

マンスリー 投資情報

8

2017

August

CONTENTS

■投資環境

経済動向 ----- 3

市場動向 ----- 9

■投資行動

国内債券 ----- 11

国内株式 ----- 12

外国債券 ----- 13

外国株式 ----- 14

アセットアロケーション ----- 15

海外情報 ----- 16

AD092B-17-0160

想いをつなぐ、未来を形に。 *Next Action* RESONA GROUP



◆ ご注意いただきたいこと（必ずご覧ください） ◆

企業年金制度（厚生年金基金制度、確定給付企業年金制度、非適格退職年金制度など）にかかる年金信託契約等については以下の内容を十分にお読みください。

➤ 年金信託契約に関するリスク

- 年金信託契約では、お客さまの信託財産を各種の年金投資基金信託受益権等を通して、または直接に、投資対象である株式、公社債、外貨建て証券、不動産等に投資し、または貸付金として貸し付けるなどして運用します。これら投資対象は価格変動を伴うため、以下のような場合に元本の欠損が生じるおそれがあります。
 - ・ 株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場、その他金融商品市場における株価指数等の指標の変動に伴い、運用対象である有価証券等（投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等も含む。以下同じ。）の価格が変動する場合
 - ・ 有価証券等の発行者や保証会社等、または貸付金や貸付有価証券（現金担保の再運用を含む）の貸出・運用先の業務や財産状況の変化に伴い運用対象である有価証券等の価格が変動する場合
 - ・ 一般信用取引の取引相手となる証券会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合
- 為替オーバーレイ運用および一般信用取引では、売り建てた通貨や株式の価格が予想とは反対に変化したときの損失が限定されていません。

➤ 年金信託契約のお客さまにご負担いただく費用

お客さまには、信託契約に基づき①および②の費用を、業務委託契約等に基づき③の費用をそれぞれの費用に係る消費税等と共にご負担いただきます。なお、これらの費用は信託財産の中からいただくか、またはお客さまにご請求します。（費用の詳細については弊社にお問い合わせください）

① 信託契約期間中にご負担いただく費用

項目	内容
信託報酬 (信託財産の運用・管理にかかる費用)	信託財産に対して信託報酬率を乗じて計算します。信託報酬率は、お客さまからご提示いただく信託財産の運用指針、信託財産額等に応じて個別に決定するため記載することができません。
投資対象に係る手数料等	ヘッジファンド、ファンド・オブ・ヘッジファンズ等への投資にあたっては、当該ファンド等の組成費用、信託報酬等がかかる場合があります。また、投資事業有限責任組合や匿名組合等への出資にあたっては、組合等の監査費用、売買手数料、郵送費、振込手数料、弁護士費用等がかかる場合があります。 これらの手数料等は種類が多岐に亘り、また運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。
信託事務の処理に要する手数料等	有価証券売買委託手数料、株式分割手数料、名義書換手数料、外国証券の取得管理費用、有価証券保管手数料、信託財産留保金その他費用が発生しますが、これらは信託財産の運用状況、保管状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

②信託契約解除時にご負担いただく費用

早期解除手数料	契約締結の日から最長5年以内（契約種別により異なります）に契約の解除の申し出があった場合には、契約解除日における信託財産に対して、6.0%を上限とする料率を乗じて計算する早期解除手数料をご負担いただきます。
---------	---

③その他年金制度の運営等に関してご負担いただく費用

弊社がお客さまの年金制度の幹事受託機関として年金制度の管理や資金のとりまとめを担当する場合には、委託を受ける業務の内容に応じて手数料をご負担いただきます。この手数料は委託を受ける業務の内容により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

➤ 年金信託契約に関してご注意いただきたい事項

- 年金信託は、元本及び収益が保証されていない実績配当型の商品であり、損益はすべてお客さま等に帰属します。また、本商品は預金保険の適用は受けません。
- 弊社は正当な事由があるときは、お客さまに対する1ヶ月前の予告により受託者の任を辞することができます。また、信託目的の達成または信託事務の遂行が著しく困難になった場合には、お客さまへの通知により信託契約は終了します。
- 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等ならびにオプション等一部の派生商品については権利行使期間に制限があります。また、貸株取引の対象株式は議決権行使に制限を受ける場合があります。
- 投資事業有限責任組合や匿名組合等に出資する場合、出資持分の譲渡や担保差入れは当該組合等の運営者（無限責任組合員等）の事前の同意を要する等の制約を受けることがあります。
- ファンド・オブ・ヘッジファンズ等は解約通知をいただいてから資金化までに6ヶ月程度を要することがあります。
- 為替オーバーレイ運用および国内株式ならびに外国株式のエンハンスド・アクティブ運用では、為替オーバーレイの対象資産残高、および国内株式ならびに外国株式の投資元本を上回る取引を行うことがあります。

商 号 等：株式会社りそな銀行

日本：国内景気は回復継続

国内の経済指標は、緩やかな景気拡大継続を示唆しています。

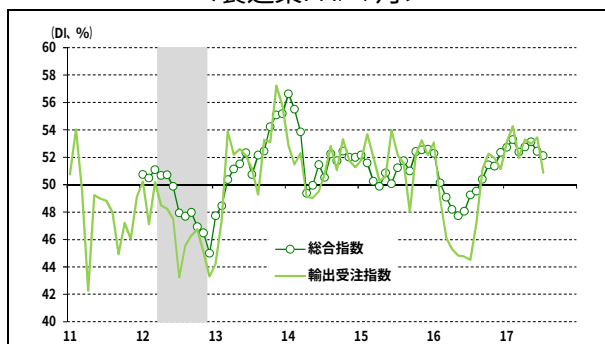
7月の製造業PMIは、52.1と6月の52.4から小幅に低下したものの、11ヶ月連続で拡大・縮小の境目である50を上回りました。また、6月の鉱工業生産指数は前月比+1.6%となりました。4-6月期で均して見ても、前期比+1.9%と増産基調が確認できます。生産予測調査によると、7月は前月比+0.8%、8月は同+3.6%と増産が続く見通しです。一方、設備投資関連指標は軟調でした。6月の資本財出荷（除く輸送機械）は前月比マイナス1.4%、5月のコア機械受注は同マイナス3.6%となりました。

労働市場の引き締まりが継続する中、賃金上昇は緩やかに加速しています。6月の失業率は2.8%に低下、有効求人倍率は1.51倍に上昇しました。また、5月の所定内給与は前年比+0.7%と前月から加速しました。雇用環境の改善や所得の増加が個人消費を下支えしており、家計調査の6月の実質消費支出は前年比+2.3%と16ヶ月振りに前年比でプラスに転じました。

一方、物価は引き続き低迷しています。6月のコアCPIは前年比+0.4%と前月から横ばい、新型コア（除く生鮮食品・エネルギー）も前月から横ばいの同ゼロ%でした。

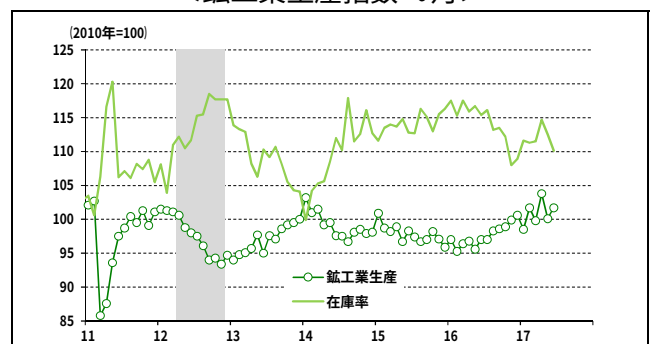
こうした中、日銀は金融政策決定会合で、金融政策維持を決定しました。景気の基調判断を「緩やかな拡大に転じつつある」から「緩やかに拡大している」に引き上げ、成長率見通しを上方修正した一方、物価見通しを下方修正し、物価目標の達成時期を18年度頃から19年度頃に先送りしました。

＜製造業PMI：7月＞



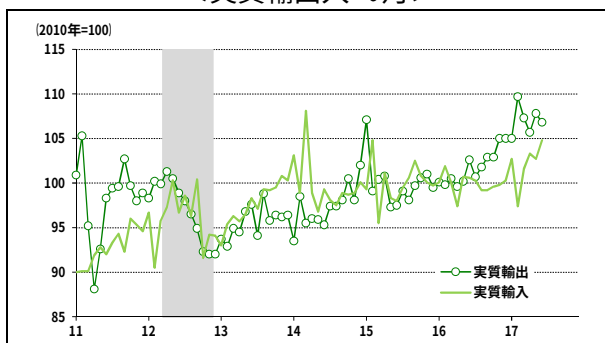
総合指数は52.1に小幅低下。

＜鉱工業生産指数：6月＞



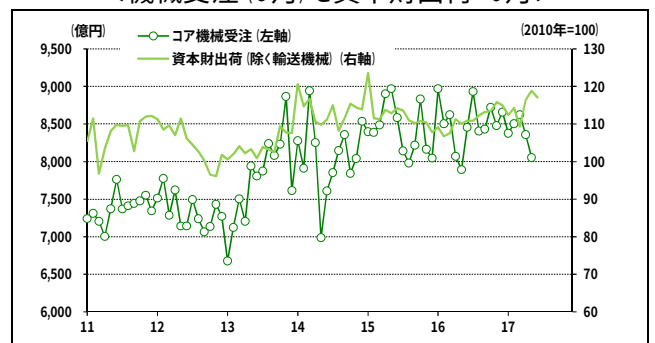
鉱工業生産は増加。電気機械、輸送機械の生産増加などが寄与。

＜実質輸出入：6月＞



実質輸出は前月比マイナス0.9%、実質輸入は同+2.0%。

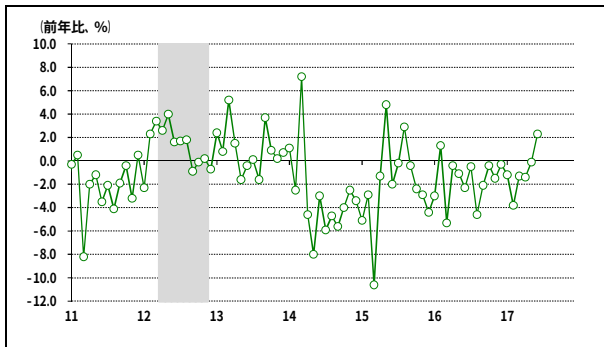
＜機械受注（5月）と資本財出荷：6月＞



資本財出荷は前月比2.1%増、コア機械受注は同3.6%減。

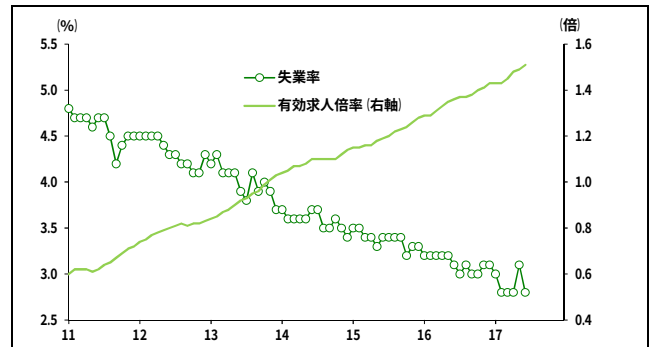
(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

＜実質消費支出：6月＞



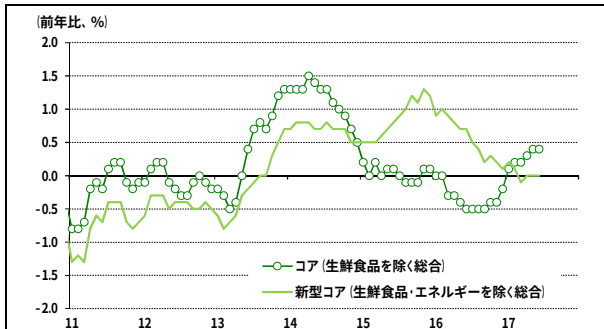
前年比+2.3%と16ヶ月振りに前年比増加。

＜失業率、有効求人倍率：6月＞



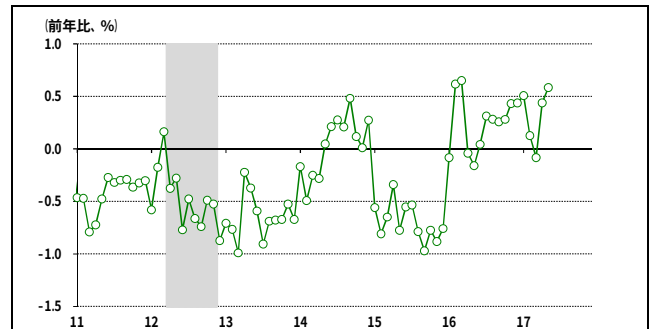
失業率は13年振り低水準に低下、有効求人倍率は43年ぶり高水準を更新と、労働市場は一段とタイト化。

＜消費者物価(消費税除く)：6月(全国)＞



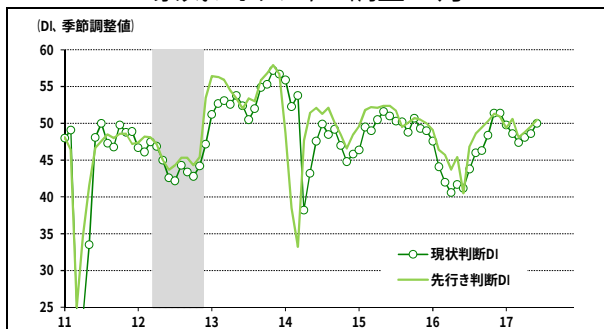
コアCPIは前年比+0.4%で横ばい。

＜所定内給与：5月＞



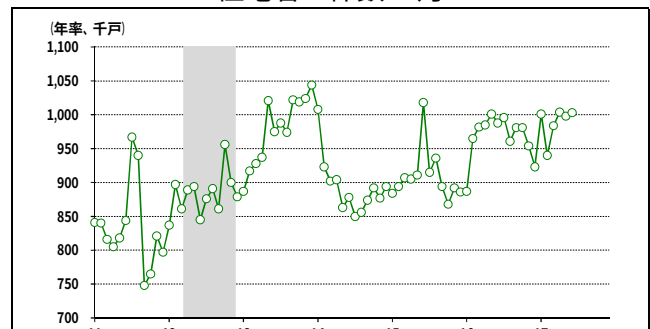
所定内給与は前年比+0.6%に加速。

＜景気ウォッチャー調査：6月＞



現状判断DI、先行判断DIともに3ヶ月連続で改善。

＜住宅着工件数：6月＞



前月比+0.5%と反発。

(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

米国：4-6月期の成長率はリバウンド

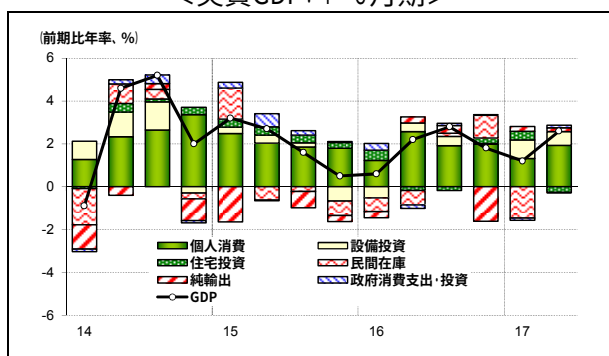
米国の4-6月期の成長率は、個人消費が前期比年率+2.8%（前期：同+1.9%）と持ち直したことや、前期の成長率を大きく押し下げた在庫のマイナス寄与がなくなり、同+2.6%と前期の同+1.2%から加速しました。設備投資が同+5.2%と底堅い伸びを示す一方、住宅投資は前期の大幅増加からの反動減となり、同マイナス6.8%と三四半期振りに減少しました。

足元の月次指標は堅調に推移しています。雇用・所得環境については、新規失業保険申請件数が約24万件の低水準で推移している他、6月の非農業部門雇用者数は前月から+22.2万人増加しました。時間当たり賃金は前年比+2.5%で伸びが頭打ちとなっているものの、労働市場のタイト化が徐々に賃金の押し上げに繋がるとみられます。

一方、生産関連指標については、6月はISM製造業指数が改善し、鉱工業生産も前月比+0.4%と増加するなど、回復が続いています。今後、自動車の在庫調整が生産サイクルの重石になるとみられるものの、内外需は堅調を維持しており、本格的な在庫調整には至らない見通しです。

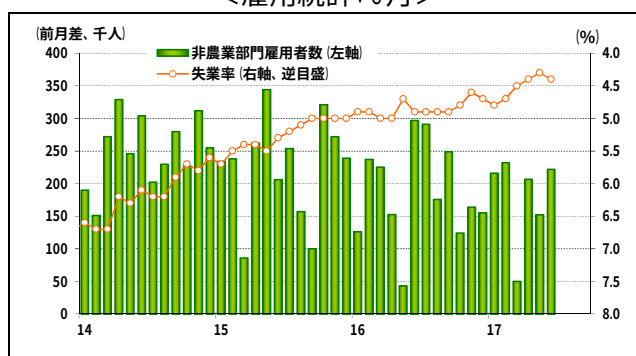
なお、金融政策については、6月のコアCPIが前年比+1.7%、コアPCEが同+1.5%と、いずれも低い伸びに留まったものの、実体経済は堅調に推移しており、バランスシートの縮小開始は9月FOMCで決定される見通しです。

＜実質GDP：4-6月期＞



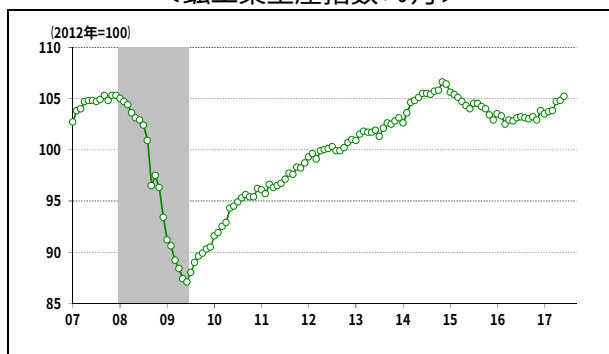
個人消費の持ち直しと在庫のマイナス寄与が概ね解消したことで成長率は前期比年率+2.6%に加速。

＜雇用統計：6月＞



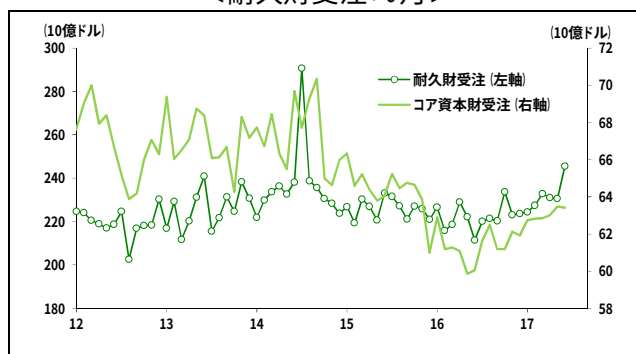
6月は雇用者数が+22.2万人増加と良好。但し、時間当たり賃金は前年比+2.5%とほぼ横ばい。

＜鉱工業生産指数：6月＞



6月は全体で前月比+0.4%、製造業は同+0.2%上昇と堅調。但し、先行き自動車の減産が重石に。

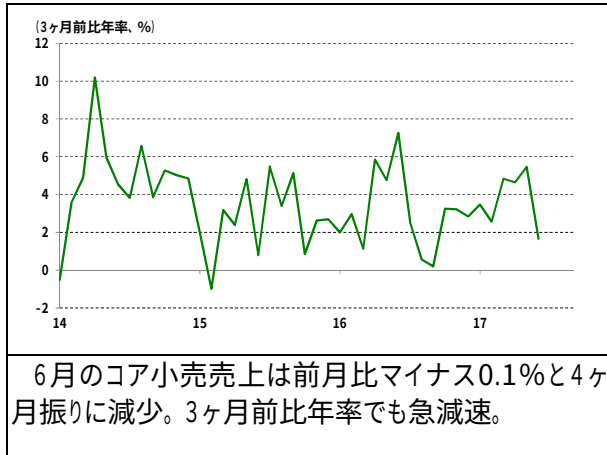
＜耐久財受注：6月＞



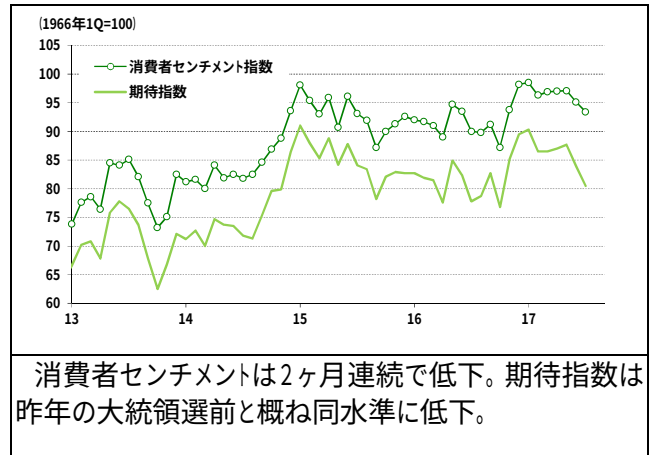
民間航空機の受注が大幅に増加し、耐久財は前月比+6.5%増加。

(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

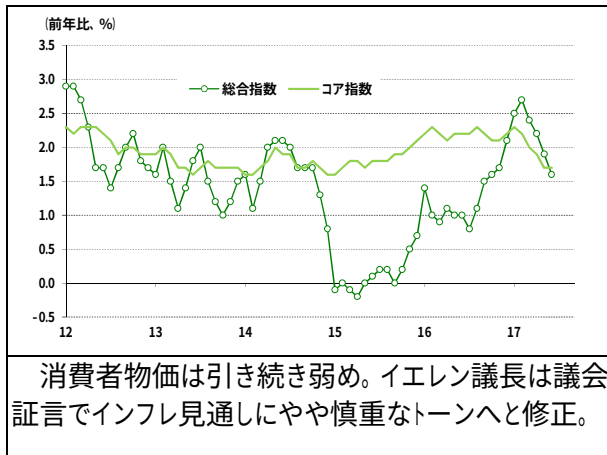
<コア小売売上: 6月>



<ミシガン大学消費者センチメント指数: 7月>



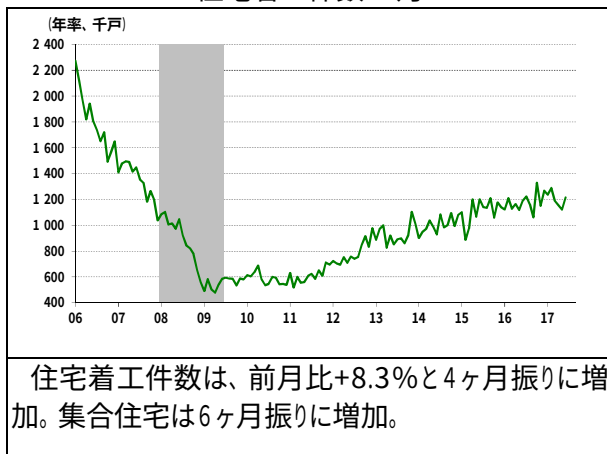
<消費者物価指数: 6月>



<NFIB中小企業景気楽観度指数: 6月>



<住宅着工件数: 6月>



<中古住宅販売戸数: 6月>



(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

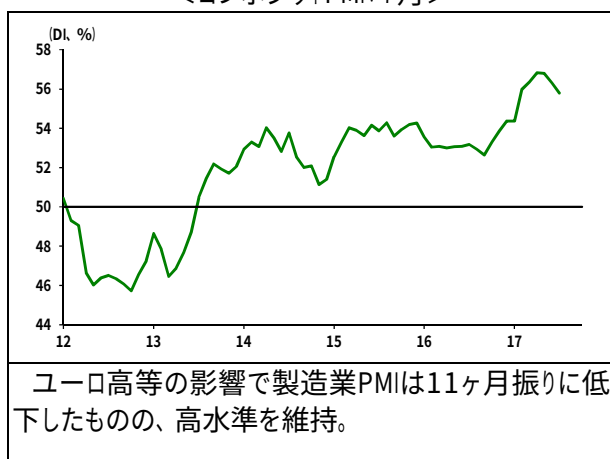
ユーロ圏：景気のパターンは足元でやや鈍化

7月のユーロ圏のコンポジット（製造業＋サービス業）PMIは55.8と前月から0.5ポイント低下しました。引き続き高水準を維持しているものの、これで2ヶ月連続の低下となります。4-6月期の成長率は前期比年率+2.3%と3四半期連続で2%台の高成長を維持したものの、ECBの金融政策正常化観測を背景にユーロ高が進行しており、先行き景気の重石になるとみられます。

月次のハードデータについては、5月の鉱工業生産が前月比+1.3%と高い伸びを示した他、製造業受注も高水準で推移しており5月は同+0.3%増加しました。資本財の受注は3月にかけての高い伸びの反動で、4、5月と足踏みしたものの、中間財の受注や、自動車売れ行き好調による耐久消費財の受注が増加しています。

注目のインフレ率については、7月の消費者物価でコア指数が前年比+1.2%と小幅ながら持ち直したことで、下振れ懸念はやや後退しました。こうした中、ECBのドラギ総裁は定例理事会後の記者会見で資産買入プログラムの縮小についての議論は今秋に行われると述べました。ただ、全体的なトーンは6月末の講演時と比べてハト派寄りに修正されており、ECBの資産買入プログラムの縮小及びその後の金融政策正常化プロセスは慎重に進められる見通しです。

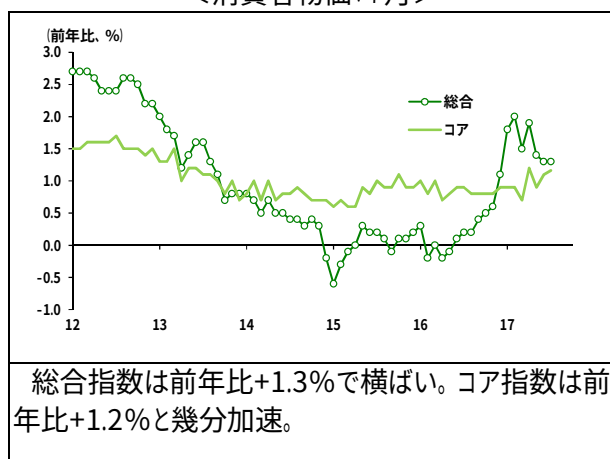
＜コンポジットPMI：7月＞



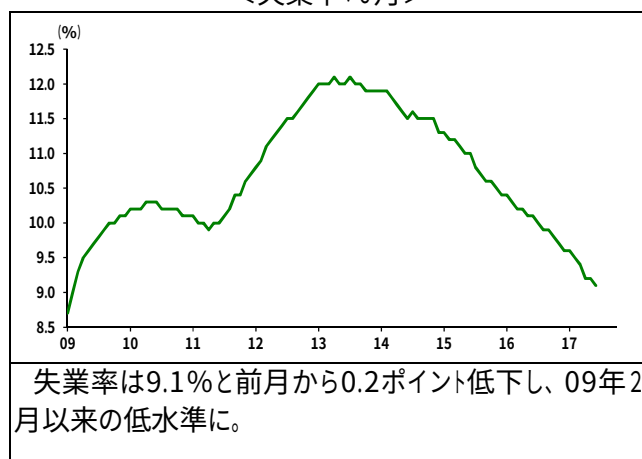
＜消費者信頼感：7月＞



＜消費者物価：7月＞



＜失業率：6月＞



(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

中国：金融規制強化の一方、党大会を控え景気は堅調維持

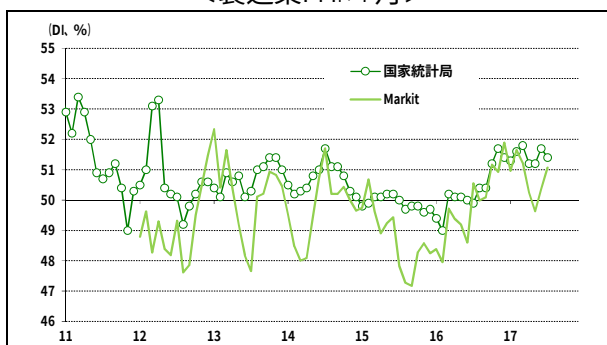
中国の経済指標は総じて堅調に推移しています。4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.9%と、1-3月期（同+6.9%）に続いて、政府目標の6.5%を上回る成長率を維持しました。また、6月の工業生産は前年比+7.6%（5月：同+6.5%）に加速しました。投資も底堅く、1-6月の固定資産投資の伸び率は前年比+8.6%（1-5月：同+8.6%）となりました。内訳は、不動産開発投資が同+8.5%と0.3%ポイント減速した一方、インフラ投資は同+18.3%と0.2%ポイント加速、製造業の投資は同+5.5%と0.4%ポイント加速しました。

内外の需要も堅調に推移しています。6月の輸出は前年比+11.3%（5月：同+8.3%）、輸入も同+17.2%（5月：同+14.5%）とそれぞれ加速しました。また、6月の小売売上高は前年比+11.0%（5月：10.7%）と堅調な伸びを示しました。

製造業の景況感が改善が継続しています。7月の製造業PMIは国家统计局版が51.4（6月：51.7）、財新・Markit（民間版）が51.1（6月：50.4）と共に境目となる50を上回りました。国家统计局版PMIを企業規模別にみると、大企業が2ヶ月連続で改善した一方、金融規制強化を背景に中小企業は2ヶ月連続の悪化となりました。

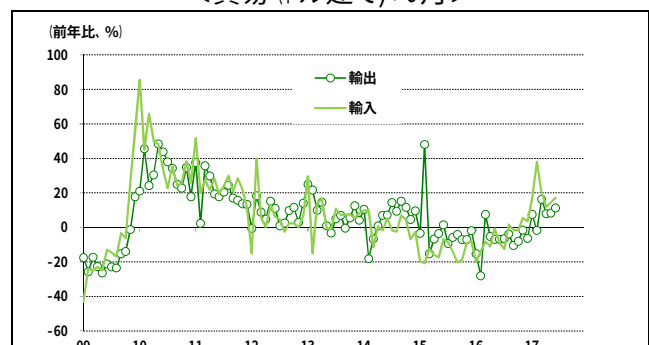
こうした中、14-15日に開かれた全国金融工作会议で、当局は国务院の下に金融安定発展委員会という新たな規制機関の設置を決定しました。これには、金融機関による過剰なリスクテイクに対する規制を強化し、人民銀行が供給する資金を実体経済に振り向ける意図があると考えられます。一方で、昨年末からの銀行間取引金利の上昇は足元で一服しており、当局は実体経済に配慮して一段の金融引き締めは行わないと見られます。

＜製造業PMI：7月＞



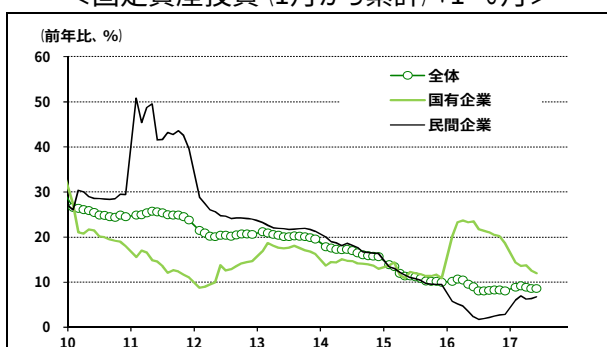
7月の製造業PMIは国家版は悪化、民間版は改善。

＜貿易（ドル建て）：6月＞



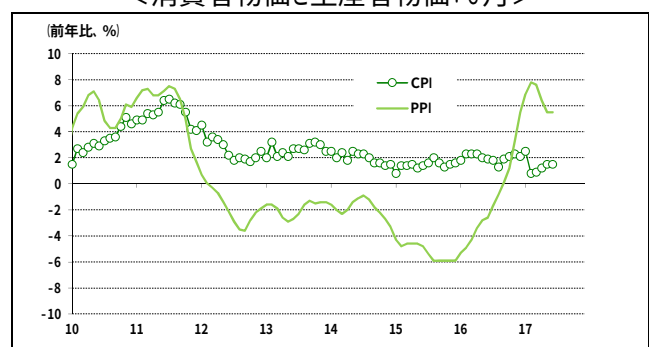
内外の需要拡大を背景に輸出、輸入共に加速。

＜固定資産投資（1月から累計）：1-6月＞



1-6月固定資産投資は前年比+8.6%で横ばい。国有企業が減速した一方、民間企業が加速。

＜消費者物価と生産者物価：6月＞



消費者物価の伸び率は前年比+1.5%、生産者物価は同+5.5%で横ばい。

(出所) Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

債券市場: 日米の長期金利は概ね横ばい、ドイツの長期金利は上昇

為替市場: ドル・円はドル安・円高、ユーロ・ドルはドル安・ユーロ高

米国の10年債利回りは概ね横ばいとなりました。月前半は堅調な経済指標と原油高を受けて、米長期金利は上昇しました。しかし、イエレンFRB議長の半期議会証言がハト派寄りの内容だったことを受けて、金利は低下に転じました。月後半は、軟調な経済指標やオバマケア代替法案断念を受けて長期金利は低下したものの、月末にかけては堅調な経済指標、原油高、好調な企業決算を受けて金利は上昇しました。

ドイツの10年債利回りは0.47%から0.54%に上昇しました。月上旬は6月のECB議事要旨がタカ派寄りの内容であったことから、長期金利は上昇しました。月後半は、ECB理事会後のドラギ総裁のハト派寄りの発言が金利低下要因となったものの、25日公表の7月のドイツifo景況感指数の好調な結果等を受けて金利は上昇しました。

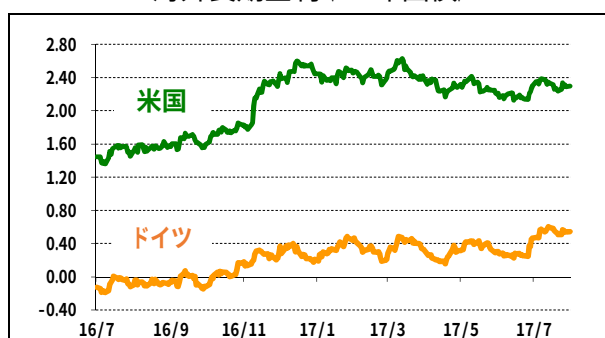
日本の10年債利回りは、概ね横ばいとなりました。月上旬の日銀の無制限購入・指値オペ時の水準をピークに、海外金利の上昇一服を受けて、長期金利は低下しました。月下旬には、日銀が長期債の買い入れの減額をオファーしたことを受けて金利は小反発しました。為替相場は金利動向に沿った動きとなり、ドル・円相場は月末には1ドル=110円26銭(6月末は1ドル=112.39円)、ユーロ・ドル相場は月末には1ユーロ=1.18ドル(6月末は1ユーロ=1.14ドル)となりました。ECBの資産買入プログラム縮小観測を背景にユーロ高が進行しており、対ドルで1年8か月ぶりのユーロ高水準となりました。

<国内長期金利(10年国債)>



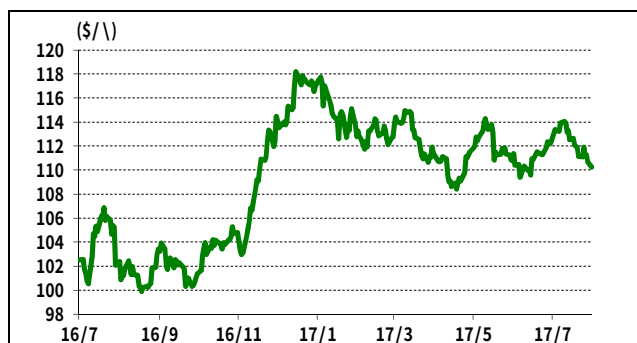
国内長期金利は概ね横ばい。

<海外長期金利(10年国債)>



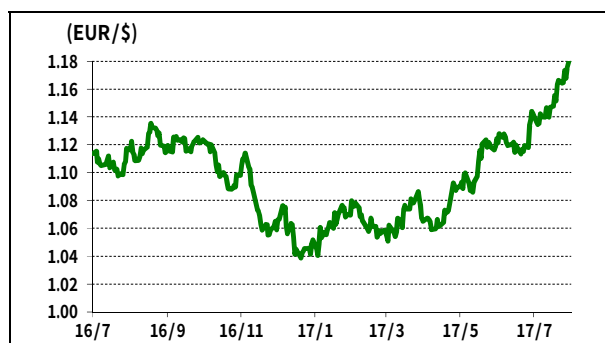
米長期金利は概ね横ばい、独長期金利は上昇。

<ドル・円>



月中旬から、円高・ドル安が進行。

<ユーロ・ドル>



金利差拡大を受け、ユーロ高・ドル安が進行。

(出所) Bloomberg の公表データに基づいて当社作成

株式市場：日本は小動き、米国は上昇、欧州は下落

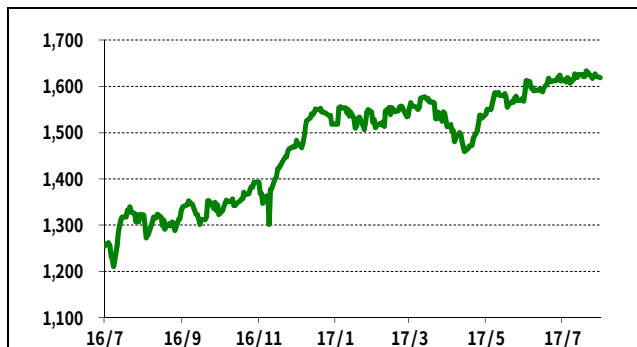
日本は、TOPIXが+0.42%と小幅に続伸しました。月前半は、日銀短観・業況判断指数の3年振りの高水準への改善や日米金利差拡大による円安ドル高の進行を受け、指数は上昇しました。月半ば以降は米長期金利低下に伴う円高が指数の上値を抑制したものの、20日には日銀・金融政策決定会合での現状維持を受けて、TOPIXは2年振りの高値更新となりました。その後は、円高が相場の重石となる一方、下旬から始まった4-6月期決算で好決算の企業が相次いだこと等が、指数を下支えしました。

米国は、S&P500が+1.9%と続伸しました。月上旬は、長期金利上昇が嫌気され、指数は上値の重い展開となりました。しかし、中旬から下旬にかけては、イエレンFRB議長の議会証言でのハト派寄りの態度や、堅調な経済指標と企業の好決算を受けて上昇に転じ、S&P500は連日で最高値を更新しました。下旬には米政府人事や米議会でのオバマケア代替法案を巡る協議難航等、政治リスクが意識された他、一部ハイテク企業の決算が市場予想を下回ったことが嫌気されたものの、指数の下げ幅は限定的でした。

ドイツは、ユーロ高が嫌気され、DAX指数はマイナス1.7%と続落しました。月初は、6月のECB議事録を受けた長期金利上昇で指数は下落しました。しかし、中旬には本格化した決算発表で良好な内容が相次いだため、株式市場は堅調に推移しました。その後、下旬に大手自動車メーカーのカルテル疑惑の報道を受けて自動車セクターを中心に株価が下落し、指数も下落しました。

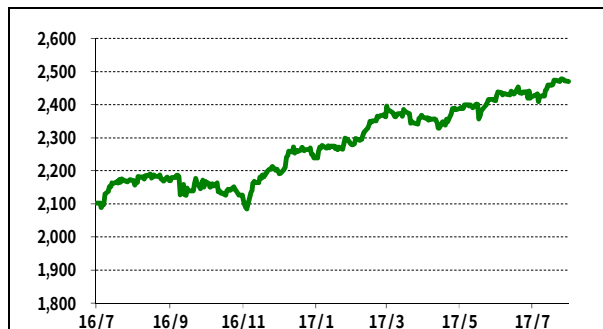
香港ハンセン指数は+6.1%と大幅に続伸しました。堅調な中国の経済指標や、原油等の資源価格の上昇の他、米金利の低下に伴うドル安が好感されました。

<TOPIX>



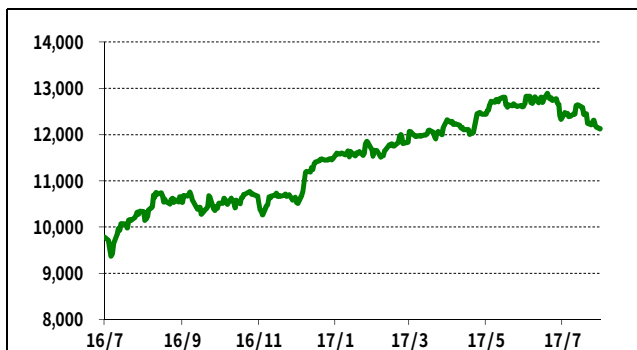
TOPIX は小幅続伸。

<S&P500>



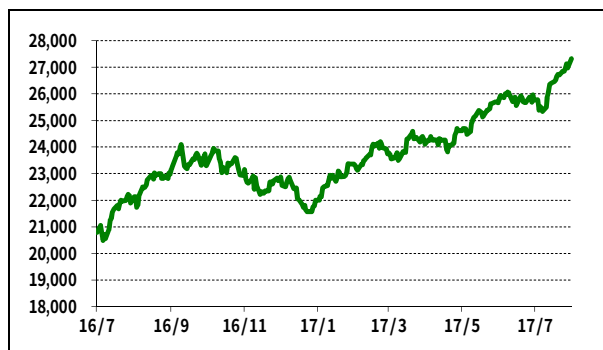
米株式市場は上昇。
引き続き最高値圏で推移。

<DAX>



欧州株式市場はユーロ高を受け下落。

<ハンセン(香港)>



商品市況の上昇や米金利低下を受けて、香港株式市場は上昇。

(出所) Bloomberg の公表データに基づいて当社作成

	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.07			0.07	0.22
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 0.01			▲ 0.01	0.01
超過収益率(%)	0.08			0.08	0.20

<7月の投資行動>

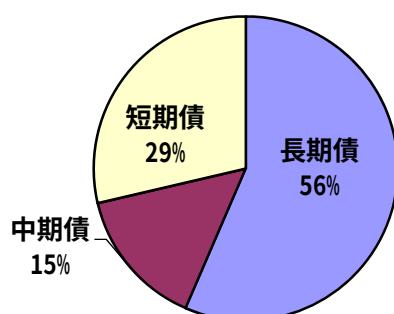
長期ゾーンから中期・超長期ゾーンへ入れ替え、事業債のオーバーウェイト幅を引き下げ

7月の長期金利(10年利付国債利回り)は0%台後半を中心に推移しました。上旬は海外金利上昇を受け一時0.10%を上回りましたが、日銀が買切りオペ増額や指値オペ実施により金利抑制姿勢を示したため、低下に転じました。下旬には持ち高調整の売りに押され、前月末と同水準で取引を終えました。

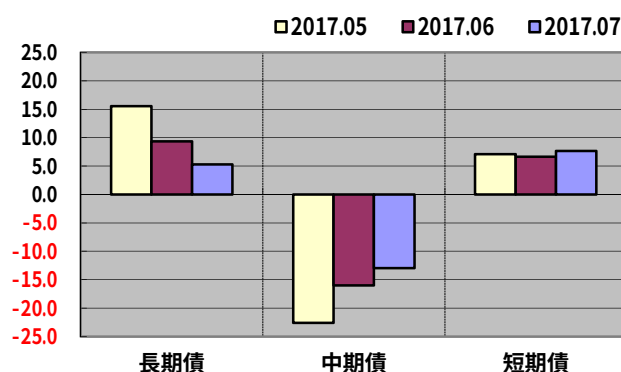
利回り曲線は中期ゾーンでフラット化、超長期ゾーンでスティープ化しました。

このような環境下、満期構成調整では長期ゾーンから中期・超長期ゾーンへの入れ替えや、超長期ゾーン内での入れ替えを行いました。種類別では事業債のオーバーウェイト幅を引き下げました。

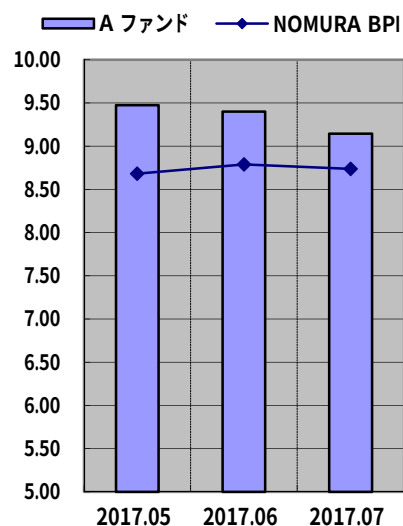
満期別構成比



満期別構成比の対ベンチマーク比の推移 (%)

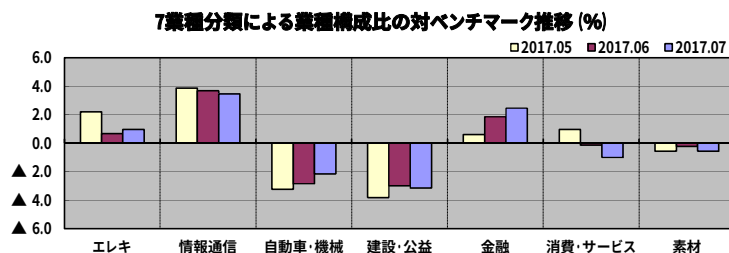


修正デュレーションの推移



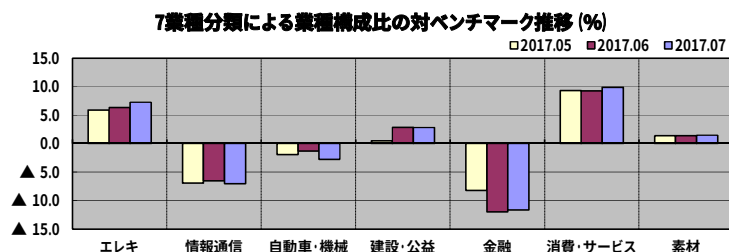
＜株式ロAファンド(市場型)＞

	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.67			0.67	8.79
ベンチマーク騰落率(%)	0.42			0.42	7.21
超過収益率(%)	0.25			0.25	1.57



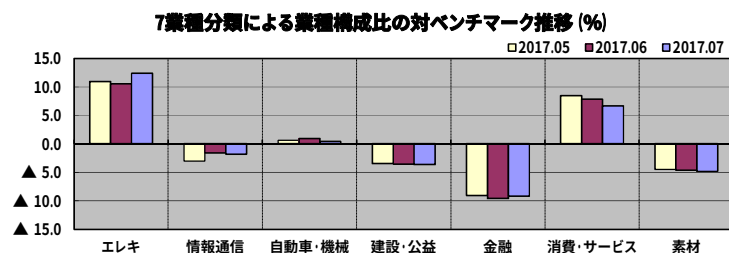
＜株式ロFファンド(割安株・バリューアップ)＞

	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	1.01			1.01	9.93
ベンチマーク騰落率(%)	0.42			0.42	7.21
超過収益率(%)	0.59			0.59	2.72



＜株式ロWファンド(グローバル企業)＞

	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	1.04			1.04	8.94
ベンチマーク騰落率(%)	0.42			0.42	7.21
超過収益率(%)	0.62			0.62	1.73



＜7月の投資行動＞

着実な利食いと割安株の組み入れ

成長期待で株価が上昇した銘柄について、市場期待値等を勘案し、利食い売りを実施しました。その一方で、割安と判断される銘柄の買い増しを行いました。

個別では新型ゲーム機発売で人気化した任天堂を一部売却しました。一方、プラント改修工事の需要増を見込み山九を買い増しました。

＜7月の投資行動＞

資本効率改善が見込まれる銘柄に投資

事業や収益の構造改革を通じて業績改善が期待できる銘柄に投資しました。

個別では、売上拡大から利益重視の経営へと舵を切ったリコー、マネジメントとの対話を通じて資本効率改善への確信度が高まったパイオラックスを新規で組み入れました。

＜7月の投資行動＞

成長確度が高まった銘柄を組み入れ

自社の強みを認識し、その強みを活かす戦略を通じて、グローバルでの活躍が期待できる銘柄に投資しました。

個別では、部品メーカーとしての総合力を活かし、自動車用途などに拡大するセラミックコンデンサ市場において、競争力を発揮し業績拡大が期待される村田製作所を購入しました。

	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.33			0.33	5.44
ベンチマーク騰落率(%)	0.20			0.20	4.97
超過収益率(%)	0.13			0.13	0.47

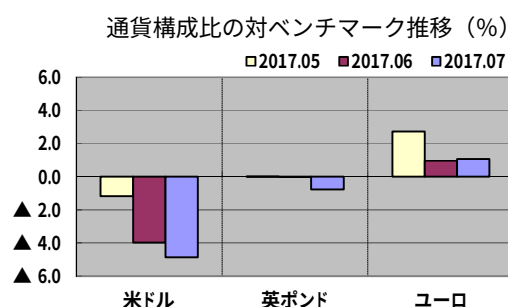
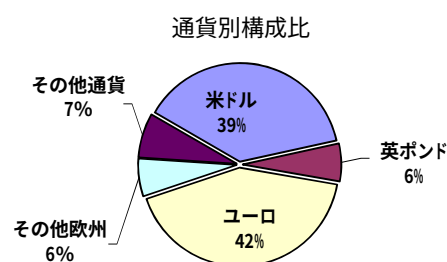
<7月の投資行動>

デュレーションを一時長期化、通貨配分は米ドルのアンダーウェイト幅を拡大

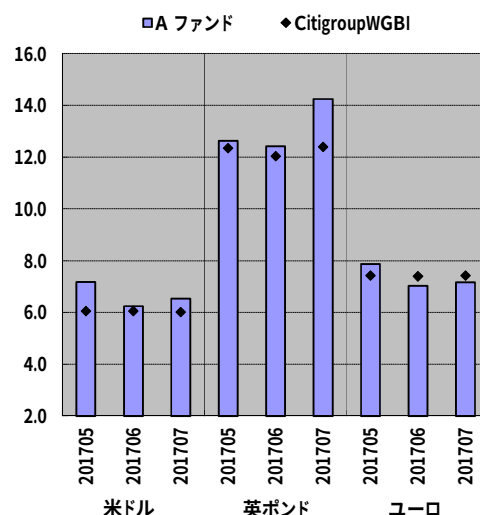
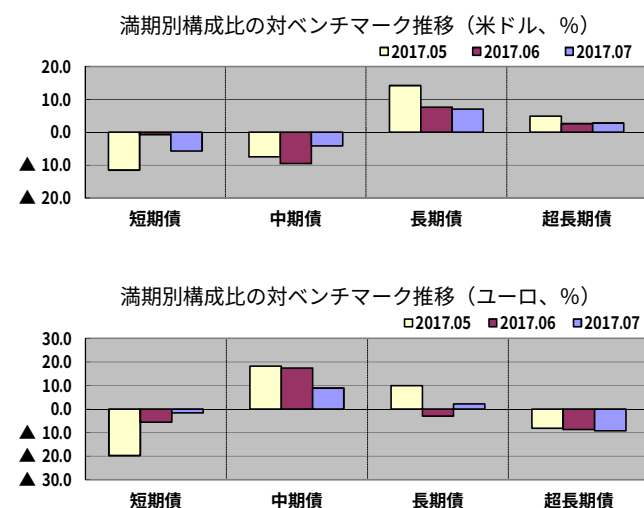
7月の米国10年国債利回りは前月比ほぼ横ばいとなりました。月上旬には、堅調な経済指標やタカ派的なECB議事録等から、利回りは一時2.39%まで上昇しました。その後、CPIが予想を下回ったことやイエレンFRB議長の議会証言がハト派的だったこと等から利回りは低下し、2.29%で取引を終了しました。

為替市場では、ノルウェークローネ等の欧州通貨や、豪ドル等の資源国通貨が主要通貨に対して上昇しました。堅調な経済指標や資源価格の上昇等が背景です。一方で、やや軟調な経済指標等を背景に米ドルが主要通貨に対して下落しました。

当月の投資は、米CPIが市場予想を下回ったことやイエレン議長の議会証言等を背景に、月半ばにデュレーションを一時長期化しました。その後、月末にかけてはほぼ中立としました。通貨配分は、米ドルのアンダーウェイトおよびユーロ等欧州通貨やカナダドルのオーバーウェイト幅を拡大しました。



デュレーション推移



	2017.07	2017.08	2017.09	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.45			0.45	5.20
ベンチマーク騰落率(%)	0.76			0.76	5.79
超過収益率(%)	▲ 0.32			▲ 0.32	▲ 0.59

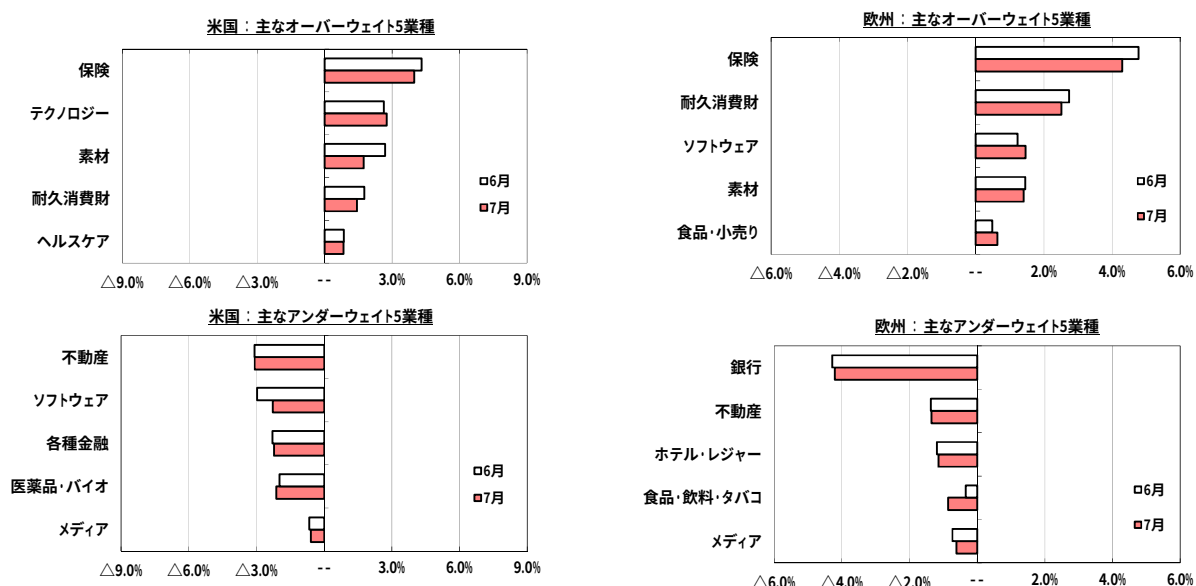
＜7月の投資行動＞

地域配分は、欧米、他地域とも中立を維持、個別銘柄では競争優位な銘柄に投資

7月は、米FRB議長が金融引き締めを急がないと発言したことで米長期金利が反落するなか、月後半にかけて米企業決算が市場予想を上回る好調なものであったことから、米国株は上昇しました。欧州株は6月に続きユーロ高が嫌気され小幅下落する結果となりました。業種別では、長期金利の反落や好業績を背景に通信やテクノロジーなどが堅調な動きとなる一方、業績見通しが市場予想に届かなかった資本財などが軟調な動きとなりました。

そうしたなか、投資行動については、欧米経済の改善速度に温度差があるものの、株価動向に大差はないとの判断から、欧米、他地域とも中立の地域配分を維持しました。また、銘柄選択では独自モデルを活用して割安な銘柄の組み入れを実施するとともに、企業訪問を中心としたリサーチに基づき、競争優位による業績伸長が期待できる銘柄に引き続き投資を行いました。

MSCI24業種分類による対ベンチマーク構成比の推移(%)



モデルポートフォリオ・アセットアロケーション

＜モデルポートフォリオにおけるアセットアロケーションの概念図＞

		国内債券		国内株式		外国債券		外国株式	
オーバー	高低								
	高低								
	高低								
ニュートラル	高低								
	高低								
	高低								
アンダー	高低								
	高低								
	高低								

＜7月の資産配分方針：6月末時点の方針を維持＞

（国内債券）

日本の景気は、雇用環境の改善や昨夏策定の大型経済対策執行を背景に、堅調を維持すると予想されます。そうした景気動向の下で、消費者物価上昇率は緩やかに加速すると予想されます。しかし、原油価格が軟調に転じるなかで、日銀物価目標達成の見通しが立ちにくい環境は続く予想されます。日銀は当面、現行の金利操作水準を維持する可能性が高く、長期金利は概ね横這いで推移すると予想されます。

以上のような金利見通しと国内株の魅力度を勘案し、国内債券の資産配分はニュートラル低めを維持する方針としました。

（国内株式）

米国では暫くの間、株価が調整含みとなり、長期金利は低下する場面を交えたと予想されます（「外国債券」「外国株式」参照）。米国金利連動で為替も円高の場面を交えたと見られることから、国内株は米国同様に暫く調整含みで推移すると予想されます。

しかし、米国株は均して見れば横這い圏内の動きに留まると予想されます。また、先行きの米国長期金利は水準を徐々に切り上げると見られ、為替は円安気味の推移に移行すると予想されます。日本の景気は堅調を維持すると見られ（「国内債券」参照）、日銀のETF購入も支えになることから、先行きの国内株は緩やかに復調していくと予想されます。

そうした復調見通しを考慮し、国内株式の資産配分はニュートラル高めを維持する方針としました。

（外国債券）

米国では、失業率が完全雇用の領域に達するなかで、雇用者数の増加ペースが鈍化に転じると予想されます。自動車販売は既に頭打ちが鮮明となっており、製造業の在庫調整が続くと見られるなかで、景気は暫く減速気味に推移すると予想されます。減税等の政策に関し、合意形成の難航が懸念されることも消費者・企業心理に影響すると考えられます。

しかし、原油価格が軟調に転じ、物価上昇率加速による実質所得の下押し圧力は和らいでいます。完全雇用の下で、名目賃金の緩やかな伸びも見込まれることから、景気は減速気味ながら拡大傾向を維持すると予想されます。

名目賃金の緩やかな伸びを背景に、物価上昇率はエネルギーを除いて見れば加速気味に推移すると予想されます。そうした物価動向と拡大傾向を維持する景気動向の下で、FRBはバランスシート正常化計画を実行に移すと予想されます（9月FOMCで決定の見通し）。しかし、景気に力強さはなく、軟調に転じた原油価格が物価の抑制要因となるなかで、利上げペースが加速する可能性は低いと考えられます。

ユーロ圏の景気は、雇用環境の改善が続き、仏大統領選を経て政治リスクが後退するなかで、堅調を維持すると予想されます。デフレ圧力は大きく後退しており、ECBは18年以降の資産購入減額、購入停止の道筋を示す可能性が高いと考えられます（減額は9月理事会で決定の見通し）。

米国長期金利は、減速気味の景気動向を背景に、低下する場面を交えて推移すると予想されます。しかしFRBやECBが政策正常化を進めると見られるなかで、先行きの金利水準は徐々に切り上がっていくと予想されます。

以上のような金利見通しと外国株の魅力度を勘案し、外国債券の資産配分はニュートラル高めを維持する方針としました。

（外国株式）

米国株は、減速気味の景気動向、政策実現の難航、米欧の金融政策正常化姿勢、割高圏と判断されるバリュエーション、などを背景に、暫く調整含みで推移すると予想されます。しかし、米国景気の腰折れ、FRBの利上げペース加速、ともに想定しにくいことから、先行きを均して見れば横這い圏内の動きに留まると予想されます（「外国債券」参照）。

以上のような見通しの下で、外国株式の資産配分はニュートラル低めを維持する方針としました。

		2016年度				2017年度			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
国内債券	オーバー								
	ニュートラル								
	アンダー								
国内株式	オーバー								
	ニュートラル								
	アンダー								
外国債券	オーバー								
	ニュートラル								
	アンダー								
外国株式	オーバー								
	ニュートラル								
	アンダー								

外国債券 モンドリアン・ インベストメント・ パートナーズ	7月のグローバル債券市場はほぼ横ばいでした。月初は、欧州金利の上昇に連れて上昇しました。しかしその後、イエレン連邦準備制度理事会(FRB)議長がインフレに対して慎重な見方を示したことや、7月25日、26日に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)声明文がハト派的な内容だったこと、上院共和党によるオバマケアの見直しの遅れに加えて、景気刺激策の協議が一段と後ずれするとの観測が高まったこと等を背景に金利は低下しました。月末にかけては、金利はやや上昇し、前月末比で、ほぼ横ばいで取引を終えました。 外国為替市場では、7月の米ドルは対円で下落しました。上旬は堅調な雇用統計などを受けて米国金利が上昇する中、米ドル高円安が進みました。その後、イエレンFRB議長の議会証言やFOMC声明を受けて、FRBの資産縮小の早期開始が示唆されたものの、物価に対する評価が下方修正されたため、利上げ速度は緩慢なものになるとの見方が優勢となり、米ドル安円高に転じました。ユーロは、欧州中央銀行(ECB)による金融政策の正常化観測から、月間を通じて対米ドル、対円で上昇しました。20日の理事会後の会見でECBのドラギ総裁は、資産買い入れ策の縮小を秋に議論する意向を表明する一方で、ユーロ高に懸念を示さなかったことから、ユーロ買いが強まりました。
外国株式 アメリカン・ センチュリー・ インベストメント	7月の先進国市場は、米国市場が堅調な推移となった一方、欧州株式市場は下落しました。 米国では、6月の雇用統計の内容が市場予想を上回る結果だったことなどから、上旬より堅調に推移しました。その後、トランプ大統領の長男がロシア政府と共謀し、昨年の大統領選に介入したとの疑惑が強まったことなどから一時的に下落する場面がありましたが、中旬以降は、イエレンFRB議長の発言や、FOMCの議事録で利上げ速度は緩慢なものになるとの見方が強まったことに加えて、主力企業の好決算を受けて上昇基調を維持しました。 欧州では、5月のユーロ圏鉱工業生産指数が5か月連続で増加し、景況感の改善が示されたことなどを背景に、上旬より堅調に推移しました。しかし、下旬にはECBのドラギ総裁が理事会後の会見で、金融政策の変更を秋に議論すると示唆したことなどが嫌気され、軟調に推移しました。
SRI(ESG) 外国株投資 アムンディ	SRI投資のピック銘柄として、今回はアコー(Accor)を取り上げます。 同社は、1967年に設立された、パリに拠点を置くホテルグループです。欧州を中心に世界各地で高級ホテル(ラッフルズホテル、フェアモントホテルが有名)から低価格ホテルに至るまで幅広い約4,150のホテルを運営しています。同社のCSR方針は業界を先導するもので、2016年に2016-2020年の第三次CSR計画を発表しています。 社会面では、同社はダイバーシティの推進や人材育成に注力しており、業界内でもトップを走る存在であると評価されますが、フランス国内での雇用においては、差別的な慣行があるという論争が少なからずあります。人事においては、提携・運営をしているホテルの管理職の80%を内部登用で起用しています。人材育成においては、85%のホテルでスタッフの安全管理に関する研修を実施しています。同社は研修導入ホテルを全体の95%に拡大するとの目標を掲げていますが、未達となっています。また、社会活動においては、2015年に食料廃棄量を減少させる試みを実施し、目標を達成したほか、性的搾取から子どもを守ることを目的とした、国際NGOであるECPAT(ストップ子ども買春の会)に参加しています。2016年には初めて、これまでの社会経済に働きかけた活動をまとめたレポートを公表し、100万人の雇用創出によって世界GDPを約7.3%(約2,200万ユーロに相当)押し上げたと報告しています。 環境面では、運営するホテルの15%でエネルギーの再利用を行っています。また、950のホテルが湯水など水資源の利用に制限のある地域に位置することから、2013年以来、様々な施策を講じています。特に、ホテルによる水消費量の減少を試みており、同社は2018年までに2015年比で5%減らすという目標を設定しています。2016年の時点で、運営しているホテルの10%で、雨水や雑排水の再利用を行っていますが、二酸化炭素排出量では2011年から増加傾向にあるため、改善の余地が残ります。
エマージング株式 TOBAM	7月のエマージング株式市場は、総じて上昇しました。上旬は年初より上昇が続いた情報技術株への利益確定の動きなどから上値の重い展開となりましたが、中旬以降は米国の利上げペースが緩やかになるとの見通しや、中国の好調な経済統計などを背景に、堅調に推移しました。 中国では、4-6月期の実質GDP成長率が前年比+6.9%と市場予想を上回る水準だったことや、貿易統計などの経済指標の改善などが好感され、堅調な推移となりました。下旬には、中国保険監督当局による規制強化の動きなどが嫌気され、上値の重い展開となりましたが、月末にかけては新興市場への大型の資金流入の報道などが好感され、続伸しました。 ブラジルでは、汚職疑惑が浮上した大統領の辞任を求める動きが強まったことを受けて、上旬は軟調に推移しましたが、中旬に議会下院の憲法・法務委員会が大統領を起訴する案を否決したことが好感され、上昇しました。月末にかけても原油など資源価格の上昇などが支援材料となり、底堅い推移となりました。 インドでは、7月より税制改革として施行された物品サービス税の導入において大きな混乱が無かったことや、企業決算への期待などを背景に、上旬より上昇しました。下旬にかけては、企業の好決算や株主還元策の強化などが好感され、株価指数は過去最高値水準で推移しました。

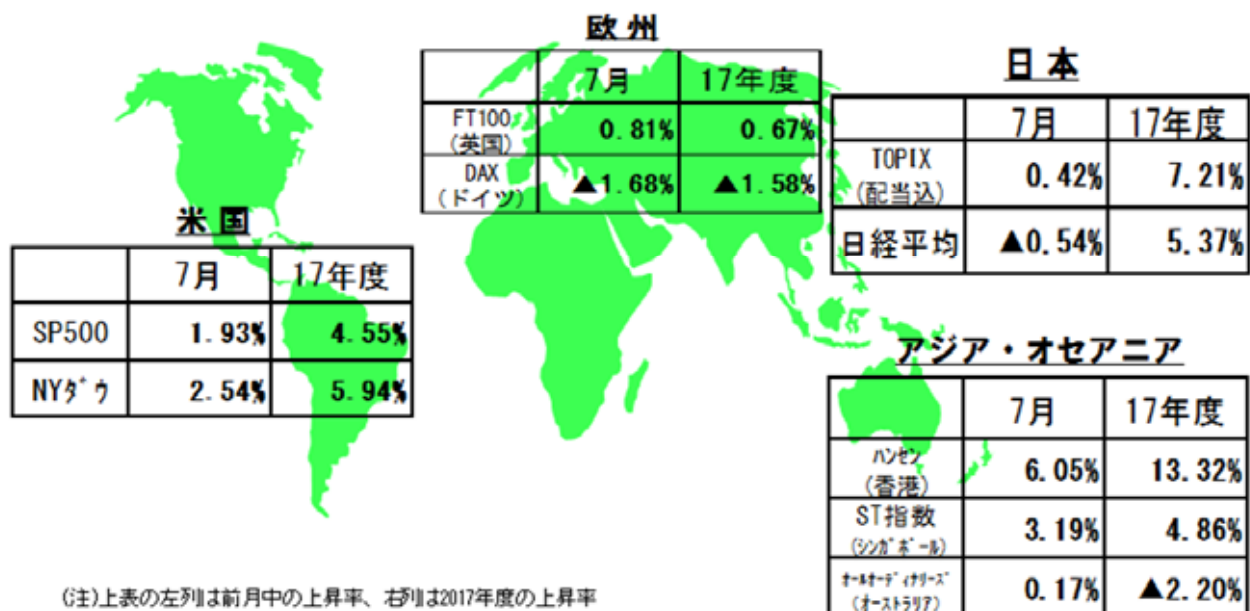
市場指数実績

			17(平成29)年 7月末	17(平成29)年 6月末	16(平成28)年 7月末	前月中の 上昇率(%)	2017年度の 上昇率(%)
国	短期	無担保コールレート(利回り%)	▲ 0.064	▲ 0.069	▲ 0.046	—	—
	債券	NOMURA-BPI総合	378.545	378.570	389.242	▲ 0.01	0.01
内	株式	TOPIX(配当込)	2,333.91	2,324.06	1,866.36	0.42	7.21
海	債券	JY世界国債インデックス	449.11	448.21	419.13	0.20	4.97
外	株式	MSCI KOKUSAIインデックス	2,837.67	2,816.22	2,249.78	0.76	5.79

(注)・コールレートは無担保翌日もの

- ・TOPIXの上昇率は、指数の騰落率で配当を含んでいます
- ・JY世界国債インデックスは、日本を除く、円ベースの数値
- ・MSCI KOKUSAIインデックスは、米ドルベースの公式指数をWMロイヤルティにより円換算した税引前配当込みの指数
- ・上記の数字は市場指数であり、弊社が用いているベンチマークとは異なる場合があります

グローバル株式市場



(注)上表の左列は前月中の上昇率、右列は2017年度の上昇率

(現地通貨ベース)

(出所) 経資協会、野村證券、シティグループ証券、MSCI、WMロイヤルティ、日本経済新聞社、株式については各取引所データの公表データに基づき当社作成



Resona Bank, Limited

マンスリー投資情報 2017 8月号

発行：2017年8月

りそな銀行 信託財産運用部

〒135-8581 東京都江東区木場1丁目5番65号

深川ギャザリアW2棟

電話 03(6704)3560(直通)

ホームページアドレス

(<http://www.resonabank.co.jp/nenkin/index.html>)

- ・本資料は、お客さまへの情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。