Summer 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　りそなアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2858号
加入協会　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。

はじめに

7月半ば以降、マーケットの乱高下が続いています。その中でも特に大きな値動きとなっているのは、“AI関連株”、“円相場”、そして、“日本株”です。

世界の投資資金が集まり活発に取引されていた2つの「Crowded Trade（混雑した取引）」、即ち、「AI関連株への集中物色」と「円キャリートレード」が逆回転し始めたところに、米国景気後退懸念が急浮上し、マーケットの動揺が増幅したとみられます。

「AI関連株への集中物色」は、ナスダック総合指数が高値から一時15%下落するなど、この1ヵ月間でかなりの処分売りが出たとみられます。ただ、代表格のエヌビディアをはじめ主要関連銘柄の株価は集中物色が本格化し始めた年初の水準をまだ大幅に上回っており、調整余地が残ると考えられます。AI関連株は、短期的な値上がり益を狙う投資資金が離れる一方、将来の高い成長を期待する長期投資資金の買いが株価を下支えする展開が当面続くと予想されます。

「円キャリートレード」については、為替介入と日銀の追加利上げを受けて巻き戻しが一斉に起きたとみられ、ドル円相場は僅か3週間余りで20円程度変動しました。その間、過去最大の日本株下落を招くなどマーケットをかく乱しました。

しかし、シカゴ先物市場の円売りポジションが直近5週間で10分の１以下の規模にまで縮小しており、円キャリートレードの巻き戻しがほぼ一巡したことが示唆されています。

そして残る問題は「米国景気後退懸念」です。投資判断において最も重要な要素である“米国景気”が転換点を迎えたのか？今回のトピックでは、米国景気を詳細に点検します。

＜もくじ＞

1. 2024年5月央～2024年8月央のふりかえり
2. 2024年度後半の投資環境見通し
3. 注目トピック： 米国景気の健全度を点検
4. 主要マーケットの見通し
5. りそなの独自指標

7月11日を境に相場は一変 AI関連株は調整、円は反転

7月11日に発表された米6月CPIが予想以上に良好な内容となり、人々がソフトランディング達成に自信を深めたそのタイミングで、AI関連株の調整と円の反転が始まりました。割高感が強まっていたAI関連株にとっては格好の“降り時”となったとみられ、株式市場では出遅れ銘柄への乗り換えが活発となります。為替市場では、CPI発表直後に不意をつくような当局の為替介入が実施され、円の買い戻しを誘いました。その後、7月末の日銀追加利上げ、8月に入って米国景気後退懸念が急速に広まり、株安・円高が加速しました。

■**債券市場**：米10年国債利回りは5月央の4.5%近辺から一時3.8%割れまで低下しました。日本10年国債利回りは7月初に13年ぶりに1.1%台に上昇しましたが、日銀の追加利上げ後、株安・円高が進み再利上げ期待が後退、0.8%台に反落しました。

■**株式市場**：日経平均株価は7月11日に4万2224円まで最高値を更新後、8月5日には3万1000円台まで急落しました。

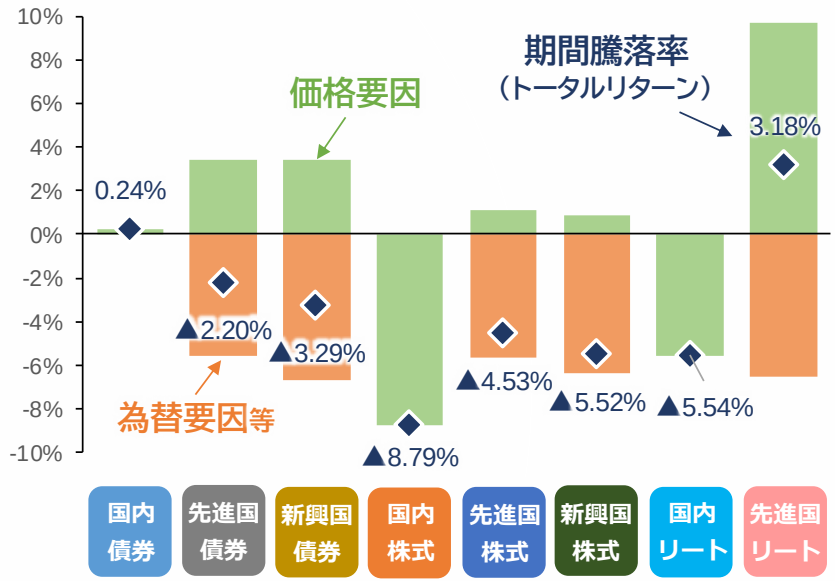
■**リート市場**：先進国リートは金利低下を追い風に上昇、国内リートは金利の先高感が上値を抑える展開となりました。

■**新興国株式**：時価総額ウェイトで3割弱を占める中国が現地通貨建て・円建て共にマイナスとなり全体を押し下げました。

■**為替**：7月前半には1986年12月以来の円安水準となる1ドル＝161円台後半まで円が下落しました。その後、為替介入と日銀追加利上げを受け、一時141円台まで買い戻されました。

＜ 過去3ヵ月の主要マーケットの騰落率 ＞

（2024年5月11日～2024年8月9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、りそなアセットマネジメント作成

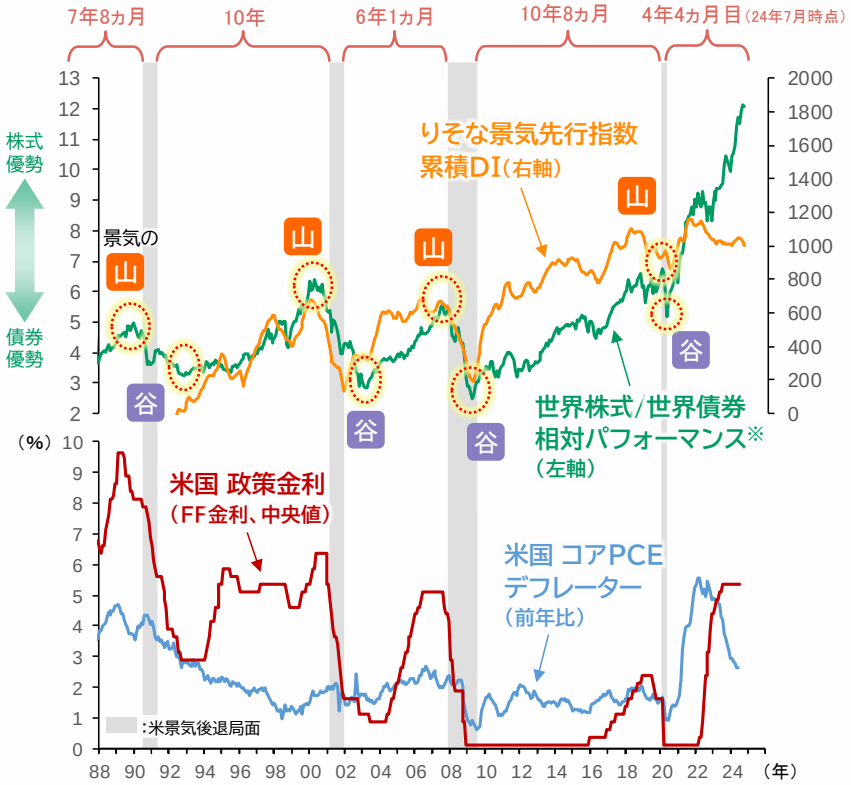
りそなのマーケットビュー　サマリー

焦点は米景気の健康状態判定までボラは高止まり

一定水準までの米国景気の軟化は、インフレ抑制と利下げの自由度を高めるとの見方から、株高・債券高となる傾向があります。今年5月から7月までは正にそうした展開でした。ところが、景気軟化が一定水準を超えると、マーケットは「景気後退」を懸念し始め、株安・債券高の反応に転じます。8月1日発表のISM製造業指数と2日の雇用統計は、一定水準を超える軟化、と見做したようです。マーケットが「景気後退」を懸念し始めると、その懸念が払しょくされるまでには、相当量の"良い景気指標"が必要となります。これまであまり重視されてこなかったような景気指標にもマーケットは一喜一憂するようになり、ボラティリティが高止まりすると予想されます。

現時点で米国の景気後退入りが差し迫っていると考える根拠は乏しいと判断しています。ただ、米国景気のモメンタムが鈍化傾向にあることは事実です。りそな景気先行指数を構成する7つの米国指標を見ると、4月以降、過半の指標が3ヵ月前値を下回っています。もっとも、いずれの指標も急速な悪化は示しておらず、概して足踏み状態といえます(14頁詳細)。この先FRBが適切に利下げに動くことで金融環境が緩和され、景気後退は回避されるとみています。ただ、インフレ再燃懸念が残るためマーケットが期待するような50bpを超える大幅利下げや緊急利下げの可能性は低いと考えられます。FRBがマーケットセンチメントを急速に改善させる救世主になることは期待できず、米国株市場は、実体経済の回復を確認しながら、徐々に下値を切り上げる展開が予想されます。

<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7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6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

りそなのマーケットビュー　投資戦略

米景気に不確実性が残り 株/債券を内外合わせて中立に

資産配分：向こう3-6ヵ月は米景気後退懸念が意識され易い状態が続くと考えられることから、株式・債券とも内外合わせて中立とする資産配分戦略が適切と考えます。

景気見通しの不確実性に加え、7月央以降のマーケット変動により投資家のリスク許容度が低下している点に留意。また、米国は9月から利下げ局面に移行すると見られるものの、マーケットが期待するような積極的な利下げが実現する可能性は低いと考えられ、当面、マーケットの変動率は高止まりすると予想されます。

地域別では、7月末から8月初にかけて大幅に株価調整した日本株を「ややオーバーウェイト」とする一方、バリュエーション調整の余地が残る米国株を「ややアンダーウェイト」とする戦略が妥当と考えます。

― 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ―

債券：国内債券は、円相場の反転と海外景気の下振れ懸念で日銀の年内追加利上げの可能性が後退したとの判断から「アンダーウェイト」から「ややアンダーウェイト」に引き上げ。先進国債券は、価格上昇余地が残る米欧ともに「ややオーバーウェイト」とします。

リート：国内外の金利上昇圧力が後退するなか、株式資産対比で割安感が残る内外リート資産のウェイトを引き上げます。

主要資産クラスの推奨ウェイト（今後3ヵ月~6ヵ月程度）

	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

りそなのマーケットビュー　マクロ環境

米労働市場は“正常化”求人数が維持されるか注視

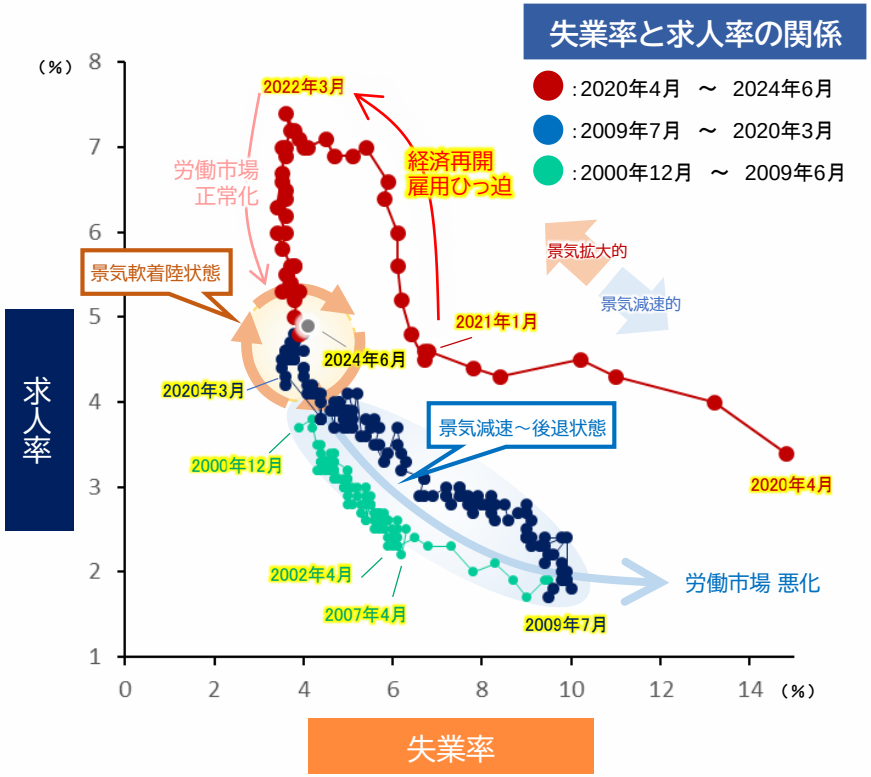
米労働市場が軟化しています。市場は“悪化”を懸念しますがパウエル議長をはじめFRB高官の見方は“正常化”です。

右図では、失業率と求人率（求人件数÷(就業者数＋求人件数)）の関係性を示しています。点線の左上・右下への移動は、労働需要の強まり/弱まり（景気拡大/減速）を示します。2021年に入り米経済がコロナ後の再開に向かう中、雇用ひっ迫で求人率は急上昇し、賃金･物価の上昇を招きました。求人率は2022年3月をピークに低下しますが、失業率の上昇は伴っていません。過剰な需要（=求人）が“正常化”に向かう過程でもなお、労働需要が供給を上回る状態が続いたためです。

市場は、雇用の軟化が“正常化”にとどまらず“悪化”することを懸念しています。 右図の通り、求人率は急上昇前の水準に戻っており、雇用は需要超過から均衡状態に戻ったと考えらえます。この先、FRBの利上げの遅延効果などで労働需要の減速に歯止めが掛からない場合、失業率が上昇し雇用“悪化”となる可能性にFRBも警戒を強めています。

鍵を握るのは需要(=求人)の動きです。FRBの利下げ開始により企業の業況見通しが改善すれば、雇用意欲は維持されると期待されます。また、米国の労働参加率はコロナ前を下回るなど構造的な人手不足による労働需要も存在します。この先、求人関連の指標が底堅さを保つかが最大の焦点と考えられます。

<米国 ベバリッジ曲線>



グラフ期間：2000年12月～2024年6月

【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

りそなのマーケットビュー　金融環境

日銀の追加利上げ
米景気後退懸念で後ズレへ

FRBは9月に利下げを開始する見通しです。市場で期待されている大幅利下げの可能性は小さいと見られますが、これで日本を除くＧ７国が揃って利下げ局面へ移行することになります。

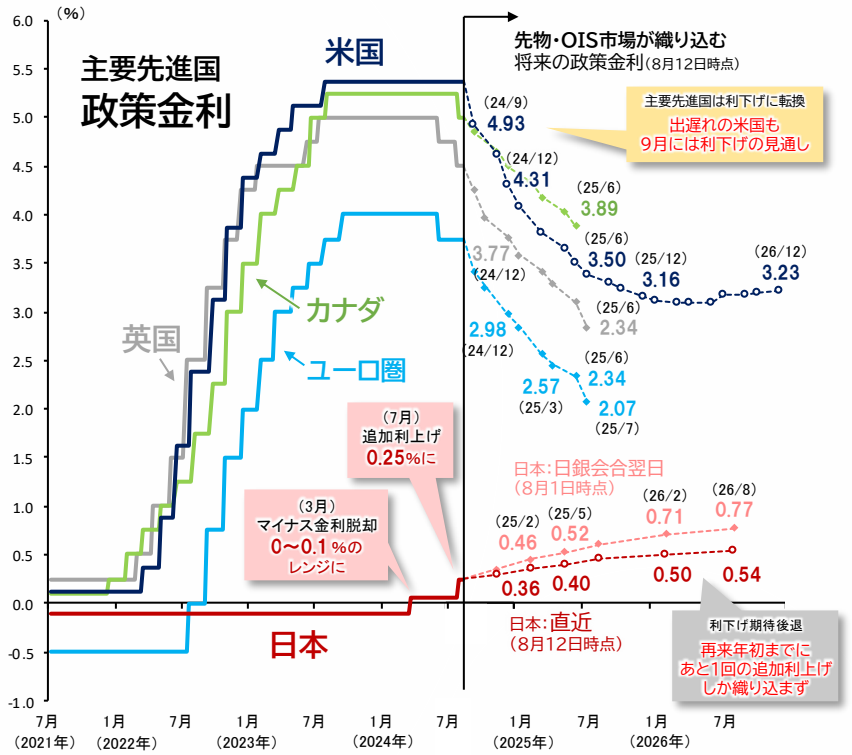
日銀は先進国で唯一引き締め局面にあります。7月日銀会合では、大方の予想に反し3月のマイナス金利解除に続く利上げとなりました。植田総裁が利上げ継続姿勢を強く示したことから、会合翌日の市場では年内さらに1回、2026年半ばまでに計2回の追加利上げを織り込む等、利上げ期待が高まりました。

ただ、その後の国内株の急落、急激な円高、米景気後退懸念などを受け、追加利上げ期待は後退。2026年初までにあと1回程度の追加利上げを織り込む程度になりました。8月7日には、内田日銀副総裁が講演で姿勢転換を示唆。「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはありません」「当面、現在の水準で金融緩和をしっかり続けていく必要がある」と言明しました。

とはいえ、内田副総裁の言葉に対しては、金融市場が落ち着けば利上げ再開か？ “当面”とはいつまで？との疑問が浮かびます。その答えは、米国景気次第となる見込みです。

内田副総裁は、展望レポートに示す『政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく』との方針は、景気回復・インフレ上昇という、日銀の『経済・物価の見通しが実現していくとすれば』との条件付きであると述べています。仮に、米国の景気後退が現実化すれば、経済･物価見通しは修正を余儀なくされます。マーケットが米国景気の後退懸念を意識するうちは、日銀の追加利上げ観測が高まる可能性は小さいと考えます。

＜主要国 政策金利の推移＞



グラフ期間：[実績部分] 2021年7月初から2024年8月第2週まで。
[市場の織り込み] 2024年8月末～グラフ内記入の期間まで。

【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

Topic①

米景気後退のシグナル点灯 労働市場の実態を検証

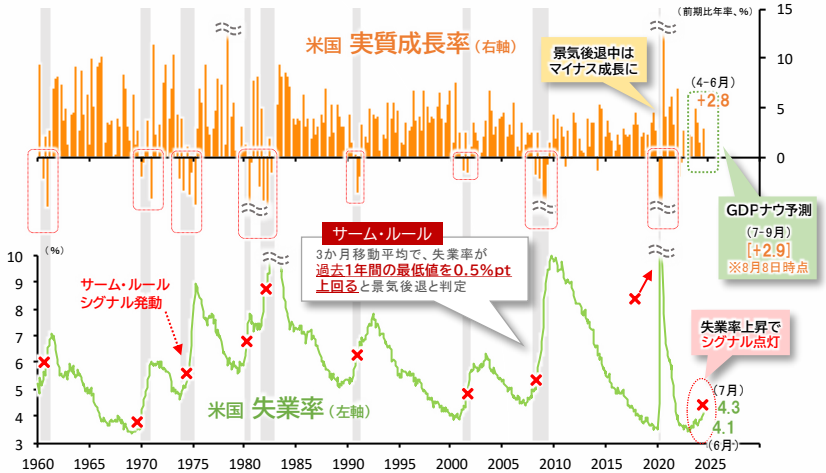
米国の景気後退懸念が急浮上し、8月の株式市場は大荒れのスタートとなりました。2日に発表された7月米雇用統計が景気後退判定基準の『サーム･ルール』に抵触し、不安が一気に広まった格好です。サーム･ルールは失業率が直近の基調から大きく跳ね上がるタイミングを割り出します。7月失業率が前月の4.1%から4.3%へ急上昇したため、シグナルが点灯しました。この基準は失業率の急上昇を景気後退状態の証拠とみなすものです。はたして、現在の米国経済は景気後退入りしたのでしょうか。

過去のシグナル点灯時は、概ねその1四半期前に景気後退が始まっています。しかし現在は、1四半期前の4-6月期の米実質成長率が前期比年率+2.8%と、FRBの潜在成長率予想とみなされる+1.8%（FOMC参加者の長期実質成長率予想、中央値）を明確に上回る高成長となっています。また、アトランタ連銀のGDPナウ（足元までの経済指標でGDPを予測するモデル）によると、8月初時点の7-9月期実質成長率推計は+2.9%（前期比年率）です。通常、景気後退期は成長率がマイナスに落ち込むため、GDP基準では景気後退入りの可能性は否定されます。

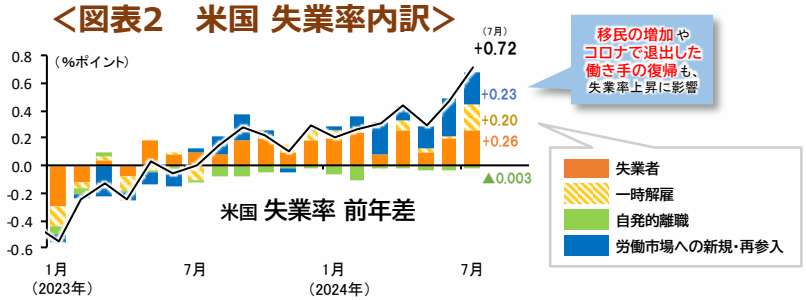
雇用についても、7月非農業部門雇用者数が前月比11.4万人増と、ペースは減速しているものの雇用拡大が続いています。また、現在は移民労働者の増加や働き手の復帰等、労働人口の拡大というプラス要因も失業率上昇の一因となっています(図表2)。

とはいえ、純粋な失業者も緩やかに増加しています(図表2)。現時点で景気後退状態であるとは考えにくいものの、今後の景気悪化リスクが高まっている可能性には留意が必要と考えます。

＜図表1　米国 実質成長率と失業率＞



＜図表2　米国 失業率内訳＞



グラフ期間：[図表1] 実質GDP：1960年初～ 2024年4-6月、失業率：1960年初～2024年7月。
[図表2] 2023年初～2024年7月。

【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

3．注目トピック：米国景気の健全度を点検

Topic②

景気は緩やかに拡大継続も悪化リスクは要継続点検

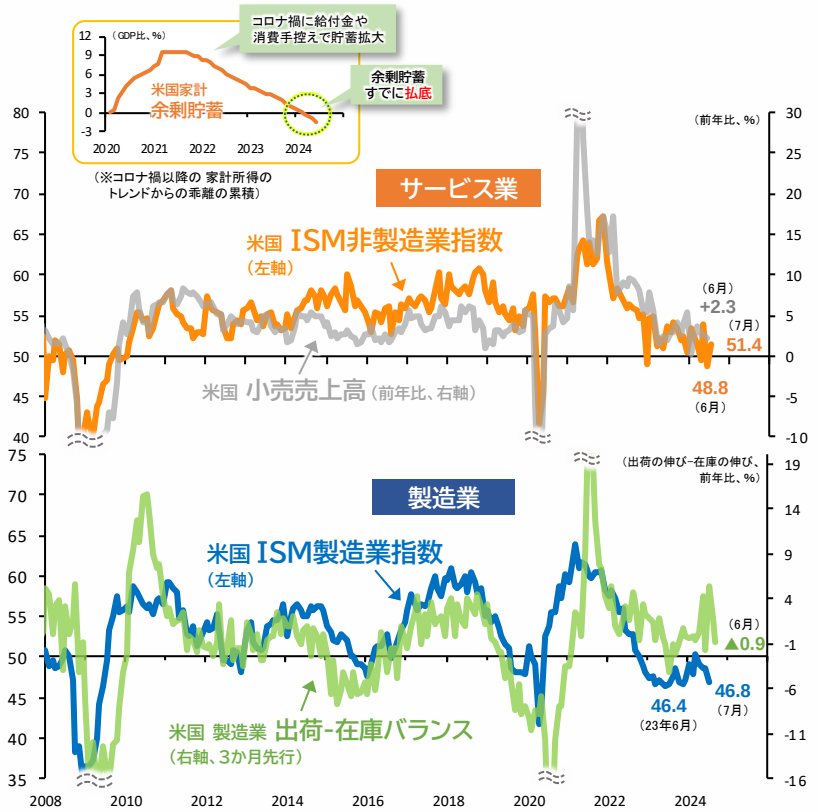
失業率上昇に加え、月初公表のISM製造業指数が悪化したことも米景気後退懸念を高める要因となりました（右図下段）。ISM製造業指数は米GDPや企業業績の伸びに先行します。同指数は昨年半ばに底入れし、その後一進一退を繰り返しながらも緩やかな改善傾向が見られていました。ところが7月値が予想外の大幅悪化となり、米景気の腰折れ懸念が拡がりました。

他方、減速基調が続いていたISM非製造業指数は7月値が市場予想に反して改善し、景気悪化懸念を和らげました（右図上段）。生活必需品の値上がりや、コロナ禍に拡大した家計貯蓄の払底（右図左上）により、米家計の消費余力は低下していると見られます。ただ、6月小売売上が予想比で上振れる等、消費・サービス関連の指標は総じて底堅い動きが続いています。

主要な経済指標から読み取れることは、足元の米国景気は減速感が強まるものの、景気後退状態であるとは考えにくい、というものです。前頁の通り、労働市場には失業率の上昇等、懸念すべき兆候がありますが、現時点では雇用の拡大が継続しています。製造業ではISM製造業指数の悪化が懸念されますが、先行する出荷・在庫バランスは持ち直しており、循環的な回復局面にあると見られます（右図下段）。家計消費などの最終需要の弱まりは製造業活動の重石になる可能性はありますが、現時点でサービス業の指標は底堅さを保っています。

ただ、足元の景気回復の勢いは鈍く、先行きの景気悪化リスクは高まっているとみられます。引き続き、最重点で米国景気指標の点検を続ける必要があります。

＜米国 製造業・非製造業関連指標＞



グラフ期間：2008年初から、ISM製造業指数・非製造業指数は2024年7月まで。
小売売上、製造業 出荷-在庫バランスは2024年6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

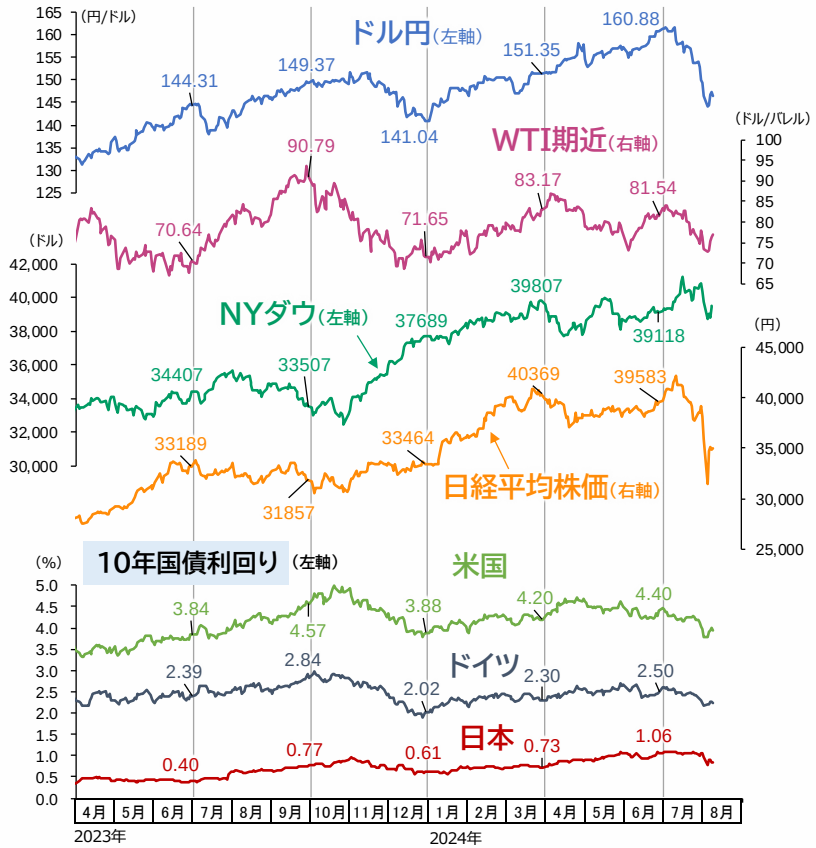
4．主要マーケットの見通し

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ヵ月~6ヵ月程度）
国内債券	↘	日銀の正常化は続くものの、米景気後退懸念で追加利上げの機運高まらず、金利上昇余地は限定的に
国内株式	↗	TOPIXの予想PERは過去平均を下回り割安水準に。下値余地は限定的と見られる一方、売られすぎの修正余地が残る
先進国債券	↗	米･欧利下げで金利低下と見るが、市場が将来の利下げを先取りする中、金利低下のペースは緩慢に留まる見通し
先進国株式	→	S&P500の予想PERは約20倍と依然割高感があり下方リスクが残る。割安感の残る業種/銘柄に物色が広がるか注目
新興国債券	→	一部地域に通貨安懸念が残るものの､米利下げ転換で緩和余地が広まる見込み｡中国は金融緩和継続が下支え要因に
新興国株式	→	中国：具体的な景気刺激策示されず、景気停滞懸念残る 韓国・台湾：AI関連株に対する集中物色の反動の影響残る
国内リート	↗	日銀の利上げ観測後退で見通し改善。NAV1倍割れの割安感と4%台後半の分配金利回りを支えに下値切り上げを予想
先進国リート	↗	主要先進国の利下げ局面入りにより投資環境改善。商業用不動産関連の信用リスクには引き続き要注視
米ドル	↘	FRBは9月に利下げ開始、当面は四半期ごとの緩やかなペースの利下げを想定。ドルの先高感は後退と見る
日本円	→	円キャリー巻き戻しに一巡感｡米利下げ開始､ボラ上昇で円売りポジションの早期再積み上げの可能性は小さいと見る
ユーロ	↘	ECBは賃金･インフレ動向を見極めつつ緩やかに利下げ継続の見通し｡中核の独経済の下振れ懸念が上値を抑える要因に

※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4月1日～2024年8月9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

債券市場

利下げ開始・景気不安浮上 米国債の投資魅力に注目

米国株式市場が不安定な動きを続ける一方、米国債券は利回り低下（価格上昇）が進み、株式との逆相関がみられます。米国景気見通しの不確実性が高まる中、米国債投資の魅力度の高まりが注目されます。

先行きの米国景気に関して想定されるシナリオは、右図のように、①ソフトランディングと②景気後退、の2通りです。

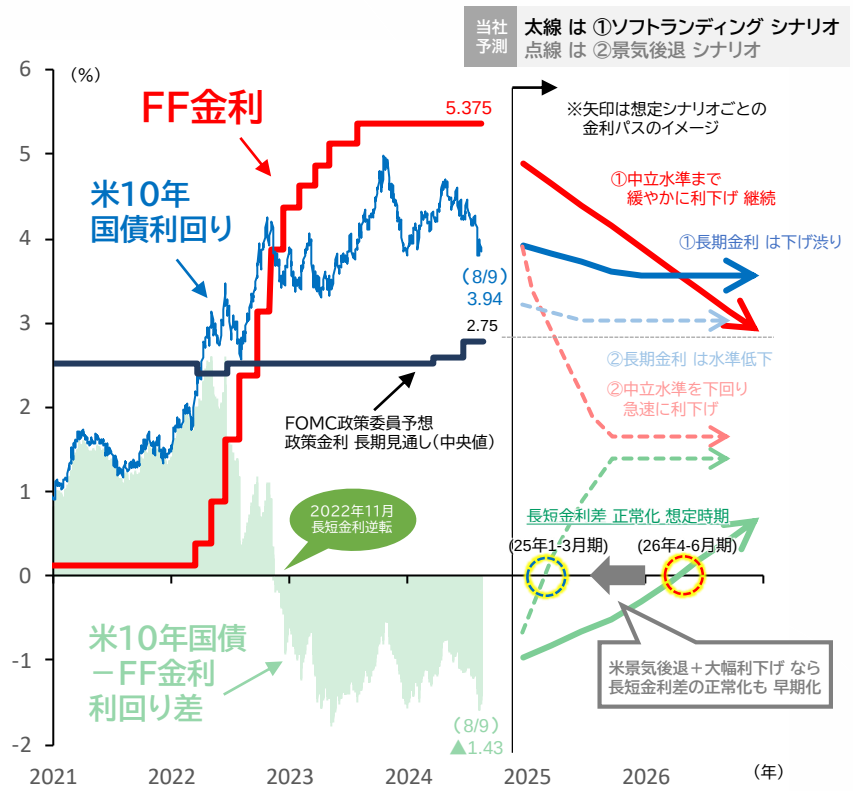
①ソフトランディングの場合(右図実線矢印)、利下げはインフレ減速に沿った緩やかなペースにとどまると考えられます。FF金利は最大でFOMC長期見通しの中央値付近（≒中立金利、6月時点で2.75%）までの引き下げが見込まれます。ただ、金利先物市場では2026年初に3.0%近辺までの利下げをすでに織り込んでおり、一段の長期金利の低下余地は限定的と考えられます。

②景気後退の可能性が高まる場合は(右図点線矢印)、中立金利を下回る大幅な利下げが織り込まれるため、長期金利の低下余地が広がります。

為替ヘッジについては長短金利差のプラス転換時期が焦点となります。①ソフトランディングシナリオでは、FF金利が3%半ばに低下する2026年前半、②景気後退シナリオでは2025年前半にも順イールドに転じる可能性が高いとみられます。

投資開始時点の高い利回り(インカム収益)と利下げ開始(キャピタル収益)が期待される現在、①、②いずれのシナリオでも、下方リスクが限定的であり、値上がり益が期待できる米国債は魅力的な投資先であると言えます。

＜米国債利回り＞



グラフ期間：2021年1月～2024年8月9日（2025年以降は当社想定シナリオ）

【出所】ブルームバーグ、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

株式市場

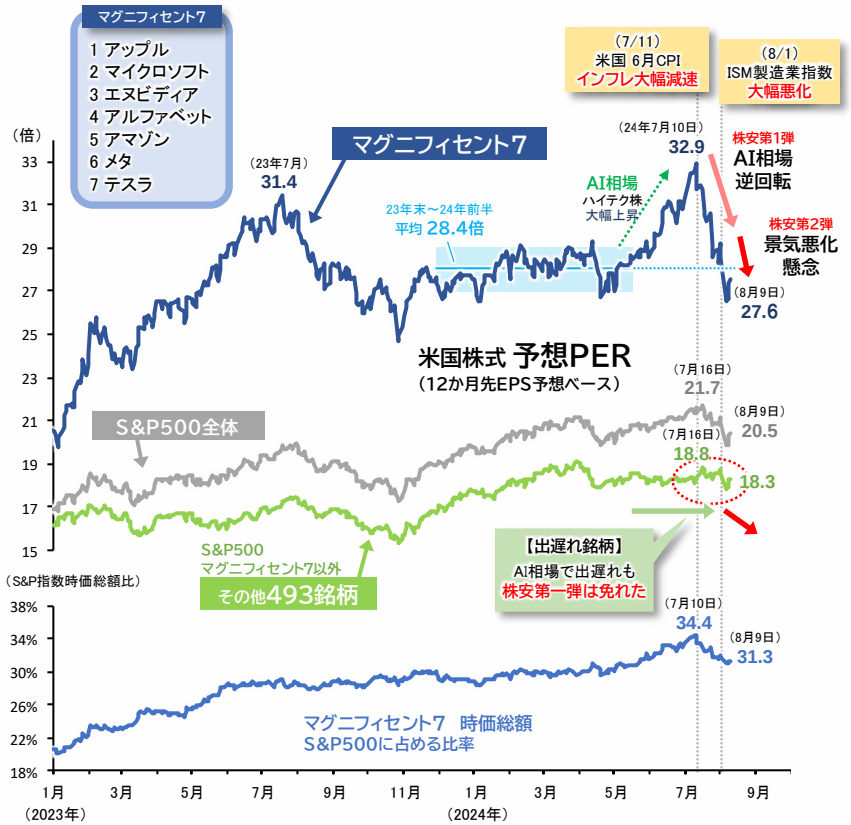
AI関連株は過度な期待修正で調整の余地残る

世界的株安の発端は、7月央に始まった米国大型ハイテク株の調整でした。今年の春以降、景気回復の勢いが緩慢に留まる中で、AI等の成長ストーリーを持つ米大型ハイテク株に物色が集中しました。ただ、マグニフィセント7と呼ばれるハイテク7社の予想PER（株価収益率）が33倍まで上昇するなど、割高感も高まっていました（右図）。この動きが7月11日発表の6月米CPIの大幅減速で一変。FRBの利下げ期待と将来の景気回復期待の高まりで、割高な大型ハイテク株から出遅れていたその他業種に物色の矛先が移りました。しかし、市場全体で見ると時価総額の大きい大型ハイテク株の下落の影響のほうが大きく、主要株価指数が下落し世界的なリスクオフの動きに繋がりました。ここに8月初めの景気後退懸念が加わり、株安が加速しました。

今後、米株式市場では、米国景気の先行きに加え、大型ハイテク株の調整がいつ一巡するかが焦点となります。ここまでの調整で、マグニフィセント7のPERは急上昇前の水準（28倍程度）を下回る27倍台まで低下しましたが、割高感が十分に解消したかについては評価が分かれるとみられます。市場では大手企業のAI関連事業の売上鈍化等から、巨額のAI投資に見合うリターンが期待出来るのか疑問視する投資家が増えています。AI関連株の高バリュエーションを支えてきた収益期待が揺らげば、PERはさらに切り下がる可能性があります。

大型株の調整がいつ一巡するかは、AI産業への期待次第となると見られます。成長期待が再び高まり株価が切り返すか、一段の調整を迫られるか、は慎重に見極める必要があります。

＜米国株式 予想PER、マグニフィセント7時価総額比率＞



※グラフの12ヵ月先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：2023年初～2024年8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

新興国市場

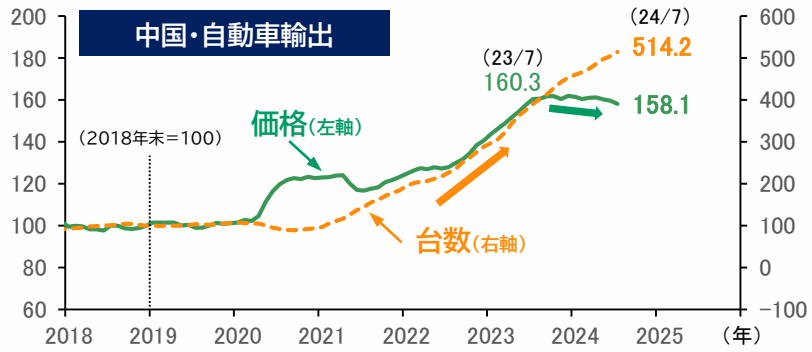
中国の過剰生産問題は日本自動車メーカーの脅威に

6月のG7首脳会談後の声明では、中国の過剰生産への懸念が表明されました。中国が過剰生産のはけ口として安価な製品で輸出攻勢をかけていることへの批判が欧米を中心に高まっています。特に、自動車の過剰生産が警戒されています。中国の自動車輸出台数は過去3年間、二桁の伸びを続ける一方、１台当たりの価格は低下基調となってます（右図上段）。

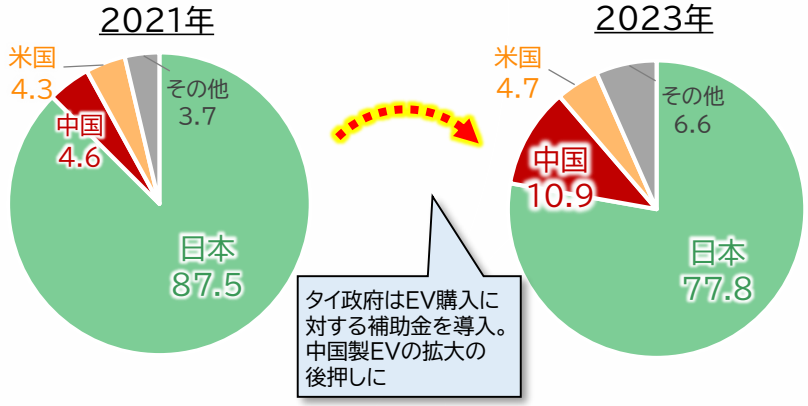
中国製自動車の台頭は日本の自動車メーカーにとって脅威となります。欧米では、今年に入って中国製EVに対する大幅な追加関税を導入したことで顕著な増加は見られませんでした。一方、日本の自動車メーカーにとってドル箱市場の東南アジアでは中国製自動車の販売増加が目立っています。その動きが顕著に見られるのがタイです。同国の自動車販売台数に占める日本車のシェアは2021年の87.5%から、2023年には77.8%と2年間で約10%ptのシェア低下となりました。他方、中国車のシェアは21年の4.6%から23年10.9%と2倍以上に増えています。最近では、ホンダがタイでの生産縮小を公表するなど、戦略の見直しを迫られる日本車メーカーもでてきています。

中国は7月に開催した三中全会で「新質生産力」を発展する方針を維持するなど、EVなどの供給を拡大する方針を示しました。中国製EVの輸出増加によって、日本の自動車メーカーへの逆風は今後も強まっていくことが予想されます。

＜中国：自動車の輸出数量と価格の推移＞



＜タイにおける新車販売の国別シェア（%）＞



グラフ期間：(上段)2018年初～2024年7月

【出所】CEIC、Toyota Motor Thai、JCER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

リート市場

出遅れ目立つ国内リート 年度後半は巻き返し期待

東証REIT指数の年初来騰落率は8月9日時点で▲6.6%にとどまり、日経平均株価の同+4.7%、東証株価指数(TOPIX)の同+4.9%を大きく下回ります。

リート市場低迷の一番大きな理由は、日銀の金融政策正常化に伴う金利の先高感と考えられます。内外機関投資家の見送り姿勢が続き、海外投資家は1-6月累計で1300億円超、銀行は同650億円超の大幅売り越しとなっています。また、1月開始の新NISA制度で対象外となった毎月分配型のリート投資信託の解約売りが膨らんだことも低迷の一因となりました。

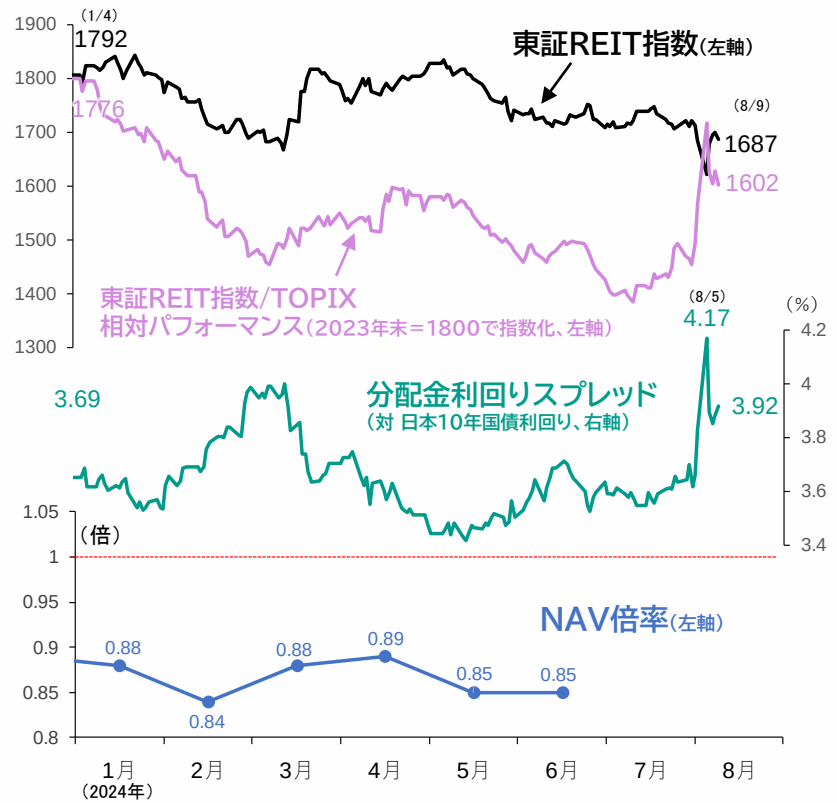
しかし、リートを取り巻くファンダメンタルズには改善傾向が見られます。オフィス市況は人材確保を重視する企業の移転・拡張需要の高まりにより底入れ感が広がっています。東京ビジネス地区のオフィス空室率は7月時点で5.0%と2021年1月以来の水準まで低下しました。また、最近の価格転嫁の動きが岩盤と言われてきた不動産賃料にも及んでおり、各用途で物価上昇分を賃料に転嫁する動きが広がっています。

投資指標では、東証REIT指数の利回りスプレッドは3%台を維持し、NAV倍率は1倍割れの割安水準にあります。

年度後半は、こうしたファンダメンタルズの改善や割安な投資指標が着目されることで、国内リートの巻き返しが期待されます。

加えて、米国の景気減速懸念の台頭により、日銀の追加利上げ観測が後退していることも、リートが見直される要因になると考えられます。

＜リート指数相対パフォーマンスとバリュエーション指標＞



グラフ期間：(上段・中段)2024年1月1日～2024年8月9日
(下段)2024年1月～2024年6月

【出所】ブルームバーグ、日本不動産証券化協会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さ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		2023年							2024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
		58.3	41.7	54.2	50.0	50.0	41.7	66.7	58.3	58.3	58.3	50.0	41.7	45.8	*20.0*
①	ISM製造業・新規受注指数	45.7	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4	49.3	47.4
②	NFIB 中小企業景気楽観度指数	91.0	91.9	91.3	90.8	90.7	90.6	91.9	89.9	89.4	88.5	89.7	90.5	91.5	93.7
③	ミシガン消費者センチメント・期待指数	61.1	68.3	65.4	65.7	59.3	56.8	67.4	77.1	75.2	77.4	76.0	68.8	69.6	68.8
④	非国防資本財受注（除く航空機）（百万ドル）	73,737	73,093	73,763	73,963	73,223	73,522	73,992	73,527	73,929	73,774	73,940	73,284	73,913	
⑤	新規失業保険申請件数（千人）	252	235	242	217	211	217	206	210	209	214	212	224	239	238
⑥	NAHB住宅市場指数	55.0	56.0	50.0	44.0	40.0	34.0	37.0	44.0	48.0	51.0	51.0	45.0	43.0	42.0
⑦	ｼﾆｱ･ﾛｰﾝ･ｵﾌｨｻｰ･ｻｰﾍﾞｲ･商工ローン貸出態度	46.0	50.8	50.8	50.8	33.9	33.9	33.9	14.5	14.5	14.5	15.6	15.6	15.6	7.9
⑧	独Ifo景況感指数 製造業・商業（期待指数）	83.2	82.0	82.0	82.6	83.4	84.1	83.1	81.9	81.9	86.6	90.5	91.6	88.6	87.3
⑨	中国 財新Markit 製造業PMI	50.5	49.2	51.0	50.6	49.5	50.7	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8
⑩	中国 マネーサプライ M2（前年比、%）	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3
⑪	日本 中小企業売上見通しDI	3.1	0.8	0.2	3.7	1.3	0.3	▲3.5	▲1.5	▲1.7	▲0.4	1.9	4.7	0.2	▲1.9
⑫	日本 実質輸出指数	114.4	115.4	110.8	113.5	114.0	110.6	116.0	111.5	108.3	111.7	111.6	109.9	111.7	

〔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。

（2024年8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ヵ月前の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÷12×100≒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．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

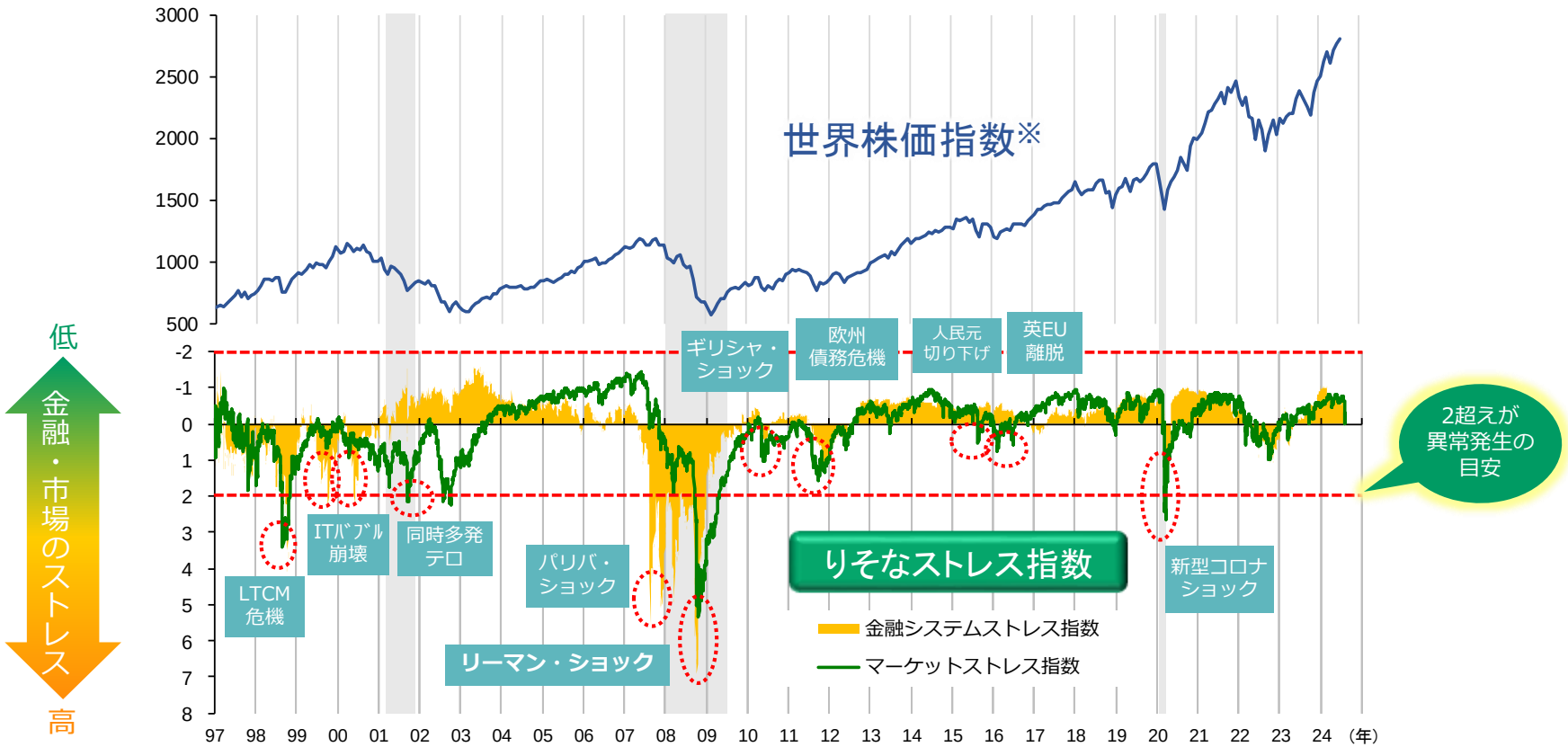
グラフ期間：1992年1月～2024年7月（りそな景気先行指数指数は1992年5月～2024年7月、2024年7月の値は暫定値）

【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超えが異常発生の目安としています。



グラフ期間：1997年1月1日～2024年8月9日（世界株価指数は2024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

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ときの注意点

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。