

NOMURA

Connecting Markets East & West

投資環境見通し

2018年秋号

野村アセットマネジメント

© Nomura

野村アセットマネジメント

投資プラットフォーム

2017年12月末時点

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

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

4 グローバル環境

世界貿易を巡る不確実性が徐々に市場・経済の下押し要因に

6 景気循環

世界景気循環は、停滞局面へ移行

7 リスク要因

高まる政治・政策の不確実性

8 各国経済・市場見通し

9 世界の政治・金融政策決定会合日程

10 米国

中立金利・逆イールドに近づく中でFRBが利上げを継続するか注目

12 ユーロ圏

成長率は緩やかな減速が続く、政治リスクが引き続き懸念材料

14 Box1:トルコ情勢の欧州政治への影響

15 日本

消費増税前まで経済・物価の基調に大きな変化はないと予想

17 中国

景気は減速基調が続くが、さらなる景気刺激策の可能性も

19 新興国

ファンダメンタルズや政治リスクの差が注目される

21 Box2: トルコリラ急落とその影響

23 債券・クレジット市場

24 株式市場

25 為替市場

26 各国見通し

グローバル環境

世界貿易を巡る不確実性が徐々に市場・経済の下押し要因に

世界景気が鈍化する中で、米国一人勝ちの様相が続く

2018年初以降、世界景気の跛行色は徐々に強まっている。米国では大規模な財政刺激によって家計や企業の所得環境が改善し、設備投資や消費の好調が続いている。一方、中国や欧州の景気の勢いは緩やかに鈍化している。また、年初には景気回復期待が高まっていたその他新興国でも、米国一人勝ちの様相を反映した米ドル高や、それぞれの国の抱える政治リスクなどが重石となり、先行き不透明感が強まっている。世界経済は全体として高水準の成長を続けているものの、その勢いは鈍化し始めている。

世界のインフレ率は、2018年前半に緩やかに上昇した。インフレ率上昇の背景には、原油価格上昇や一時的な物価押し下げ要因の剥落、新興国では通貨下落がある。先行きは、先進国では労働市場の一段のひっ迫を背景に賃金は緩やかに上昇に向かうだろうが、世界需要

の大幅な加速が見込み難い中ではインフレ率上昇ペースの加速は見込み難い。インフレ率の上昇は総じて緩やかに留まるだろう。

世界貿易を巡る不確実性も高まっている。米中の関税引き上げの応酬は激しさを増してきているうえ、米国とその他の国との通商協議も難航している。米国の関税措置は短期的に金融市場のインフレ期待を高めるだろうが、経済成長率やインフレ率に与える直接的影響はさほど大きくない。しかし、先行き不透明感が高まることで好調な所得環境に比して企業の設備投資は抑制されやすい状況となるだろう。また、米国の対中貿易を巡る強硬姿勢は11月の米国中間選挙後も続く公算が高く、結果的に世界の成長期待は低下するだろう。貿易を巡る不確実性は、金融市場の短期的な反応に反して、中長期的には長期金利の押し下げ要因となるだろう。

金融政策は当面引き締め方向だが、2019年には転換の可能性が高まる

世界の金融政策は引き締めに向かっている。先進国では、景気の好調やインフレ見通しの改善を背景に金融政策正常化の流れが続いた。米国は粛々と利上げを進め、ユーロ圏も2018年末に資産買入プログラムの純資産買入を終了させる方向に舵を切った。日本も現行政策の副作用を一部緩和する「政策微修正」を発表し、将来的な金融政策正常化の布石をうった。しかし、この流れは2019年にかけて変化する公算が高まる。米国では、政策金利が中立水準に近づく一方で長期金利の上昇は限定的に留まるだろう。長短金利差の縮小は景気後退リスクを高めると見られていることから、米国の利上げ姿勢は慎重化し始めるだろう。その場合、ユーロ圏や日本も金融政策正常化に慎重にならざるを得ない。

一方、新興国の利上げは様相が異なる。インドやフィリピンなどでは、国内需要の好調を背景に利上げに踏み切ったのに対し、トルコ

やインドネシアなどの利上げは通貨防衛を主眼に置いたものだ。新興国通貨への下落圧力は、金融政策も引き締め方向に向かわせている。新興国の金融政策の方向転換には、米国の利上げ停止などを背景にした米ドル高の反転が条件になる。

米ドルは、景況感格差を背景に当面は高値を維持するだろう。しかし、米国の利上げがほぼ終盤となってきていることから、2019年には米ドルは再び調整に向かうだろう。

日米欧全体でみた量的緩和の純増分は、2018年後半にほぼゼロとなった。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の修正は続くだろう。通商問題による悪影響などで景気の先行きに変調が見られた場合には、リスク資産への調整圧力はかかりやすいだろう。先進国の中央銀行も一定程度の金融市場の調整は容認すると見られる。

グローバル環境チャート

図1：世界の実質GDP成長率見通し

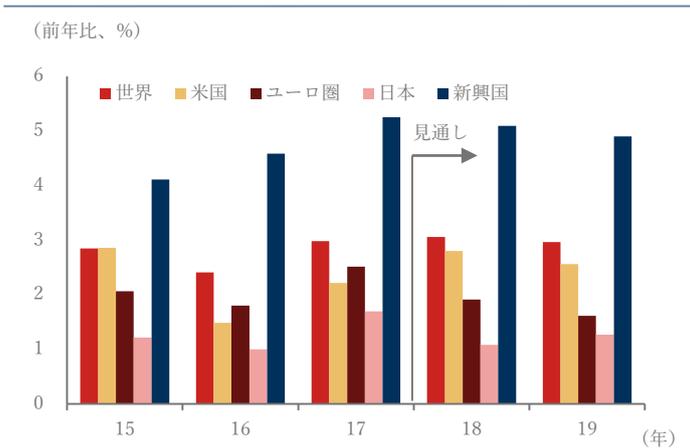


図2：先進国・新興国のインフレ率の推移



図3：各国・地域の構造的財政基礎収支の変化

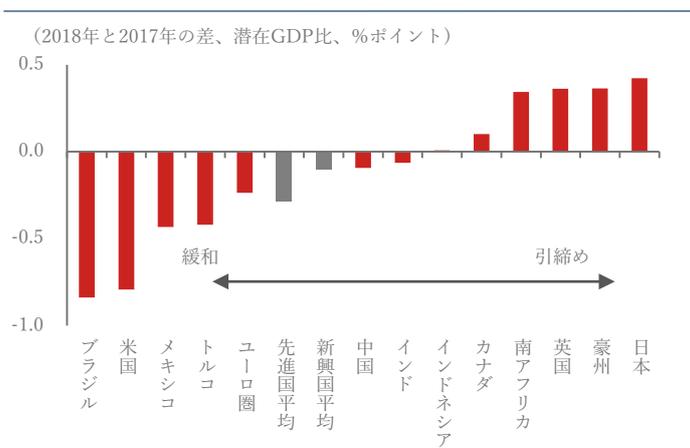


図4：世界貿易の推移

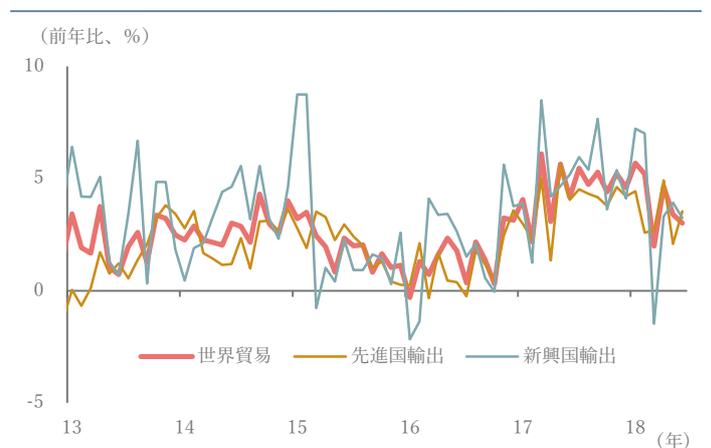
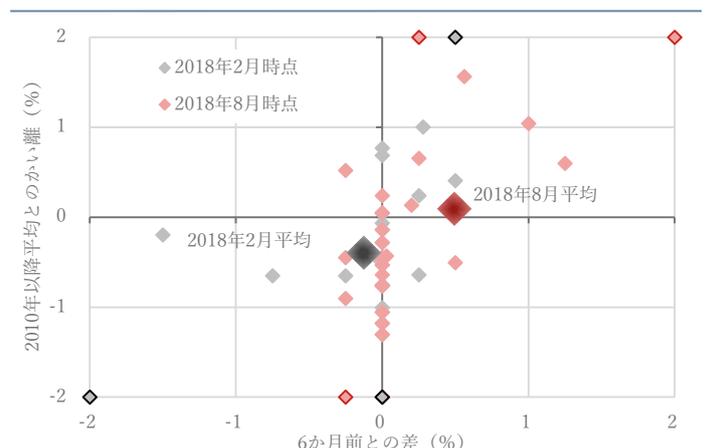


図5：世界の購買担当者指数 (PMI) の推移



図6：各国・地域の政策金利の動き



景気循環

世界景気循環は、停滞局面へ移行

景気停滞局面が続く世界景気

世界景気は景気停滞局面にある。経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）で見た世界景気循環は、2017年末をピークに弱まり、2018年に入ってから景気拡大局面から減速、そして停滞局面まで移ってきた。

停滞局面に移った当初は、世界景気は悪化しつつも限定的だった。景気が減速した日本や欧州の動きを、米国の景気の強さが相殺していたためだ。しかし、足元ではCLIで見た米国の景気も他の主要国同様に弱まってきている。日本や欧州の景気はこの間も弱い状態が続いたことで、世界景気の停滞はいつそうはっきりしたものになっている。

しかし、過去に比べると景気停滞は比較的小幅なものであるため、今後いずれの局面にも移る可能性があるといえるだろう。

リスク回避資産が優位な局面

現在の世界景気循環の位置では、株式などの高リスク資産のリターンに比べて国債や米ドル・日本円などリスク回避型の資産のリターンが優位になる傾向がある。

しかし、これが今回も当てはまるかは不透明だ。今回のように景気停滞局面で金融引き締めが続いていることはこれまでほぼ例がないためだ。通常、景気後退局面では金融緩和によって債券が優位になる。また、景気停滞がより本格化していったとしても、金融引き締めが先送りされるようなことになれば、株式などのリスク資産が再び堅調に推移していく可能性もあるだろう。

図1：OECDの世界景気先行指数（CLI）

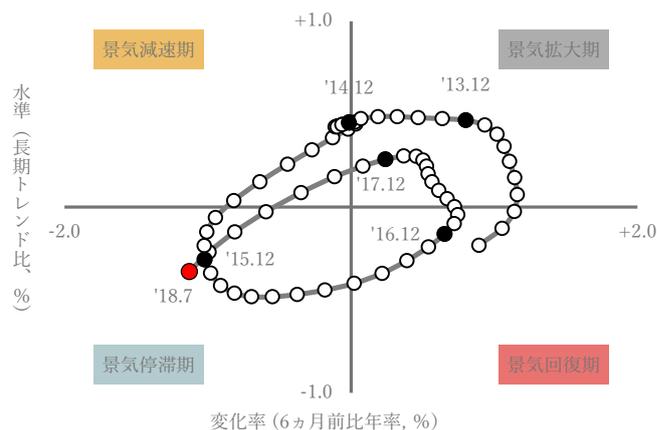


図2：各国の景気循環上の位置

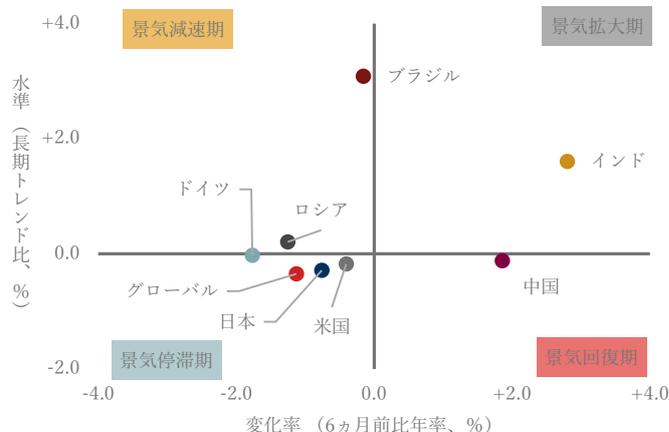
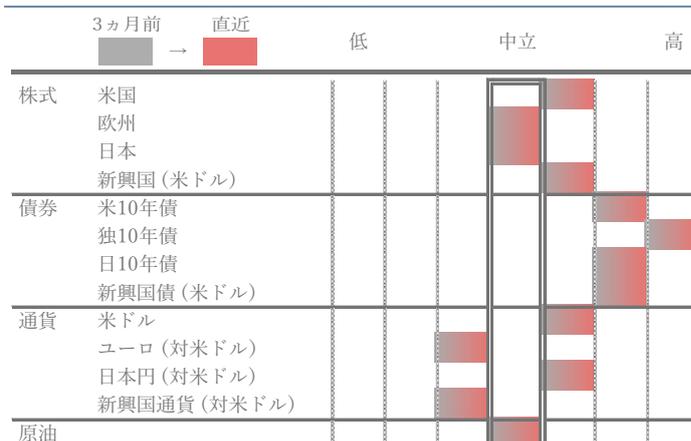


図3：定量的に算出した資産別魅力度



リスク要因

リスクは双方向だが、貿易摩擦の動向には大きな不確実性がある

高まる政治・政策の不確実性

先行き6か月から1年程度の間的主要想定に対する主なリスクシナリオとしては、以下のものが挙げられる。

- ① 米国景気の上振れ：米国での財政拡張効果が想定以上に大きく、米国景気が上振れる。インフレ率は加速し、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げが続く中で米長期金利も上昇する。先進国株式市場は好調な企業業績に支えられ好調を続けるが、米ドル高の一段の進展で新興国市場は調整する。
- ② 貿易摩擦の激化：米国発の貿易摩擦が激化し、世界貿易や投資の減少で世界景気が悪化する。成長期待の剥落などで金利は低下するが、企業業績の悪化によって株式市場は世界的に調整を余儀なくされ、金融市場のリスク回避でリスク資産全般に調整が及ぶ。
- ③ 原油価格上昇：供給制約が残る中で原油の需給が想定以上に引き締まり、原油価格の上昇が続く。世界的にインフレ率は上昇し、各国で利上げが加速することで世界景気は悪化する。金利は上昇し、株式市場は調整に向かう。原油輸入国の新興国では、通貨の大幅な下落が生じる。
- ④ 新興国危機の深刻化：米ドル高の継続が新興国のセンチメントを悪化させ、新興国通貨の大幅な調整を引き起こす。新興国では急激な利上げを余儀なくされる国が増え、景気後退に向かう。相対的に貿易依存度の高いユーロ圏や日本の金融市場は調整する。米国経済は相対的に堅調を維持するため、米国一人勝ちの様相は一層強まる。

図1：主要想定に対するリスクシナリオ

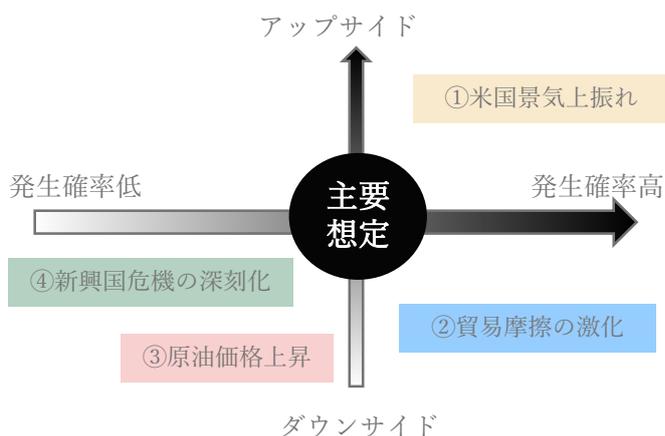
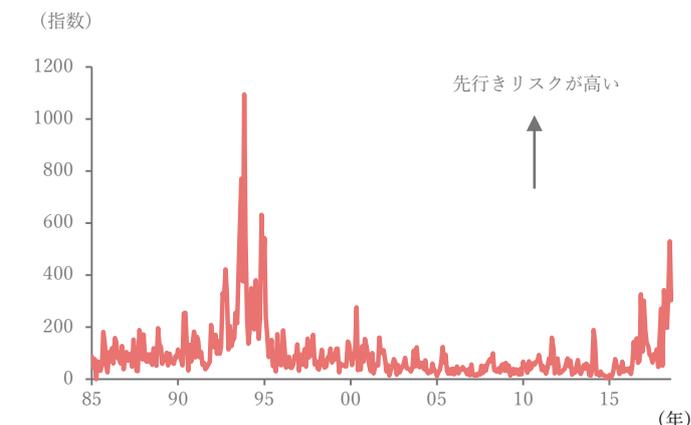


図2：原油価格の推移



図3：米国の通商政策に関する先行き不透明性



各国経済・市場見通し

		2018				2016	2017	2018	2019	
		Q1	Q2	Q3	Q4			予測	予測	
				予測	予測					
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*2	3.2	3.2	3.0	2.9	2.4	3.0	3.1	2.9
	先進国	*3	1.7	2.9	1.9	2.2	1.6	2.2	2.3	2.0
	新興国	*1,*4	5.3	5.1	5.0	5.0	4.6	5.3	5.1	4.9
	米国		2.2	4.2	2.8	2.8	1.6	2.2	2.8	2.6
	ユーロ圏		1.6	1.5	0.9	1.9	1.9	2.5	1.9	1.6
	日本		-0.9	3.0	0.6	1.4	1.0	1.7	1.1	1.3
	中国	*1	6.8	6.7	6.4	6.3	6.7	6.9	6.5	6.2
消費者物価 (前年比、%)	世界		2.2	2.4	2.7	2.6	1.7	2.1	2.5	2.3
	先進国	*3	1.8	2.1	2.3	2.1	0.8	1.8	2.1	1.7
	新興国	*4	2.9	2.9	3.4	3.5	3.3	2.7	3.2	3.3
	米国		2.2	2.7	2.8	2.6	1.3	2.1	2.6	2.0
	ユーロ圏		1.3	1.7	2.0	1.8	0.2	1.5	1.7	1.3
	日本	*5	0.9	0.8	0.9	0.9	-0.3	0.5	0.8	0.9
	中国		2.2	1.8	2.2	2.4	2.0	1.6	2.2	2.2
政策金利 (%)	米国	*6	1.75	2.00	2.25	2.50	0.75	1.50	2.50	2.75
	ユーロ圏	*6	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	...	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	2.84	2.80	2.70	2.70	2.37	2.88	2.70	2.70
	インド		6.00	6.25	6.50	6.75	6.25	6.00	6.75	6.75
	インドネシア		4.25	5.25	5.75	5.75	4.75	4.25	5.75	5.75
	ブラジル		6.50	6.50	6.50	6.75	13.75	7.00	6.75	7.50
	メキシコ		7.50	7.75	7.75	7.75	5.75	7.25	7.75	6.75
	ロシア		7.25	7.25	7.50	7.50	10.00	7.75	7.50	7.00
	トルコ		12.75	17.77	24.00	24.00	8.31	12.75	24.00	27.00
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.74	2.86	3.00	3.00	2.33	2.41	3.00	2.80
	ドイツ		0.50	0.30	0.50	0.70	0.46	0.43	0.70	0.60
	日本		0.05	0.04	0.10	0.15	0.07	0.05	0.15	0.15
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,641	2,718	2,940	2,960	2,519	2,674	2,960	3,180
	ユーロ300		1,452	1,487	1,510	1,530	1,525	1,530	1,530	1,580
	TOPIX		1,716	1,731	1,790	1,820	1,675	1,818	1,820	1,880
	MSCI EM (\$)		1,171	1,070	1,040	1,090	1,082	1,158	1,090	1,150
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.23	1.17	1.16	1.18	1.18	1.20	1.18	1.20
	日本円/米ドル		106.4	110.8	112.0	110.0	112.6	112.7	110.0	105.0
	人民元/米ドル		6.29	6.63	6.80	6.80	6.64	6.51	6.80	6.80
	インドルピー/米ドル		65.0	68.5	72.0	72.0	67.9	63.9	72.0	72.0
	インドネシアルピア/米ドル		13748	14330	14800	14800	13473	13555	14800	14800
	ブラジルレアル/米ドル		3.3	3.9	4.1	4.2	3.3	3.3	4.2	4.0
	メキシコペソ/米ドル		18.2	19.9	19.0	19.0	20.7	19.7	19.0	18.5
	ロシアルーブル/米ドル		57.3	62.8	68.0	68.0	61.5	57.7	68.0	66.0
トルコリラ/米ドル		4.0	4.6	6.4	6.6	3.5	3.8	6.6	7.5	
原油価格	米ドル/バレル	*7					50	56	72	70

(注) 1) 前年同期比、2) 2010年時点の為替レートで評価した各国のGDPを加重し計算、3) 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、4) 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、5) 消費者物価コア、6) 日本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7日物レポレート期中平均値、7) 原油価格はブレント、想定値は年間平均値。

※ 2018年第2四半期の数値は一部予測値を含む

(出所) Oxford Economics、野村アセットマネジメント

世界の政治・金融政策決定会合日程

		米国	欧州	日本	その他
2018年	10月	月中：財務省半期為替報告書公表	14日：独バイエルン州議会選挙 18-19日：EU首脳会議 25日：ECB理事会 28日：独ヘッセン州議会選挙 月中：EU加盟国は予算案を欧州委員会に提出	30-31日：金融政策決定会合	7日：ブラジル大統領選挙（第1回投票） 28日：ブラジル大統領選挙（決選投票）
	11月	6日：中間選挙 7-8日：FOMC	月中：欧州委員会は加盟国予算案に対する見解を公表		
	12月	18-19日：FOMC	13日：ECB理事会 13-14日：EU首脳会議	19-20日：金融政策決定会合	
2019年	1月	29-30日：FOMC	24日：ECB理事会	22-23日：金融政策決定会合	
	2月				月中：タイ総選挙
	3月	1日：債務上限適用停止期限 19-20日：FOMC	7日：ECB理事会 21-22日：EU首脳会議 29日：英国のEU離脱		
	4月	月中：財務省半期為替報告書公表	10日：ECB理事会	24-25日：金融政策決定会合 月中：統一地方選挙	17日：インドネシア大統領・議会選挙
	5月	4月30日-5月1日：FOMC	月中：欧州議会選挙	1日：改元	4-5月頃：インド総選挙
	6月	18-19日：FOMC	6日：ECB理事会 20-21日：EU首脳会議	19-20日：金融政策決定会合	
	7月	30-31日：FOMC	25日：ECB理事会	29-30日：金融政策決定会合 月中？：参議院選挙	
	8月				
	9月	17-18日：FOMC	12日：ECB理事会	18-19日：金融政策決定会合	
	10月	月中：財務省半期為替報告書公表	24日：ECB理事会 31日：ECBドラギ総裁任期満了	1日：消費税率引き上げ予定 30-31日：金融政策決定会合	
	11月				
	12月	10-11日：FOMC	12日：ECB理事会	18-19日：金融政策決定会合	月中？：中国中央経済工作会議

米国

中立金利・逆イールドに近付く中でFRBが利上げを継続するか注目

堅調な成長が続く中、労働市場の量的改善に陰りが見えるか注目

米国経済は、2018年4-6月期に前期比年率+4.2%の高成長を記録した。今後も潜在成長率を上回る底堅い成長が続くだろうが、その成長ペースは緩やかに鈍化するだろう。個人消費が底堅く推移し、政府支出が加速する一方、設備投資や輸出は減速すると見られ、総じて成長ペースは緩やかに鈍化する。

個人消費を取り巻く環境は良好である。労働市場の引き締まりが続く、賃金上昇率も緩やかに高まると見られる。また、貯蓄率も高水準を維持していたことが明らかになったことで、消費の加速余地も残る。これまで、貯蓄率は限界に近いところまで低下していると見られていたが、国内総生産（GDP）統計改定により貯蓄率は純資産/可処分所得比と比べても高水準を維持していることが明らかになった。個人消費の好調に加えて、当面は政府支出の増加も成長率押し上げに寄与しよう。一方で、米国の更なる成長加速や持続的な高成長には疑問符がつく。中国をはじめとする世界経済を巡る不透明感が高まっている。また、米中貿易摩擦の動向などを踏まえると世界貿易量の拡大期待も乏しい。企業の設備投資意

中間選挙前後の政治リスクを警戒

米国政治の不透明感が高い。米国の通商政策不確実性指数は大幅に上昇している。トランプ政権の通商政策は、①覇権争いの意味合いもある米中貿易摩擦、②複数国間あるいは世界的な貿易ルールの変更、を含むが、行方とともに不透明だ。トランプ大統領が、中間選挙に向けて支持層に訴えかける成果としての落としどころを探らず、相手国への要求を強める場合には、不確実性の高まりが企業の意思決定に悪影響を及ぼす可能性がある。

また、中間選挙の結果、上下院で多数派が異なる「ねじれ議会」となる可能性も高まっている。この場合、インフラ投資等の景気刺激的な政策合意が難しくなるだろう。民主党が下院で多数を得れば、大統領の弾劾手続きに着手する可能性もある。

欲は足もとで低下しつつある。既に過去の景気拡大期のピーク水準程度に達している設備投資/GDP比がさらに上昇する可能性は低だろう。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、当面は四半期毎の利上げを続けるだろうが、政策金利がFRBが想定する中立金利に接近する2019年半ばにかけては、利上げの休止が検討されるだろう。インフレ率や賃金上昇率は緩やかに上昇すると見られるが、これらに先行する失業率や非農業部門雇用者数の改善は2019年半ばにかけて止まってくる可能性がある。また、長短金利差が縮小していることもある。これまで長短金利が逆転（逆イールド）した後に景気後退が起こることが多かったため、FRBはこうした状況に警戒感を高めざるを得ないだろう。一部金融政策当局者は「今回は違う」との見方を示すが、この主張を正当化する証拠は乏しい。長期金利の大幅な上昇がない限りは、2018年終盤頃に長短金利差縮小に対する懸念を背景に、利上げ継続の是非に対する議論が高まっていくだろう。

米国経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	1.6	2.2	2.8	2.6
個人消費	2.7	2.5	2.6	2.6
住宅投資	6.5	3.3	0.7	1.3
設備投資	0.5	5.3	7.1	3.5
政府支出	1.4	-0.1	1.5	1.9
純輸出（寄与度）	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3
消費者物価	1.3	2.1	2.6	2.0
同コア	2.2	1.8	2.2	2.3
経常収支（GDP比）	-2.3	-2.3	-2.3	-2.5
失業率	4.9	4.4	3.9	4.0
FF誘導目標上限	0.75	1.50	2.50	2.75

* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

米国チャート

図1：実質GDP成長率と企業景況感

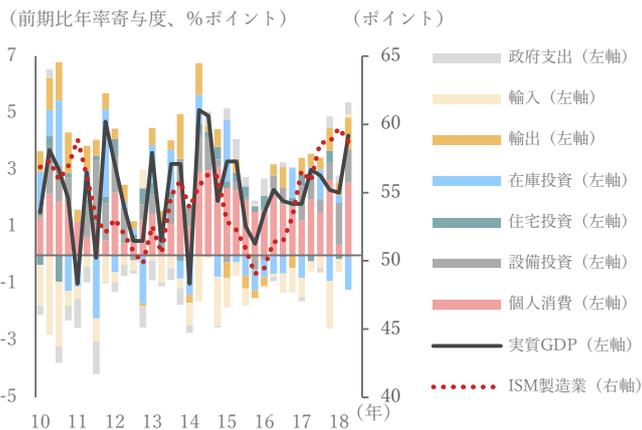


図2：家計部門純資産/可処分所得と貯蓄率



図3：パートタイマー比率と賃金上昇率

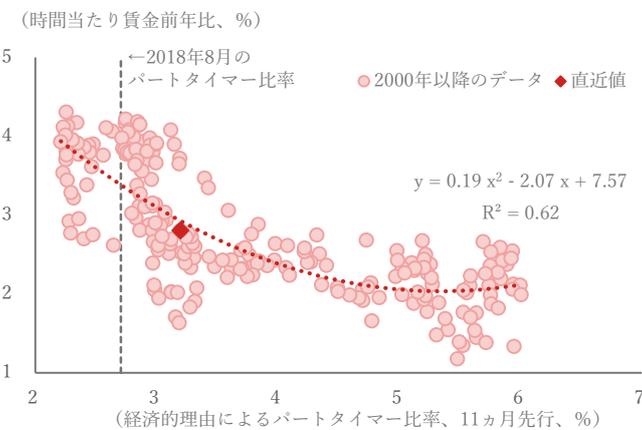


図4：インフレ率とISM価格指数

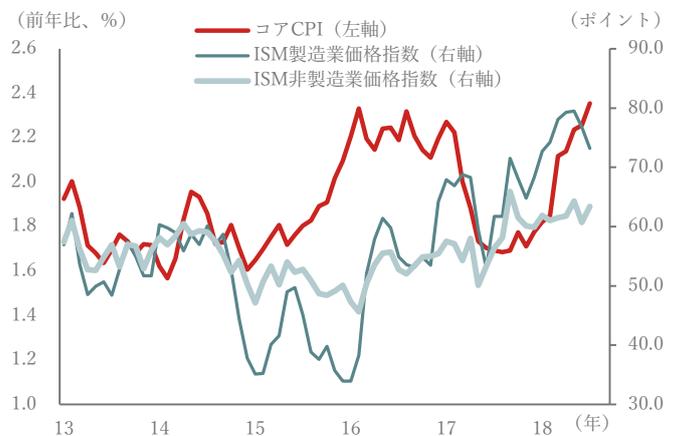
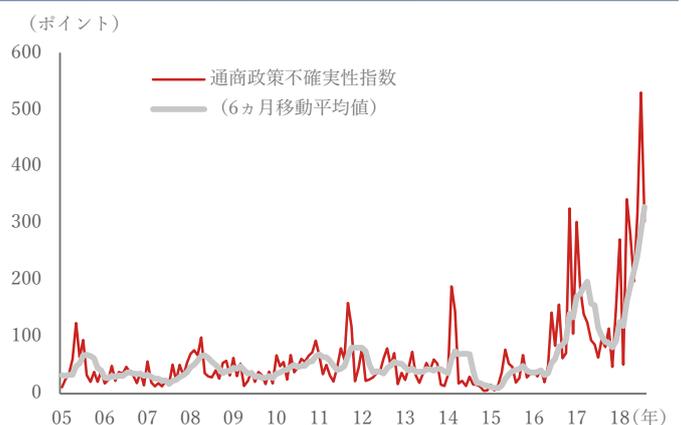


図5：長短金利差と株価



図6：通商政策不確実性指数



ユーロ圏

成長率は緩やかな減速が続く、政治リスクが引き続き懸念材料

成長率は緩やかに減速する見込み、ECBの利上げは先送りされる公算

ユーロ圏経済は堅調な成長を維持しているが、年初以降その勢いは減速している。昨年景気好調を支えていた輸出の失速に加えて、原油安効果の剥落に伴う実質所得環境の改善ペース鈍化などが主な背景だ。ユーロ圏経済は2019年末にかけても緩やかに減速を続けるだろう。主要輸出相手国である中国が緩やかに景気減速へ向かうとみられることや、米国発の貿易摩擦リスクが一層高まっていることなどを踏まえれば、先行き輸出の大幅な再加速は見込み難い。

一方、インフレ率は緩やかに上昇に向かうだろう。ユーロ圏の消費者物価コアインフレ率は、年率1%前後と力強さに欠ける推移を長く続けている。しかし、先行きはインフレ率上昇を示唆する動きがみられている。特に、失業率が継続的に低下してきたことで、ドイツを始めとする域内一部の国で賃金上昇ペースが力強さを増している点は注目されよう。

政治リスクの深刻化に引き続き注意

欧州の政治リスクは残る。イタリアでは、2018年3月の総選挙でいずれの勢力も過半数議席を獲得できず、政局が不安定化した。政治空白の長期化は6月初の新政権発足で回避されたが、新政権の掲げる財政拡張策が欧州連合（EU）との緊張を高めるとの懸念は払しょくされていない。これまで、新政権は大幅な財政赤字拡大を示唆することを抑制しているが、今後も注視が必要だ。英国が無秩序なEU離脱に追い込まれる可能性や、難民問題に端を発するドイツの政局不安定化のリスクもある。

ユーロ圏経済の主なリスクとしては、①米国・中国などの域外経済の好調やユーロ安で輸出が再加速し、域内景気が反転上昇する、②イタリアの政局懸念が再燃・悪化し、市場混乱の影響が域内へ波及する、③米国発の貿易摩擦が深刻化し、輸出が一層減少する、といった上下双方のシナリオが想定される。

欧州中央銀行（ECB）は、異例な金融緩和策からの正常化を徐々に進めている。2018年6月の理事会では、条件付きながらも資産買入プログラム（APP）の純資産買入を年内に終了する方針を示した。今後、同中銀は、インフレ率が想定通りに緩やかに上昇することを前提に、予定通りAPPを終了させるだろう。一方で、政策金利の引き上げは2020年以降へ先送りされる可能性が高いだろう。ECBは「少なくとも2019年夏まで」現状の低水準の政策金利を維持すると見込んでいる。しかし、域内景気および物価見通し、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策が転換する可能性等を踏まえれば、2019年後半に政策金利の引き上げを実施することは容易ではないだろう。さらに、足元で再び懸念が高まっているイタリアおよび英国の政治リスクが大きく深刻化するリスクも残る。この場合、同中銀の利上げ開始が一層後ずれすることが想定される。

ユーロ圏経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	1.9	2.5	1.9	1.6
個人消費	2.0	1.7	1.5	1.5
住宅・設備投資	3.9	2.8	3.5	3.2
政府消費	1.9	1.2	1.2	1.5
純輸出（寄与度）	-0.4	0.8	0.2	0.1
消費者物価	0.2	1.5	1.7	1.3
同コア	0.9	1.0	1.1	1.3
経常収支（GDP比）	3.6	3.5	3.2	2.9
失業率	10.0	9.1	8.3	7.9
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

ユーロ圏チャート

図1：ユーロ圏実質GDP成長率と景況感指数

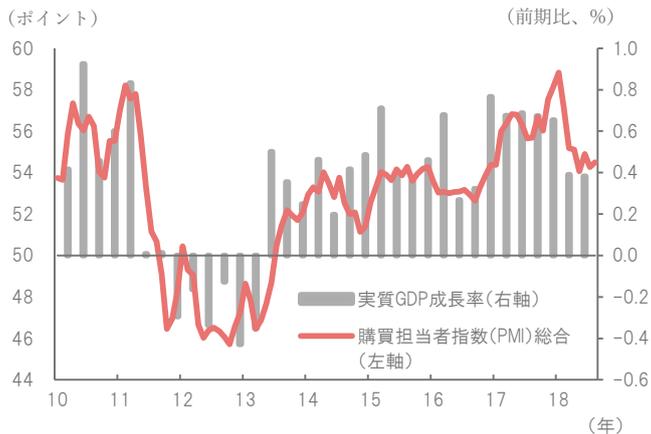


図2：実質交渉賃金と個人消費の推移

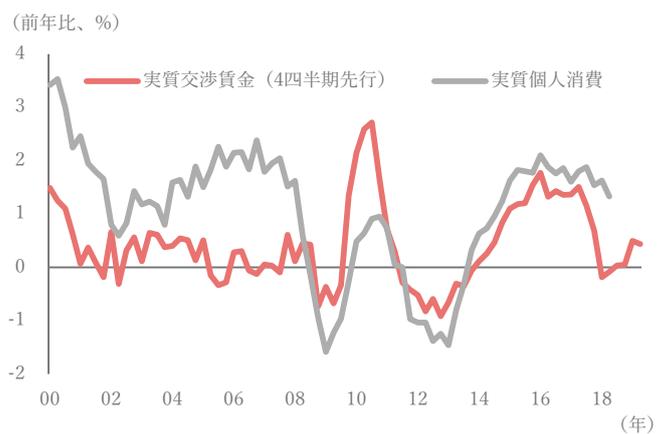


図3：輸出数量と輸出受注指数の推移

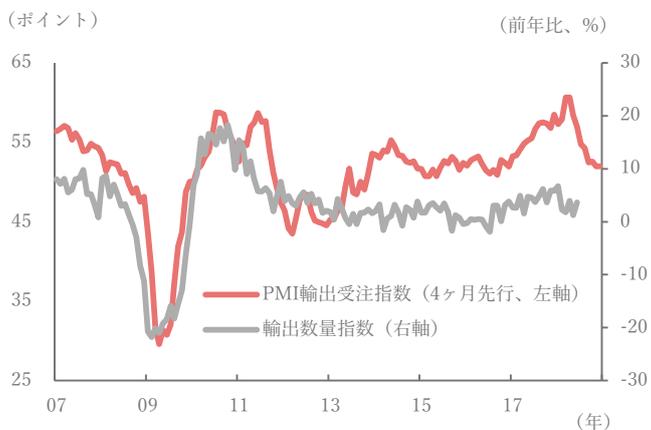


図4：雇用者あたり報酬の推移

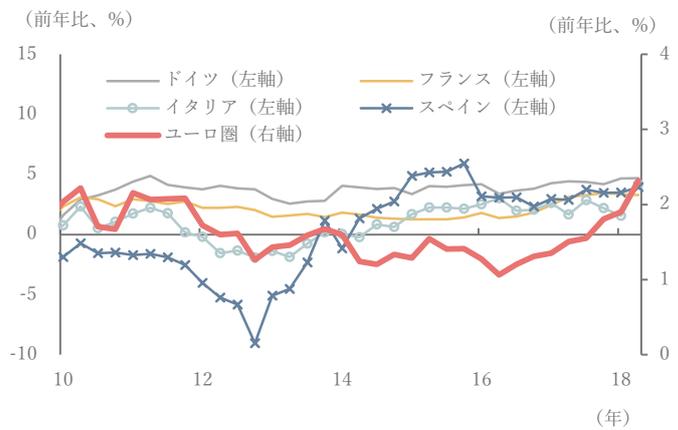


図5：コアHICPインフレ率推移

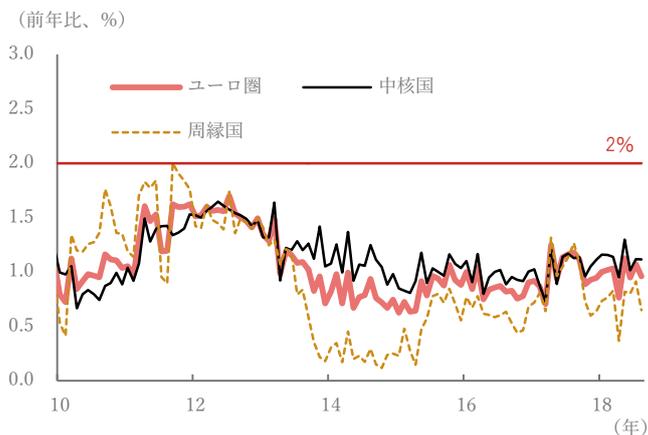
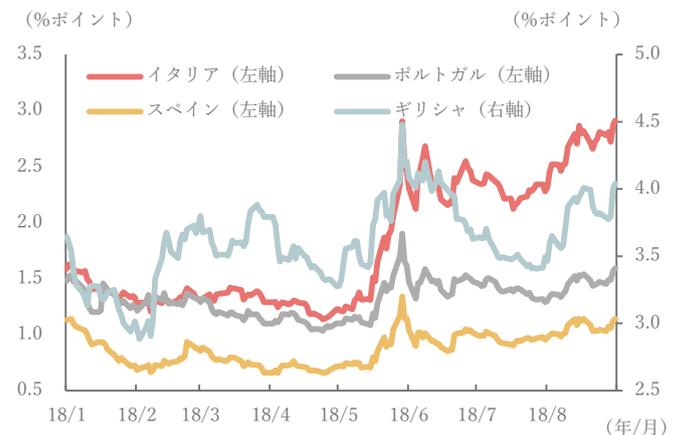


図6：南欧諸国10年国債の対独スプレッド



Box1: トルコ情勢の欧州政治への影響

トルコリラの動揺が続いている。これは難民問題を通じて欧州の極右勢力台頭やドイツの連立政権の求心力後退など政治の不安定化や危機対応能力低下につながるかといった懸念を生じさせる。

トルコは欧州に押し寄せる難民の防波堤としての役割を果たしてきた。2015年にかけて域内への大量の移民・難民流入にさらされた欧州連合（EU）は、人道的な立場からその受け入れを表明した。この結果、2015年のEUへの難民申請、また難民とは認められない不法移民は、それぞれ132万人、180万人を超え、EUは合計数百万人にも及ぶ難民受け入れを余儀なくされた。これは各国の不安や不満を招き、2016年3月、EUとトルコは「EU・トルコ声明」でトルコからギリシャに流入していた大量の難民をトルコに送還することで合意するに至った。これを機に不法移民の欧州への流入は減少に転じたが、トルコが通貨危機によって不安定化してしまえば再び欧州に大量の移民や難民が流入する恐れがある。

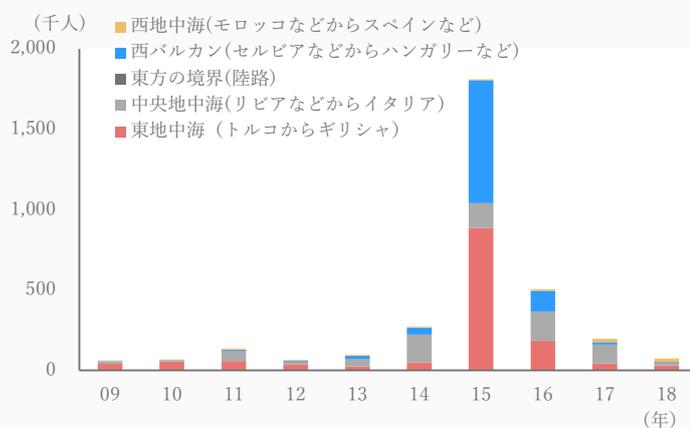
移民・難民問題は社会的不平等や失業と並んで欧州の有権者の主要な関心事である。反移民を掲げる極右政党が支持を伸ばし、オーストリアやイタリアで連立政権に参加するなど、この問題は既存の政治の枠組みを揺さぶっている。イタリアでは、極右政党出身の内相が難民受け入れを拒否し、イタリア国民に年金支給年齢引き上げなど緊縮を強いるEUが、難民受け入れの分担では協力しようとしないとEUを強く非難している。難民問題を材料に、拡張的な予算案をEUに認めさせる

意図が透けるものの、このことはユーロ圏周縁国債券や共通通貨ユーロに対する市場の信認を損なう恐れをはらんでいる。ドイツなどコア国に対して競争力で劣る周縁国がユーロ圏にとどまることができるの市場の信認の担保となっているのは、欧州中央銀行（ECB）による条件付き国債買い切りプログラムである。しかし、この対象となるには財政赤字削減や構造改革などの監視を伴う厳格な条件が課されている。結局のところ対象国の政府、ひいては有権者がその条件を受け入れなければ機能しない。5月のイタリア新政権組閣の際に、EU離脱の是非を問う再選挙という構図が持ち出されて市場が大きく動揺したことにはこうした背景がある。

移民・難民問題は、ドイツのようなコア国をも揺さぶりかねない。ドイツは10月に南部の国境を抱えるバイエルン州選挙を控えているが、ここでも反移民を掲げる極右政党の勢力伸長が伝えられている。このあおりを受け、メルケル連立政権の長年の盟友で内相でもある、バイエルン州の地方政党・キリスト教社会同盟（CSU）のゼーホーファー党首も強硬な難民対策を訴え、穏健姿勢をとるメルケル首相の求心力を弱めている。連立解消をも厭わない強硬な動きは、いったん鈍が納められているが、トルコを経由した移民・難民の流入が増えた場合や、CSUがバイエルン州選挙で敗北する場合には再び先鋭化する恐れがある。

移民・難民問題をいわば口実にEUを揺さぶる周縁国政府、求心力が弱まり政治的資源を減らしてしまいかねないコア国の政治的リーダーは、危うい組み合わせだ。遅かれ早かれ巡ってくるだろう次の景気後退期に、イタリアは処理が遅れている不良債権問題を自国で処理しきれず、ユーロ圏内の経常収支赤字国であるドイツなどからの資金支援を求める可能性が高い。しかし、イタリアとEU、欧州委員会、ひいてはドイツとの間が緊張関係に陥っていたり、不安定な連立政権を率いるメルケル首相が移民・難民問題などで政治的資源をすり減らしていたりすると、必要な協調的政策を打ち出せない恐れがある。他国に対する支援や妥協を可能にするのは、リーダーの政治的資源が潤沢な安定的な政権の存在である。政治的資源の不足は、対外的な妥協を困難にし、域内の問題を深刻化させる可能性に注意したい。

図1：欧州への経路別不法移民流入数



日本

消費増税前まで経済・物価の基調に大きな変化はないと予想

7月の「微修正」を経て日銀は2020年頃まで現状維持の公算

日本経済は、2019年10月の消費増税前までは堅調な成長を続けるだろう。個人消費や設備投資を取り巻く環境が大きく変化する兆しはない。個人消費の鍵を握る雇用・所得環境は、概ね良好だ。雇用面では就業者数の増加が続いている。労働需給が逼迫する中、毎月勤労統計では賃金上昇率の加速が示唆されたが、これは調査事業所入れ替えの影響が大きい。実勢の賃金上昇率はほぼ横這いと見られ、生鮮食品を含めた物価上昇率が大幅に上昇しないとみられる中で、実質的な所得環境も概ね横ばい圏で推移しよう。企業の設備投資意欲も強い。日銀短観における設備投資計画は過去数年対比でも高水準となっており、人手不足を背景とした省力化やオリンピック関連が企業の設備投資意欲を高めている模様だ。一方、外需環境を巡るリスクは残る。世界経済の減速に伴って輸出の伸びは鈍化している。日本の設備投資は、輸出動向に遅行して動く傾向があり、輸出鈍化が企業の設備投資や景

通商問題の影響に注意

安倍首相は、9月の自民党総裁選で三選を決めた。国内の経済政策の大きな変化は当面はないだろう。一方、足もとで生じているのが通商政策を巡る不確実性の上昇だ。

日本に直接的な影響が大きいのは、米国が例外なく自動車・同部品関税を引き上げる場合だ。ただし、日本からの自動車輸出に関税が賦課されるリスクは短期的には低いだろう。米通商代表部による調査報告が当初予定より遅れていること、米国の消費者への負担増に繋がる可能性が高いこと、日本は米国と新たな通商協定を始めたことが背景だ。

一方で、発効済みの米国の関税賦課やそれに対する中国等の報復関税による世界経済への影響はリスク要因だ。これらの影響は、今のところ大きくないと見られているものの、徐々に実体経済に影響が出てくる可能性もある。

況感を抑制するリスクがあるだろう。

2020年度までの間に日本銀行が金融正常化に本格的に舵を切るのは難しいだろう。2018年7月、日銀は金融緩和の持続性を強化すべく、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）における長期金利の変動幅拡大、指数連動型上場投資信託受益権（ETF）および不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入れペースの変動を許容した。目立ったインフレ率上昇が見込めないことに加えて、今後の政治日程、米国の利上げ停止の可能性を勘案すると、金融政策は相当期間にわたって現状維持となる公算が高い。これは、日銀の「当分の間」金利水準を維持するとした政策金利のフォワードガイダンスとも整合的だ。一方、日銀は現行の金融緩和策による金融仲介機能への副作用については未対応という認識だ。金融機関の変調が明らかになってくれば、追加対応を迫られる可能性が残る。

日本経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	1.0	1.7	1.1	1.3
個人消費	0.1	1.0	0.6	1.1
住宅投資	5.7	2.7	-7.1	-1.2
設備投資	0.6	2.9	5.0	2.9
政府消費	1.3	0.4	0.4	0.9
政府投資	-0.1	1.2	-0.8	1.4
純輸出（寄与度）	0.6	0.6	0.0	-0.2
消費者物価（コア）	-0.3	0.5	0.8	0.9
経常収支（GDP比）	21.1	4.0	3.7	3.8
失業率	3.1	2.8	2.4	2.4
政策金利残高付利金利	...	-0.10	-0.10	-0.10

* 単位はいずれも％。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

日本チャート

図1：実質GDP成長率の推移

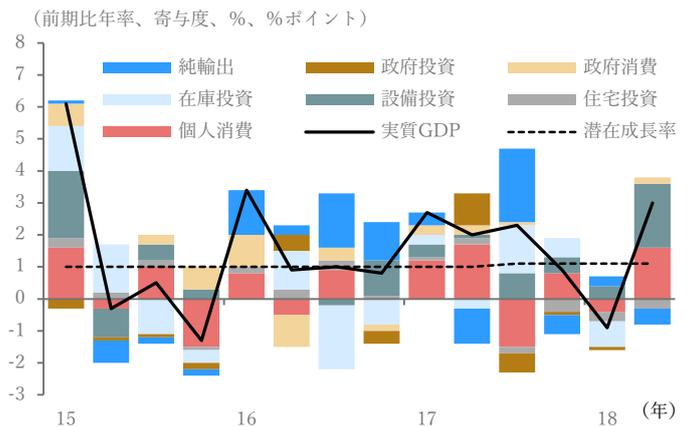


図2：家計の所得環境

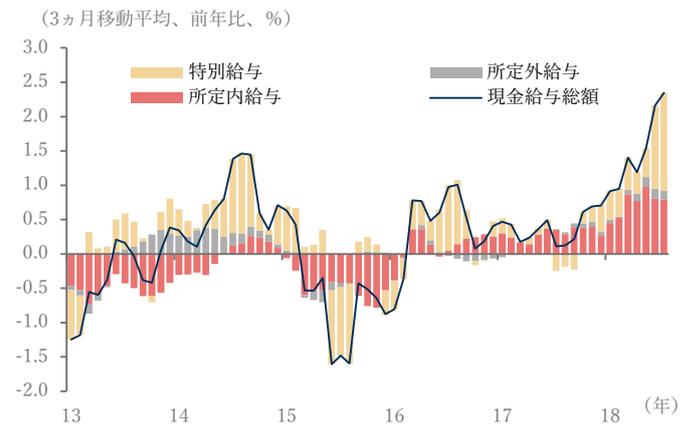


図3：日銀短観における設備投資計画（大企業）

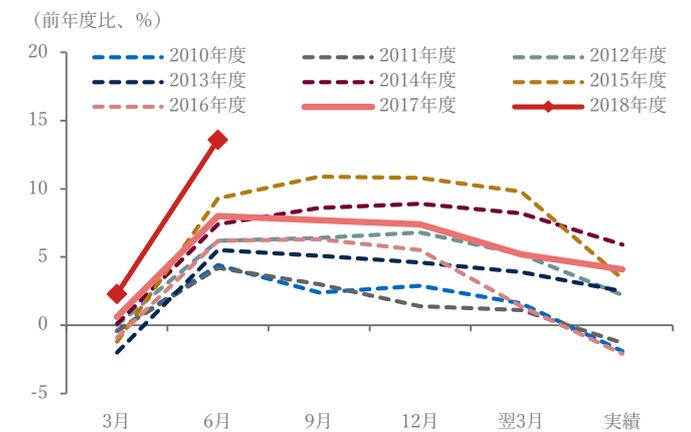


図4：グローバル景況感と輸出

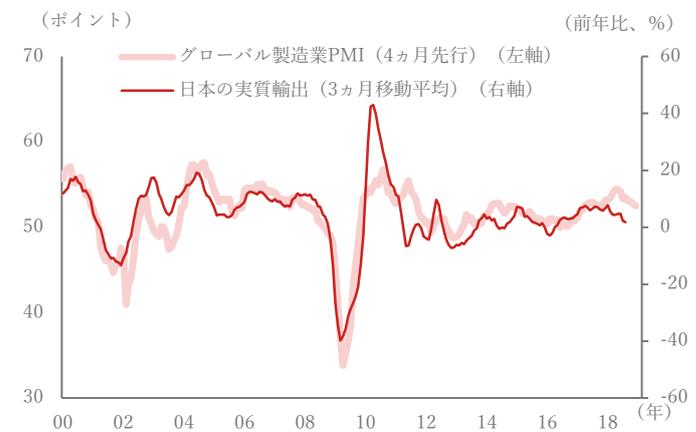
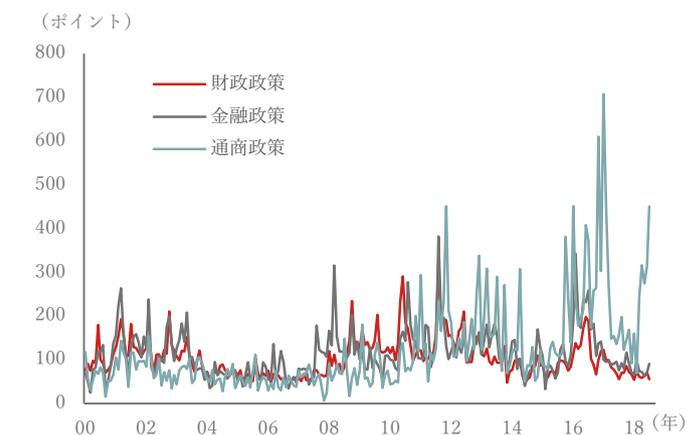


図5：フォワードガイダンスのポイント

日本銀行は、「①2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ」、「②当分の間」、「③現在のきわめて低い」 「④長短金利」の水準を維持することを想定している。

- ポイント① 政策金利維持の鍵は「不確実性」、その例示が「2019年10月予定の消費税率引き上げ」であり、カレンダーベースのガイダンスではない。
- ポイント② 黒田総裁は「当分の間」とは英訳で「for an extended period of time」という言い方をしているとの説明。
- ポイント③ どの程度の金利水準まで「きわめて低い」と言えるのかは主観的な判断になる可能性。
- ポイント④ ガイダンスの中では長短金利が具体的に何を指すかが明示されていない。

図6：政策不確実性指数の推移



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。

中国

景気は減速基調が続くが、さらなる景気刺激策の可能性も

当局は引締め政策の修正に向かうが、景気は減速が続く

2018年前半に政府の引き締め策によって生じた中国景気の減速は、当面続くだろう。しかし、景気の先行き不透明感などを背景にした政策緩和を受けて、先行きの景気減速ペースは緩やかになるだろう。6.5%程度の政府の経済成長率目標は達成可能と見られる。

2018年前半、中国政府は金融レバレッジ圧縮や地方政府の債務管理強化に取り組んだ。金融・財政政策は引き締められ、その結果インフラ投資は急減速した。しかし、これまで成長を支えてきた消費や外需の先行きにも不透明感が見えはじめたことで、当局は2018年後半以降は金融・財政政策の緩和に動き出している。財政面では、地方債の発行を加速させ、インフラ投資を支える方針が示された。金融面では、預金準備率の引き下げに加えて、中期貸出ファシリティ（MLF）などのオペを通じて資金を供給し、市場流動性の供給を増

やしている。中小企業や地方政府傘下の資金調達機関（LGFV）など、金融規制強化の影響を大きく受けたセクターの資金繰りを支えるための窓口指導も開始された。

しかし、今回の景気刺激策の内容は、過去の政策緩和局面と比べて抑制的だ。急減速したインフラ投資などの底打ちは見込まれるものの、経済全体の減速基調を変えるには至らないだろう。政府の景気刺激が微調整にとどまっている背景には、中国景気の悪化が現時点ではさほど深刻ではないことがあるだろう。

中国政府による追加景気刺激策の有無は、さらなる景気下振れが生じるか次第だ。2019年以降の経済成長には下振れリスクが燻る。米国との貿易摩擦が続く中、既に中国製品の500億米ドル分に25%、2,000億米ドル分に10%の関税が課された。中国政府は政策余地を残しているため、こうした要因で中国景気が下振れれば、追加的な措置が講じられるだろう。

景気下振れリスクが顕在化すれば、政府はさらなる景気刺激に動くだろう

米国との貿易摩擦による景気下振れリスクは高まっている。9月から10%の追加関税が適用された2,000億米ドル分の中国製品に対する関税率は、2019年1月から25%に引き上げられる予定だ。さらに、トランプ大統領は残りの中国の対米輸出全てにも追加関税を課す可能性も示唆している。米国との通商交渉が不調に終わり、さらなる関税措置が発動されれば、景気が下振れするリスクがある。

人民元は、引き続き通貨バスケットに対して安定した推移を続けるだろう。米中貿易摩擦が激化する中、人民元は対米ドルで大きく下落し、人民元切り下げ懸念は高まった。ただし、貿易通貨バスケットに対しては依然レンジ内の動きにとどまる。当局は、依然として人民元の先安期待による資本流出圧力に警戒的だ。実際、人民元が対米ドルで大幅に下落した後、当局は、人民元売りコストを引き上げるなどの相場安定化策を打ち出している。

中国経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	6.7	6.9	6.5	6.2
小売売上	10.5	10.5	9.3	9.1
固定資本投資	8.5	6.3	5.5	4.8
輸出	-7.7	7.9	9.6	1.3
輸入	-5.5	15.9	18.2	1.3
消費者物価	2.0	1.6	2.2	2.2
同コア	1.6	2.2	2.0	2.2
経常収支（GDP比）	1.8	1.3	0.4	0.7
社会融資総量	17.6	14.2	10.8	9.8
7日物レポレート	2.37	2.88	2.70	2.70

*単位はいずれも%。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。
(出所) 野村アセットマネジメント

中国チャート

図1：産業別のGDP成長率寄与度

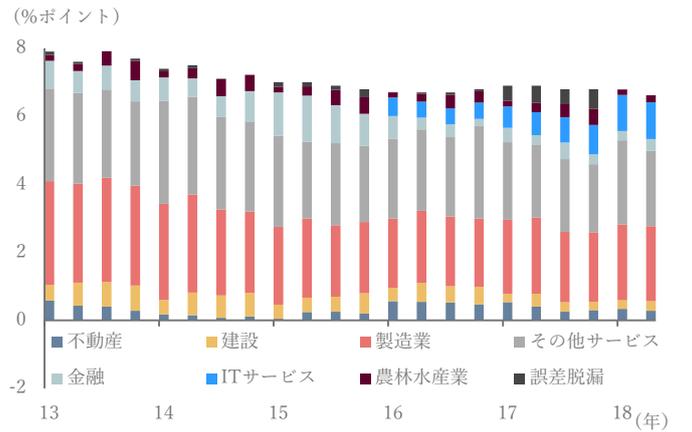


図2：製造業・購買担当者景気指数（PMI）

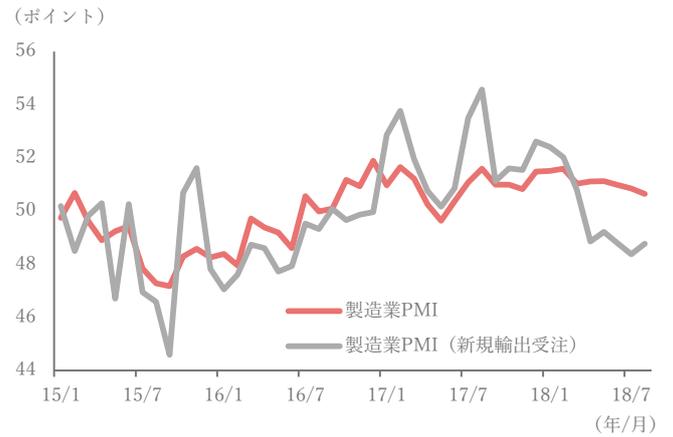


図3：セクター別の固定資本投資

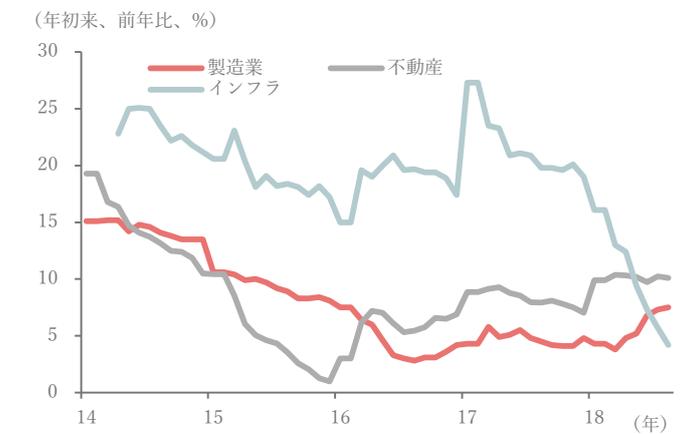


図4：社会融資総量

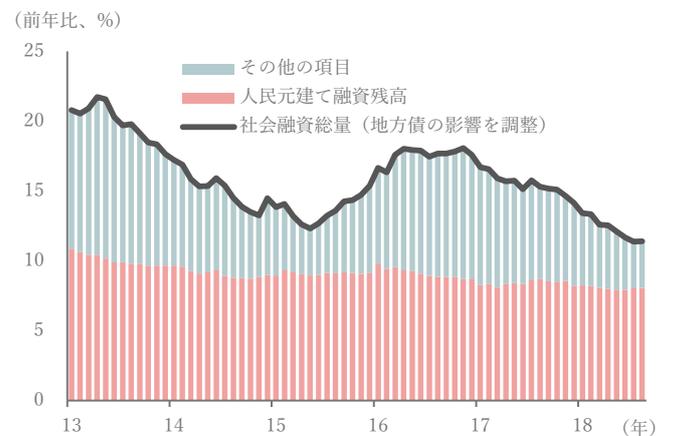


図5：銀行間市場金利

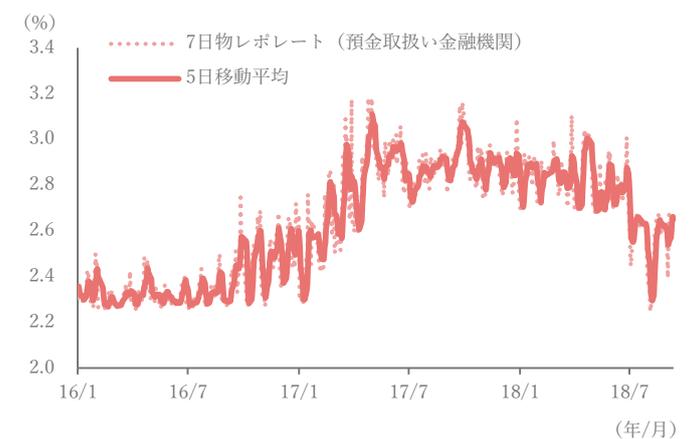


図6：人民元の推移



新興国

ファンダメンタルズや政治リスクの差が注目される

新興国の景況感や金融政策の格差は拡大

主要新興国は総じて景気回復局面にあり、2018年から2019年にかけて、新興国（除く中国）の成長率は潜在成長率並みに回復していくだろう。しかし、国や地域の格差は拡大している。

過去数年に大幅な景気後退に陥ったブラジル、ロシアや、高額紙幣廃止や物品・サービス税（GST）導入などの構造改革に伴い一時的な景気減速を経験したインドなどは、循環的な景気回復を続けている。しかし、一部新興国での通貨下落や、米中の貿易摩擦の激化などから国別の景況感格差は拡大するだろう。トルコでは通貨防衛のための大幅利上げが実施され、先行き景気は急減速することが見込まれる。また、中国・欧州の景気減速や、貿易摩擦の激化は、経済の貿易依存度が高いアジア諸国の成長の重石になるだろう。

新興国の金融政策は、米ドル高に起因する引

き締め、もしくは緩和先送りを余儀なくされている。新興国の金融政策は、インフレ率が低水準で安定していたことを背景に緩和的に維持されてきたが、4月以降はこれに変調が見られている。インドネシアなど一部の国は、資本流出圧力の高まりによる防衛的な利上げを余儀なくされた。現時点では新興国全般にわたる大幅引き締めには至っていないが、世界的な金融環境の引き締めが続けば、循環的な景気回復を損なうリスクが高まる。

一方、米ドル高やこれに伴う資本流出圧力が一服すれば、金融政策には各国個別の経済状況を反映される余地が生まれる。インド、ブラジルなどでは景気を持ち直しに裏打ちされた利上げが見込まれる一方、ロシアやメキシコではインフレ率の安定に伴い利下げに転じる可能性が高い。

通貨安や成長下振れのリスクは、ファンダメンタルズが脆弱な一部の国に集中

大幅な通貨下落や景気後退リスクは、対外・財政面の脆弱性や政治リスクが高い国に集中している。こうしたリスクは既にアルゼンチンやトルコで顕在化した。しかし、両国の金融市場の混乱は固有の要因に起因するところが大きい。新興国全体としてのファンダメンタルズは過去に比べて改善している。新興国全体に対する市場センチメントの悪化は一時的に留まり、全体に波及する可能性は限定的だろう。ただし、米国が利上げ姿勢を加速させたり、米ドル高が継続すれば、相対的に健全な新興国にも影響が及ぶだろう。

政治面では、10月に大統領・議会選挙を控えるブラジルが注目される。世論調査では有力候補者が不在となっており、選挙結果を巡る不透明感が高い。ポピュリスト的な候補者が勝利すれば、金融市場は同国の財政再建に対する懸念を強めるだろう。

新興国経済見通し

		2016	2017	2018	2019
				予測	予測
実質GDP (前年比、%)	インド	7.5	6.3	7.6	7.5
	インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.3
	ブラジル	-3.6	1.1	1.4	2.4
	メキシコ	2.3	2.0	2.2	2.2
	ロシア	-0.2	1.5	1.7	1.7
	トルコ	2.9	6.7	3.6	-0.8
消費者物価 (前年比、%)	インド	4.9	3.3	4.4	4.7
	インドネシア	3.5	3.8	3.6	3.7
	ブラジル	8.7	3.4	3.9	4.2
	メキシコ	2.8	6.0	4.2	3.8
	ロシア	7.1	3.7	3.1	4.3
	トルコ	7.8	11.1	15.8	18.4
経常収支 (GDP比、%)	インド	-0.5	-1.6	-2.4	-2.4
	インドネシア	-1.8	-1.7	-2.1	-2.2
	ブラジル	-1.3	-0.5	-0.9	-1.3
	メキシコ	-2.2	-1.7	-1.8	-1.9
	ロシア	1.9	2.5	3.9	3.8
	トルコ	-3.8	-5.2	-6.0	-4.0

(出所) 野村アセットマネジメント

新興国チャート

図1：製造業景況感のヒートマップ

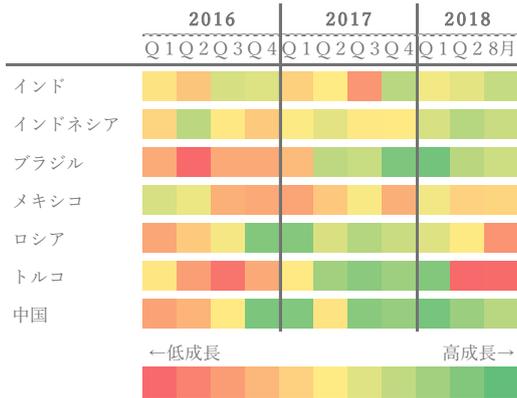


図2：新興国の政策金利とインフレ率

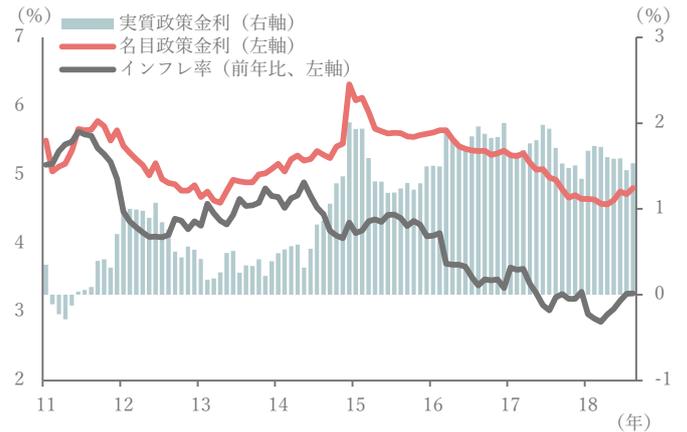


図3：新興国のインフレ率と経常収支

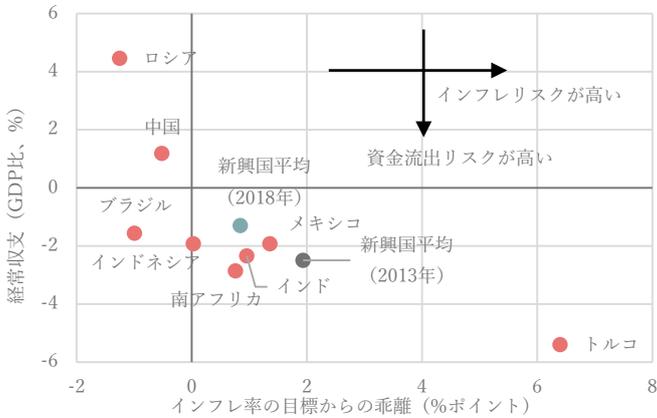


図4：新興国への資金フロー

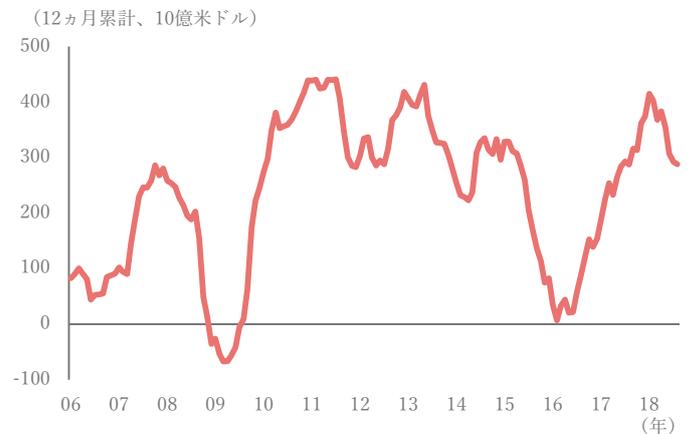


図5：外貨準備の適正水準に対する充足率

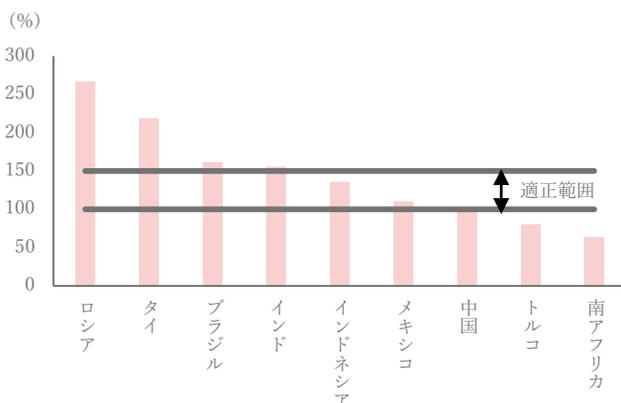
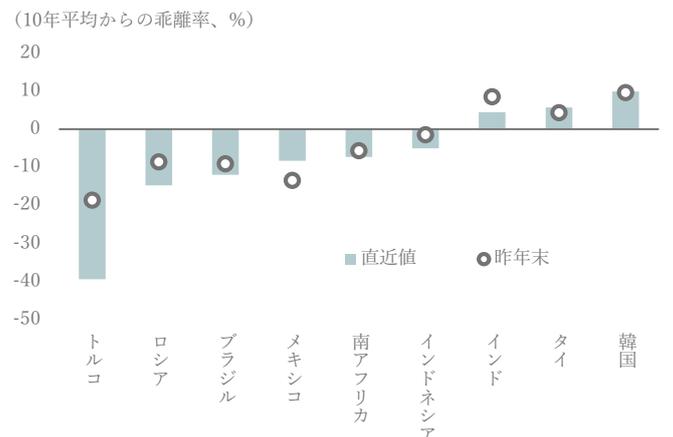


図6：新興国の実質実効為替レート



Box2: トルコリラ急落とその影響

トルコリラは、8月10日、対米ドルで一時約20%下落した。その後も軟調な推移を続け、年初来の下落率は40%程度に達するなど通貨危機の様相を呈している。リラ急落の要因とされているのは、米国人牧師の拘束を巡る米国との対立だ。しかしこれはきっかけにすぎない。米国との対立が表面化する8月以前もリラの下落率は新興国通貨の中で突出していた。

リラの下落が続いている本質的な要因は、景気過熱によって生じた高インフレ・経常赤字などの経済ファンダメンタルズの脆弱化に加えて、これに対して適切な財政・金融政策がとられない政策の失敗だ。エルドアン大統領は、2018年6月の大統領選挙を前に景気の鈍化を容認せず、拡張的な財政政策を続けた。また、インフレ率が上昇を続ける中でも金融引き締めを強く反対し、トルコの経済ファンダメンタルズの悪化に拍車をかけてきた。6月の選挙を終え、大統領に再選された後もエルドアン大統領は自身の経済政策に対する影響力を強めた。新政権の経済運営の要となる財務相に娘婿を指名し、中銀総裁・副総裁の指名権も自身に与えている。こうした中、選挙後初の7月に開催された金融政策決定会合では、インフレ率の上昇にもかかわらず政策金利が据え置かれた。金融市場では、金利据え置き決定は利上げに強く反対する大統領の圧力が作用したとの見方が強まり、中銀の独立性に対する懸念が広がった。8月に入り、リラの下落が進む中でも、中銀は目立った政策対応をとらず、リラの急落を引き

起こした。リラの暴落は、トルコ固有の問題が引き起こしたと言えるだろう。

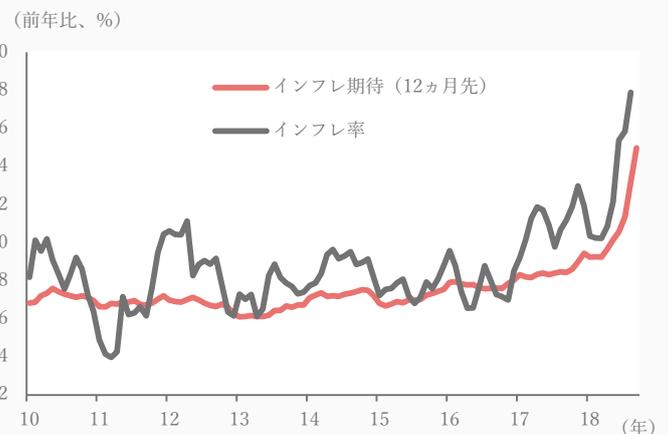
リラの大幅下落によって、8月のインフレ率は18%程度まで上昇した。高インフレが内需を冷やすことで、トルコ経済の急減速は避けられないだろう。しかし、過去数年に亘る慢性的な高インフレに加えて通貨が継続的に下落していることでインフレ期待も急上昇している。当面は、景気が減速する中でもインフレ率が高止まりする可能性は高いだろう。国内需要が抑制される中で輸入が減速する一方、通貨安により輸出や外国人旅客者数が増加し、経常収支は改善に向かうと見られる。

リラの下落は、トルコの債務返済への懸念も生じさせている。トルコは多額の対外債務や経常赤字の資金調達を海外に大きく依存している。企業部門の外貨建て債務はここ数年で大きく膨らんでおり、リラ安に伴う債務負担の増大が見込まれる。また、リラ安によってインフレ上昇や外貨建て債務返済に対する懸念が高まれば、海外の銀行や投資家が投資資金を引き上げるリスクも高まる。トルコは外貨準備の水準が低いいため、企業や金融機関の海外資金借り換えができなければ、債務不履行が多発する事態に陥りかねない。リラの下落が続けば、金融システムが一段と不安定化するだろう。

図1 トルコリラと実質的な政策金利の推移



図2 インフレ率とインフレ期待



今後、危機がどの程度深刻化するかは政策対応次第だろう。当局が金融市場の信認を取り戻すことができなければ、海外資金を借り換えできず、トルコ経済は深刻な景気後退に陥る可能性が高まる。一方、利上げや財政引き締めによってインフレを抑制することで市場の信認を取り戻せれば、リラは安定化し、経済の調整はより緩やかなものになるだろう。

こうした観点からは、トルコ中銀が9月の金融政策決定会合において、実効ベースで4.75%の利上げを断行したことは評価に値する。会合の直前にエルドアン大統領が利上げに反対の意向を示す中での決定でもあり、金融市場に中銀の独立性を一定程度示した形だ。

しかし、これで金融市場の信認を完全に回復させることができたかは疑問だ。第一に、金融市場はエルドアン大統領が中銀の独立性を尊重し続けるとの安心感を持ってはいない。エルドアン大統領は、これまで再三に亘って利上げに反対姿勢を示してきたうえ、大統領令によって中銀法を改正する権限を持っている。第二に、財政政策による措置が利上げの効果を打ち消してしまう可能性もある。過去にも、政府は中銀がインフレ抑制のための利上げをする裏で銀行貸し出しを促進する施策を実施した経験がある。例えば、加速するインフレ率に対応して大幅な最低賃金引上げが行われたりすれば、中銀の利上げによるインフレ抑制のための努力を台無しにしかねない。大統領は、政府系ファン

ドを直接的な権限下に収めるなど、経済への介入姿勢を強めている。今後は、財政面を含めて金融市場の信認回復に足る一貫した措置が打ち出されるか慎重に見極める必要があるだろう。

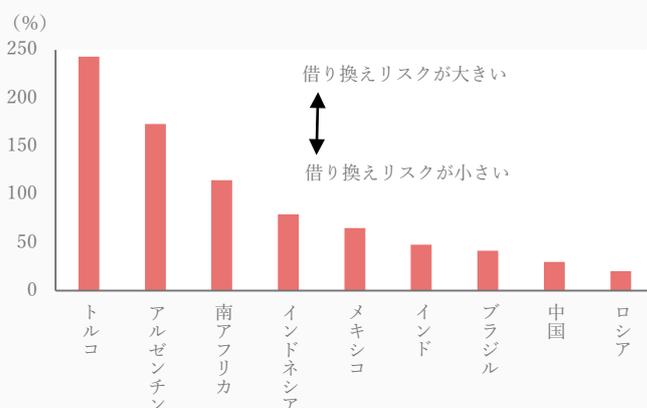
金融市場では、他の新興国への波及も懸念されている。しかし、トルコ発で新興国全体に危機が波及する可能性は限定的だろう。多くの新興国は、トルコとの貿易や金融を通じたつながりは大きくない。トルコが危機に陥った要因は多分にトルコ特有の問題だ。経常収支やインフレなどの経済ファンダメンタルズの面でトルコと同様な脆弱性を抱える国は一部ある。しかし、その水準はアルゼンチンを除けばはるかに低い。また、他の新興国当局はトルコと異なり、自国の経済の問題に対して適切な政策対応を行っている。同様の脆弱性を抱える新興国通貨が「連想」によって売られたとしても、これが長期化するリスクは限定的だろう。

もっとも、世界的に金融環境が引き締まる中、世界景気の先行き不透明感が高まっている。こうした外部環境も、今回のトルコの問題を増幅させた可能性があるだろう。他の新興国は、今のところトルコと比較して健全ではある。しかし、今後米国が利上げ姿勢を一段と加速させたり、米ドル高が継続すれば、これら新興国の健全性が徐々に損なわれてくる可能性は高まるだろう。

図3 対外調達必要額



図4 新興国の対外調達必要額（外貨準備比）



債券・クレジット市場

長期金利には当面上昇圧力がかかりやすいが、急上昇は見込み難い

米国の良好な経済環境を反映し、当面は米長期債利回りに緩やかな上昇圧力が残るだろう。米国の景況感指数は好調を維持しており、経済成長モメンタムも強い。賃金にもようやく上昇の動きが出始め、インフレ率は米連邦準備理事会（FRB）が目標とする2%程度での推移となっている。財政拡張策の効果もあって、米国経済の好調は当面は維持されるだろう。しかし、世界的な景気の勢いには陰りが見え始めている。インフレ率の加速やそれに伴う急激な利回り上昇リスクは限定的だろう。また、米中の貿易の過熱は徐々に成長の重石となる。こうした影響は徐々に顕在化すると見られ、長期金利の上昇は長期化しないだろう。

クレジット市場も、当面は堅調な推移が見込まれる。先進国の企業業績は依然として堅調だ。米国では、FRBの利上げが続く中でも金融機関による貸し出し基準は緩和されるなど、金融環境の引き締めは見られていない。社債スプレッドを急拡大させるような金融環境や企業業績の急激な悪化は当面見込まれないだろう。FRBの利上げに伴う悪影響や貿易摩擦が市場のボラティリティを高める懸念は燻るものの、クレジット市場は当面堅調に推移するだろう。

新興国債券市場は、当面ボラティリティの高い展開を予想するが、一段の米ドル高が生じなければ徐々に落ち着きを取り戻すだろう。2018年に入って生じた新興国市場からの資本流出圧力の高まりに対応し、新興国の金融政策は引き締めに向っている。また、昨年来の新興国への資本流入は依然として高水準のままであることから、追加的な資本流出懸念も残る。当面は国内金利の更なる上昇に警戒する必要があるだろう。しかし、新興国と先進国の実質金利差は既に高水準だ。また、新興国債券市場は、米金利より米ドルの動向に影響を受ける傾向があるため、FRBの利上げが続く中でも米ドルが安定すれば、新興国債券市場を取り巻く環境も改善に向かうだろう。

図1：米国10年国債利回りと物価・景況感



図2：社債スプレッドと金融環境

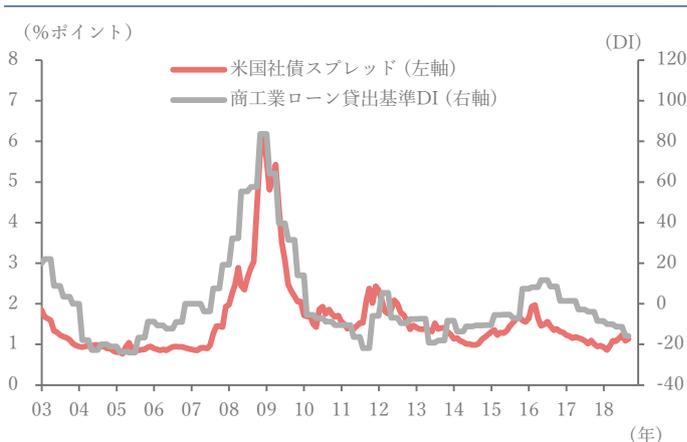
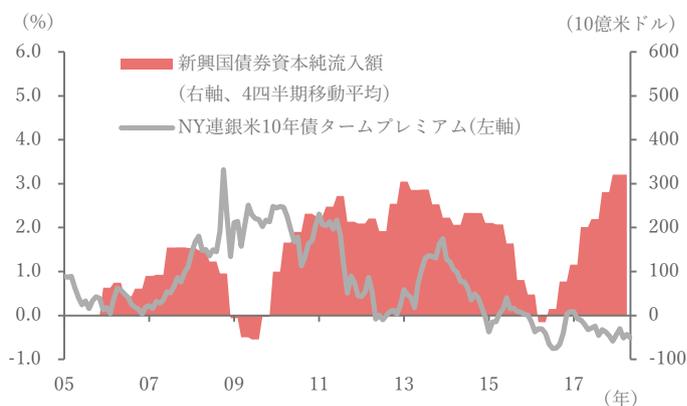


図3：新興国債券フローと米国債利回りの推移



株式市場

良好な企業業績に支えられた好調を見込むが、貿易摩擦はリスク

米株市場は、依然として強い企業業績を背景に好調を続けるだろう。2017年にバリュエーションの拡大を伴いながら大きく上昇した米株式市場は、2018年入り後は企業収益の伸びを下回る上昇率に留まっている。バリュエーション面での調整も進み、足元では2017年末ほどの過熱感はない。こうした中、企業業績は好調を続けており、米S&P500種企業全体で、2018年は前年比2割強、2019年も同1割近い増益が続くと予想される。今後、企業業績がほぼ予想通りに実現してくるのであれば、米株市場は業績に支えられる形での好調を続けるだろう。

日欧の株式市場も、ともにバリュエーション面の過熱感はない。企業業績も良好だ。改善ペースは鈍化し始めているとはいえ、依然として強い世界需要が支えとなっている。日本の企業業績は2018年度、2019年度ともに前年度比一桁台後半の増益が見込まれている。過去に比べて高い利益率も維持される見込みだ。欧州も、日本と同様に、企業業績が大幅に悪化するような環境ではない。

こうした中、新興国株式市場は先進国市場に比べて当面劣後する公算が高い。新興国では通貨安に伴って金融政策が引き締めに向い始めた。回復途上にあった新興国景気には弱含みリスクが高まっている。また、米中の貿易摩擦の激化は、中国のみならずアジア新興国全体に悪影響を及ぼす可能性が高い。新興国全般としての企業業績が先進国を目立って上回る状況にはない中では、相対的にリスクの高い新興国株式に対する投資妙味は薄い。新興国への投資資金流入は低調に留まるだろう。

米国発の貿易摩擦が及ぼす影響は、株式市場全体の最大のリスクだ。米国で関税強化の動きが加速すれば、世界的に設備投資が抑制され、企業業績も下方修正となる可能性がある。貿易摩擦収束の兆しはまだ見えない。好調な企業業績見通しに対する下方修正リスクは一定程度見ておくべきだろう。

図1：各市場の利益見通し

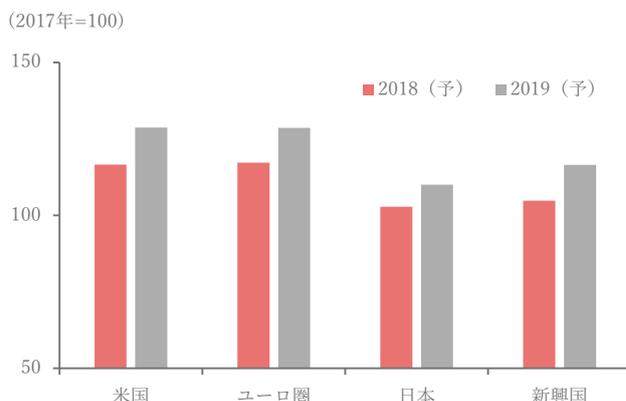


図2：国内企業の売上高経常利益率

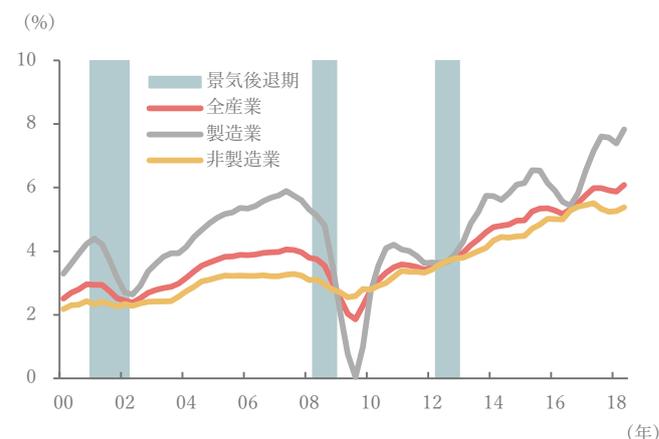
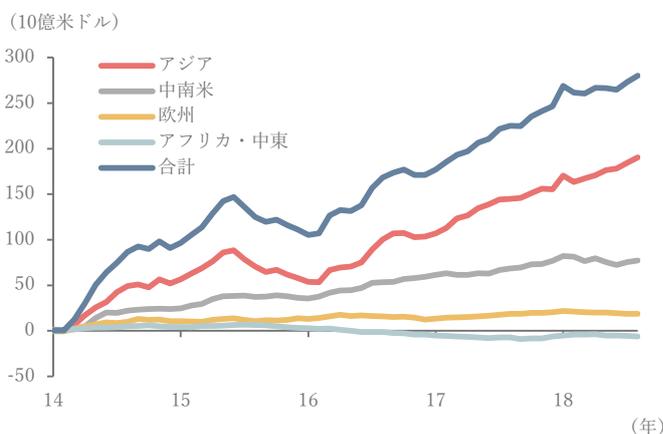


図3：株式投資累積ネット流入額



為替市場

米ドルは当面高値を維持、2019年は米ドル高反転へ

2018年4月以降、米ドルは再び上昇に転じた。背景には、米国とその他主要国の景況感格差が拡大したことがあったが、足元ではユーロ圏や中国の景況感減速に一服感がみられる。景況感格差を背景とした米ドル高も一定程度進んだと見られる。米ドルの更なる上昇余地は限定的だろう。米ドル高の流れが一服したことを受けて、一部の新興国市場にもようやく安定化の兆しが見え始めている。しかし、米国以外の国・地域の景況感安定化も力強さに欠ける。2019年にかけては、これと米国の利上げ動向との両睨みとなるだろう。米ドルは当面高値圏に留まるだろうが、方向感の乏しい展開になるだろう。

しかし、2019年には米ドルには再び調整圧力が生じるだろう。米国経済の相対的な強さは既に市場に織り込まれている。このため、米国経済の若干の減速や他国・地域景況の安定化などを通じた相対的な景況感の変化が米ドルの調整を引き起こす余地は大きい。また、米連邦準備制度理事会（FRB）が長短金利差の縮小を懸念するなどして利上げ姿勢を後退させれば、これも米ドルの下落要因となる。円は、世界景況の目立った悪化がなければ、緩和的に維持される金融政策の下で割安な水準に留まる公算が高い。

新興国通貨は、当面のリスクは残るものの、反発余地も大きい。米ドルが高値を維持し、新興国への資本流入の再加速が期待できない環境下では、新興国通貨の反発も緩慢に留まるだろう。しかし、2018年4月以降の新興国通貨の調整は2013年の調整と同程度、もしくはそれ以上となっている。こうした新興国全般に対するセンチメントの悪化を受け、良好な経済・市場ファンダメンタルズを有する新興国の通貨は過小評価された水準まで下落している。先行き、米ドル高が反転に向うなどで市場センチメントが改善する中では、新興国通貨は跛行色を伴った形で反発するだろう。

図1：米ドル指数と主要国の金利水準



図2：経済サプライズ・インデックス

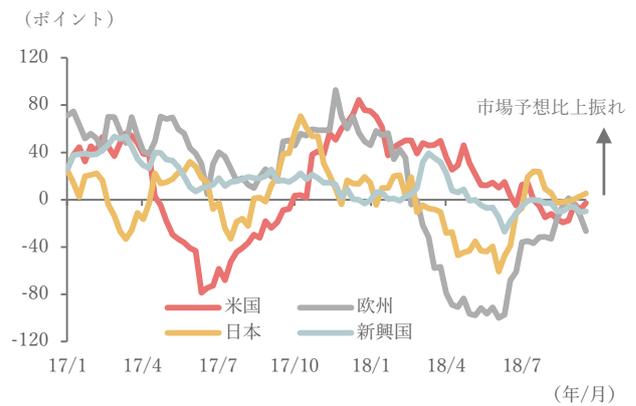
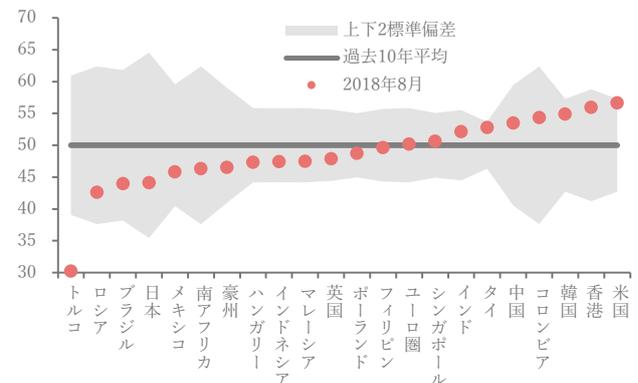


図3：実質実効為替レートの長期平均からの乖離

(偏差値換算値、期間平均=50、過去10年)



米国経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
			予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	2.2	4.2	2.8	2.8	2.4	2.3	2.1	2.1	1.6	2.2	2.8	2.6
個人消費	0.5	3.8	2.8	2.8	2.5	2.6	2.3	2.4	2.7	2.5	2.6	2.6
住宅投資	-3.4	-1.3	1.2	2.0	1.3	1.3	1.9	1.3	6.5	3.3	0.7	1.3
設備投資	11.5	8.7	5.0	3.8	3.5	2.2	1.8	1.8	0.5	5.3	7.1	3.5
政府支出	1.5	2.5	1.4	2.0	2.1	2.1	1.6	1.4	1.4	-0.1	1.5	1.9
純輸出（寄与度）	0.0	1.2	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3
消費者物価	2.2	2.7	2.8	2.6	2.1	1.9	2.0	2.0	1.3	2.1	2.6	2.0
同コア	1.9	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	1.8	2.2	2.3
経常収支（GDP比）	-2.4	-2.0	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.5
失業率	4.1	3.9	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.2	4.9	4.4	3.9	4.0
FF誘導目標上限	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	0.75	1.50	2.50	2.75

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。
 （出所）野村アセットマネジメント

ユーロ圏経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
			予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	1.6	1.5	0.9	1.9	1.4	1.6	2.1	1.9	1.9	2.5	1.9	1.6
個人消費	2.0	0.7	2.0	1.5	1.7	1.1	1.4	2.0	2.0	1.7	1.5	1.5
住宅・設備投資	1.1	5.0	5.4	2.8	3.2	2.1	2.5	3.4	3.9	2.8	3.5	3.2
政府消費	0.4	1.5	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.9	1.2	1.2	1.5
純輸出（寄与度）	-0.8	-0.8	0.6	0.2	-0.4	0.3	0.5	-0.1	-0.4	0.8	0.2	0.1
消費者物価	1.3	1.7	2.0	1.8	1.6	1.2	1.2	1.3	0.2	1.5	1.7	1.3
同コア	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	0.9	1.0	1.1	1.3
経常収支（GDP比）	3.9	2.7	3.1	3.0	3.0	2.9	3.0	2.8	3.6	3.5	3.2	2.9
失業率	8.6	8.3	8.3	8.1	8.1	8.0	7.9	7.7	10.0	9.1	8.3	7.9
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。
 （出所）野村アセットマネジメント

日本経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
			予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	-0.9	3.0	0.6	1.4	1.3	1.4	2.7	-2.8	1.0	1.7	1.1	1.3
個人消費	-0.8	2.9	0.7	1.3	1.2	1.4	4.2	-7.1	0.1	1.0	0.6	1.1
住宅投資	-9.6	-9.3	-3.0	1.0	0.5	4.0	5.0	-26.0	5.7	2.7	-7.1	-1.2
設備投資	2.7	12.8	2.9	3.0	2.2	1.9	2.0	1.5	0.6	2.9	5.0	2.9
政府消費	0.0	0.8	0.3	0.7	0.8	1.2	1.0	1.5	1.3	0.4	0.4	0.9
政府投資	-1.6	0.1	1.0	1.0	0.8	1.5	2.0	5.0	-0.1	1.2	-0.8	1.4
純輸出（寄与度）	0.3	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	1.5	0.6	0.6	0.0	-0.2
消費者物価（コア）	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	1.5	-0.3	0.5	0.8	0.9
失業率	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	3.1	2.8	2.4	2.4
政策金利残高付利金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	...	-0.10	-0.10	-0.10

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

中国経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
			予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	6.8	6.7	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.7	6.9	6.5	6.2
小売売上	9.8	9.0	9.0	9.2	9.3	9.2	9.0	8.8	10.5	10.5	9.3	9.1
固定資本投資	7.4	5.2	4.0	5.4	5.4	5.2	4.8	3.8	8.5	6.3	5.5	4.8
輸出	13.9	11.9	8.5	5.3	-0.6	3.2	1.0	1.5	-7.7	7.9	9.6	1.3
輸入	19.2	20.5	19.5	13.9	-2.1	1.2	2.5	3.0	-5.5	15.9	18.2	1.3
消費者物価	2.2	1.8	2.2	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.6	2.2	2.2
同コア	2.1	1.9	2.0	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	1.6	2.2	2.0	2.2
経常収支（GDP比）	-1.1	0.2	1.1	1.2	0.4	1.6	0.2	0.7	1.8	1.3	0.4	0.7
社会融資総量	12.6	11.7	11.2	10.8	10.6	10.0	10.0	9.8	17.6	14.2	10.8	9.8
7日物レポレート	2.84	2.80	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.37	2.88	2.70	2.70

*単位はいずれも％。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。

（出所）野村アセットマネジメント

当資料内で使用したチャートについて

出所	
グローバル環境	Bloomberg, CEIC、オランダ経済政策分析局（CPB）、Markit、国際通貨基金（IMF）、野村アセットマネジメント
景気循環	経済協力開発機構（OECD）、Bloomberg、Citi Global Markets Japan
リスク要因	野村アセットマネジメント、Bloomberg
世界の政治・金融政策決定会合日程	米連邦準備制度（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、各種報道
米国	米商務省、CEIC、Bloomberg、全米経済研究所、Economic policy uncertainty
ユーロ圏	CEIC、Bloomberg、Markit、ECB、Eurostat
Box1	欧州対外国境管理協力機関（FRONTEX）
日本	内閣府、CEIC、日本銀行、Markit、“Policy Uncertainty in Japan” by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito, 2017.
中国	CEIC、Bloomberg、IHS Markit
新興国	HIS Markit、Bloomberg、IMF、国際金融協会（IIF）、国際決済銀行（BIS）
BOX2	Bloomberg、CEIC、トルコ中央銀行、Datastream、World Bank、IMF
債券・クレジット市場	Bloomberg、IIF
株式市場	Bloomberg、財務省、内閣府、IIF
為替市場	Bloomberg、BIS

当資料内で使用したチャートについて

注	
グローバル環境	<p>図1：世界の実質GDP見通しは当社見通し。世界、先進国、新興国の定義は、P.8参照。</p> <p>図2：先進国のインフレ率は、米国、ユーロ圏、日本（増税の影響を除く）の食料品・エネルギー価格を除くコアインフレ率の平均。新興国のインフレ率は、中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコのヘッドライン・インフレ率の平均。</p> <p>図3：IMF見通し</p> <p>図6：対象国は、豪州、ブラジル、カナダ、チリ、中国、チェコ、ユーロ圏、ハンガリー、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、ノルウェー、ペルー、フィリピン、ポーランド、スイス、ロシア、南アフリカ、台湾、タイ、トルコ、米国。枠線で囲われたデータは、2010年以降平均とのかい離が±2%を超えるもので、便宜上±2%の位置に表示している。</p>
景気循環	<p>図3：直近のOECD景気先行指数の景気循環上の位置より、過去同じ局面にいた期の6ヵ月先のリスク調整後リターンを資産ごとに算出。リターンがプラスになる確率を基に魅力度を7段階に変換。過去の類似局面は15年分を使用。</p>
各国経済・市場見通し	<p>株価指数につき、S&P500、ユーロ300、TOPIX、MSCI新興国（米ドル）を使用。</p>
リスク要因	<p>図3：Economic Policy Uncertainty Index（経済政策不確実性指数）</p>
米国	<p>図5：シャドーは景気後退期。株価についてはS&P500を使用。</p>
ユーロ圏	<p>図1：交渉賃金はHICPインフレ率で実質化している</p> <p>図5：中核国（ドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド）および周縁国（イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド）のウェイトを基に加重平均にて算出</p>
中国	<p>図1：ITサービスのデータは2016年1-3月期から。それ以前は「その他サービス」に含まれている</p> <p>図6：対通貨バスケットの推移は、中国外国為替取引システム（CFETS）が公表する通貨ウェイトを基に野村アセットマネジメントが計算</p>
新興国	<p>図2：名目政策金利、インフレ率は中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコの平均。</p> <p>図4：2018年7-8月のデータはIIFの推計値</p>
BOX2	<p>図1：加重平均調達金利は、民間金融機関がトルコ中央銀行からの資金供給オベを通じて資金調達する際の金利を加重平均したもので、実質的な政策金利となっている。</p>
債券・クレジット市場	<p>図2：社債スプレッドは、国債に対して各社債の繰上償還等を加味して計算された平均上乗せ金利（OAS）。Bloomberg Barclays US Aggregate Corporateを使用。</p> <p>図3：新興国債券資本純流入額は2017年までは実績値、2018年第1四半期は2017年第4四半期の値を表示</p>
株式市場	<p>図2：景気後退期は内閣府経済社会総合研究所公表の景気基準日付に基づく</p> <p>図3：2018年7月および8月は推計値</p>
為替市場	<p>図1：米国外主要国は、ドイツ、イギリス、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェー</p>

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

- S&P500株価指数
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate

当資料で使用した指数の著作権等

- 「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 エマージング・マーケット・インデックスは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。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」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「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンスは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

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10月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32%（税込み）》</p>	<p>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。</p>
<p>運用管理費用 （信託報酬） 《上限2.1816% （税込み）》</p>	<p>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。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>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。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>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。</p>

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

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

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

野村アセットマネジメント

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

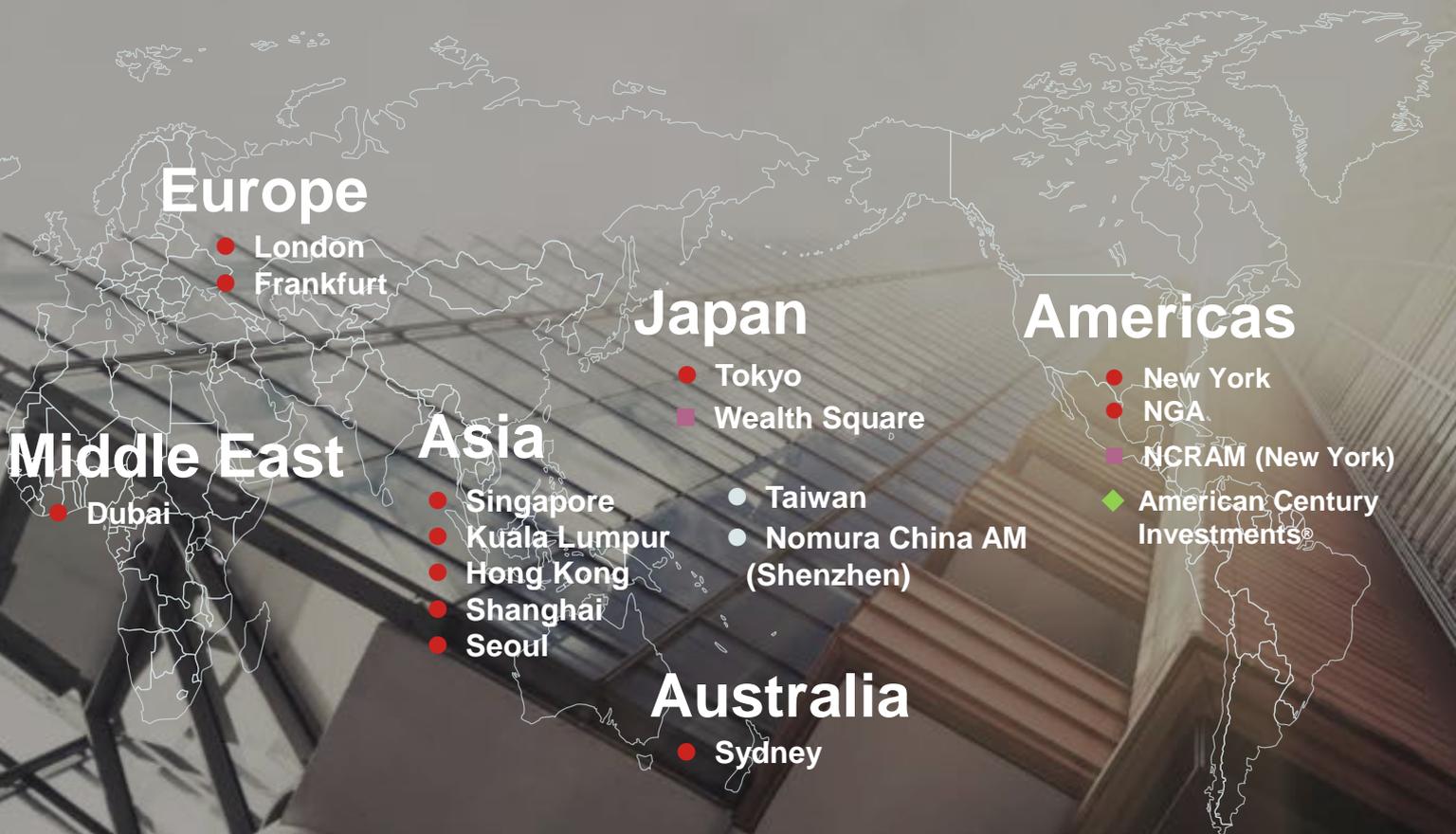
加入協会:一般社団法人投資信託協会/

一般社団法人日本投資顧問業協会/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

野村アセットマネジメント

拠点ネットワーク



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

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

Expertise to Exceed¹

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

設立

1959年



運用資産残高

50.7兆円



グローバルの陣容

1,440人



※1

世界第5位の
ETF運用残高

国内シェア 45%



※1

111兆円の



国内公募投信市場に
おいてマーケットシェア

首位 26.9%

運用調査関連業務従事者
の平均経験年数

12年 ※2



(出所) 野村アセットマネジメント。 ※2以外2017年12月末時点。

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

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

野村アセットマネジメント