

Resona Investment Outlook

Winter
2024

～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

2024年2月16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。

日本語は世界の言語のなかでも複雑で、取得難易度が高いと言われます。理由の一つは、「オノマトペ（擬音語と擬態語）」が非常に多いことです。

2月8日の講演で内田日銀副総裁は「その後にどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくい」と述べられました。日銀から公表されている英語訳では「it is hard to imagine a path in which it would then keep raising the interest rate rapidly」となっており、「急速な利上げ（例えば2022年の欧米の利上げのような）」は考え難いという主旨であることが判ります。即ち、段階的(≒gradual)な利上げの可能性に付いては何も示唆されていないことになります。しかし、講演直後の円相場（1円以上円安ドル高に振れる）や株価（日経平均株価は700円超急伸）を見ると、マイナス金利解除後しばらくは政策金利は据え置かれる、との見方がマーケットで広がったことがうかがえます。

2024年は主要国の金融政策の転換が最大の焦点です。市場参加者は各中央銀行が発するメッセージを正しく解釈し、投資戦略に反映する必要があります。その為には従来以上に中銀ウォッチャーの役割が重要となるでしょう。

今号では、17年ぶりとなる日銀の利上げ、米国の4年ぶり利下げが予想される2024年の投資環境を展望します。

<もくじ>

1. 2023年11月央～2024年2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： ① 国内賃金動向に注目
② 政治目的の財政拡張を注視
4. 主要マーケットの見通し
5. リそなの独自指標



ソフトランディング期待が高まり、株・債券ともに反発

直近3カ月は、インフレ率鈍化と底堅い景気指標を背景に、米欧の利上げ一巡の期待が高まる一方、ハードランディング(景気後退)懸念が後退し、債券、株式ともに上昇しました。

ソフトランディング期待の高まりはマーケットだけでなく、政策当局者の経済見通しにも現れています。IMF(国際通貨基金)は1月末に発表した「世界経済見通し」で、世界全体の消費者物価を22年の8.7%をピークに24年は5.8%に低下すると予測、25年は23年10月時点の4.6%から4.4%に下方修正する一方、成長率は、24年を23年10月時点から0.2pt上方修正し3.1%、25年は3.2%と小幅加速する見通しを示しています。

■**債券市場**：FRBは4会合、ECBは3会合連続で政策金利を据え置きました。両行とも早期利下げ期待は牽制しています。日銀は1月会合で正常化着手が近いことを示唆しました。

■**株式市場**：大型成長株主導でS&P500指数は5000ptを突破、日経平均株価は1990年2月以来の3万7000円台を回復しました。欧州では独・仏の主要株価指数が最高値を更新しました

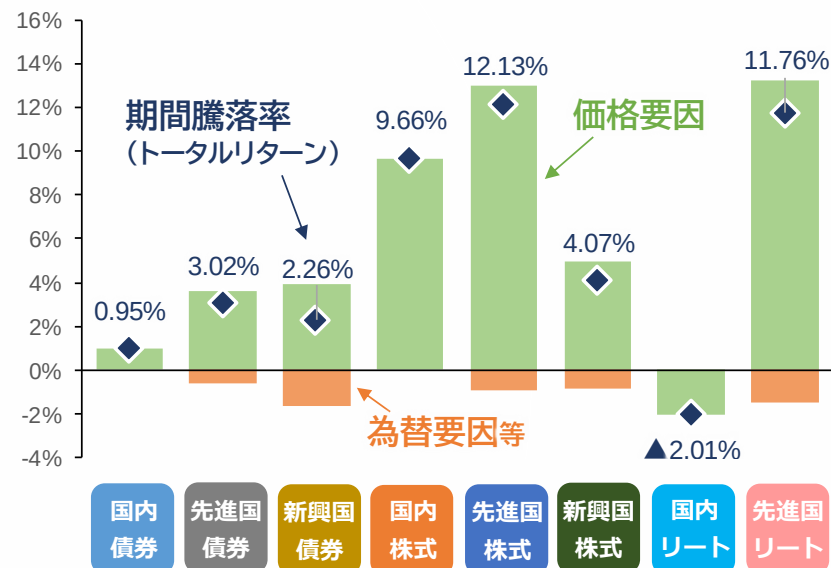
■**リート**：長期金利低下を受け先進国リートは大幅反発しました。国内リートは国内金利の先高感から見送られました。

■**新興国市場**：ブラジルなど中南米諸国の利下げと中国の金融緩和策を受け新興国債券利回りの低下が続きました。

■**為替**：日銀はマイナス金利解除後も緩和的な金融政策を続けるとの見方から円は主要通貨に対し安値圏で推移しました。

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2023年11月11日～2024年2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

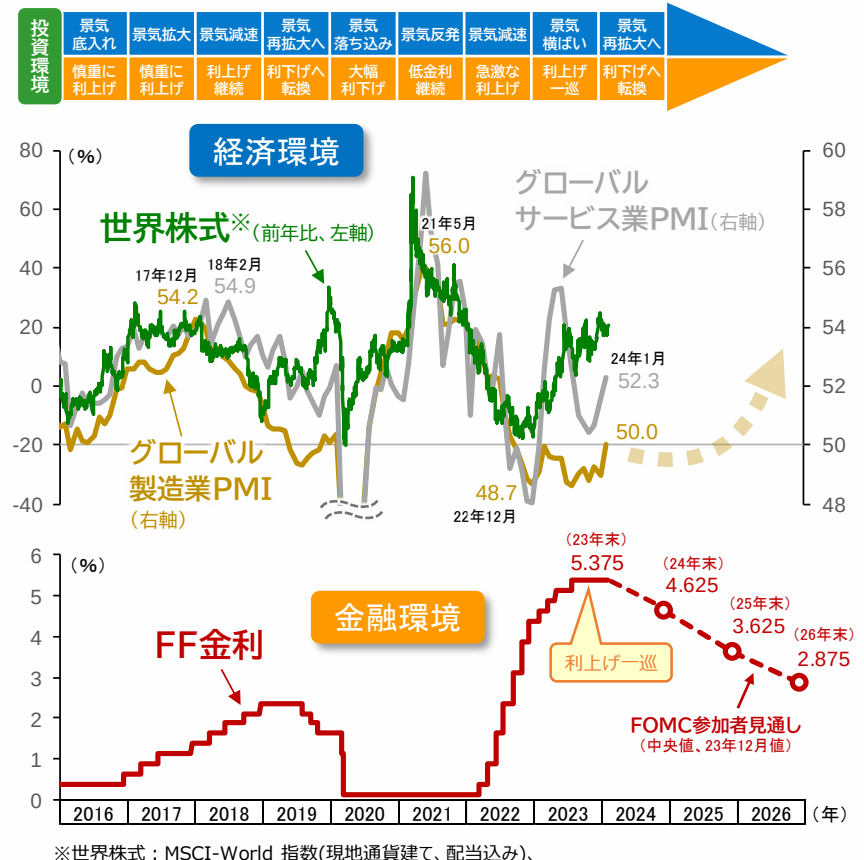
“景気再拡大”と“利下げ”の組み合わせは2019年以来

2024年の投資環境は、経済環境が「世界景気の再拡大」、金融環境は「米国の利下げ転換」が見込まれます。この組み合わせは2019年にも見られたものです。2020年初めの新型コロナ大流行に伴うロックダウンで世界景気は深刻な落ち込みを経験しますが、その直前の2019年は「ソフトランディング」が達成された年です。世界景気の先行指標であるグローバルPMIが年後半に底入れる一方、2015年末に始まった米国の利上げサイクルが一巡し、FRBは19年7月から利下げを開始しました。2019年のマーケットは、「景気再拡大」と「利下げ開始」を好感し、先進国株価指数(MSCIコクサイ、現地通貨建て、配当なし)の年間騰落率は+25.7%、日経平均株価は同+18.2%、先進国債券(WGBI(日本除く)、現地通貨建て)は同+6.9%と、株式・債券ともに良好なパフォーマンスで終わっています。

2019年と2024年が全く同じ投資環境というわけではありません。最も大きな相違点はインフレです。2019年の米国コアPCEデフレーターは一貫して2%を下回りFRBは最大雇用達成に重点を置くことが出来ましたが、現在は、インフレリスクに細心の注意を払う必要があります。

1月FOMC声明文で「インフレが2%に向かっているとの確信が深まるまで利下げは適切ではない」との文言が加えられました。FF先物市場では6月利下げ開始、2024年中に4.5回の利下げが織り込まれていますが、市場が期待するような早期・大幅利下げが実現する可能性は必ずしも高くありません。

＜世界株式とグローバルPMI・米国金融政策＞



グラフ期間：2016年1月1日～2024年2月12日(グローバル製造業・サービス業PMIは24年1月まで)
【出所】FRB、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

景気減速の後ズレ/回避の高まり受け株式の比重復元

資産配分：2024年前半の景気減速に備え、株式などリスク資産のウェイトを抑制する戦略を採ってきましたが、昨年11月以降、金融環境が再び緩和したことで景気減速のタイミングが2024年後半に後ズレ、或いは、回避される可能性がやや高まったと判断。内外株式のウェイトを「中立」とします。

想定されるシナリオは、①メインシナリオ：米景気準軟着陸（景気後退なしでインフレ減速、確率4割程度）、②サブシナリオ：米国がマイルドリセッション（確率4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/資源価格高騰などでインフレ再加速、金融引き締めが長期化するケース、確率2割程度）の3通りです。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

債券：先進国債券は「オーバーウェイト」継続。①メインシナリオの米景気準軟着陸、②サブシナリオのマイルドリセッション、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：グロース>バリューのスタイル戦略を推奨してきましたが、超大型成長株を中心に株価バリュエーションの切り上がりが進んだことから、グロース株は中立に

リート：金利が天井圏にあることから下値余地は限定的ながら、米・欧商業用不動産（CRE）の信用不安顕在化リスクを考慮し、内外リートを合わせて中立を継続

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. 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

世界経済は軟着陸へ 中国経済が不確定要因

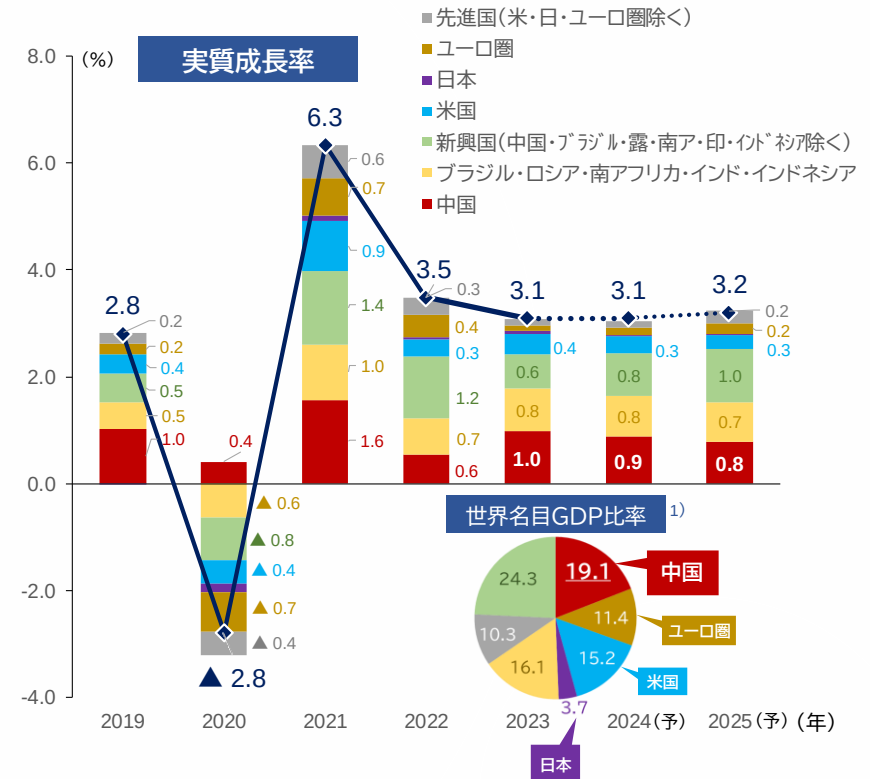
IMFは世界経済見通しで2024年の世界成長率を+3.1% (23年10月時点: +2.9%)に上方修正しました。高い政策金利水準と財政支援縮小が経済活動の重石になるとの見方は維持しつつ、インフレ率の低下を受け世界経済の軟着陸実現への道筋がみえてきたと評価しました。ただ、見通しの不確実性は残ります。

その一つは世界成長率の約2割を占める中国経済の動向です。IMFは自然災害に備える目的の政府支出増加などを織り込み、24年の成長見通しを+4.6% (同: +4.2%) に上方修正し、世界経済成長率を+0.1%pt程度引き上げる効果を見込んでいます。

中国の成長リスクは上振れ・下振れともに想定され、不良債権の抜本的処理をはじめとする当局の構造改革の成否が鍵となります。昨年12月には当局の経済政策方針が示されました。中央政治局会議では、24年の政策運営方針として「積極的財政政策」と「穏健的金融政策」を掲げます。中央経済工作会议では、不動産市場問題・地方債務問題・中小金融機関のリスク解消に取り組む姿勢も示されています。

ただ、ゴピナートIMF筆頭副専務理事が指摘するように、今後中国の改革が成就しない場合、成長率が4%を割り込むリスクもあります。90年代の日本と同じようなPKO(≒株価維持対策)を小出しする対応を見る限り、その可能性は決して小さくないと言わざるを得ません。

<IMF 世界経済の成長率見通し>



※IMFによる2023年10月時点の見通しを利用した当社試算値。

ただし、2023年～2025年の成長率見通しはIMFによる2024年1月時点の見通しを利用した当社試算値。

1) 2024年時点(IMFによる2023年10月時点の見通し)、購買力平価ベース。

グラフ期間: 2019年～2025年(2024～2025年はIMF見通し(2024年1月時点))

【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. 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

米利下げ、日銀政策正常化 ドル円の為替は？

パウエルFRB議長は1月FOMC後の記者会見で、「経済が見通し通りとなれば、年内どこかで利下げが適切になる」と発言しました。植田日銀総裁は1月会合の記者会見で、物価目標達成の「確度が少しずつ高まっている」とし、金融政策の正常化着手を判断する時期が近づいていることを示唆しました。

米国は利下げ、日本は利上げへと、近く異なる方向に動きだすとみられます。

金融政策が転換する際、大きな影響を受けるのは為替です。1980年以降の動きを見ると、米国が利下げし、日本が利上げ、或いは、引き締め姿勢を維持する局面では円高が進んでいます(右図、シャドー部分)。ただ、それらの局面では、日銀の大幅利上げやFRBの大幅な利下げで内外金利差がほぼゼロになる等、金融政策が大きく変化しました。

現在、FRBは24年3回、25年4回程度と、緩やかな利下げ見通しを示しています*。パウエル議長は、先行きの利下げは“引き締め調整”に留まり、金融環境の大幅な緩和は想定していない、との考えを示しています。日銀も、植田総裁が「マイナス金利を解除する場合でも、極めて緩和的な金融環境が続く見込み」と発言しており、政策正常化に向かうものの、積極的な利上げや金融引き締めには踏み込む可能性は限定的と見られます。

日米の金融政策は方向転換しても、変化は緩やかな動きにとどまりそうです。米利下げにより為替は円高基調に転じると予想されますが、日米金利差は現状から大きく変化せず、円高進行の余地は限定的なものにとどまると予想されます。

*2023年12月公表のFOMC参加者の政策金利見通しより。中央値ベース、利下げ1回を25bpとする。

<ドル円相場と日米政策金利>



※米国は2023年12月公表のFOMC参加者の政策金利見通し(中央値)。
日本はりそなアセットマネジメント見通し。

グラフ期間：1980年初～2024年2月9日、政策金利の見通し部分は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①： 国内賃金動向に注目

Topic①

国内賃金動向に注目 賃金・物価の好循環なるか

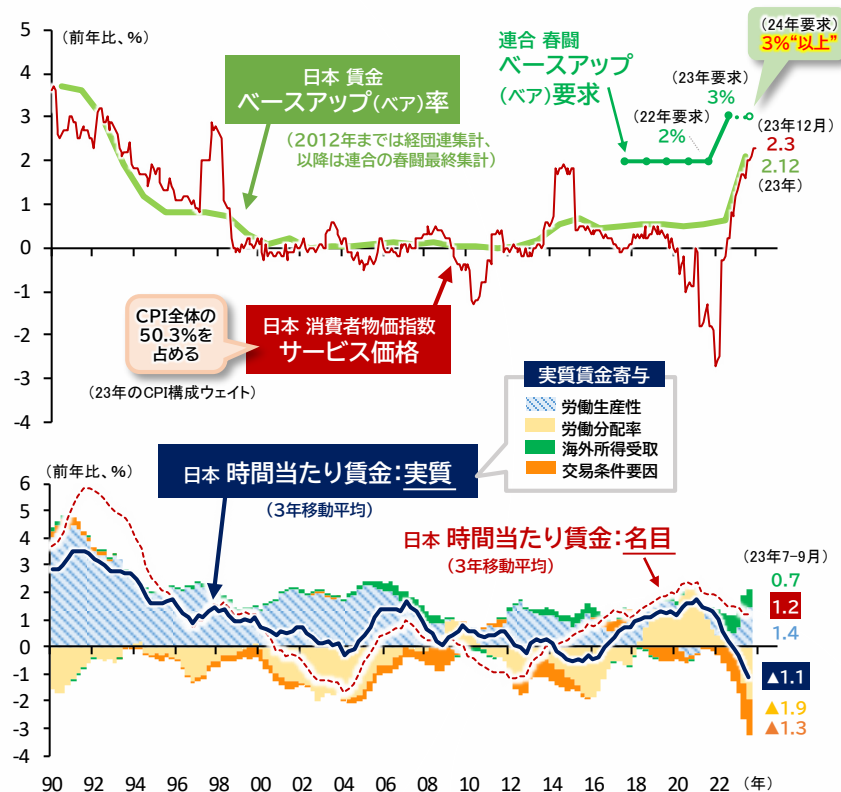
国内経済・金融政策の注目点は今春の賃金交渉動向です。日銀は、持続的・安定的な2%物価目標達成には『賃金・物価の好循環』（相互上昇を意味する）の実現が最重要としています。右図上段の通り、サービス価格と賃金の基調的な伸びを示すベースアップ（ベア）率は連動しており、インフレの定着には賃金の持続的な上昇が不可欠と言えます。

2023年の春闘では、企業の人手不足と円安・資源高等によるインフレ上昇を受け、連合のベースアップ要求はそれまでの「2%」を上回る「3%」が打ち出されました。そして、今年の要求は「3%以上」となっており、昨年以上の賃上げ実現が期待されています。日銀も、この動きを評価し物価目標達成の確度が『少しずつ高まっている』（1月展望レポート）との見方を示しており、今春にもマイナス金利解除等の政策修正を行うとみられます。

ただ、日銀が“緩和の縮小”の域を越え、金融引き締めに進むかについては、賃金上昇の持続性に左右されると考えられます。実質ベースで賃金の伸びを見ると（右図下段）、1990年代から足元にかけての賃金鈍化は、主に生産性の伸びの低下や労働分配率の低下で説明されます。加えて、足元は円安等による交易条件の悪化も賃金押し下げに働いています。

持続的な賃金上昇には、企業の利益配分に関する姿勢の変化（労働分配率の引き上げ）、或いは、生産性向上の継続等、長期的・構造的な変化が必要と見られます。日銀はある程度時間をかけて賃金動向の見極めを続けると考えられます。

<日本 インフレ、賃金指標>



グラフ期間：1990年初から、上段はサービス価格が2023年12月まで、ベア率は2023年、ベア要求が2024年まで。下段は2023年7-9月期まで。

【出所】 Haver Analytics、経団連、連合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②： 政治目的の財政拡張を注視

Topic②

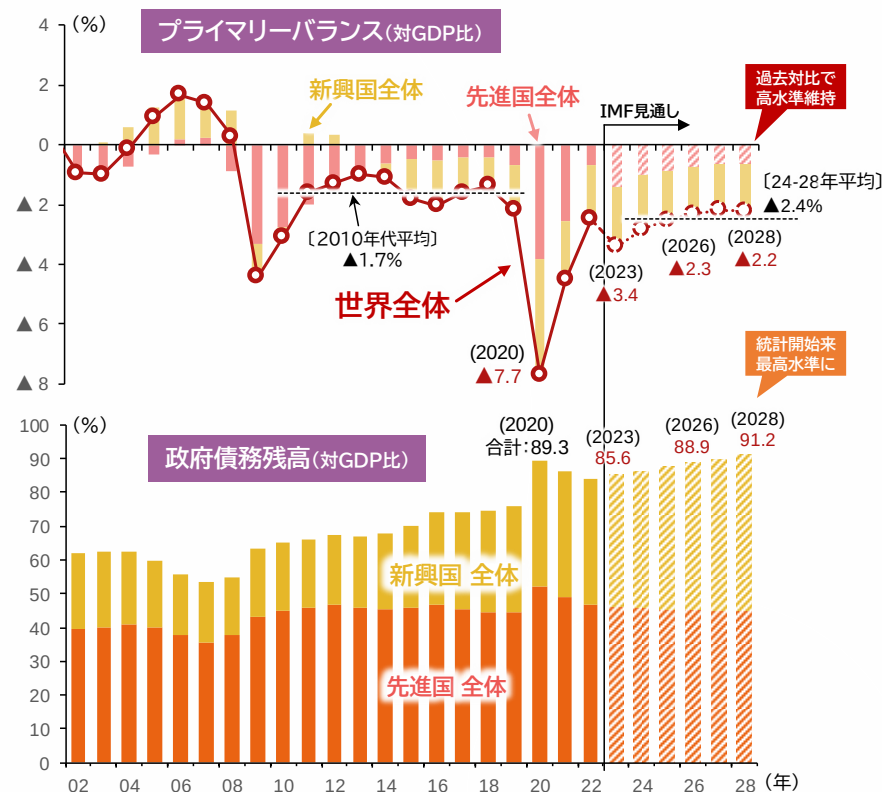
2024年は「選挙の年」 政治目的の財政拡張を注視

IMFは世界経済見通しのリスクとして“財政”を挙げます。
『財政支援縮小の遅れ』は短期的には成長上振れにつながるものの、インフレ再加速や政策調整の混乱につながり、のちにマイナスの影響をもたらすと指摘します。日本で物価高対策を盛り込んだ総額13.1兆円規模の補正予算が成立、欧州ではEU加盟国の内、4カ国が財政勧告から逸脱する予算案が提出されたことなどが念頭に置かれているとみられます。

また、2024年は世界のGDPの8割以上を占める地域で選挙が行われます。これは過去40年間で最も選挙が多い年のひとつとなります。ゲオルギエバIMF専務理事は「約80カ国で選挙が行われる予定であり、選挙サイクルの間は財政支出圧力がかかりやすいことを知っている」と警戒感を滲ませます。各国の政権が選挙前の支持率浮揚を目的に、規律の乏しい財政運営に転じるリスクが意識される年となりそうです。今秋に総選挙実施が予想される英国では、保守党政権が給与税減税と企業投資減税の恒久化に踏み切っており、グランシャ IMFチーフエコノミストがこれ以上の減税を実施しないよう警鐘を鳴らしています。

IMFの見通しでは“財政赤字”や“政府債務残高”が過去対比で高止まることが想定されています（右図）。ここから更に財政悪化が進む場合、インフレ再加速・需給軟化懸念から金利上昇リスクが現実味を帯びてくる可能性に留意が必要です。

<世界 財政赤字・政府債務見通し>



※IMFによる2023年10月時点の見通しを利用した当社試算値。2023年～2028年は同見通し。

グラフ期間：2002年～2028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

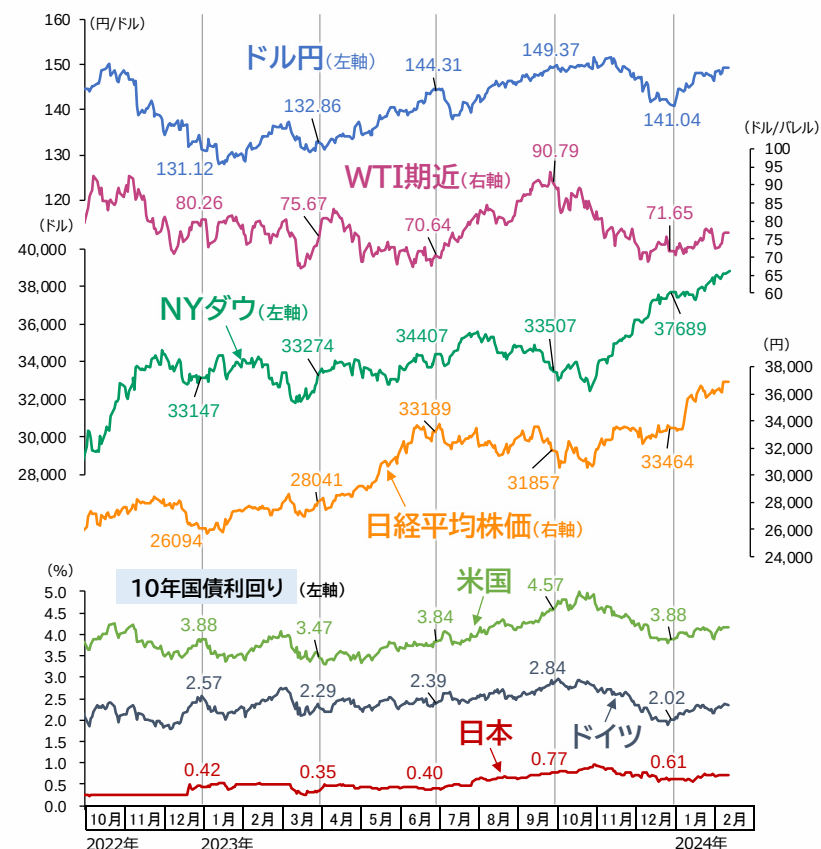
4. 主要マーケットの見通し

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3月/4月の決定会でマイナス金利解除。YCCの金利誘導は終了するが、国債買い入れ措置は継続の見通し
国内株式	→	TOPIXの予想PERは過去平均域の14倍台後半。資本効率向上に向けた取り組み評価等から海外資金の流入余地残る
先進国債券	↑	米10年国債利回りは当面3.8%～4.5%が中心レンジ。24年央の下り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指数の予想PERは20倍を超え割高感強まる。大型成長株に物色集中、悪材料に対する脆弱性の高まりに注意
新興国債券	↑	インフレ鈍化から中南米・東欧で利下げに転じる国が広がる。中国は為替・金融安定に配慮し、小出しの緩和策継続
新興国株式	→	中国市場は当局の株価維持策が下支えとなるものの、中長期的な下落トレンドは続き、指数全体の下押し圧力に
国内リート	↑	国内オフィス市況に底入れの兆し、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	↓	長期金利の低下観測が下支えするものの、商業用不動産向け融資を巡る信用不安が再燃しており上値を抑える要因に
米ドル	→	12月段階のFOMC委員の予測（中央値）では24年中に3回の利下げ見通し。メインシナリオは6月FOMCで利下げ開始
日本円	→	3月/4月にマイナス金利解除、政策金利は無担保コール目標にゼロ～0.1%に。円安回避のため追加利上げの姿勢維持へ
ユーロ	→	政策金利4.0%で利上げ打ち止め。春先の賃上げ交渉結果を見極め、2024年7月（FRB利下げのあと）利下げ開始へ

※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10月1日～2024年2月12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

ヘッジ付き米国債券投資 利下げ接近で好機迎える

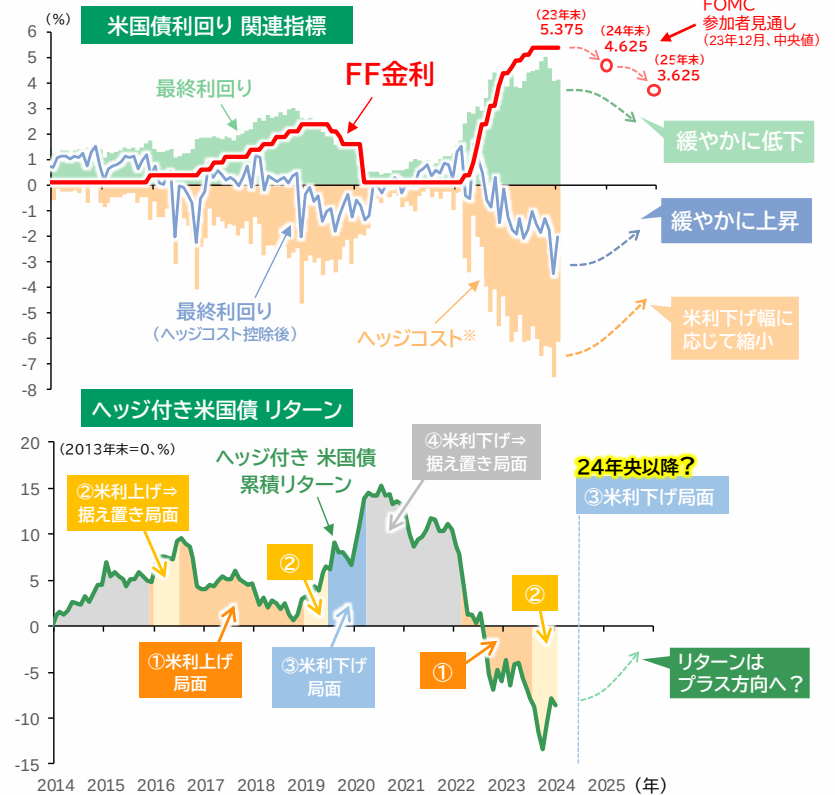
2024年中には米・欧の利下げが見込まれます。ただ、当面はまだ政策金利（＝高いヘッジコスト）の維持が予想される中、ヘッジ付き外債の投資魅力は如何に捉えるべきでしょうか。

米国では、高い政策金利が維持される場合、（１）ヘッジコスト（ここでは主に米日短期金利差）は高止まり、（２）長短金利差の逆転状態が続くと予想されます。右図上段で確認する通り、最終利回り（黄緑）とヘッジコスト（橙）の高止まりを考慮すると、ヘッジコスト控除後の最終利回り（青線）はマイナスの状態が続くと予想されます。仮に今の状態が続けば、ヘッジ付き米国債の投資妙味は依然低いこととなります。

ただ、実際には金融政策の変化を織り込み、債券価格や利回り形状は変動します。右図下段では、直近10年間のヘッジ付き米国債の累積リターンを①利上げ、②利上げ⇒据え置き、③利下げ、④利下げ⇒据え置き の4局面に分けて確認したものです。②③の局面では債券市場は利下げを織り込むことで、キャピタルゲイン（債券価格上昇）がヘッジコストを上回り、プラスのリターンを積み上げています。また、④の局面では、長期金利が短期金利を上回り（順イールド化）、ヘッジコスト控除後の最終利回りはプラスに転じやすくなります。

2022年は①利上げ局面、23年後半から②の利上げ⇒据え置き局面と移行し、そしてこの先2024年央から③利下げ局面への移行が予想されます。FRBが次の一手は「利下げ」であることを強く示唆している現在、ヘッジ付き米国債投資を再開/ウエイトを再び高める好機を迎えていると考えます。

<米国債利回りとヘッジ付き米国債券のリターン>



※FTSE米国債インデックスの円ヘッジ付きと現地通貨建ての月次リターンの差をヘッジコストとして年率換算。

グラフ期間：2014年1月～2024年1月（上段 FOMC参加者によるFF金利見通しは2025年末まで）

【出所】ブルームバーグと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

4. 主要マーケットの見通し

株式市場

年初から大幅上昇の日本株 最高値更新はいつ？

日経平均株価、TOPIX（東証株価指数）ともにバブル崩壊後の戻り高値を更新するなど、日本株の堅調ぶりが目立ちます。

日経平均株価の最高値は1989年末に付けた3万8,915円です。足元のNT倍率＝14倍（日経平均÷TOPIX）が続くと仮定すると、TOPIXが2,780ポイント到達で、日経平均株価は最高値更新となります。では、いつその達成が期待できるのでしょうか？

株価は一株当たり利益（EPS）と、株価収益率（PER）に分解できます。2月初め時点のTOPIXの12か月先予想EPS（市場アナリストのボトムアップ集計値）は176.9円で、この予想EPSから計算した予想PERは14.46倍です。このPER水準は過去平均値並みで、過度に割高感も割安感もない中庸な水準と言えます（右図下段）。PERを過去平均並みの現在の水準（≒14.46倍）で据え置くと、TOPIXの2,780ポイント達成には192円程度のEPSが必要です。

25年度末のEPSは足元で193円程度と予想されています。株式市場は1年程度先の業績を織り込み価格形成をする傾向があるため、25年度末業績を織り込む24年度末には、25年度末EPS193円を反映し、TOPIXの2,780ポイント到達、日経平均株価の最高値更新が実現すると期待されます。もちろん、バリュエーション指標であるPERが上昇すれば、年度末を待たずに最高値更新は可能ですが、それには予想PERが15倍台後半以上に上昇する必要があります（予想EPSを足元の水準で据え置く場合）。過去の海外投資家の買いが膨らむ局面では、PERは一時的に16倍前後まで上昇しています。ただ、そのようなPER主導の株高となった場合、株価上昇は持続性に欠ける可能性があります。

<日本 株価指数推移、EPS、PER>



※グラフ、本文で使用の12か月先、および年度別の一株当たり利益予想はすべてアナリストコンセンサス。
グラフ期間：2013年初～2024年2月9日。

【出所】ブルームバーグ、LSEG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

バブル崩壊後の日本と 現在の中国のアナロジー

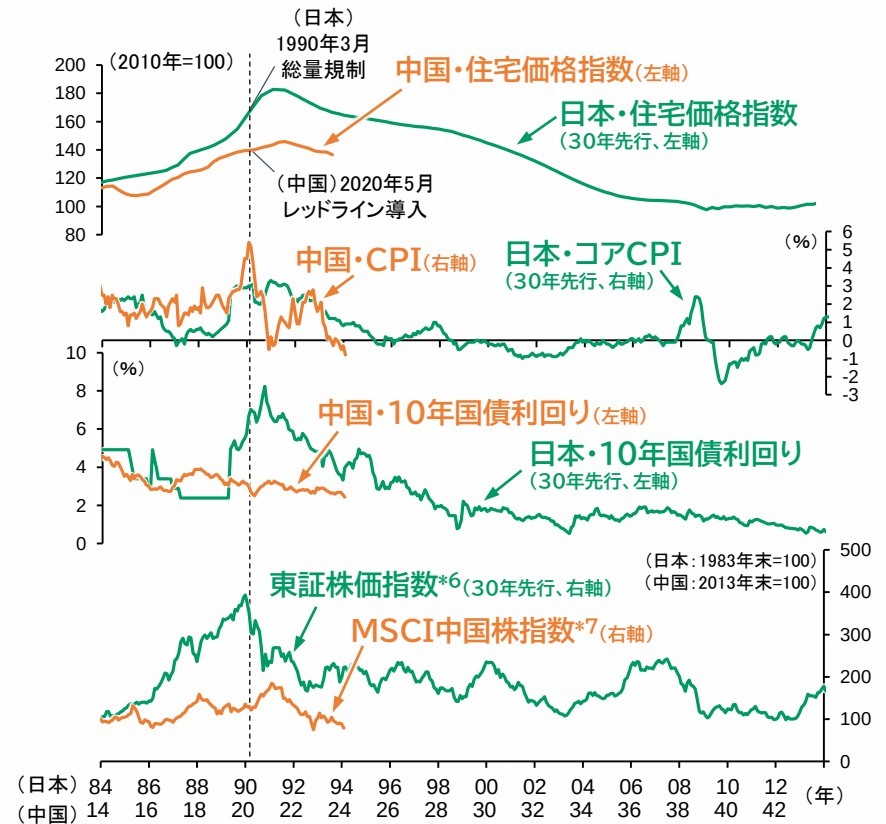
中国経済がバブル崩壊後の日本の様に長期的に停滞する可能性が警戒されています。1990年3月に日本で「不動産融資総量規制」が通達された30年後、中国では“3つのレッドライン”と呼ばれる不動産規制が導入されました。その後間もなく不動産大手の恒大集団の信用不安が顕在化し、深刻な不動産不況に陥ります。物価面でも、中国の24年1月CPIが前年比▲0.8%とマイナス幅が広がるなど、デフレへの懸念が強まり、バブル崩壊後の日本とのアナロジーが指摘されています。

中国が日本と同じように“失われた20年”を経験するとすれば、長期投資戦略としては中国株式のアンダーウエイト、中国債券のオーバーウエイトが適切と考えられます。右図下段は、日本と中国の株価・国債利回りを30年のラグを調整し重ねたものです。1990～2010年の21年間のパフォーマンスで国内株*1は年率▲4.4%、国内債券*2は年率+3.9%です。他方、2021～2023年の3年間で中国株*3は年率▲17.7%、中国債券*4は年率+4.1%で推移しています。

新興国市場の代表的ベンチマーク*5では、1月末時点で中国株式は約25%、中国債券は10%組み入れられています。長期国際分散投資において、中国市場のウエイトは軽視できない大きさと言えます。

*1 東証株価指数（配当込み） *2 野村BPI総合指数 *3 MSCI中国株式指数（配当込み、クロス、現地通貨） *4 JPモルガンGBI-EM中国指数 *5 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

<90年代日本と現在の中国のマクロ、債券、株式の比較>



*6 東証株価指数（配当なし） *7 MSCI中国株式指数（配当なし、現地通貨）
グラフ期間：（日本）1984年～2013年 （中国）2014年～2024年1月末まで

【出所】ブルームバーグ、CEIC、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

リート市場

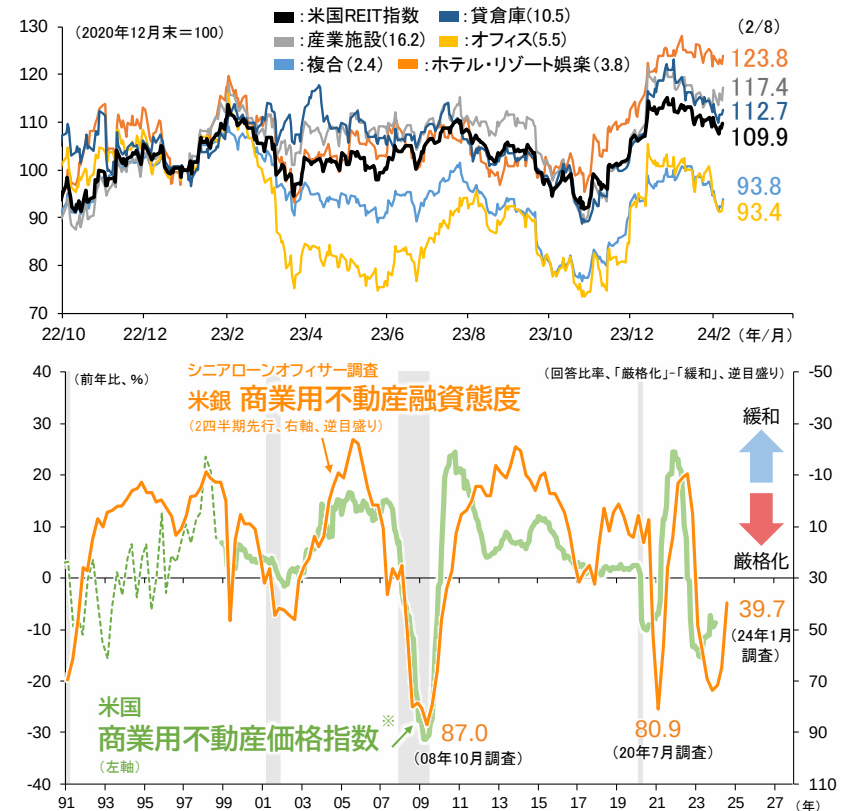
米商業用不動産（CRE） リスクシナリオの再点検

米大手地銀のニューヨーク・コミュニティ・バンコプ（NYCB）が1月末発表の決算報告で商業用不動産（CRE）融資の貸し倒れ引当金計上で最終赤字に転落。これをきっかけに、中堅・中小銀行の経営不安が再燃しています。

全米の商業用不動産向け融資残高は約4.6兆ドル（≒680兆円）。そのうち中堅・中小銀行を中心とする商業銀行の比率が約4割を占めます。オフィス空室率が19.6%（23年4Q）と高止まりするなど商業用不動産市況の改善が見通せない中、2024年には融資全体の1割相当が償還を迎えます。銀行は融資基準を厳格化し警戒を続けていますが（右図下段）、今後、債務不履行の増加などから債権の劣化が進むと予想されます。イエレン財務長官は2月6日の議会公聴会で、「状況は管理可能」とし、引当金を積み増す金融機関に対して支援体制を強化する方針を明らかにしましたが、その後もNYCBなど中堅・中小銀行株は不安定な動きが続いています。昨年3月のシリコンバレー銀破綻時のような大規模な預金流出などは起きていないものの、今後、不良債権増加から金融システム全体の問題に発展しないか注視する必要があります。

米国リート指数において、商業用不動産関連セクター（オフィスと複合）の比重は、コロナ前の2019年末時点の18.2%から7.9%（24年1月末）まで低下しています。金融システム問題への波及回避が前提となるものの、FRBの年内利下げ転換が見込まれる中、米国リート指数全体の下落余地は限定的と考えられます。

<米国REIT指数の推移と米銀商業用不動産融資態度>



グラフ期間：（上段）2022年10月1日～2024年2月8日（カッコ内は2024年1月末時点の指数ウェイト、%）

（下段）商業用不動産融資態度：1991年1月調査～2024年1月調査

商業用不動産価格指数：1991年1月～2024年1月

※下段グラフ点線の1998年末までは米不動産投資受託者協会の指数、実線はグリーン・ストリート・アドバイザーズの指数

【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

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		2022年	2023年												2024年
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
		41.7	50.0	66.7	58.3	50.0	25.0	58.3	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	66.7	66.7
①	 ISM製造業・新規受注指数	44.9	42.8	47.0	44.6	45.5	42.9	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	89.8	90.3	90.9	90.1	89.0	89.4	91.0	91.9	91.3	90.8	90.7	90.6	91.9	
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	60.0	62.6	64.5	59.2	60.6	55.1	61.1	68.3	65.4	65.8	59.3	56.8	67.4	77.1
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	72,985	73,619	73,468	73,034	73,577	73,873	73,559	73,267	73,951	73,812	73,396	74,031	74,160	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	210	201	221	239	239	234	254	229	234	210	211	221	209	210
⑥	 NAHB住宅市場指数	31.0	35.0	42.0	44.0	45.0	50.0	55.0	56.0	50.0	44.0	40.0	34.0	37.0	44.0
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	39.1	44.8	44.8	44.8	46.0	46.0	46.0	50.8	50.8	50.8	33.9	33.9	33.9	14.5
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	83.4	85.7	88.3	90.3	92.4	87.5	83.3	82.2	81.8	82.4	83.5	84.2	82.9	81.7
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	49.0	49.2	51.6	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	▲1.2	▲3.6	1.5	4.2	7.0	6.6	3.1	0.8	0.2	3.7	1.3	0.3	▲3.5	▲1.5
⑫	 日本 実質輸出指数	111.9	109.9	110.1	110.9	113.7	109.7	115.3	116.7	109.6	114.4	115.4	108.8	117.1	

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

(2024年2月13日時点)

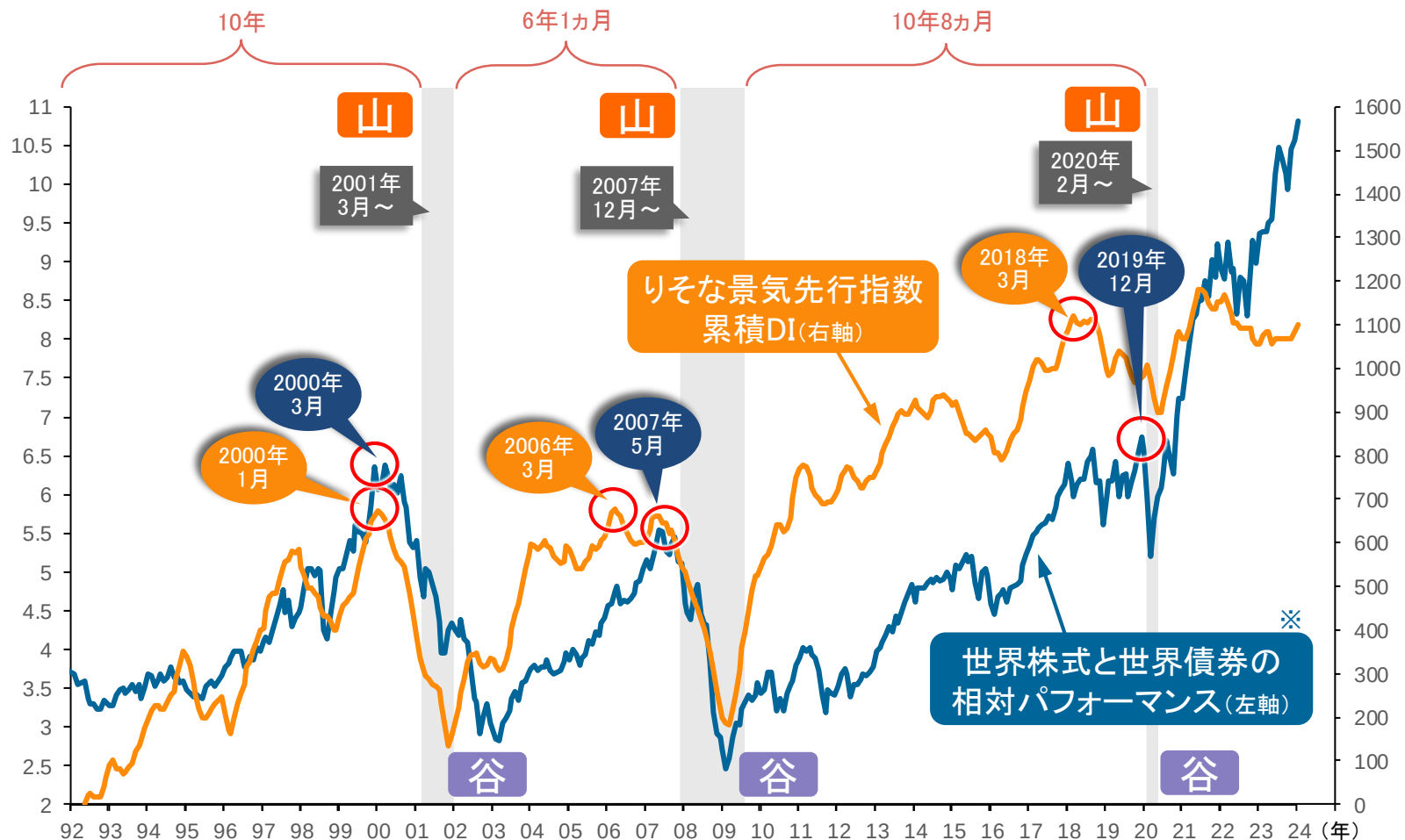
<計算方法>

例えば、2023年6月のISM製造業・新規受注指数の数値は45.7でした。3カ月前の2023年3月の数値44.6と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2023年6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

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

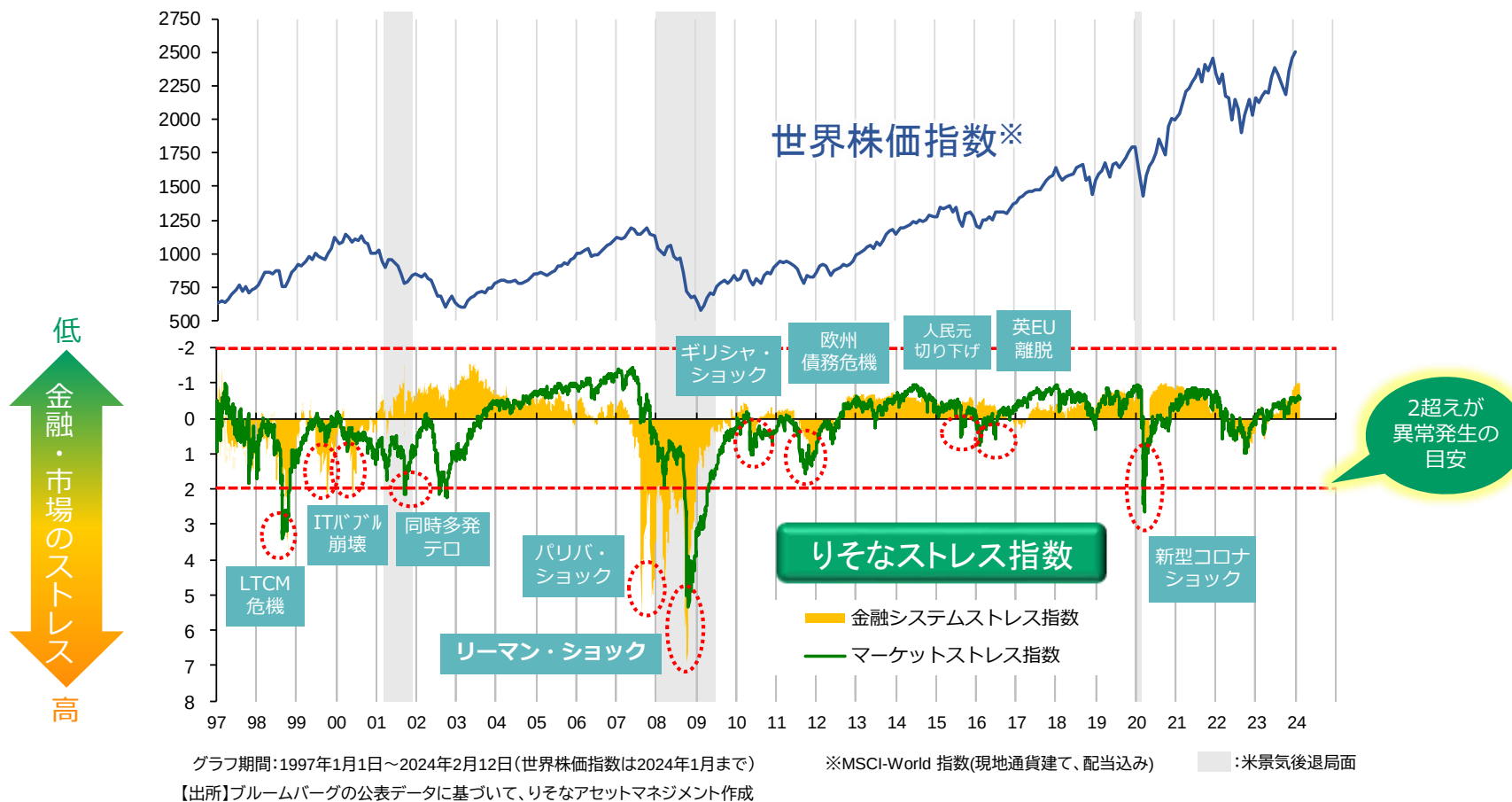
グラフ期間:1992年1月~2024年1月(リそな景気先行指数指数は1992年5月~2024年1月、2024年1月の値は暫定値)

【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。



5. りそなの独自指標

りそなストレス指数・構成指数

【りそな金融システム・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。

【りそなマーケット・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。