の最大の買い手であったFRBが最大の売り手に転じているのは事実です。需給環境に好転の兆しが見られない中、タームプレミアムの上昇が突発的に生じるリスクは残ります。

インフレ沈静化が道半ばであることにも留意が必要です。過去には1965-66年のように景気後退回避のための利上げ停止、その後のジョンソン政権の財政規律の緩み（支出拡大と増税の遅れ）が加わり、インフレ再加速・金利上昇に繋がったケースがあります。政策対応を誤れば、このような歴史が繰り返され、タームプレミアムの上昇につながるかもしれません。

大統領・議会選挙の年の経済環境は選挙結果に直結します。インフレ鎮静化が軌道に乗っていない状態で、景気減速が明らかとなる場合、金融・財政当局の対応が注目されます。仮に、財政・金融が景気重視に傾斜した場合、債券市場の「自警団機能」が発揮され、金利が下げ渋る、或いは上昇する展開もリスクシナリオとして想定しておく必要があります。

<米国10年国債利回りと金融・財政政策>



※2023年6月公表のCBO見通しをもとに作成
 グラフ期間：2019年1月～2023年11月14日（上段 FF金利見通し、下段 財政見通しはともに2026年末まで）
 【出所】ブルームバーグ、CBO、FRB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

当面は高ボラ環境に注意 来年末にかけて反発を期待

株式市場にとって最大の焦点は米長期金利の動向です。10月には、米長期金利が5%に迫る上昇となる中、世界的に株安となりました。米S&P500指数は一時、節目の200日移動平均を割り込み7月末の直近高値から10%超下落、国内でも日経平均株価が一時30,000円台半ばまで調整となりました。他方、11月初めに米長期金利が大幅低下してからは、内外株価は急速に切り返しています。

株価の変動を考える際には、右図枠内の式のような見方が重要になります。足元は右辺・分母の『金利(金融政策)』の変動が株価のボラティリティを高めている状況です。6ページ「金融環境」の段で述べた通り、来年末にかけてはFRBの利上げ停止の確認や利下げ開始等、金融政策の転換点が待ち受けているうえ、今後は金融引き締め効果が大きくなっていく局面にあたる考えられます。当面は、米金利は上下ともに変動しやすい環境が続き、株式市場を不安定化させる可能性があります。

加えて、短期的には分子の『企業業績(景気)』の減速懸念も市場の上値を抑制する可能性があります。現在、世界経済は回復の勢いが鈍化していく局面にあり、来年前半には米国の軽微かつ短期的な景気後退で減速感が強まる見通しです。

市場が景気悪化を織り込んだ後は、景気底入れ後の業績回復期待が株価の反発を主導する可能性があります。年末から来年初めにかけては、短期的に市場の下方リスクが高まる恐れがありますが、調整後は新たな景気拡大に向けた株価反転を睨み、買い場を探る局面になると期待されます。

<米国 株価・長期金利 推移>



グラフ期間：2023年初～2023年11月14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

新興国市場

リスクシナリオ再点検 通貨安・インフレ上昇

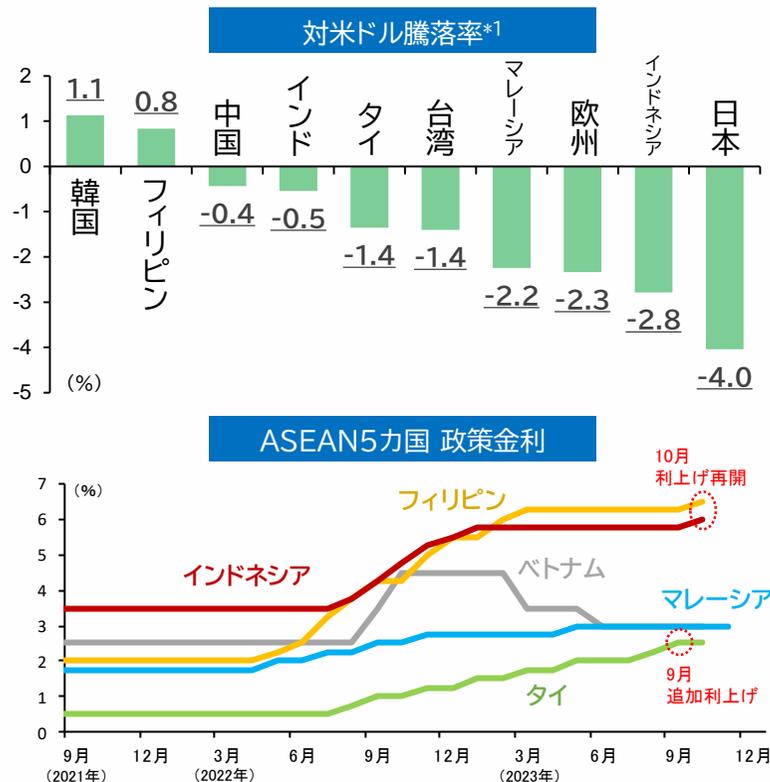
先進国は利上げ局面の終盤に差し掛かっていますが、先んじて利上げを進め、政策金利据え置き局面に入っていた新興国では、足元で再利上げの動きが見られます。

東南アジアでは現在、コモディティ価格上昇懸念や通貨安を受け、インフレ再加速への警戒が高まっています。10月には利上げを休止していたフィリピン中銀が、インフレ上振れを受け利上げを決定し、次回11月会合での追加利上げの可能性にも言及。インドネシア中銀も、通貨安による輸入インフレを懸念し、今年1月以来の利上げを実施しました。このほか、タイでは外需減速で景気悪化の兆しがある中、中央銀行は利上げを継続しています。

IMFは最新の経済見通しで、ASEAN地域の実質成長率を24年に+4.6%、25年に+4.8%と予測し、景気拡大が続くとの見方を示しました。ただ、今後インフレ懸念で金融引き締めが再加速する場合、景気下振れリスクが高まると見られます。特に、FRBが当面引き締めの金融政策を維持すると見られる中、ドル高・新興国通貨安によるインフレ圧力上昇のリスクには注意すべきと考えます。

ファンダメンタルズの脆弱な新興国では、いったん景気が悪化すれば、資金流出→通貨安→利上げ→景気悪化と、悪循環に陥る可能性があります。景気・金融政策の両面からリスクの点検を継続すべきと考えます。

<対米ドル騰落率とASEAN政策金利>



*1 2023年5月12日～2023年11月10日
グラフ期間 (下段) : 2022年9月～2023年10月 (マレーシアのみ11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、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

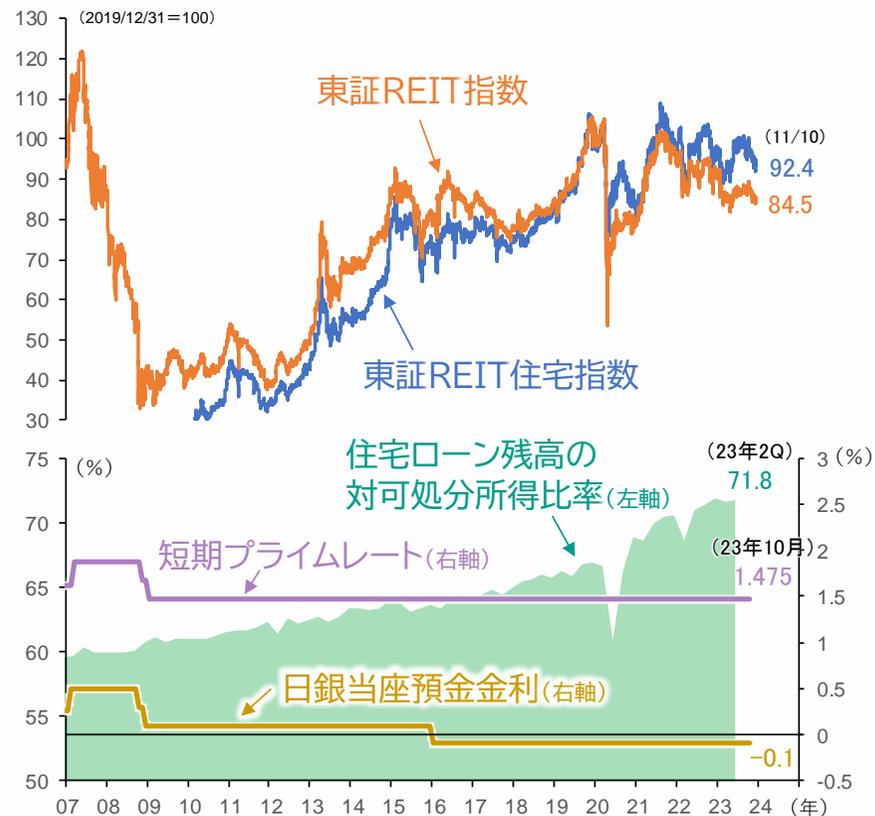
リート市場

日銀の金融政策正常化と Jリート住宅指数の動向

東証REIT指数は、8月末から9月初にかけて1900pt台を回復する場面が見られましたが、10月以降は米金利上昇と日銀の政策修正観測を受け1800pt台前半まで下落。その後は概ね1800-1850ptの狭いレンジでの推移が続いています。

その中で、これまで比較的底堅く推移してきた東証REIT住宅指数の軟調な動きが目立ちます。日銀が正常化を進めた場合の住宅市場に与えるマイナスの影響が意識されているものと見られます。住宅ローンの金利タイプは大きく分けて固定金利型と変動金利型がありますが、固定金利は長期金利に、変動金利は短期プライムレートに連動、さらに、短期プライムレートは日銀の政策金利と連動する傾向があります。近年は日銀のマイナス金利政策を背景に変動金利が選好され、22年時点で新規ローンの8割以上が変動金利型です（日銀システムレポート23年10月）。日銀決定会合後の記者会見で植田総裁は、“変動型の住宅ローンについては（中略）、当面、物価目標が見通せない限りはマイナス金利の維持ですので、変動しないと考えている”と回答しています。ただ、家計の住宅ローン残高の対可処分所得比率は23年6月末時点では71.8%と既往のピーク圏にあります。また、年収に占める年間返済額の比率が30%以上の住宅ローン構成比の上昇が続いており、日銀のマイナス金利解除による負担増が懸念されます。仮にマイナス金利が解除された場合、16年ぶりの利上げとなります。日銀の正常化を巡る不透明感そのものが、東証REIT住宅指数の軟調な動きにつながっているようです。

＜リート指数の推移と住宅ローン残高可処分所得比率＞



グラフ期間：(上段)2007年1月～2023年11月10日 (下段)住宅ローン残高の対可処分所得比率：2007年1Q～2023年2Q、短期プライムレート、日銀当座預金金利：2007年1月～2023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、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か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									
	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
	50.0	41.7	25.0	33.3	50.0	66.7	58.3	50.0	25.0	66.7	50.0	54.2	50.0	55.6
① ISM製造業・新規受注指数	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5	47.0	44.3	45.7	42.6	45.6	47.3	46.8	49.2	45.5
② NFIB 中小企業景気楽観度指数	92.1	91.3	91.9	89.8	90.3	90.9	90.1	89.0	89.4	91.0	91.9	91.3	90.8	
③ ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	58.0	56.2	55.5	60.0	62.6	64.5	59.2	60.6	55.1	61.1	68.3	65.4	65.8	59.3
④ 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	72,742	73,365	72,533	72,985	73,619	73,468	73,034	73,577	73,873	73,559	73,267	73,951	74,292	
⑤ 新規失業保険申請件数 (千人)	191	202	213	210	201	221	239	239	234	254	229	234	210	211
⑥ NAHB住宅市場指数	46.0	38.0	33.0	31.0	35.0	42.0	44.0	45.0	50.0	55.0	56.0	50.0	44.0	40.0
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	24.2	39.1	39.1	39.1	44.8	44.8	44.8	46.0	46.0	46.0	50.8	50.8	50.8	33.9
⑧ 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	77.6	77.5	80.3	83.4	85.9	88.3	90.4	92.3	87.7	83.0	81.9	81.7	82.5	83.5
⑨ 中国 財新Markit 製造業PMI	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5
⑩ 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3
⑪ 日本 中小企業売上 見通しDI	0.5	0.9	▲4.0	▲4.4	▲6.2	▲1.7	4.6	11.0	10.2	4.7	0.6	0.3	5.6	1.2
⑫ 日本 実質輸出指数	114.6	115.3	115.2	111.9	109.9	110.1	110.9	113.7	109.7	115.3	116.9	109.7	114.7	

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

(2023年11月14日時点)

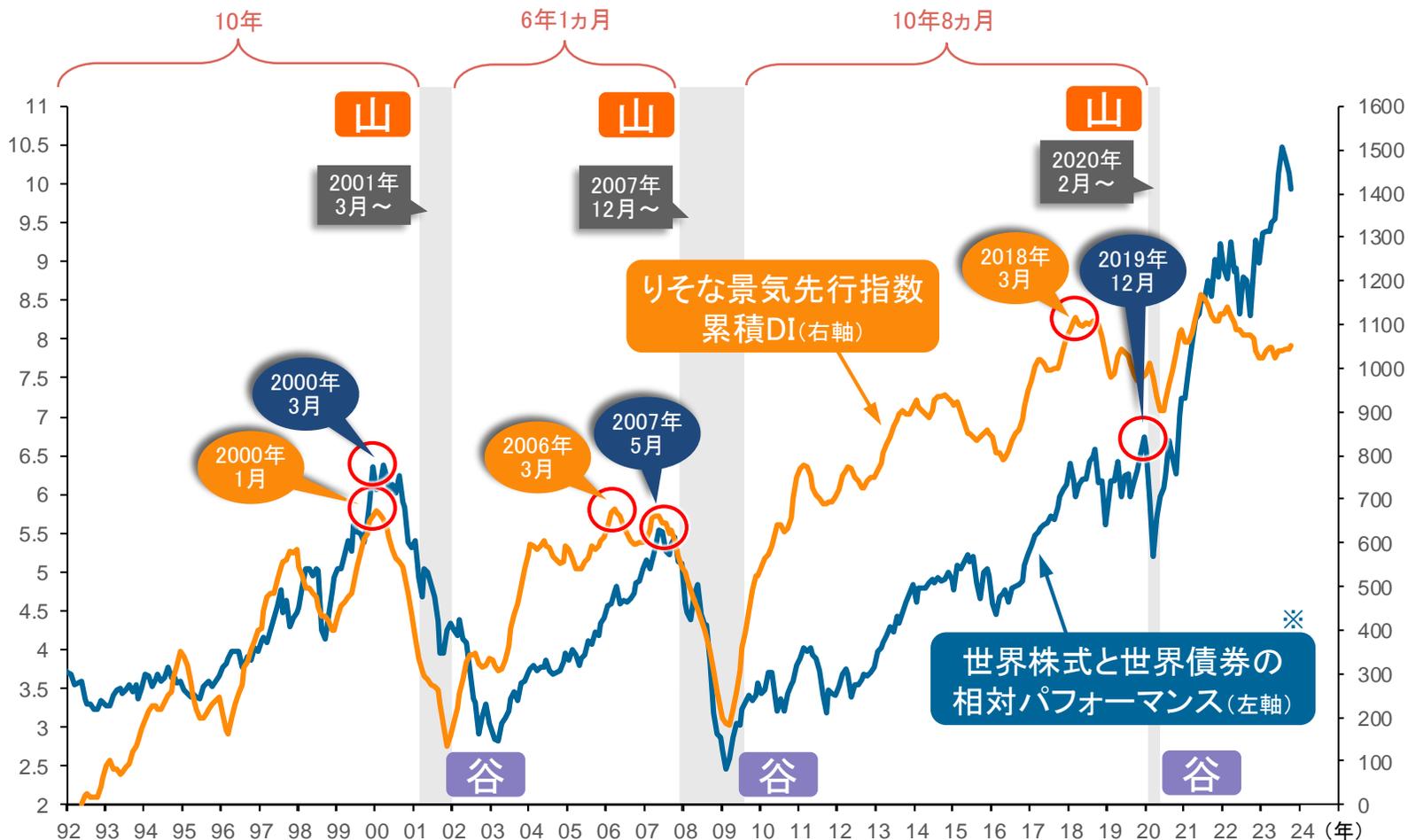
<計算方法>

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か月前の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

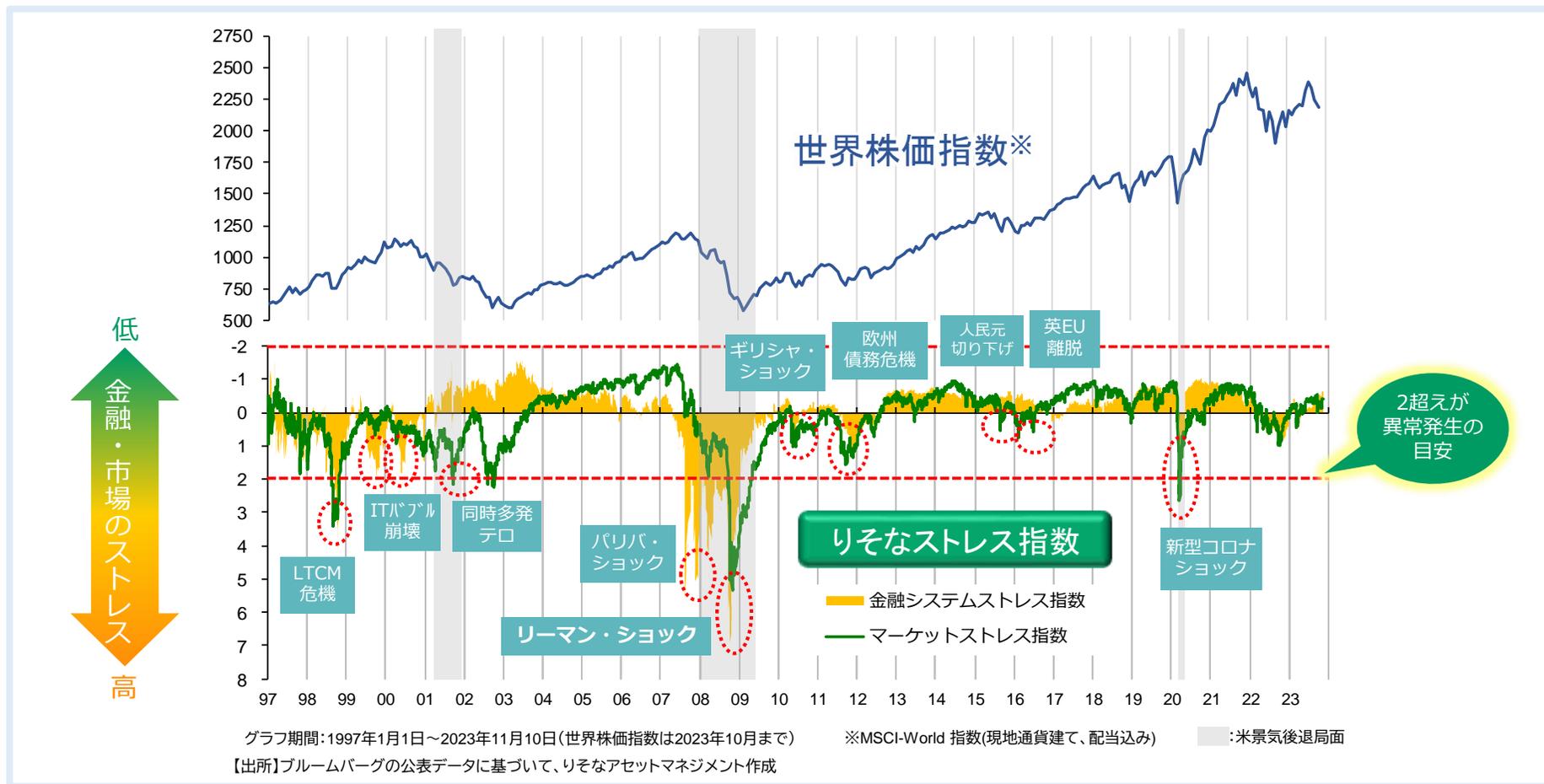
グラフ期間:1992年1月～2023年10月(りそな景気先行指数指数は1992年5月～2023年10月、2023年10月の値は暫定値)

【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。



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・ジャンボファンドブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンドブリーフ債(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金融株価指数の過去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金融株価指数の過去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時の注意点

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となります。
- 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。