

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

2024年春号

# INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

野村アセットマネジメント



『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。2024年春号では以下の点について分析してみました。

今年に入って日経平均株価が史上最高値を更新しました。そこで、まずは高値に沸く日本株の行方を考えてみました。次に、米国ハイ・イールド債市場の見通しを1年ぶりに更新しています。また、トピックとして、世界のテクノロジー需要をけん引する生成AI、および、半導体市場の見通しを、そして、ESGの観点から自然資本について、弊社プロフェッショナルが解説しています。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2024年3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 2024年 春号

02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	18 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	19 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	20 景気循環
06	日本株式市場	21 米国
09	米国ハイ・イールド債市場 見通し	22 ユーロ圏
	トピック	23 日本
12	生成AI/半導体	24 中国
15	自然資本	25 新興国
		26 各国経済・市場見通し

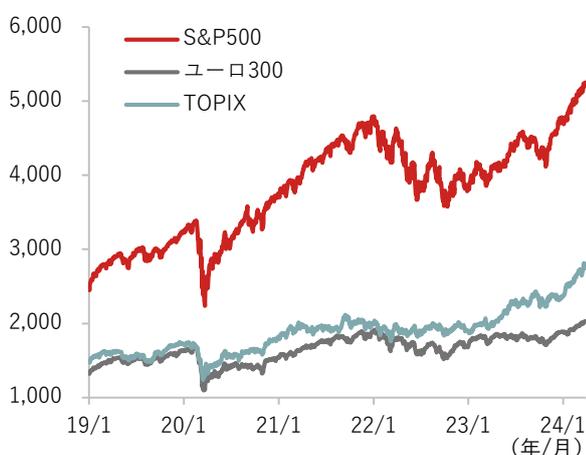
# 金融市場の動き

2024年1-3月期の金融市場では、米国景気の底堅さやインフレ懸念を背景に、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ観測が後退し、米金利が上昇しました。金利上昇にもかかわらず、堅調な企業業績やAI関連企業の成長期待等を背景に、日米欧の株式市場では、株価が史上最高値を更新しました。為替市場では、日銀の政策変更への思惑から一時的に円高に振れる局面も見られたものの、米金利が上昇する中、再び円安が進みました。

## 日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2024年3月29日、日次)

(ポイント)

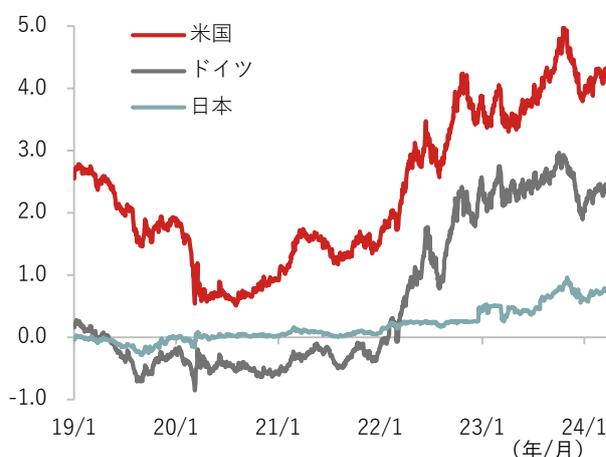


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2024年3月29日、日次)

(%)



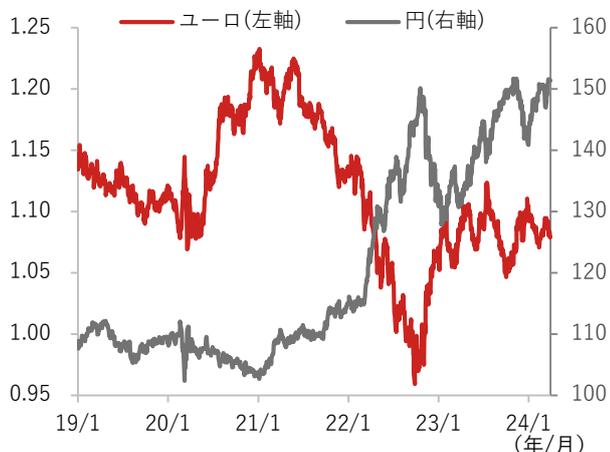
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2024年3月29日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

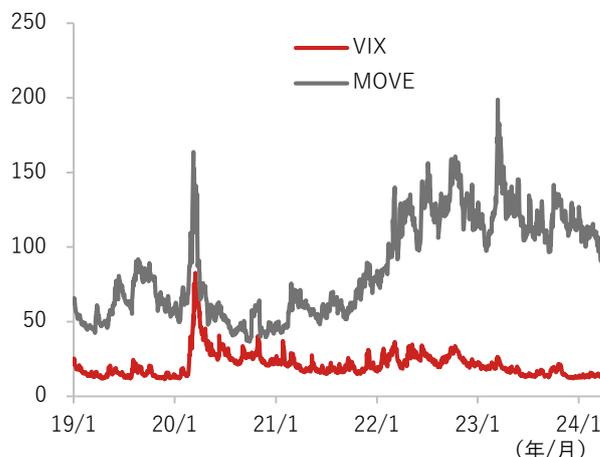


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2024年3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

米欧利下げ局面入りとなる中、金利は低下方向、株価は振れを伴いつつも上昇傾向と予想



チーフ・エコノミスト  
胡桃澤 瑠美



常務・CIO  
村尾 祐一

## 米国の底堅い経済成長の持続性が金融市場にとって重要に

当社は既往の金融引締め効果が強まる下で、米国経済が夏にかけて減速すると予想してきました。しかし、2024年に入って発表された経済指標の多くは堅調な成長継続を示唆しており、雇用・所得と消費の「好循環」は当面維持される可能性が高いと判断しました。コロナ禍の財政移転による「過剰貯蓄」が逓減する一方、供給要因によるインフレ鈍化が進む下で実質所得環境が改善するなど、消費のサポート役がスムーズに移行した可能性があると考えます。

他方で、(1) クレジットカードの延滞率が上昇傾向にあるなど、借り入れに依存した消費は難しくなりつつあること、(2) 高金利が維持され

る下で、企業は債務の借り換え時には高コストに直面すること、などを背景に「好循環」は多少なりとも弱まっていく、と予想しています。言い換えると、ここから2%前後の成長ペースがある程度維持される可能性は相応にあると見る一方、自律的に成長ペースが加速する確度は高くないと考えています。

また、景気と物価のバランスから判断すると、潜在成長率は上振れていると思われます。そうであれば2%成長軌道の下でもインフレ率は緩やかに鈍化していき、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融引締め度合いを調整する意味での利下げを行えるでしょう。

## 債券利回りは低下傾向に

1月の当資料では、金融市場の利下げ織り込みは行き過ぎであり、金利低下に揺り戻しが生じる可能性に言及しました。実際、3月にかけて市場参加者の金融政策見通しに変化する下、米国10年債利回りは2023年12月下旬の3.8%割れから足もとで4.3%前後まで上昇しました。

ただし、先行き、利下げの現実味が高まる2024年央にかけて、長期金利は低下傾向になると見えています。その後、緩やかなペースでの利下げが継続したとしても、景気が安定化する中、長期金利は横這い圏の推移になるでしょう。

ドイツ、日本の国債利回りも米国債利回りにある程度連動すると考えています。

日本銀行は3月の金融政策決定会合で、異例の

大規模緩和から、短期金利を主たる政策ツールとする「普通」の金融政策に回帰しました。

円債利回りについては、日銀の政策変更が市場予想の範囲内にあり、長期国債の買入れペースが当面維持されること、また金利急上昇時には指値オペ等があり得るとされたこと、などから比較的落ち着いた推移となっています。当社は年内に0.25%程度への追加利上げとバランスシート縮小があり得ると見ていますが、欧米の金利が安定的に推移する予想の下、円債利回りのみ大きく上昇する可能性は限定的と考えています。

---

## 米ドル安基調を見込むが対円では小幅な変動にとどまると予想

---

米国の金融政策に関する思惑の変化を背景に、米債利回りが上昇傾向となる中、2月半ばにかけて米ドルは対円、ユーロで増価基調となりました。その後、欧州中央銀行（ECB）当局者による早期利下げ観測を牽制するような発言がなされたり、日本銀行の政策変更を巡る思惑などから、米ドル安になる局面もありました。しかし、日本銀行の政策変更が市場予想の範囲内にとどまったことなどから、円は対米ドルで一時151円台まで円安が進みました。

先行き、米ドルとユーロの相対感を考える上では、金融市場のリスク選好度が重要になると考えています。金融危機のような急激かつ持続し

やすいリスクセンチメントの悪化が回避され、米債利回りは低下しレンジ圏で推移するとの予想が正しければ、米ドルは対ユーロで減価傾向になると考えています。

円については、資金フローの面で構造的に大幅な円高にはなりにくいと考えていますが、米国が緩やかな利下げに向かい、日本は追加利上げの可能性がある下で、金融政策の方向性の相違が若干の円高をもたらすと予想します。

---

## 株式市場は上昇傾向と予想

---

米国の早期利下げ期待が後退したものの、その背景に米国経済の堅調な成長があることから、株価は昨年12月末以降、上昇傾向となっています。FRBが想定するような、底堅い経済成長とインフレ低下の下で、金融引締め度合いを調整するための利下げとなれば、株価にとっては1株当たり利益（EPS）、株価収益率（PER）ともにポジティブに作用するでしょう。

FRBが3月に示した経済見通しよりも若干成長率見通しを弱く見ていること、また、ここまで株価が急ピッチで上がってきたこと、などを勘案すれば、一時的に株価に調整が起きる可能性はあると考えられます。ただし、年末まで見通せ

ば、振れを伴いながらも上昇傾向を維持すると予想します。

日本株については、当社予想通りに円高が進めば、企業収益にとっての重石となるでしょう。他方で、日銀がマイナス金利を解除しても、依然として金融緩和領域にとどまること、円高はコスト抑制につながる面もあること、などを勘案すると、やや円高になったとしても相応の株価上昇が期待できると考えています。

# 日本株式市場

軽い調整含みの値固めの時間へ移行すると予想



チーフ・ポートフォリオ・マネージャー  
福田 泰之

## 1989年大納会に付けた史上最高値を34年ぶりに更新し、一気に4万円も突破

年明け以降、日本株の快進撃が続いています。世界的に株価は堅調に推移していますが、とりわけ日本株の上昇が際立っており、3月15日までの年初来でダウ平均株価が+2.7%、S&P500が+7.3%、NASDAQ総合指数が+6.4%上昇する中、日経平均株価は+15.7%（TOPIX（東証株価指数）は+12.9%）とさらに大きな上昇率と

なりました。特に、株価指数への影響が大きな主力大型株が騰勢を強めており、TOPIXを構成する時価総額の大きい銘柄から順に、100銘柄（大型株指数）、400銘柄（中型株指数）それ以下（小型株指数）の同期間のリターン（配当含まず）は、それぞれ+15.3%、+8.6%、+8.2%となっています。

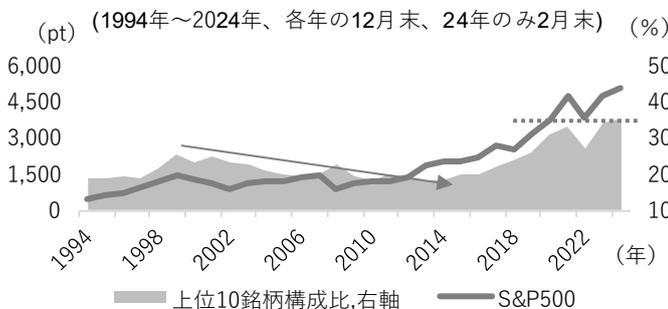
## 大型株主導であっても全く異なる日米株価上昇の内実

同期間にS&P500が、時価総額上位1,001～3,000位の銘柄で構成されるRussell2000指数を約6.7%アウトパフォーマンスしていることから、米国株においても大型株が相場上昇のリード役となっており、中でも、いわゆる“マグニフィセント・セブン”（アップル社、マイクロソフト社、アルファベット社、アマゾン社、メタ社、エヌビディア社、テスラ社）などの一部のテクノロジー銘柄に牽引された株価上昇の様相を呈しています。足元で、これらの7銘柄だけでS&P500の時価総額の約30%を占めており、1970年代のニフティ・フィフティ・ブーム、

2000年前後のITバブルなど、米株式市場の歴史を紐解けば、狭いブレス（物色の範囲）を特徴とする株価上昇の持続性については懸念されるところです。対照的に、日本においては、株価が上昇基調に入った2023年初以降、様々な業種の循環物色による市場全体の底上げが進んでおり、株価上昇は健全で、持続性も米国株より強いと考えています。下図は、S&P500とTOPIX500に占める時価総額上位10銘柄の構成比の推移をみたものですが、近年S&P500に占める比率上昇が際立っています。

※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格の上昇や下落を示唆するものではありません。

S&P500と時価総額上位10銘柄構成比率

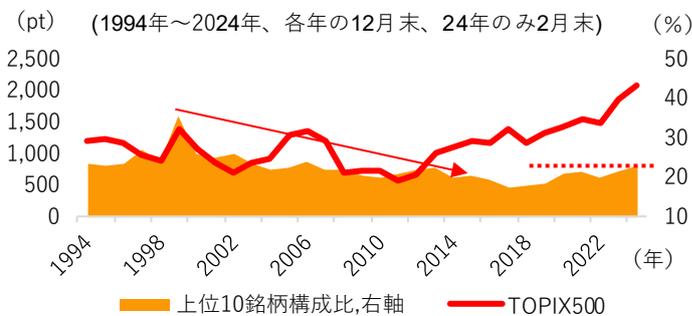


(注) 構成比率は浮動株を考慮していない。2004年以前の時価総額上位10銘柄構成比率は時価総額が取得できない一部の構成銘柄を除いて計算している。

(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、会社としての統一の見解ではないものもあります。

TOPIX500と時価総額上位10銘柄構成比率



(注) 構成比率は浮動株を考慮していない。1999年以前の時価総額上位10銘柄構成比率は時価総額が取得できない一部の構成銘柄を除いて計算している。

(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。

---

エヌビディア社：P（株価）は妥当、E（一株当たり利益）も当面盤石  
→（相場の勢いは弱まろうが）P/Eに割高感はないため、大崩れはない

---

“マグニフィセント・セブン”の中でも、ここ数年の株価上昇があまりにも顕著であるがゆえに、エヌビディア社については株価評価が必ずしも定まっているとは言えず、同銘柄をはじめとして生成AI（人工知能）関連銘柄の株価上昇がバブルではないかとの懸念が浮上しています。私は、株価形成はバブルではないと考える一方で、もしバブル的な要素があるとすれば、利益の方である可能性が高いと想像しています。さて、 $P（株価）= E（一株当たり利益） \times P/E（株価収益率）$ で表されます。現在約900米ドルのPがバブルだとすれば、29.44米ドルの2026年度（25年2月-26年1月）予想Eか現在約30倍程度のP/Eのどちらか、あるいは両方がバブルということになります。

そこで、それぞれについて以下、検討してみましょう。Eについては、かつてインテルが従来型のサーバー用MPU（マイクロ・プロセッシング・ユニット）市場で圧倒的シェアを長期にわたって維持したように、エヌビディア社が生成AI向けのサーバーに搭載されるGPU（グラフィックス・プロセッシング・ユニット）市場で享受している超過利潤をもたらす高シェア、高単価をどのくらい長期間、維持できるかがポイントになると思われます。

それに対する現時点での答えは、相当程度長い期間維持できるのではないかと私は考えています。

GPUを生産する最先端プロセスノード（世代）の製造能力はTSMC社に限られており、供給に限られている以上、エヌビディア社がシェアを奪われたり、価格競争に巻き込まれたりする可能性は低いと思われ、現在の高株価を支える高収益は相当長い期間サステナブルだと思われるからです。したがって、株価形成のベースとなるEはバブルとは言えないと感じています。

また、30倍で現在取引されているP/Eについても、成長株としては特段の割高感があるとは考えられません。ただし、株価上昇が今後も継続し、ITバブル期にしばしば揶揄されたように「ホッケースティックチャート」（ホッケースティックのような形状をしたチャート）の銘柄が多く見られるようになった場合は、危険信号だと認識すべきだと考えています。

以上から、エヌビディア社のP（株価）約900米ドル、そのベースとなるE（一株当たり利益）約30倍で取引されているP/Eいずれも、相応の合理的期待に基づくものであり、大数の法則による相場の勢いのスローダウンはあっても、バブル崩壊のようなクラッシュが起きるとは考えにくいと見ています。

※個別銘柄の記載は、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。

※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。

## 日本株の見通し：米大統領選通過まで調整含みの値固めの展開を予想

日経平均株価はコロナショック後の2020年3月安値からの戻りが14,400円強、2022年3月安値から、2023年6月高値までの戻りが9,000円余りであったのに対し、2023年10月安値から2024年3月7日高値までの上昇幅は既に9,980円余りに達しており、株価上昇には一服感が出てもおかしくない水準に来ています。

先述のように、いわゆる“マグニフィセント・セブン”がS&P500の時価総額に占める比率が約30%に達する中、残りの米国株における次のリーダーシップが見当たらないこと、米大統領選挙まではリスクオンとはなりにくいこと、景気や物価見通しが従来想定よりも上振れ気味で推移する一方で、債券市場は依然として年内3回の利下げを織り込んでおり、米10年国債利回りには上昇リスクがあると思われること、などから、米国株は今後は上値の重い展開が予想され、日本株についても頭を押さえる方向に働くと見ています。昨年10月4日のザラ場安値30,487円から3月7日のザラ場高値40,472円まで、わずか5ヵ月で9,984円もの上昇をみせてきただけに、日経平均株価はしばらく3万円台後半か

ら4万円近辺で値固めの時間が必要ではないでしょうか？そして、ワンタッチではなく、真の意味で平成バブル高値の更新、4万円の大台が定着するのは2025年になるであろうと考えています。

日経平均株価の推移  
(2020年1月5日～24年3月15日、日次)



(注) ①：2020/3/19～、②：2021/9/14～、③：2022/3/9～  
④：2023/6/19～、⑤：2023/10/4～、⑥：2024/3/7～

(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。

# 米国ハイ・イールド債市場見通し



Brett Collins, CFA  
Executive Director &  
Client Portfolio Manager.  
NCRAM\*

FRBによる金融緩和期待、堅調な発行体のファンダメンタルズやテクニカル要因といった追い風により米国ハイ・イールド債市場への楽観的な見通しを維持。

## 慎重ながらも楽観的な見通し

2023年は、米国ハイ・イールド債にとって意外にも力強い年となりました。米国経済が予想されていた景気後退を回避し、ハイ・イールド債発行体の業績も引き続き好調であったことに加え、高金利環境により債券の新規発行量が低水準に留まったことで需給バランスが改善し、指数ベース (ICE BofA US High Yield Constrained Index、HUC0) の通年のリターンは+13.5%でした。2024年に向けては、米国の実質GDPは通年で+2.0%成長に向かっており (Bloombergコンセンサス予想)、ソフトランディングの可能性が高まっている一方で、成長に対する下振れリスクがある点も引き続き認

識しています。米国の財政刺激策の継続と堅調な株式市場がプラス材料となると見られますが、高めの金利水準と海外の成長鈍化による足かせが予想されます。全体としては、企業、個人、政府支出が米国の低成長環境を支えると見られます。ハイ・イールド債のスプレッドは縮小していますが、利回り自体は依然として魅力的な水準です。私たちは、FRBによる金融緩和の可能性や底堅い発行体のファンダメンタルズ、良好な需給関係による下支えを受けて、米国ハイ・イールド債は2024年も堅調なパフォーマンスをもたらすと予想しています。

## FRBによる金融緩和の可能性

過去2年間の金融引き締め政策によって米国経済が減速するといった重大な兆候は、今のところ見られていません。2023年第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+4.9% (確報値) という驚異的な数字を示し、第4四半期も同+3.2% (改定値) となりました。2024年は雇用市場の勢いが減速することもあり得ますが、失業率は依然として4%を下回る水準で、また米国労働省労働統計局のデータによれば失業者1人当たりの求人件数は1.5件程です。

昨年12月のFOMCがハト派的な内容であったことが、2024年にFRBが積極的な緩和政策をとるという投資家の期待を高めました。その後1月の消費者物価指数(CPI)と生産者物価指数(PPI)が市場予想を上回ったことで、市場では利下げ見通しが見直されました。しかし、2月に発表されたいくつかの軟調な経済指標を受けて、昨年末時点の想定よりも利下げ幅が縮小され、タイミングも2024年後半へ後ろ倒しになったとしても、市場では金融緩和の可能性への期待が依然として維持されています。

## 堅調な米国ハイ・イールド債のファンダメンタルズ

米国ハイ・イールド債の発行体は引き続き堅調な業績となっており、各社はこうした経営資源を景気減速に備えるために活用しています。企業ファンダメンタルズは、2023年年初の水準か

らは若干の減速がみられるものの、2023年第3四半期の収益は前四半期比でも前年同期比でも小幅な伸びを示し、第4四半期は概ね市場コンセンサス予想を上回りました。

\* NCRAM : Nomura Corporate Research & Asset Management Inc.

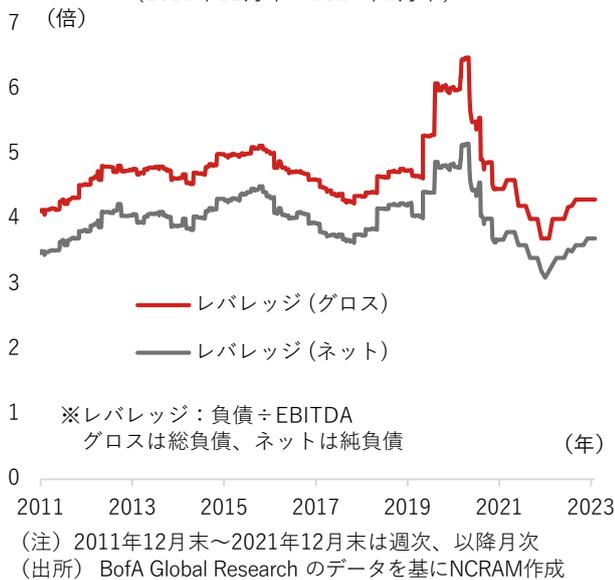
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

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 (交付目録見書) の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご確認ください。

レバレッジは上昇傾向にあるものの、足元のネットレバレッジ3.7倍は、金融危機以降で見た場合、依然として健全な水準です。同様に、インタレスト・カバレッジ・レシオは、利益成長が減速し、短い期間の債券が高い金利でロールオーバーされるにつれて、過去のピークから低下しているものの、4.5倍と過去水準と比べても堅調です。加えて、米国ハイ・イールド債市場のリスク・プロファイルは、より質の高い発行体の比率が増えています。HUC0インデッ

クスの格付別割合を見ると、その50%近くがBB格である一方、CCC格以下は今世紀最低水準に近い11%に過ぎません（2024年2月末現在）。底堅いファンダメンタルズと信用力の高い格付構成により、2024年に米国の経済成長が期待外れとなったとしても、デフォルト率の極端な上昇は回避可能と見られます。2024年のデフォルト率は、昨年末の2.1%からは若干上昇するも、市場の長期平均3.0%を依然下回ると予想されま

レバレッジ比率の推移  
(2011年12月末～2024年1月末)



インタレスト・カバレッジ・レシオの推移  
(2011年12月末～2024年1月末)



## テクニカル要因による追い風

2023年の米国ハイ・イールド債市場は、900億米ドル超の縮小となり、額面残高は5%以上縮小しました。この背景には、1,550 億米ドル超のコール、入札、満期償還や、約1,250 億米ドルのライジング・スターによる投資適格債への格

上げがあります。一方フォーリン・エンジェルへの格下げは150億米ドル未満で、新規発行総額は約1,750億米ドルでした。このような需給バランスの引き締まりが、債券価格を下支えする有利な需要ダイナミズムを生み出しています。

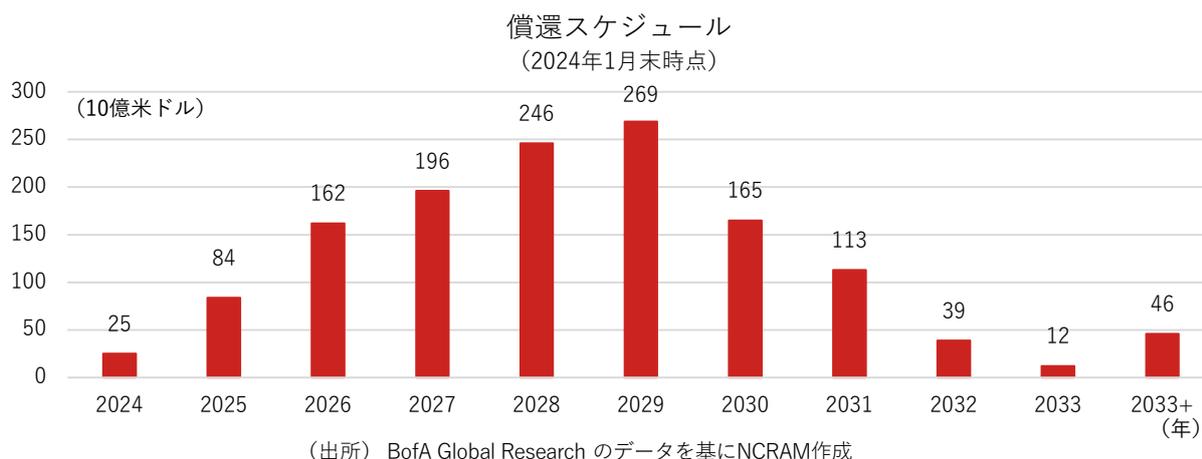
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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、ご自身でご確認ください。

2024年においては、2023年に見られたほどのライジング・スターとフォーリン・エンジェルの間の発生ギャップが続くとは予想していません。2023年には、特にFord（約400億米ドル）やOccidental Petroleum（約200億米ドル）などの大口発行体が格上げによって米国ハイ・イールド債市場から撤退しました。しかし金利が高止まりしているため、借入による設備投資や買収が抑制され、2024年の純新規発行額も引き続き低調と予想されます。1月末時点で、

2024年は約250億米ドル、2025年は約840億米ドルのハイ・イールド債が償還期限を迎えます。90%以上の発行体が2025年以前に満期を迎える負債を抱えておらず、3年先を見通しても60%以上の発行体は2027年以前に満期を迎える負債を抱えていません。従って、金利が十分に低下するまでは、ほとんどの発行体にとってハイ・イールド債市場にて資金調達する緊急性は低く、需給バランスの引き締まりが予想されます。

※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格の上昇や下落を示唆するものではありません。



## 魅力的なエントリーポイント

米国ハイ・イールド債市場は、2023年11月と12月に上昇しましたが、足元の利回り(YTW、最低利回り)は、過去10年間のなかでも、上位20%の高い水準となっています。350bps前後(1bpは0.01%)のスプレッドは、金融危機後の平均と比べるとややタイトであるものの、投資家はハイ・イールド債の底堅いファンダメンタルズ、テクニカル面の追い風、相対的に低い債券価格、魅力的な利回り水準に注目しており、エントリー・ポイントとして魅力的です。私た

ちは、米国ハイ・イールド債市場が提供するインカムゲイン、90台前半といった平均債券価格がもたらすプル・トゥ・パー効果(時間とともに額面に収束する効果)、米国債利回りの低下の可能性など、2024年の米国ハイ・イールド債市場が良好なパフォーマンスを実現する環境が整っていることから、現在のマーケット環境での利回りは魅力的であると考えています。通年では、同債券市場は7.7%前後の利回りに近いリターンを生み出すと予想しています。

※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。

# 生成AI/半導体

生成AI市場の勃興とともに半導体市場も拡大期へ



シニア・ポートフォリオ  
マネージャー  
加藤 明



シニア・ポートフォリオ  
マネージャー  
小口 琢也

## AI市場は導入期から成長期に

AI（人工知能）については、「ディープラーニング」といわれる機械学習手法の進化を背景にAIの実用化が進んだ2015年ごろが、インターネットビジネスにおける「Windows95」が発売された1995年に相当するといわれています。1995年を「インターネット元年」というように、2015年は「AI元年」といえる年であり、2024年現在は生成AIサービスの認知度が高まったことで今まさに「AI導入期」が終わり「AI成長期」の入り口に立っているところだと考えています。今後、コンピュータの性能向上やAIソフトウェアの普及に伴って、AI関連ビジネスは私たちの生活シーンのあらゆる場面で普及・拡大していくと考えられます。

今後、先進国での人口減少は必然の動きです。

人口が減る社会で、人間が行っていたことを代替するのがAIの役割になります。単純作業はAIに任せて、人間は新しいアイデアを出すなどクリエイティブな作業に集中することで、今後の産業を発展させていくことができると考えています。AIの活用は、自動運転や創薬、金融など、データが膨大に集まるところに大きなチャンスがあり、例えばヘルスケア分野ではAIを使うことで新薬の開発がスピードアップしています。AIの発展が人々の生活にマイナスの影響を与えるのではないかという話題がありますが、例えば、パソコンの普及が必ずしも人の職業を奪うことにつながらず、むしろ多くのことをもたらしてくれたように、AIと人間が共存する未来が期待できるのではないのでしょうか。

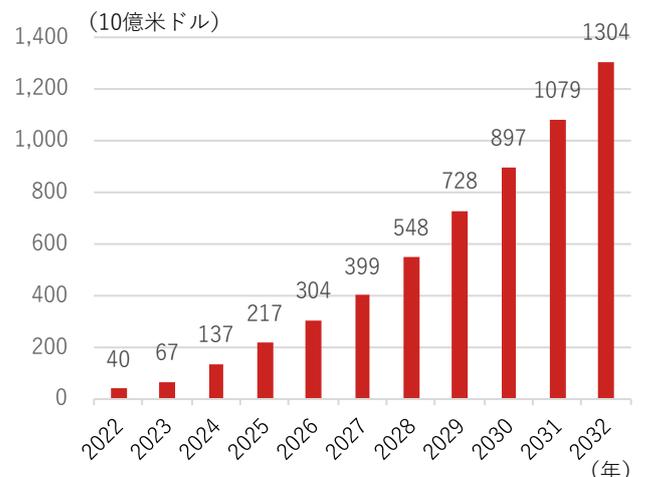
## AI関連企業の株価は実態を伴い上昇する段階へ

2010年代後半に「AI」が投資テーマとして注目された当時は、まだ「AI導入期」といえる状況だったと思います。AIを使ったサービスが現実の世界で活用され始めた時期で、企業としてAIサービスで利益があげられていたわけではなかったとしても、その成長性を評価してAI関連企業の株価も上昇するという段階でした。

一方で、足元のAI関連企業の株価上昇は、生成AI技術が「Chat GPT」のように実態を伴って立ち上がってきたことが評価された結果だと考えています。今後、5年、10年とAI関連ビジネスは業績を伴った中長期成長が期待されるので、非常に楽しみなタイミングを迎えていると考えています。

※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。

生成AIの市場規模  
(2022年～2032年、年次)



(注) 2023年以降はBloombergの予想  
(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。

## 半導体市場は1兆米ドル市場へ

半導体市場はあらゆる電動化・デジタル化の波に乗り、過去半世紀以上にわたって拡大を続けてきました。これほどの長い期間にわたり高成長が続いてきた市場は少なく、さらに今後は、生成AIを含むAI市場やIoT機器が爆発的に普及する半導体「第4の波」に乗り、新たな成長サイクルに入ったと考えています。

過去30年余りを振り返ると、1980年代は「メインフレームの時代」といえ、大型コンピュータが大量の半導体を消費する第1の波が起こりました。第2の波は1990年代のパソコンの普及です。パソコンに多くの半導体が搭載され使用されるようになりました。2000年代になるとモバイル・ネットワークが整備され、スマートフォンやクラウドサービスの急速な普及で第3の波が来ました。そして、AIやIoT機器の普及に

ん引される第4の波が現在の半導体市場の隆盛といえます。

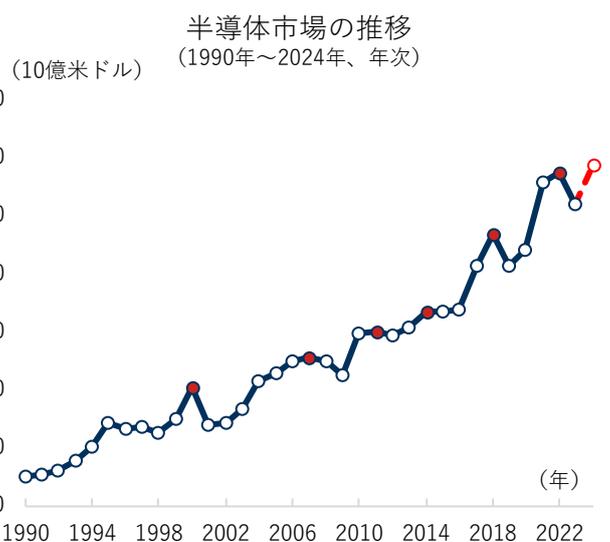
半導体市場は今後年率10%程度の市場成長を続け、2030年には1兆米ドルの市場になると予測されています。1970年代から約50年をかけて5,000億米ドルの市場に成長しましたが、はるかに短い期間で5,000億米ドル分を上乗せするような飛躍的な成長が見込まれています。

また、競争環境の改善も半導体関連企業の業績成長を支えています。半導体市場は過去多数の企業が激しい競争を繰り広げ、値下げ競争に巻き込まれやすいこともありましたが、M&Aによる企業数の減少などにより、過度な競争環境から脱却し安易な値下げをせず利益が確保できる構造に変化したといえます。

## 半導体サイクルは2023年半ばに底入れし拡大局面に

半導体市場にはサイクルがありますが、それらのサイクルを乗り越えて長期的に高い成長を遂げてきた市場であり、今後も長期的に成長が見込まれる市場と考えています。以前の半導体市場は、PCやスマホなど特定製品の需要変動の影響を大きく受け、収益や株価の変動が激しい業界として知られ、「短期的な景況感の影響を受けやすい」という特徴がありました。半導体市場のサイクルは3年～4年で繰り返され、2年～3年の拡大期の後で1年程度の調整期がありました。現在は2023年半ばに市場が底入れして拡大期に転じたところと見ています。拡大期を2年～3年とすると2025年半ば～2026年半ばまでは拡大基調が続くと期待されます。

※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。



(注) 赤い丸は前回ピークを上回り新たにピークを付けた年  
2024年はSIA、WSTSの予想  
(出所) SIA、WSTS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。

## 旺盛なAI向け半導体需要に支えられ今回の半導体サイクルは長期化へ

また、底打ちした今回の半導体サイクルは長期化する可能性が高いとみています。過去の例では、1995年8月に「Window95」が発売されパソコンの需要が爆発したサイクル、そして、2005年に欧米で3G通信サービスが普及し、ブラックベリーからiPhoneにつながるスマートフォンが登場したサイクル、さらに、2015年にAWSなどクラウドサービスが普及期を迎えたサイクルは約4年と長期化しました。概ね3サイクルに1回は拡大期が3年程度（サイクルは4年）に伸びることがあり、今回のAIとIoTがけん引する拡大期も、旺盛なAI向け半導体需要によって拡大期が長期化するのではないかと考えてい

ます。

また、足元では、電気自動車、ロボット、工場自動化などアナログ半導体といわれる分野も用途が多様化し拡大しています。今後は、半導体用途の多様化に伴い、収益や株価の変動が安定していくことが期待できます。とりわけ、AIを搭載した自動ロボットが物流倉庫で仕分けや搬送を行なうなど、人の判断が必要とされた作業でさえもロボットに任せられるようになり、動画ニーズの高まりなどを受けてデータを処理するデータセンター向けの需要が急増したりと、半導体の需要が今後もさらに伸びると予想しています。



※予想はASML社による予想

(出所) SIA、WSTS、ASML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。

# 自然資本

自然資本を巡る理論と実務について考える



ESGインベストメントマネージャー  
山脇 大

## 自然資本が注目されている背景

自然資本（水や森林、土壌や生物資源等）は経済学・ファイナンスの世界では、長く生産関数上の所与の投入財と考えられてきました。こうした自然観の根底には、近代市民社会における商品経済の成立後、科学技術の発展と相俟って市場経済システムが構築され、量産型の生産・消費体制への選好が高まったことがあります。

近年、自然資本に対する認識は変わりつつありますが、依然として自然資本は危機的な状況にあります。例えば、World Economic Forum (WEF、2024)は、今後10年間に最も深刻化する重大なリスクを5分類（環境/社会/技術/経済/地政学）の上で序列づけており、自然資本を含む環境分野は上位10位のうち5項目を占めています。

## 自然資本への理論的接近

これまで、自然資本は「非排除性（対価を支払わない個人を排除できない）」と「非競合性（ある個人の消費が他者の消費を妨げない）」を満たす公共財として扱われてきました。しかし、実際には後者は部分的にしか成り立たず、準公共財の色合いが強い特殊な財となります。『このような自然資本をどう評価するか?』という複雑な命題に対して、様々な理論的アプローチによる接近が試みられてきました。

例えば市場評価法というアプローチは、ある自然資本の市場取引価格が利用可能な場合、そこから生産コストを控除した単位資源レントとしての評価を試みています。非市場評価法としては、自然資本を私的財（非排除性と非競合性を

※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。

こうした中、2022年12月の生物多様性条約第15回締結国会議で合意された昆明・モントリオール生物多様性枠組（GBF）や自然関連財務情報開示（TNFD）等、自然資本を巡るグローバルな枠組みも加速的に進展しています。

今後10年間に最も深刻化する重大なリスク

1位	異常気象
2位	地球システムの危機的变化
3位	生物多様性の喪失と生態系の崩壊
4位	天然資源不足
5位	誤報・偽情報
6位	AIがもたらす悪影響
7位	非自発的移住
8位	サイバーセキュリティ対策の低下
9位	社会の二極化
10位	汚染（大気、土壌、水）

順位	環境	社会	技術	経済	地政学
----	----	----	----	----	-----

（出所） WEF(2024)を基に野村アセットマネジメント作成

ともに満たさない）に置き換える費用によって評価を試みる代替法（RCM）や、自然資本の存在が土地レントや賃金構造に与える影響をもとに評価を行うヘドニック法（HPM）、景観やレクリエーション等の対象地までの旅行費用をベースとして価値算出するトラベルコスト法（TCM）、自然資本の変化に対する支払・補償意思のヒアリングを通じた評価を行う仮想評価法（CVM）等、自然資本を金銭的に価値評価する様々な方法が用いられてきました。

上述の通り、自然資本の危機という状況から脱却するため、近年は社会・経済の主体による自然資本の適切な「価値評価」、そして「開示」の重要性が益々高まっています。

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、ご自身でご確認ください。



## 国内ポートフォリオの自然資本リスクを計測

野村アセットマネジメントは、自社ポートフォリオ（PF）の自然資本関連リスクをベンチマーク対比で評価する試みを開始しました。特に、地理的範囲に存在する固有種の数が増える環境負荷に起因して失われる可能性を定量的に表す指標である、「種の潜在的消失割合（PDF）」に着目しています。PDFは、製品・サービスのライフサイクル全体における環境負荷を定量的に評価する手法であるライフサイクル・アセスメント（LCA）モデルで言及され、被害量を示す係数として広く用いられています。PDFが大きいほど、生物多様性への影響が大きいと見做されます。

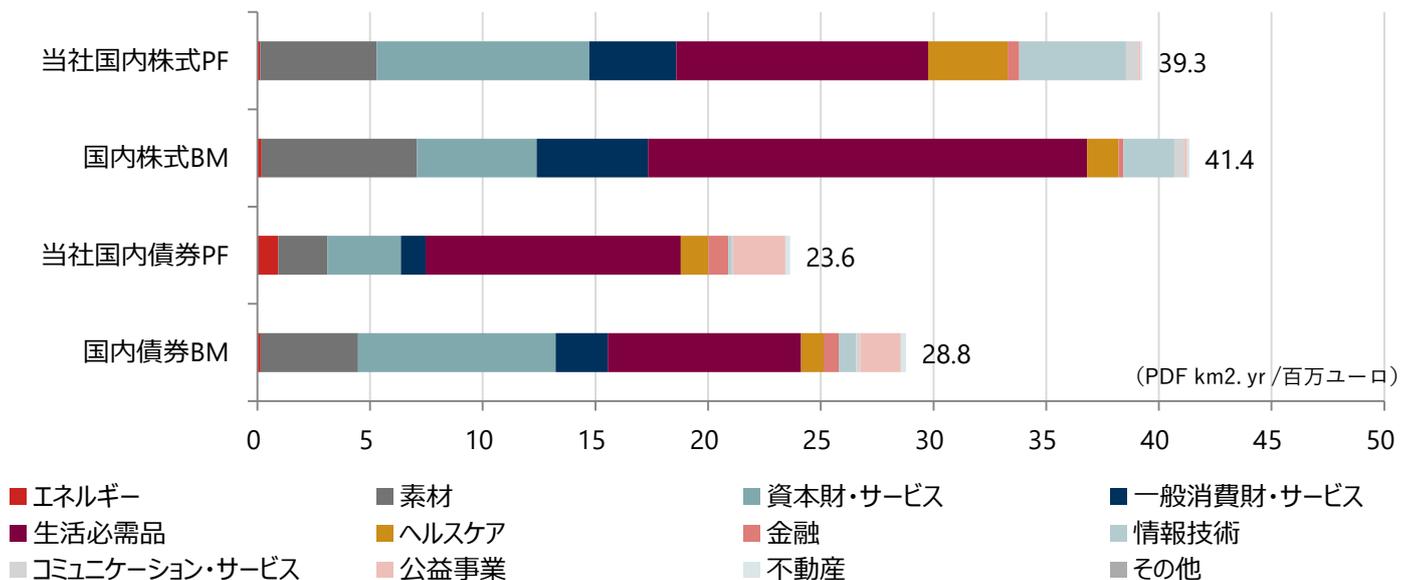
当社はISSのデータおよび分析手法を利用して、自社ポートフォリオとベンチマークの比較分析を行っています。なお、ベンチマーク（BM）として国内株式はTOPIX、国内債券はNOMURA-BPI（総合）のうち事業債（社債）のみを使用しています。

ポートフォリオ内の各企業の売上単位当たりPDFを、各企業のウェイトで加重平均した値である加重平均PDF強度（下記計算式）を算出・比較した結果、当社国内株式・債券ポートフォリオのPDFは、ベンチマークを下回ることを確認しています（2023年12月末時点）。

加重平均PDF強度の計算式

$$\text{加重平均PDF強度} = \sum_n^i \left( \frac{\text{投資額の時価 } i}{\text{ポートフォリオの時価}} \times \frac{\text{投資先企業のPDF絶対値 } i}{\text{投資先企業の売上高 } i} \right)$$

加重平均PDF強度および業種別構成



（出所） ISS Biodiversity Impact Assessment Toolを用いて、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

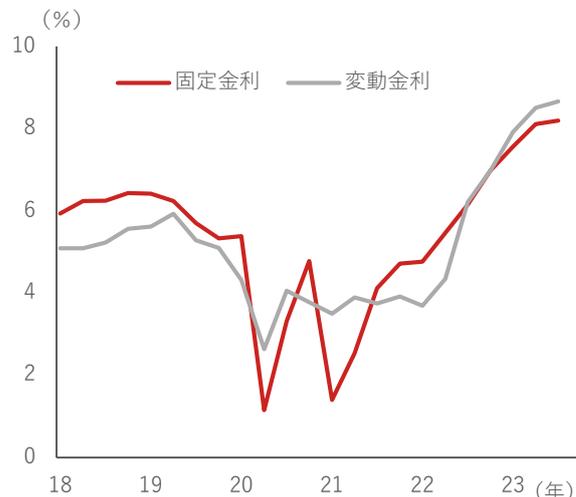
米欧は緩やかな利下げ局面へ

## 米国は景気後退を回避も、緩やかに鈍化

ユーロ圏経済が1年超にわたって停滞し、中国経済の回復も力強さを欠く中、米国経済は堅調な成長を続けています。コロナ禍の財政移転や流動性供給が利上げによる景気抑制効果を緩和してきたと考えられます。今後はインフレ低下による実質所得環境の改善が景気をサポートするでしょうが、景気が粘り強いがために早期の大幅利下げは見込みがたく、企業は借り換え時に高水準の金利に直面します。

既往の金融引締め効果は出尽くしていないと見ており、米国経済は景気後退を回避するものの、2024年夏にかけて、成長ペースは緩やかに鈍化すると予想しています。

米国の中小企業向け新規貸出金利  
(2018年1-3月期～2023年7-9月期、四半期)



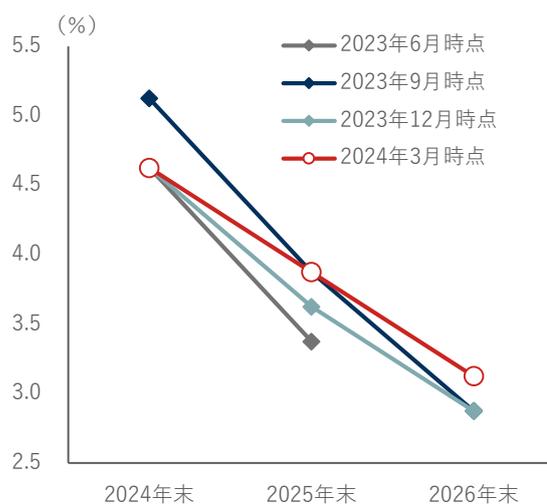
(出所) カンザスシティ連銀のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 米欧は年央から利下げ開始と予想

2024年3月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、5会合連続でFF金利を据え置きました。参加者のFF金利見通し (中央値) では、前回同様、2024年に0.75%ポイントの利下げが示唆されました。1-2月の重要経済指標が上振れする中でも、インフレの2%への収束に向け、パウエル議長は「全体的なストーリーは変わっていない」と述べました。

当社が予想するインフレ率の鈍化の下、金融引締めの度合いを調整するため、米欧の中銀は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。

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

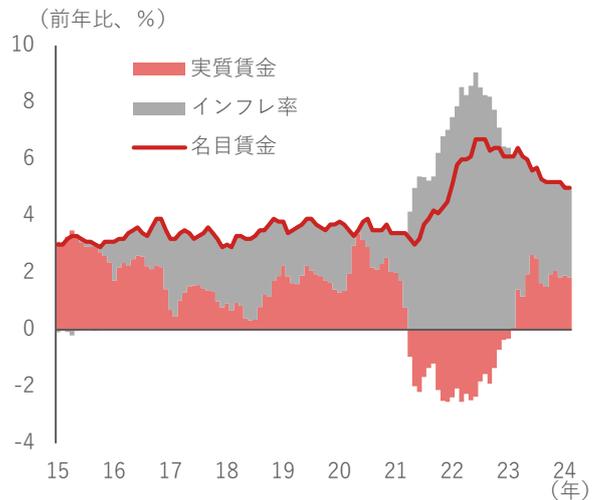
やや慎重な基本シナリオに対して、当面のリスクバランスはアップサイド

## アップサイドリスク：米国経済に減速感がないまま世界経済が回復へ

アトランタ連銀が算出するGDP Nowでは、2024年1-3月期の米国実質GDPは前期比年率+2.1%程度となっており、堅調な成長の持続が示唆されています（2024年3月19日時点）。

当社は成長ペースの緩やかな減速を予想していますが、米国が2%前後の成長率を維持する中、景気が停滞している欧州などが回復に向かい、結果的に世界経済は更なる減速を回避するというアップサイドリスクシナリオが考えられます。実質的な所得環境が安定化していること、消費者が金利負担をしない後払い決済（BNPL）が広がりつつあることなどが消費を支え、その堅調な内需が雇用・所得環境を維持する、といった循環が当社予想よりも長期に亘って続く可能性があります。

米国の実質的な所得環境  
(2015年1月～2024年2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

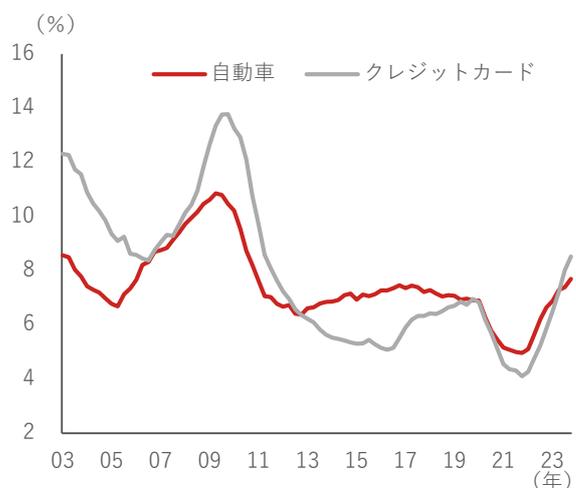
## ダウンサイドリスク：基本シナリオ以上の減速、あるいはショックの発生

当社の基本シナリオは、2024年夏にかけて米欧経済が緩やかに減速、ないし停滞するというものです。

ただし、米国のクレジットカードなどの延滞率は上昇傾向にあります。経済的に脆弱な世帯を中心に流動性制約に直面し、消費の顕著な減速に繋がることで、短期の成長期待が低下し、企業が雇用や投資を抑制するといったダウンサイドリスクが考えられます。

また、米国経済が堅調であるがゆえに、中央銀行が利下げに向かわず、高金利の長期化が実体経済に明確な負の影響を及ぼしたり、あるいは金融システムショックに繋がる事態をもたらすかもしれません。

米国のローン延滞率  
(2003年1-3月期～2023年10-12月期、四半期)



(注) 新規で30日以上延滞になったローンの割合。  
(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、ご自身でご確認ください。

# 景気循環

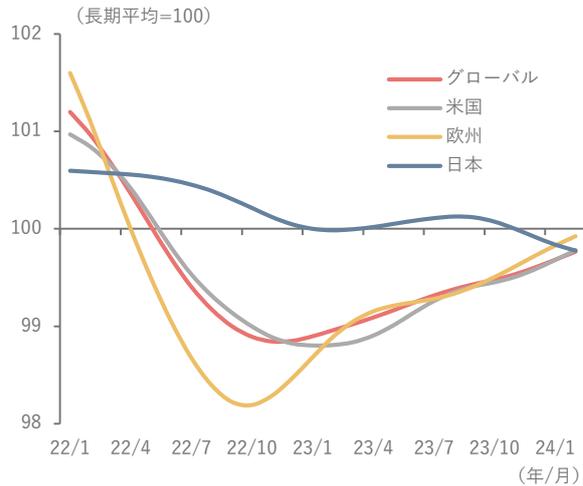
高金利環境が続く中でグローバル景気が回復したケースは異例

## 高金利環境の中でグローバル景気先行指数は順当に回復

経済協力開発機構（OECD）のグローバル景気先行指数（CLI）は、順当な回復を続けています。足元では長期平均の100に接近しており、この水準を超えると景気は回復期から拡大期にさらに一段階強まることが示唆されています。

今回のグローバルCLIは、2022年終盤をボトムに上昇に転じました。過去の回復パターンと大きく異なる点は、高金利環境のまま改善を迎えた点にあります。その背景には、米国を中心にコロナ後の過剰貯蓄が消費を支え続けてきた可能性や、株式市場の資産効果が経済活動に寄与してきた可能性が考えられます。他方、日本では堅調な株式市場が国内経済をけん引する状況とはなっておらず、CLIも他の地域と比べて軟調に推移しています。

OECD景気先行指数の推移  
(2022年1月～2024年2月、月次)



(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

## 景気回復期と拡大期で異なる株式市場の注目点

CLIと株式市場は一定の関連性があり、今後は景気拡大期を見据えた注目点の変化も重要になっていくと考えられます。

過去15年間の傾向では、回復期は欧州や新興国、素材や金融が相対的に強く推移してきました。他に逆張りファクターが有利になることは、景気悪化局面で不利を受けたものほど反発が大きくなりやすいためと考えられます。一方、拡大期にはエネルギーや不動産が有利になる傾向が見られますが、これらは実物資産との結びつきが強い点で共通しています。

ただし、今回の景気回復期が金利環境の面で過去の類似期と異なっているように、過去有利だったテーマがそれに従ったものにならない可能性には留意が必要でしょう。

回復期・拡大期それぞれの株式市場の注目点  
(過去15年間の傾向)

景気局面	回復期	拡大期
地域	欧州 新興国	米国 日本
セクター	素材 金融 資本財	エネルギー ヘルスケア 不動産
ファクター	逆張り 中小型 景気敏感	順張り 大型 ディフェンシブ

(注) 回復期、拡大期で有利になりやすかったテーマを表示。バリュー、グロースは明白な傾向が見られないためこの表には含めていない。

(出所) LSEG Datastream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

ソフトランディング期待が強まる中、年央の利下げが視野に

## ソフトランディングの様相が強まる

米国景気は堅調です。2023年後半には実質GDP成長率が前年比+3%程度となり、年明け後には雇用の大幅増や企業マインドの改善が続いています。それでもデスインフレ傾向は維持され、エネルギー・食品を除いたコアインフレ率は3%近くまで鈍化しました。高成長とインフレ鈍化が併存する背景には、移民流入などにより経済全体の供給力が増して巡航速度が高まる中、高いGDP成長率が示す程には需給が逼迫せず、インフレ圧力も強くない可能性があります。当社では、利上げ効果が2024年央にかけて景気を下押しするとみていますが、大幅な景気減速や雇用悪化は回避されると予想しています。そうした中でも需給は緩み、インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%へ緩やかに近付いていくでしょう。

米国のGDP成長率とコアインフレ率  
(2018年1-3月期～2023年10-12月期、四半期)



(注) コアインフレ率は、食料・エネルギー除くインフレ率（個人消費支出デフレーター・ベース）。直近の動きを見やすくする都合上、2020年と2021年の一部を非表示にしている。  
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 利下げ時期を考える上では、景気指標よりも物価指標が重要に

3月に改定された米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の見通しでは、2024年に累計0.75%ポイントの利下げ予想が示されました。同見通しでは、2026年にかけてGDP成長率が上方修正された一方、インフレ率は僅かな上方修正または据置きとなりました。FOMC参加者も、経済の強さが供給力の増大に起因しており、インフレ圧力には繋がらないと考えているのでしょう。年央の利下げが現実味を帯びており、当社も同時期の利下げを予想しています。実際の利下げ時期はデータ次第ですが、パウエル議長の発言を踏まえると、今後、景気指標が上振れても影響は限定的となりそうです。一方、インフレ上振れリスクに対するFOMC参加者の警戒感は強く、物価指標が上振れば、利下げ時期が後ずれする可能性が高まるでしょう。

## FOMC参加者の見通し

(単位：%)

		2024	2025	2026
GDP成長率	今回(3月)	2.1	2.0	2.0
	前回(12月)	1.4	1.8	1.9
コアインフレ率	今回(3月)	2.6	2.2	2.0
	前回(12月)	2.4	2.2	2.0
政策金利	今回(3月)	4.6	3.9	3.1
	前回(12月)	4.6	3.6	2.9

(注) FOMC参加者の予想中央値。コアインフレ率は、食料・エネルギー除くインフレ率。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

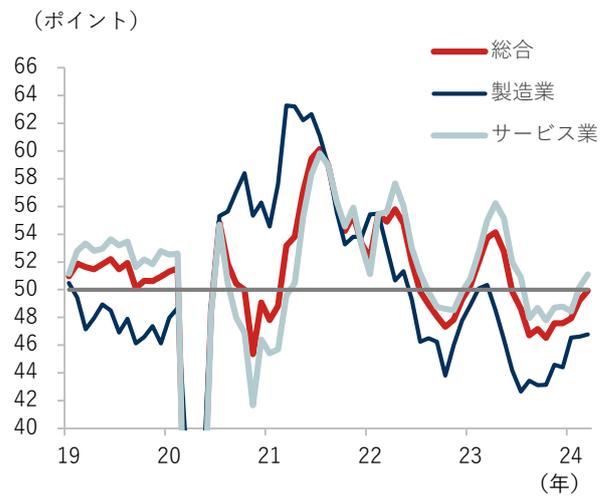
# ユーロ圏

ECBが予想するほど景気回復・デysinフレは進展しないだろうが、年央には利下げへ

## 景気には底入れの兆候がみられるものの、急回復は期待しにくい

ユーロ圏景気は停滞が続いています。2023年後半のマイナス成長の後、1-3月期もユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は節目の50近傍にとどまりました。PMIの水準は限界的に上昇しており、欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が峠を越えたとみられる中、景気は底入れしつつある模様です。それでも、家計の実質所得が低位にとどまる状況では景気の急回復は期待しづらく、当社は今後も停滞感が残ると予想しています。一方、サービス物価を中心にインフレ圧力は根強いままです。企業が余剰人員を抱えることで増えた労働コストを消費者に転嫁しているためです。今後は企業が転嫁を控えることで、雇用が強いまでもインフレ圧力が緩和するとの見方もありますが、その実現性は慎重にみておくべきでしょう。

ユーロ圏PMI  
(2019年1月～2024年3月、月次)



(注) 直近の動きを見やすく都合上、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

## ECBの基本路線は2024年央の利下げ

3月に改定されたECBスタッフの見通しでは、GDP成長率が徐々に加速する予測が維持されたほか、エネルギー・食品を除いたコアインフレ率の予測が下方修正されました。これらは、景気回復とデysinフレが併存するという、従来のECB理事会メンバーの見方に沿ったものです。こうした中、ラガルド総裁は、2%物価目標の達成に「十分自信を強めているわけではない」と言いつつ、「4月に得られる追加情報は少ないが、6月にはさらに多くなる」と指摘し、6月利下げの可能性を示唆しました。当社は、ECBが想定する程には景気回復もデysinフレも進まないとみていますが、6月まで景気停滞が続けば、ECBが予防的利下げを決定する余地はあると考えています。

### ECBスタッフによる経済見通し

(単位：前年比、%)

		2024	2025	2026
GDP成長率	今回(3月)	0.6	1.5	1.6
	前回(12月)	0.8	1.5	1.5
HICPコアインフレ率	今回(3月)	2.6	2.1	2.0
	前回(12月)	2.7	2.3	2.1

(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。

# 日本

2024年夏にかけて成長のモメンタムが強まると予想

## 高い春闘賃上げ率が反映されていき、実質所得は回復へ

日本経済は実質的な所得環境の改善に伴い、当面、概ね潜在成長率を上回るペースで成長を続けると考えています。

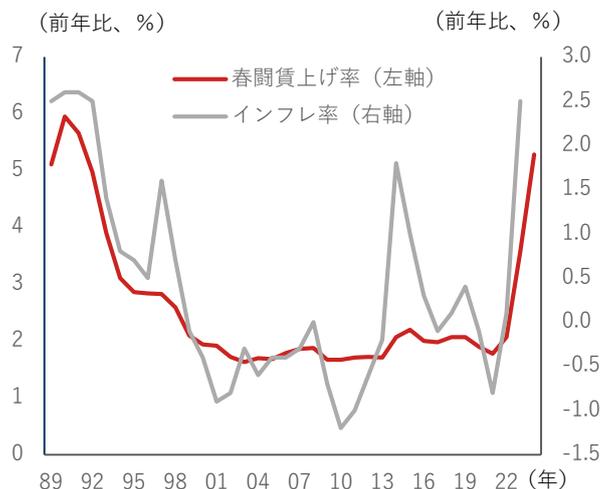
2024年の春闘において、連合による第1回回答集計では賃上げ率は+5.28%となり、2月時点での大方の予想を大幅に上回りました。現時点では大企業中心の結果となっていますが、高い賃上げ率がどの程度広がりを見せるか、また賃金から販売価格への転嫁が生じるか、今後の注目点になるでしょう。当社はインフレ率は緩やかに低下していき、2025年後半は2%をやや下回ると見えています。実質的な所得環境は回復に向かい、個人消費を支えると考えます。また、定額減税等による消費押し上げ効果は6月前後に生じ、夏にかけて成長モメンタムがやや強まると見えています。

## 主要政策ツールを短期金利に戻した日銀

2024年3月の金融政策決定会合において、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みおよびマイナス金利政策からの脱却を発表し、主要な政策手段は短期金利操作としました。日銀は、「賃金と物価の好循環」の強まりを確認し、先行き、見通し期間終盤にかけて、「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと説明しました。

日銀の金融政策に関する次の焦点は、(1) 政策金利のパス（追加利上げの有無や時期）、(2) バランスシート縮小に繋がり得る長期国債買入れ額の変更の有無、となるでしょう。0.25%程度への利上げは依然として金融緩和領域にあるとの認識の下、賃上げの波及と賃金の価格転嫁の状況を見つつ、年後半に決定する可能性があると考えています。

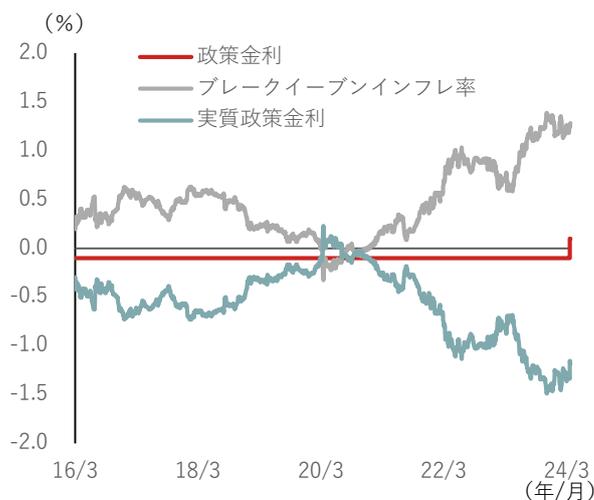
春闘賃上げ率とインフレ率  
(1989年～2024年、年次)



(注) インフレ率は消費者物価指数（食料・エネルギーを除く総合）、2023年まで表示。

(出所) 連合、総務省統計局のデータを基に野村アセットマネジメント作成

実質政策金利  
(2016年3月1日～2024年3月21日、日次)



(注) 政策金利について、2024年3月18日までは政策金利残高付利金利、3月19日以降は無担保コールレート誘導目標レンジの上限を表示。

(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。

# 中国

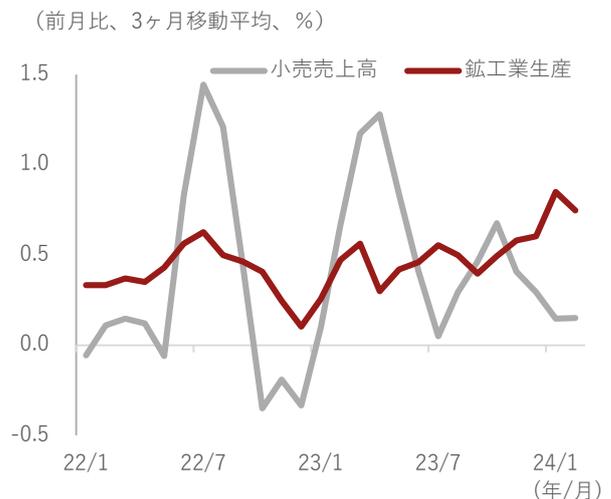
成長率目標の達成は困難だが、安定化には向かう

## 成長のハードルが上がる中、成長率目標達成は困難

3月に開催された全国人民代表大会（全人代）では、2024年の成長率目標を「5.0%前後」に据え置くことが発表されました。2023年の成長率は5.2%でしたが、これは2022年の低い活動水準によって嵩上げされています。2024年はこうした押し上げ効果がなくなるため、成長率目標の達成は容易ではありません。

全人代で発表された財政規模は、前年からほぼ横ばいで、当社は、2024年の成長率目標は未達に終わると予想します。ただし、強い回復には至らないにしても、経済は安定化には向かうはずで、在庫調整の進展や外需の底堅さを背景に、生産活動は改善しています。政策効果で、インフラ投資も高い伸びを維持するでしょう。

鉱工業生産と小売売上高  
(2022年1月～2024年2月、月次)



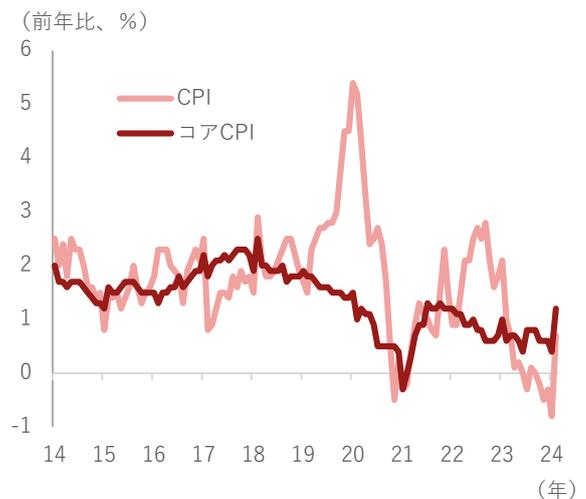
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 内需不足の中、デフレ圧力がかかりやすい

一方、消費や不動産投資など、内需の弱さは続くと考えます。住宅価格は上昇を続けるという「住宅神話」が崩れる中、家計は住宅購入の見送りを続けるでしょう。こうした中、家計資産の大部分を占める住宅には、実際にも価格下落圧力がかかりやすく、消費にも悪影響を与える見通しです。消費が伸び悩む中では、インフレ率は供給要因によって上下しつつも、上がりにくい状態が続くと想定されます。家計のセンチメントが好転しない限り、長期的な内需不足・デフレ圧力は残り続けるでしょう。

それでも、中国人民銀行（中央銀行）は、銀行部門の収益悪化（利鞘縮小）と通貨安に対する懸念から、大規模な金融緩和策からは距離を置くと予想します。

インフレ率  
(2014年1月～2024年2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

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。

# 新興国

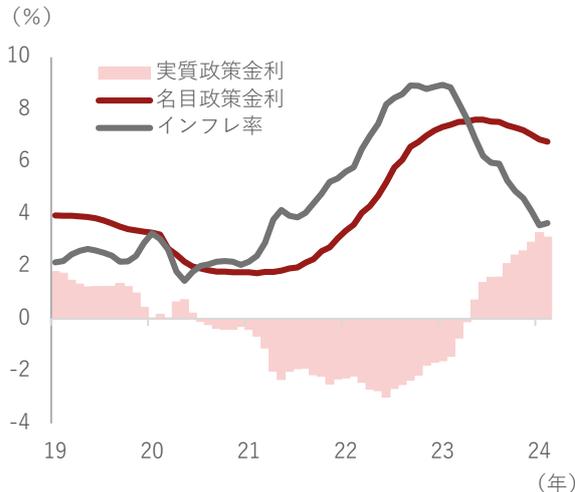
慎重な利下げの中で、通貨は底堅い動きを予想

## 成長は緩やかに鈍化した後、回復に向かう見込み

2024年の新興国経済は、年央にかけて緩やかに減速した後、加速に転じると予想します。前半は、これまでの累積的な利上げの効果や外需の鈍化を反映し、緩やかな減速が見込まれます。しかし、いくつかの中央銀行がすでに利下げに転じる中、景気浮揚効果が表れはじめ、年後半の景気は加速に向かうでしょう。

インフレ率は着実に低下しています。一部の国では、労働市場の引き締まりを背景にサービス価格が高止まりしているものの、政策金利の高さをふまえると、利下げを妨げる展開にはなりにくいと思われます。地域別に見ると、中南米の高金利国では、年を通じて利下げが継続する一方、アジアの低金利国では、年央に米国が緩和に転じるまで、利下げ開始を待つでしょう。

新興国の政策金利とインフレ率  
(2019年1月～2024年2月、月次)



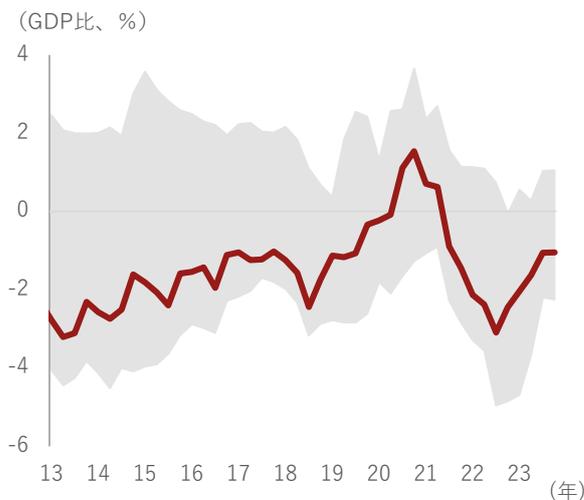
(注) 実質政策金利は、名目政策金利からインフレ率を引いて算出。データは主要な新興国・地域からトルコ、ロシアを除き、単純平均して算出。2024年2月のインフレ率データが未公表の国は、直近の値を使用。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 利下げが進む中でも、新興国通貨は底堅い推移を予想

一般に、利下げは金利差の縮小を通じて、通貨安要因とされますが、新興国通貨は底堅く推移すると予想します。第一に、新興国の中央銀行は慎重なペースでの利下げを進めています。インフレ率低下を伴う利下げは、高い実質政策金利を維持し、通貨への逆風を軽減するでしょう。また、米国の金融政策動向を見極めながら、利下げのペースは調整されると思われます。第二に、対外収支の安定が見込まれます。エネルギー価格の下落や、内需の過熱抑制を反映して、経常赤字は縮小しています。さらに、地政学的リスク等を反映して、これまで中国に流れていた資金が、その他の新興国にシフトする可能性も新興国通貨を支える要因でしょう。

新興国の経常収支（中央値）  
(2013年1-3月期～2023年10-12月期、四半期)



(注) 赤線は新興国の中央値を、網掛けは第1四分位から第3四分位の範囲をそれぞれ示している。2023年10-12月期のデータが未公表の国は、直近の値を使用。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 各国経済・市場見通し

		2024				2025		2022	2023	2024	2025	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測	
		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	2.6	2.4	2.2	2.1	2.2	2.3	2.9	2.9	2.3	2.4
	先進国	*2	1.2	0.9	1.2	1.4	1.6	1.8	2.6	1.7	1.4	1.5
	新興国	*1,*3	4.1	4.0	3.7	3.6	3.6	3.6	3.3	4.6	3.8	3.6
	米国		2.3	1.5	1.5	1.8	1.8	1.9	1.9	2.5	2.5	1.8
	ユーロ圏		-0.1	0.2	0.6	0.7	1.0	1.2	3.5	0.5	0.1	0.9
	日本		0.2	1.2	1.7	0.8	1.0	1.3	1.0	1.9	0.4	1.1
	中国	*1	4.4	4.7	4.4	4.3	4.0	4.1	3.0	5.2	4.5	4.1
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	3.4	3.5	3.3	3.3	2.9	2.7	7.0	4.4	3.4	2.6
	先進国	*2	2.9	2.9	2.8	2.7	2.5	2.3	7.5	4.7	2.8	2.3
	新興国	*3	4.0	4.5	4.2	4.1	3.4	3.3	6.2	3.9	4.2	3.1
	米国		3.2	3.2	3.3	3.2	2.8	2.6	8.0	4.1	3.2	2.6
	ユーロ圏		2.6	2.6	2.3	2.4	2.2	2.0	8.4	5.4	2.5	2.0
	日本	*5	2.5	2.5	2.5	2.1	2.2	2.0	2.3	3.1	2.4	2.0
	中国		0.0	0.7	1.2	1.8	1.5	1.6	2.0	0.2	0.9	1.3
政策金利 (%)	米国	*6	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.50	5.50	4.75	3.75
	ユーロ圏	*6	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	4.00	3.00	2.00
	日本	*6	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25	0.25	-0.10	-0.10	0.25	0.25
	中国	*6	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.65	3.45	3.45	3.45
10年債利回り (期末値、%)	米国		4.20	4.10	3.90	3.80	3.60	3.50	3.87	3.88	3.80	3.40
	ドイツ		2.30	2.10	2.00	2.00	1.90	1.90	2.57	2.02	2.00	1.90
	日本		0.73	0.80	0.90	0.90	0.90	0.90	0.42	0.61	0.90	1.00
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		5,254	5,340	5,470	5,580	5,720	5,850	3,840	4,770	5,580	6,130
	ユーロ300		2,031	2,050	2,090	2,120	2,160	2,200	1,678	1,889	2,120	2,290
	TOPIX		2,769	2,830	2,800	2,880	2,960	3,030	1,892	2,366	2,880	3,330
	MSCI EM (\$)		1,043	1,070	1,090	1,110	1,130	1,150	956	1,024	1,110	1,190
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.08	1.09	1.11	1.12	1.14	1.15	1.07	1.10	1.12	1.18
	日本円/米ドル		151.3	147.0	143.0	142.0	140.0	139.0	131.9	141.0	142.0	140.0
	日本円/ユーロ		163.5	160.0	158.0	159.0	160.0	160.0	140.8	155.7	159.0	165.0
	人民元/米ドル		7.23	7.20	7.10	7.10	7.00	6.90	6.95	7.09	7.10	6.90

		2022	2023	2024	2025
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インドルピー	82.7	83.2	82.0	82.0
	インドネシアルピア	15,568	15,397	14,800	14,600
	ブラジルリアル	5.3	4.9	4.8	4.6
	メキシコペソ	19.5	16.9	17.0	16.6
	南アフリカランド	17.0	18.3	18.0	17.5
	トルコリラ	18.7	29.5	40.0	54.0
政策金利 (%)	インド	6.25	6.50	6.00	5.75
	インドネシア	5.50	6.00	4.75	4.75
	ブラジル	13.75	11.75	8.25	7.75
	メキシコ	10.50	11.25	9.00	6.50
	南アフリカ	7.00	8.25	7.00	7.00
	トルコ *6	9.04	42.50	50.00	50.00

(注) 見通しは2024年3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) 日本は無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標レンジの上限（ただし、2022年末、2023年末は政策金利残高付金利）、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）」 「TOPIX500」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」といいます。）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）」 「TOPIX500」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」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）」 「TOPIX500」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。
- 「日経平均株価（日経平均）」に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
- 「S&P500株価指数」はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーの所有する登録商標です。
- 「ICE BofA US High Yield Constrained Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 「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。

## 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

2024年4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のうえ、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