

2022年夏号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

NOMURA
Connecting Markets East & West

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2022年夏号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。
昨年から高まっている欧米でのインフレですが、英米中央銀行の利上げによっても収まる気配がなく、企業にはコスト圧力となり、家計への圧迫要因にもなっています。そうした状況を打開しようと、米連邦準備制度理事会（FRB）は6月の会合で75bpsという大幅利上げに動き、スイス国立銀行も15年ぶりの利上げに動きました。一方、マーケットでは、こうした事態を受けて株式等のリスク資産が再び急落、6月半ばには米国株式が年初来安値を更新するなど、大荒れとなっています。こうした環境をどう見るのか、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。債券・為替、内外株式、J-REIT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2022年6月中旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一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 2022年 夏号

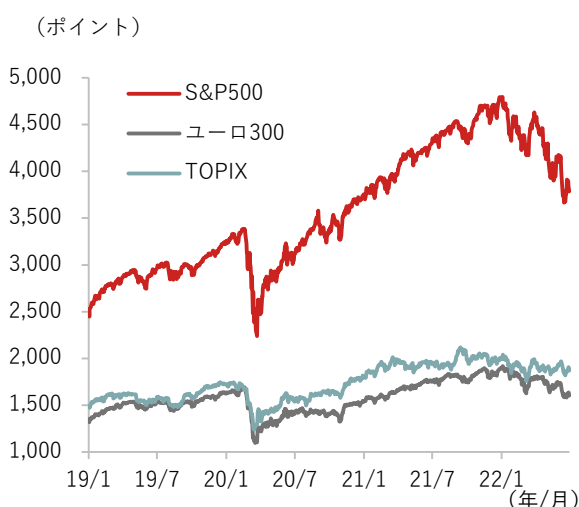
02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	17 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	18 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	19 景気循環
06	債券・為替	20 米国
09	日本株式市場	21 ユーロ圏
12	外国株式市場	22 日本
	トピック	23 中国
15	J-REIT市場	24 新興国
		25 各国経済・市場見通し

金融市場の動き

2022年4-6月期の金融市場では、インフレ懸念が増大し、米欧の金融引き締め加速への思惑が高まったことで、米欧の長期金利は上昇しました。また、金融引き締めなどによる景気後退懸念の高まりから、株式市場は下落しました。一方で、日銀が金融緩和の継続を堅持していることを背景に、日本の長期金利は前期末比でほぼ変わらずとなったほか、日本円は対米ドルで下落し、一時約24年ぶりの水準まで下落しました。

日米欧の株価指数の推移

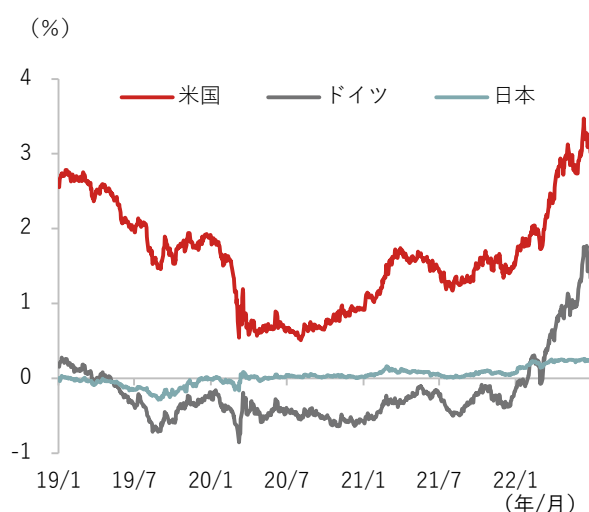
(2019年1月2日～2022年6月30日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2022年6月30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

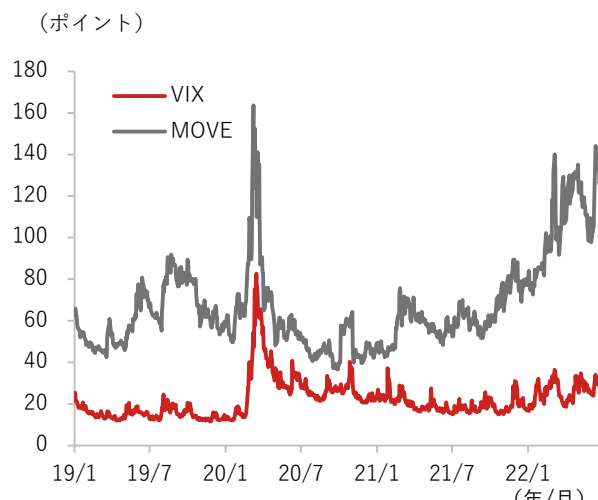
(2019年1月2日～2022年6月30日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2022年6月30日、日次)



(注) VIXは米国株、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

当面は不確実性が高い下で金融市場は不安定化



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

確証がない中で払拭しきれない景気後退懸念

高インフレが続く中、賃金・物価スパイラルや長期インフレ期待の不安定化への警戒感から、米欧中銀は金融引き締めを急ぐ姿勢を見せしています。特に米国では景気に対して緩和的でも引締めめでもない中立金利に近く到達する可能性があり、需要が抑制されていくでしょう。また、ロシアのウクライナ侵攻などによる地政学リスクの高まりや、中国のゼロコロナ政策の継続も世界経済の需要・供給両サイドの不確実性上昇に繋がると考えられます。

この不確実性の中で、米連邦準備制度理事会（FRB）が最近の引き締め局面と比較して、速いペースで利上げとバランスシート縮小（量的引き締め、QT）を進めることで、結果として実体経済を大きく減速させるのではないかと、

いわゆる「オーバーキル」に対する警戒感は続きやすいでしょう。

FRBのウォラー理事は失業率を大幅に上昇させることなく労働需要を抑制することは可能という「ソフトランディング」シナリオを提示しましたが、サマーズ元財務長官などは高インフレ・低失業の下では景気後退回避は難しいとの論考を示しています。2023-2024年に「低成長・インフレ鈍化」という、現時点で望ましいシナリオになるのか、インフレ鈍化を伴うシンプルな景気後退、あるいはインフレが高止まりするスタグフレーションとなるのか、当面は確証が得られず、データや中銀のコミュニケーションに左右されやすい市場環境になると見えています。

長期債利回りは秋頃からの小幅な低下基調を予想

FRBは2.5%前後の中立金利まで利上げを急いだ後、経済指標や金融環境を見ながら利上げペースを鈍化させると予想しています。6月初から開始されたQTが長期債利回りに与える影響や欧州中央銀行（ECB）の利上げなど国外要因に注意する必要はあるものの、景気・物価のモメンタム鈍化とそれに見合う形での利上げペース鈍化を背景に、長期債利回りは10-12月期には小幅な低下傾向になると考えています。

その後の長期債利回りは、2023年の利上げ休止あるいは利下げ転換によって「ソフトランディング」を達成できると金融市場が予想するか、あるいは景気後退懸念が一層強まるかに影響さ

れると見えています。

当社は結果的に「ソフトランディング」になるとしても、金融市場は2023年半ばにかけてその確信度を高められず、2023年央にかけても長期債利回りは低下傾向が続くと予想しています。

ECBは経済と物価の「トレードオフ」に直面するリスクがありますが、賃金・物価スパイラルを回避するため、当面利上げを継続すると考えており、ドイツ債利回りも米債利回りに連動すると見えています。日本では日本銀行がイールドカーブ・コントロールの下で10年債利回りを上限の0.25%で止める姿勢を示しており、狭いレンジでの推移が続くことになるでしょう。

株価は当面不安定な動き

景気の大規模鈍化と高インフレの組合せである「スタグフレーション」シナリオに対する警戒感が残る中で、主要中銀の金融引き締めへの到達点、いわゆるターミナルレートに関する市場予想も上方修正されてきており、株価のバリュエーション調整が進んできています。

さらに高水準にある国際商品価格や賃金上昇率が企業収益に下押し圧力をかけると見られる中、世界的な需要鈍化が明確化すれば、業績が大きく下方修正される可能性もあります。

インフレ率の低下傾向が明確化し、主要中銀の引き締めペース鈍化が見通されるまで、株価は不安定な動きを続けると考えています。

ただし、当社の経済・物価見通しを実現すれば、2023年央以降は主要中銀のハト派化がリスク資産価格を支えるでしょう。その時点で、「ソフトランディング」の確度が高いと見られていれば比較的大幅な株価の上昇が生じるかもしれません。

他方で、景気後退を回避できないとの見方が金融市場で高まっていたとしても、インフレ鈍化が生じている前提においては、主要中銀の金融緩和への転換が生じやすいでしょう。そのため、景気後退を一旦織り込んだ後の株価は下支えされると見えています。

2023年に米ドル高の若干の揺り戻しへ

日米欧主要3地域で比較すると、米国が金融引き締め先頭を行くこと、エネルギー産出国でありエネルギー高の影響が純輸入国の日欧とは異なること、などを背景に、当面は米ドル高基調が続くでしょう。ただし、これらは既に為替市場において概ね織り込み済みと見られ、当社が予想する経済・物価・債券市場見通しを実現すれば、一方向に米ドル高が進む可能性は低いと考えています。

2023年のFRBの利上げ休止や利下げへの転換が視野に入ると、主要3地域間の金融政策スタンスの格差が縮小し、これまでの米ドル高に揺り戻しが生じると見えています。

一時1米ドル=135円を超えて円安が進んだ円相場ですが、日本側の要因による円安是正は難しいでしょう。ただし、インバウンドの増加による経常収支改善期待や、2023年3-4月に任期を迎える日銀正副総裁人事に関する思惑が高まる局面では、円高方向に水準調整が生じることも考えられます。

ユーロ相場については、FRBの利上げペース鈍化局面でECBが金融引き締めを加速させ、かつ、ユーロ圏経済に対する悲観論が高まらなければ、2023年のユーロ高も考えられますが、その確度は低いと予想しています。

債券・為替

インフレが減速に向かうかが焦点に



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航



ヘッド・オブ・フィクスト・インカム
野村AM-UK
前田 有司

債券利回りは大幅に上昇

年明け以降の金融市場では、高インフレを背景にした主要国の中央銀行による利上げ加速が意識される展開となりました。米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利を3月に25bps引き上げた後、5月50bps、6月75bpsと利上げペースを加速させています。カナダやニュージーランドなど他の中央銀行についても、1会合で50bpsと、ここ数回の利上げ局面よりも大きな幅で政策金利を引き上げています。10年以上もの間、利上げから遠ざかっていた欧州中央銀行（ECB）は、7月に利上げを開始し、その後も中期的なインフレ見通しが悪化した場合には大幅な利上げに踏み切る姿勢を示しています。

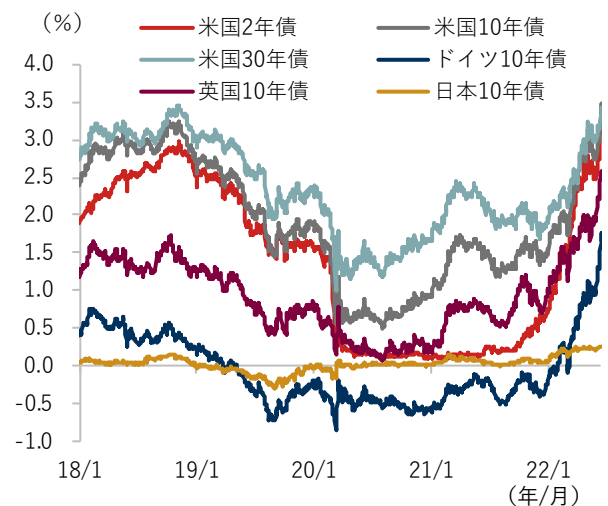
米国10年債利回りが一時、2011年以来となる3.4%に達するなど、各国中央銀行による積極的な金融引き締めを受けて主要国の債券利回りは大きく上昇しました。

FRBは中立金利超えの利上げを模索

私共はFRBについて、2~3%程度と目される中立金利を上回る水準までの利上げを迫られると想定しています。ECBについても、企業や家計のインフレ期待を早期に沈静化することを狙って、9月と10月に連続で50bpsの利上げに踏み切る可能性もあると見ています。

インフレ率を抑えるためには、景気を冷やす引き締めの水準まで政策金利を引き上げる必要があります。FRBなど主要中央銀行は早期に大幅な利上げを実施した上で、その後は、インフレの動向次第で政策を見直していくと見ていま

各国国債利回りの推移
(2018年1月2日~2022年6月15日、日次)



(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

す。

私共は、年末にかけてインフレ率が緩やかに減速していくと予想しています。FRBは政策金利を4%程度まで引き上げた後に、インフレの減速を受けて、来年前半には利上げを一旦停止すると想定しています。

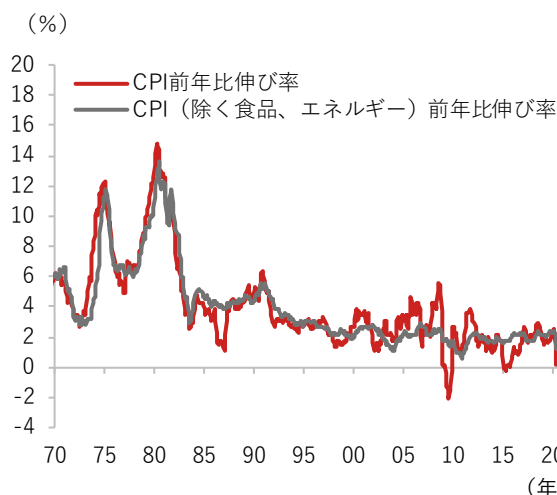
しかしながらインフレに落ち着きが見られない場合には、来年も、一段の利上げに追い込まれると考えられます。このような場合には、さらなる債券利回りの上昇が想定されます。

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、ご自身でご判断ください。

資源価格高騰やサプライチェーンの混乱に伴いインフレは高止まり

足元のインフレ率は依然として高止まりしており、減速の兆しは見られません。5月の米国消費者物価指数（CPI）の前年比伸び率は+8.6%となりました。コロナ禍からの経済活動正常化により需給が逼迫していた環境下で、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて供給制約がさらに悪化したことがインフレ高進に拍車をかけています。WTI原油先物価格がウクライナ危機以降に、100米ドル/バレルを超えて推移するなど、商品価格は軒並み高騰しています。米国では、経済活動の正常化を背景に、高インフレが自動車などの財だけではなく、旅行などのサービスへと幅広い分野に拡大しています。

米国のインフレ率の推移
(1970年1月～2022年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

債券利回りは依然として上昇圧力がかかりやすい

債券利回りは、堅調な景気回復と物価上昇を背景にした主要中央銀行による積極的な利上げを受けて当面は上昇しやすいと見ています。しかし、来年を見据えると、インフレの減速によって利回りは低下に転じると想定しています。コロナ禍からのリバウンド局面を経て、需要が落ち着くと共に供給制約が緩やかに解消に向かうことで、2023年初には高インフレ警戒論が後退していくと想定しています。

メインシナリオとしては、インフレ率の緩やかな減速を想定しているものの、中国におけるゼロコロナ政策や、ロシアによるウクライナ侵攻などを背景に、グローバルな供給制約の悪化が

長期化することでインフレ圧力が長引くリスクには警戒する必要があります。加えて、米国では家計の長期の期待インフレ率がじりじりと上昇していることやタイトな労働市場を背景に賃金が大きく上昇していることから、賃金と物価がスパイラル的に上昇するリスクがあります。過去数十年で経験したことの無い高インフレの終息が、利上げを契機にした需要の大幅な減退か、または供給制約の解消か、どのような形で実現するかは極めて不透明です。高インフレが長期化してしまうリスクも念頭に置きながら、債券市場を見通す必要があると考えています。

米ドルはユーロなどに対して下落基調に転換すると予想する

為替市場では、2021年後半以降、米ドルがユーロや円など多くの主要通貨に対して上昇を続けています。他の先進国の中央銀行と比較しても、積極的な金融引き締め姿勢を打ち出すFRBの政策が米ドル高の一因となってきました。

金融政策の観点から今後の為替市場を見通すと、米ドルがユーロに対して反転下落しやすいと見えています。ECBは、利上げの開始時期こそFRBに遅れたものの、今後は、段階的かつ継続的な利上げをする姿勢を明示しています。FRBの利上げが相当程度織り込まれた一方で、ECBが長期にわたって継続してきた金融緩和が引き締め

へと大きく転換することで、ユーロは米ドルに対して上昇に転じると予想します。加えて、米国の好調な内需を背景に、同国の経常収支赤字が拡大基調にあることを考えると、長期的な資金フローの観点からも米ドルに下落圧力がかかりやすいと見えています。

資源国・新興国通貨は、エネルギーや貴金属など資源価格の上昇がこれらの通貨を下支えすると考えられます。一方で主要中銀の金融引き締めにより、多くのリスク性資産と同様にこれらの通貨が軟調に推移することも考えられ、全体としては方向感が出づらいと想定します。

日銀の金融緩和姿勢が円売り材料に

円については、ユーロや米ドルなど多くの主要通貨に対して下落しやすく、独歩安となるリスクをはらんでいます。日銀が強力な金融緩和を継続しており、積極的な利上げを推し進める海外の中央銀行との政策格差が意識されやすいことが円安をもたらすと見えています。また、国際商品市況の高騰が続いた場合には日本の経常収支が赤字となるリスクがあり、この点からも円は売られやすいと見えています。円は、実質実効為替レートで見ると1970年代以来の低水準にあり、購買力平価の観点からも割安な水準にあることを考えると、一段の下落余地は限定的と見る向きもあります。しかしながら、日本と、海外主要国との間の金融政策に相違が見られる限り、基調としての円安が続きやすいと見えています。

米ドル/円の推移
(1973年1月～2022年4月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成
(「購買力平価説に基づく米ドル/円」は国際通貨研究所、
「円の実質実効為替レート」は日本銀行の計算によるもの)

日本株式市場



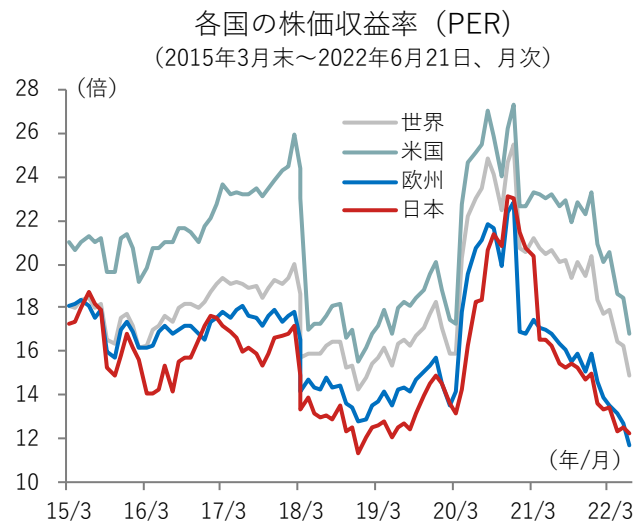
執行役員・CIO
村尾 祐一

グローバル比較で堅調な展開が続く

日本の株価指数は相対的に堅調な展開

2022年上期の世界の株式市場は、予想以上の物価上昇圧力の高まりと、それを受けた各国中央銀行の金融引き締め政策を背景に軟調な展開となりました。そのような環境下、東証株価指数（TOPIX）の下落率は現地通貨ベースのリターンとしては米国をはじめとした主要国を上回る実績となりました。背景には相対的に落ち着いた日本の物価動向や、結果としての日銀の金融緩和姿勢の継続、円安による業績下支え効果など、様々な要因が考えられますが、低位にとどまってきた株価評価（バリュエーション）がグローバルな金利上昇環境の下で下落率を抑制した大きな要因の一つであったと言えます。他国と比較した相対的な株価収益率（PER）の水準はまだ低位にあり、今後も日本株式の下支えと

なると考えられます。



世界：MSCI World Index、米国：MSCI US Index、欧州：MSCI Europe Index、日本：MSCI Japan Index

（出所）Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

複合的な要因がもたらす物価上昇が株価評価に与える影響

コロナ禍からの経済活動正常化の過程で起こったサプライチェーンの混乱、半導体など主要部材の供給不足、脱炭素社会を見据えた化石燃料産出への投資抑制や、EV（電気自動車）などの新技術の導入は、グローバルな低インフレ傾向に終止符を打ちました。米中対立やロシアのウクライナ侵攻はそうした変化に拍車をかける形となり、原油を始めとした基礎素材価格は大幅に上昇しました。このように足元の物価上昇には一時的要因と長期的要因が混在し、さらに地域によっても状況が異なるため、物価上昇が一巡する時期のみならず、その後の水準を予測するのは著しく困難です。現時点では供給律速の緩和や、金融引き締め効果から、2022年後半か

ら来年初にかけて米国のインフレ率は落ち着きを見せ始めると想定しています。この前提に基づけば、2023年初には金融引き締めも峠を超え、米国金利の上昇傾向も頭打ちとなると考えられます。金利上昇懸念が株価変動の大きな要因であった米国市場の安定化は、グローバルの株式市場にも好影響を与え、日本の株式市場もその恩恵を受けるでしょう。一方で、金利上昇が高めていた相対的な日本市場の魅力度は低下することとなり、他市場との比較で良好な株価上昇率を期待するには、国内景気の回復を背景とした企業業績の上振れや、岸田政権の成長戦略への期待が鍵となるでしょう。

緩やかな増益見通しは下方修正含み

企業業績の動向については、現在TOPIXで1桁後半の経常増益率が予想されています。コロナ禍で旺盛な需要が見られた財やサービスはその反動が予想される一方、部材不足から十分な生産、供給が行なえなかった産業では今後挽回生産が期待されます。円安の効果は輸出企業へのプラス影響が輸入企業へのマイナス影響である程度相殺されることとなりますが、全体としての効果は依然プラスと計算されます。事業会社の業績予想においては、保守的な為替水準（現状より円高の水準）が前提とされている場合が多いので、円安基調の継続は業績上方修正の余地を残す事になりますが、米国景気の減速、

中国景気の回復の遅れは外需依存度の高い企業の業績下方修正要因となるでしょう。一方、国内景気は、コロナ禍で蓄積された貯蓄が下支えとなり、欧米景気が減速局面に入ると入れ替わる形で、回復過程に入ると予想しますが、円安による原料価格上昇、物流費の上昇などのマイナス効果を、すべて値上げで吸収するのは困難と考えられます。上振れ余地があるとすれば、入国規制の緩和によるインバウンド需要の復活があげられますが、当面は入国者数の上限が低く抑えられる事や、中国において渡航規制が残る事などから、その効果が現れるにはそれらの規制のさらなる緩和を待つ必要があるでしょう。

岸田政権の新しい資本主義

2022年5月末に、政府は新しい資本主義の実行計画と骨太の方針案をまとめました。その中で重点投資分野として4つの分野が示されました。それらは①人への投資と分配②科学技術・イノベーションへの投資③スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進④GX（グリーン・トランスフォーメーション）及びDX（デジタル・トランスフォーメーション）への投資、です。各国と比較して著しく低い人的資本への投資を引き上げていく事は、日本企業の成長力を高めていく上で必要不可欠と考えますが、これは世代を超えた長期の政策と言えます。資産所得倍増プランなど詳細な内容がこれから議論されるものも多く、現段階では経済的

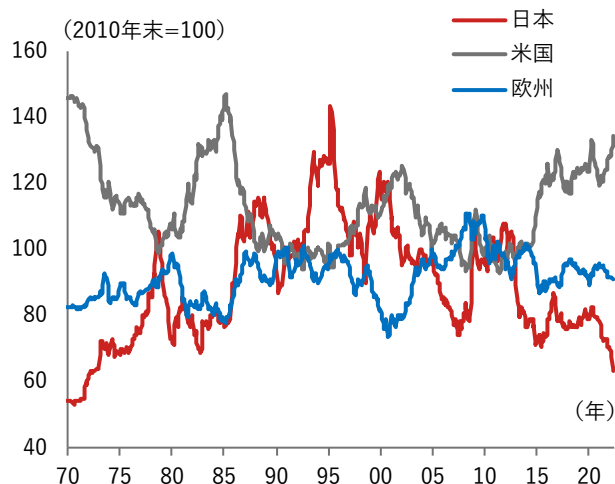
な効果を推測するのは困難です。同様にスタートアップ企業の資金調達手段の多様化は、イノベーションを通じた新たな産業育成の観点での得た政策と考えますが、その成果を期待するには長期的な視点が必要でしょう。一方、GX投資に関しては、具体的な投資金額も示され、それなりの経済的な影響を推測することはできそうです。いずれの施策も、長期にわたり低成長を余儀なくされてきた日本経済の問題点の解決に資する施策と考えますが、株式市場が評価し、その効果を織り込むためには、より具体的な政策内容を、政策当局が高い実現可能性をもって示していくことが必要と考えます。

歴史的な円安は事業戦略再構築のきっかけとなるか？

日本円は、年初から下げ足を早め大幅に下落しましたが、背景には欧米通貨当局の想定以上の金融引き締めに対する日銀の一環した金融緩和継続姿勢や、高騰するエネルギー価格により貿易赤字が拡大したことなどがあげられます。結果的に、実質実効為替レートでみると1980年代以来の安値水準まで下落し、購買力平価の観点では相当の割安水準にあり、輸出財の価格競争力は著しく高まっている状態です。産業構造の変化、国内需要の低い成長力を考慮すると、日本が再度輸出拠点となるとは簡単には考えられませんが、自動車や半導体企業の国内工場建設の計画は増えつつあり、経済安全保障の観点からも、国内への投資に蓋然性が高まりつつある環境と言えます。海外金利の上昇が一巡する過程で、現在の円安傾向は一旦転換点を迎えると考えますが、経常収支の黒字を安定的に生み出せない経済構造のままだとすると円安基調が定

着すると思われます。そこで日本への直接投資が増加するためには投資先として魅力のある制度や規制、インフラを整備することが必要でしょう。

実質実効為替レート
(1970年1月末～2022年5月末、月次)



実質実効為替レート：BIS Real Effective exchange rate indices (CPI-Based) US, Eurozone, Japan

(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

外国株式市場



執行役員・CIO
中山 貴裕

外国株式市場は、金融政策の引き締めとそれに伴う景気減速を織り込みに行く展開で、市場物色動向の変化やバリュエーションの低下には警戒が必要。インフレ下での企業業績の動向が注目される局面へ。

コロナ禍以降の上昇相場は一旦終了へ

外国株式市場では、米国でのインフレ高止まりが懸念される中、FRBが政策金利の引き上げとバランスシートの縮小を急ぐ方針を示したことや、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学的なリスクの高まりから、これまで外国株式に付与されていたプレミアムが剥落する形で株価の調整が進行しています。S&P500指数が史上最高値を更新した今年1月には、今期予想利益の23倍で取引されていたものが、現在では17倍で取引されています。コロナ禍対策としての金融緩和策や潤沢な流動性の供給がリスク資産には良好な環境を形成してきたわけですが、これが足元で逆回転しつつあり、緩和的な金融環境下での株高は一旦終了したように思われます。

S&P500指数のバリュエーションと金利
(2019年6月28日～2022年6月15日、日次)

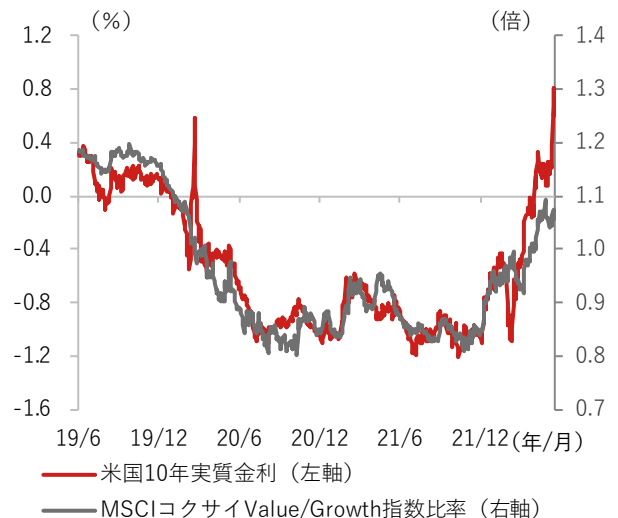


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

市場物色の動向も大きく変化した

欧米の金融政策が転換点を迎える中、市場物色も大きく変化してきています。コロナ禍で経済成長が鈍化すると懸念や実質金利低下により、将来の成長力の高い企業が評価されやすい環境だったことから成長株優位の展開であったものが、実質金利の反発により将来の収益貢献がより大きく割り引かれる環境となったことで、昨年11月以降は割安株が優位な展開となりました。そうした中、FRBは6月に27年半ぶりとなる75bpsの大幅利上げを決定し、2023年末にかけては中立金利を大幅に上回る水準まで利上げを行なうのが適切との見通しが示されたことで実質金利の上昇が加速しています。金利動向や景気動向、株式市場の物色に与える影響が注目されます。

外国株スタイル指数と実質金利の相関
(2019年6月28日～2022年6月15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

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。

今後の注目点は企業業績のインフレ耐性

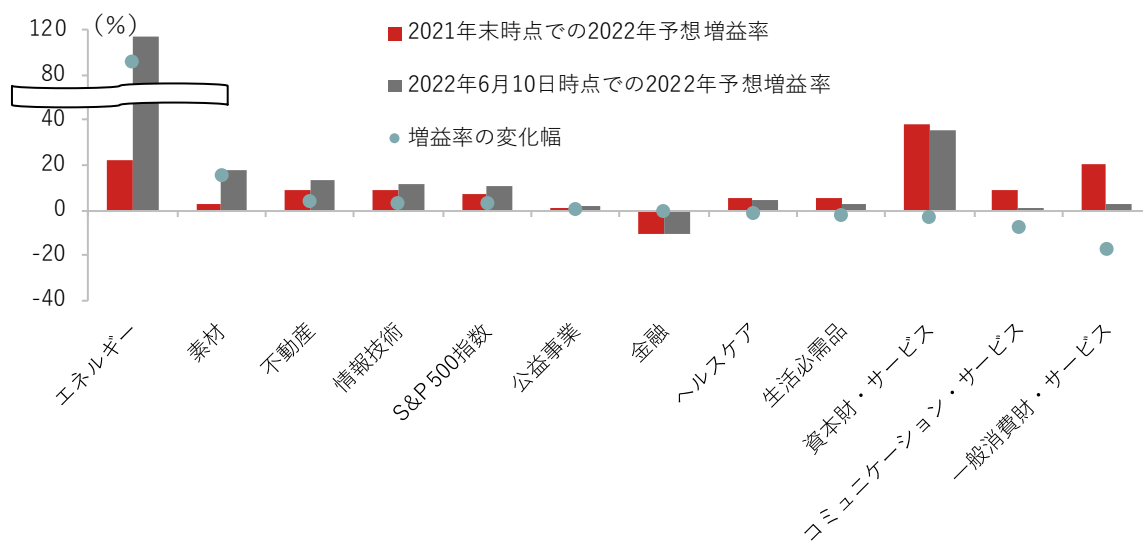
そうした環境下、市場の焦点は企業業績の動向に向かうものと見られます。原材料価格や人件費、輸送費の増加、サプライチェーンの混乱や半導体の供給不足など多くの不透明要因がある中、各企業はコスト削減と価格転嫁を進めるものと見られ、S&P500指数のEPS（一株当たり利益）は2022年も増益が達成できるとの予想になっています。

しかし、その内訳を見てみると、原油価格や商品市況の上昇により、川上のセクターが大幅増益を達成すると見られる一方、コロナ禍で支給された給付金の恩恵がなくなる影響や在庫調整の必要性から、一般消費財セクターの業績見通しが悪化しています。5月の米消費者物価指数（CPI）が40年ぶりの高水準に上昇する中、消

費者の行動が大きく変化している可能性があり、特に低所得者層を顧客の中心とする小売業の中には、大きく業績見通しを下方修正する例が散見され始めるなど、注意が必要になってきています。一方、インフレの恩恵を享受できる資源セクターやコスト上昇の影響が相対的に小さく、業績のインフレ耐性が高いと考えられる情報技術セクターなどは有望な投資先と見ています。

足元で調整色が出ている外国株式ですが、今後、上昇に向けて転換するには、①米国でのインフレがピークアウトする動きを見せること、②欧米の金融政策の引き締め方針に一巡感がでること、③企業業績が大きく悪化しないと確認されることなどがカギになってくるのではないかと見て注目しています。

S&P500指数を構成する各セクターの予想増益率の変化



(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

新興国株式：当面は一進一退の展開が予想される

MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）は年初来マイナス圏で推移しましたが、各国の収益率には引き続き大きな差があります。中国株はインターネット企業への規制などに加えて、ゼロコロナ政策による一部都市での経済封鎖などもあり大幅に下落し、新興国株式市場全体への重石となりました。またウクライナ紛争の勃発によりロシア株は大幅に下落しました。一方、原油高を背景にブラジル株、サウジアラビア株などは上昇しました。

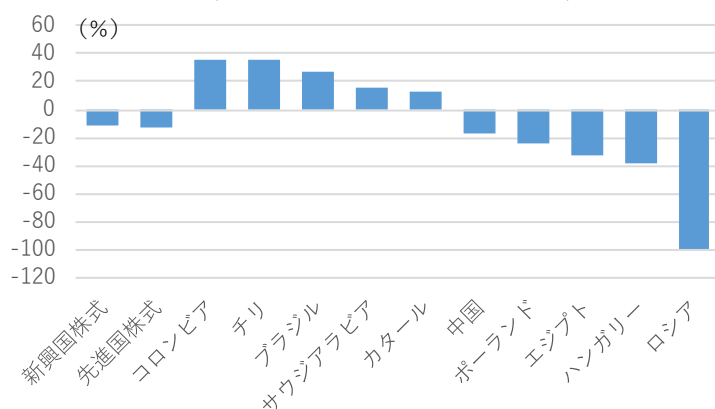
2022年下期は、新興国市場は一進一退の展開が予想されます。米国のインフレ圧力が継続する中で、米国の金融引き締めについては当面続く可能性があります。また新興国の中で大きな地位を占める中国についても、金融緩和策、財政刺激策が徐々にとられ始めていることは明るい材料ですが、一方でゼロコロナ政策の継続は引き続き景気の足かせとなり得ると考えます。一方で、バリュエーション（株価収益率）面では新興国株は過去対比で割安な水準で取引されて

おり、追加的なネガティブな材料にも反応しにくくなっているように思われます。

更なるダウンサイドリスクとしては、中国のゼロコロナ政策が長期に及ぶこと、世界的なインフレ圧力が継続すること、世界経済がリセッションに陥ること、新興国の政治リスク、などが挙げられます。

そのような中で国としては(1)資源国、(2)人口動態の魅力が高い国、などに注目しております。ウクライナ紛争をきっかけとした不安定な国際情勢は今後も継続する可能性があり、資源全般に供給制約が継続し、商品市況は今後も高止まりする可能性があります。そのような中ではインドネシア、ブラジルなど資源国はその恩恵を享受すると考えられます。また人口動態面ではインド、インドネシアなどに注目します。これらの国ではいわゆる人口ボーナスのステージが今後も続くことが予想されており、若年人口が労働力となることで経済成長を牽引することが期待されます。

株式市場の年初来収益率（米ドルベース:配当込み指数）
（2021年12月31日～2022年5月31日）



新興国株式：MSCI EM (Emerging Market) Index、先進国株式：MSCI World Index、各国：MSCI各国Index
(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

J-REIT市場

新しい働き方がオフィス市況に与える影響に注目



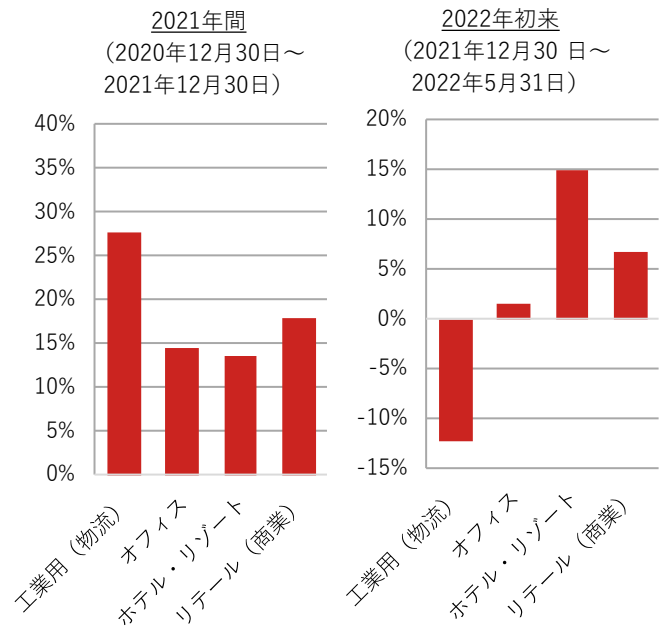
シニア・エクイティ
アナリスト
延原 知行

ポストコロナに加えて金利上昇がREIT市場のテーマに

2021年はコロナ禍後の経済活動回復を織り込む形でオフィス、ホテル、商業セクターのリターンがプラスに転じましたが、一方で感染再拡大やテレワーク定着により在宅時間増加が継続した場合、eコマースやそれを支える物流施設の需要につながるの見方から物流セクターのリターンも好調に推移しました。

2022年は海外市場での金利上昇の間接的な影響を受ける形で、成長性が高い一方利回りが低いことから金利上昇による投資魅力度の低下が意識されやすい物流セクターのリターンがマイナスに転じました。入国規制緩和などポストコロナでの回復が期待されるホテルセクターのリターンは好調でした。

東証REIT指数のセクター別リターン

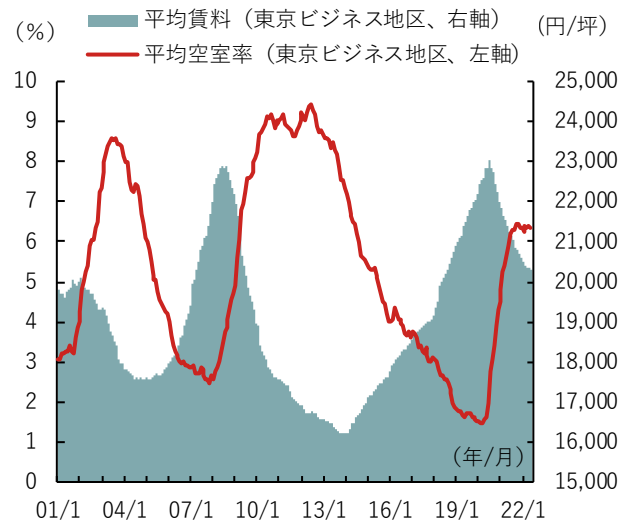


(注) 時価総額加重平均、業種分類はGICSの産業サブセクター分類 (出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

オフィス市況は一進一退

コロナ禍以降、テレワークとの親和性が高いIT関連企業や一部の業績が悪化した企業からのオフィス解約の影響により空室率は上昇基調で推移してきました。足許空室率の上昇は一旦止まりつつありますが、オフィス市況は依然一進一退の状況が続いています。コロナ禍による様々な制約によりオフィス移転や新規開設を検討することが困難となっていたテナントからの需要は徐々に回復し始めてはいるものの、出勤率低下により余剰となったオフィスの解約も発生しており、オフィス賃貸市場全体として需給バランスが大きく改善するには至っていない状況です。

オフィス市況
(2001年1月～2022年5月、月次)



(注) 東京ビジネス地区：都心5区 (千代田・中央・港・新宿・渋谷区) (出所) 三鬼商事のデータを基に野村アセットマネジメント作成

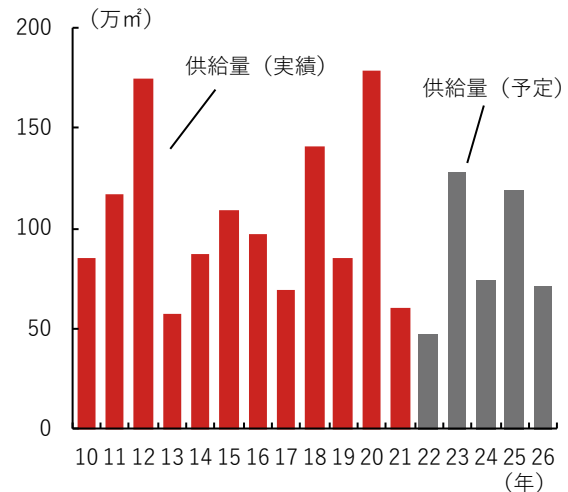
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

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。

オフィス供給が増加する中で賃料は上がりづらい展開へ

オフィス賃貸市場の需給バランスが本格改善に至らない中で、2023年以降は新築オフィスの供給が増加する見込みです。既に入居テナントの一部は決まりつつあると見られますが、既存オフィスビルからの移転を伴うため今後二次空室が発生する見通しです。市場全体として既にオフィス空室を抱えていることに加えて将来的な二次空室発生も懸念されることから、REITなどオフィスのオーナーはなるべく早くテナントを確保することを優先し賃料などの賃貸条件を柔軟化させています。物件間の競争も激化する見通しで賃料は当面上がりづらい展開が続きそうです。

東京23区の大規模オフィスの供給量
(2022年5月調査)
(2010年～2026年、年次)



(出所) 森ビルのデータを基に野村アセットマネジメント作成

新しい働き方がオフィス市況に与える影響に注目

コロナ禍当初は感染対策の観点からテレワーク導入が大きく進みましたが、最近ではフレキシブルで新しい働き方を可能にするツールとして恒常的にテレワークを活用する動きが出てきています。コロナ禍終息後もオフィス出社とテレワークを組み合わせたハイブリッド型の勤務体制を続ける企業が出てくると見られ、利用率が低下したオフィスの解約も当面続く可能性があります。一方でオフィス出社時の社内コミュニケーションを活性化するために充実した共用スペースが必要となることや、従業員が出社するメリットをより感じられるように通勤しやすさや良好な周辺環境が重視されることから、これまで以上に立地やスペックの面で良質なオフィ

スが選好されそうです。従来オフィスコストの削減を行なう場合、賃料の低い物件に移転するしか選択肢がありませんでしたが、現在ではテレワーク導入によりオフィス賃借面積を減らすことが可能となり必ずしも賃料が低いオフィスへ移転する必要がなくなりました。またコロナ禍後においても業績好調で喫緊のコスト削減の必要性が低い企業も多くありますが、そのような企業でも新しい働き方を導入しオフィス賃借面積を抑制しつつ立地改善を図るようなケースが出てきています。今後良質なオフィスがより多くの需要を吸収する二極化が生じる可能性があり、新しい働き方がオフィス市況に与える影響が注目されます。

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

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

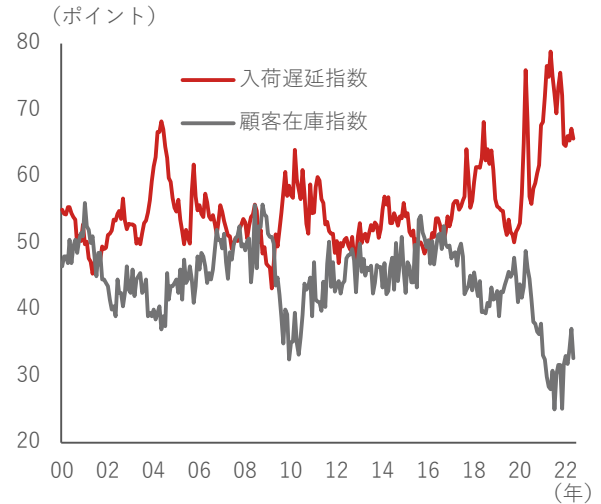
世界経済の基本シナリオ

2023年は景気・物価のモメンタム鈍化の下、金融政策スタンスも転換へ

成長鈍化と供給制約緩和

コロナ禍からの経済活動正常化が続く中、高インフレが実質的な所得環境を悪化させるとともに主要中銀の金融引き締め加速に繋がっています。中国における上海のロックダウンで供給制約が強まるリスクが警戒されていましたが、4-5月のデータからは、サプライチェーンの回復基調が大きく損なわれていないと考えられます。そのため、米欧中銀の金融引き締めによる需要の鈍化、サプライチェーンの回復による供給制約の緩和といった需給両面の要因により、2023年には高インフレに対する警戒感が低下すると考えています。

米ISM製造業景況感指数
(2000年1月～2022年5月、月次)



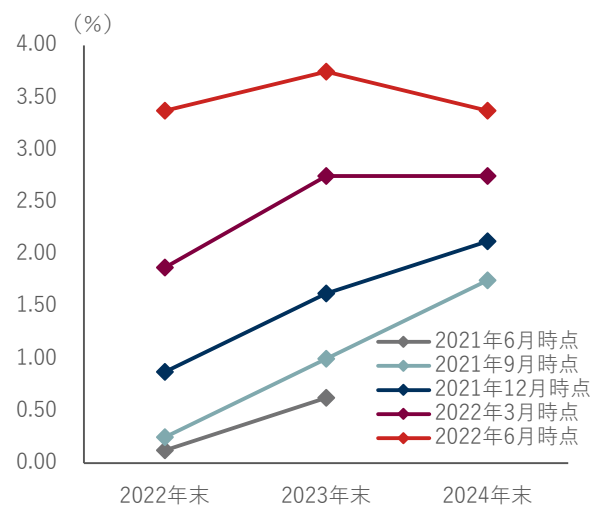
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融引き締め加速から減速へ

賃金と物価が相互作用して高まり続ける、いわゆる賃金・物価スパイラルを回避するため、FRBは、中立金利に向けて利上げを急いでいます。ECBも7月から利上げに転じる見通しです。

これを受けてインフレはピークアウトし、米欧中銀は2023年には利上げを休止すると見ています。そして、2023年後半にFRBは引き締めから中立に向け、今度は小幅な利下げを検討すると考えています。基本シナリオにおいては、こうした調整によって、2023年末までの見通し期間において、米国は深刻な景気後退期入りを回避すると予想します。

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

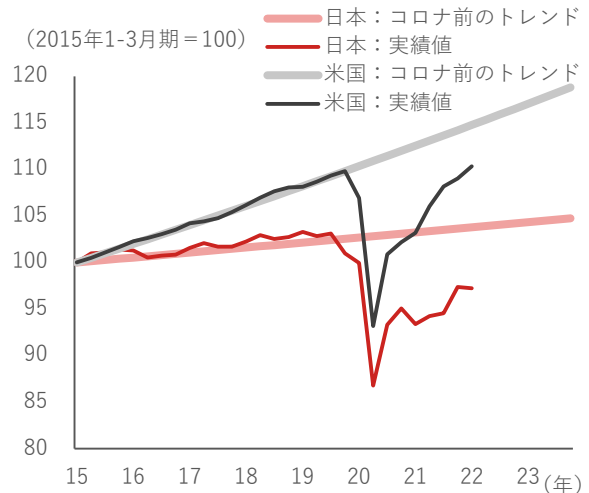
ダウンサイドリスクへの注目が高まる

アップサイドリスク：サービス消費・設備投資の急回復

コロナ禍で大幅に減少したサービス消費の回復が遅れています。しかし、ウィズ・コロナが定着し、世界で観光客の受入れが活発化するなどした結果、基本シナリオ以上にサービス消費が急回復する可能性もあるでしょう。

また、ウクライナ情勢の悪化を受け、エネルギーの純輸入国は再生可能エネルギーのウエイトを高めるべく、研究開発や設備投資を加速させるかもしれません。また、米国のように賃金上昇が顕著な国・地域では省人化投資が進むことも考えられます。

日米のサービス消費（GDP統計）
（実績値は2015年1-3月期～2022年1-3月期、四半期）



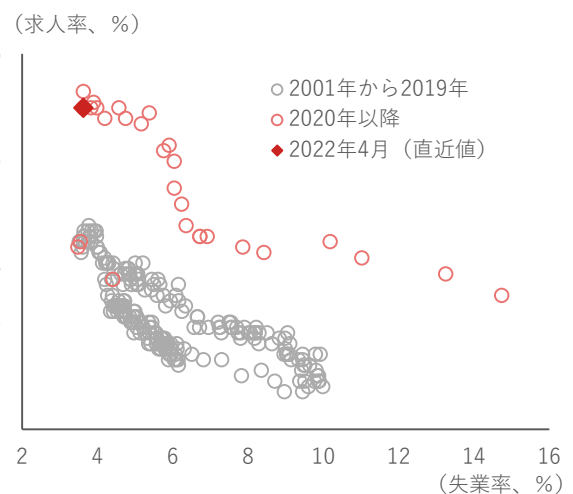
（注）コロナ前のトレンドは2015年から2019年までの平均的な伸び率が継続していた場合のサービス消費の水準を示している。
（出所）CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスク：金融引き締め効果と中国のゼロコロナ政策

米国では利上げとQTが同時に進むこととなります。こうした金融引き締めの影響が予想以上に需要を抑制する可能性があります。潜在成長率をやや下回る程度に成長ペースを落とし、失業率を急上昇させることなくインフレ率を目標近くに抑制するといった、いわゆる「ソフトランディング」は理論上は不可能ではないものの、実行は容易ではありません。2023年末までの予測期間中にマイナス成長となるリスクは警戒すべきでしょう。

また、2022年後半以降も、ゼロコロナ政策を掲げる中国の主要都市で感染拡大によるロックダウンが繰り返されると世界経済を下押しする可能性があります。

米国のベバリッジ曲線
（2001年1月～2022年4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ます投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

景気循環

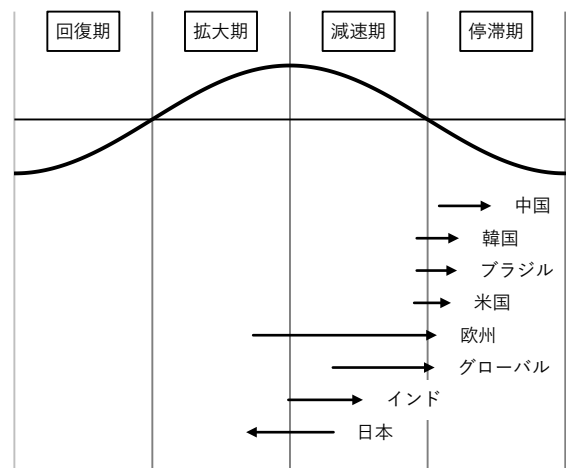
世界景気はインフレが加速する中で停滞入りへ

各国・地域の景気は停滞期入り

世界景気は足元に向け、4つの局面の中で最も弱い停滞期に入りました。昨年後半以降、世界景気は減速期が続いていましたが、コロナショック後の記録的な成長から鈍化したにすぎず、堅調な需要を背景に再び拡大局面に戻るといふ展開も考えられていました。

そうした展開が実現しなかった主因は、当初一過性とみられていた高インフレが続いていることです。ロシアによるウクライナ侵攻も景気の悪化に多大な影響を及ぼしましたが、調査機関等による世界経済成長率の引き下げは、それよりも前からインフレ見通しの引き上げと共に進んでいました。

世界景気の推移
(2021年11月～2022年5月)



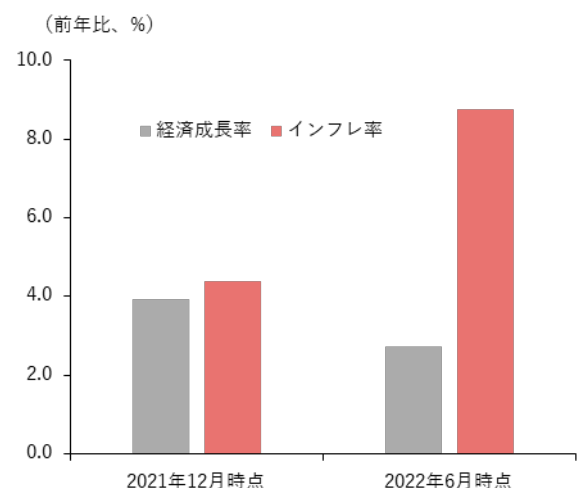
(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

インフレは「拡大期」に

景気とは対照的に、インフレは循環の4局面の中では「拡大期」を推移しています。6月に発表された経済協力開発機構 (OECD) の2022年の経済見通しは、成長率の減速、インフレ率の加速を裏付ける内容でした。昨年12月時点の予想では、GDP 成長率が2021年比で+3.9%、インフレ率が+4.4%であったのに対し、6月時点の予想ではそれぞれ+2.7%、+8.8%となりました。

インフレ率は今後も、ロシア・ウクライナ問題など資源価格や食料品価格の高騰が長期化するリスクが高く、成長率の鈍化とインフレ率の顕著な加速が併存した、不安定な状況が続くと見られます。

2022年のGDP成長率およびインフレ率見通し
(2021年12月および2022年6月時点)



(注) OECD加盟国を対象としたGDP成長率およびインフレ率。
(出所) OECDのデータを基に野村アセットマネジメント作成

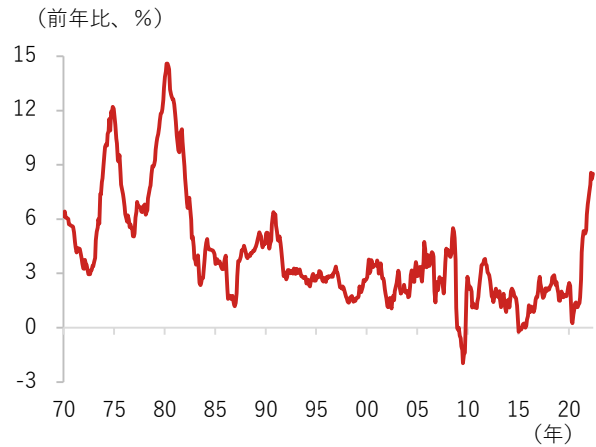
米国

高インフレが定着するリスクを警戒し、FRBは金融政策の正常化を急ぐ

減速の兆候がみられるものの景気拡大は継続

米国景気には、減速の兆候が出てきました。ローン金利上昇を背景に住宅販売の減少が続き、住宅建設業者の業況は軟調です。今後の設備投資に関する企業の見通しも軟化しており、企業は先行きへの慎重姿勢を強めつつあるようです。もっとも、失業者数を遥かに上回る求人件数が存在するなど、労働市場は好調です。こうした中、消費を中心に米国景気の拡大自体は続いており、それがインフレ圧力に繋がっている状況です。5月のインフレ率は約40年ぶりの高水準を記録しました。人手不足を指摘する企業が多い中、今後も賃金上昇が続き、インフレ率を押し上げるでしょう。年末にかけて、インフレ率はFRBが目標とする2%を大きく上回るとみられます。

米国のインフレ率
(1970年1月～2022年5月、月次)



(注) 消費者物価指数ベース。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

高インフレを背景にFRBは利上げペースを加速

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、3月に0.25%ポイントの利上げを決めた後、5月には0.50%ポイント、6月には0.75%ポイントと利上げペースを加速させました。高インフレを背景に金融政策の正常化が急がれており、6月のFOMCにおいて、FRBのパウエル議長は7月以降も大幅な利上げが続く可能性を示唆しました。一方、同時に公表されたFOMCメンバーの経済見通しでは、前回の3月時点と比べ、GDP成長率の予測が下方修正され、失業率の予測が上方修正されました。パウエル議長は「失業率は歴史的にみれば低い」と述べ、大幅利上げ局面であっても米国景気は軟着陸できるとの見方を示しました。しかし、米国景気の下振れリスクは強まっており、今後、FRBは難しい舵取りを迫られるでしょう。

FOMCメンバーによる経済見通し
(2022年6月のFOMCと同時に公表)

		(単位：%)		
		2022	2023	2024
GDP成長率	今回(6月)	1.7	1.7	1.9
	前回(3月)	2.8	2.2	2.0
失業率	今回(6月)	3.7	3.9	4.1
	前回(3月)	3.5	3.5	3.6
インフレ率	今回(6月)	5.2	2.6	2.2
	前回(3月)	4.3	2.7	2.3

(注) 各年の10-12月期に関する予測値。
(出所) FRBの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。

ユーロ圏

賃金上昇圧力の増大を背景にインフレ警戒感が強まる中、ECBは利上げへ

消費を中心に景気は回復。賃金上昇圧力が増大

ユーロ圏では景気回復が続いています。製造業の輸出受注サーベイが悪化するなど企業部門には軟調さがみられますが、商業施設への人の移動が回復するなど家計部門は堅調であり、景気回復を牽引しています。昨冬のコロナ感染再拡大の影響が和らぎ、サービス消費が本格的に回復しつつあるようです。景気回復や商品市況の上昇を背景に、ユーロ圏のインフレ率はECBが目標とする2%を大きく上回っています。こうした中、ユーロ圏の賃金上昇率は大幅に加速し、賃金上昇圧力の増大を示しました。ユーロ圏最大の経済規模を誇るドイツで最低賃金の今年10月からの大幅引き上げが決まるなど、先行きに関しても賃金上昇圧力は残存する可能性が高く、年末にかけてインフレ率は高水準で推移するでしょう。

ユーロ圏の賃金上昇率
(2000年1-3月期～2022年1-3月期、四半期)



(注) 賃金交渉を通じて決まった妥結賃上げ率。
(出所) ECBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ECBは利上げサイクルの開始を宣言

ECBの6月理事会では、声明文に「7月理事会で利上げを決定する意向」、「漸進的だが持続的な利上げが適切になるだろう」との文言が追加され、事実上、利上げサイクルの開始が宣言されました。ラガルド総裁は、インフレ圧力が広範囲で強まっていることに言及した上で、「我々はインフレ率を目標に収斂させなければならない」と述べ、金融政策の正常化を進める背景を説明しました。同時に発表された新たな経済見通しでは、インフレ率が上方修正され、GDP成長率は下方修正されました。下方修正後も堅調な景気回復が続くという構図は変わっていません。しかし、景気下振れリスクが残存する中、景気の腰折れを招くことなくインフレ圧力を沈静化させることは容易ではなく、ECBの手腕が問われることになるでしょう。

ECBによる経済見通し
(2022年6月のECB理事会と同時に公表)

(単位: %)

		2022	2023	2024
GDP 成長率	今回 (6月)	2.8	2.1	2.1
	前回 (3月)	3.7	2.8	1.6
HICP インフレ率	今回 (6月)	6.8	3.5	2.1
	前回 (3月)	5.1	2.1	1.9

(出所) ECBの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

コロナ禍における「強制貯蓄」は高インフレ下の消費をある程度支える見込み

「強制貯蓄」の行方に注目

3月下旬にまん延防止等重点措置が全面解除となった後、ゴールデンウィーク期間の小売・娯楽施設訪問件数は大きく伸び、サービス消費回復の兆しが見られました。ただし、その後は同訪問件数はコロナ前と比較して1割程度減少したままの推移となっています。コロナ禍の消費機会逸失を背景に積み上がった「強制貯蓄」は50兆円程度と考えられ、インフレ上昇に対する家計の耐性をある程度は高めると考えています。他方で、感染リスクが残る中、実質所得環境の悪化などによって、強制貯蓄が予備的貯蓄に転じやすくなるかもしれません。

一方で、感染状況が抑制されたままとなれば、観光需要喚起策や外国人観光客の受け入れ拡大による景気上振れリスクにも注意すべきでしょう。

「トレードオフ」にない日銀

4月の消費者物価指数は前年比+2.5%（生鮮食品を除くベースだと同+2.1%）に上昇しましたが、米欧対比ではインフレは低位に抑制されています。日本銀行の黒田総裁は6月上旬、「海外の中央銀行と異なり、経済の安定か、物価の安定か、というトレードオフに直面していない」とし、金融緩和の継続が妥当だとの見方を示しています。日銀は2%の物価安定の目標を安定的・持続的に達成するには賃金上昇を伴う必要があると考えているようです。コストプッシュ・インフレが人々の賃金・物価に対する関心を高め、賃金上昇率が高まり、長年の「ゼロインフレ・ノルム」が変わるか注目されます。

当社の経済・物価・金融市場見通しの下では予想期間内の金融政策変更はないと考えています。

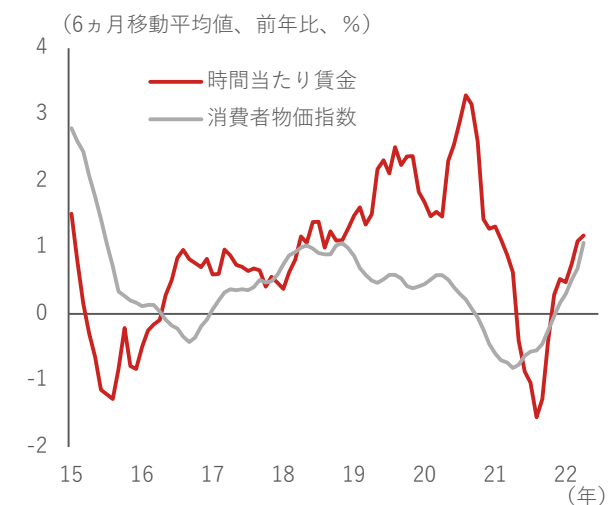
小売・娯楽施設訪問件数
(2021年1月1日～2022年6月16日、日次)



(注) 基準時点は2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

賃金と物価

(2015年1月～2022年4月、月次)



(注) 時間当たり賃金は所定内給与と所定外給与の合計を総労働時間で除して算出。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

中国

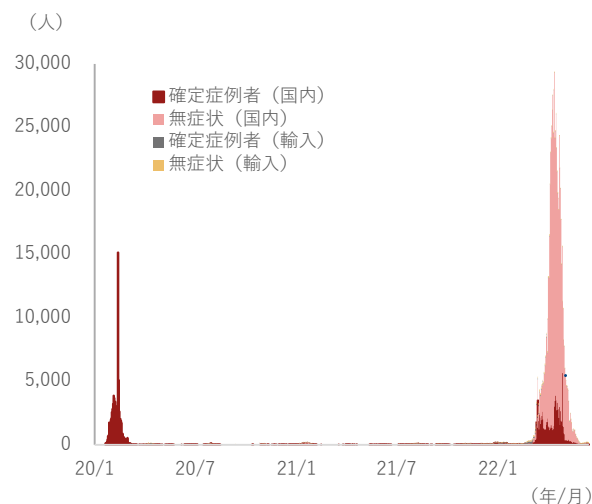
景気の先行きはコロナ感染動向に依存

ゼロコロナ政策は当面継続し、景気はコロナ感染次第の様相

中国では、オミクロン変異株の流行により、2020年に湖北省武漢市で初めて感染が広がって以来、最も厳しい感染拡大に直面しました。この間、上海市が大規模なロックダウンを約2ヵ月実施するなど、主要都市でも厳しい規制が行われ、経済活動は急減速しました。

ロックダウンに伴う経済・社会的コストの大きさは認識されているものの、指導部は感染抑制を最優先する「ゼロコロナ政策」を堅持するとしています。足元では感染に一服感が見られ、ロックダウンは緩和され始めていますが、感染が再拡大すれば、ロックダウンも再開され、経済活動に大きな打撃をもたらすおそれがあります。中国景気の先行きはコロナ感染次第といった様相を呈しています。

中国の新型コロナウイルス新規感染者数
(2020年1月1日～2022年6月14日、日次)



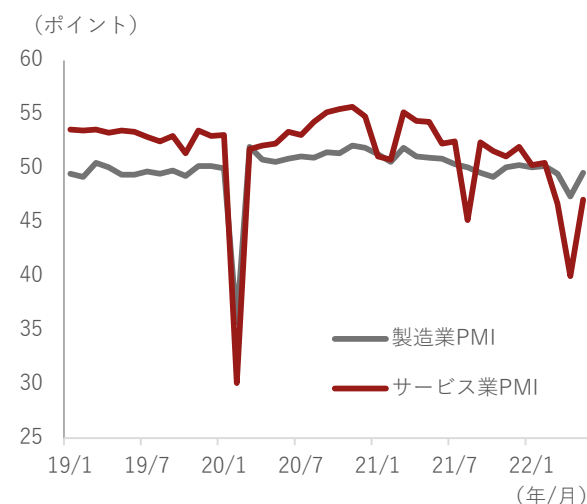
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

成長は、大きな下振れリスクにさらされている

ロックダウンの影響により、4-6月期の成長率は大幅に落ち込む見込みであり、「5.5%前後」の成長率目標は達成が極めて困難になっています。年後半に大規模な感染が発生しないことを前提とする当社見通しでは、政府によるインフラ投資や金融緩和によって、年後半の成長率が潜在成長率まで回帰すると予想しています。それでも、成長率は目標を大きく下回る見込みです。

見通しは大きな下振れリスクにさらされています。仮に、年後半に再びロックダウンが実施されるような展開となれば、成長率は大幅に落ち込む可能性があります。政府は、刺激策の一段の拡大を検討すると見られますが、ロックダウン下では、インフラ建設などの活動も制限されると見られ、影響を相殺するには不十分となるでしょう。

中国の景況感指数
(2019年1月～2022年5月、月次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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ください。ご自身でご判断ください。

新興国

スタグフレーション化する新興国

金融引き締めは継続するも、財政支援策が景気を下支え

多くの新興国では、景気回復と資源価格の上昇などを背景に、インフレの加速が続いています。そのため、中央銀行は金融引き締めを継続しており、出遅れていたアジアの中央銀行も金融政策の正常化に乗り出しています。コロナ禍からの景気回復が一巡することに加え、高インフレによる実質所得の減少、そして金融引き締めの影響から、今後は、潜在成長率を下回るペースでの成長を見込んでいます。

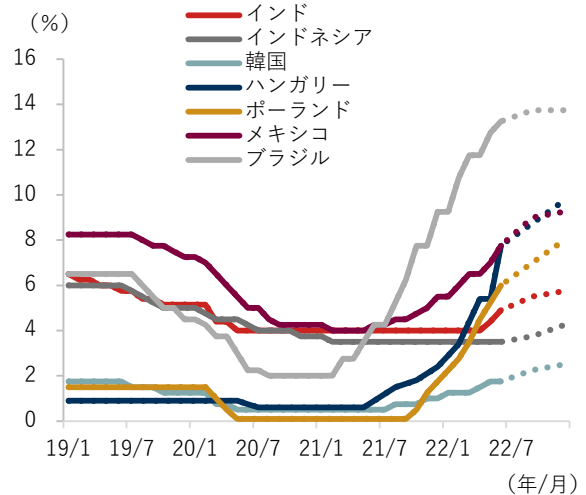
ただし、資源高による生活コストの上昇を受けて、各国政府は財政支援策を講じており、一定程度景気を下支えすると見えています。しかし、現在の環境下では、短期的な景気の下支えが必ずしも中長期的にも良いとは限らない点には注意が必要です。

スタグフレーションの長期化に注意

多くの新興国で、基調的なインフレは、中銀の目標を上回るペースで推移しており、インフレ期待も上昇しているとみられます。そうした中で高インフレを沈静化させるには、大幅な景気減速が必要になると見えています。しかし、財政支援によって、中途半端に景気が下支えされると、かえって高インフレが長引き、高インフレと低成長という、スタグフレーション的な経済状況が長期化する可能性が高まることになるでしょう。

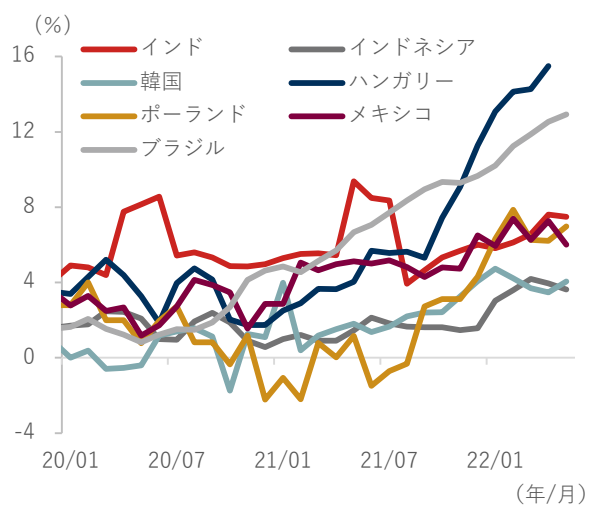
また、基調的なインフレ率が安定しているアジア各国では、こうしたリスクは依然低いと見ているものの、金融政策の正常化が遅れ、スタグフレーションに陥る可能性には留意が必要です。

政策金利の推移
(2019年1月～2022年12月、月次)



(注) 2022年6月までは実績値(実線)。その後は当社予想(点線)。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

基調的インフレの推移
(2020年1月～2022年5月、月次)



(注) 基調的インフレは、季節調整済前月比(年率)の3ヵ月移動平均を使用。ハンガリーのみ2022年4月までのデータを表示。
(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ください。ご自身でご判断ください。

各国経済・市場見通し

			2022				2023		2020	2021	2022	2023
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			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	4.2	2.5	2.8	2.1	2.1	3.0	-3.3	5.9	2.9	2.5
	先進国	*2	0.4	1.1	2.1	1.2	1.0	0.8	-4.8	5.2	2.5	1.2
	新興国	*1,*3	4.3	2.4	3.8	3.3	3.2	5.5	-0.8	7.0	3.5	4.4
	米国		-1.5	1.2	2.1	1.3	1.1	0.9	-3.4	5.7	2.1	1.2
	ユーロ圏		2.5	0.2	1.4	0.7	0.6	0.3	-6.5	5.3	2.8	0.6
	日本		-0.5	3.1	4.8	2.2	1.5	1.3	-4.5	1.7	1.7	2.0
	中国	*1	4.8	1.2	5.1	4.9	4.8	8.2	2.3	8.1	4.0	5.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.8	7.4	7.3	6.3	5.2	3.7	1.6	3.2	6.7	3.6
	先進国	*2	6.4	7.8	7.1	5.9	4.7	3.2	0.8	3.3	6.8	3.0
	新興国	*3	5.0	6.7	7.7	6.9	6.0	4.5	3.0	3.0	6.5	4.3
	米国		8.0	8.5	7.4	6.3	4.7	3.4	1.2	4.7	7.6	3.3
	ユーロ圏		6.1	8.1	7.1	4.9	4.0	3.2	0.3	2.6	6.6	2.9
	日本	*5	0.6	2.1	2.0	1.8	1.8	1.5	-0.2	-0.2	1.6	1.3
	中国		1.1	2.2	2.7	2.6	3.1	2.7	2.5	0.9	2.1	2.8
政策金利 (%)	米国	*6	0.50	1.75	3.00	3.75	4.25	4.25	0.25	0.25	3.75	3.50
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	0.25	1.00	1.50	2.00	-0.50	-0.50	1.00	1.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70	3.85	3.80	3.70	3.70
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.34	3.01	3.60	3.40	3.20	3.00	0.91	1.51	3.40	3.20
	ドイツ		0.55	1.34	1.80	1.60	1.40	1.20	-0.57	-0.18	1.60	1.40
	日本		0.22	0.23	0.25	0.25	0.20	0.20	0.02	0.07	0.25	0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,530	3,785	3,570	3,550	3,560	3,600	3,756	4,766	3,550	4,100
	ユーロ300		1,783	1,604	1,510	1,480	1,490	1,500	1,537	1,890	1,480	1,700
	TOPIX		1,946	1,871	1,850	1,840	1,850	1,900	1,805	1,992	1,840	2,140
	MSCI EM (\$)		1,142	1,001	1,010	1,010	1,020	1,060	1,291	1,232	1,010	1,140
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.11	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.22	1.14	1.05	1.09
	日本円/米ドル		121.4	135.9	135.0	130.0	125.0	120.0	103.2	115.2	130.0	120.0
	日本円/ユーロ		135.0	142.0	142.0	137.0	131.0	126.0	126.3	131.0	137.0	131.0
	人民元/米ドル		6.34	6.69	6.70	6.70	6.70	6.70	6.54	6.37	6.70	6.80

		2020	2021	2022	2023	
				予測	予測	
為替レート	インドルペ	73.1	74.3	80.0	82.0	
(対米ドル、	インドネシア	14,050	14,253	15,000	15,000	
期末値)	ブラジル	5.2	5.6	5.0	4.8	
	メキシコ	19.9	20.5	21.5	21.5	
	ロシア	74.0	75.0	65.0	65.0	
	トルコ	7.4	13.3	27.0	31.0	
政策金利 (%)	インド	4.00	4.00	5.75	6.25	
	インドネシア	3.75	3.50	4.25	4.50	
	ブラジル	2.00	9.25	13.75	8.00	
	メキシコ	4.25	5.50	9.25	7.00	
	ロシア	4.25	8.50	8.00	7.00	
	トルコ	*6	17.03	14.00	30.00	30.00

(注) 見通しは2022年6月20日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

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

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

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

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

- MSCI World Index
- MSCI Emerging Market Index
- MSCI Europe Index
- MSCI 各国 Index
- MSCI Kokusai Value Index
- MSCI Kokusai Growth Index
- S&P500 Index
- S&P500 各セクター Index
- 東証株価指数 (TOPIX)
- 東証REIT指数

当資料で使用した指数の著作権等

- 「MSCI 各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。
- 「S&P 500 各Index」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード & プアーズファイナンシャルサービシズエルエルシーに帰属しております。
- 「東証株価指数 (TOPIX)」「東証REIT指数」の指数値及び「東証株価指数 (TOPIX)」「東証REIT指数」に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数 (TOPIX)」「東証REIT指数」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数 (TOPIX)」「東証REIT指数」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)」「東証REIT指数」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。

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

2022年7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。

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