

2023年秋号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



『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。2023年秋号では以下の点について分析してみました。

米国の利上げペースが大きく減速し、利上げの最終到達点が見えてきた一方、高金利政策自体は継続しそうです。このような環境下、コーポレート・ハイブリッド証券の運用戦略をご紹介します。また、合理的な企業経営と株式リターンの関係の分析、人材資本経営、そして、エンゲージメント活動などの、企業の経営品質に関する分析の効果なども研究しました。また、マクロの視点からも毎号同様のラインナップで経済を分析しました。

なお、各意見は2023年9月中下旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一の見解ではないものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

CONTENTS 2023年 秋号

02 目次

03 金融市場の動き

投資戦略

04 投資環境見通し

06 コーポレート・ハイブリッド 証券、運用戦略のご紹介

10 企業の投資と収益性に着目 した株式投資

トピック

13 人的資本経営

16 エンゲージメント

マクロ環境見通し

19 世界経済の基本シナリオ

20 世界経済のリスクシナリオ

21 景気循環

22 米国

23 ユーロ圏

24 日本

25 中国

26 新興国

27 各国経済・市場見通し

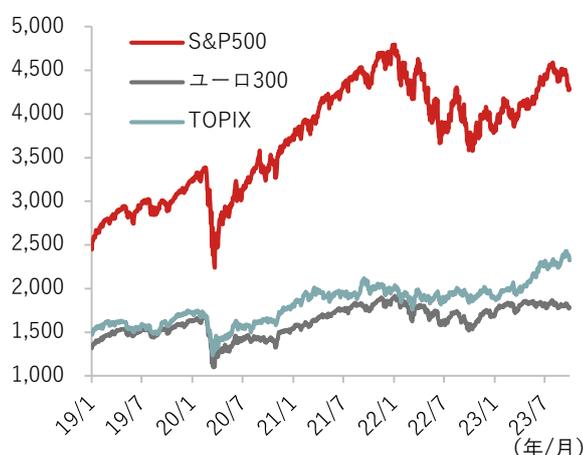
金融市場の動き

2023年7-9月期の金融市場では、6月の米CPIが市場予想を下回ったことを受けて、米長期債利回りは一時低下したものの、その後は米国景気が底堅く推移する中で上昇しました。また、米金利が低下した局面では株式市場は上昇したものの、金利が上昇に転じた後は軟調に推移しました。米長期債利回りが上昇する中で、他国との金利差が拡大したことで、米ドルは対ユーロ・対円ともに上昇しました。

日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2023年9月29日、日次)

(ポイント)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2023年9月29日、日次)

(%)



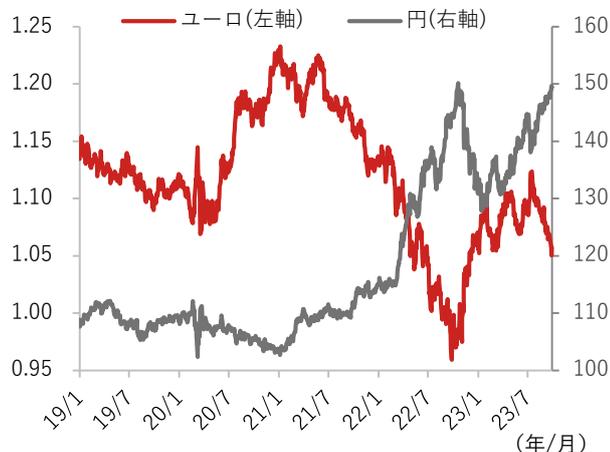
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2023年9月29日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

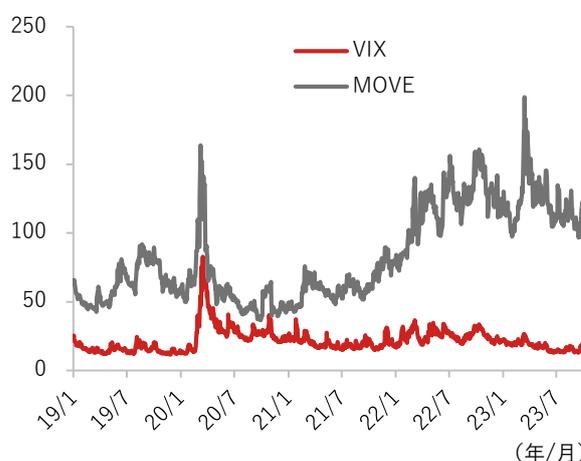


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2023年9月29日、日次)

(ポイント)



(注) VIXは米国株の、MOVEは米国債の先行きの変動リスクを示す指数。
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

投資環境見通し

利上げ局面は終盤、2024年は金利低下に向かうと予想



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

2024年後半に米欧利下げ局面入りと予想

当社は、米欧主要中銀による既往の金融引締め効果は出尽くしておらず、2024年前半に失業率の上昇を伴うマイナス成長を予想しています。

米国では、(1) 家計は「過剰貯蓄」の枯渇、(2) 企業は低金利下で借りた債務の借り換えに直面していく中、足もとの高金利は今後さらに景気抑制的に働くと考えています。ユーロ圏では利上げによる需要押し下げが一部表出していると見えています。

他方、(1) インフレが落ち着いていく中で、家計の実質所得環境が改善し、消費が安定化する、(2) 米インフレ抑制法 (IRA) などの産業政策を背景に企業が設備投資を加速させる、といった見方から、いわゆる「ソフトランディング」

論も高まりつつあります。ソフトランディングを「景気後退を経ずに景気も物価も巡航速度に戻るシナリオ」と定義すると、その可能性は一定程度あると考えます。

当社予想、ソフトランディング論、いずれの場合においても、2024年央にはインフレ警戒モードが後退し、金融引締め度合いの調整をするための利下げを正当化するでしょう。

金融市場参加者が注意すべきは、(1) インフレ懸念が残り続け、追加利上げ観測が高まったり、利下げ観測が後ろ倒しされたりするシナリオ、(2) 金融引締めによる需要抑制効果が当社予想以上に強く表出するシナリオ、となると考えています。

債券利回りは低下傾向に

当面ソフトランディング期待が残る中で、米欧長期金利は横這い圏での推移を予想します。その後、当社が見込む景気後退に近づく中で、金利は低下基調となるでしょう。ただし、「緩やかな景気後退」の範疇にとどまるのであれば、先行きの急速な利下げも見込みがたく、長期金利の低下幅もさほど大きくならないと予想しています。

2024年7-9月期からと予想する利下げによって、先行きの景気の安定化が視野に入れば、利下げが継続している下でも、長期金利は下げ止まり、若干の上昇に転じると見えています。

やや長い目で見れば、コロナ前の低インフレ・低金利期よりも長期金利は高めに推移するかもしれません。(1) 経済・物価に対して引締めの的にも緩和的にも作用しない中立金利が財政状況の悪化などを背景に上昇する可能性、(2) 今回高インフレを経験したことで人々の中長期的なインフレ期待が従前よりも高止まる可能性、があるためです。

なお、円債利回りは、7月のイールドカーブ・コントロール (YCC) の柔軟化やその後の日銀・植田総裁発言などを受けて0.7%程度まで上昇しました。2024年後半にYCC撤廃を予想しますが、その決定があったとしても、グローバル金利に連動する形で安定化すると見えています。

米ドル安基調を見込む

7月央に発表された6月の米国消費者物価指数でインフレ圧力の緩和が意識されるなどした結果、米ドルは対円、ユーロで減価しました。その後、ソフトランディング観測が高まる中で、米国債の需給バランス、自然利子率上昇の議論などもあって、米国と日欧の金利差は拡大し、米ドルは再び増価しています。

しかし、先行きについては、金融政策が引締めから現状維持へ、さらに先行きの利下げが視野に入っていく中で既往の米ドル高は修正されていくとの見方を維持します。為替相場は必ずしも金融政策格差・金利差だけで決まる訳ではありませんが、最近の日米金利差との連動性があ

る程度維持されるとすれば、2024年央には1米ドル=130-135円程度となると推計できます。

米国の利下げ観測が高まる中で、日本銀行がマイナス金利の撤廃を含む比較的大掛かりな金融政策の修正に臨むとの観測が高まると、米ドル安・円高が加速する可能性もあるでしょう。

2024年後半に利下げなどによって景気の持ち直しが明確化する下では、リスクセンチメントが改善し、主要3通貨ではユーロが最も強く、次いで米ドル、円となると予想しています。

2024年央以降の株式市場は上昇傾向と予想

実体経済とインフレ、金融引締めから緩和への転換における時間差が株価の変動に影響を与えると考えています。

当面、リスク資産にとって堅調な経済成長はプラスに作用するものの、利下げは遠いとの観測の下で金利に上昇圧力がかけられれば、バリュエーションの観点から株価にマイナスとなるでしょう。経済指標の悪化が目立ち始め、インフレ高止まりへの警戒感が後退していく中で予想される金利低下は今度は株価にプラスとなる一方で、景気後退懸念がマイナスになると考えられます。当社が予想するように実際に景気後退が起きたとしても、それが「浅く短い」とのコンセンサ

スが形成されていけば、金融引締めの程度を調整する文脈の中での利下げ局面入りと相俟って、株価はレンジ圏での推移から上昇局面に回帰すると考えています。

コーポレート・ハイブリッド証券 運用戦略のご紹介



ハイブリッド証券運用ヘッド
ジュリアン マークス

最近の債券市場は、様々な要因により不安定な市場環境となりました。その中で、過去10年の間、着実に成長をしてきた投資適格のコーポレート・ハイブリッド証券セクターは魅力的な投資機会となっています。

なぜ今、コーポレート・ハイブリッド証券が魅力的なのか。

過去18ヵ月間、債券市場は急激な金利上昇、インフレ率の上昇、地政学イベント、世界的な景気減速懸念により大きく調整するなど、不安定な市場環境となりました。

過去10年の間で着実に成長を遂げてきたコーポレート・ハイブリッド証券セクターは、発行体のクオリティの高さや、足元の環境もあり、魅力的な投資機会となっていると考えます。

まず、コーポレート・ハイブリッド証券（以下、ハイブリッド証券とも言います）について簡単に説明したいと思います。

ハイブリッド証券は債券と株式の特徴を併せ持つ証券です。主な特徴として、長期債または永久債で発行されるものの、一般的に5~10年程

度の期限前償還条項を付していることや、弁済順位がシニア債と比較すると劣後すること、クーポンは発行体の裁量により繰り延べが可能であることが挙げられます。

ハイブリッド証券は一般的に、投資適格の非金融機関の事業会社によって発行されます。投資家にとってはハイブリッド証券の利回りが、同じ発行体のシニア債よりもはるかに高いことが魅力となります。ハイブリッド証券の投資家は、相対的に財務基盤の安定した投資適格の発行体からハイイールド債券のような高いクーポンを期待することができます。一方で、ハイブリッド証券は、その構造上の特徴から、シニア債よりも価格の変動が大きくなります。

コーポレート・ハイブリッド証券のオプション調整後スプレッド
期間：2013年12月末~2023年8月末、日次



指数：ICE BofA Global Hybrid Non-Financial Corporate Index(GNEC)とICE BofA Global Hybrid Non-Financial High Yield Index(HNEC)を50%ずつに合成

出所：Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

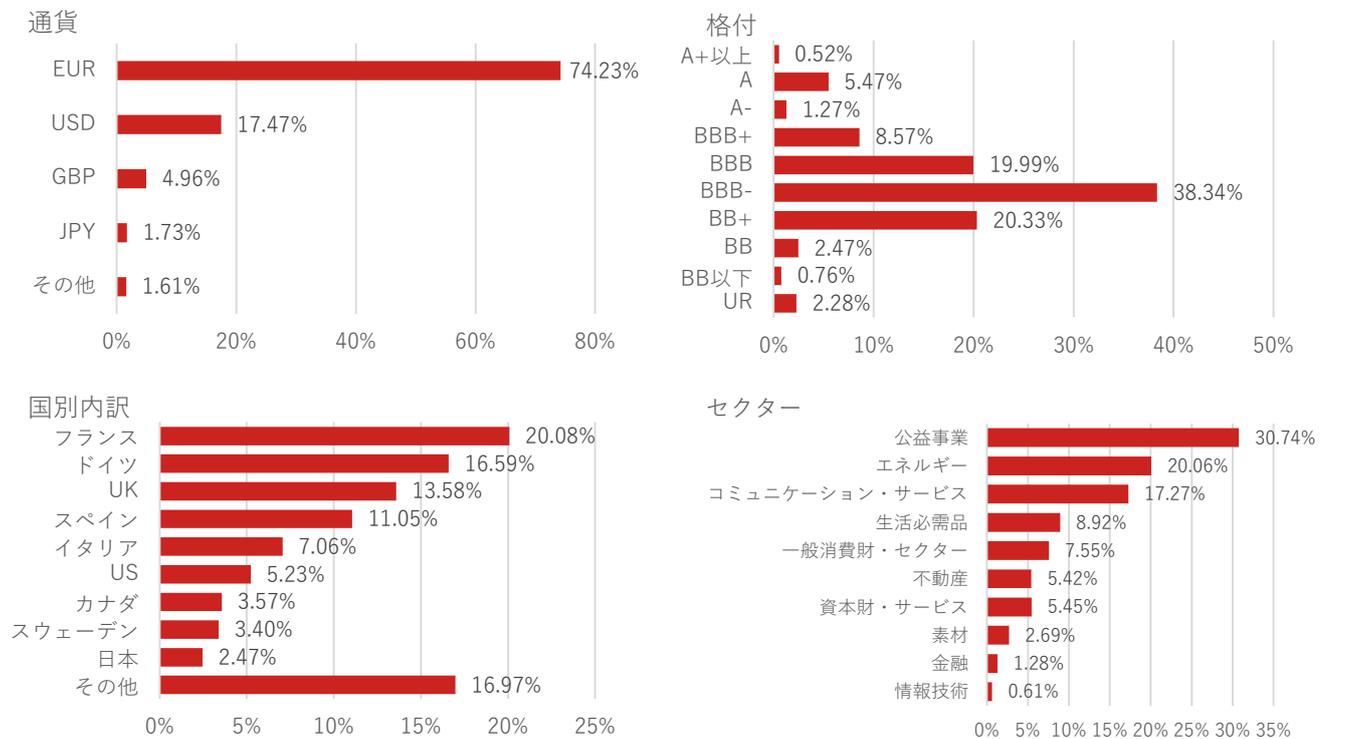
ハイブリッド証券の高いクオリティは以下の特性からも確認ができます。

- 発行体の多くが投資適格にレーティングされている。
- 発行体の多くは欧州等、主要国の事業会社である。
- 新興国市場からの発行はほとんどない。
- 業種別では、公益が多く、次いでエネルギー、通信と、相対的に景気との連動性の低い業種が多い。
- 発行体の大半は、そのセクターにおける代表的な企業であり、価格影響力がある。
- 米国の発行体や米ドル建て債券（銀行/金融機関）以外も多く、分散が可能である。

コーポレート・ハイブリッド証券の市場特性値（2023年8月18日時点）

	合計	*不動産部門を除く
Yield to Call(EURヘッジ、%)	10.53	6.91
Yield to Call(米ドルヘッジ、%)	12.31	8.69
Yield to Call(GBPヘッジ、%)	12.69	9.07
Yield to Call(円ヘッジ、%)	6.58	2.96
オプション調整スプレッド(bps)	281	254
実効デュレーション(年)	3.3	3.5
平均格付	BBB	BBB
銘柄数	295	260
発行体数	110	95
時価総額(EUR、10億)	186	176

コーポレート・ハイブリッド証券の市場構成（2023年8月18日時点）



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

ハイブリッド証券に注目する背景

コーポレート・ハイブリッド証券の主なリスクを緩和する要素

コーポレート・ハイブリッド証券は投資家サイドに有利な構造を持ちます。というのも、発行体は、今後の資金調達や資本コストへの影響を避けるために、クーポンを支払い、初回コール日に繰上償還させる等、強力なインセンティブを有しているためです。以下は、投資家の視点でのコーポレート・ハイブリッド証券の主なリスク要因及びそれを緩和する要素を示しています。

主なリスク	リスクを緩和する要素
デフォルトが発生した場合の劣後性	■高いクオリティを有する安定した発行体による発行が多い ■デフォルトの可能性は極めて低い
クーポン繰延リスク	■格付が相対的に高く、安定的なキャッシュフローと強固なバランスシートを持つ企業による発行が多い ■安定的かつ定期的な配当の支払いがなされている ■利払いを停止した場合、停止された利払いが累積するケースが一般的であり、発行体としても安定的な利払いを望む傾向がある
コールスキップリスク	コールをスキップすることにより ■資本性が低下することが多い ■段階的にクーポンが上昇することが多い ■市場でのレピュテーションが悪化し、今後の発行条件が悪くなりうる

投資家は発行体に対しオプションを売っていると考えられるため、利回りの向上が見込めます。加えて、オプションが行使されるリスクを緩和する要素も同時に有しており、総合的にみると魅力的な投資機会が提供されていると考えられます。

実際に、これらのオプションが行使されることは稀で、投資適格の発行体が発行するハイブリッド証券において、クーポンが繰り延べられたケースは過去ありません。加えて、投資適格の発行体によるコールスキップも極めて限定的で、この傾向は今後も続くと思われまます。

足元の市場環境でハイブリッド証券に注目している主な理由は以下の通りです。

1. クレディスイスのCoCo債による問題の余波は投資家心理にネガティブな影響を与え、ハイブリッド証券のスプレッドも拡大しました。しかし、CoCo債とは異なり、当局による株式転換や不履行（価値の消失）となる規制はないことから、今後、ハイブリッド証券のスプレッドは縮小すると見込んでいます。
2. 足元のハイブリッド証券市場において、より高い金利環境下ではハイブリッド証券が繰上償還される可能性が低いかなような値付けがされています。しかし、実際には上述の格付け会社による資本性の評価の減少や、コールスキップ後のクーポンステップアップによる繰上償還のインセンティブは、金利水準とは無関係です。コール日において、同じ発行体が発行するシニア債のスプレッドがハイブリッド証券のスプレッドよりも大きい場合に限り、ハイブリッド証券による資金調達が有利となりコールスキップが選択されます。今後金利動向が安定或いは低下し始めると、過去の金利低下局面と同様に、パフォーマンスは好転すると考えます。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

野村アセットマネジメントのアプローチ

我々がコーポレート・ハイブリッド証券のポートフォリオを構築する際には、ESG特性の強い投資適格且つ、先進国の発行体のみを投資対象としています。我々のアプローチは、長期的、ファンダメンタルズ、ボトムアップであることを特徴としており、3~5年の期間でベンチマークを上回ることを目標としています。我々は、著しく過小評価されていると思われる証券に焦点を当て、比較的集中投資ともいえるポートフォリオを構築します。市場にそのような投資機会が現れる環境を辛抱強く待ち、その機会をしっかりと捉えるべくファンドの運用をしています。

ハイブリッド証券はシニア債よりもボラティリティが高いだけでなく、様々な異なる特性を有します。そのため、ハイブリッド証券の価値を正確に算定するためには、発行体と個別銘柄に対する深い理解が必要となります。我々は発行体の目論見書を注意深く分析するだけでなく、各発行体のストレステストを行い、様々なリスクシナリオの下でコールスキップリスクを検証しています。また、発行体が入場して何年か、配当支払いの履歴などの歴史や債券投資家との関係性なども併せて調査します。

我々は環境が悪い中でも安定した、価格影響力のある、強固で信用力の高い発行体に対して積極的に投資を行います。その中でも特にファンダメンタルズから大幅に下回って取引されている証券に注目します。新たに発行されたハイブリッド証券への投資に際しては、長期的なリスク調整後リターンの観点で最適なポートフォリオを構築することを目指し、潜在的な期待リターンを他の投資機会と比較し、投資判断を行います。我々は、当該市場における足元での成長と発展により、長期的なアクティブ投資を行う投資家にとって、魅力的な投資機会を提供できると考えています。

サマリー

ハイブリッド証券への投資により、投資適格の発行体から、ハイイールドのような高い利回りを享受することができます。また、強い経営基盤を持ち景気変動に強いディフェンシブな特徴を持つ非金融セクターの大きな価格影響力を有する発行体による発行が多いため、不況とインフレの両方の環境において良好なパフォーマンスをあげられると期待しています。

ハイブリッド証券は投資家にとって有利な構造を有しており、リスクの高いCoCo債と混同しないことも重要です。投資適格のハイブリッド証券の発行体によるクーポンの支払い繰り延べ事例や、クレジットスイスのような償却事例は過去にはなく、コールスキップが行われた事例も多くは見られません。金利がピーク圏にあり、今後低下する兆しがある足元の環境下において、ハイブリッド証券は魅力的な資産です。我々の運用はファンダメンタルズに基づいたバリュエーション投資アプローチを採用しており、投資家の皆様に素晴らしい投資機会を捉えるツールとして活用いただくことを目指しています。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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、ご自身でご確認ください。

企業の投資と収益性に着目した株式投資

合理的な企業経営と期待リターンの関係



SIO
師岡 勇弥



ポートフォリオ
マネージャー
白井 健人

企業経営と資本コスト

資本コストとは、企業が事業を行うために調達した資本にかかるコストであり、特に、株主から出資を受けて調達した資本に対するコストは株主資本コストと呼ばれます。

株主資本コストを、資本を調達した企業ではなく、資本を出資した投資家の視点から捉えると、投資家が企業への出資に際して要求する最低限の収益率と考えることができます。

日本においても企業経営における資本コストの重要性が認識されつつあります。2023年1月に東京証券取引所が公表した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」においては、経営者が自社の資本コストや資本収益率を把握することの重要性が指摘され、継続的

にPBRが1倍を割れている会社（資本コストを上回る資本収益率を達成できていない企業など）に対して、改善に向けた方針や具体的な取り組みなどの開示を求めていくべきであると述べられています。

株主から経営を委託されている経営者は、企業価値の向上に向けて自社の資本コストを上回る収益性を達成する必要があります。

そのためには、資本コストを上回る事業が存在する場合には投資を行い、逆に、そのような投資機会が存在しない場合には株主還元を行うなど、日々の経営判断において資本コストを意識することが求められることとなります。

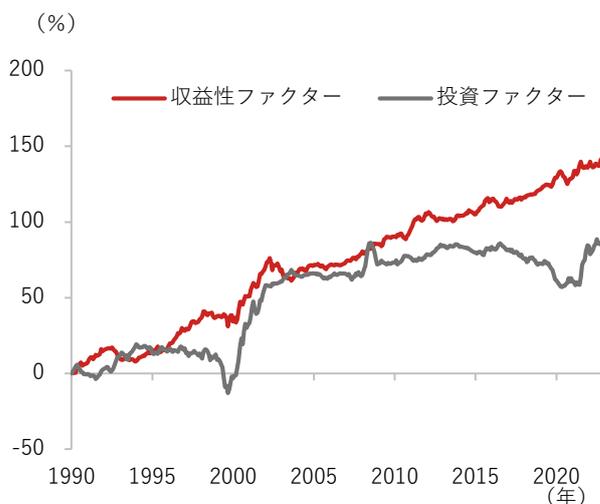
投資ファクターと収益性ファクター

企業の収益性や投資が株価リターンとどのような関係があるのかについては、これまでに幅広い研究が行われてきました。

一般的に、収益性が高い企業は収益性が低い企業と比較して将来の株価リターンが高い傾向があり、投資に抑制的な企業は、過剰な投資を行う企業と比較して将来の株価リターンが高い傾向があると報告されています。

株式市場では、株価の動きを説明する要素として小型株効果や割安株効果の存在が広く知られていますが、最近の研究ではそれらと並ぶ重要な要素として高収益効果および低投資効果を考慮することが一般的になりつつあります。

先進国市場におけるファクターリターンの推移
(1990年6月末～2023年7月末、月次、米ドル建て)



(出所) Kenneth R. French Data libraryのデータを基に
野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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、ご自身でご判断ください。

企業の投資と収益性、期待リターンの関係

そして企業の投資と収益性に基づく評価を合わせて考慮することの有効性についても、学術研究において報告されています。

一般的に、株主から企業の経営を委託された経営者は、企業価値を最大化することを目指して日々の経営判断を行います。

経営者が自社の株価が市場から過大評価されていると考える場合、高い株価を利用して資金調達を行い、投資家から評価されている事業を拡大することが合理的な判断となります。ここでは、企業の投資が拡大し、収益性は低下することが示唆されます（企業①過大評価）。

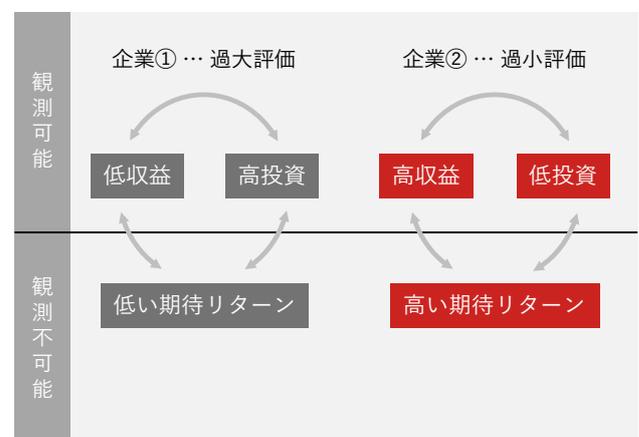
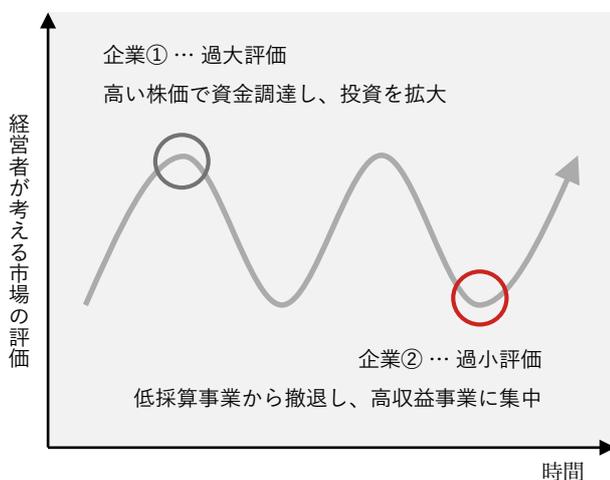
一方で、経営者が自社の株価が市場から過小評価されていると考える場合、投資家からの評価が低い事業から撤退し、収益性が高い事業に集中することが合理的な判断になります。ここでは、企業の投資が縮小し、収益性は向上することが示唆されます（企業②過小評価）。

企業①と企業②、そして期待リターンの関係を整理すると、企業①の経営者は自社の株価が割高だと考えているため、将来の期待リターンは低いことが示唆されます。逆に、企業②の経営者は自社の株価が割安だと考えているため、将来の期待リターンは高いことが示唆されます。

つまり、株式市場が効率的であり、企業の経営者が合理的な経営判断を行っている場合には、収益性が高く、投資を維持・縮小している企業は期待リターンが高く、収益性が低く、投資を拡大している企業は期待リターンが低いという関係が導かれます。

投資銘柄の選定において、企業の期待リターンを直接観測することはできません。一方で、企業の投資と収益性は財務データから観測することが可能です。したがって、企業の投資と収益性の評価は、企業の期待リターンを捉える指標としての活用が期待されます。

企業の投資と収益性、期待リターンの関係のイメージ



(出所) 野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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、ご自身でご確認ください。

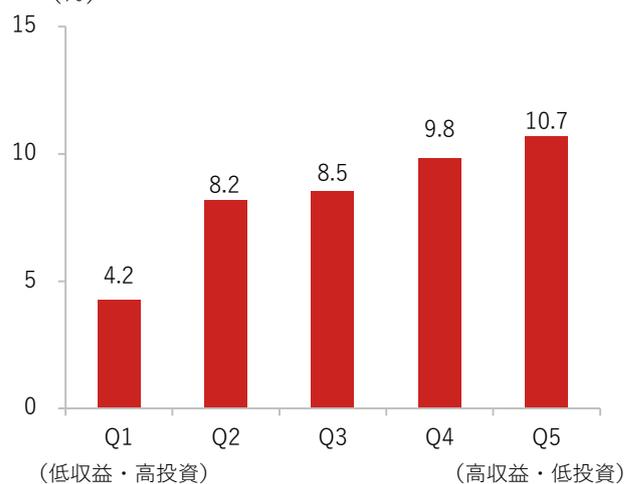
投資と収益性の評価とパフォーマンス

先進国市場の主要上場銘柄を対象に、企業の投資評価と収益性評価の平均値に基づいて5分位ポートフォリオを作成し、パフォーマンスを計測しました（時価ウェイト、月次リバランス）。

シミュレーション期間においては、高収益かつ低投資の企業が多く含まれる第5分位のリターンが年率10.7%であったのに対して、低収益かつ高投資の企業が多く含まれる第1分位のリターンは年率4.2%となりました。

学術研究が示唆する通り、実際の株式市場においても、高収益かつ低投資の企業は、低収益かつ高投資の企業と比較して高いパフォーマンスを示す傾向が確認されました。

投資と収益性の評価とパフォーマンス
(1991年1月～2023年7月、年率、米ドル建て)



(出所) 野村アセットマネジメント作成

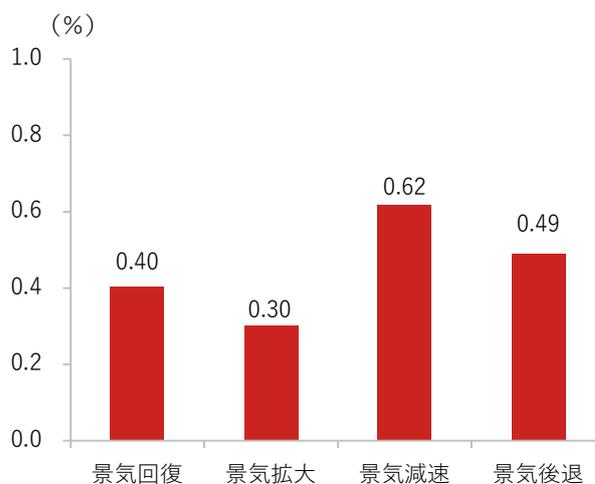
高収益かつ低投資の企業の強み

現実の高収益かつ低投資の企業とは、どのような企業でしょうか。企業経営の視点から考えると、投資家の資本コストを上回る高い収益性を実現しつつ、その収益性を維持するために、適切に投資を管理している経営品質の高い企業であると考えられます。

こうした企業のパフォーマンスには特徴があり、経済環境が悪化した局面において経営品質の高い銘柄への投資家の選好が強まることで、相対的なリターンが高くなる傾向があります。

経済の不確実性が高まりつつある足元の環境においては、改めて企業の投資と収益性の評価に着目する価値が高まっていると考えられます。

高収益・低投資企業と低収益・高投資企業のリターン差
(1991年1月～2023年7月、月次、米ドル建て)



(出所) OECDデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

人的資本経営

企業価値向上につながる人的資本経営とは



シニアESGスペシャリスト
皆越 まどか

人的資本情報の有報開示がスタート

2023年3月期以降、上場企業は有価証券報告書で人的資本に関する開示が義務付けられました。人的資本とは、人材や人材が持つ知識や技能、意欲などを指します。従来、企業の投資は工場や生産設備などの有形資産が中心でした。しかし、近年は産業構造の変化によって企業の競争力の源泉が特許やビジネスモデルなどの無形資産に移行しています。このため、企業の成長力を表す指標の一つとして、無形資産を生み出す人材に関する情報（＝人的資本情報）が注目されるようになりました。

これまでも自主的に人的資本情報の開示を行っていた企業はありましたが、2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで人的資本

に関する情報開示が盛り込まれたことに続き、今回、有価証券報告書という法定書類で人的資本情報の開示が義務付けられたことは、人的資本情報の重要性の表れといえるでしょう。

人的資本情報開示を巡る国内の動き

20年9月	経済産業省「人材版伊藤レポート」を公表
21年6月	改訂版コーポレートガバナンス・コードに人的資本の項目が追加
22年8月	内閣官房「人的資本可視化指針」を公表
23年度～	上場企業に有価証券報告書で人的資本情報の開示を義務付け

（出所）各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

人的資本情報の開示は世界的なトレンド

海外でも企業の人的資本情報に対する関心は高まっており、各国・地域で開示ルールの整備が進んでいます。

欧州では、2014年から非財務情報開示指令（Non-Financial Reporting Directive）によって売上規模が一定額以上の企業に対し、人的資本を含む非財務情報の開示が義務付けられました。その後、より詳細な開示ルールを定めた企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive）が公表され、2024年から順次適用対象が拡大される予定です。また米国では、2020年に米国証券取引委員会（SEC）が米国証券法に基づく「レギュレー

ションS-K」を改訂し、上場企業に対して年次報告書における人的資本情報の開示を義務付けました。

さらに、IFRS財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は「気候変動」に続くサステナビリティ情報の開示基準の策定を模索しています。ここでは、「生物多様性」「人的資本」「人権」「報告における統合」の4つが優先度が高いプロジェクトとして挙げられています。仮にISSBが「人的資本」に関する基準を策定した場合は、国内においてもこれを参考とした日本版の基準が作られ、企業に開示が求められることが想定されます。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

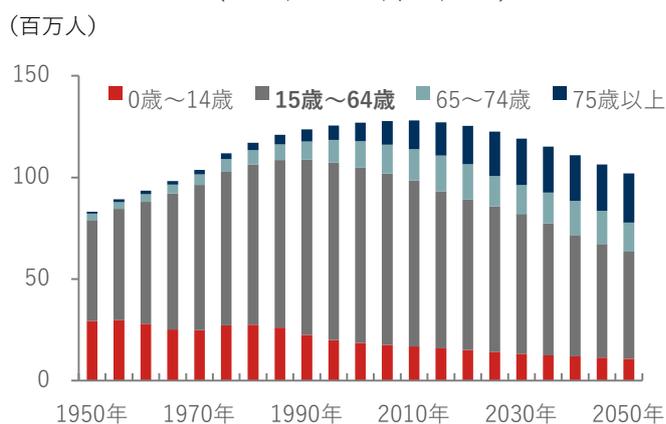
人口減少社会と人的資本

企業を取り巻く環境変化が大きくかつ複雑化する中で継続的に企業価値を高めるには、経営戦略に合わせて必要な人材を機動的に採用し育成することがより重要になっています。

特に日本では既に経済活動を担う生産年齢人口（15～64歳）が1995年をピークに減少に転じており、2050年には5,275万人と21年比約3割減少する見込みで、人材の確保がますます困難になっていきます。またコロナ禍を経て若い世代を中心に労働に対する価値観が変化中、多様な人材が働きがいを感じ、能力を最大限に発揮できる環境を整えることも重要な経営課題であり、人的資本に関する企業の取組みが注目さ

れています。

日本の生産年齢人口（15～64歳）推計
（1950年～2050年、5年ごと）



（出所）総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」を基に野村アセットマネジメント作成

人的資本に関する様々な研究が進む

企業の人的資本情報への関心が高まる中、野村アセットマネジメントでは人的資本と株価の関係に着目した分析を実施しました。具体的には、人的資本に関する指標を選定して企業の人材活用力を定量的に評価し、株価パフォーマンスとの関係を検証するというものです。日本の時価総額上位1,000社を対象に分析したところ、スコア最上位グループと最下位グループの年率リターンには明らかな差が出ており、人的資本評価の高い企業ほど投資リターンが高いという結果が得られました。

そのほか、足元で注目されているのは「従業員エンゲージメント」や「ウェルビーイング」、「コグニティブ・ダイバーシティ」などの人的資本指標です。「従業員エンゲージメント」と

は働きがいを指し、数値が高いと従業員がより主体的に仕事に打ち込んでいることを示します。また「ウェルビーイング」とは身体的・精神的・社会的に良好な状態にあることを指し、幸福度の高い従業員はそうでない従業員より創造性や生産性が高いことが分かっています。そのほか、ダイバーシティには性別や人種など変えられない属性に関する「デモグラフィック・ダイバーシティ」と、思考特性やスキル、経験の多様性を示す「コグニティブ・ダイバーシティ」の2種類があり、イノベティブな組織作りには後者が重要だとされます。

今後は企業と投資家の間で、こうした新しいトピックも参考にしながら、人的資本に関する対話を深めていくこととなります。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

企業価値向上につながる人的資本経営とは

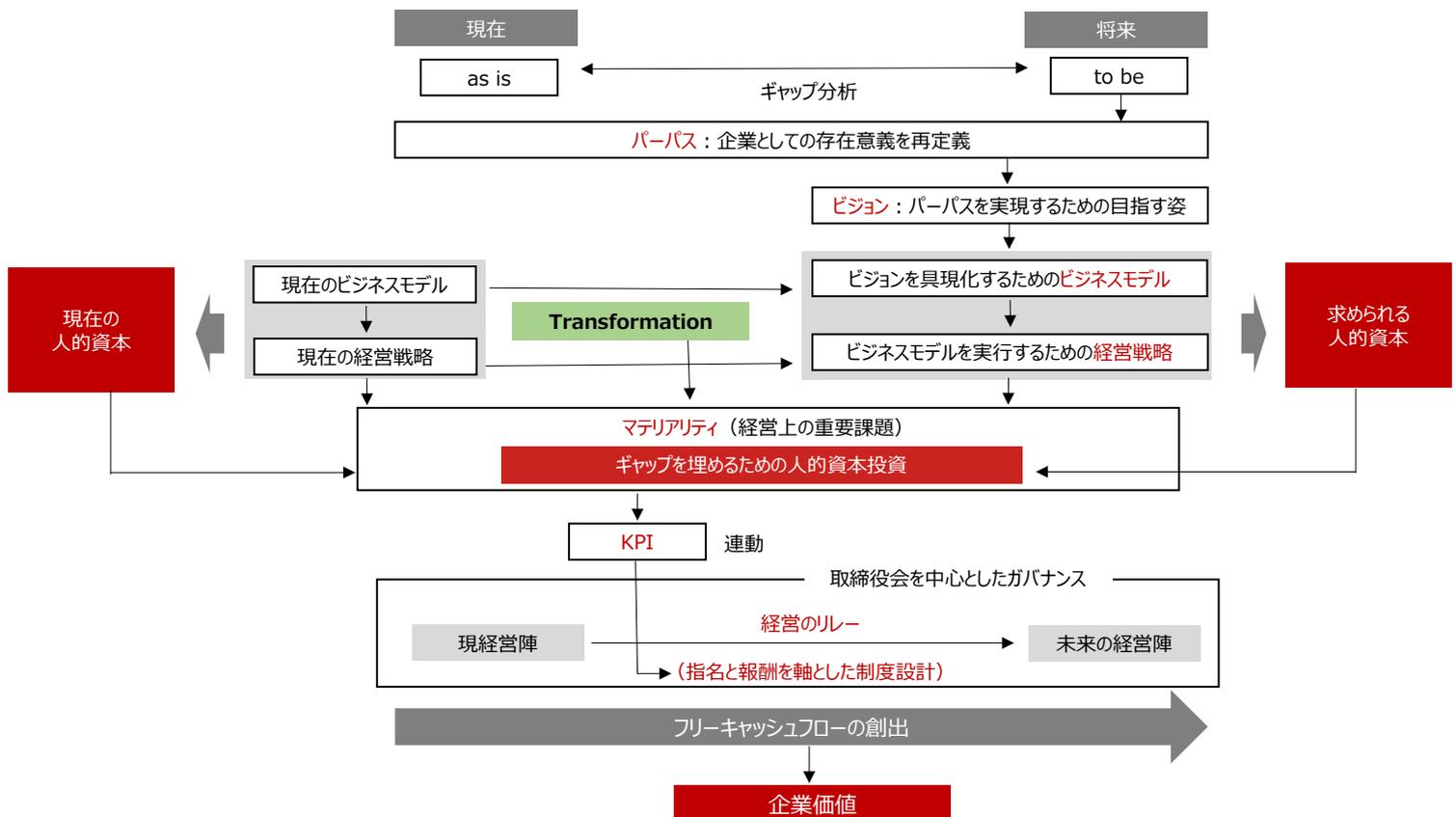
最終的に人的資本経営が目指すのは企業価値の向上です。それでは、企業価値向上につながる人的資本経営とはどのようなものなのでしょうか。

企業価値は、ファイナンス理論的には「将来キャッシュフローの現在価値」と定義されます。不確実性が高い時代において継続的に成長しキャッシュフローを生み出すには、将来の事業環境等の変化を踏まえた経営戦略と、それを実行に移す人的資本が必要です。そこで、現在の人的資本と将来の経営戦略を実行に移すための

人的資本のギャップを分析して把握し、このギャップを埋めるための人的資本投資を行う必要があります。そのうえで、課題別のKPIを設定して人的資本投資の進捗を管理し、定期的にレビューを行うことが求められます。

このような視点を持って投資先企業と人的資本に関する対話を行い、投資先企業の価値向上によって日本市場全体の底上げを図っていきたいと考えています。

企業価値と人的資本投資の関係



(出所) 野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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、ご自身でご判断ください。

エンゲージメント

東証がPBR1倍割れの解消に向けた対策を要請



エンゲージメント推進室長
内田 陽祐

東証はPBR 1 倍割れの解消に向けた取り組みを要請

2023年3月に東証は上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について取り組み強化を要請しました。これは事業会社だけでなく海外投資家を含めた多くの投資家に少なからずインパクトを与えました。PBR1倍という株価指標を明示したこと、これまでは踏み込んで議論されることがなかった資本コストを提示したことが大きな影響を与えたものと推測できます。

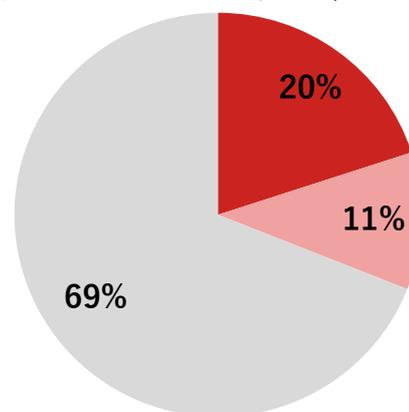
実際、プライム市場では2023年7月時点で取組み等を開示をした企業は検討中を含めて約3割超に達しており（右上図）、想定以上に早く東証によるアナウンスメント効果が確認できました。もちろん、一方で対応した企業数が十分でないとの見方もありますが、これだけ短期間に

実際に資本コストの開示は1割未満

エンゲージメント推進室では今年度初めに当社アナリストにヒアリングを実施し、資本効率、資本コストの各社の取組みを調査しました。右下表に比較的取組みが積極的なセクターを掲載します。資本収益率（ROIC）については、コングロマリット企業を多く抱える総合電機や総合化学などが一定程度導入するものの、資本コストについては電子部品や機械を除いて経営指標として導入する企業はほとんど見られませんでした。業種の偏りはあるものの、全体で見ると部門別開示を含め資本収益率を導入している企業が概ね2割程度、資本コストについては1割未満というのが実態であったと見ています。

相当数の企業が進捗を開示した点を考えると企業サイドの対応が早かったと十分に評価できません。

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請を踏まえた開示状況（プライム市場）



■ 取組み等を開示 ■ 検討中と開示 ■ 記載なし

（出所）株式会社東京証券取引所上場部の資料を基に野村アセットマネジメント作成

ROIC、資本コストの導入・開示状況

セクター	取組みと進捗
総合電機	ROICは多くの企業が導入しているが、主に社内向け管理指標。資本コストの導入はなし。
半導体製造装置	ROICは2社が社内管理指標として導入。資本コスト開示はなし
電子部品	国際優良企業を中心にROIC/資本コストともに3割程度
商社	ROICは1割程度、資本コストは1社のみ
化学・繊維	ROICは2～3割/資本コストは1割程度
自動車	ROICは1割程度。部門別の必要はない。資本コストもない。
機械	社内収益管理用にROICは3割程度/資本コストは4割程度

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

資本収益性に関するエンゲージメント

資本収益性に関わるエンゲージメントは継続して取り組まれているテーマでもあります。我々のエンゲージメントは毎年更新される重点テーマ（9つ）に沿って行われていますが、「資本効率性に対するコミットメントの強化」、「合理的な財務戦略の説明」、「事業戦略とサステナビリティの統合」など複数のテーマにまたがっています。内容的には、部門別ROIC、資本コストの開示、それを踏まえた事業ポートフォリオ戦略の再編、最適資本構成設定などが挙げられており、資本収益性に着眼したエンゲージメント・ゴールは高い割合を占めており直近1年間（2022年9月末～23年9月末）では1.4倍に増加しています。

資本収益性を意識したエンゲージメント

次に、事例の紹介に移ります。実際には中期経営計画などにおいて資本収益性に関する情報開示や財務戦略の説明だけでバリュエーションが切り上がったたり、PBR1倍の解消が進むわけはありません。

即効性が認められる施策は、自己株取得など株主還元強化によるバランスシートの余剰資金を解消すること、すなわちバランスシート改革です。依然として多くの日本企業が適正水準を超えるキャッシュを保持しており、研究開発や人的資本への投資増、さらなる株主還元が求められます。

中堅半導体メーカー

当該企業は利益を安定的に計上しているものの、多額の金融資産が資本効率性低迷の要因となっ

重点テーマ（2022年度）

- (1)事業戦略とサステナビリティの統合
- (2)気候変動
- (3)自然資本
- (4)人権リスク
- (5)多様な価値観を持つ人的資本の活用
- (6)ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた課題解決
- (7)取締役会の再定義
- (8)資本効率性に対するコミットメントの強化
- (9)合理的な財務戦略の説明

ゴール件数

	22/3	22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9
エンゲージメント・							
ゴール合計	420	535	665	793	905	990	1072
資本収益性関連	85	94	112	128	146	151	158
割合	20%	18%	17%	16%	16%	15%	15%

（出所）野村アセットマネジメント作成

ていました。当社は、役員業績連動報酬の指標が営業利益や純利益のみである点を問題視し、資本効率性指標を加えることを働きかけました。2023年にROEが連動指標に加えられ、今後は資本効率性に対する経営陣のコミットメントの強化が期待されます。

中堅運送会社

当該企業は多額の金融資産を保有する一方で、金融資産の活用方針や資本効率性目標が設定されておらず、資産が有効活用されていない懸念があるとして、2021年から当社は複数回エンゲージメント活動を行いました。当該企業は2023年6月の中期経営計画公表に合わせて、成長戦略、ROE目標、株主還元方針を公表しました。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

資本効率を題材としたエンゲージメント

続いて、個々の企業が抱える最重要課題（マテリアリティ）にフォーカスしたエンゲージメント事例を挙げます。

大手タイヤメーカー

当該企業は自動車用途から建築・産業用向けに事業展開を図りOHT（オフハイウェイタイヤ）の大型買収を実施するものの、市場の評価は低位にありました。当社はOHTに関する事業説明会と成長戦略の説明を求めました。当該企業は建築・産業（非自動車）用途の強化策を開示し、2023年通期で300億円の政策保有株式売却を発表、OHT事業の事業資金に充てると発表しました。

大手小売り会社

当該企業はROEなどの資本収益性指標が低位に

推移しており、当社は当該企業に対して、資本収益性向上の戦略策定・開示を求めてきました。当該企業は2023年4月の説明会にて、PBR1倍を目指すことを念頭に、資本コストの算出と、資本収益率の目標値および向上施策を開示しました。

非鉄金属メーカー

当該企業は複数事業を手掛ける老舗企業ですが、低収益かつ業績ボラティリティの大きい事業を抱えており、当社は当該企業に対して、事業毎の資本収益率に関する開示と事業ポートフォリオに対する説明を求めてきました。当該企業は2023年4月の説明会にて、事業別の売上高成長率とROICを公表し、これを考慮した事業ポートフォリオ最適化の方針を示しました。

大手タイヤメーカー

エンゲージメント・ゴール

- ① SBT取得と環境への取り組み
- ② 取締役会の再定義（指名報酬委員会の議長が社長であることの改善）
- ③ 政策保有株式の縮減
- ④ 資本効率性のマネジメント報酬への反映
- ⑤ OHT(オフハイウェイ)事業に関する事業説明会の開催と成長戦略の説明



<野村アセットの質問>

<対話先企業の回答>

①政策保有株式が同業他社比で多い。

毎年きちんと判断しているが、多いのは認識している。
(2021/5 常務)

1

②政策保有株式の売却が進まない。

昨年は買収案件があり、株式売却を実施しづかった。会社側としても多すぎるとの認識は持っており、削減を進める。
(2022/9 常務)

1→2

③ゴム製品メーカー株式の一部を売却した。ただ依然として保有額は同業他社比で大きい。

政策保有株の多さはマネジメントも認識している。純資産比20%を意識しつつ、定量面・定性面の2観点から売却を検討する。
(2022/12/27 CSR企画室長)

2→4

④投資有価証券売却と特別利益計上予定を開示

⑤投資有価証券の売却を公表された。背景をもう少し教えてほしい。

売却の目的は、政策保有株式の縮減だけでなく、**PBR1倍割れも意識しての資本効率改善**。加えて5月初旬に「オプション」を予定する買収案件の買収資金として活用するため。今期は、引き続き政策保有株式の縮減に取り組むほか、先日発表した米国販売会社の売却などあわせて、TWSの買収資金の1年分を返済できるような取り組みを行う予定。
(2022/4/14 経理部長)

4→5

⑥通期300億円の株式売却を公表。

⑦同売却資金を充てた買収案件を中核に据えて、OHT事業を強化する方針を開示

5

2→4

(2023/8 会社発表)

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

世界経済の基本シナリオ

金融引締め効果の表出により成長鈍化へ向かう

既往の金融引締めの影響は出尽くしていないと予想

当社は既往の金融引締めが時間差（ラグ）をもって实体经济に影響することで、米国は失業率上昇を伴うマイナス成長になると考えています。ただし、その時期については従来予想していた2023年後半から半年程度後ろ倒しになると見えています。コロナ禍以前の長期に亘る低金利環境やコロナ禍における流動性供給等が、利上げ効果の発現を一部相殺してきたと考えられます。ただし、低金利下で借りた債務の借り換えに直面していく中で、今後、足もとの高金利は景気抑制的に作用すると予想しています。

それに伴い、インフレ圧力も弱まると考えています。

米国の中小企業向け新規貸出金利
(2018年1-3月期～2023年1-3月期、四半期)



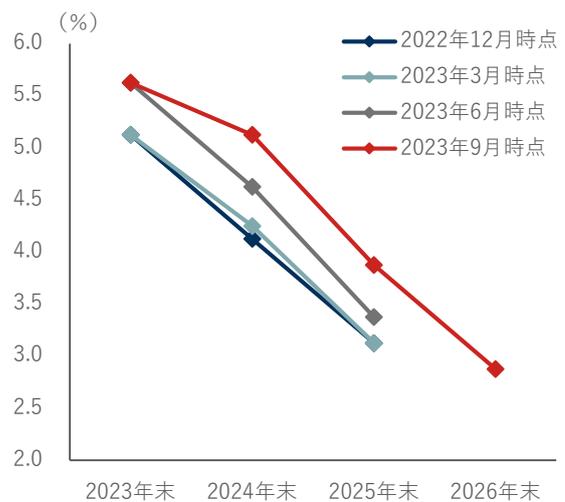
(出所) カンザスシティ連銀のデータを基に野村アセットマネジメント作成

2024年からは利下げへ

9月のFOMCではFF金利誘導目標レンジが据え置かれた一方で、参加者の政策金利見通し（中央値）において、年内1回の追加利上げが示唆されました。2024年以降は利下げ局面に入るものの、6月時点と比較して利下げペースは遅くなるという見通しとなっています。

当社が予想する緩やかな景気後退の下で、米欧中銀は2024年央以降、段階的に利下げを決定していくとの見方を維持します。中銀が柔軟な政策運営を行えば、2024年後半の経済は安定化に向かうと考えています。

FOMC参加者のFF金利見通し（中央値）



(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

世界経済のリスクシナリオ

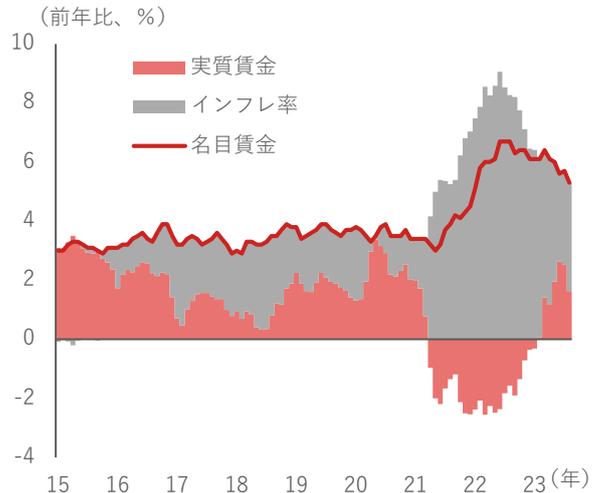
やや慎重な基本シナリオに対して、当面のリスクバランスはアップサイド

アップサイドリスク：景気後退の回避あるいは後ずれ

2024年前半に米国ではマイナス成長となるとの基本シナリオに対して、①成長モメンタムは鈍化するものの、景気後退は回避される、②景気後退は起こるがもう少し後ずれする、といったアップサイドリスクが考えられます。

インフレ率、賃金上昇率ともに鈍化してきましたが、ここ半年程度、名目賃金の伸びがインフレ率を上回っており、実質的な所得環境は改善傾向にあります。家計の「過剰貯蓄」は枯渇しつつあるとの推計もありますが、今度は実質的な所得環境が消費を支えることで、結果として景気後退が回避され、米国経済が巡航速度程度で推移する可能性は否定できません。

米国の実質的な所得環境
(2015年1月～2023年8月、月次)



(注) 名目賃金はアトランタ連銀賃金指標を用いた。実質賃金は名目賃金の前年比からCPIの前年比を引いて算出した。
(出所) アトランタ連銀、CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

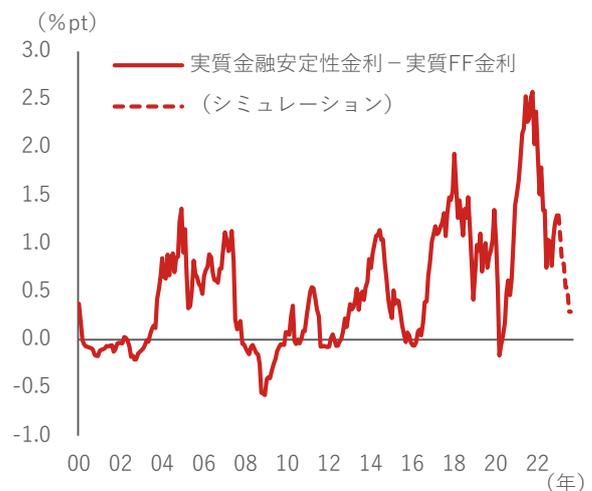
ダウンサイドリスク：大幅なマイナス成長あるいはショックの発生

当社の基本シナリオには、金融環境のタイト化とそれに対する中銀の行動による経済・物価への影響を織り込んでいますが、予想を大きく超えた金融環境の引き締まりが生じるダウンサイドリスクには十分注意を要するでしょう。

ニューヨーク連銀が推計した、金融安定性金利（これを超えると金融環境が不安定化する可能性が高まる）と実際の実質FF金利はかなり接近しています。

当面、経済のリスクはアップサイドの方が大きいかもかもしれませんが、累積的な利上げの影響が予想を超えて実体経済にマイナスに作用する、金融安定性が損なわれる、といったダウンサイドリスクも警戒すべきと考えています。

ニューヨーク連銀の推計による金融安定性金利
(2000年1月～2023年9月、月次)



(注) ニューヨーク連銀は2022年12月までの推計を発表。2023年は、実質金融安定性金利横這いを仮定し、2023年の利上げを反映した当社のシミュレーション。
(出所) ニューヨーク連銀のデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

景気循環

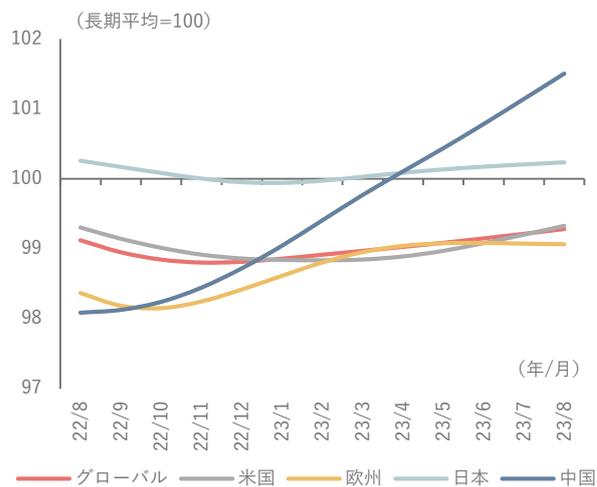
グローバル景気指数は回復を維持する一方、欧州景気の軟化で小幅な伸びに留まる

グローバル景気先行指数は上昇も緩やか

経済開発協力機構（OECD）のグローバル景気先行指数（CLI）は、昨年末付近から回復基調に転じてきました。前回の回復局面入りの時期は2020年前半であったことから、およそ3年半かけて景気が一巡したことになります。

グローバルCLIが回復期に入った一方で、個々の国・地域のCLIは方向感がまちまちとなっています。中国のCLIの上昇が目立つ一方で、米国・欧州・日本の回復は小幅となっています。また、欧州のCLIは、米国や日本より早い時点から景気回復の兆候が表れていましたが、直近は再び低下に転じています。こうした背景から、グローバルCLIの直近の上昇は、過去の類似期と比べてやや緩慢なものとなっています。

OECD景気先行指数の推移
(2022年8月～2023年8月)



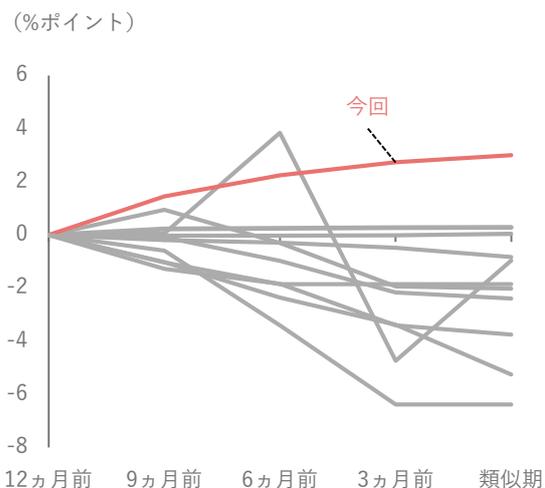
(注) グローバルはG7のデータ。欧州は主要4カ国のデータ。
(出所) OECDのデータを基に野村アセットマネジメント作成

欧州は逆イールド下で景気回復ができるかに注目

株式市場の回復は景気回復に先立って進んできました。この傾向は概ね過去と同様のものといえます。一方、過去の類似局面の中で異なる状況にあるのが金利環境です。過去の類似期の米国や欧州の政策金利は、景気回復に至るまでに利下げがなされており、金融緩和が景気回復のきっかけになってきたことはほぼ間違いありません。

米国とは対照的に、欧州のCLIは金利の引き上げが徐々に景気回復の重石となってきた可能性があります。ドイツでは今年3月から政策金利（中銀預金金利）が10年債利回りを上回る逆イールドが続いており、CLIを構成する複数の構成指標もそれに伴う形で悪化しています。

類似期の過去1年間の米国政策金利の推移
(1970年以降を対象とした景気局面の類似期)



(注) 類似期はグローバル景気を基に定量的に抽出したもので、米国政策金利について各期の12ヵ月前をゼロとした変化幅を記載。過去の類似期は1970年以降10件抽出される。
(出所) OECD、Refinitiv Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

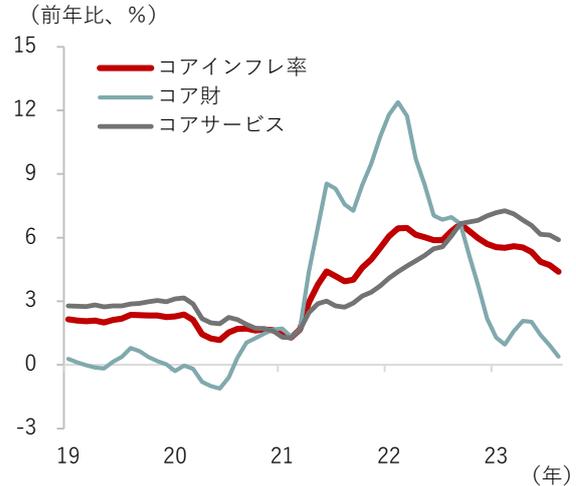
米国

足元の景気は底堅いが、今後は利上げ効果で下振れると予想

足元の景気は底堅いが、今後は下振れると予想

米国景気は底堅いです。利上げにもかかわらず、雇用増・賃金上昇と消費拡大との好循環が継続しています。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%を上回ったままとはいえ、インフレ率の鈍化が継続しています。こうした中、景気後退を回避しつつ物価目標を達成するという「ソフトランディング」への期待が強まっています。もっとも、インフレ率の内訳をみると、財物価の上昇率鈍化が顕著であるのに対し、賃金上昇を背景にサービス物価の上昇率鈍化は限定的です。サービスも含むインフレ率鈍化が進むには、景気後退や労働市場の悪化が必要となるでしょう。今後、コロナ禍で蓄積された「過剰貯蓄」の取崩しが進むのに伴い、利上げ効果が強まり、景気は下振れると予想しています。

米国のインフレ率
(2019年1月～2023年8月、月次)



(注) 消費者物価ベース。コアとコア財はエネルギー及び食品を除く、コアサービスはエネルギーを除く。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

FOMCは9月に利上げを見送るも、追加利上げの可能性は残存

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、7月に0.25%ポイントの利上げを決定した後、9月には利上げを見送りました。もっとも、パウエル議長は「利上げ見送りは、我々が適切な金利水準に到達したことを意味しない。追加のデータを待つためである」と述べ、今後の利上げに含みを持たせました。

9月時点のFOMC参加者の予測では、6月時点と比べ、利上げ到達点は不変でしたが、2024年以降の利下げペースが緩やかとなりました。それでも景気の基調の強さを反映し、2024年にかけてGDP成長率見通しは上方修正されました。一方で物価見通しは概ね据え置かれ、インフレ率の鈍化が継続するとの見方が示されました。FOMC参加者の予測は「ソフトランディング・シナリオ」に近いと言えるでしょう。

FOMC参加者の見通し

(単位：%)

		2023	2024	2025	2026
GDP成長率	今回(9月)	2.1	1.5	1.8	1.8
	前回(6月)	1.0	1.1	1.8	-
コアインフレ率	今回(9月)	3.7	2.6	2.3	2.0
	前回(6月)	3.9	2.6	2.2	-
政策金利	今回(9月)	5.6	5.1	3.9	2.9
	前回(6月)	5.6	4.6	3.4	-

(注) FOMC参加者の予想中央値。コアインフレ率は、食品・エネルギー除く個人消費支出デフレーター。GDP成長率とインフレ率は各年の10-12月期の前年比上昇率。政策金利は年末値。
(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

ユーロ圏

利上げ効果が景気を更に下押しする見通しだが、物価への波及を巡る不確実性が

足元の景気に停滞感。利上げ効果で今後も停滞が続く見込み

ユーロ圏景気は停滞しています。4-6月期のユーロ圏GDPは低い伸びとなりました。個人消費や設備投資が力強さを欠く一方で在庫投資がGDPを押し上げており、需要が弱い中で企業が意図しない形で在庫が積み上がった模様です。7-9月期に関しては、ユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）が節目の50を下回り景気停滞の継続を示唆しています。製造業に加えてサービス業も弱く、欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が広がっているとみられます。もっとも、景気停滞の物価への波及は遅れています。ユーロ圏インフレ率は鈍化傾向ですが、エネルギーや食品を除いたコアインフレ率の鈍化ペースは緩やかであり、インフレ圧力は強いままです。今後は利上げ効果が景気を更に下押しし、物価に波及すると予想しますが、不確実性は高いです。

ユーロ圏PMI
(2019年1月～2023年8月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

9月理事会が最後の利上げとなった模様

ECBは9月理事会で追加利上げを決定し、政策金利（預金ファシリティ金利）は過去最高の4.00%となりました。新たに発表されたECBスタッフの見通しでは、GDPやコアインフレ率が2025年にかけて総じて下方修正され、一見するとECBに追加利上げを急がせる内容ではありませんでした。しかし、ラガルド総裁は「物価目標への進展を強化するため」と追加利上げの理由を説明しました。今後について、声明文には新たに「十分に長い時間にわたって維持される限り、政策金利が適切な時期での物価目標への収斂に十分貢献する水準に達した」との文言が追加され、今回が最後の利上げとなる可能性が強く示唆されました。金融政策の焦点は、政策金利の水準から現在の水準を継続する期間へとシフトした模様です。

ECBスタッフによる経済見通し

(単位：前年比、%)

		2023	2024	2025
GDP 成長率	今回 (9月)	0.7	1.0	1.5
	前回 (6月)	0.9	1.5	1.6
HICP コア インフレ率	今回 (9月)	5.1	2.9	2.2
	前回 (6月)	5.1	3.0	2.3

(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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、ご自身でご判断ください。

日本

2024年後半のYCC撤廃を予想

物価の上振れリスクに注意

日本経済は、内需とインバウンドの回復が支えとなり、当面堅調な成長を続けると見えています。毎月勤労統計における実質賃金は高インフレの影響で前年比マイナスのままですが、先行きコスト・プッシュ要因の剥落と賃金上昇率の高まりによって、改善していくと考えています。

ただし、インフレ率が予想以上に上振れる可能性もあります。既往のコスト上昇の転嫁が長期化していることに加え、一部で賃上げ分を価格に転嫁する動きも見られます。他方で、マクロ経済スライドによって実質的な所得環境が悪化すると見られる年金世帯も存在します。消費拡大を伴う賃金と物価の好循環となるのか否か注目されます。

賃金と物価
(1991年1月～2023年7月、月次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

日銀の次の一手は2024年後半のYCC撤廃と予想

日銀は7月の金融政策決定会合で、イールドカーブ・コントロール (YCC) における長期金利について、実質的に上限を1.0%に設定し、これまでの変動幅の上限0.5%程度を上回ることを許容しました。次に焦点となるのは、YCCの枠組み自体とマイナスの短期金利です。

日銀の政策決定には、日本の賃金・物価動向のみならず、政治情勢や海外経済動向も影響するでしょう。9月上旬、植田総裁は賃金・物価動向の判断材料が年内にも揃う可能性はゼロではないと述べ、市場で材料視されました。しかし、2024年前半に海外経済の下振れリスクが意識される場合、自民党総裁選、多角的レビュー等のスケジュールも踏まえると、焦点は2024年10月会合になると考えています。

今後の主なスケジュール等
(2023年9月～2024年12月)

	海外経済	政治情勢	賃金・物価	日銀
2023年9月以降		自民党役員人事・内閣改造 (9月)		
2024年1-3月期	米国景気後退 (当社予想)		春闘第1回回答集計 (3月)	
4-6月期				
7-9月期	米国利下げ (当社予想)	自民党岸田総裁の任期満了 (9月)	最低賃金改定の答申 (7~8月)	多角的レビューの最終的な結果 (4月~10月)
10-12月期		米国大統領選挙 (11月)		

(出所) 日本銀行、各種報道を基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

中国

低成長は長期化する見込み

センチメントの改善なくして、強い回復は見込めない

経済再開に伴う回復は持続せず、中国の景気は失速しています。その最大の要因は、家計や民間企業のセンチメントの冷え込みにあると考えています。例えば、家計は経済再開後も消費に依然慎重で、所得の多くを貯蓄に回しています。これは、若年層の失業率の高さや、資産の大部分を占める住宅価格の下落などを受けて、経済の先行きに対して自信を失っているためです。また、民間企業は、需要見通しの悪化に加えて、当局の規制や地政学的対立に伴うビジネス環境の不透明性を背景に、積極的な投資を控えています。

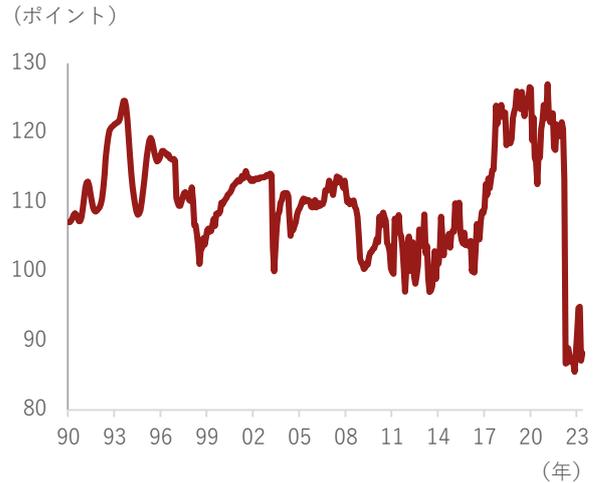
こうしたセンチメントの弱さは、自己実現しつつあります。先行きに対する悲観論が後退しない限り、強い回復は見込めないでしょう。

大型の財政刺激は打ち出されないだろう

民間部門の需要が不足する中では、政府が積極的に需要を創出し、センチメントの弱さによる悪循環を断ち切る必要があると考えます。しかし、政府は過去に見られたような大型の財政刺激策からは距離を置いています。政府は成長の「質」を強調し、長期的な金融リスクを高めかねない刺激策の導入に消極的な姿勢を示しています。住宅市場の低迷に伴って、地方政府の重要な財源である土地使用権の売却収入が大きく減少し、景気刺激の余力が限られていることも影響しています。

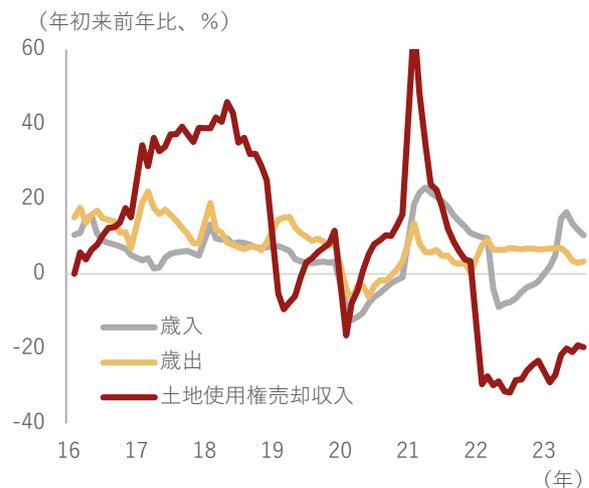
足元で小規模な政策調整は見られていますが、大型の刺激策が導入されない限り、センチメントの低迷を通じて、低成長が今後も継続しやすいと予想します。

消費者信頼感指数
(1990年1月～2023年5月、月次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

地方政府の財政状況
(2016年1月～2023年8月、月次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

新興国

景気・インフレの鈍化は継続。一部の国は利下げ局面へ

景気・インフレの鈍化は継続

新興国経済は、全体としては外需の落ち込みや金融引締めの影響を受けて、軟調に推移しています。インフレについては、コア・インフレ率（食品やエネルギーなどの変動の大きい品目を除いたインフレ率）が前月比でも低下するなど、鈍化基調が続いています。ただし足元では、食品やエネルギーの前年比効果による押し下げが一巡し、国際商品価格が上昇する中で、これらの項目は再びインフレ率の押し上げ要因となっています。

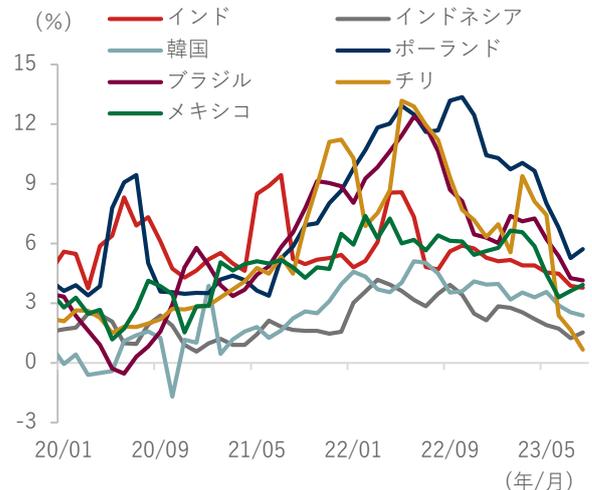
今後については、外需の落ち込みや引締めの金融政策が継続する中で、景気は軟調に推移すると見えています。インフレも鈍化が続くと見るものの、国際的な食品・エネルギー価格の上昇は上振れリスクとなるでしょう。

一部の国は利下げ局面へ

インフレ鈍化が進む中、チリやブラジルといった、これまで積極的な金融引締めを行ってきた国を中心に、利下げに転じる中央銀行が出てきました。また、これらの国は、今後も複数回にわたって利下げを継続することを示唆しており、これまでの非常に制限的な金融政策からの転換が示されています。ただし、こうした中銀を含め、全体としては慎重な金融政策姿勢が維持されています。

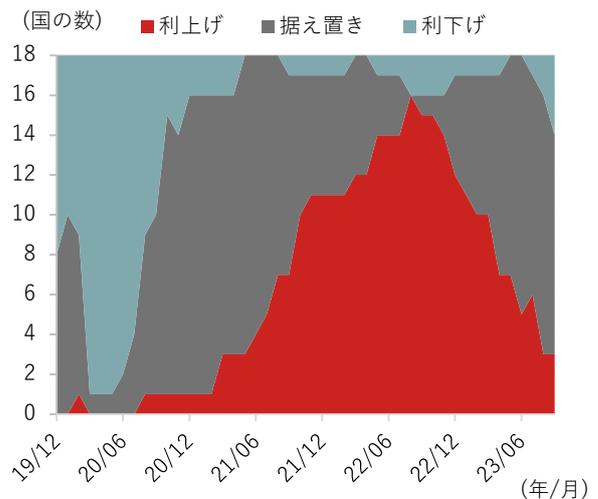
今後も、インフレ鈍化が継続すれば、利下げに転じる国が増えてくると見えています。ただし、慎重な金融政策姿勢は今後も維持され、食品・エネルギーを中心としたインフレ率の上振れや急速な通貨安が生じれば、利下げの阻害要因となるでしょう。

コア・インフレ率の推移
(2020年1月～2023年8月、月次)



(注) 季節調整済前月比(年率)の3ヵ月移動平均を使用。コア・インフレ率の定義は各国で異なる。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

主要新興国の金融政策動向
(2019年12月～2023年9月、月次)



(注) 金融政策動向は、政策金利の3ヵ月前からの変化で判定。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

各国経済・市場見通し

		2023				2024		2021	2022	2023	2024	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測	
				予測	予測	予測	予測					
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.4	3.1	2.3	2.3	1.5	1.1	6.2	2.9	2.5	1.5
	先進国	*2	1.5	1.7	1.0	0.4	-0.6	0.0	5.5	2.6	1.4	0.3
	新興国	*1,*3	3.7	5.2	3.9	4.0	3.0	2.5	7.4	3.4	4.2	3.2
	米国		2.0	2.1	1.8	0.9	-0.9	-0.3	5.9	2.1	2.0	0.4
	ユーロ圏		0.3	0.5	0.6	-0.5	-0.9	-0.1	5.3	3.4	0.5	-0.2
	日本		3.2	4.8	-0.7	1.4	1.0	0.9	2.2	1.0	1.9	1.1
	中国	*1	4.5	6.3	4.4	4.9	3.7	3.6	8.4	3.0	5.0	3.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.9	4.2	4.2	3.9	3.7	3.8	3.2	7.0	4.5	3.5
	先進国	*2	6.5	4.9	4.2	3.5	3.2	2.9	3.3	7.5	4.8	2.7
	新興国	*3	4.9	3.1	4.1	4.5	4.6	5.3	3.0	6.2	4.2	4.6
	米国		5.8	4.1	3.6	3.3	3.3	2.9	4.7	8.0	4.2	2.8
	ユーロ圏		8.0	6.2	5.1	3.8	2.7	2.6	2.6	8.4	5.7	2.3
	日本	*5	3.5	3.3	3.1	2.8	3.0	2.5	-0.2	2.3	3.2	2.4
	中国		1.3	0.1	0.1	0.4	0.6	1.9	0.9	2.0	0.5	1.9
政策金利 (%)	米国	*6	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	0.25	4.50	5.50	4.50
	ユーロ圏	*6	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	-0.50	2.00	4.00	2.00
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.80	3.65	3.45	3.45
10年債利回り (期末値、%)	米国		3.47	3.84	4.57	4.20	3.70	3.40	1.51	3.87	4.20	3.50
	ドイツ		2.29	2.39	2.84	2.40	2.00	1.90	-0.18	2.57	2.40	2.00
	日本		0.35	0.40	0.77	0.60	0.45	0.40	0.07	0.42	0.60	0.50
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,109	4,450	4,288	4,200	4,100	4,250	4,766	3,840	4,200	4,600
	ユーロ300		1,811	1,832	1,785	1,720	1,700	1,770	1,890	1,678	1,720	1,830
	TOPIX		2,004	2,289	2,323	2,290	2,150	2,200	1,992	1,892	2,290	2,350
	MSCI EM (\$)		990	989	953	940	930	970	1,232	956	940	1,000
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.09	1.09	1.06	1.07	1.05	1.05	1.14	1.07	1.07	1.11
	日本円/米ドル		133.1	144.5	149.2	145.0	140.0	135.0	115.2	131.9	145.0	132.0
	日本円/ユーロ		144.6	157.7	158.0	155.0	147.0	142.0	131.0	140.8	155.0	147.0
	人民元/米ドル		6.87	7.26	7.30	7.30	7.40	7.40	6.37	6.95	7.30	7.10

		2021	2022	2023	2024
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド	74.3	82.7	83.0	80.0
	インドネシア	14,253	15,568	15,400	14,500
	ブラジル	5.6	5.3	5.0	4.7
	メキシコ	20.5	19.5	17.3	16.5
	南アフリカ	16.0	17.0	19.0	18.0
	トルコ	13.3	18.7	29.0	38.0
政策金利 (%)	インド	4.00	6.25	6.50	6.00
	インドネシア	3.50	5.50	5.75	5.00
	ブラジル	9.25	13.75	11.75	9.00
	メキシコ	5.50	10.50	11.25	9.00
	南アフリカ	3.75	7.00	8.25	7.50
	トルコ *6	14.00	9.04	35.00	35.00

(注) 見通しは2023年9月25日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント

当資料は、投資環境に関する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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。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説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

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。

特定の有価証券への言及は、説明目的のみのためであり、有価証券の購入または売却を推奨するものではなく、また価格などの上昇や下落を示唆するものでもありません。

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。

当資料で使用した指数の著作権等

- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「東証株価指数（TOPIX）」に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数（TOPIX）」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数（TOPIX）」に係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、「東証株価指数（TOPIX）」の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。
- 「S&P500 Index」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シーズエルエルシーに帰属しております。
- 「FTSEユーロファースト300」インデックスにおけるすべての権利はFTSEに帰属します。「FTSE®」はLSEGの商標であり、ライセンスに基づき、FTSEにより使用されています。
- 「MSCI Emerging Market Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有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。
- ICE BofA Global Hybrid Non-Financial Corporate Index(GNEC)、ICE BofA Global Hybrid Non-Financial High Yield Index(HNEC) は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。当該指数に関する一切の知的財産権その他一切の権利はICE BofAに帰属しております。

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

2023年10月現在

ご購入時手数料 上限3.85%（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2.222%（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ください。ご自身でご判断下さい。

NOMURA
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