

Resona Investment Outlook

Winter
2025

～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

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の「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。

第二次トランプ政権がスタートし3週間が経過しました。予想された通り、トランプ政権が打ち出す政策にマーケットが振り回される展開となっています。ただ、マーケットが大きく崩れているわけではありません。大統領就任の1月20日から直近2月10日までの間、世界株価指数（MSCI ACWI）は2.2%上昇しています。株価の底堅さを支えている一番の要因は、米国長期金利の安定でしょう。トランプ政権の政策は財政拡張・インフレ再燃につながるとの警戒から就任直前には4.8%台まで上昇していた米10年国債利回りは、足元4.5%近辺で推移しています。この間の利回り低下の背景には、トランプ大統領が就任演説で「インフレ抑制」を最優先課題として取り上げたことが影響したと考えられます。とりわけマーケットに響いたのは、「政府の巨額歳出」がインフレを引き起こしたと指摘した点です。「DOGE（政府効率化省）」を設立し、歳出削減に最優先で取り組む姿勢を示したことが、債券自警団の買い戻しにつながったようです。

DOGEを率いるイーロン・マスク氏とビベック・ラマスワミ氏（のちにオハイオ州知事選出馬のため離脱）は昨年11月のWSJ紙への寄稿文で、アメリカ独立250周年にあたる2026年7月4日には、DOGEは役目を終えると予告しています。次の中間選挙（2026年11月）までに十分な成果を上げる意気込みを示したかったようです。政府職員への退職勧奨、国際開発局(USAID)・教育省の解体など、政府効率化と歳出削減の試みは既に始まっています。トランプ政権の政策の中で、マーケットが最も注目すべきは「DOGE」の帰趨と考えています。

<もくじ>

1. 2024年11月央～2025年2月央のふりかえり
2. 2025年前半の投資環境見通し
3. 注目トピック：米国経済の例外的強さの正体
4. 主要マーケットの見通し
5. リソナの独自指標



1. 2024年11月央～2025年2月央のふりかえり

トランプ2.0の織り込み 期待、警戒、そして畏怖

米大統領・議会選挙結果を受け、第二次トランプ政権の織り込みが進みました。減税・規制緩和などへの期待と、関税引き上げ・移民排斥がもたらすマイナス面への警戒から売り買いが交錯し、各市場とも明確な方向性は出ていません。ただ、株・債券ともに上昇している市場が多く、底流には、トランプ政権の再登場を前向きに評価する市場参加者が多いことが窺えます。直近3カ月は、1)海外債券が上昇、国内債券は下落、2)円高進行、3)国内株が海外株に対して劣後、など、日本と主要国の金融政策の方向性の違いが各市場のパフォーマンスに表れています。

■ **債券市場**：米・欧債券は利下げ継続を背景に小幅に上昇（利回りは低下）しました。日本10年国債利回りは日銀の利上げ長期化観測から2011年以来の1.3%台まで上昇しました。

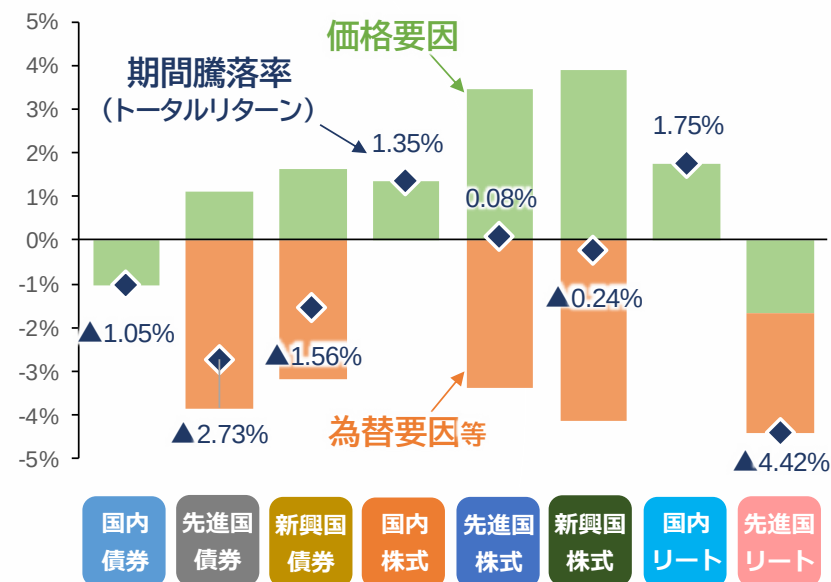
■ **株式市場**：先進国株式（MSCIコクサイ）は2月以降も最高値を切り上げる展開となりました。日経平均株価は3万8千円～4万円のレンジ相場が続きました。

■ **リート市場**：国内リートは、市況改善が好感される一方、金利先高観が重荷となり、安値圏でもみ合いとなりました。先進国リートは米国の利下げペース鈍化の観測から反落しました。

■ **新興国**：債券市場は、利下げ国（メキシコ・タイなど）と利上げ国（ブラジルなど）で高安マチマチとなりました。株式は包括的な景気対策が打ち出された中国が指数全体を牽引しました。

＜過去3カ月の主要マーケットの騰落率＞

（2024年11月15日～2024年2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. 2025年前半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

サマリー

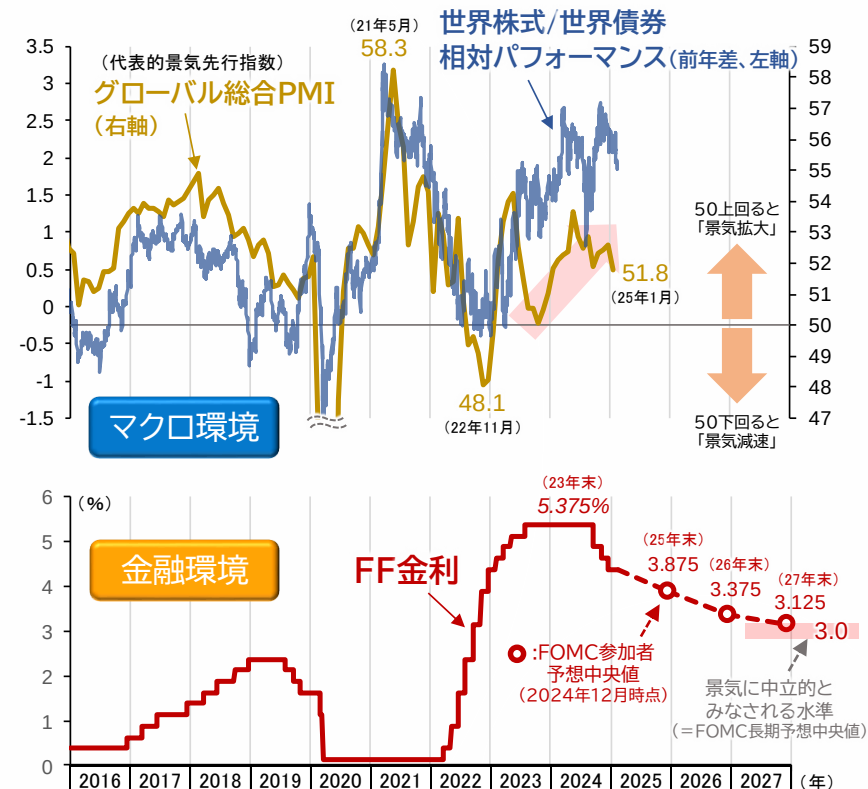
ゴールドロックス(適温景気)
と高ボラティリティ

2025年前半の投資環境は、適温景気と高ボラティリティの組み合わせになると予想されます。

マクロ環境は、強すぎず・弱すぎないゴールドロックス(適温景気)状態が続くと予想されます。先行指標となるグローバル総合PMIの直近1月値は51.8と景気拡大・減速の判断の境目となる50を小幅に上回り、世界景気の緩やかな拡大継続を示唆しています。金融環境は、日本を除く主要先進国が揃って引き締め度合いの調整を続ける見通しです。2024年に比べ利下げペースは鈍化するものの、金融環境は一段と緩和が進むと予想されます。「適温景気」と「金融環境の緩和」の組み合わせとなる局面は、通常、株高・債券安定につながり易いと考えられます。

では、トランプ政権は、マーケットのかく乱要因でしかなく、それ(トランプ要因)さえなければ、良好な投資環境が期待できたかと言えば、決してそうではないと思います。先の大統領選挙では、ハリス候補の「企業・富裕層増税」とトランプ候補の「減税・小さな政府路線」が明確な対立軸でした。トランプ氏の勝利は、米国企業家とマーケット参加者のアニマルスピリッツを刺激したと言われています。これまで米国景気を支えてきた財政支援に代わって、この先は企業投資と生産性向上が、成長のドライバーになると期待されます。そこでは、AIの普及と活用が欠かせない要素と考えられます。トランプ政権の不規則な政策発動による市場のボラティリティ上昇は覚悟する必要がありますが、マクロ・金融環境自体は株式などのリスク資産にとって総じて追い風と考えます。

<世界株式/債券相対価格とマクロ環境と金融環境>



※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: 2016年1月1日～2025年2月11日(グローバル総合PMIは2025年1月まで)

【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

米政策を巡る不確実性の高さから、中立的配分を維持

資産配分： 向こう3-6カ月は、“強い米国経済”が世界景気を下支えするとみられます。ただ、トランプ政権の政策を巡る不確実性が残ることから、株式・債券ともに内外合わせて中立とする資産配分戦略を維持します。トランプ政権は、2月4日に対メキシコ・カナダへの25%関税（30日間発動猶予）・対中製品に10%の追加関税、10日には鉄鋼・アルミ製品に一律25%関税を賦課することを表明しました。更なる“関税策”の発動、相手国からの報復措置とその影響など、見通しの不確実性が大きく残ります。また、関税引き上げによるインフレへの影響を見極める必要からFRBの利下げ再開時期が不透明である点からも、当面は中立的な資産配分が適切と判断します。

ー 主要資産クラス推奨ウェイト 主なポイント ー

株式： 内外ともに「中立」とする戦略を維持。先進国株は、景況感の違いを反映し、米欧合わせて「中立」とします。

債券： 国内債券は日銀が利上げ継続姿勢を強めていることが国内利回りの上昇圧力となることを考慮し「アンダーウェイト」を維持。トランプ政権の政策を受けたインフレ再燃懸念から、米・欧・新興国債券の魅力度をそれぞれ引き下げます。

リート： 内外で金利上昇への警戒感が残るものの、国内は割安な投資バリュエーション、海外は米景気の底堅さが下支えすることから、いずれも「中立」とします。

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. 2025年前半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

マクロ環境

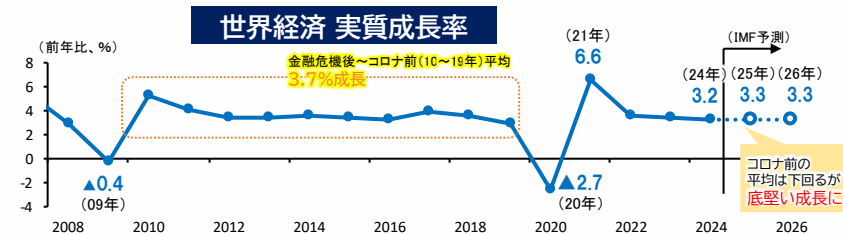
米景気回復期待強まる
トランプ登場でどうなる？

世界経済は緩やかな回復が続いていますが、回復期待の高まり方は地域ごとに異なります。IMF（国際通貨基金）は四半期ごとに経済見通しをアップデートしています。2025年の成長率予測の変化を見ると、2024年1月の公表以降、米国は累計1.0%ptの上方修正となっています。特に直近2回の上方修正の大きさが顕著です（右図、枠内）。2024年はマイナス成長（IMF推計値）で出遅れた日本や、財政・金融支援を強化している中国も累計で上方修正されていますが、米国に比べると修正は小幅です。対照的に回復期待が減衰しているのが欧州です。累計0.7%ptの下方修正となり、足元も連続で大きく見通しが切り下げられました。回復期待が強まる米国と、出遅れる他地域の構図は、2025年も続くのでしょうか。

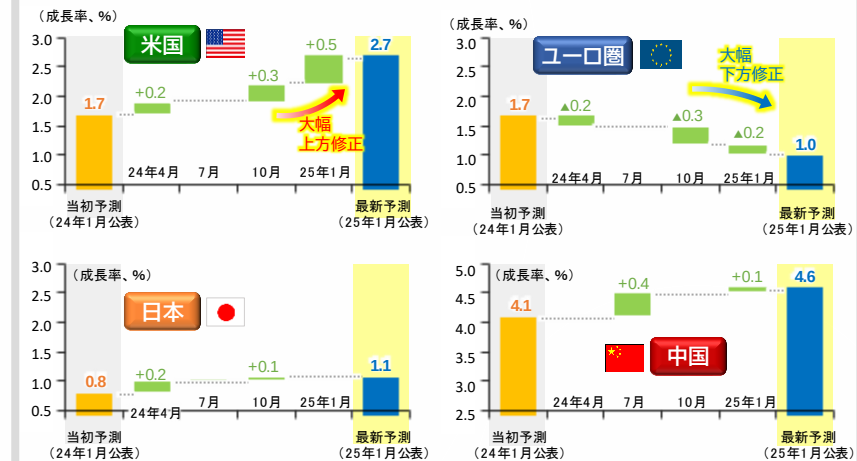
ワイルドカードは米トランプ政権の政策です。トランプ米大統領が米国第一主義を進め、関税引き上げや規制緩和の促進でグローバルサプライチェーンを米国内に囲い込んだ場合、世界中の投資マネーが米国に向かうことで、米国とそのほかの地域の成長率格差はさらに広がる可能性があります。一方、トランプ大統領による関税引き上げや移民労働者の強制送還の悪影響が大きくなる場合、米景気悪化やインフレ再燃・金利上昇につながり、米国独り勝ち状態が崩れることも考えられます。

1月の大統領就任式でトランプ氏は、エネルギー開発規制の緩和等でインフレ抑制に取り組む姿勢を示しました。いったんは市場を安堵させましたが、今後も米国の政策を巡る不確実性は高く、世界全体に悪影響が及ぶ可能性には注意が必要です。

<IMF 世界・主要地域の実質成長率予測>



主要地域 2025年成長率予測の変化



グラフ期間：上段の世界経済実質成長率は2008年～2026年（2025年、2026年はIMF予測（2025年1月時点））。下段の主要地域の成長率予測の変化は、IMFの2024年1月予測から2025年1月予測までの数値を使用。

【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. 2025年前半の投資環境見通し

りそなのマーケットビュー

金融環境

金融環境の緩和でFRBの
利下げ再開は後ズレ含み

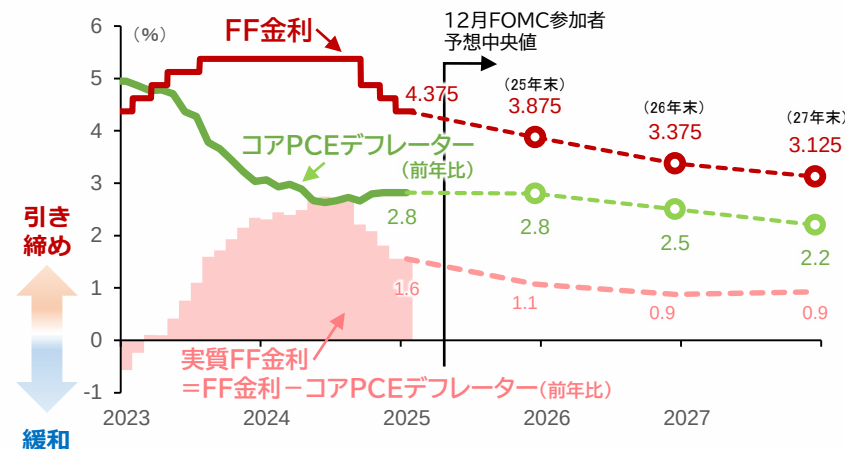
FRBは、年明けの1月会合で4会合ぶりに利下げを見送りました。パウエル議長は会合後の会見で「利下げにはインフレ鎮静化の進展が必要」と指摘し、利下げを急がない姿勢を示しました。FRBによる政策金利調整は、トランプ政権による関税政策の影響などを含めた物価情勢を見極めつつ、慎重に進められるとみられます。

インフレリスクについては、マーケットを含む全体的な金融環境の観点からの点検も必要です。この金融環境を点検するには「FCI-G」(FRB公表の経済成長に対する金融環境インパルス)という金融環境指数が適しています。同指数は、①政策金利、②長期金利、③住宅ローン金利、④ハイイールド債利回り、⑤株式、⑥住宅価格、⑦為替の7つの変数で構成されており、成長に対する金融環境を示す指数といえます(右図2)。

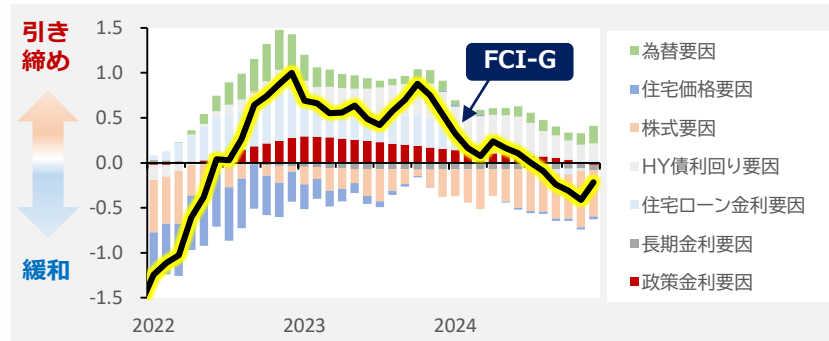
2024年末時点でFCI-Gは、主に④ハイイールド債と⑦為替が引き締め方向に作用していますが、昨年秋頃から、トランプ政権への期待から株式市場では買いが優勢となり、⑤株式要因主導で金融環境指数全体が緩和方向に動いています。

実質政策金利が高止まりし(右図1)、景気に対し抑制的な水準にあることから、FRBの利下げ局面は継続するとみられます。ただ、マーケットの楽観が継続し、金融環境全体が緩和状態に振れる局面ではインフレ再燃懸念が残りやすいため、FRBの利下げ再開が従来の想定以上に後ズレする可能性には留意が必要と考えます。

<図1 米 実質政策金利>



<図2 米金融環境指数 FCI-G>



グラフ期間 上段: 2023年1月～2024年12月 (FF金利は2025年1月まで)
下段: 2022年1月～2024年12月

【出所】ブルームバーグ、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

Topic①

米国景気の強さの秘密は？ ①移民増加が成長押し上げ

5頁のマクロ環境の見方で述べた通り、現在は米国景気の強さが世界でも際立っている状態です。ここまでの米国景気の強さは何に支えられたものだったのでしょうか。

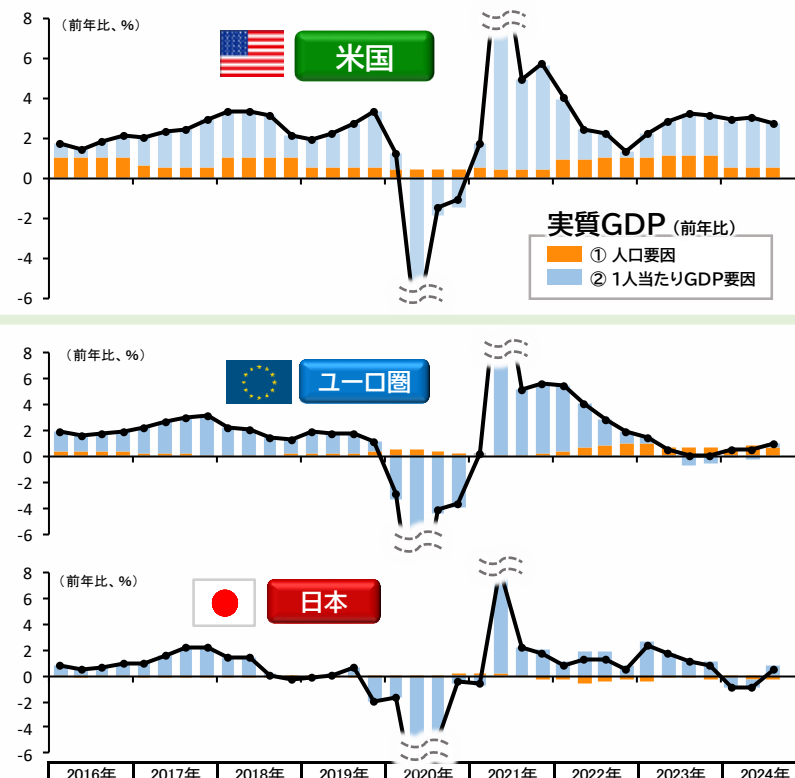
右図は主要国の実質成長率を①人口要因と、②1人当たりGDP要因に分けたものです。米国は①、②のどちらも成長率の押し上げに寄与しています。

①人口要因に関しては、下段の日本と比較すると米国の優位性が顕著です。日本は人口減少局面に入っており、成長維持のためには生産性を伸ばす必要があります。一方、米国は移民の流入により人口が拡大しているため、プラス成長を維持しやすいというアドバンテージがあります。加えて、2021年に大統領が移民に強硬なトランプ氏からバイデン氏に交代した後は、移民受け入れ上限の引き上げ等の規制緩和等を受け、米国に流入する移民の増加ペースが加速したと見られます。2022年以降、成長率に対する①人口要因の寄与は大きくなっています。

ただ、中段のユーロ圏も同様に人口が拡大しており、成長率の押し上げ要因になっていました。欧州と米国の明暗を分けたのは、②1人当たりGDP要因です。米国は日本・欧州と異なり、人口が増えたうえ、1人当たりの消費/生産も伸びたため、特に強い成長になっていたことがわかります。

米国の②1人当たりGDPの高い伸びは、内需主導で実現した可能性があります。次ページの図1は日米欧の家計余剰貯蓄の残高の推移です。コロナ禍の政府支援や消費手控えで上振れた家計貯蓄の累積が余剰貯蓄にあたります。（次頁に続く）

<日米欧 実質成長率>



【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

3. 注目トピック：米国経済の例外的強さの正体

Topic②

米国景気の強さの秘密は？ ②政策支援と資源国の強み

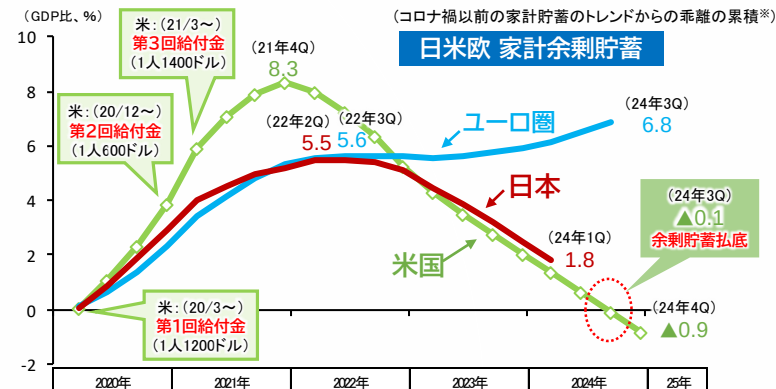
(前頁から続く) 米国は失業保険金の増額や計3回の家計給付など、他国以上に大規模な支援を実施しました。このため、余剰貯蓄は大きく積み上がり、コロナ後のリベンジ消費につながりました。余剰貯蓄は2024年半ばにようやく使い切られたと見られ、これまで数年にわたり消費を押し上げていたことが分ります。

他方、日欧も余剰貯蓄が形成されたものの、コロナ後の経済回復期も消費に回されませんでした。明暗を分けたのは生活必需品価格と考えられます。図2は主要国の家計所得の伸び率を生活必需品インフレ率で実質化したものです。資源輸入国の日欧は資源輸出国の米国等よりもインフレによる購買力の低下幅が大きく、消費が手控えられた可能性があります。

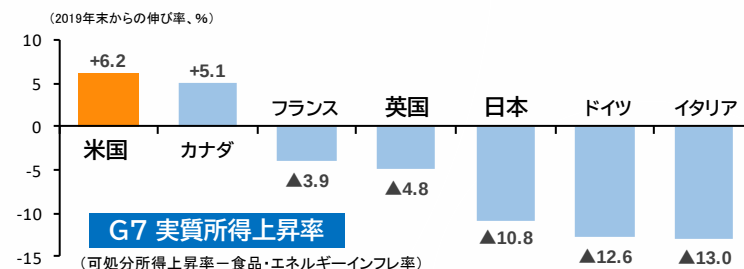
今後も米国の強い成長は続くのでしょうか。図1の通り、米国の余剰貯蓄はすでに払底しており、先行きの内需の伸びは過去の基調並みに正常化していくと考えられます。米国の成長率はプラスを維持しつつも、緩やかな伸びになると予想されます。

今後の世界景気の焦点は、米トランプ政権の政策です。関税引き上げが、米国以外の地域の成長を下押しし、米国一強状態を強める可能性があります。一方、米景気の下押し要因もあります。移民抑制策は、高成長を支えてきた人口増加を抑制します。社会保障を削減し政府支出を抑制するとしていますが、これも景気の重石となります。また、移民排斥や関税引き上げはインフレリスクを高めます。今後、トランプ政権の政策が世界経済にどのような影響を及ぼすか、注意深く見極める必要があります。

＜図1 日米欧 家計 コロナ禍の余剰貯蓄＞



＜図2 G7 家計実質所得上昇率（対生活必需品インフレ率）＞



※主要国での都市封鎖により景気後退入りした2020年1Q以前の4年間の家計貯蓄残高のトレンドからの実績値の乖離を累積したもの。

図1 グラフ期間：2020年初～2024年直近値まで。（米国：4Q、日本：1Q、ユーロ圏：3Qまで）

図2 使用データ：2019年4Qから2024年直近値までのデータで計算（米国：4Qまで、他6カ国：3Qまで）

【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

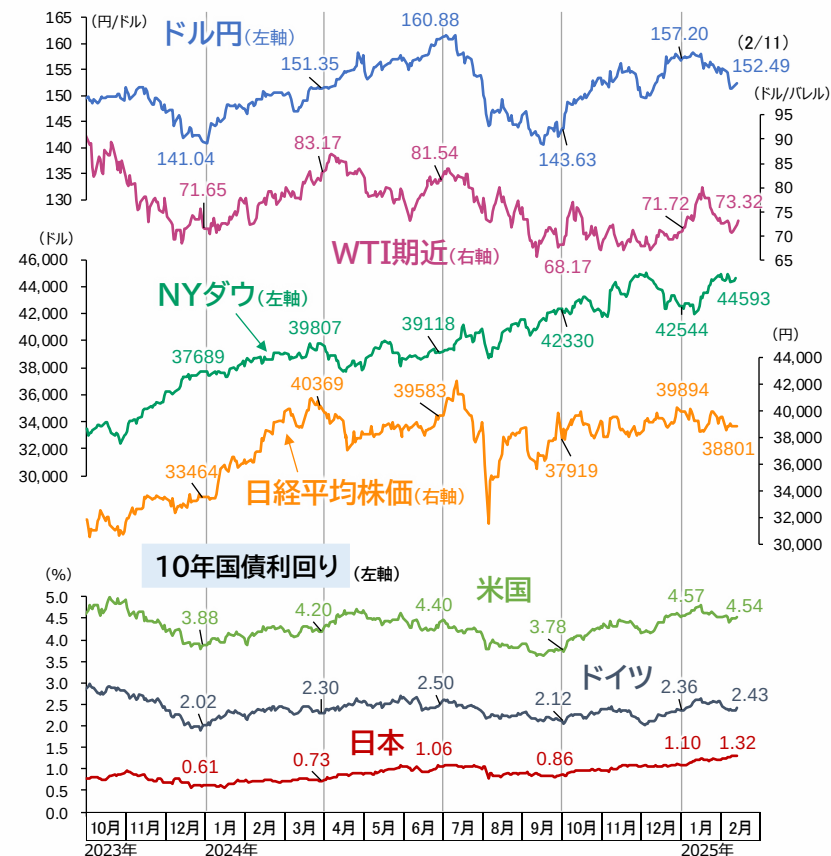
4. 主要マーケットの見通し

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	↓	1月会合で0.25%の追加利上げ決定。打ち止め感がでないよう、日銀が利上げ長期化姿勢を強めている点は要注意
国内株式	→	TOPIXの予想PERは約14倍と過去のレンジ圏内。米国の関税策などを巡る不確実性は依然残るも、下振れリスクは限定的
先進国債券	↓	FRBは1月会合では利下げを見送り様子見姿勢に。関税引き上げで米国のインフレ再燃リスクには要注視
先進国株式	↑	トランプ大統領による政策不確実性は依然残るものの、堅調な米国経済が支えとなり、上値切り上げの展開を予想
新興国債券	↓	ドル高による通貨安・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に注視
新興国株式	→	中国当局は財政・金融の両面から経済を下支えする姿勢を示すも、住宅市場の低迷が改善する兆しは未だ見られず
国内リート	→	日銀の政策正常化が依然として重荷となるものの、高水準の分配金利回りと資本効率改善の期待感が下支えに
先進国リート	→	FRBの利下げペース鈍化が向かい風となるが、全体の約4分の3を占める米国リートを堅調な米国景気が下支え
米ドル	↑	FRBはインフレ指標とトランプ政策の影響を見極める姿勢。関税引き上げ・インフレ再燃リスクが、ドル高圧力に
日本円	↑	日銀から利上げの最終到達点が従来市場予想（コンセンサスは0.75%）を上回る可能性を示唆する発信相次ぎ円高要因に
ユーロ	↓	ECBは4会合連続での利下げを決定。足元の景気は「停滞」しているとの認識を示すなど、利下げ継続方針を示唆

※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10月1日～2025年2月11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

米金利は下げ渋りへ
インフレ再燃が焦点に

米10年国債利回りは、2024年9月の米利下げ局面入り後につけた3.60%台をボトムに反転上昇し、2025年1月には、一時4.80%台まで急上昇しました。主な背景として、足もとの米国経済の底堅さやインフレ下げ渋りだけでなく、2024年11月のトランプ大統領当選後の政策動向（関税引き上げ・移民排斥・減税策・財政赤字拡大）を巡る不透明要素により、債券市場でインフレ再燃懸念が強まったためとみられます。

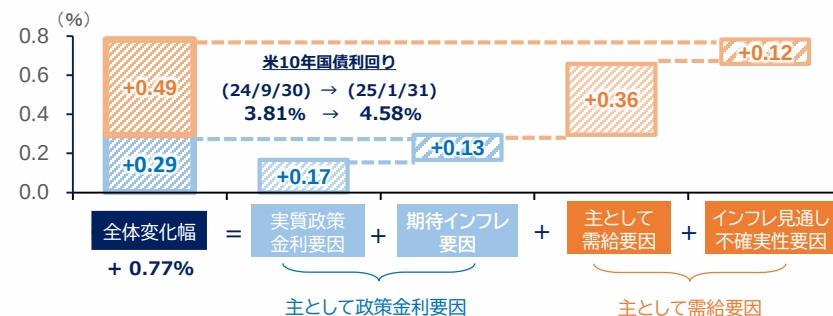
右図上段は、2024年9月末～2025年1月末の米10年国債利回りの上昇分を要因分解したのですが、政策金利要因と需給要因のいずれも押し上げ方向に寄与しました。これは利下げの金利下押し要因より、米経済の底堅さと政策不確実性による金利押し上げ要因が債券市場で評価されたことを示唆しています。

この先も米国経済が底堅く推移するならば、インフレ関連指標の下げ渋りが継続することで、政策金利要因の低下は期待しづらいとみられます。

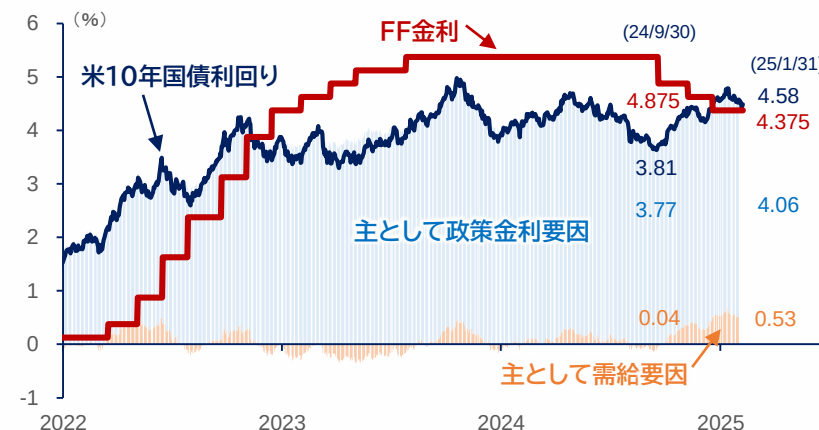
他方、トランプ政権の財政政策の方向性が明確になるにつれ、主として2024年10-12月期に生じた需給要因による金利押し上げ分は徐々に剥落することで、10年国債利回りは4%台前半程度まで低下していくとみられます。

現時点では、トランプ政権の関税・移民政策の影響が見極められない上、財政・エネルギー政策や債務上限に関する議会運営は難航するとみられます。これらの政策に対する先行き不透明感がマーケットで意識され、金利の下げ渋り状態が続く可能性には予め留意が必要と考えます。

<図1 米10年国債利回り変化の要因分解>



<図2 米10年国債利回りとFF金利>



グラフ期間：(図1)2024年10月～2025年1月、(図2)2022年1月～2025年1月31日

※ Fed Note DKWモデルにより、米10年国債利回りを要因分解したものです。

【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

株式市場

米国株のバリュエーション割高状態の正当化は可能か

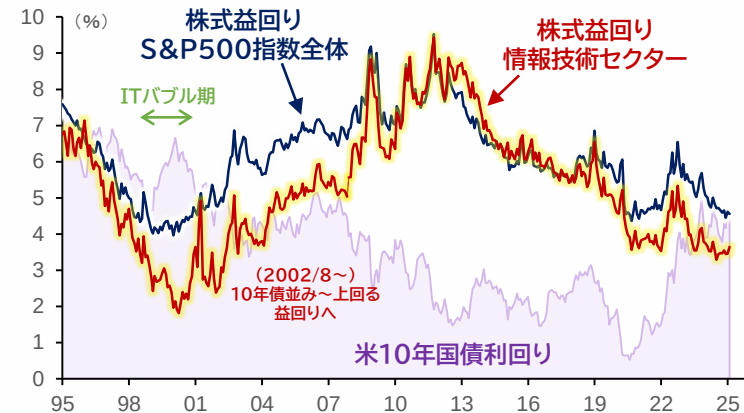
米国株(S&P500指数)は2023・2024年の2年連続で20%超上昇しました。同指数の予想PERは22倍台(2025年2月時点)と、市場では株価の割高感を指摘する声が広がっています。足元の株式バリュエーションは正当化が可能でしょうか。

株式市場の割安/割高感を測る有効な指標のひとつとして、イールドスプレッド(≒株式益回り(PERの逆数)-10年国債利回り)が挙げられます。これは、投資家が株式に要求する利回りのうち、国債利回りへの上乗せ分といえ、この値が低下するほど株式の割高感が相対的に強まっていると解釈されます。

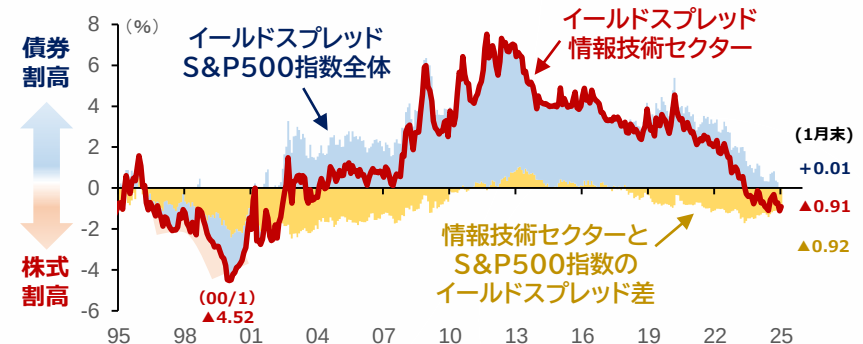
株式市場が極端に割高状態となったITバブル期と現在を比較すると、ITバブル期のピークでは情報技術セクターのイールドスプレッドは▲4%をつけましたが、足元は▲1%弱です。また、S&P500指数全体のイールドスプレッドも、当時のピークが▲2%程度なのに対し、足元はまだプラス圏にあり、バブル期ほどの過熱状態にはありません。

今後、株価バリュエーション(イールドスプレッド)がITバブル期並みに割高となるケースは3通りあります。①企業収益見通しを上回る株価上昇、②企業収益見通しの悪化、③金利上昇です。②は、“ディープシークショック”で露呈したように米大手ハイテク銘柄の利益独占が崩れるリスクに注意が必要です。③金利上昇については、トランプ政策によりインフレ再燃・財政悪化等が顕在化する場合が想定されます。いずれの可能性にも注視が必要と考えます。

<図1 S&P500指数の予想益回りと10年国債利回り>



<図2 S&P500指数(情報技術セクター) イールドスプレッド>



グラフ期間：図1、図2ともに1995年1月～2025年1月

【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

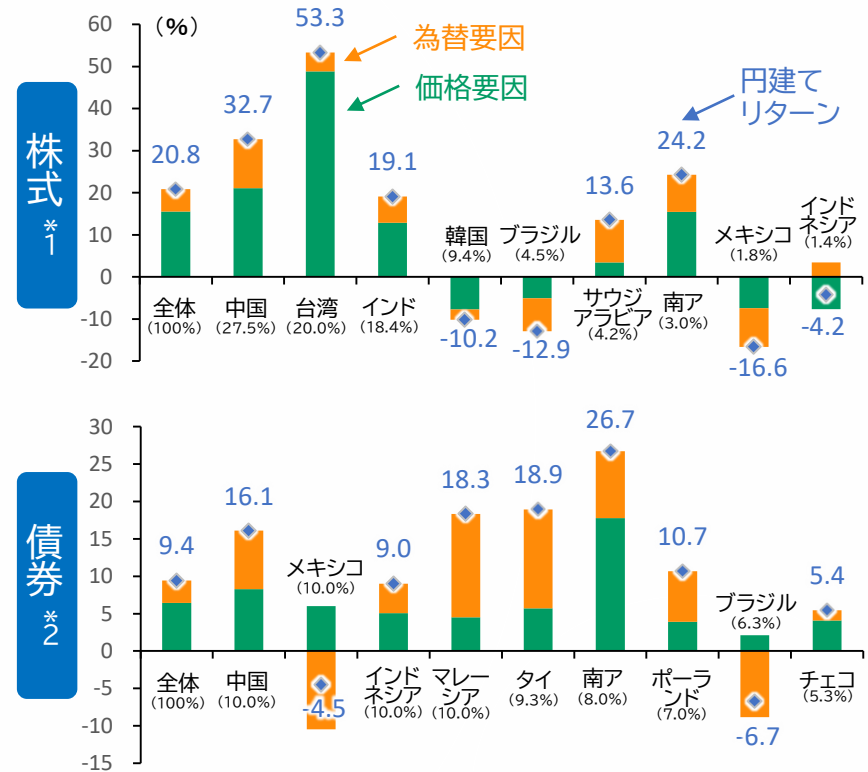
トランプ政策の影響次第で パフォーマンス格差拡大へ

右図は2024年年初来の新興国株式・債券のパフォーマンスを国別で示したものです。地域ごとの騰落率にバラつきが見られます。株式市場では、中国が景気刺激策を支えに上昇したほか、台湾も半導体関連需要を背景に大きく上昇しました。債券市場では、金融緩和が続く中国と東南アジア諸国のプラスが目立ちます。一方、米国からの25%関税導入への警戒が続いたメキシコやインフレ再燃から再利上げに転じたブラジルなど、中南米諸国が株式・債券ともマイナスとなっています。

先行きについては、米トランプ政権による政策動向の影響の多寡により、パフォーマンス格差が開くと予想されます。トランプ大統領は、メキシコや中国に加えて、米国の輸入品に一律で10%の関税を導入する方針を示しており、実際に発動された場合は対米での貿易黒字が大きい国（例えばマレーシア、インドなど）でマイナスの影響が大きくなると想定されます。また、北米原油の増産でエネルギー価格の低下圧力が強まった場合は、産油国にとってマイナスとなります。金融面では、米国でインフレが再燃した場合、引き締めの金融環境が米ドル高へと繋がり、慢性的な経常赤字などファンダメンタルズが脆弱な国で通貨安リスクが高まることになります。

トランプ政策の発動の有無や時期については予測が困難であることから新興国市場については、特定国に偏らず、分散投資をすることが望ましいと考えられます。

<2024年1月～2025年1月の新興国株式・債券騰落>



*1 MSCIエマージング・マーケット指数(配当なし)

*2 JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド

※()内は、それぞれの指数における2025年1月末の国別組入れ比率を示す。

【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

リート市場

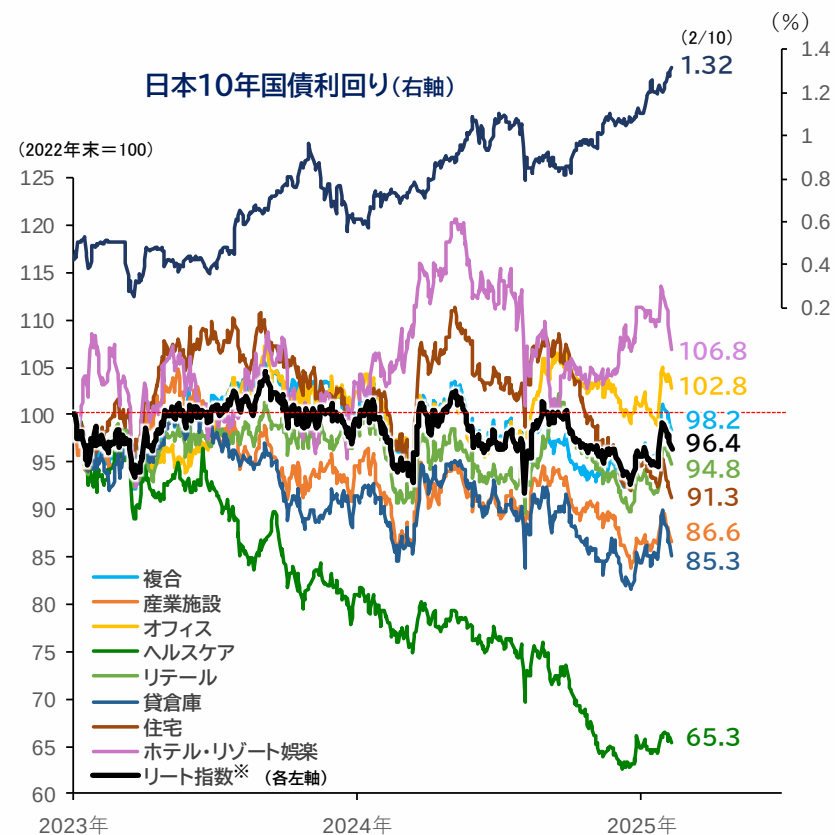
パフォーマンス格差が
広がる国内リート

東証REIT指数（配当込み）は2024年▲4.0%と3年連続で下落しました。2年連続上昇の米国リートと比較し冴えない動きが続いています。パフォーマンス低迷の最大の理由は、日銀の利上げにより長期金利が上昇し、リーートの投資魅力が低下するとの懸念と考えられます。ただ、個別セクターに目を向けると、こうした状況下でも底堅さが目立つものがあります。

S&P Japan REITの用途別指数をみると(右図)、ホテル・リゾート娯楽セクターは、インバウンド需要増加を背景に4年連続で上昇するなど強さが際立っています。オフィスも市況改善を受け指数をアウトパフォームしています。オフィスは、人材確保を目的とした企業の移転・増床需要の高まりを受け、東京ビジネス地区の1月時点の空室率が3.83%と2020年10月以来となる3%台まで低下するなど、改善が顕著です。一方、物流施設中心の産業施設や貸倉庫は、首都圏を中心に空室率が10%前後で高止まっているほか、賃料上昇が鈍いことから指数をアンダーパフォームする状況が続いています。

更に個別銘柄をみると、好調なホテルでもリゾートホテル中心の銘柄は、人手不足による稼働率抑制などの要因から低迷しています。また、オフィスや住宅など比較的堅調なセクターでも、賃料上昇改定の進展度合いにより銘柄間でパフォーマンスの明暗が分かれています。長期金利の上昇基調が続く中、各セクターや個別銘柄毎の成長性の優劣が重視されやすい状況となっています。国内リート市場では、業種・銘柄選別の重要性が一段と高まると予想されます。

<国内リート用途別指数・日本10年国債利回り>



※リート指数は、S&P Japan REIT(トータルリターン)を使用

グラフ期間:(上段)2023年1月1日~2025年2月10日

【出所】ブルームバーグ、S&Pダウジョーンズインデックス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. リそなの独自指標

リそな景気先行指数

- 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ヵ月前と比較して改善を示す指標の割合を導出した、リ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。

リそな景気先行DI 構成系列		2024年												2025年
		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
		58.3	58.3	58.3	50.0	41.7	29.2	25.0	41.7	62.5	87.5	79.2	66.7	55.6
①	 ISM製造業・新規受注指数	52.0	48.1	50.3	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1
②	 NFIB 中小企業景気楽観度指数	89.9	89.4	88.5	89.7	90.5	91.5	93.7	91.2	91.5	93.7	101.7	105.1	102.8
③	 ミシガン消費者センチメント・ 期待指数	77.1	75.2	77.4	76.0	68.8	69.6	68.8	72.1	74.4	74.1	76.9	73.3	69.3
④	 非国防資本財受注 (除く航空機)(百万ドル)	73,527	73,929	73,774	73,940	73,284	73,690	73,482	73,632	73,855	73,764	74,365	74,658	
⑤	 新規失業保険申請件数 (千人)	210	209	214	212	224	239	238	231	226	233	219	221	215
⑥	 NAHB住宅市場指数	44.0	48.0	51.0	51.0	45.0	43.0	41.0	39.0	41.0	43.0	46.0	46.0	47.0
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	14.5	14.5	14.5	15.6	15.6	15.6	7.9	7.9	7.9	0.0	0.0	0.0	6.2
⑧	 独Ifo景況感指数 製造業・商業(期待指数)	82.3	82.4	86.6	89.8	90.8	88.2	87.6	86.8	85.9	87.5	86.8	84.8	83.2
⑨	 中国 財新Markit 製造業PMI	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	50.1
⑩	 中国 マネーサプライ M2(前年比、%)	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0	6.2	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	
⑪	 日本 中小企業売上 見通しDI	▲0.2	▲1.1	▲0.2	▲0.1	2.1	▲0.6	▲1.8	▲4.5	0.4	0.3	▲4.8	▲2.9	3.9
⑫	 日本 実質輸出指数	111.4	108.4	111.7	111.6	110.0	111.7	113.1	114.5	119.0	113.3	110.7	118.9	

〔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。

(2025年2月12日時点)

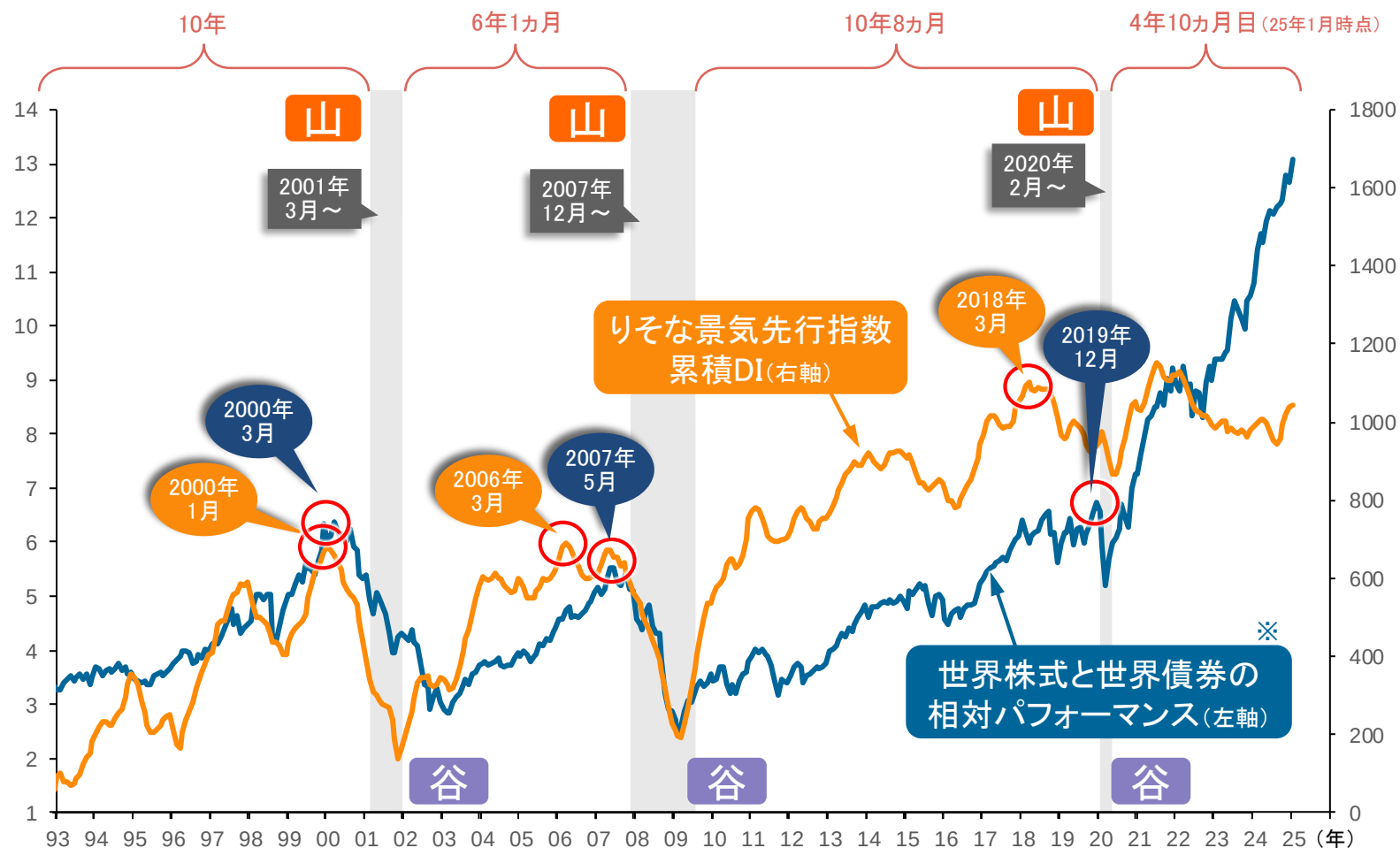
<計算方法>

例えば、2024年12月のISM製造業・新規受注指数の数値は52.1でした。3ヵ月前の2024年9月の数値46.7と比較すると上昇していますので、「改善」となります。2024年12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、リ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、リ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

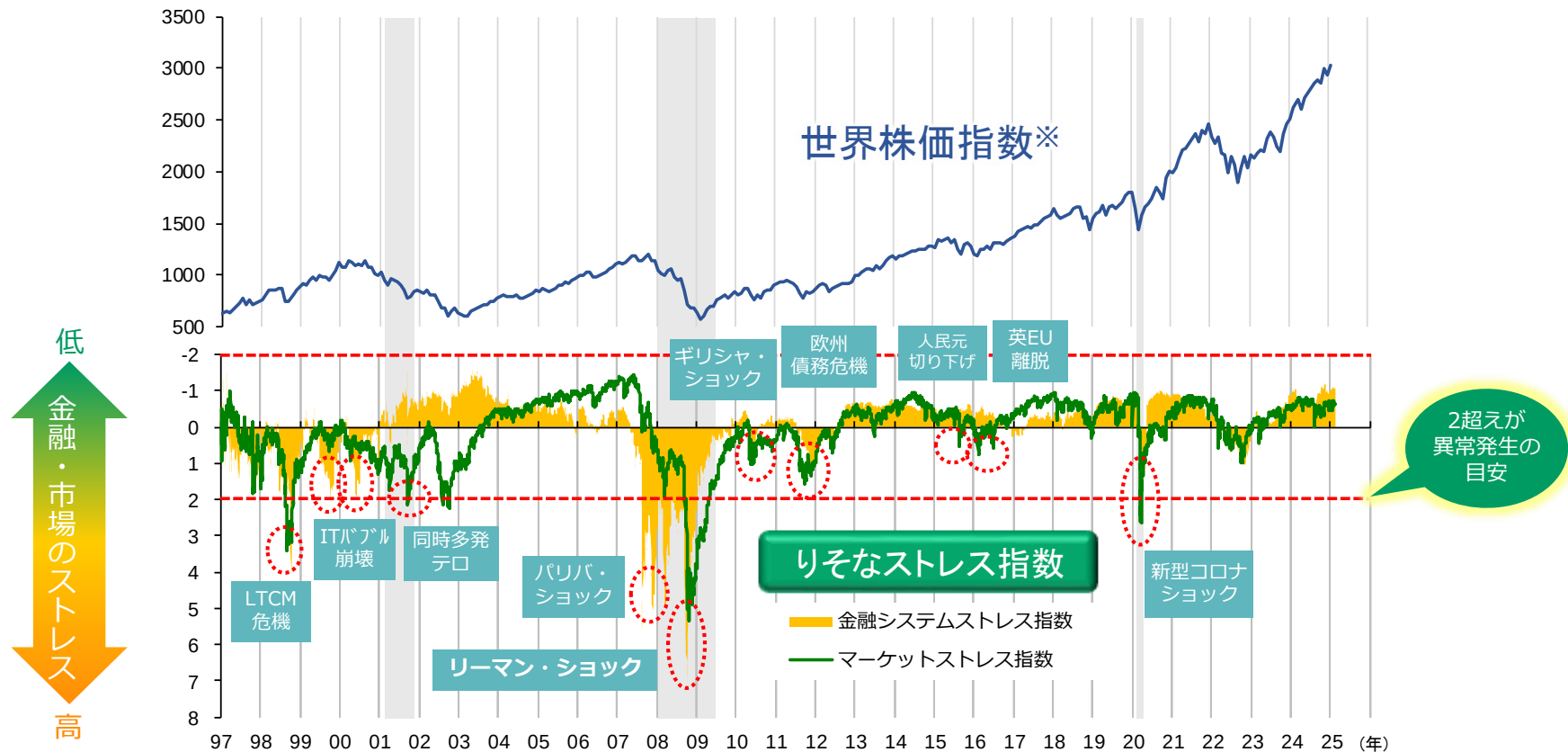
グラフ期間:1993年1月～2025年1月(りそな景気先行指数の2025年1月の値は暫定値)

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

5. リソナの独自指標

リソナストレス指数

- 金融・資本市場の健全性を点検するための、リソナ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。



グラフ期間:1997年1月1日~2025年2月11日(世界株価指数は2025年1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、リソナ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Ameribor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。