

NOMURA

Connecting Markets East & West

インベストメント・アウトルック

2018年 秋号

野村アセットマネジメント

© Nomura

野村アセットマネジメント

投資プラットフォーム

2017年12月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p>5.4兆円 87名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリューストック / グロース / 小型インカム / テーマ / ESG グローバル マルチテーマ / バリューストック / インカム / 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*) アジア バリューストック / インカム / テーマ / 単一国 / 地域特化 REIT 国内 / アジア / グローバル / 米国 (ACI*) ロング・ショート / 集中投資 / カバードコール コンセプト型運用 / ソリューション <p>* American Century Investments®</p>	<p>12.5兆円 54名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 総合 / 国債 / クレジット グローバル 総合 / 国債 / クレジット / ハイ・イールド (NCRAM*) アジア ドル建 / 現地通貨建 新興国 高金利通貨運用 / ドル建 (NCRAM*) / 現地通貨建 アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型 (NGA**) コンセプト型運用 / ソリューション キャッシュ・マネジメント <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** * Nomura Global Alpha LLC.</p>	<p>21.8兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / コモディティ インデックス / "Funds-i" 株式: 先進国 / 新興国 債券: 総合 / 国債 / クレジット / 新興国 REIT / 商品 株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム / クオリティ マルチ・スマートベータ ESG 債券スマートベータ RAFI コンセプト型運用 / ソリューション 	<p>9.1兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー (NFR&T*) オルタナティブ ヘッジファンド / CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産 <p>*野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社</p>

マルチアセット&ソリューションズ

0.9兆円
18名

オールウェザー・ファクター・アロケーション / スマートプレミアム戦略
マルチ・ベータ・バランス戦略
日本株TAA / スタイルアロケーション

マルチ・アセット・インカム戦略
システマティック・マクロ戦略
オルタナティブ・リスク・プレミアム

(注) 上記は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社のケイパビリティ毎の運用資産残高、投資プロフェッショナル数、主要戦略を表記しています。海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャー等は対象外です。このため、巻末の運用資産残高等とは異なります。

インベストメント・アウトルック

2018年秋号

『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。

前2018年夏号では各資産のポートフォリオ・マネージャーやストラテジストが各自の運用の考え方や市場の見方などについて述べましたが、今2018年秋号でもアナリストやポートフォリオ・マネージャーがそれぞれの専門分野についてユニークな投資アイデアを述べています。なお、各意見は9～10月時点での見解であり、また、会社としての統一見解ではありません。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

頁・コンテンツ

3 ESG投資の本質

企業にとってのESGはビジネスの持続性に係ること

情報開示に課題が大きい日本企業の今後の取り組みに期待

7 中国株式市場

ニューエコノミー、オールドエコノミー、
双方に有望な投資機会

10 債券における魅力的な投資機会

債券投資家にとってチャレンジングな投資環境でも

制約を設けない債券運用戦略により投資機会を追求できる

13 マルチアセット投資

マルチアセット投資の魅力は多様な可能性

投資環境は変革期に入りつつある

ESG投資の本質

企業にとってのESGはビジネスの持続性に係ること
情報開示に課題が大きい日本企業の今後の取り組みに期待



責任投資調査部長
今村敏之

注目される海洋プラスチック問題

ここ数年、にわかに**海洋プラスチック問題**が注目されています。これは海に漂流、蓄積しているマイクロプラスチック(5mm以下のプラスチックの破片)が海の生態系に大きな影響を与える可能性があるという問題です。長らく国際的に議論されてきた問題ですが、今年6月にカナダで開催されたG7シャルルボワ・サミットでは「**海洋プラスチック憲章**」が採択されました(日本と米国は署名せず)。これに呼応するように、国内外の外食企業がプラスチック製ストローの使用中止の動きを見せ始めています。日本政府も、議長国となる来年6月のG20大阪サミットまでにプラスチック対策を打ち出す予定のようです。

海洋プラスチック憲章の主な内容

- ✓ 2030年までに、プラスチック用品を全て再利用可能あるいはリサイクル可能なものに転換する
- ✓ 2030年までに、可能な製品について、プラスチック用品の再生素材利用率を50%以上に上げる
- ✓ プラスチック容器の再利用またはリサイクル率を2030年までに55%以上、2040年までに100%に上げる

プラスチック製ストローの廃止を決めた主な企業

- ✓ スターバックス(米)
- ✓ ウォルトディズニー(米)
- ✓ マクドナルド(米)
- ✓ すかいらーくHD(日)

(出所) 各種報道を基に野村アセットマネジメント作成

ESG課題が意味すること

海洋プラスチック問題をはじめとした所謂**ESG課題**は、単なる環境や社会に係る問題ということではありません。環境や社会への配慮によって消費者の嗜好や規制が変化することによって、ビジネスや社会の枠組みそのものが変化します。例えば、使い捨てプラスチック製品を廃止する動きが増えることによって、ビジネスを失う企業が出てきます。一方、リサイクル可能なプラスチック容器や、微生物によって完全に消費される生分解性プラスチックを製造している企業にとっては追い風となります。自動車産業におけるガソリン車から電気自動車への移行も気候変動問題に呼応したビジネスの枠組み、消費者ニーズの変化の典型例です。企業のサプライチェーンでも見られます。代表的な例は米国のアップル社です。

アップル社は自社のサプライヤーに対して、

独自の行動規範「**サプライヤー責任**」を課しています。労働・人権、従業員の安全・健康、環境保護、健全なビジネス慣行などについてサプライヤーが負うべき責任について厳格に規定し、重大な違反が発覚し、一定期間改善が見られない場合、契約解除になります。アップル社は自社の持つ多大な影響力を発揮して、積極的にサプライチェーンの改善に取り組んでおり、それに応えられない企業はビジネスを失うことになるのです。

つまりESG課題の本質は、環境問題や社会的課題に配慮した社会の枠組みの変化に企業が対応し、ビジネスが長期的に持続可能かどうか問われているのです。そして近年盛り上がりを見せている**ESG投資**が、このような枠組みの変化の後押しを担い、その動きは足元で急速に加速しています。

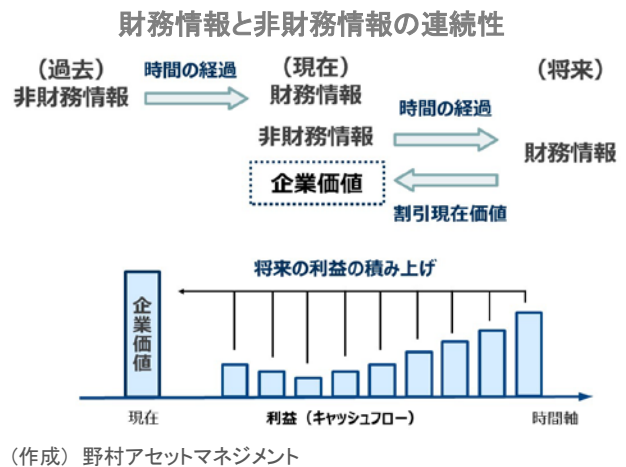
企業価値を決めるのは企業の将来フリー・キャッシュフロー

企業にとってESG課題が重要であるということは、現実のビジネスの事例を見ても明らかです。日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードにおいてもESGの重要性が述べられています。それでは投資という立場を見た場合、ESGはどのような意味を持つのでしょうか？

投資家が注目しているのは、もちろん投資先の**企業価値**です。企業価値は、企業が生み出すであろう将来のフリー・キャッシュフロー（FCF）を現在価値に割引いたものです。つまり重要なのは企業の「将来」です。

企業を評価する上で見る情報としては、数字で表される**財務情報**と、人材や研究開発力、ブランド力といった数字では表されない**非財務情報**があります。企業の将来を決めるのは未来の企業活動であり、それを支えるのは企業の有する人的・社会的・自然資本などで

あり、その多くは非財務情報です。企業は良質な非財務価値を有することで、継続的に優秀な財務価値を積み上げていくことができます。また将来、新たな規制の導入などによって、ビジネス自体が立ち行かなくなることを回避するためにも企業は様々なESG課題に適切に対処し、自ら変革しFCFの創出に結びつける努力をする必要があります。

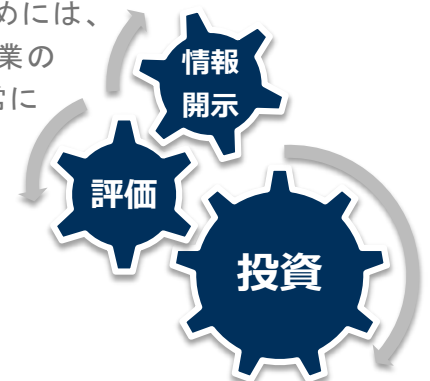


全ての出発点は企業の情報開示

このように、投資をする上では企業の様々な非財務情報を分析する必要があります。それらは、環境への取組みだったり、社会的な貢献であったり、それを支えるコーポレート・ガバナンスであったりします。ESG投資は、何も環境に注目したファンドや、企業の社会的な取り組みを重視した投資手法という訳ではありません。通常の投資手法においてもESGの要素を考慮する必要があります。

一方、それらESGといった非財務情報は数字では表すことは難しいです。ましてや長期間にわたる課題でもあります。だからこそ、企

業自らがそれを説明する必要があります。当たり前のことですが、投資をするためには評価をしなければなりません。評価をするためには企業の開示情報が必要です。ESG投資を推し進めるためには、何はともあれ企業の**情報開示**が非常に重要なのです。



日本企業の課題と問われる情報発信力

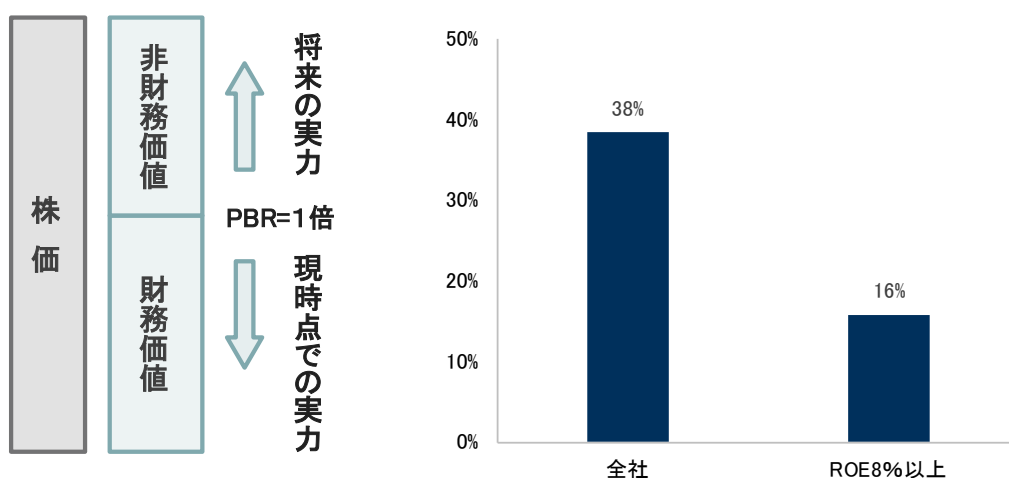
さて、企業の将来にとって非財務情報は重要であり、企業自らがそれを説明しなければならないということを述べました。しかし、そこに今の日本企業の大きな課題があります。

下のチャートは東証一部上場企業のPBR1倍割れ企業の割合です。実に4割近くの企業がPBRが1倍を下回っていることを示しています。PBRは1株当たりの純資産倍率であるので、1倍で丁度、純資産と同じ価値を投資家が認めていることとなります。

PBRはROEとの相関が強く、PBRを改善させるためには収益性の改善が必要となります。そしてPBRが1倍を割っているということは、現時点での収益性が低く、保有している純資産を活かしきれていない、つまり企業の実力は見た目以上に低いと評価されていることとなります。

一方、株主目線に立ってみると、株価にどのようなバリュエーションをつけるかという問題があります。前述したように、将来の企業成長のためには目に見えない非財務価値が非常に重要です。企業が非財務価値を活かし、今後も成長すると投資家が判断した場合、株主が付与するバリュエーションは高まります。純資産以上の価値をつけられるということは、企業が投資家にきちんと説明して理解してもらうことではじめて実現されます。言い換えると、PBRが1倍を割れているという現実には、経営者の説明不足などにより企業の将来性を投資家に認めて貰っていないことに起因している側面もあります。特にROEが高い企業の中にもPBR1倍を割っているケースも多く見られ、如何に情報開示が重要であるかが分かります。

PBRが1倍を下回る企業の割合



(注) 東証一部上場企業1,874社(会社予想を公表しないなど、データを取得できない企業を除く)

(注) ROEは会社予想の利益を直近の株主資本で割って算出。

(出所) QUICKのデータを基に野村アセットマネジメント作成(2018年9月21日現在)

情報開示の強化を進める日本企業

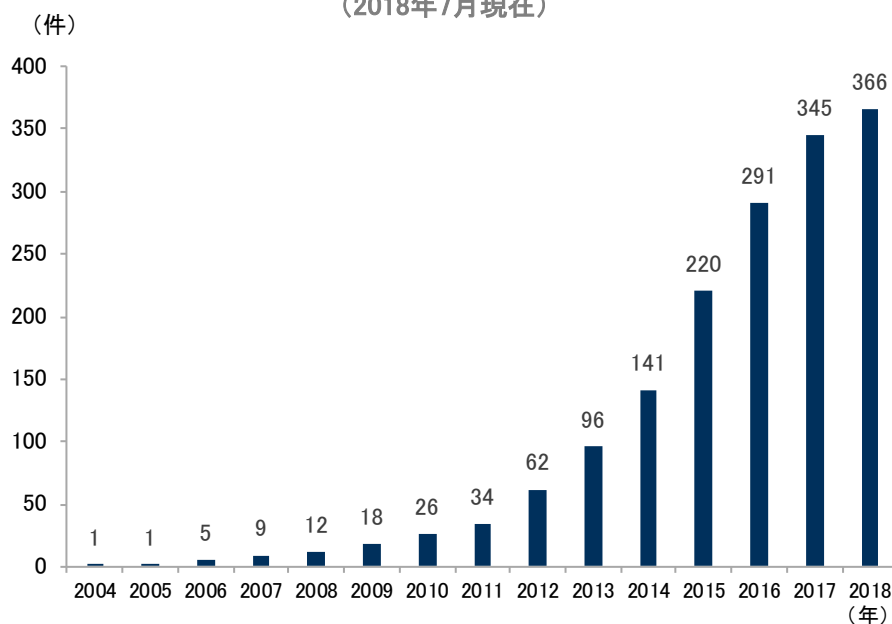
このように多くの企業でPBRが1倍を割っているという事実は、日本企業の情報開示がまだまだ遅れているという現状を示しています。その一方で、日本企業に期待できる部分もあります。

下のチャートは日本企業の発行する統合報告書数の推移です。**統合報告書**とは、これまでIRや財務部門が作成してIR活動などとする「財務情報」と、CSR部門（企業の社会的責任活動）が作成する「非財務情報」を、その名の通り「統合」してひとつの報告書として開示するものです。その数は年々増加してきており、今年7月時点で360社を超えてきています。日本の上場企業数は約3,600社であるので、割合にしたら1割程度にすぎません。

それでもこの数は、世界の国別では1番多い数字であると言われています。

統合報告書を作成するためには、現在の非財務情報が、将来の財務情報にどのように影響を与えるのかを企業自らが理解する必要があります。そうでなければ投資家にも説明することは不可能です。今後も統合報告書を作成する企業が増えていくことは、日本企業の経営者が自社の非財務価値を見つめなおし、将来の成長に結びつける意識改革のきっかけになると考えられます。それに伴い企業の実力向上とともに、日本の株式市場の評価見直しに繋がることになるのではないかと考えられます。今後の日本企業の取り組みに期待したいと思います。

日本企業が発行する統合報告書数の推移
(2018年7月現在)



(出所) 企業価値レポート・ラボのデータを基に野村アセットマネジメント作成

中国株式市場

ニューエコノミー、オールドエコノミー、
双方に有望な投資機会



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
野村AM-HK 川村享弘



シニア・プロダクト・
マネージャー
長尾智史

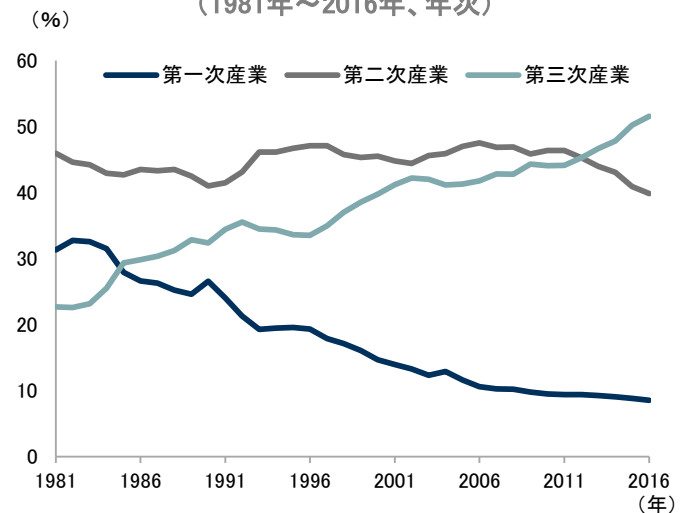
「世界の工場」としての成長とその限界

21世紀に入り、「世界の工場」として中国が飛躍的な成長を遂げたことは周知の事実です。安い賃金や労働人口の増加に支えられ、1999年～2017年の間に、1人あたりGDP（国内総生産）は10倍に増加しました。

しかしながら、賃金上昇により東南アジア各国に対する競争優位性は薄れ、また、いわゆる一人っ子政策の影響などにより、労働人口比率は2010年前後をピークに減少傾向にあります。

このような状況は中国当局もよく認識しており、日本や米国など他の先進国同様、1人あたりの生産性上昇による成長モデルを模索しています。

産業別GDP構成比
(1981年～2016年、年次)



(出所) 中国国家统计局 (<http://www.stats.gov.cn/>) のデータを基に野村アセットマネジメント作成

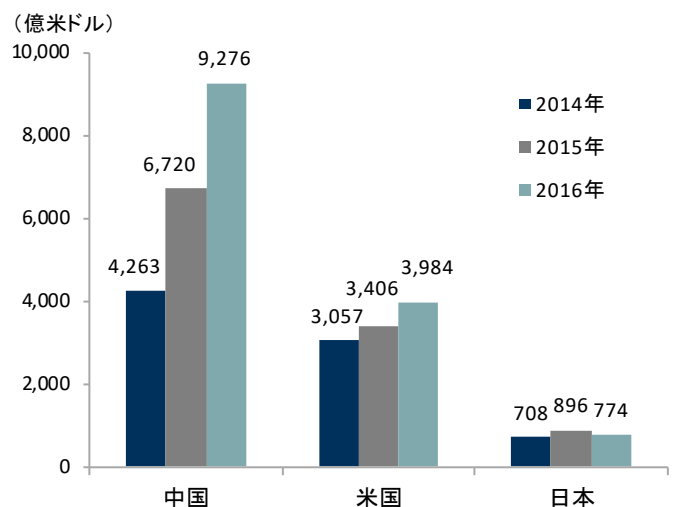
ニューエコノミー台頭

より具体的には、以前の鉱工業やインフラ投資を中心とした成長（オールドエコノミー）から、サービス業や個人消費を中心とした成長（ニューエコノミー）に移行中です。現に、GDP構成要素を見ると、第三次産業（サービス業）の割合が50%を超えてきています（上図）。

ニューエコノミーの事例として象徴的なのは、eコマース市場の拡大でしょう。近年、米国を上回る規模にまで成長しており、所得上昇を背景に、今後も高い成長を遂げると考えられます（右図）。

これらニューエコノミー関連としては、前述のeコマース市場拡大などの恩恵を受けるITセクターの銘柄を中心に、所得向上を背景にした消費関連などの銘柄も想定されます。

eコマース市場規模
(2014年～2016年、年次)



(注) 電子商取引における企業対消費者間取引の市場規模。旅行、チケットを除く。

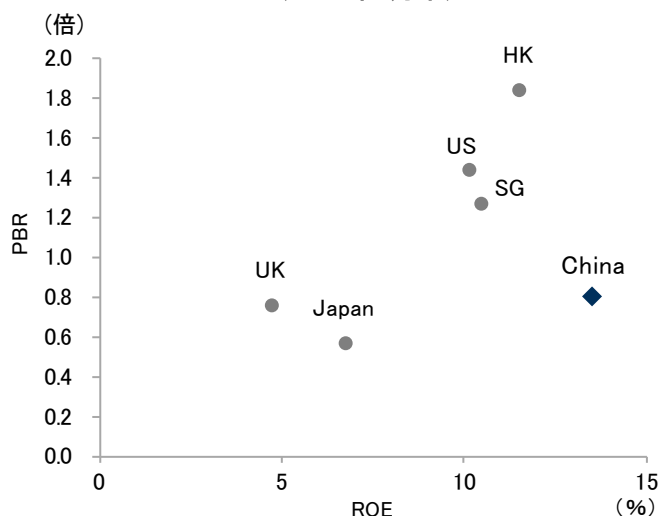
(出所) 経済産業省 (<http://www.meti.go.jp/>) のデータを基に野村アセットマネジメント作成

一方で、オールドエコノミーへの悲観論は行き過ぎか

ニューエコノミーの台頭が期待される一方で、株式投資の観点からは、オールドエコノミーへの悲観論は行き過ぎと考えられます。象徴例は国営銀行です。ROEが13.5%と他国銀行に比べ高水準にも関わらず、PBRは0.80倍と、解散価値を下回っています。

この背景には、GDP比250%に上ると言われる非金融セクターの過剰債務問題があります。ただ、中国当局はこの問題の解決に向け、いわゆる供給側改革を実施しており、現に、不良債権の増加ペースは鈍化傾向にあります。より具体的には、鉄鋼やセメントなど過剰設備が問題となりがちなセクターにおいて当局主導のリストラが実施され、それらセクターの収益性や債務返済能力が向上しています。

各国の銀行セクター
収益性とバリュエーションの比較
(2018年8月末)



(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

割安な国営銀行や保険、不動産などの関連銘柄に投資妙味

これらの状況を勘案すると、割安に放置されている国営銀行株、特に保守的な会計基準や保守的な貸出/投資姿勢をとっている大手銀行は、投資妙味が高いと考えています。

加えて、保険業界にも注目しています。2017年後半から投機的商品の規制によって減速していた販売が、2018年末に向けて回復してくる見通しです。収益性の高い医療保険等の普及率はまだ低く、成長余地が豊富であり、多くの業界が失速することが予想される2018年後半に脚光を浴びると考えます。加えて、中国保険業界は外資規制を緩めていく方針

であり、香港ベースの保険会社もより中国での成長性を享受することが予想されます。

最後に不動産業界ですが、大都市ではバブル抑制のために販売価格規制が続いており、新築が中古の価格を下回るような例も見られます。このような規制により大幅な価格上昇は期待薄ですが、安定的な不動産価格推移には寄与すると思われます。依然として業界全体の在庫は低水準であり、資金調達に優れる上場企業が販売量と市場シェアを継続的に拡大していくことが期待されます。

貿易戦争懸念で、株価は年初来大きく調整

米中貿易戦争を巡っては、11月の米国中間選挙に向け、当事国双方が強硬姿勢を強めています。

株式市場も敏感に反応し、MSCI中国指数（香港ドルベース）は、5月末から直近（2018/9/7）まで15%程度下落しました。ただ、この調整は行き過ぎだと考えています。

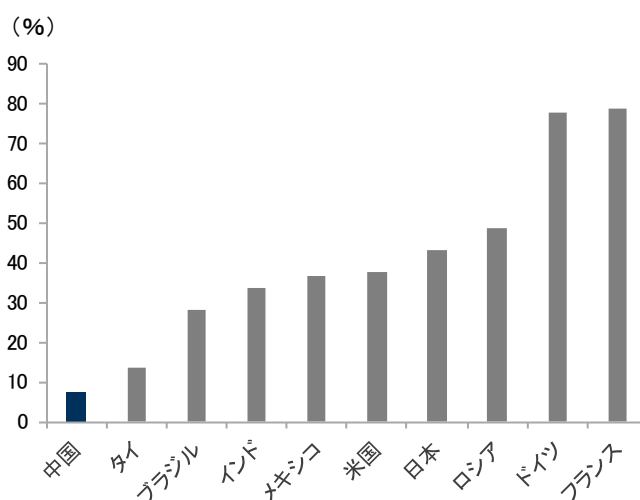
確かに、米国から見た中国は最大の貿易赤字国であり、米国第一主義を掲げるトランプ政権の非難の矛先は向かいやすい状況と言えます。そのトランプ政権により、関税引き上げという具体的なアクションが引き起こされ、投資家心理は悪化し、前述の通り株価は下落しました。

これは過剰反応か。冷静に事実を見るべき

しかし、例えば代表的な中国企業の海外売上比率は10%程度（換言すれば、90%が“地産地消”）と他国に比べても低く、企業収益への影響は、一部セクターを除き限定的だと考えます。もちろん、企業全体の投資の冷え込みや消費者センチメントの減退などの間接的影響も無視できません。しかし、中国政府は財政・金融政策両面において、予想外の経済成長減速に対処する準備を進めています。具体的には、地方政府債を発行しやすくし、減速していたインフラ投資を再び回復させる等が予想されます。

企業収益の観点では、8月の中間決算発表を終えた段階でも、2018年予想増益率は依然15%程度です。これは他国比でも高く、直近の株価下落はむしろ、ここまで述べてきたような銘柄を安く購入する良い機会だと、捉えています。

各国の海外売上比率
(2018年9月18日時点)



(注) 各国MSCI指数採用企業データより集計
(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

債券における魅力的な投資機会

債券投資家にとってチャレンジングな投資環境でも
制約を設けない債券運用戦略により投資機会を追求できる



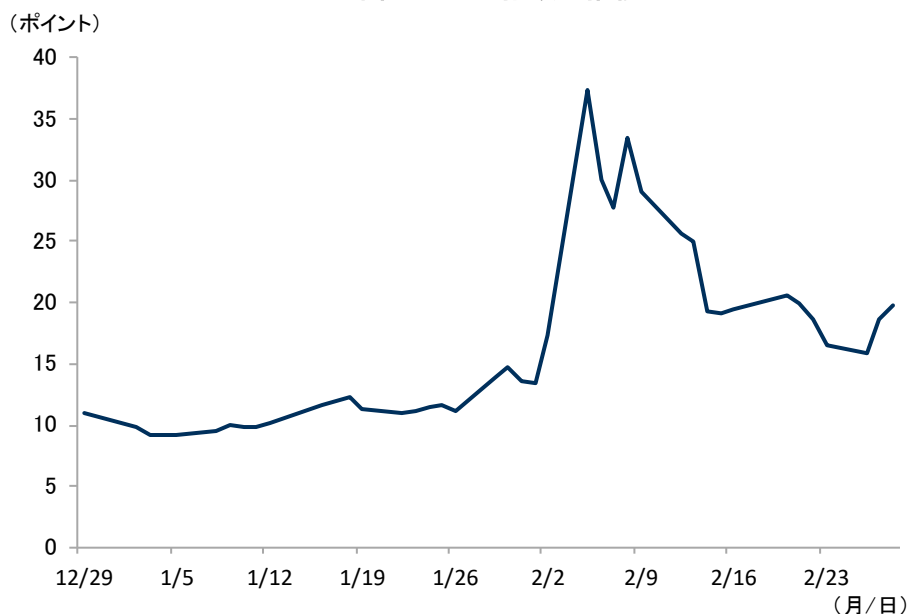
メイン・ポートフォリオマネージャー
野村AM-UK
リチャード・ホッジス(ディッキー)

Q:今年の金融市場では何が起きているのでしょうか？

ディッキー: 2018年の初めには今年1～2回のFRB(米連邦準備制度理事会)による利上げを債券市場は織り込むに過ぎませんでした。パウエル議長がタカ派的なスタンスを継続したことから、更なる利上げを織り込むこととなりました。

トランプ大統領の保護主義的な言動に加えて、金利の上昇が市場のボラティリティを高め、前半にVIX指数は2015年以来の高水準を付けました。市場のボラティリティは2008年の金融危機後の先進国中央銀行の超緩和的政策によって低下してきていましたが、今年2月には大きく上昇しました。

2018年初めのVIX指数の推移



(注) VIX指数は、S&P500株価指数のオプション取引に織り込まれた市場での変動予想を示す指数

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

クレジット市場では、ポピュリスト政党の弱い連携によるイタリア政権の誕生により、欧州の金融機関や周縁諸国の国債のスプレッドは大きく拡大しました。

新興国市場も大きな影響を受けました。新興国市場の混乱の主因は貿易問題だけでなく、米ドル高と、市場が嫌う独裁的なトルコの

ルドアン大統領による金融政策への口出しによるものです。

要するに明らかなのは、一握りの銘柄が主導して米国株式市場が上昇を続けているのに対して、債券投資家にとって市場環境は非常にチャレンジングな状態であるということです。

Q:どの様な債券運用戦略が現在の市場環境では有効なのでしょう？

ディッキー: 我々の運用戦略(**グローバル・ダイナミック・ボンド戦略**。以下、**GDB戦略**。)では、制約を設けない債券の幅広いセクターへの投資と効率的なヘッジ戦略により、インカムゲインとキャピタルゲインの両方を追求することを通じて、現在の投資環境下でも魅力的なリターンを目指することができます。

我々は米ドルベースで3~5%のイールドという、現在の投資環境下では魅力的な水準を追求していますが、このイールドを享受するためにはリスクを取る必要があります。

GDB戦略では株式は買いませんが、新興国債券、ハイ・イールド債、そして転換社債にも投資することができます。但し、これらの債券へそのまま投資した場合は、今年はこれまでのところマイナスのリターンになっていたか十分なリターンが得られなかったことでしょう。

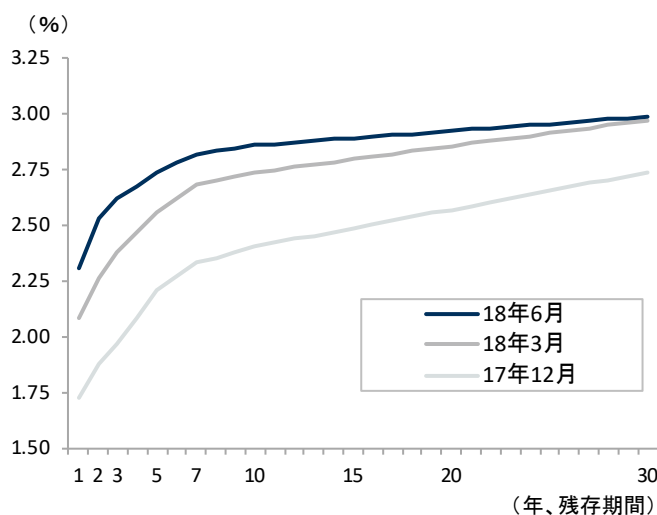
GDB戦略ではこれらの魅力的な投資対象への長期的で戦略的な投資をもとに、短期的なリスクをマネージします。例えば、2018年で最も重要であったのは、米国の金利上昇リスクのマネジメントでした。

2018年の年初以来、米国のイールドカーブは上昇しながらフラット化しました。我々は2017年の終わり頃、イールドカーブはFRBによる利上げを過小評価していると考え、米国債のプット・オプション(米国債が売られた場合に収益を生むオプション)を購入しました。

我々の意図はシンプルでした。見方が間違っただけには、コストは安価なオプションプレミアムの支払いだけですみ、正しい場合は、金利上昇からポートフォリオを守るだけでなく、他

の投資で生じる損失も一部賄うことができるかもしれない、というものでした。その後、米国の金利は上昇し、我々の予想は現実のものとなりました。

米国国債のイールドカーブ



(注) Bloomberg Generic
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

GDB戦略では、金利だけでなく、ハイ・イールド債等でも、同様の効率的なヘッジ戦略を柔軟に活用し、ポートフォリオを守ります。また、オプション購入等のヘッジに伴うコストにも注意を払うことで、ポートフォリオを守りつつ、高いイールドを目指すことが可能となります。

Q:今後の債券市場の見通しと戦略について教えてください

ディッキー: 米国の中間選挙を意識した米国政府の振る舞い、米ドル高、イタリア政治の潜在的な更なる不安定化、米国金利の更なる上昇等により、債券市場には短期的により大きなボラティリティを生む懸念があると考えています。そのため、現在は保守的なポートフォリオ運営を行なっています。

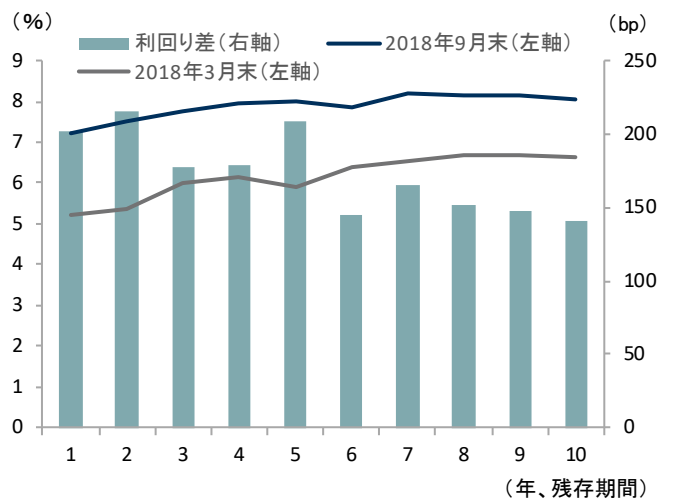
同時に、長期的なリターン獲得の潜在性も高まってきています。リスクオフセンチメントは新興国市場をより魅力的なものとしています。中間選挙後に米国と他国との様々な交渉がまとまる可能性を考慮すると、現在は魅力的な投資機会を提供していると考えます。

例えば、インド(依然良好なファンダメンタルズとより魅力的となった短期セクターの金利水準)、インドネシア、そして政治情勢の回復からエジプトも将来有望な投資先です。

また、ハイ・イールド債でも個別銘柄の投資機会があり、金融システムの安定化確保のためにECB(欧州中央銀行)のサポートが引き続き期待される欧州の金融劣後債も魅力的な投資対象です。

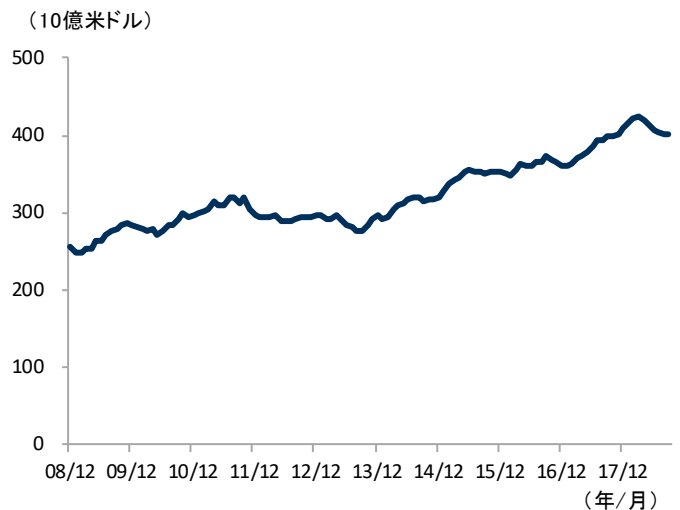
米国と欧州の金利リスクは双方ともにバリューや市場のセンチメントを見て、オプションを利用することでコストを限定し、アクティブにコントロールします。

インド国債のイールドカーブ



(注) Bloomberg Generic
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

インドの外貨準備高の推移 (2008年12月~2018年9月(21日)、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

マルチアセット投資

マルチアセット投資の魅力は多様な可能性
投資環境は変革期に入りつつある



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
三木直史

マルチアセット投資の魅力

マルチアセット投資の魅力とは、一資産に限定されるのではなく、いろいろな投資対象を選び・組み合わせることで、想定が実現することによる利益を得つつ、様々な局面において負けにくいポートフォリオを作ることができるという点です。

投資の観点からは、一つの可能性だけに賭けることは危険が大きく、特に最近のような政治情勢に振り回される世の中では様々な可能性に備えることが必要かと思われれます。

複数資産を選び・組み合わせることで様々な可能性に対応するとともに、投資環境を先読みしながら資産の比率を変えることで、機動的に細かい調整ができることもマルチアセット投資の魅力です。

マルチアセット投資を選ぶ上での難点としては、個々の動きを超えた資産市場全体の大きな流れを捉える必要があるために、わかりにくくなるという点です。

しかし、投資対象として資産市場全体を選択の対象とするというマルチアセット投資の立場は、実は、いろいろな投資対象や運用手法を選択することができる機関投資家/個人投資家の方々の立場と共通するものがあるように考えています。

この後は、(1)投資環境の注目ポイント、(2)それらを受けた投資の観点、(3)警戒しているリスクについて順に述べていきたいと思えます。

投資環境の注目ポイント①：先進国と新興国の「成長期待」

最も注目しているのは、先進国と新興国の「**成長期待**」です。'00年代以降に先進国の**成長期待**が低下したため、金融緩和的な環境も相まって、グローバル化の名のもとで新興国など新たな投資先を探す資金の流れを生み出しました。

しかし一方で**成長期待**の低下は、先進国でも豊かになれない層が増えたため、自国優先主義・ポピュリズムにつながったとも考えられます。

現在、新興国の成長率が徐々に鈍化している中で、先進国側から反グローバル化の動

きが強まっていることは、米中の覇権争いが本格化したことも合わせて、最近の10年とは違った投資環境に移りつつあると考えるべきでしょう。

一方、先進国の**成長期待**については、低成長環境下での雌伏のときを経て、新たなビジネス創出や既存ビジネスの変革の動きも見られます。それらに伴って、設備投資が戻る兆しも一部ながら観察されています。このようなプラスの動きも捉えていきたいと考えています。

投資環境の注目ポイント② : 金融政策の正常化

次に注目しているのは、リーマンショック後の豊富な流動性が「**正常化するプロセス**」です。良好な景気を背景に、FRBは2015年末から段階的利上げを行っており、来年(2019年)半ばには中立的な金利水準に達する見込みです。日欧も来年には緩和政策を徐々に修正していくものと見られます。

この**正常化プロセス**では、金利水準上昇による景気抑制効果以外に、2つの影響に注目しています。一つは、これまでの流動性供給による信用創造拡大に反動が見られる可能性です。過去、豊富な流動性の存在をきっかけに、企業部門はバランスシートを拡大し、家

計部門は資産効果などの恩恵を受けてきました。もう一つは、市場での突然の変動性上昇です。期待リターン/リスクをしっかりと計算して投資を行なっている投資家ほど、想定を超えて変動性(=リスク)が高まった場合、ポートフォリオの急激な修正を迫られる可能性があります。

ただし、ネガティブショックを抑える材料もあります。一つは、米国金融当局が市場混乱の可能性を認識して、慎重に政策修正を行なっていること、もう一つは、過去の金融緩和が巨大だったために、依然として豊富な流動性が残っていることです。

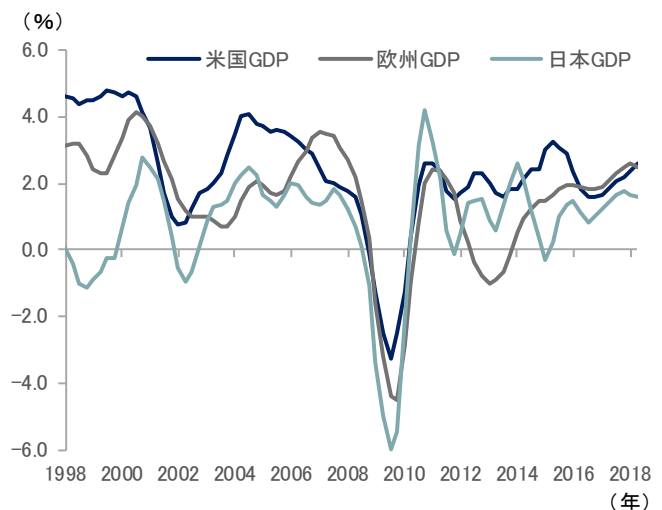
投資環境の注目ポイント③ : 景気循環

三つ目に注目しているのは、**景気循環**です。(図のように)最近の景気循環の振幅は小さくなっているように見えます。グローバル化進展による供給余力向上、情報化による在庫管理技術進化、経済のサービス化、安定的な資金調達環境などが総合的に影響しているものと考えられます。

その中で今回の**景気循環**は、米国が世界経済を先導するという従来の雁行形態が当てはまらなないと考えています。景気良好な米国が先んじて景気拡大しながらも、米国景気のピークアウトは他の国や地域より遅れて、2020年まで潜在成長率以上の成長率を保つという見方をしています。この見方に関連して、2018年春ごろから見られ始めた設備投資の持続性に注目しています。この持続性次第で、米国経済は景気後退の直前ではな

く、実は、景気拡大の序盤にあることが示される可能性があると考えています。

米国・欧州・日本の実質GDP
(1998年～2018年、四半期)



(注) 実質GDP前年比 4四半期移動平均
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成。

投資の観点

注目点として挙げた先進国と新興国の「成長期待」は10年単位、「金融政策の正常化」は2～5年、「景気循環」は数カ月～2年、と違う時間軸ですが、投資の観点からは、時間軸の違いを前提に投資の中に取り込むことになります。

まず10年単位の視点からは、足元で投資環境が変革期に入りつつあると考えられます。成長期待を高めるかもしれない動きは心強いですが、一方でポピュリズム、反グローバル化、米中覇権争いなど政治的・地政学的な不確実性は高まっています。また2～5年単位の視点からは、金融政策の正常化が注目されますが、これらには景気抑制的な影響や

構造変化をもたらす影響があることは否めません。

一方、数カ月～2年程度の視点からは、米国を中心に良好な経済・企業業績の持続性と、他地域への広がりがポイントになりますが、まだ上向きの動きは続きそうです。

これらを総じてみると、安定的と見られる資産が集中的に選ばれやすい局面は継続すると考えられます。具体的には、良好な米国景気・企業業績を背景とした米国内需株を中心に、収益の質の良好なクオリティ株・長期成長期待のテーマ株などへの人気はしばらく続きそうです。

警戒しているリスク

2019年に向けた動きを考えると、投資環境の変化に沿う形で、現在の米国株への人気集中からの分散も想定されます。

現在の主要資産評価としては、「米国株」が圧倒的優位であり、「欧州株」、「日本株」、「米国債・欧州債」、「新興国株」は劣後していると考えられますが、今後は、「米国債・欧州債」は利回り水準が上昇してくることで、米国株に集中していた資金の受け皿となることが想定されます。また貿易戦争・反グローバル化・米国財政刺激策はインフレ的要素があり、インフレリスクに備えた実物資産投資にも一定の分散需要が続くことが考えられます。

2019年に向けて最も警戒しているリスクとしては、投資家が低い期待リターンを受け入れ

ていることの反動が挙げられます。「突然の変動性上昇」の項で述べたようなポジション調整リスクがあり、また政治ニュースなどで資産間の相関関係が崩れるリスクが潜んでいることを前提に、定性分析を強めるべき局面かと考えています。

資産別魅力

	足元評価	コメント	今後評価
米国株	(+++)	米国経済の優位性。内需株・成長株を中心に魅力。貿易戦争の勝者となる可能性。財政刺激策のプラス効果も期待。	(++)
欧州株	(+)	景気循環は上向きだが、欧州政治・ユーロ控組み不安が足かせ。	(+)
日本株	(0)	割安だが成長期待が弱い。突然の円高リスク警戒。一方、貿易摩擦緩和なら魅力向上。	(0)
米国債・欧州債	(-)	金利上昇(=債券価格下落)が続く可能性が高いが、金利水準上昇で魅力を取戻しつつある。	(0)
新興国株	(--)	貿易戦争や反グローバル化の動きがマイナスだが地域差大きい。	(-)～(-)

(出所) 各種資料・データを基に野村アセットマネジメント作成

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。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。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料で使用しているデータについて

当資料で使用した指数

- MSCI China Index、MSCI Thailand Index、MSCI Brazil Index、MSCI USA Index、MSCI Mexico Index、MSCI Japan Index、MSCI Russia Index、MSCI Germany Index、MSCI India Index、MSCI France Index、MSCI AC World Index
- S&P500株価指数

当資料で使用した指数の著作権等

- MSCI China Index、MSCI Thailand Index、MSCI Brazil Index、MSCI USA Index、MSCI Mexico Index、MSCI Japan Index、MSCI Russia Index、MSCI Germany Index、MSCI India Index、MSCI France IndexおよびMSCI AC World IndexはMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エル シーに帰属しております。

当資料に掲載した銘柄

記載内容は、資料作成時点で確認できるものを使用しており、今後修正される場合があります。参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。

なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2018年10月現在

ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号:野村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373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/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

野村アセットマネジメント

拠点ネットワーク



- Office
- AM Division Affiliates
- Joint Venture
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.
NGA : Nomura Global Alpha LLC.

Expertise to Exceed¹

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

50.7兆円



グローバルの陣容

1,440人



※1

世界第5位の
ETF運用残高

国内シェア 45%



※1

111兆円の



国内公募投信市場に
おいてマーケットシェア

首位 26.9%

運用調査関連業務従事者
の平均経験年数

12年 ※2



(出所) 野村アセットマネジメント。 ※2以外2017年12月末時点。

※1: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。

※2: 2017年9月末時点。野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント