

Autumn
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

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。

第45代大統領のトランプ氏が第47代大統領として返り咲くことが確実となりました。選挙後、米国株式市場では主要3指数が揃って最高値を更新しました。“企業寄り”、“マーケットにフレンドリー”な政権が戻ってくる、と市場は歓迎しているようです。なかには「アニマルスピリッツ復活」でS&P500指数が1万ポイントを目指すとの強気な見方もでています。

ここまでマーケット参加者を熱くさせているのは、起業家のイーロンマスク氏の存在に依るところが大きいのではないのでしょうか。同氏は、新設される「政府効率化省」を率いると発表されています。また、財務長官には著名ヘッジファンドのトップが就任するとの観測も出ています。実ビジネスであれだけ成功したあの人、マーケットを知り尽くしているあの人物が政権に関わるならきっと上手く行くはず、と考える市場参加者は少なくないかもしれません。

ただ、そうした実業家や市場関係者の登用は、利益相反の問題が付きまといまいます。トランプ次期大統領が掲げる「アメリカ第一主義」が、いつのまにか特定の関係者だけが利益を得る「縁故資本主義 (crony capitalism)」に変質する可能性も懸念されます。大統領選挙後の世界株式市場でパフォーマンスの優劣がはっきり出ていることは、市場がそのリスクを感じとっていることを示唆します。

今回は、トランプ政権の政策を詳細に点検し、経済・マーケットへの影響を分析します。

<もくじ>

1. 2024年8月央～2024年11月央のふりかえり
2. 2025年の投資環境見通し
3. 注目トピック： 第二次トランプ政権と米国
4. 主要マーケットの見通し
5. リそなの独自指標



1. 2024年8月央～2024年11月央のふりかえり

パーフェクトランディング 期待と利下げの組み合わせ

米国の景気指標が総じて底堅さを示し、8月初旬に急浮上した米景気の減速懸念が後退する中、FRBは9月の会合で0.5%の大幅利下げを決定しました。株式などのリスク資産にとっては、景気・金融両面からサポートされる良好な投資環境となり、国内・先進国株式は直近3カ月で10%近く上昇しました(現地通貨建て)。11月の米大統領・議会選挙で共和党の勝利が確実となったことも、株価の押し上げ要因となりました。海外資産については、円安進行が大きくプラスに寄与しました。

■ **債券市場**：米10年国債利回りは8月央の3.9%近辺から一時4.4%台まで上昇しました。日本10年国債利回りは早期追加利上げ観測を背景に約3カ月ぶりの1%台乗せとなりました。

■ **株式市場**：S&P500指数など米国の主要3指数は揃って最高値を更新しました。日経平均株価は8月初旬の急落時に付けた3万1000円台から反発し、一時4万円の大台を回復しました。

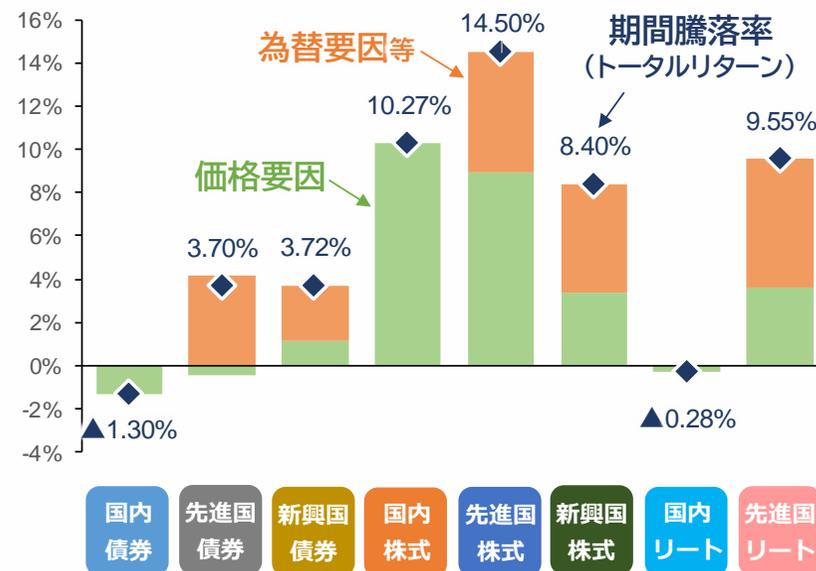
■ **リート市場**：先進国リートは米利下げを追い風に上昇する一方、国内リートは追加利上げ観測が重荷となり下落しました。

■ **新興国**：東南アジアで利下げが相次ぎ、債券上昇に寄与しました。中国が金融緩和と包括的な経済対策を発表したことから中国株が大幅に上昇し、指数全体を押し上げました。

■ **為替**：9月央には1ドル=140円近くまで円高・ドル安が進みました。その後、米国の利下げペースが緩慢にとどまるとの見方が強まり、156円台まで円安・ドル高が進みました。

< 過去3カ月の主要マーケットの騰落率 >

(2024年8月10日～2024年11月15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 Emerging Markets Index(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. 2025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

2度目のトランプ相場 今回はハネムーンなし

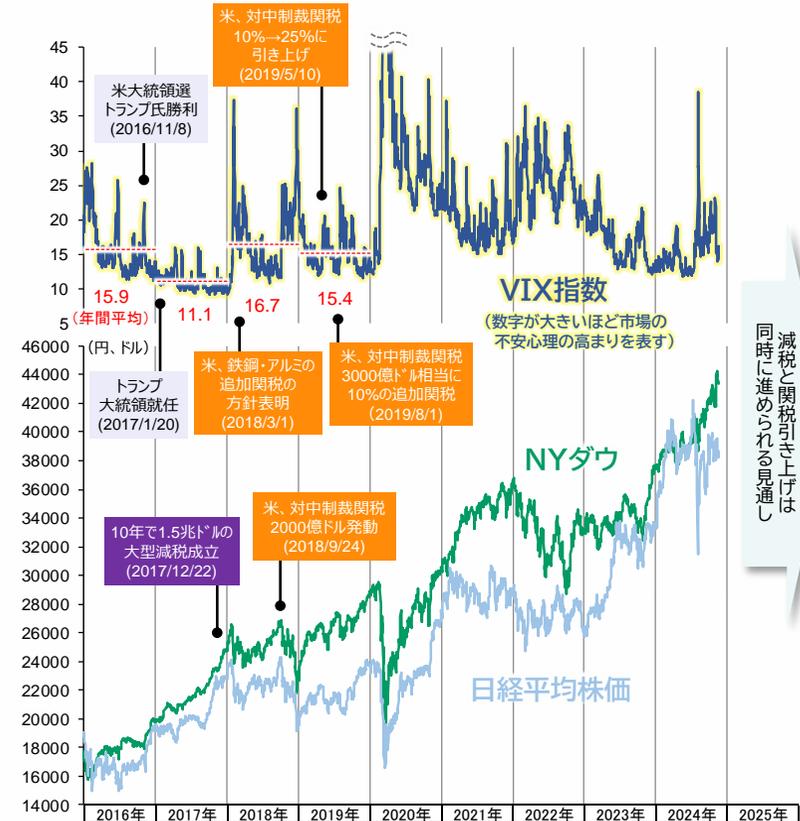
新年度の投資環境を展望する際、通常は、世界景気の循環と米国の金融政策の2要因を軸に先行きを見極めます。2025年については、その2点にトランプ次期政権の政策要因を加えて検討する必要があります。

世界景気の循環については、「りそな景気先行指数DI (14頁ご参照)」が9月、10月に連続して分岐点の50を上回るなど安定化の兆しが観測されます。米金融政策は、四半期に一度のペースで利下げが行われ、金融環境の緩和に寄与すると予想されます。グローバル投資環境は、景気循環が改善へ向かい、それを米国の利下げがサポートする、が基本観となります。

そこに加わるトランプ次期政権の政策要因には、プラス面とマイナス面があります。プラス面ではトランプ減税の延長、マイナス面では関税引き上げ、移民排斥などが挙げられます。IMFが10月に発表した世界経済見通しでは、トランプ氏の公約が実施された場合、世界のGDP水準が2025年は0.8%、26年は1.2%押し下げられるとの試算が示されています。

第一次トランプ政権では1年目の2017年は大型減税の成立が優先され、米中対立が表面化したのは2年目の2018年以降でした。2017年の米国株市場は、ほぼ一本調子の上昇相場となりましたが、2018年～2019年は、米中対立のニュースに揺れる荒い値動きとなりました。今回は、政権発足直後から関税引き上げや移民移送などマイナス面の政策が前面に出てくると予想されます。2025年のマーケットは、年初からボラティリティ(変動率)の高い展開が予想されます。

<前回のトランプ相場：日米株価とVIX指数の推移>



グラフ期間：2016年1月1日～2024年11月18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

2. 2025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

政策見通しの不確実性高く 株・債券ともに内外で中立に

資産配分：向こう3-6か月においては、第二次トランプ政権の政策の見通しを巡る不確実性から、株式・債券ともに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。

米国選挙で共和党が大統領府と上下院を制するトリプルレッドとなったことを受け、マーケットの注目点は、次期トランプ政権の“政策優先順位”や“実行可能性”に移ります。減税や規制緩和による景気の押し上げ効果への期待感が高まる一方、追加関税措置・移民抑制などによるインフレ再加速、成長下振れリスクへの警戒感も同時に高まると見られます。当面は米国の政策の行方を巡り、グローバル市場全体の変動率が高まりやすくなることが想定されます。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

株式：米国の政策不確実性に伴って変動率の高まりが想定されることから、内外の株式資産を「中立」に戻します。

債券：国内債券は再度円安が進行するなど、利上げ確度の高まりを考慮し「ややアンダーウェイト」を維持。景気低迷が続く欧州債券を「ややオーバーウェイト」とし、金融緩和の継続姿勢を示す中国も「ややオーバーウェイト」とします。

リート：欧米の中央銀行は利下げを継続する姿勢を示すなか、株式資産対比で割安感の残る先進国リーートの「ややオーバーウェイト」を継続します。

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. 2025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

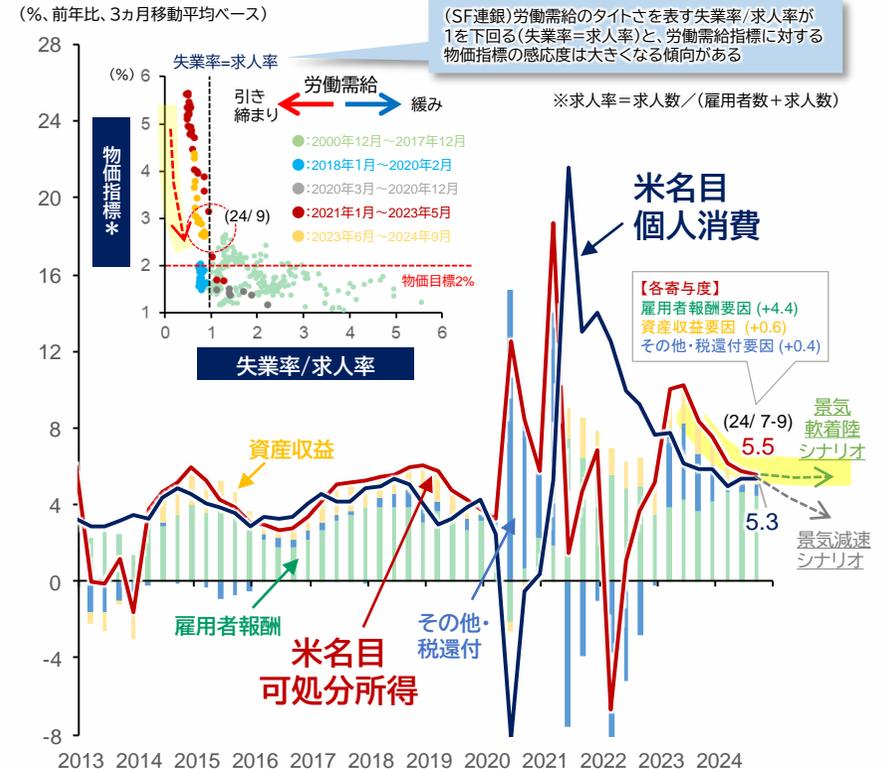
消費減速ペースに落ち着き 底堅い所得環境が下支え

米国のGDPの約7割を占める個人消費の底堅さは夏場以降も維持され、景気減速懸念は一旦後退しつつあります。背景には、底堅い労働市場が良好な所得環境を維持し、可処分所得の減速ペースが落ち着き始めていることが挙げられます。

労働市場は軟化傾向にあるものの、失業率は4.1%(2024年10月時点)と完全雇用状態を下回り、7-9月期平均の可処分所得(前年比)に対する雇用者報酬の寄与度は+4.4%と底堅く推移しています。現在の可処分所得の減速ペースから逆算すると、2024年後半も少なくとも潜在成長率並みの成長が維持されるものとみられます。

今後の焦点は、これまでインフレ鈍化をもたらしてきた労働市場の軟化が完全雇用の均衡点近辺で落ち着くかです。サンフランシスコ連銀では、物価と労働需給のタイトさを示す指標(失業率/求人率)の関係性を分析しています(右図、左上)。それによると、労働需給のひっ迫が解消していく(失業率/求人率が1まで上昇していく)過程で物価が大きく減速するというものです。分子の失業率上昇、あるいは分母の求人率低下で、需給指標が右側に移動したとき、物価が大きく減速することが示されます。今後、求人率の低下が緩やかなペースにとどまれば、FRBは失業率の大幅上昇を回避しつつ、2%の物価目標達成が可能となります。ただ、トランプ次期政権の政策要因などで失業率低下/求人率上昇に転じる場合、インフレが再加速する可能性にも注意が必要と考えます。

<米国 消費・可処分所得 / 労働需給と物価指標の関係>



※左上段のグラフはサンフランシスコ連銀(SF連銀)のブログ "Inflation Decline Continues to Support a Soft Landing Along the Nonlinear Phillips Curve"を参考に作成。

グラフ期間 左上段:2000年12月~2024年9月、下段:2013年1月~2024年9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

2. 2025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

財政悪化が進むリスク 日銀正常化の不確実要因に

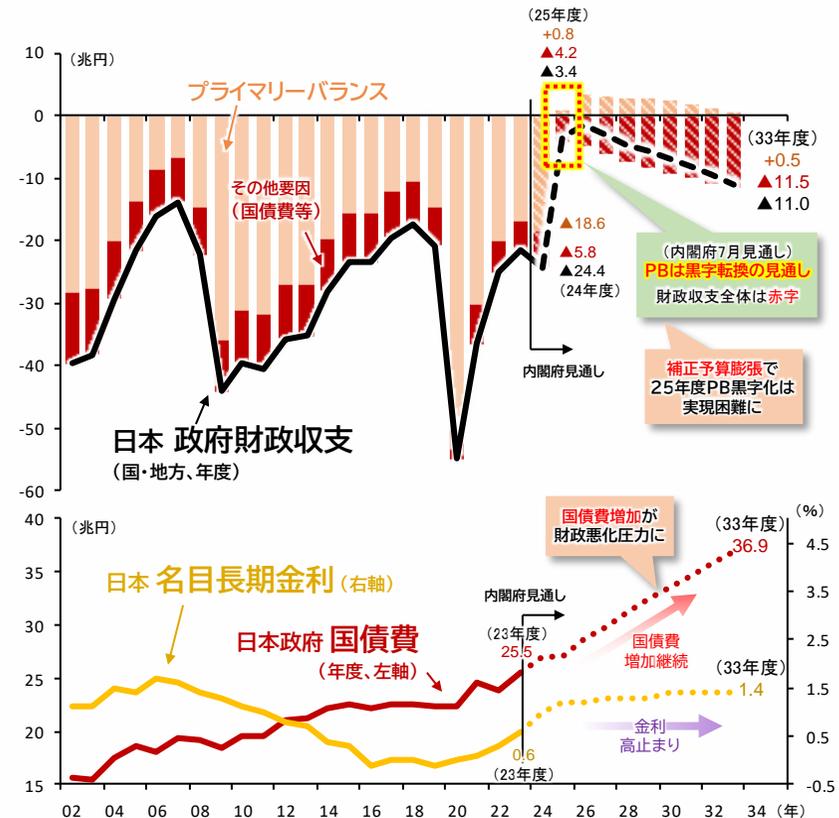
米国の景気悪化懸念が後退する中、日銀が早期に追加利上げに動くとの見方が広がっています。足元の円安進行も利上げ観測の高まりに寄与しています。他方、財政悪化リスクが日銀の政策正常化の不確実要因として浮上しています。

年央の政府試算では、2025年度のプライマリーバランス(PB)は+0.8兆円と、わずかながらも黒字転換との見通しでした。しかし、政府は昨年度の13兆円規模を超える補正予算を検討しています。昨年度補正予算は8.8兆円の国債増発(財源の7割程度)を伴い、資金調達は次年度にずれ込みました。今年度補正予算も同様に次年度の財政悪化要因になるとみられ、2025年度のPB黒字化達成は難しくなる見通しです。

日銀の利上げで金利が上昇する中、この先は国債費増加による財政悪化が予想されます(右図下段)。加えて、現与党が10月の総選挙で議席過半数割れとなったことから、財政拡張を求める協力政党の意向が政策に反映されやすくなり、今後は財政悪化ペースが加速する可能性があります。

財政悪化は国債需給を悪化させ、長期金利の上昇圧力となります。日銀は金融環境にストレスがかからない程度の利上げは可能との見方を示していますが、長期金利の上昇が利上げ効果を上回り金融環境が引き締まる場合、利上げの最終到達点が切り下がる可能性があります。また、日銀の国債保有の削減も、国債需給悪化の場合は継続が困難になると見られます。今後、日銀の政策正常化を進めるためには、財政健全化への取り組みが平行して行われる必要があると考えられます。

<日本 政府財政収支、国債費、長期金利>



※内閣府見通し: 『中長期の経済財政に関する試算』(2024年7月)の【過去投影ケース】。

グラフ期間: 実績部分は2002年度~2023年度、内閣府見通しは2024年度~2033年度まで。

【出所】内閣府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：第二次トランプ政権と米国

Topic①

トランプ再任の期待と不安 経済への影響は？

米大統領選挙以降、金融市場は大きく動いています。株式市場はトランプ氏の大統領再任を好感し大幅上昇となりましたが、リスク要因もあり、先行きには警戒感も出ています。

市場が期待しているのは、トランプ氏が掲げる減税案です（図①）。トランプ政権1期目に成立した「トランプ減税」のうち、2025年末に期限切れとなるものを恒久化し、法人減税など追加減税も同時に行うというものです。他方、景気下振れ要因として懸念されるのは、関税引き上げや移民の抑制です。

米超党派シンクタンクのTax Foundationは、トランプ氏の減税案が実現した場合、米国では長期的な実質GDP水準が2.4%切り上がり、長期的な雇用者数が200万人超増加すると試算しています。一方、関税引き上げは景気下押しとなり、長期実質GDPを1.3%押し下げ、長期雇用者数を100万人超減らすとの試算を示しています。海外の報復措置を想定すると、下押し効果はさらに拡大すると見られます。ただ、減税と関税引き上げの効果はネットではプラスで、景気・雇用を押し上げると推計されています（図①）。

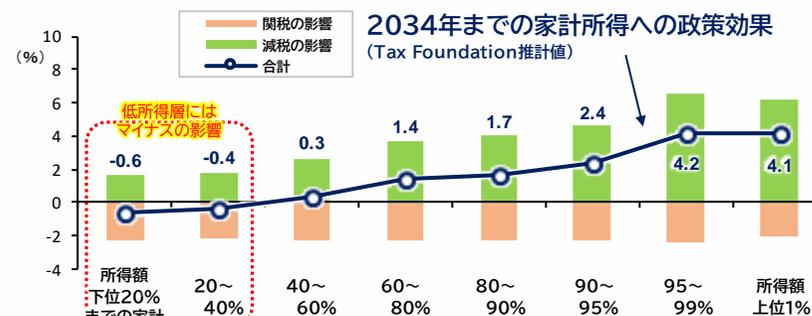
この試算では問題点も示されています。そのうちの 하나가社会の分断が深刻化する可能性です。高所得層は減税の恩恵で10年後の所得が上振れる一方、低所得層は関税引き上げの悪影響が上回り、所得は下振れすると推計されています（図②）。トランプ氏の政策は、米国全体への経済効果はプラスと見られますが、社会の不均衡が拡大する場合、長期的に見れば米国の成長力を抑圧し、経済を不安定化させる可能性があります。

<図① トランプ氏の主要な政策案と経済への影響の推計>

	長期実質GDP への影響	長期的な 雇用者数への影響	今後10年の 財政収支への影響
トランプ減税恒久化（所得減税など）	+1.1%	+92.2万人	▲4.24兆ドル
追加所得減税（税控除拡大、残業代・チップ減税など）	+1.1%	+107.1万人	▲3.16兆ドル
追加法人減税（税率21%→15%）	+0.2%	+3.80万人	▲0.36兆ドル
グリーンエネルギー税控除の撤廃	-	-	+0.92兆ドル
減税・税制改革効果 合計	+2.4%	+203.1万人	▲6.84兆ドル
全輸入品に20%、中国は追加で50%の関税を賦課	▲1.3%	▲107.3万人	+3.82兆ドル
海外からの報復措置の効果推計	▲0.4%	▲36.2万人	-
関税引き上げの影響 合計	▲1.7%	▲143.5万人	+3.82兆ドル
政策効果の推計 合計	+0.8%	+59.7万人	▲3.01兆ドル

※Tax Foundationによる推計。関税引き上げ案に関しては、トランプ氏の過去の発言は『全輸入品に10～20%、中国からの輸入品に60%の関税賦課』であり、同機関の前提は若干異なる。

<図② トランプ氏の政策の米家計所得への影響の推計>



※図②の推計は図①記載の政策全てを前提にしたもの。

【出所】 図①、図② Tax Foundation『Donald Trump Tax Plan Ideas: Details and Analysis』(2024/10/14) 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：第二次トランプ政権と米国

Topic②

減税の副作用は金利上昇 債券市場は警鐘鳴らす

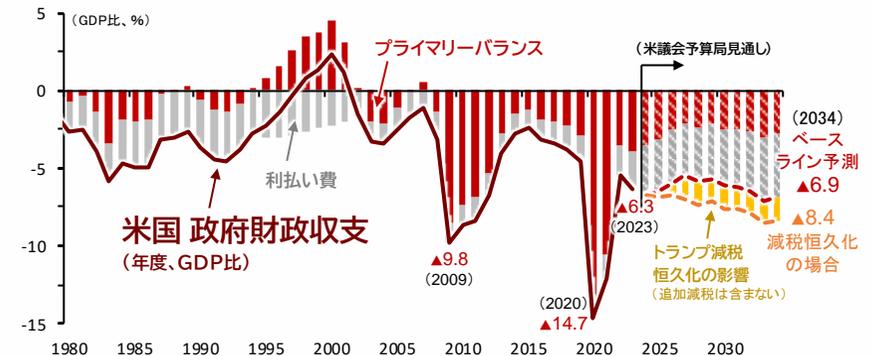
社会の分断に加え、財政悪化やインフレ加速による金利上昇も、第二次トランプ政権のリスク要因に挙げられます。

財政面では、政府財政悪化のペースが速まる見通しです。図③は米議会予算局(CBO)の米政府収支見通しです。すでにベースライン予測で赤字継続となっていますが、トランプ減税恒久化でさらに深刻化する見通しです。関税引き上げは黒字拡大要因ですが、景気減速を招き、ほかの税収を減らす可能性があります。Tax Foundationは、トランプ氏の減税・関税引き上げ案が実現した場合、今後10年で米政府の財政赤字は約3兆ドル拡大すると試算しています(前頁、図①)。財政赤字拡大は財政への信認低下や国債需給悪化につながり、金利上昇圧力となります。9月以降のFRBの利下げにもかかわらず米長期金利は高止まりしていますが、上昇に寄与したのは主に需給要因であるタームプレミアムだったことがわかります(図④)。今後の財政悪化の織り込みが進んでいた可能性があります。

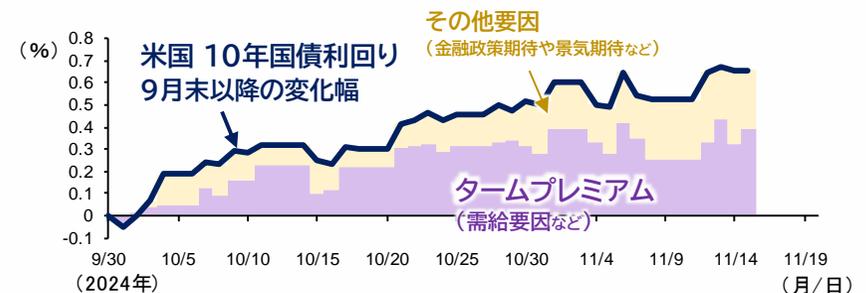
また、トランプ氏が求める移民の強制送還は、雇用逼迫・インフレ圧力として懸念されます。減税による景気加速や高関税による輸入コスト上昇もインフレ観測を高めていると見られ、足元は米利下げ期待が後退しています。このような要因も、米長期金利の上昇要因となっています。

足元の米長期金利上昇はトランプリスクに対する市場の警鐘です。大幅な金利上昇は経済・市場を不安定化させます。米国株は上昇していますが、債券市場では今後のリスクを織り込む動きとなっていることは、十分に留意が必要です。

<図③ 米国政府 財政収支>



<図④ 米国 長期金利上昇の要因分解>



グラフ期間： 図③ 実績部分は1980年度～2023年度、米議会予算局見通しは2024年度～2034年度まで。
図④ 2024年9月30日～2024年11月15日。

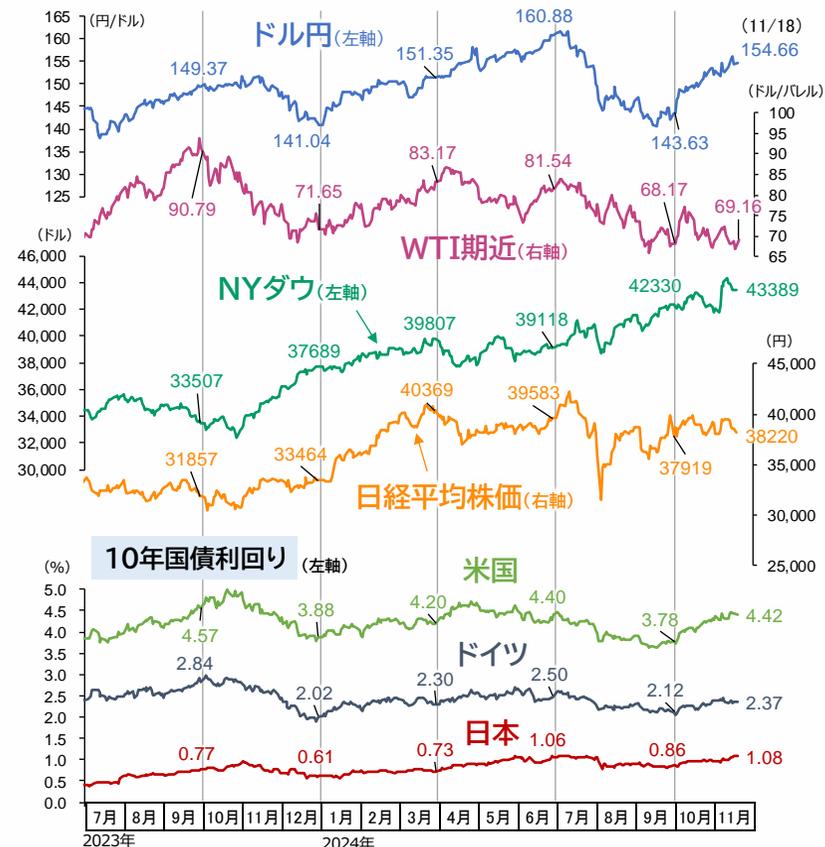
【出所】 図③ Haver Analytics、米議会予算局の公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成
図④ ブルームバーグの公表データに基づいて、りそなアセットマネジメント作成

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	↓	植田日銀総裁は次回12月会合での追加利上げに含みを残す。日銀は緩やかに正常化を続ける見通し
国内株式	→	TOPIXの予想PERは14倍台後半と過去のレンジ圏内。次期トランプ政権の不確実性は残るものの、巡航速度の推移を予想
先進国債券	→	パウエルFRB議長は利下げを急がない姿勢を示す。次期トランプ政権による政策効果を見極める方針
先進国株式	→	次期トランプ政権の政策不確実性は大きく残るものの、堅調な経済指標を支えに巡航速度での推移を予想
新興国債券	→	中国では金融緩和継続の姿勢が続くほか、FRBの利下げ転換を背景に新興国地域にも利下げ余地が生まれる
新興国株式	→	中国：景気を直接的に刺激する政策は見られず 台湾・韓国：当面は半導体需要の回復が下支えに
国内リート	↗	日銀が正常化への姿勢転換は向かい風も、依然NAV 1倍割れの割安感と4%台後半の分配金利回りが下支えに
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	→	減税政策導入によるドルの上振れリスクが懸念される一方、トランプ氏はドル高に懸念を示すなど不透明感が高い
日本円	→	日銀は経済・物価がオントラックで推移していることを評価。緩やかな利上げの継続は日本円の追い風要因に
ユーロ	↓	ECBは2会合連続での利下げを決定。先行きもインフレ鈍化に連れて利下げが進められる見通し

※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と直近値。

グラフ期間：2023年7月1日～2024年11月18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

FRBは利下げ局面へ 財政運営巡り金利上振れも

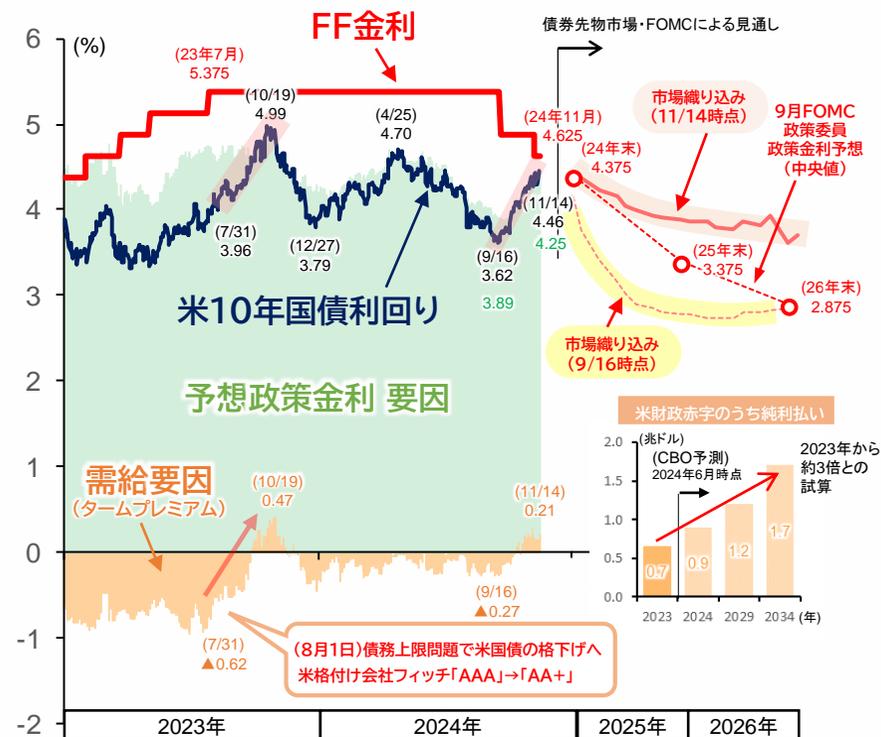
米国では9月にFRBが0.5%ptの利下げを実施し、利下げ局面に移行しました。9月FOMCの見通し通りに利下げが進めば、長期金利は政策金利の引き下げに沿って緩やかな低下基調を辿ると見込まれます。

ただ、第二次トランプ政権では拡張的な財政政策が採られるとみられ、債券市場では“財政悪化”への懸念が高まりつつあります。米議会予算局(CBO)は2034年時点で純利払い費は2023年時点の約3倍(1兆7000億ドル)になると試算するなど財政悪化に警鐘を鳴らしています。仮に第二次トランプ政権の公約がすべて実現した場合、責任ある連邦予算委員会(CFRB)が試算するように、向こう10年間で約7兆5000億ドルの赤字が拡大する見通しです。

トランプ次期大統領は、閣僚人事を固め、公約実現に向けて着々と準備を進めています。関税や減税などインフレ再燃に繋がりやすい政策が意識されやすく、利下げ期待が一段と後退(利下げペース鈍化や早期終了の見通し)する可能性があります。また、財政プレミアムの高まりを通じて、金利上昇リスク(債券価格下落)も意識されやすく、債券利回りが魅力的としても投資が手控えられ、長期金利が下げ渋る可能性が残ります。

米議会運営も不確実性要因です。来年1月1日には米債務上限の適用停止期限(債務上限問題)が迫っています。2023年には債務上限問題を巡る混乱から米国債が格下げされ、金利上昇に繋がりました。2023年8月にも歳出削減策を巡る交渉難航から金利は急上昇しており、今回の局面でも同様の展開となる可能性に注意が必要です。

<米国債利回りと米財政赤字のうち純利払い費>



グラフ期間：2023年1月～2024年11月14日 見通し期間は2024年末～2026年末
右下図表：2023年度～2034年度
【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

第二次トランプ政権 関税/減税の優先順位に注目

トランプ氏の大統領再選決定後、米国株は大幅高となり、S&P500など主要3指数は揃って最高値を更新しました。

2016年の大統領選でトランプ氏が勝利した際も、米国株は大幅高となりました。当時は、法人減税などへの期待感から、バリュエーション(=PER)が上昇し株価上昇の原動力となりました。その後、2017年12月22日に、大型法人減税法案(税率35%→21%)が成立すると、業績見通し(=EPS予想)は速やかに上方修正され、PERは大統領選直後の水準に回帰しました。

2018年以降は、中国との通商問題に政策の重点が移り、世界的に株式市場の変動率が高まる場面が目立つようになりました。

このように第一次トランプ政権では、法人減税が関税策に優先して進められましたが、第二次トランプ政権では法人減税と関税策が同時に進められると予想されます。

株式市場では、S&P500指数が米大統領選前後の1週間(11/5~11/11)で公約の法人減税の引き下げ率(税率21%→15%)に近い5%高となりました。減税効果が既に市場に織り込まれた形ですが、共和党内でも財政規律を重視する議員が一定数存在し、共和党が多数派を握る上下院でも審議が難航する可能性があります。

第一次トランプ政権期はS&P500指数の予想PERは16倍~19倍でしたが、足元は22倍台と割高な状態です。貿易戦争は一旦始まると報復措置も生じやすく政策不確実性が増幅します。米国企業の楽観的な収益期待が揺らぎ、PERの調整を迫られる可能性が残る点には注意が必要と考えられます。

<米国株式 S&P500指数と予想EPS>



下段●はそれぞれ、(2018/3/1) 米、鉄鋼・アルミの追加関税の方針表明、(2018/9/24) 米、対中制裁関税2000億ドル発動、(2019/5/10) 米、対中制裁関税を10%→25%に引き上げ、(2019/8/1) 米、対中制裁関税3000億ドル相当に10%の追加関税に相当。

グラフ期間：2016年10月~2019年12月31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

中国の政策パッケージが 内需回復につながるか注目

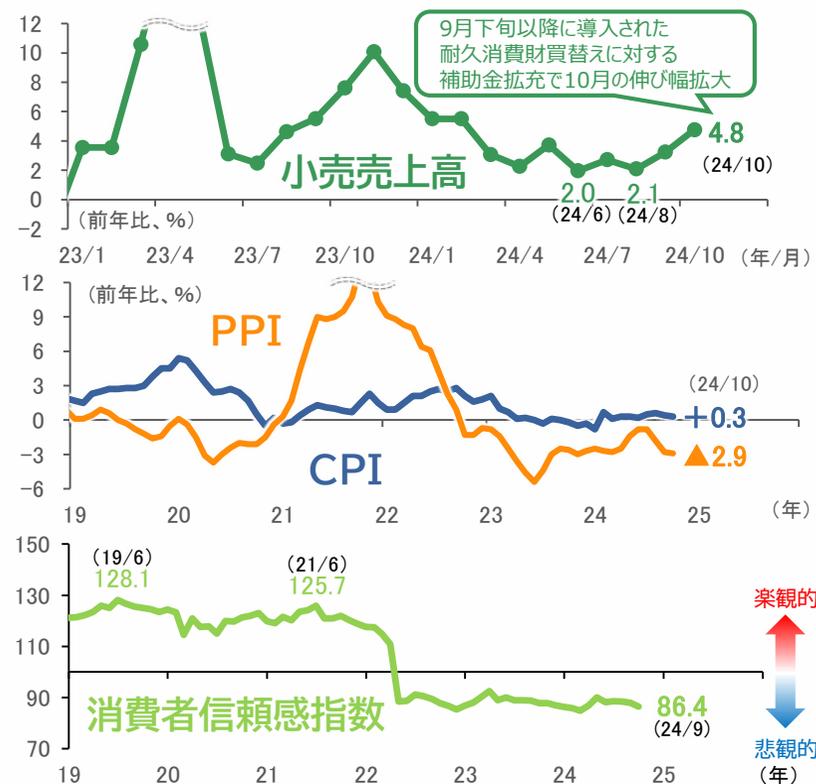
9月24日に中国人民銀行*の潘総裁を含む当局関係者らの共同会見で、預金準備率や短期政策金利の引き下げに加えて、住宅ローン金利の引き下げや住宅購入規制の緩和方針、株価下落への対策などが同時に公表されました。上海総合指数は直後に約20%急上昇するなど、市場の期待が高まる場面が見られました。また、11月上旬に開催された全人代常務委員会では、地方政府の隠れ債務(LGFV)への対処を目的とした10兆元規模での政策の導入を決定したほか、藍財政相は2025年に強力な財政政策を導入する方針を示すなど、中国当局による景気刺激策の発表が相次いでいます。

中国当局が矢継ぎ早に経済政策を打ち出している背景には、2024年の成長目標の「5%前後」に対して、年初来1-9月期の実質GDP成長率が前年比+4.8%と目標をやや下回り推移していることが主な要因として考えられます。

足元の景気指標は、小売売上高が年初来前年比で+3.5%と、5%の経済成長目標を下回る水準で推移しているほか、10月CPIは前年比+0.3%、同PPIは同▲2.9%と引き続きデフレへの警戒が残ります。トランプ氏再選により米国の対中関税再強化が予想される一方、欧州などでもEVや鉄鋼など中国からの輸入品に対する規制強化が広がっており、外需主導の回復を期待することは難しい状況です。中国経済が持ち直す為には打ち出された政策が内需回復へ繋がるかが焦点となります。

(*中国人民銀行：中国の中央銀行に当たる)

<中国：消費関連指数>



グラフ期間：(上段)2023年1月～2024年10月
(中段)2019年1月～2024年10月
(下段)2019年1月～2024年9月

【出所】Haver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

米国商業用不動産の動向 には引き続き要注視

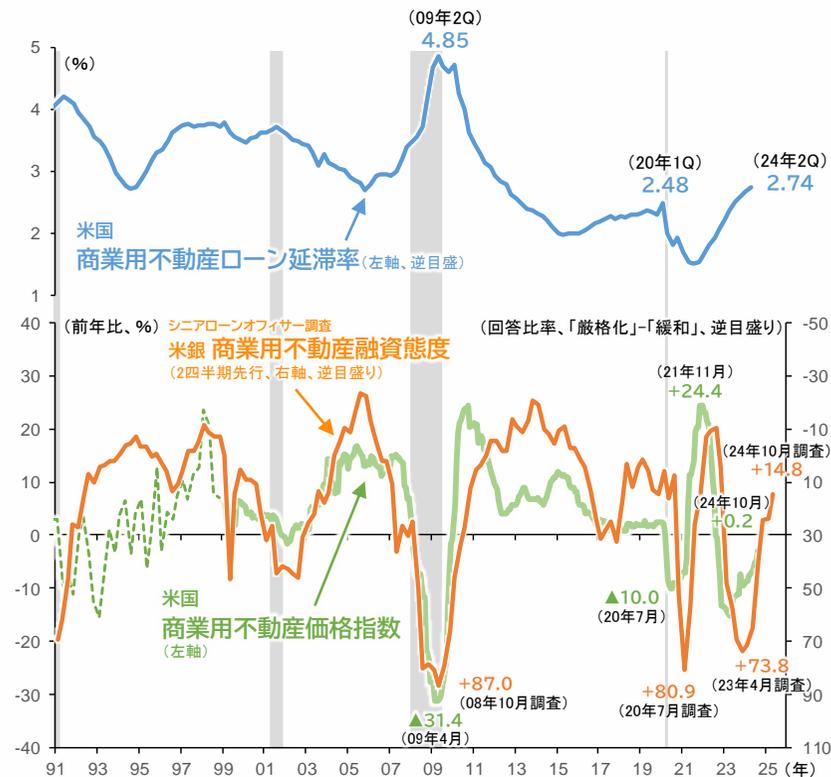
米国リートは、FRBの利下げ期待が高まった2024年7月以降、大きく上昇しました。しかし、オフィスリートについては商業用不動産市況の低迷により軟調な動きが続いています。

リモートワークの普及で全米平均の出勤率はコロナ禍前の5割程度にとどまっています。オフィス需要の縮小により、全米のオフィス空室率は20.0%（24年3Q）と遡れる2005年1Q以降で最も高い水準で推移しています。

また、商業用不動産価格の下落も続いています。資産価値の低下と、ローン金利の高止まりにより、借り換えが困難となり、デフォルトに陥る物件が増加する可能性が指摘されています。米国では2025年と2026年にそれぞれ5000億ドル前後の商業用不動産ローンが満期を迎えます。ローン延滞率は2.74%（24年2Q）とコロナ禍でのピーク（20年1Q）水準を既に超えており、今後も上昇が予想されます（右図上段）。商業用不動産に対する米銀の融資態度は幾分緩和傾向にあるものの、厳格化する銀行が多い状況に変わりはなく、借り手の資金繰り悪化が続く可能性があります（右図下段）。

米国リート指数に占める商業用不動産関連セクター（オフィスと複合）のウェイトは2019年末の18%台から7%台（24年10月）まで低下していることから、米国リート指数全体のパフォーマンスへの影響は限定的と見られます。ただ、金融機関の貸し倒れ増加などで金融環境がタイト化し、リート市場全体に影響が及ぶ可能性があり、商業用不動産の動向には引き続き注視が必要と考えます。

<米国 銀行融資態度 不動産価格 ローン延滞率>



※商業用不動産融資態度：2013/3Qまでは不動産融資全体に関する調査、以降は建設・開発用融資調査。
商業用不動産価格：点線部の1998年末までは米不動産投資受託者協会の指数、
以降はグリーン・ストリート・アドバイザーズの指数。

グラフ期間：(上段)1991年1Q～2024年2Q
(下段)融資態度：1991年1Q～2024年3Q、価格指数：1991年1月～2024年10月

【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

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									
	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	66.7	58.3	58.3	58.3	50.0	41.7	37.5	25.0	41.7	62.5	80.0
①  ISM製造業・新規受注指数	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4	49.3	47.4	44.6	46.1	47.1
②  NFIB 中小企業景気楽観度指数	90.7	90.6	91.9	89.9	89.4	88.5	89.7	90.5	91.5	93.7	91.2	91.5	93.7
③  ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	59.3	56.8	67.4	77.1	75.2	77.4	76.0	68.8	69.6	68.8	72.1	74.4	74.1
④  非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	73,223	73,522	73,992	73,527	73,929	73,774	73,940	73,284	73,690	73,482	73,632	74,124	
⑤  新規失業保険申請件数 (千人)	211	217	206	210	209	214	212	224	239	238	231	226	233
⑥  NAHB住宅市場指数	40.0	34.0	37.0	44.0	48.0	51.0	51.0	45.0	43.0	41.0	39.0	41.0	43.0
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	33.9	33.9	33.9	14.5	14.5	14.5	15.6	15.6	15.6	7.9	7.9	7.9	0.0
⑧  独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	83.4	84.2	83.1	82.2	82.3	86.4	90.0	91.4	88.7	87.4	86.8	85.8	87.4
⑨  中国 財新Markit 製造業PMI	49.5	50.7	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3
⑩  中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5
⑪  日本 中小企業売上 見通しDI	1.3	0.3	▲3.5	▲1.5	▲1.7	▲0.4	1.9	4.7	0.2	▲1.9	▲5.6	1.5	1.1
⑫  日本 実質輸出指数	113.9	110.4	115.9	111.4	108.4	111.7	111.6	110.0	111.7	113.1	114.5	119.1	

〔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11月18日時点)

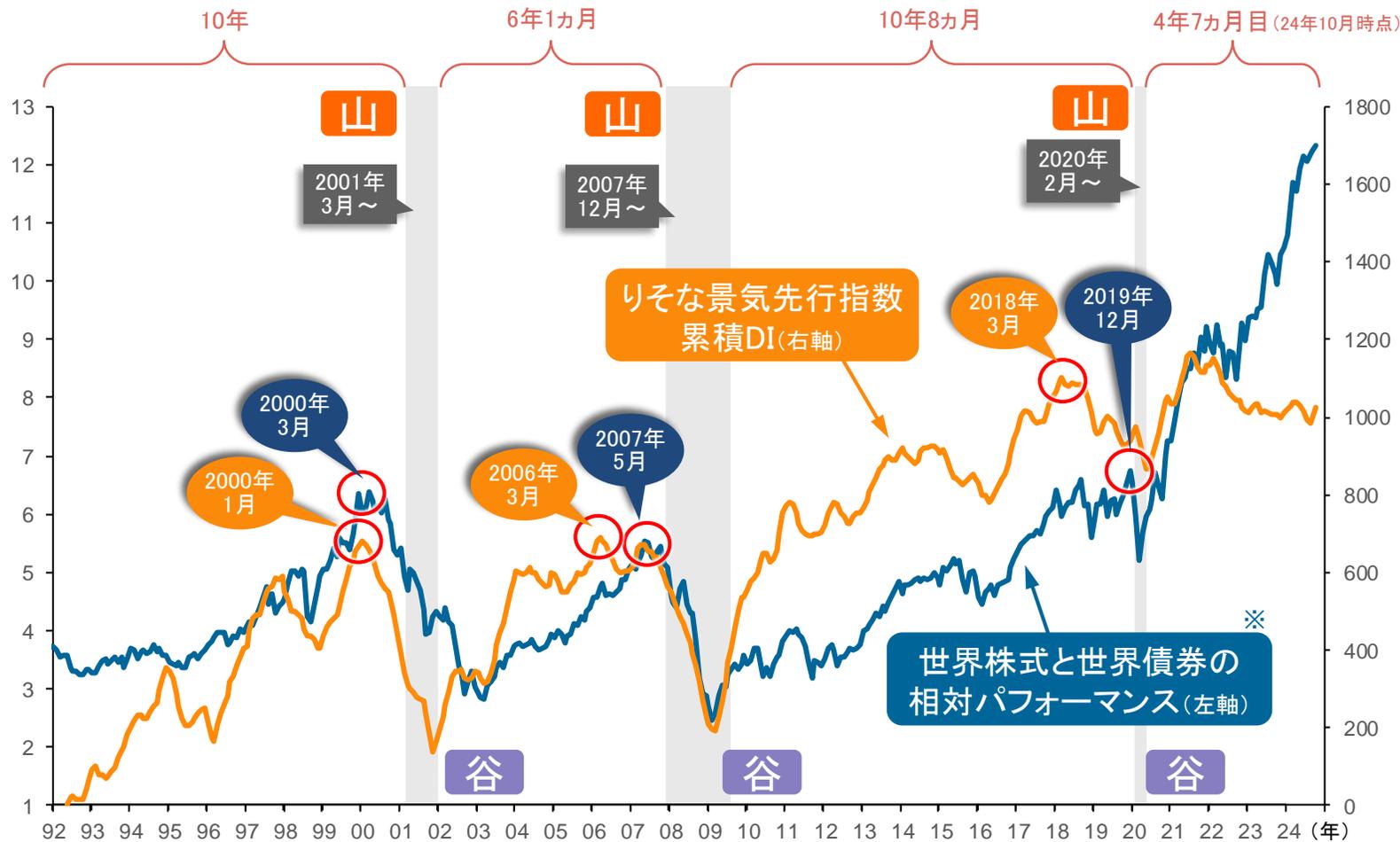
<計算方法>

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、 $7 \div 12 \times 100 = 58.3$ 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. リソナの独自指標

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

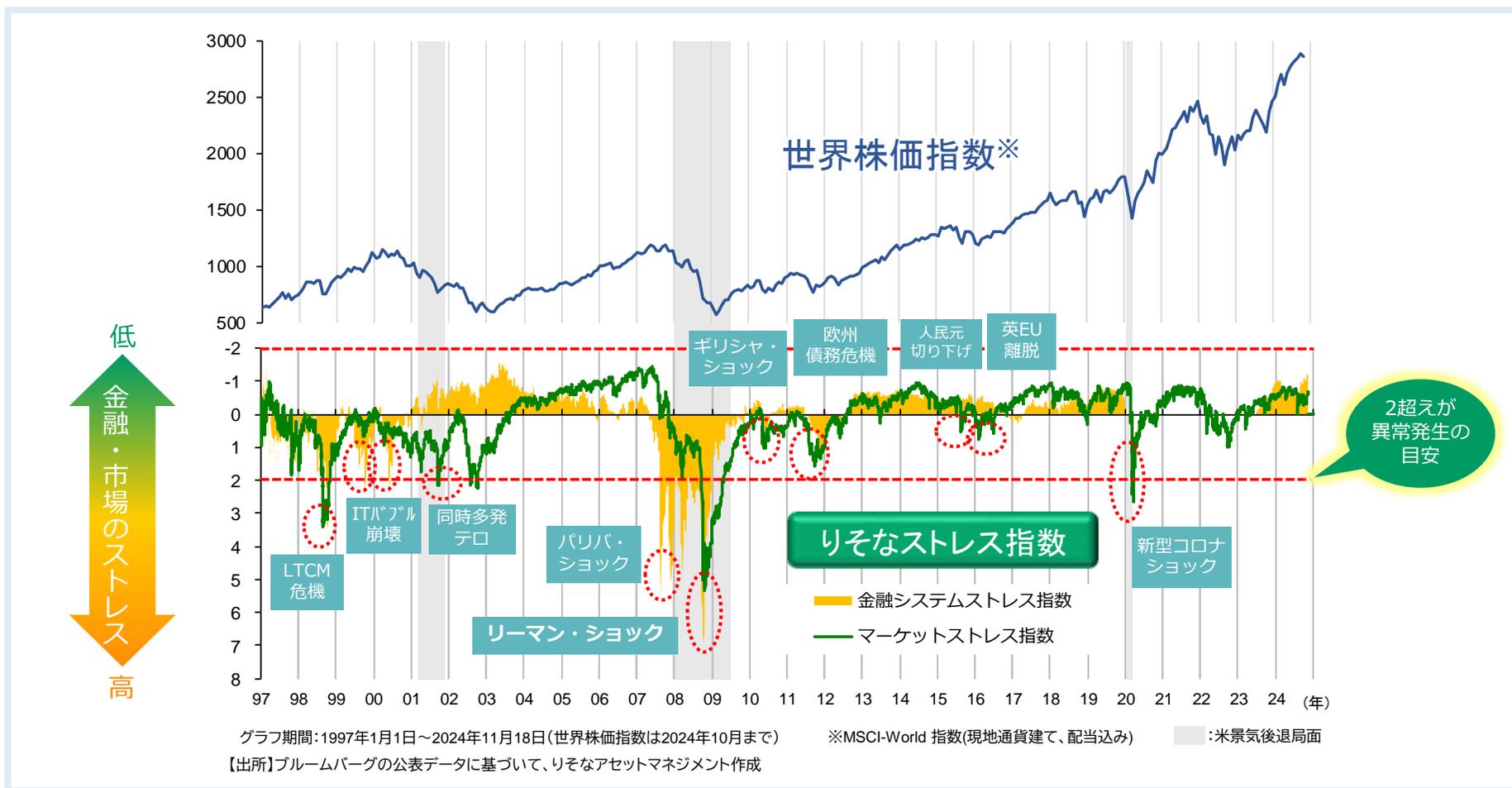
グラフ期間:1992年1月~2024年10月(リソナ景気先行指数指数は1992年5月~2024年10月、2024年10月の値は暫定値)

【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データに基づいて、リソナ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。



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際の注意点

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。