

Spring
2024

Resona Investment Outlook

～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

RESONA

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

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。

市場参加者にとって日・米・欧の金融政策決定会合は、最も重要なイベントの一つだと思います。年8回行われる総裁・議長の記者会見から投資判断に活かせる重要な情報を得られることも少なくなく、出来れば全てライブで視聴したいものです。

直近の記者会見の時間を比較すると、日銀が68分、FRBは49分、ECBは45分と、日銀の長さが目立ちます。日本は質問者の数が多い（日銀23名、FRB18名、ECB9名）ことが主な理由でしょうが、植田総裁が質問に一つ一つ丁寧に回答されることも会見時間の長さにつながっているように思います。回答内容については経済学者の総裁ならではの専門的な説明が聞ける機会もあり、総裁会見を楽しみにしている人が増えているのではないのでしょうか。

日銀の金融政策を巡っては、この先、中立金利やターミナルレート（利上げの最終到達点）についての議論が活発になると予想されます。総裁から分かりやすい説明が聞けることを期待したいところです。

時差もあってライブで日銀総裁会見を視聴している海外投資家は多くないかもしれません。より多くの海外メディアが参加し、英語で質疑応答されるようになれば、海外投資家がもっと視聴するようになり、日銀のコミュニケーション戦略にも寄与するのではないかと思います。

今回の注目トピックでは、決定会合後に一段安となった「円相場」を取りあげています。

<もくじ>

1. 2024年2月央～2024年5月央のふりかえり
2. 2024年度の投資環境見通し
3. 注目トピック：円安と日銀金融政策
4. 主要マーケットの見通し
5. リソナの独自指標



1. 2024年2月央～2024年5月央のふりかえり

米利下げ期待後退 株は高値圏維持 海外資産は円安効果

前号を発行した2月央時点では、FF金利先物市場が織り込む今年の利下げ回数は4回程度でした。その後期待外れのインフレ指標発表が相次ぎ、4月末には1回程度の織り込みまで利下げ期待が後退しました。これを受け米長期金利が上昇し、世界株価指数※は3月末のピークから5%程度調整する場面がありました。ただ、その後は値を戻し再度高値更新が射程圏内に入っています。株価の底堅さの背景としては、1)雇用指標の軟化を受け米国の利下げ期待が盛り返していること、2)欧州や新興国では利下げが始まっておりグローバルには金融環境が緩和方向にあること、3)製造業の在庫調整に一巡感がみられること、4)主要国の企業収益が総じて堅調であること、が挙げられます。

■ **債券市場**：米10年国債利回りは昨年11月以来の4.7%台に一時上昇しましたが、欧州債券・新興国債券利回りの上昇は相対的に小幅に留まりました。

■ **株式市場**：英・独・仏の主要株価指数が最高値を更新。日経平均株価は3月に4万円台乗せのあと、調整地合いとなりました。

■ **リート**：日銀のマイナス金利解除で不透明感が後退したことなどから、国内リートが3月央以降急速に値を戻しました。

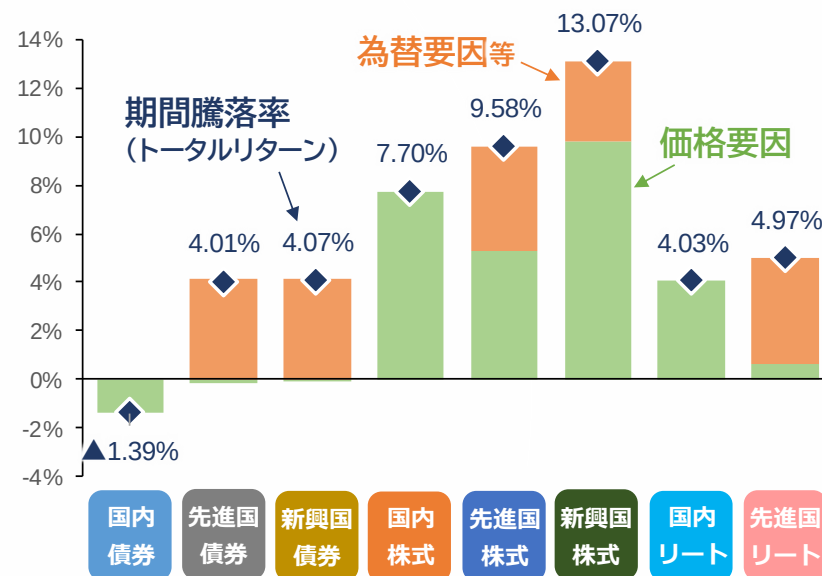
■ **新興国市場**：新興国株式は中国を筆頭に、台湾、韓国、インドのアジア4市場が上昇を牽引しました。

■ **為替**：利下げ期待後退から米ドルが主要通貨に対して全面高となりました。34年ぶりに一時1ドル160円台を付けました。

※MSCI-World 指数(現地通貨建て、配当込み)

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2024年2月13日～2024年5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年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

景気軟着陸実現へ 当面は悪い知らせが良い知らせに

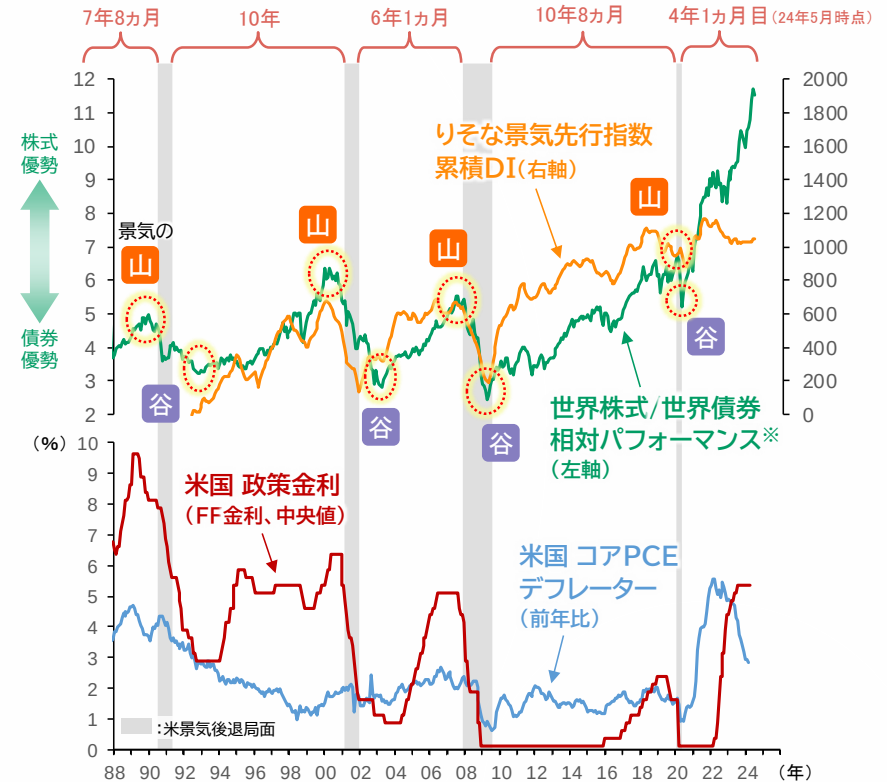
2024年度の投資環境は、「世界景気の再加速」と「主要国の利下げ転換」の組み合わせとなり、株式などのリスク資産にとっては追い風環境になると予想します。ただ、そうなる前に一つだけ解決しておくべき問題があります。それが「米国のインフレ退治」です。過去3カ月で明らかになったことは、「景気が強いまインフレ率が低下する」、という都合の良いシナリオはやはり非現実的、ということです。インフレ率が下がる為には、ある程度の景気減速を伴うものと考えます。

米国の政策金利は米景気にとって「十分に引き締めの」な水準にあるため、これ以上の利上げをしなくても、早晚、米景気は軟化が見えてくると予想されます。焦点となる雇用市場では、自発的離職率、雇用充足感※、中小企業の雇用計画などの有力な先行指標の低下が目立ってきました。労働需給はある一定の水準を超えるとタイト化/軟化が加速する傾向があります。随時雇用（雇用者・被雇用者がいつでも解除出来る）が当たり前の米国では特にそれが顕著です。労働需給が急速にひっ迫し始めたのは2021年前半でしたが、逆の動きがこの先顕在化すると予想されます。現在の米国経済は、過剰債務、過剰投資などの歪が大きいため、FRBの金利調整が大幅に遅れなければ、深刻な景気後退は回避されると予想します。

この先、雇用悪化を示す指標が相次いだ場合、市場では「利下げ期待」を通り越して、景気後退を懸念し始める可能性があります。市場で「リセッション」コールが増え始めたら、FRBが利下げの準備を始める予兆とみて良いかも知れません。

※米コンファレンスボード「消費者信頼感指数」に含まれる指標。

<米国の景気循環と世界株式/債券相対パフォーマンス>



※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)

グラフ期間:1988年1月~2024年4月

(りそな景気先行指数は1992年5月から、米コアPCEデフレーターは24年3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

金融政策のバラツキを反映した資産配分戦略に

資産配分：景気拡大が継続するとの見通しを基に株式などのリスク資産のウェイトを高めとする資産配分戦略が妥当と考えます。ただ、向こう3-6か月においては、景気減速が意識される展開が予想されることから、株式のオーバーウェイト幅については小幅にとどめる戦略が適当と考えます。

米国の利下げ開始が後ズレする一方、欧州ではスイス、スウェーデンが既に利下げを決定し、ECB、英中銀も夏場には利下げに着手することが予想されます。こうした金融政策のポジションの違いを反映した戦略をとるべきと考えます。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

債券：国内債券は円安進行を受け日銀が年度内複数回利上げに踏み切る可能性が従来に比べ高まったとの判断より「ややアンダーウェイト」から「アンダーウェイト」に引き下げます。先進国債券は、利下げ局面入りで価格上昇余地が残る欧州を「ややオーバーウェイト」、政策維持が予想される米国は「中立」に引き下げます。ドル高で金融緩和にブレーキが掛かりやすい新興国債券を「中立」に引き下げます。

株式：米利下げが見えてくるまでの間、リバーサル効果が継続するとの見通しから、足もと調整地合いが続く日本株を「中立」から「ややオーバーウェイト」に変更します。

リート：米利下げが後ズレする可能性を考慮し、内外リートを合わせて中立とする戦略を維持します。

主要資産クラスの推奨ウェイト（今後3か月～6か月程度）

	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年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

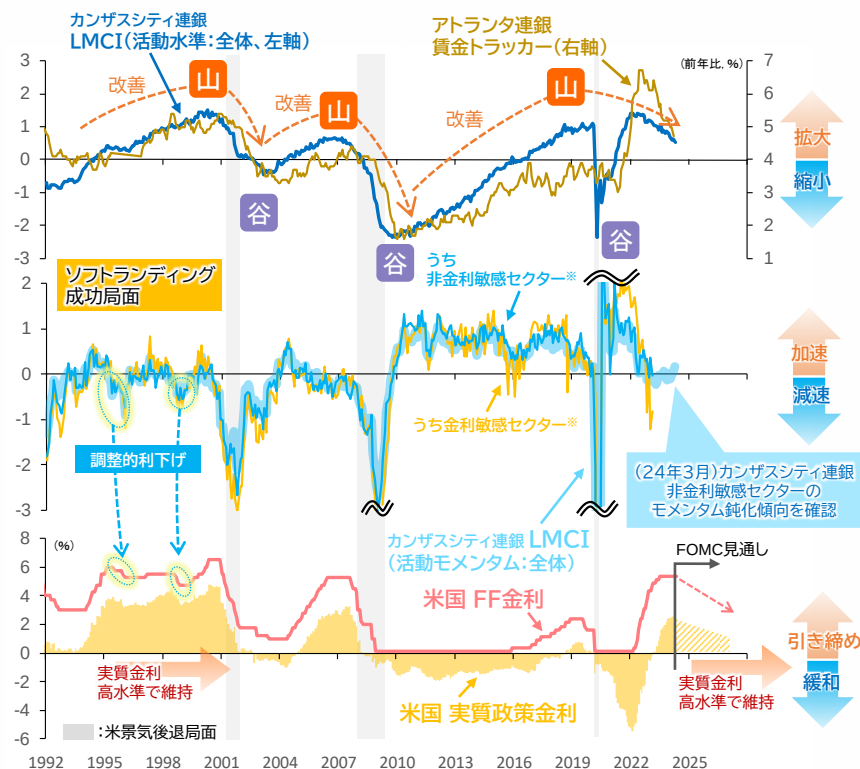
米労働市場に引き締め効果 モメンタム悪化を要注視

FOMC声明文では“インフレが持続的に2%に向かっていくとの確信が深まるまで利下げは適切ではない”と明記されています。では、FRBは何をもって確信が深まったと判断するのでしょうか。無論、インフレ目標であるコアPCEデフレーターの下下が決め手となりますが、裏付けとなる判断材料として労働市場の変化が重視されると考えられます。

カンザスシティ連銀では、米労働市場における24個の代表的指標を集約した労働市場環境指数(LMCI)を公表しています。現状ではLMCIの水準は低下傾向ですが、まだ拡大領域にある一方、モメンタムは中立的な水準で推移しています(右図)。同連銀は労働市場への金融引き締め効果を確認するため、LMCI内の金利敏感/非金利敏感セクターに分けて分析しています。当初報告の23年初時点では労働市場への引き締め効果が薄いと判断でしたが、23年下半年には非金利敏感セクターのモメンタムが金利敏感セクター以上に減速が進む場面が確認され、引き締め効果が広く顕在化し始めている点が指摘されています。

FRBは、早すぎる利下げでインフレが再加速するリスクと、利下げが後手に回り景気後退をもたらすリスク、両方に配慮する必要があります。ソフトランディングに成功した90年代末を見ると、LMCIの水準は改善を続ける中、モメンタムの鈍化に合わせて調整利下げが実施されています。同モメンタム数値が再度マイナス圏入りするか、注視する必要があります。

<カンザスシティ連銀 労働市場環境指数 (LMCI) >



※Stedman and Pollard (2023)におけるデータ公表期間を参照(1992年1月~2023年2月まで)
詳細はP18の注意事項ご参照

グラフ期間: 1992年~2025年
(下段: 2024年末~2025年末は2024年3月FOMCの政策委員予想中央値をもとに作成)

【出所】 Haver Analytics、カンザスシティ連銀、Stedman and Pollard(2023)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年度の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

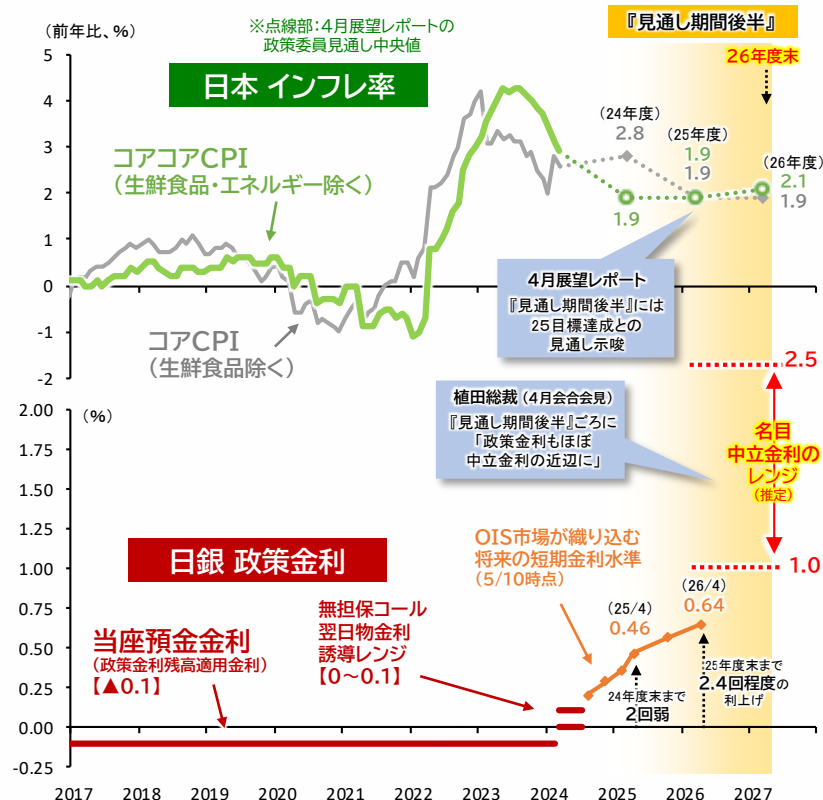
金融環境

日銀:メイン/リスク、何方のシナリオでも結局“利上げ”

日銀は4月の展望レポートでコアCPIが25・26年度ともに+1.9%、コアコアCPI（生鮮食品・エネルギー除く）は26年度+2.1%の見通しを提示しました。『見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる』との文言を新たに加え、物価目標達成の確信が高まったことを示唆しました。また、植田総裁は会見で政策金利のパスについて問われ、「予測後期には政策金利は中立金利（景気に中立的な金利）近辺にあるという展望を持っている」との見解を示しました。展望レポートでは、足元の実質中立金利水準は▲1.0～+0.5%程度の幅で図示されており、2%インフレを前提とすると、名目中立金利は+1.0～2.5%程度と推測できます。植田総裁のコメントからは、25・26年度ごろには少なくともレンジ下限となる1%程度の水準に到達するパスが想定されている可能性があります。右図の通り、スワップ市場では現在、今年度末までに計2回弱（計0.5%pt弱）程度の利上げを織り込んでいますが、日銀が想定する利上げペースよりも緩やかである可能性があります。

日銀のメインシナリオは、“第二の力（賃金・物価上昇の好循環）”を見極めた上での利上げと見られますが、リスクシナリオも利上げ、と考えられます。植田総裁は4月会合で、円安による物価上昇が、①賃金上昇圧力（インフレ上振れリスク）となる場合、②実質賃金低下要因（下振れリスク）となる場合は、基調的な物価に影響しうると指摘しています。円安進行というリスクシナリオが加わったことで、追加利上げの時期が早まる、或いは、連続的な利上げが実施される可能性は高まったと考えられます。

<日本 インフレ率、政策金利>



グラフ期間：2017年初から。CPIは2024年3月まで、日銀見通し部分は2024年度～2026年度。政策金利は2024年4月末まで。OIS市場が織り込む将来の短期金利は、2024年5月～2026年4月。

【出所】Haver Analytics、ブルームバーグ、日銀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：円安と日銀金融政策

Topic①

米利下げ後ずれ・円安進行は 日銀早期利上げの要因に

34年ぶりに1ドル160円まで円が売られました。その後、当局の介入と見られる買いが入るものの基調は変わらず、年初来の対米ドル騰落率で見ると円は主要通貨の中で最も弱い通貨となっています(図①)。円安は家計の購買力を損ない、日銀が目指す“第二の力(賃金・物価の好循環)”実現を阻む可能性があります。

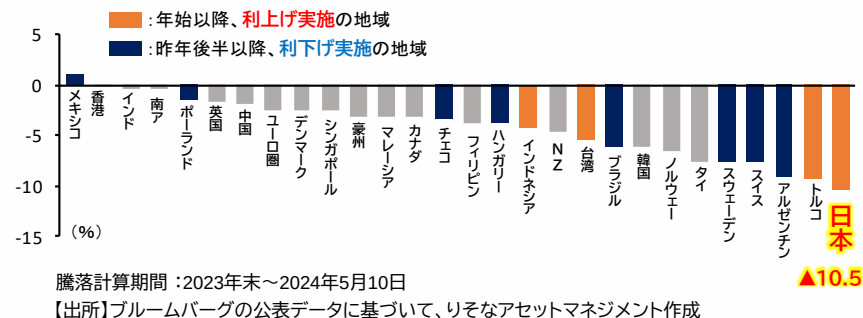
日銀はこれまで明確な円安けん制を行っておらず、円の先安観は根強く残ります。

日本では為替介入は財務省の管轄ですが、他の主要国を見ると中央銀行が介入を担い、通貨安定と物価安定が一体となっているケースがあります。例えばスイス中銀は、4月に「過去の為替介入は国内物価の安定に寄与した」と評価し、今後も必要に応じ介入するとの姿勢を示しました。金融政策と足並みをそろえた為替介入は市場をけん制する効果が大きくなります。日本の場合、日銀が円安への直接的な対応を採らないため、介入効果が持続しにくくなっている可能性があります。

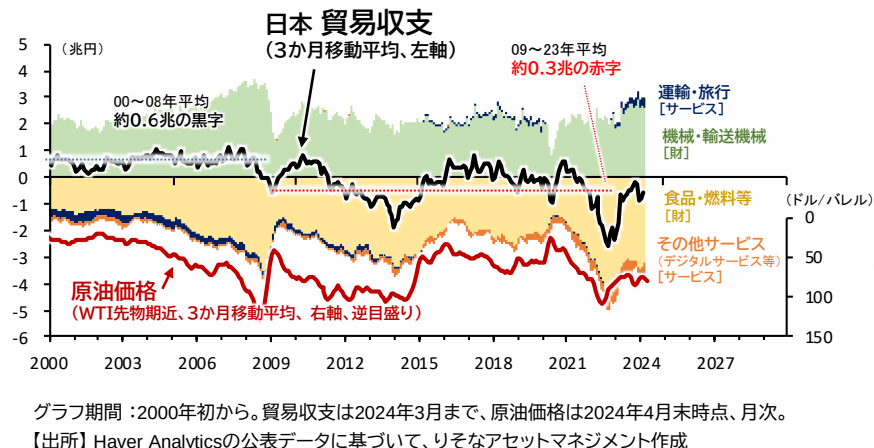
3月にマイナス金利解除に踏み切った際、日銀は円高進行を懸念し“緩和的な金融環境の継続”を強調したと見られますが、想定外に米利下げ期待が後退し円相場は逆方向に振れた形です。

ただ、日銀は足元で円安への警戒を強めていると見られます。5月に公表された4月日銀会合の“主な意見”には、円安で物価上振れとなる場合、正常化のペースが早まる可能性があるとの意見が記載される等、これまでより一歩踏み込んだけん制が見られました。先行き、円安が一段と進めば、日銀が早期利上げに踏み込む可能性が高まっている点には注意が必要です。

<図① 主要地域通貨 年初来騰落率(対ドル)>



<図② 日本 財・サービス貿易収支>



3. 注目トピック：円安と日銀金融政策

Topic②

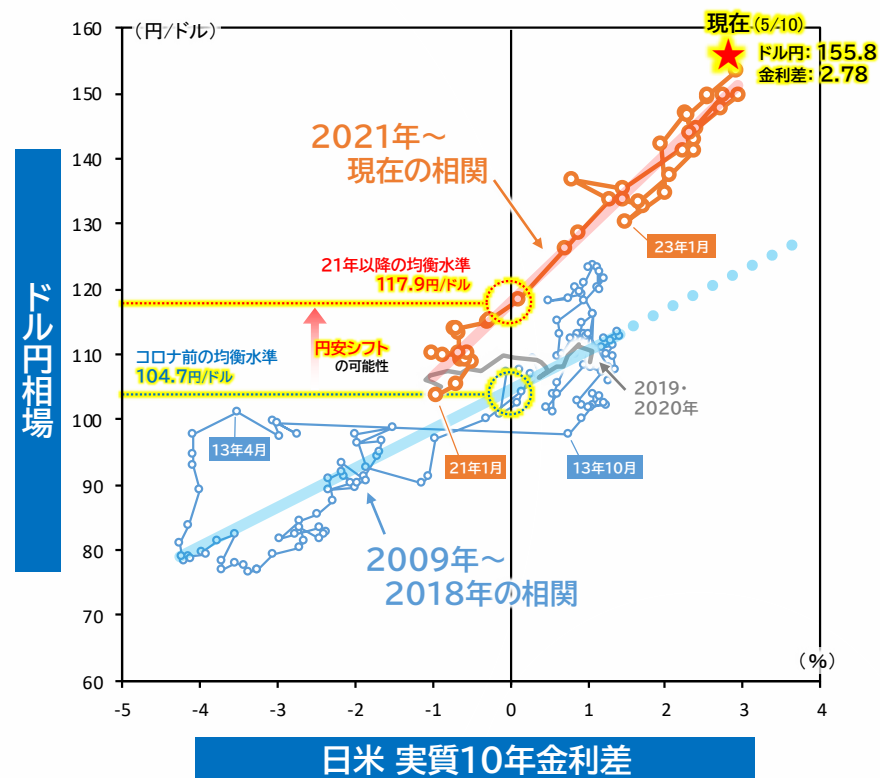
構造的円安シフト：ドル円は以前の水準に戻るのか

アベノミクスでは“第一の矢”として大胆な金融緩和策が採られ、ドル円は12年末の1ドル80円台から15年央には125円台まで円安が進みました。しかし、期待された輸出企業の収益増が中小企業へ恩恵をもたらすトリクルダウン効果は十分に発揮されませんでした。日本の貿易収支を見ると（前頁の図②）、08年ごろまでは貿易黒字が続き、円安の恩恵を受けやすい構造でした。しかし、08年以降は原油高等で輸入が拡大する一方、輸出は伸び悩み、貿易収支は赤字～ゼロ近辺での推移に転じています。更に、コロナ禍の21年以降は貿易赤字が拡大し、23年通年では過去最大の21.7兆円の赤字となりました。日本はエネルギー・食糧の輸入依存度が高いため、円安と資源・食糧高で貿易赤字が急拡大し易い構造にあると言えます。

コロナ禍を境に、日本のファンダメンタルズの弱まりが市場で急速に織り込まれた可能性があります。右図③は縦軸にドル円相場、横軸に日米実質金利差をプロットしたもので、オレンジのグラフは21年以降の為替・金利差の相関の変化を示しています。21年は日本の貿易赤字が拡大し始め（前頁図②）、米国でインフレ加速を受け金利が上昇し始めたころです。この時期から、ドル円の均衡水準（金利差がゼロの時の為替水準）はコロナ前の約105円から約118円にシフトし、為替・金利の関係も、コロナ前よりも円安方向に動きやすい状態に変化しています。

足元の円安は主に金利差の変動を反映したものです。ただこの先、米国が利下げに転換した場合でも円の上昇余地は限定的なものに留まる可能性が高いと考えられます。

＜図③ ドル円相場と実質金利差の相関＞



※日米実質10年金利差：日米それぞれの10年物物価連動国債利回りによる。米国－日本。

グラフ期間：2009年初～2024年4月、月次。2024年5月のみ直近（5月10日）の数値。

【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

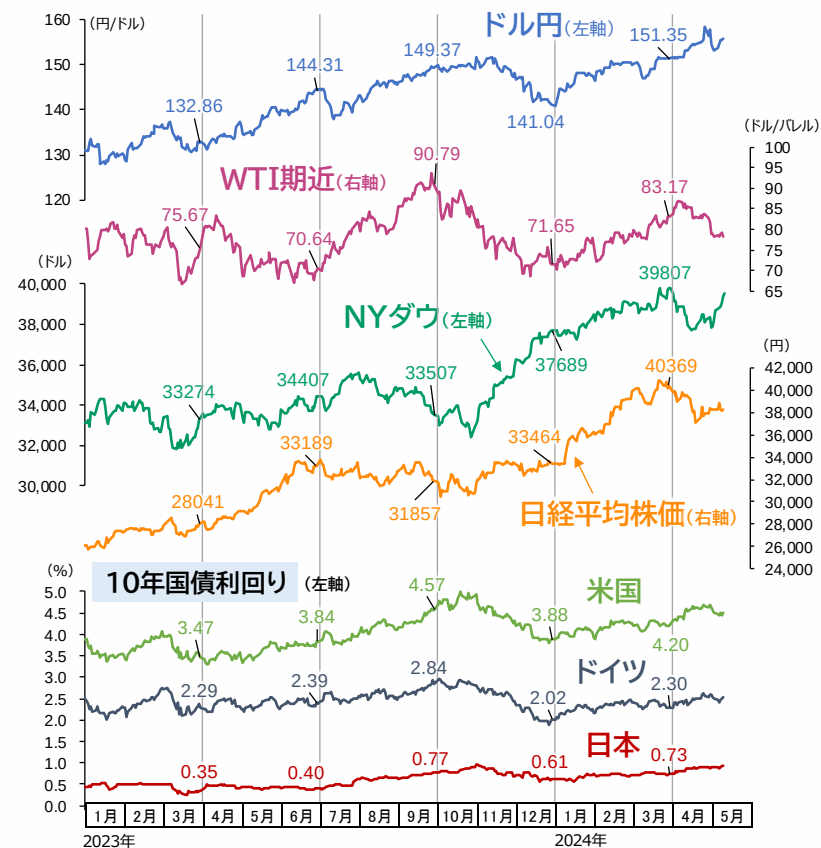
4. 主要マーケットの見通し

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	↓	実質賃金のプラス転換が見込まれる夏場以降に追加利上げがベースシナリオ、円安進行の場合も利上げで対応の見通し
国内株式	↑	TOPIXの予想PERは15倍前後で過去のレンジ内。企業価値向上に向けた取り組み進展で長期資金流入が期待される
先進国債券	→	米10年国債利回りは当面4.1%～4.8%が中心レンジ。24年終盤からの米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	→	早期利下げが見込まれる欧州が先駆し高値更新の展開に、米国は出遅れ・割安感残る業種/銘柄に物色が広がるか注目。
新興国債券	→	ドル高が更に進行した場合、通貨安・インフレ上昇懸念から利上げ/利下げ幅縮小に動く国が広がる可能性あり、要監視
新興国株式	→	中国は政府の景気刺激策が下支え。時価総額ウエイトが高い韓国・台湾は半導体サイクルの拡大局面入りが支援要因
国内リート	↑	国内オフィス市況に底入れの兆し、賃料引き上げが広まり内部成長見通しが一段と改善されるかに注目
先進国リート	↓	金利上昇の圧力は限定的ながら、商業用不動産市況の改善が進まず借り手の信用不安が火種として残る点には要注意
米ドル	→	6月FOMC委員のFF金利予測（中央値）では24年中の利下げは3回から2回、25年は従来の3回から4回に変更を予想
日本円	→	今年9月会合で追加利上げ、半年に1度のペースで利上げ25年度末には中立金利水準（1.0%が目安）を目指す予想
ユーロ	→	春の賃上げ交渉結果を見極めた上で6月会合で利下げ開始、2024年度末までに計4回の利下げを予想

※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：2023年1月1日～2024年5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

日米ともにイールドカーブは徐々に正常化へ

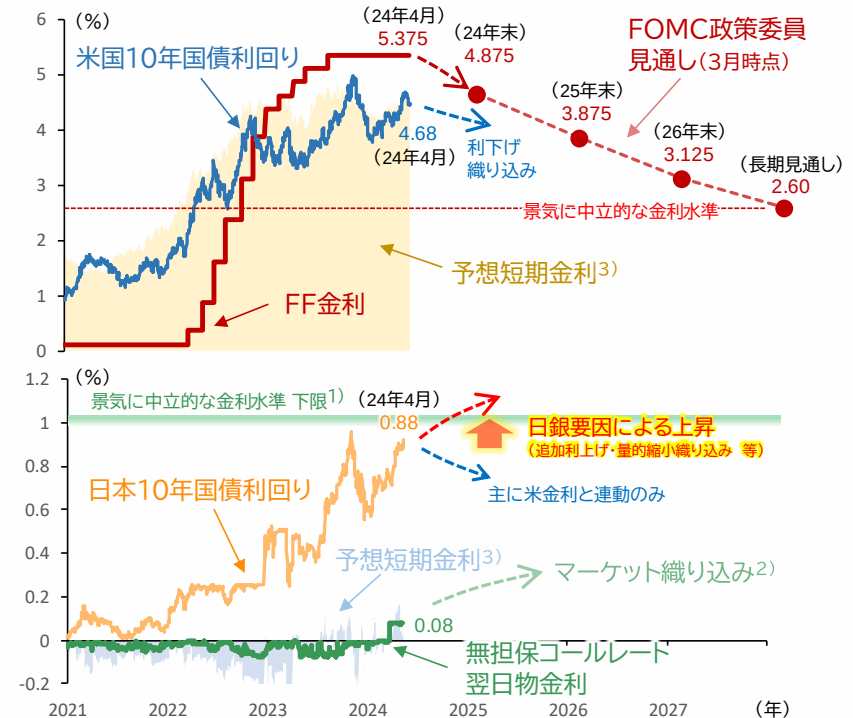
日銀/海外主要国中銀の次の一手は「追加利上げ/利下げ開始」と方向性は異なりますが、政策金利を景気に中立的な水準へ近づけることを目指す点は同じです。

米国の最後の利上げとなった昨年7月末以降、米10年債利回りは、利下げ転換時期を巡る不確実性から概ね4.0%~5.0%のレンジで上下動を繰り返してきました。ただ、現状の政策金利は実質ベースで米国の潜在成長率（1.8%程度）を明確に上回り、“米景気に対し十分に抑制的”と考えられます。次回6月FOMCではFF金利のパスが上方修正されるとみられますが、次の一手が「利下げ」であることに変わりはありません。長期金利の上昇余地は限定的と考えられます。年後半にはブルスティープ化（短期金利が長期金利より大きく低下）が進み、2025年後半には逆イールドが解消に向かうと予想されます。

一方、日本については日銀が目指すターミナルレート（利上げの最終着地点）次第で、国内長期金利の上昇余地が変化します。また、4月展望レポートでは「国債保有」による金利下押し効果が1%pt程度との試算が示されています。4月会合の「主な意見」では資産圧縮の議論の進展を求める声が複数委員から出ており、現状の毎月6兆円規模の国債買い入れ額が縮小された場合の金利上昇を考慮する必要があります。

前回・前々回の利上げ局面となった2000年・2006~2007年では、10年国債利回りは政策金利からおおよそ100~150bp 上方の水準で推移しました。日銀の金融政策の正常化で金利上昇バイアスがかかりやすい点には注意が必要と考えられます。

<米国債利回りと日本国債利回り>



- 1) 日銀の経済・物価情勢の展望(2024年4月)で示された自然利子率のバンド下限に物価目標2%足して目安としたもの。
- 2) マーケット織り込み: 2024年2月の内田日銀副総裁の講演資料内の政策金利の市場予想の算出方法を参考に作成。
- 3) 予想短期金利: 米10年国債利回りからNY連銀公表のタームプレミアムを差し引いた値。日本も同様手法で当社推計。

グラフ期間: 2021年1月~2024年4月 (上段 FOMC参加者によるFF金利見通しは2026年末まで)

【出所】ブルームバーグ、FRB、日銀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

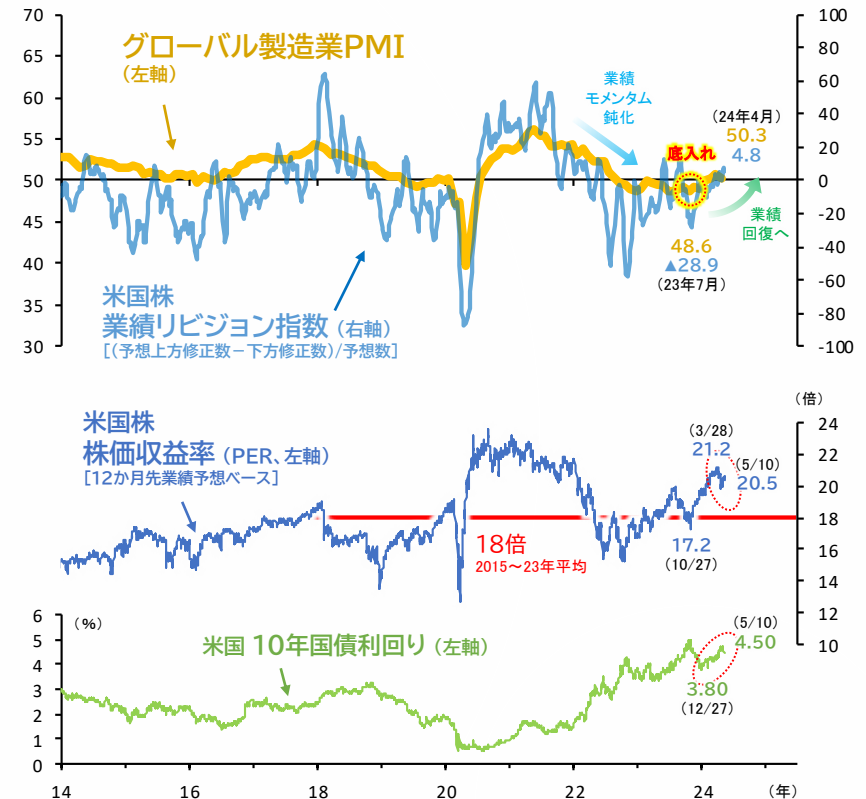
景気拡大継続 “逆金融相場” から“業績相場”への移行期に

内外の株式市場は1-3月期の急上昇を経て、4月以降はやや上値の重い展開となっています。米利下げの後ずれ観測等で内外金利が上昇し、主にバリュエーション（株価収益率）に調整圧力がかかっているためです（右図中・下段）。金利上昇による株安は、相場循環では“逆金融相場”と呼ばれます。一般的には景気ピーク圏で利上げが進み、金利が上昇する局面で“逆金融相場”が発生します。その後、景気後退となれば、“逆業績相場”に移行することになりますが、今回はソフトランディング実現の確度が高く、“逆業績相場”入りのリスクは限定的と予想します。

FRBの利下げ開始が織り込まれ始めるのは年後半と考えられ、それまでの間は、企業業績の回復が株式市場を下支えすると考えられます。右図上段の通り、短期の景気循環、すなわち景気回復の勢いを示すグローバル製造業PMIは底入れしており、今後は持ち直し局面に入る見込みです。企業業績のモメンタムを示すリビジョン指数はPMIに連動する傾向があり、先行きは景気回復とともに業績回復期待が強まると予想されます。米国企業は今年10%超、日本は今年度9%超の増益が見込まれており、それぞれ来年度以降も増益予想となっています。

年終盤頃にはFRBが利下げを開始するとみられ、株式市場は企業業績、金融環境両面からサポートされることとなります。ただ、現在の株価は将来の投資環境の改善をある程度反映しているとみられ、予想PERは過去平均を上回っています。当面は、出遅れ感があり、かつ好業績が見込める割安銘柄への選別投資が、指数全体を上回るパフォーマンスにつながると考えます。

<グローバル製造業PMI・米国株式関連指標・長期金利>



※グラフ、本文で使用する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：2014年初から。PMIは2024年4月まで、リビジョン指数は2024年5月第2週まで。
PER、10年国債利回りは2024年5月10日まで。

【出所】ブルームバーグ、LSEG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

新興国市場

新興国経済の下押し圧力となる米ドル高の進行

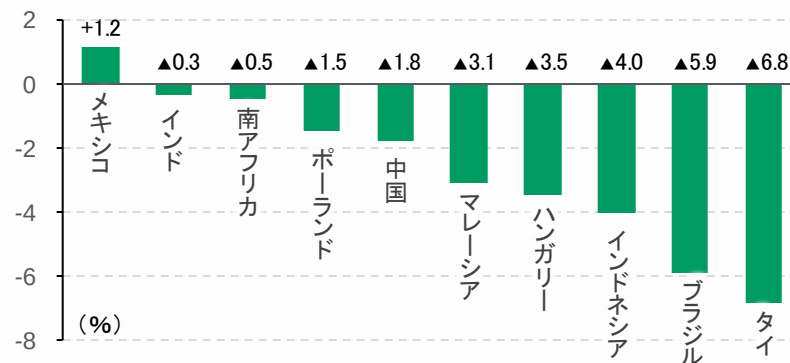
新興国通貨に対して米ドル高が進んでいます（右図上段）。通貨安は、①輸入物価の上昇、②ドル建て対外債務負担の増加、③通貨防衛のための利上げ、などの経路から新興国経済に対しては下押し圧力となる点に注意が必要です。

インドネシアでは、通貨安による輸入物価の上昇を事前に防ぐことを目的に、昨年10月に続いて今年4月に+0.25%の追加利上げを決定したほか、マレーシアでは、3・4月の中銀会合声明文で自国通貨安に対する懸念を表明しています。また、中南米ではブラジルが5月会合で利下げ幅を従来の50bpから25bpに縮小したほか、今年3月に約3年ぶりに利下げに転じたメキシコは、5月会合では利下げを見送りました。

右図下段は主要国の外貨準備の状況を示しています。十分な外貨準備を有している国は為替介入を通じて通貨を一時的に安定させることが可能となりますが、一部、適正水準を下回り通貨安への耐性に乏しい国もあります。ファンダメンタルズの脆弱な国については、通貨安→利上げ→景気悪化→通貨安の負のスパイラルに陥るリスクがあります。

現状、ドル高進行による深刻な影響を受けているのは新興国の中でも一部の低所得国に限られますが、今後米利下げ時期の後ズレでドル高が進行した場合、新興国全体の下振れ圧力となる可能性に注意が必要と考えます。

＜米ドルに対する各国通貨の2024年初来騰落率*1＞



＜適正額に対する外貨準備の比率*2（2023年）＞



*1 2023年末～2024年5月10日

*2 IMF「外貨準備適正評価」(Assessing Reserve Adequacy, ARA(April 2024))

【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

リート市場

国内オフィス市況に底入れ期待高まる

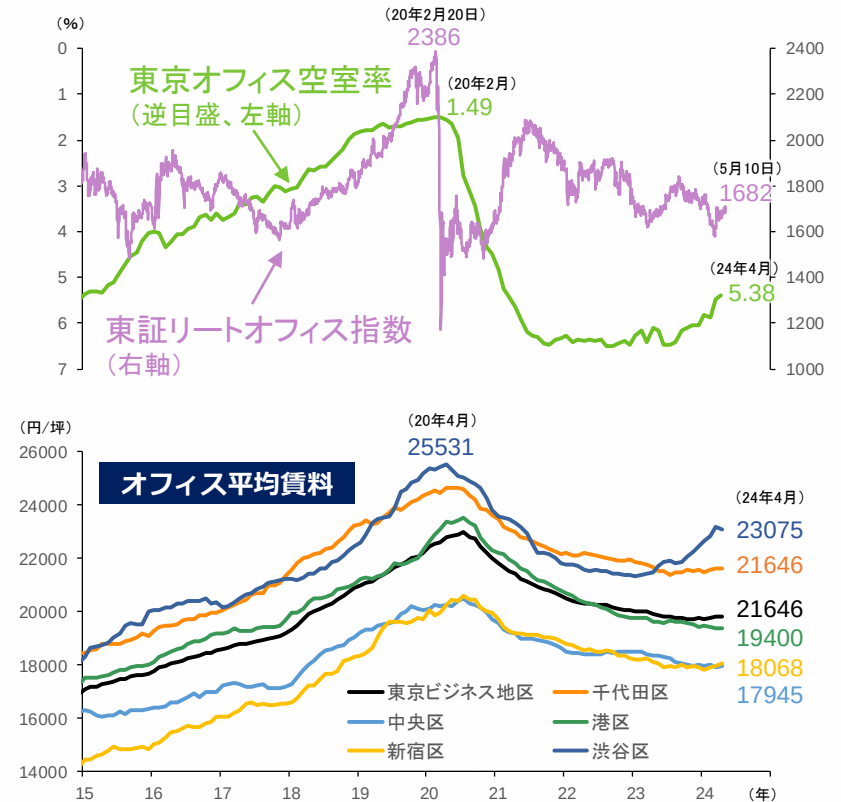
4月の東京都心5区（千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区）のオフィス平均空室率は5.38%と約3年ぶりの水準まで低下（改善）しました。出社比率が7～8割まで回復するなか、オフィス面積を拡張するケースが増加していることに加え、従業員の満足度を高めるため利便性が高い都心部のオフィスを選択、あるいは、移転する企業が増えていることが背景にあります。

同都心5区のオフィス平均賃料を見ると、2020年7月をピークに41ヵ月連続で下落していましたが、昨年11月を底に僅かながら上昇基調に転じています。特に渋谷区の上昇が顕著で、平均賃料はコロナ前ピークの9割超の水準まで回復しています（右図下段）。同区では最寄り駅の鉄道路線数が多く、充実した設備を備えた大規模オフィスビルが相次いで新設されたこともあり、賃料が高くても入居を希望する企業が増加しています。一方、同じ東京都内でも、湾岸エリアなど最寄り駅の鉄道路線の少ない地域や、築年数の古いオフィスでは、空室率が高止まりする傾向がみられます。

日本全体で人手不足が一段と深刻となる中、オフィス賃料をコストとしてだけでなく、優秀な人材確保のための投資としてとらえる企業が増えていると考えられることから、オフィス市況の二極化は東京以外にも広がる可能性があります。

Jリート市場においても、保有物件を基にした銘柄峻別が進み、パフォーマンス格差が広がることが予想されます。

<東証リートオフィス指数・空室率とオフィス賃料>



グラフ期間: (上段) 2015年1月1日～2024年5月10日
(下段) 2015年1月～2024年4月

【出所】ブルームバーグ、三鬼商事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		2023年										2024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
		58.3	50.0	25.0	58.3	41.7	54.2	50.0	50.0	50.0	50.0	58.3	50.0	66.7	44.4
①	 ISM製造業・新規受注指数	44.6	45.5	42.9	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	90.1	89.0	89.4	91.0	91.9	91.3	90.8	90.7	90.6	91.9	89.9	89.4	88.5	
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	59.2	60.6	55.1	61.1	68.3	65.4	65.7	59.3	56.8	67.4	77.1	75.2	77.4	76.0
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	73,034	73,577	73,873	73,559	73,267	73,951	73,812	73,396	74,031	73,617	73,418	73,680	73,760	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	225	217	231	252	235	242	217	211	217	206	210	209	214	212
⑥	 NAHB住宅市場指数	44.0	45.0	50.0	55.0	56.0	50.0	44.0	40.0	34.0	37.0	44.0	48.0	51.0	51.0
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	44.8	46.0	46.0	46.0	50.8	50.8	50.8	33.9	33.9	33.9	14.5	14.5	14.5	15.6
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	90.1	92.4	87.4	83.1	82.2	82.0	82.7	83.5	84.2	82.6	81.8	81.7	86.7	90.5
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	50.0	49.5	50.9	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	4.2	7.0	6.6	3.1	0.8	0.2	3.7	1.3	0.3	▲3.5	▲1.5	▲1.7	▲0.4	1.9
⑫	 日本 実質輸出指数	111.2	112.8	110.7	114.4	115.4	110.8	113.5	114.0	110.6	116.0	111.5	108.5	112.2	

〔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。

(2024年5月14日時点)

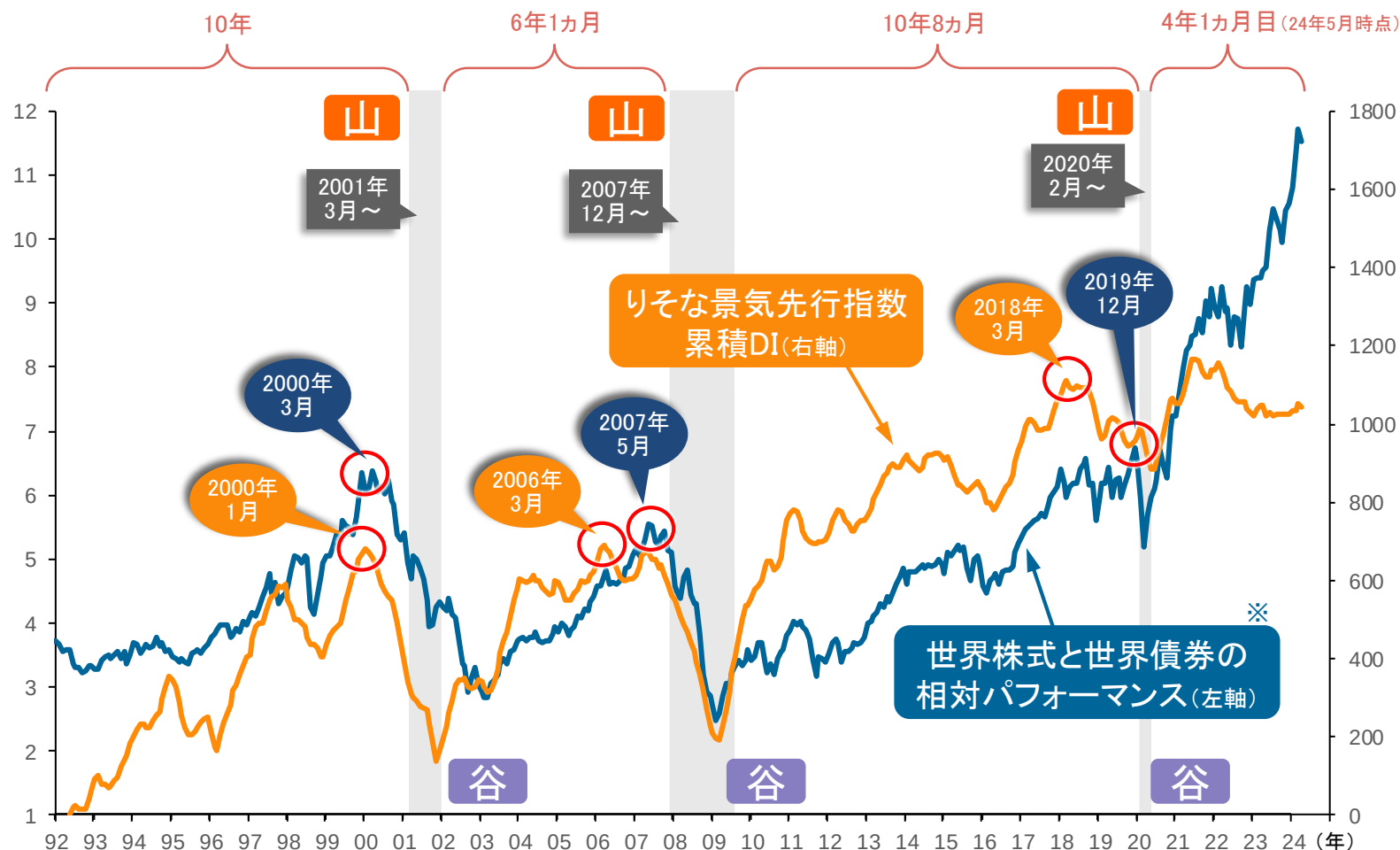
<計算方法>

例えば、2024年1月のISM製造業・新規受注指数の数値は52.5でした。3か月前の2023年10月の数値46.2と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2024年1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

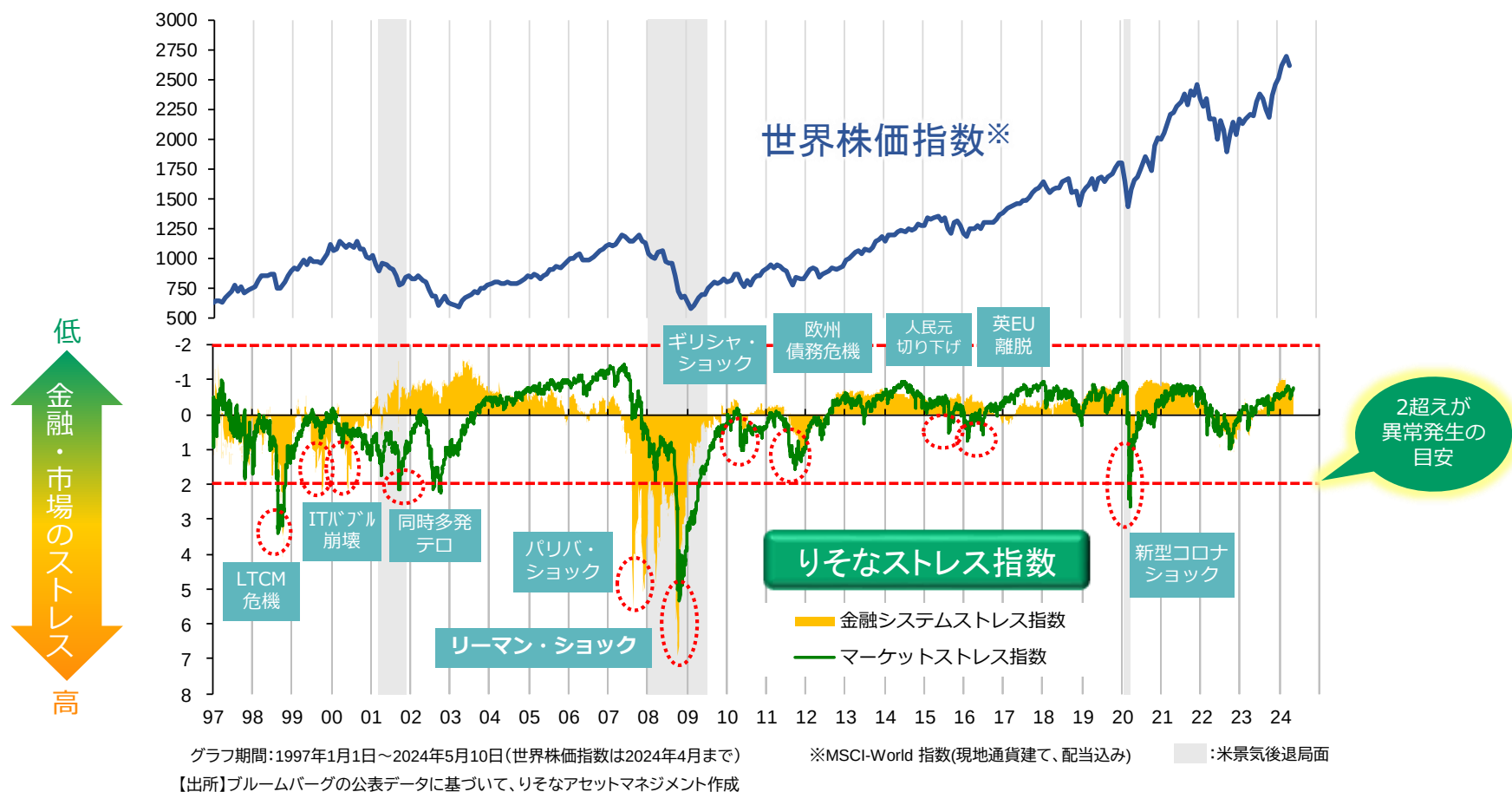
グラフ期間:1992年1月~2024年4月(リそな景気先行指数指数は1992年5月~2024年4月、2024年4月の値は暫定値)

【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. リそなの独自指標

リそなストレス指数

- 金融・資本市場の健全性を点検するための、リ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・ジャンボファンデブリーフ債-国債スプレッド	ユーロ・ジャンボファンデブリーフ債(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>

※P5グラフ Stedman and Pollard (2023)におけるデータについて

Dilts Stedman, Karlye, and Emily Pollard. 2023. Data file for the paper "Why Has Monetary Policy Tightening Not Cooled the Labor Market Enough to Quell Inflation?" Federal Reserve Bank of Kansas City, The Economic Bulletin, March 31, 2023.

<https://www.kansascityfed.org/research/economic-bulletin/why-has-monetary-policy-tightening-not-cooled-the-labor-market-enough-to-quell-inflation> で入手可能です。

Copyright (c) 2023, Karlye Dilts Stedman, Emily Pollard, および Federal Reserve Bank of Kansas City. 無断複製・転載を禁じます。

- 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。