

# インベストメント・アウトルック

2018年度 上期

野村アセットマネジメント

2018年4月

# 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><b>5.4兆円</b> <b>87名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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*)</li> <li>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</li> <li>REIT 国内 / アジア グローバル / 米国 (ACI*)</li> <li>ロング・ショート / 集中投資 / カバードコール</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> </ul> <p>* American Century Investment</p>	<p><b>12.5兆円</b> <b>54名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本 総合 / 国債 / クレジット</li> <li>グローバル 総合 / 国債 / クレジット / ハイ・イールド (NCRAM*)</li> <li>アジア ドル建 / 現地通貨建</li> <li>新興国 高金利通貨運用 / ドル建 (NCRAM*) / 現地通貨建</li> <li>アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型 (NGA**)</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> <li>キャッシュ・マネジメント</li> </ul> <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management ** Nomura Global Alpha</p>	<p><b>21.8兆円</b> <b>29名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上場投信 “NEXT FUNDS” 国内外 株式 / 債券 / コモディティ</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>債券スマートベータ RAFI</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> </ul>	<p><b>9.1兆円</b> <b>29名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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&amp;T*)</li> <li>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</li> </ul> <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

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。

# インベストメント・アウトLOOK

## 2018年度 上期

野村アセットマネジメントの投資プロフェッショナルが、2018年度上期の投資戦略、市場見通しについて議論しました。本レポートでご紹介する投資戦略は、2018年3月現在での各人の見解です。会社としての統一の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 マクロ環境

2018年は世界同時景気回復の持続性が問われ、投資環境は転機を迎えつつある。

金融市場のボラティリティ上昇への警戒や、政治・政策リスクにも注目が必要。

---

#### 6 債券・為替

世界的に景気が底堅く推移する中、先進国では金融引き締めが徐々に進む。

債券利回りは上昇に向かうものの、ペースは緩慢。堅調な企業業績が下支えし、クレジットは堅調を維持。

米ドルは基調として弱含む公算。

---

#### 9 株式

景気循環、金融政策が生み出す上昇相場は最終局面。景気サイクルでは新興国が好環境継続。

中国や、テクノロジーセクターの中長期の成長性は健在。日本株に相対割安感あり。

---

#### 12 マルチアセット

インフレ期待が回復する中、金融政策の正常化によって流動性相場とグローバル成長期待に転機の兆候。

リスク資産全般への見方は従前に比べてトーンダウン。

---

#### 15 オルタナティブ

オルタナティブの投資ファンドへの資金流入は好調だが、バリュエーションは高止まり。

個別のファンドの厳選がより重要に。

---

# マクロ環境



シニア・エコノミスト 藤田 亜矢子

世界同時景気回復の持続性が問われる。  
政治・政策リスクにも注目が必要。

## 10年ぶりの世界同時景気回復となった2017年

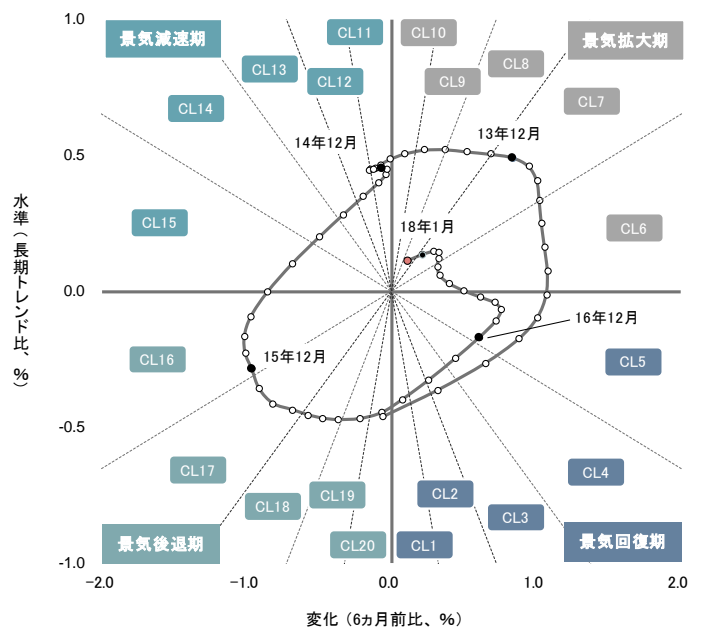
2017年は、先進国・新興国ともに景気回復・拡大となった年でした。

米国では、金融市場の好調や政策期待などを背景に消費者センチメントが大幅に改善し、所得の伸びを上回る消費が維持されました。こうした中で生じた中国を中心としたアジアでの需要拡大は欧州や日本などにも好循環を生み出しました。

欧州ではユーロ安にも後押しされた外需の好調が設備投資や消費の改善に繋がり、景気拡大のすそ野は広がっています。

日本でも、企業業績が過去最高を記録し、労働需給の引き締まりを背景に徐々に賃上げ・省力化投資拡大の動きが出始めました。世界経済全体がほぼ同時に景気拡大に向かうのはほぼ10年ぶりのことです。

世界の景気循環  
(2012年12月～2018年1月)



(出所) OECDのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 更なる景気加速余地は限定的か

2018年はこうした世界景気の時局回復の持続性が問われる年となるでしょう。米国では、2017年末に減税法案が、2018年初に歳出法案が議会で可決され、財政政策は拡張的な方向に大きく舵が切られています。

米国の経済成長率は、当面潜在成長率を上回るでしょうが、既にほぼ完全雇用にある下ではさらなる景気加速は見込み難しく、むしろ民間需要の圧迫要因となることも想定されます。

こうした中、中国当局は金融リスクの抑制を政策課題と位置づけ、過度なレバレッジを解消す

る方向に向かっています。

これまで導入されてきた不動産規制に加えて、金融規制も強化されていく中で、中国景気は緩やかに減速に向かう可能性が高まっています。2017年の世界的な高成長の起点となったアジア需要が減退に向かえば、この恩恵を大きく受けた欧州や日本の景気の勢いも徐々にそがれてくるのが想定されます。

## 先進国の金融引き締めは加速リスク

2017年は、世界経済が好調ななかでもインフレ率は低位に留まりました。このため、米欧の中央銀行の金融緩和後退のペースは緩慢に留まりました。

2018年は、米国を中心にインフレ圧力が徐々に顕在化すると見られ、先進国の金融緩和後退/引き締めペースの加速リスクが高まりやすいでしょう。特に米国では、賃金上昇圧力が生じ始めるとみられ、利上げ加速期待は高まりやすいでしょう。

また、ECBも、2018年中に量的緩和を終了させ、2019年には利上げを模索すると見られます。

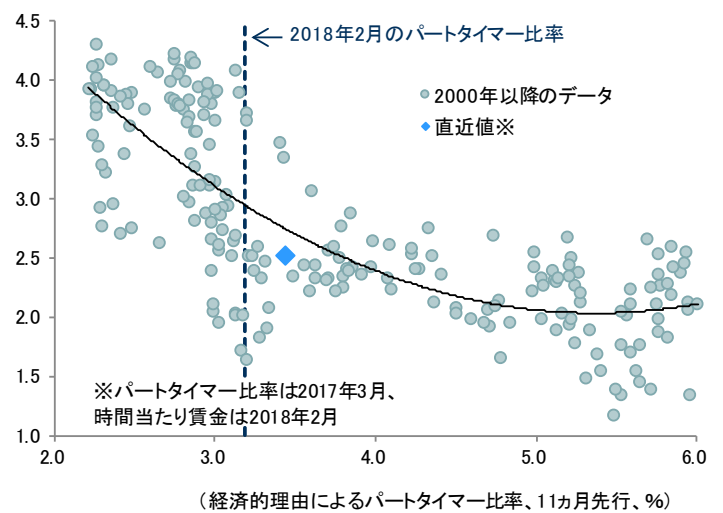
米欧が金融引き締め方向に舵を切る中では、現行政策の副作用に対する懸念が高まりつつある日本の金融緩和の出口政策にも金融市場の注目が集まりやすいでしょう。

金融政策格差によって高値を維持してきた米ドルは、2017年に一部調整したものの、この調整はまだ道半ばです。

欧州や日本の金融政策正常化期待が高まりやすい環境下、米ドルの調整は緩やかに続くでしょう。

米国のパートタイマー比率と賃金  
(2000年1月～2018年2月)

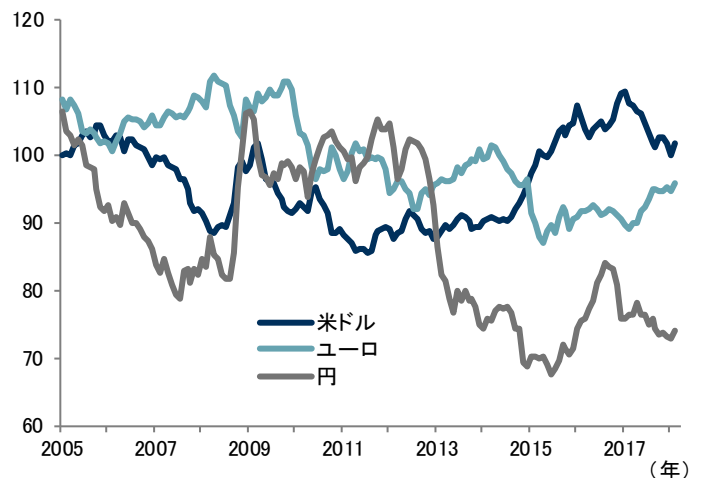
(時間当たり賃金、前年比、%)



(出所) 米労働省のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日米欧の実質実効為替レート  
(2005年1月～2018年2月)

(1994年以降平均=100)



(出所) BISのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 金融市場のボラティリティは上昇へ

2018年は、金融市場のボラティリティが上昇することが見込まれます。日米欧全体でみた量的緩和規模は、2018年後半にほぼゼロとなる見込みです。

中央銀行のバランスシートの規模は当面維持されると見込まれるため、これ自体が長期金利の急騰をもたらすことはないでしょうが、量的緩和によって一部抑制されてきたリスクプレミアムは徐々に修正されてくるとみられます。米国の利上げサイクル開始から1年以上を経ても、リスク資産は世界景気の好調に支えられて好調を続けてきています。

しかし、この中では世界金融危機前以上に割高感を増しているものが少なくありません。

経済成長率がほぼ横ばいで推移する中でも、世界景気の先行きの見方に変調が見られた場合には、こうした資産を中心に調整圧力がかかりやすいでしょう。

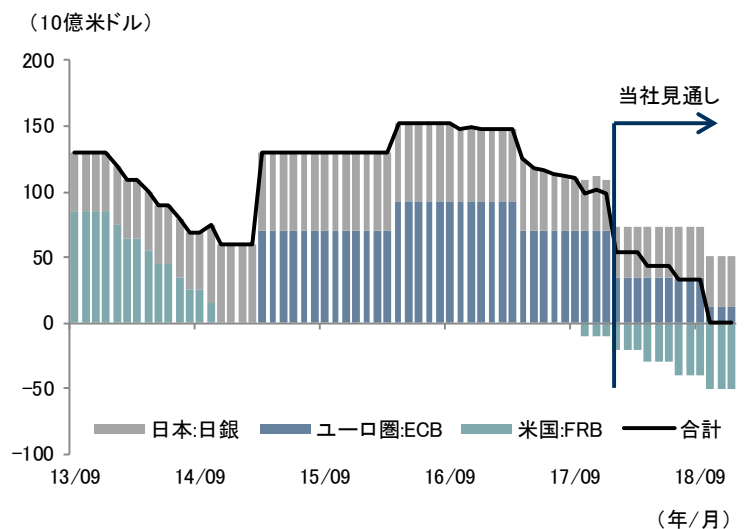
先進国の中央銀行も金融緩和後退に舵を切ったことで、金融市場の調整を一定程度は容認すると見られます。

## 政治・政策リスクは再び高まる

政治・政策リスクは再び高まっています。3月に行われたイタリアの総選挙では、EU懐疑派、ポピュリスト政党が躍進しました。これまでのところ、金融市場の反応は限定的に留まっていますが、連立交渉は難航が予想され、市場の混乱を招くリスクが残ります。

また、米国では、トランプ大統領が鉄鋼・アルミニウムに対する輸入制限措置を発動し、更なる関税措置拡大の意向を示しています。

日米欧主要3中銀の資産買入  
(2013年9月～2018年12月)



- (注) 各国・地域中央銀行が政策方針として示したもの。  
日本の2016年10月～2017年12月のデータは過去6カ月実績値平均、2018年以降は当社見通し。ユーロ圏の2018年10月以降は当社見通し。  
換算為替レートは、2014～2017年の平均レート(112円/米ドル、1.17米ドル/ユーロ)を用いた。
- (出所) 日銀、FRB、ECBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

各国は対抗措置を検討・実施し始めており、こうした流れが本格化すれば、世界貿易全体に与える影響は深刻なものとなるでしょう。

こうしたリスクが重石となって好調を続ける世界金融市場が変調をきたす可能性もあります。

米国では11月に中間選挙が、日本でも9月に自民党総裁選が予定されており、これに対する政治リスクにも一定の注意が必要でしょう。

# 債券・為替

先進国中心に金融引き締めが慎重に進められ、緩やかに債券利回りが上昇する一方で、基調として米ドルは軟調。



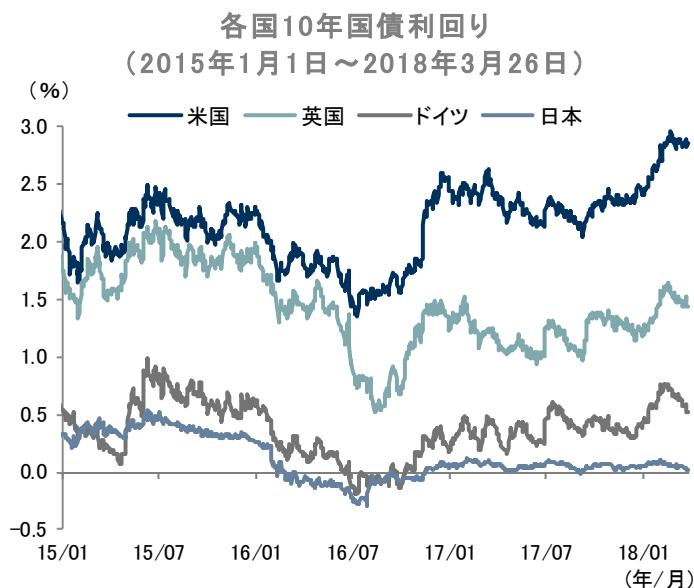
債券担当Co-CIO 河岸 正浩

## 金融引き締めは慎重に進められ、利回りは緩やかに上昇

世界経済が底堅く推移する中で、先進国を中心に徐々に金融引き締めが進むことで債券利回りは全体として上昇していく見込みです。

しかしながら、先進国景気が緩やかに減速に向かい、インフレ率が中央銀行の目標とする水準を下回る状況が続く環境下では、利上げは慎重に進められ、金利上昇ペースも緩慢になると想定しています。

ただし、米国では今年の11月に中間選挙を控え、トランプ政権が政治的・経済的混乱を引き起こす可能性が高まってきており、マーケットの不安定感が増してきていることには留意が必要です。



(注) 利回りは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

## 米ドルは方向感が出にくい、基調として弱含み

米国の継続的な利上げがドル高要因となるものの、財政赤字拡大や保護貿易主義政策懸念に加えて、欧州や日本で金融政策正常化期待が高まりやすいため、米ドルは暫く方向感が出にくい展開が続くと見えていますが、基調としては弱含む傾向にあります。

一方で、資源国・新興国通貨は、堅調な世界景気や資源価格の上昇を背景に、全体として上昇して推移するものと考えます。

## 複数のセグメントに分散投資する絶対リターン型や自由裁量型の運用

米国では、ほぼ完全雇用状態での財政拡張策、FRBによるバランスシート縮小・利上げ、米国債の需給悪化などを背景に利回りは上昇基調にあり、これがグローバル市場に影響を与えやすい環境下では、先進国債券に依存しない、複数

のセグメントに分散投資する絶対リターン型やアンコンストレインド型の運用(いわゆる、運用者に自由裁量を与える運用)が引き続き有利であると考えます。

## 物価連動債：期待インフレ率は上昇

個別セグメントでは、減税や政府支出の拡大が需要を後押しするほか、ドル安や労働力確保を巡る企業の競争激化、トランプ大統領の貿易に

対する強気姿勢を背景に、期待インフレ率は上昇することが予想されます。米国の物価連動債は引き続き妙味のある投資先です。

## 新興国債券：ファンダメンタルズは全体として改善

先進国では緩やかに量的金融緩和の正常化が進められ、金利の上昇が見込まれる一方で、景気サイクルが終期に入っていない新興国（現地通貨建て債券）への資金流入は継続すると見えています。

新興国は、個別で見れば選挙や貿易交渉などの政治リスクを抱えパフォーマンスに格差は生じやすいものの、堅調な世界景気や資源価格の上昇などを背景にファンダメンタルズは全体として改善しており、かつてよりバランスのとれた経済に発展しています。

ただし、トランプ大統領による保護主義が、世界貿易戦争に発展する可能性は未だ低いと見るものの、貿易不均衡是正への意向が強いことに鑑みると、リスクオフ通貨の円を対米ドルでヘッジしておくことは為替のボラティリティを抑える手段として有益です。

ブラジル、南アフリカなどにおいては、インフレ率の安定を背景に政策金利の引き下げ、または据え置きが見込まれることから、現地通貨建て債券の金利低下余地は相対的に大きく、通貨・債券ともに堅調なパフォーマンスが期待されます。

実質GDP成長率（前年比）  
（1999年12月～2018年2月）



（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： 堅調な企業収益の伸びがサポート要因も、金利上昇ペースに注意

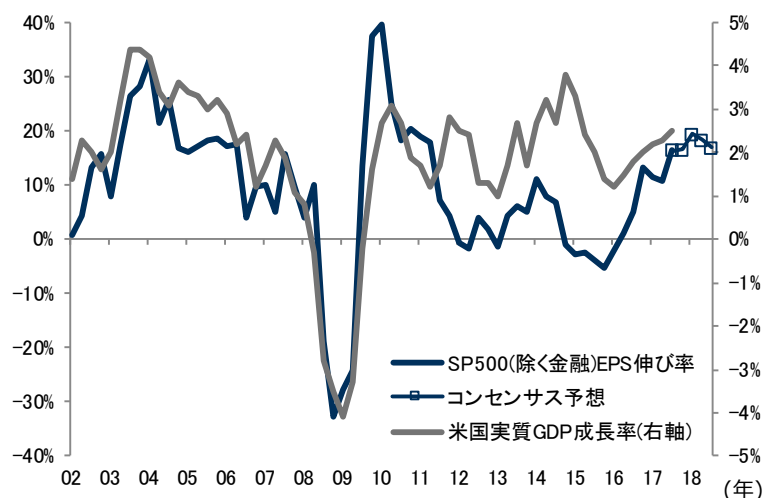
クレジット市場は、経済および企業収益の安定的な成長に加え、歴史的に見て依然として金融緩和的な環境が続いていることがサポート要因になります。

米国では、税制改革が企業収益の足元の上方修正を牽引し、特に投資適格社債にとってはポジティブとなる一方で、企業の債務が積み上がっている中での流動性の引き締めと金利上昇が懸念材料です。

ハイイールド社債と比較して投資適格社債はデュレーションが長いため、利回り上昇の影響をより強く受けます。

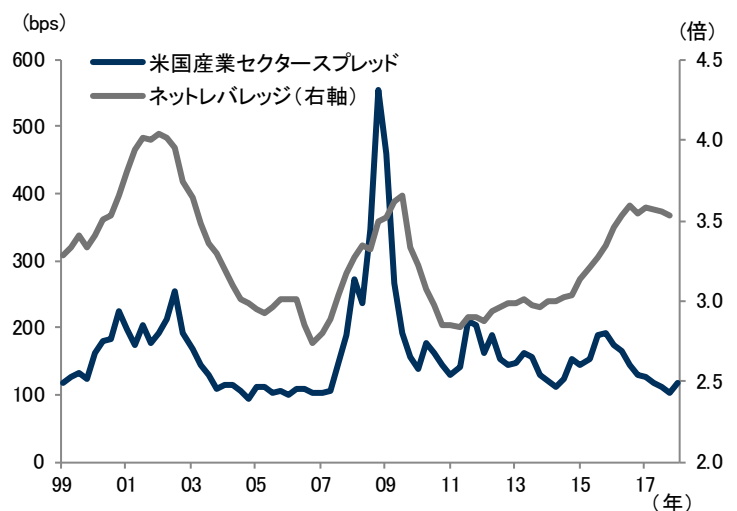
欧州は、米国ほどクレジットサイクルが成熟していないことや、ECBが引き続き買入れを実施していることが強みですが、ハイイールド社債の割安感は相対的に薄れています。

米国企業のEPSの伸び率とGDP成長率  
(2002年6月～2018年12月)



(注) 2002年6月30日～2017年12月31日は実績値。  
それ以降のEPSコンセンサス予想はBloomberg集計予想  
(2018年3月23日現在)  
(注) EPS: 1株当たり純利益  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国非金融大企業のレバレッジとクレジットスプレッド  
(1999年3月～2018年3月(23日))



(注) ネットレバレッジは1999年3月31日～2017年12月31日  
(出所) Bloomberg、FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 株式

景気循環、金融政策が生み出す上昇相場は最終局面。  
日本株に相対割安感、  
景気サイクルでは新興国が好環境継続。



株式担当CIO 荻原 亘

## グローバルの景気と企業業績モメンタムは上向き、金融政策の不透明感も小さい

2018年の株式市場は企業業績の成長に沿って1桁後半の上昇になると予想します。企業業績は米国企業に牽引され上方修正傾向にある点が、最大の支援材料です。グローバル景気は回復の後期にさしかかっている可能性が高く、景気循環面からのサポートは以前ほど期待しにくい環境にあることには注意が必要です。

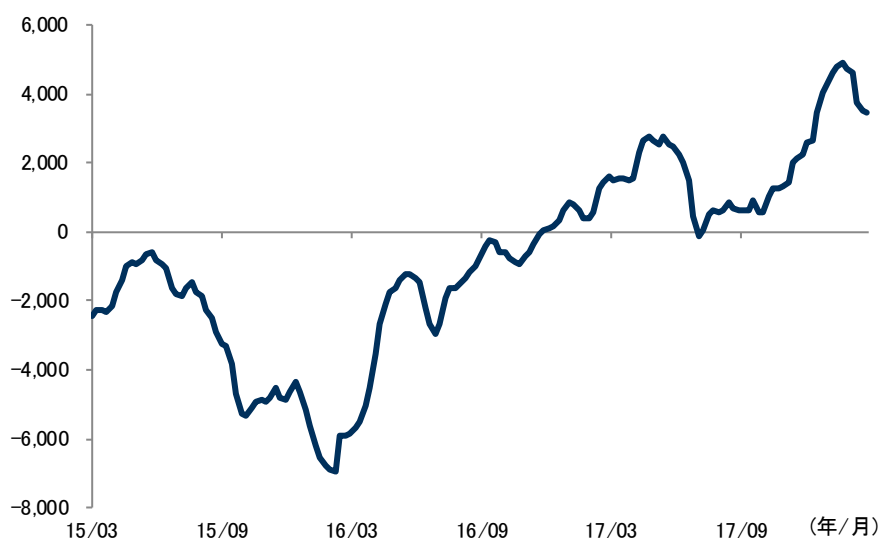
2月のいわゆる恐怖指数の上昇をきっかけとした株安から、上昇基調に戻ったかに見えた株式市場は、年度末に向けてやや軟調になっています。米国の保護主義化への懸念、米IT関連企業に関するニュースがきっかけですが、時間とともに落ち着きを取り戻し、企業のファンダメンタルズへ評価の軸が戻ると考えています。

米国の年内利上げ回数がほぼコンセンサス化するなど、金融政策の不確実性も低下しており、これも株式市場全体の安定的推移に寄与するものと考えます。

但し、金利上昇の可能性を意識しながらの展開になることから、大幅な株価評価の拡大は期待しにくいと考えます。一方で、リスク要因は、中間選挙を控えたトランプ政権の保護主義的な経済政策運営に対する不安が、ボラティリティを生む可能性が高いと考えます。

今回のレポートでは、中期的に魅力的な投資機会を提供していると思われる、中国市場、テクノロジーに注目するとともに、日本株式市場について触れたいと思います。

MSCI World Indexのリビジョン  
(2015年3月20日～2018年3月16日)



(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 中国の構造改革、消費高度化の進展に期待

中国市場(MSCI China)は2017年に56%上昇しましたが、更に上昇余地が残っていると考えます。テンセント、アリババに代表される巨大テクノロジー企業の株価は倍増し、市場全体を牽引しました。IT企業群は、技術革新や消費増大などを背景に、引き続き有望な投資対象です。

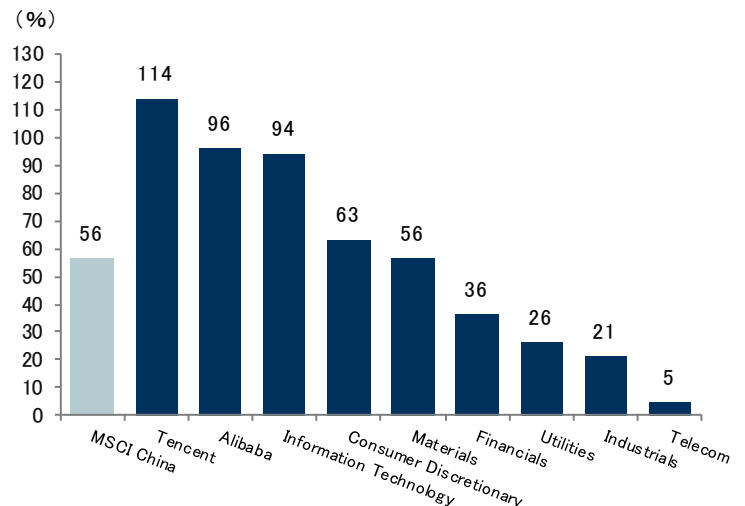
一方、金融、資本財、公共などの株価が出遅れている業種も、中期構造的回復の恩恵を受けることを考慮すると、今後の投資先としては有望です。

中国は生産性向上へ向け、国家的な施策を行っています。過剰設備を削減し、重厚長大型産業から高付加価値産業へのシフトを促しています。

企業債務の削減を促し、持続的成長を指向しています。中国本土と香港との株式市場をつなぐストックコネクTに代表される金融市場開放化も中国が新興国から先進国へ移行するプロセスであり、中長期的なテーマとして注目しています。

更に、壮大な需要創出アイデアとしての「一帯一路構想」「雄安新区構想」などにも期待が集まります。

2017年 MSCI China  
セクター別パフォーマンス



(注) 現地通貨ベース  
(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 投資テーマ①: クラウド/人工知能

クラウドビジネスやAI(人工知能)が中長期的な成長と投資機会を提供し続けると考えます。

インターネットやスマートフォンと同様に、社会インフラとして幅広い用途に利用されるビジネス機会の大きさを考えると、向こう10年のテーマです。

この変化は既に始まっており、米国では企業収益に占めるITセクター比率は、ITバブル期を大幅に上回る水準に上昇しています。

また高い収益率がもたらす資金力を背景に、投資・買収を通じてその地位を盤石なものにしている企業が増加しています。例えば、グーグルは、過去10年間で200件以上の企業買収や株式取得を行い、新技術を持つ新興企業を初期段階で傘下に収めてきました。その結果、グーグルは検索エンジン以外の幅広い領域に製品やサービスを提供できるようになり、その競争優位性を高め続けています。

## 投資テーマ②：新興国の人口成長

---

新興国では、労働人口の高い伸びなど、有利な人口動態が継続する国が数多く存在します。

2015～2025年の10年間で、インド、フィリピン、メキシコなどは、生産年齢人口（15～64歳）が15～20%近く伸び、米英の2%とは大きな格差があります。人口動態に恵まれた新興国は、生産年齢人口の非生産年齢人口に対する比で見ると、日本が高度成長期において達していた水準をこれから迎えようとしています。

若年層が労働市場へ参入し、一人当たり所得が伸びることにより、人口の伸び以上に国内消費市場が拡大することが期待されます。

経済発展の度合いに応じて、基礎的ニーズの充足やインフラの整備、その次の段階では、より品質の優れた製品への消費高度化、医療や教育などのサービス、高度な金融商品への需要の高まりといった、複数の投資テーマが存在しています。更には、後発ゆえの立場を活かして、段階的な発展経過をたどらずに、一足とびに新しい技術を導入し、新たな市場を作り出す可能性も秘めています。固定電話や銀行口座の普及を待たずに、携帯電話や新たな決済サービスなどが急速に広まっているのは、その一例と言えます。

## 日本株は相対的割安、慎重な業績予想が投資の好機を生む

---

2018年度は、企業業績は1桁後半の増益を予想しており、相場全体としてはそれに連動した伸びとなると予想します。

相場の中身については2017年度同様に、世界経済をうまく取り込むことに成功しているグローバル企業群や、新たなビジネスを創造し、新しい需要を取り込んでいく企業群のパフォーマンスが優れるものと考えています。

企業の資金使途として、増配や自社株買いに加えて、設備投資拡大の動きが見られます。また人手不足を背景にした物流費の値上げ、賃金の上昇など、デフレ脱却を期待させる変化が、更なる上昇余地を生むと着目したいと考えます。

保守的な業績予想を懸念した株価下落は投資機会です。予想PERは15倍程度でやや割安圏にあります。

# マルチアセット

インフレ期待が回復する中、  
金融政策の正常化によって流動性相場と  
グローバル成長期待に転機の兆候。



マルチアセット&ソリューションズ担当CIO  
川原 淳次

## 世界経済を牽引する米国の景気時計は正午へ

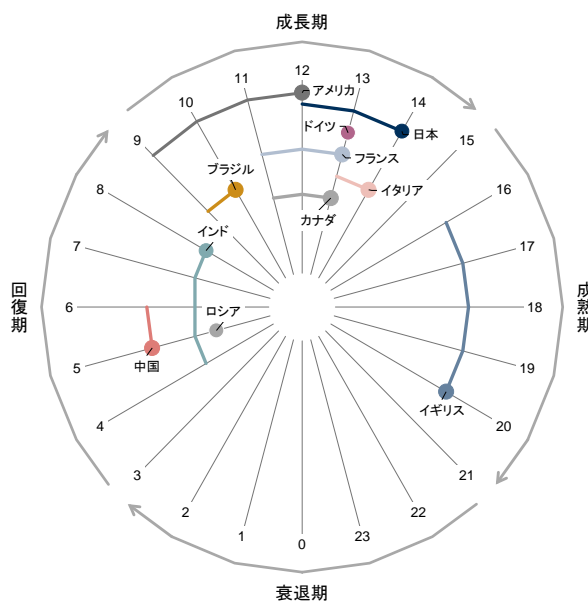
マルチアセット戦略では、マクロ環境分析をベースに、資産の相対的な魅力度、市場テーマによる投資機会を検討しています。

マクロ分析においては、世界各国の様々な経済指標の動きを機械学習等によって分析した景気循環モデル(景気時計と物価時計)を定点観測(過去6カ月の推移)しています。

景気循環の視点では、米国も成長期のピークに差し掛かり、いくつかの先進国がピークを越えた位置まで進んでいます。

中国が停滞する一方、ブラジルやインドは回復期に移行中です。

景気時計 (注1)

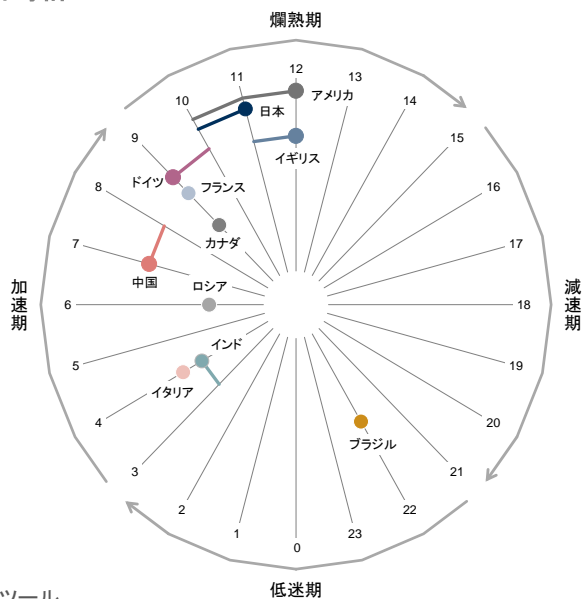


## 米国の物価時計も正午を指し、日英も爛熟期中盤へ

物価循環の視点では、日、英、米が爛熟期中盤へ進む一方、欧州の減速が見受けられます。

景気・物価の将来パスの予測モデルによると、物価が現状維持のまま景気が減速する可能性を示唆しています。

物価時計 (注1)



(注1) 各国の経済指標、物価指標をもとに循環を測定する野村アセットマネジメントのツール。軌跡は過去半年の推移。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 市場テーマ① 投資家のグローバル成長期待に転機の兆し

マルチアセット戦略では、市場テーマを捉えるファクターから今後の投資魅力度を判断しています。

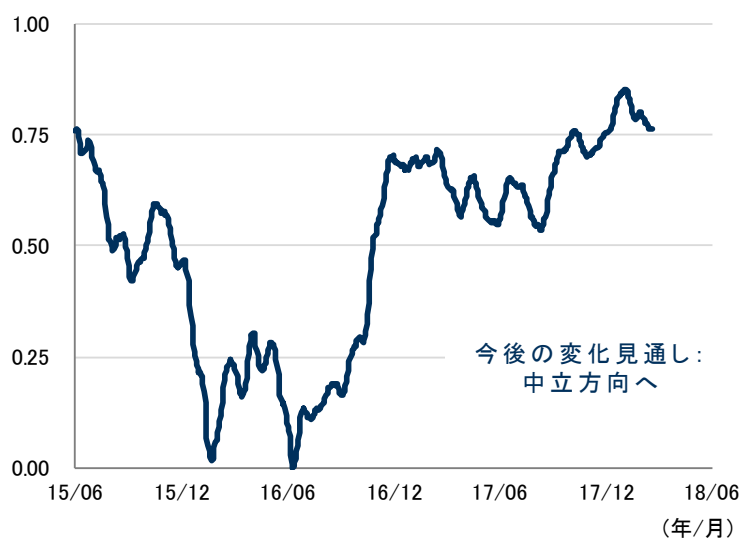
米国景気が好調と言える一方、日本と欧州の景気に息切れ感が生じてきています。

新興国では中国景気の低調さが気がかりな状態です。

昨年中盤から、世界景気の順調な拡大を織り込んできた市場にとって、さらにその見方を強めるには経済ファンダメンタルの力不足が否めないと考えます。

当面は、債券に対する株式等リスク資産の優位性は昨年後半に比べて低下していると考えます。

グローバル成長期待ファクターの推移と今後<sup>(注2)</sup>  
(2015年6月30日～2018年3月19日)



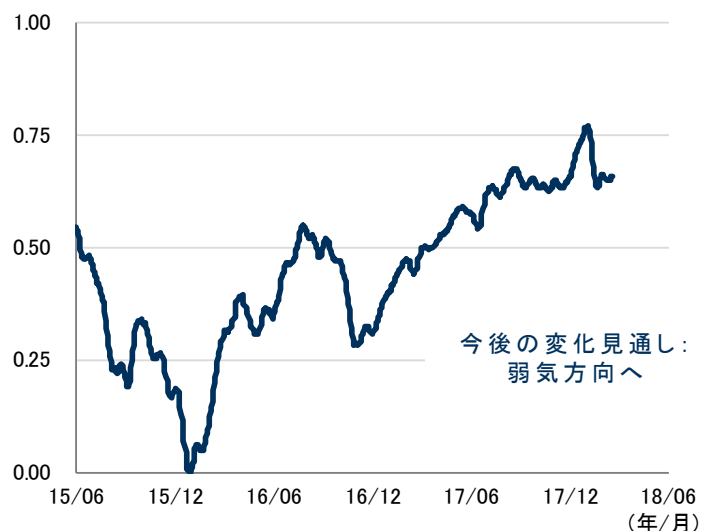
## 市場テーマ② これまでの流動性相場は反落へ

すべての資産が値上がりするような流動性相場を支えた2つの条件(主要中央銀行の政策姿勢とボラティリティの低位安定)は今後は成立が見込みにくい状態となっています。

中央銀行の金融政策について極論すれば、米国が淡々と利上げを行うに過ぎなかった昨年と異なり、今後はユーロ圏の緩和終了を視野に入れざるを得ない状況になっています。

ボラティリティ水準の変化は既に年初から確認されており、今後も留意が必要だと考えます。

グローバル流動性ファクターの推移と今後<sup>(注2)</sup>  
(2015年6月30日～2018年3月19日)



## 市場テーマ③ 投資家のインフレ期待は着実に回復基調

景気循環と物価循環のタイムラグを考慮すると、足元までのグローバルな景気拡大は、今後のインフレ率回復を導く可能性が高く、資源消費性の高い新興国に景気拡大余地が大きいことも無視できないと考えます。

着実に進む米ドル安による商品価格の底堅さや、多くの中央銀行が超緩和的金融政策の転換に慎重なことも、見えないインフレ期待回復の要因になると考えます。

インフレ期待ファクターの推移と今後<sup>(注2)</sup>  
(2015年6月30日～2018年3月19日)



(注2) 世界の200を上回る市場データから野村アセットマネジメント作成。過去約3年の最低(弱気)/最高(強気)を0/1に変換。  
(出所) 市場テーマ①,②,③はBloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 投資家のリスクアペタイトは中立からやや弱気

市場は投資家のリスクアペタイト(リスク選好度)によって、リスクオン/リスクオフとなります。足元での貿易戦争やフェイスブック問題など政治・政策によるイベントリスクの発生等によるリスクオフ局面ではリスク性資産からの逃避が生じる可能性が否定できません。

現時点における投資のリスクアペタイトは、従来と比較して、株式・債券全般に弱気です。ただし、その中でも選別的な投資機会として、新興国株式には中立、東欧株式などに期待しています。

また、金利上昇が継続する中、相対的にはスプレッドの厚いハイイールド債券に投資妙味があると考えます。

さらに、リアルアセットとしては、金利の影響によってREITに難しい局面が続くと考えられる一方、インフレ期待の上昇によってエネルギー投資が有効だと考えます。

# オルタナティブ

ファンドへの資金流入は続くが、バリュエーションは高止まり。  
個別のファンドの厳選がより重要に。



ヘッド・オブ・オルタナティブ・インベストメント・グループ  
矢内 克佳

## 投資ファンドへの資金流入はやや鈍化、デットとインフラの資金調達是好調

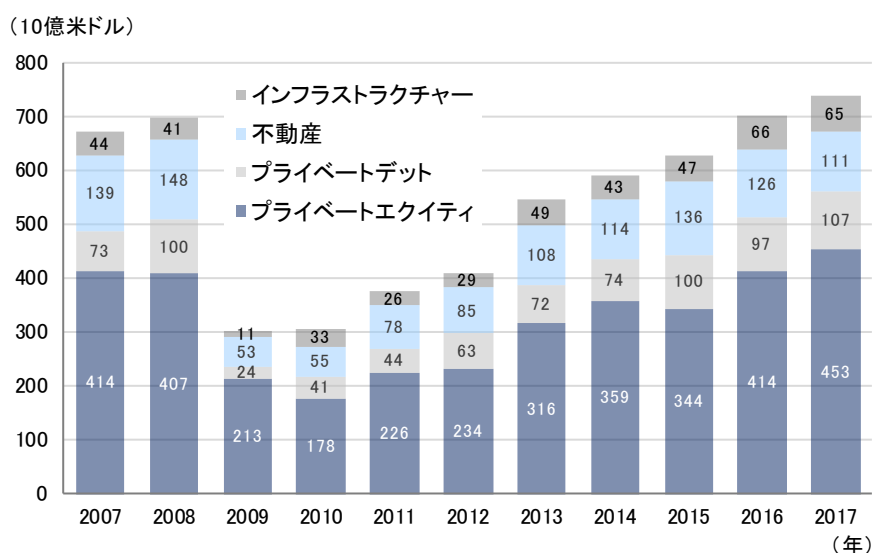
2017年は、世界的な低金利環境の下、投資家の投資意欲の高止まりを背景に、ファンドが集めた資金は過去最高となりました。

一方、良好なトラックレコードを有する有名ファンドの巨大化などもあり、クローズしたファンド本数は前年比23%減となりました。

2018年は、一部巨大ファンドの資金調達が予定されているものの、全体では資金調達活動が一巡した感があり、オルタナティブ投資ファンドへの資金流入はやや鈍化すると考えています。

戦略別では、引き続きバイアウトが主要戦略になりますが、不動産価格の高止まりを背景に、インカム代替として、プライベートデットとインフラストラクチャーの資金調達が活況を維持するものと考えます。

戦略別の資金調達額推移  
(2007～2017年)



(出所) Preqinデータを基に野村アセットマネジメント作成



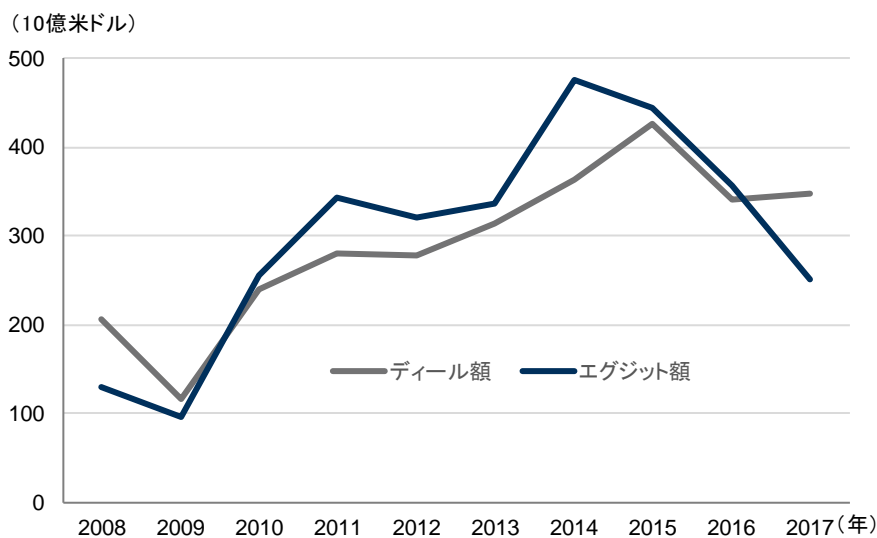
## パフォーマンス差の拡大、ファンド選択の重要性

投資の確約をしつつも資金拠出をしていない未投資枠を示す余力(ドライパウダー)の額が、バイアウトファンドだけでも、2017年末に初めて1兆米ドルを超過するなど、投資に回っていない資金が増加しています。また、各戦略で未実現の投資残高が積み上がるなど、保有期間の長期化が伺えます。

運用期間というプレッシャーの下、買い手は、ドライパウダーが増しているにもかかわらず、資産価格の上昇を嫌気して買い控える一方、売り手は案件をエグジットしきれない状況になっています。

こうした状況では、自らの得意とする分野や案件規模を自己認識し首尾一貫した運営を行う投資ファンドを厳選することが、より重要になると考えます。従来の戦略や規模とは異なるマーケットに打って出るファンド、豊富な資金をバックとした圧力に負けて高値買いするファンド、次号ファンドの資金調達のためにエグジットを焦るファンドなど、こうしたファンドへの投資は避けなければならないでしょう。

PEファンド ディール額とエグジット額の推移  
(2008～2017年)



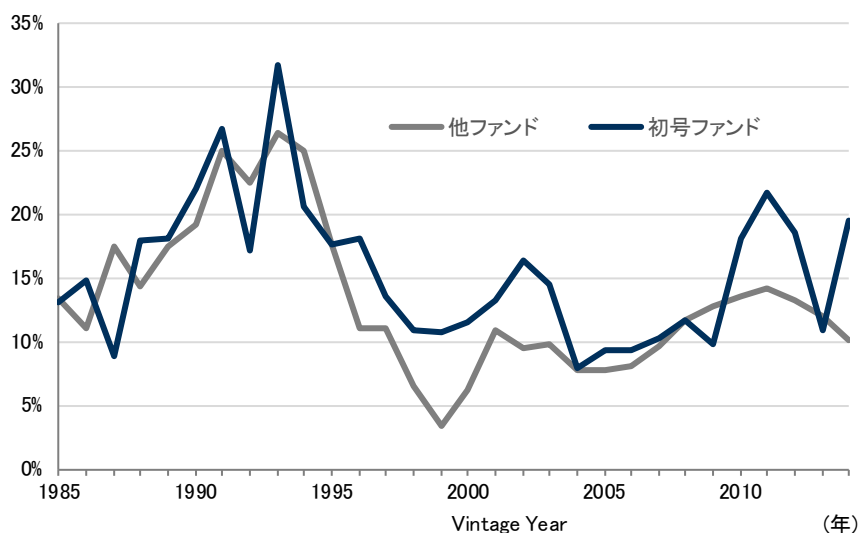
(出所) Preqinデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 新たなスターマネージャーの発掘に妙味

案件の価格が上昇し、1件当たりのファンド規模が大きくなるなど、今後巨大ファンドの機動力が落ちることが想定されます。一方でこのような環境においては、優良ファンドで腕を磨いた運用者がスピンアウトし、小規模かつニッチな領域で運用者の専門性を発揮できる初号ファンドは魅力的と考えます。

初号ファンドにおいては、運用者自身の財産によるコミットメントの負担割合が通常のファンドに比べて大きく、次号ファンドのレイズを考慮すると、運用者が自身の財産を守り、ファンドのパフォーマンスをいち早く向上させるインセンティブがあります。こうしたインセンティブの観点からも初号ファンドのマネージャーは投資妙味があると考えます。

初号ファンドと他ファンドの投資年度毎のリターン<sup>(注)</sup>中央値比較  
(1985-2014年)



(注) 設定来のネット内部利益率  
(出所) Preqinデータを基に野村アセットマネジメント作成

## セカンダリー投資は厳選

---

金融規制強化の一巡を経て、バリュエーションの高まりとともに、セカンダリー市場のディスカウント率は低下しています。

一方、ファンドによる個別案件の保有期間は長期化しており、ファンドの運用者によるリストラクチャリングのセカンダリー案件が増えています。ファンドが保有する案件の個別的な精査がより重要になっているものと考えます。

金融危機以降にファンドの設立が本格化したインフラストラクチャーファンドのエグジットの時期に重なってきていますので、インフラストラクチャーのセカンダリー案件は妙味がありそうです。

## 低コストのオルタナティブ投資へのアクセス

---

2017年の米国カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)における議論を代表に、各投資家の間で投資ファンドに投資することにより発生する、運用者に支払う運用報酬や成功報酬などのコストに対する意識が、投資家の間で非常に高まっています。

こうした中で、カナダ系の大手公的年金基金やソブリン・ウェルスファンドは、高コストのファンドを通じず、運用者とのリレーションシップを利用して、共同投資やセパレートアカウント、ジョイントベンチャーといった方法で、プライベート・エクイティやインフラストラクチャーの個別案件に直接投資をしています。

また、その他の投資家の間でもセパレートアカウントや共同投資のニーズは高まっています。

2018年も引き続き、共同投資やセパレートアカウントなど低コストの投資手法は人気を博しそうです。これまで比較的穏やかであったデットにおいてもこの動きは強まりそうです。

## 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

- ICE BofAML US Industrial Index
- S&P500株価指数
- MSCI World Index、MSCI China Index(現地通貨ベース)

### 当資料で使用した指数の著作権等

- 「ICE BofAML US Industrial Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 「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 サービスーズ エル エル シーに帰属しております。
- MSCI World Index、MSCI China 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。

### 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。

## 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。

# 【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4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 Exceed<sup>||</sup>

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



世界第5位の  
ETF運用残高

国内シェア 45%



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<sup>※1</sup>



(出所) 野村アセットマネジメント。※1以外2017年12月末時点。

※1: 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。