

NOMURA

Connecting Markets East & West

2025年新春号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



野村アセットマネジメント



『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。2025年新春号では以下の点について分析してみました。

2024年11月の米大統領・議会選挙において、共和党候補のトランプ氏が大統領選に勝利し、上下両院ともに共和党が制したことで、いわゆる「トリプルレッド」が成立しました。今後はトランプ氏が掲げる政策が実現しやすくなると思われ、その影響などについて分析を進めました。また、金融政策の観点では、世界の主要中央銀行が利下げに動いている中、日本銀行が利上げモードにある影響も検討しています。エコノミストによるマクロの視点からの見解や、債券・為替、日本株式、外国株式、J-REIT市場の各分野のプロフェッショナルによる解説を紹介しています。

なお、各意見は2024年12月中下旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一の見解ではないものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

CONTENTS

2025年 新春号

P3 金融市場の動き

投資戦略 |

P4 投資環境見通し

P8 債券・為替

P11 日本株式市場

P14 外国株式市場

トピック |

P17 J-REIT市場

参考情報 |

P20 各国経済・市場見通し

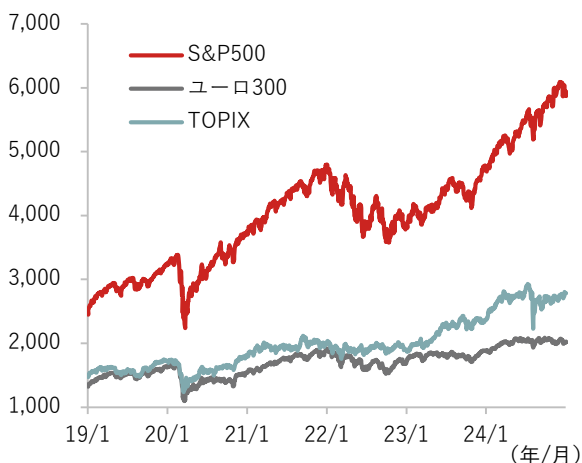
金融市場の動き

2024年10-12月期の金融市場は、11月5日の米大統領・議会選を受けたトランプ新政権の政策や、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げペースを見極める展開となりました。選挙の結果、共和党が大統領、上下両院の多数派の三極全てを占めると、関税引き上げや財政拡張などへの思惑から長期金利は上昇、為替市場では米ドル高が進みました。期末にかけては、米連邦公開市場委員会（FOMC）が3会合連続の利下げを決定する一方、2025年の利下げペースに慎重な姿勢を示唆したことなどから、長期金利上昇、米ドル高がさらに進みました。米株式市場では、ボラティリティの高まる局面もありましたが、財政拡張や規制緩和への期待などから株価は上昇しました。

日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2024年12月31日、日次)

(ポイント)

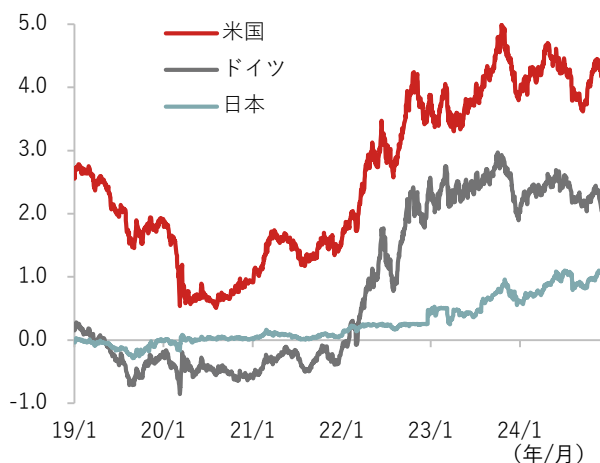


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2024年12月31日、日次)

(%)



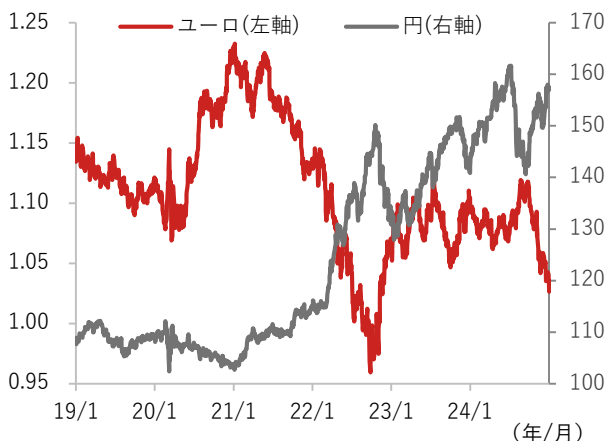
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2024年12月31日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

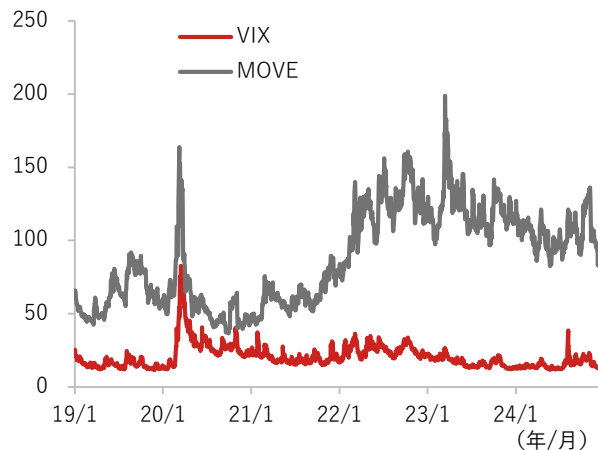


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2024年12月31日、日次)

(ポイント)



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

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推移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

トランプ新政権の政策が経済・物価・金融市場のボラティリティを作り出す可能性



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
村尾 祐一

2025年の投資環境：米国トランプ新政権の政策次第

2024年11月5日の米大統領・議会選の結果、共和党が大統領、上下両院の多数派の三極全てを占める「トリプルレッド」となりました。2025年の投資環境は、米国トランプ新政権の政策に大きな影響を受けそうです。トランプ次期大統領がこれまで述べてきた政策がどの程度、いつ実現するのか不確実性は高いものの、経済・金融市場見通しを更新するにあたり、(1) 米国は2025年後半から、中国、欧州連合 (EU)、日本、その他アジアからの輸入に対して関税率引き上げを適用していき、約1年かけて追加関税10%の賦課を完了する、(2) 米国は2025年末までに2017年税制改革法 (TCJA) による減税の延長を

含む税制改正を決定し、2026年初にはそれらが発効する、(3) 新政権発足後すぐに不法移民の流入抑制を一層強化する、という前提を置くこととしました。

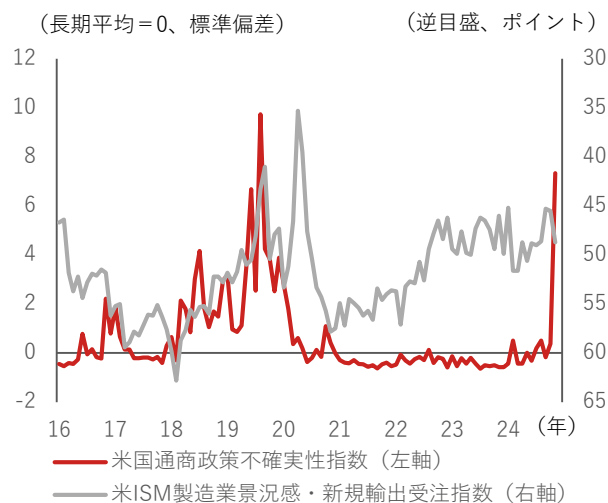
これらの前提の下、2025年の世界経済は、米国の通商政策の不確実性に左右されやすいと見ています。

マクロ経済見通し：2025年央以降の成長減速を予想

上述の前提の下、前半は米国の関税引き上げの前に在庫を持っておきたいというインセンティブが働き、一時的に「駆け込み貿易」のような事態が生じる可能性があると考えています。年央以降はその反動とともに実際の関税引き上げにより、世界貿易量の縮小が生じると見ています。そして、通商政策の不確実性を背景に、企業は設備投資に慎重になると予想します。米国においては、移民流入抑制が経済の供給・需要の両サイドに影響するでしょう。

中国などは財政政策を講じることで、こうした景気下押しの影響を一部相殺できると見ていますが、財政ルールの下で欧州は相対的には厳しい状況に直面すると考えています。

米国の通商政策不確実性指数と製造業景況感
(2016年1月～2024年11月、月次)



(注) ISM：米サプライマネジメント協会
(出所) “Measuring Economic Policy Uncertainty” by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at www.PolicyUncertainty.com、CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

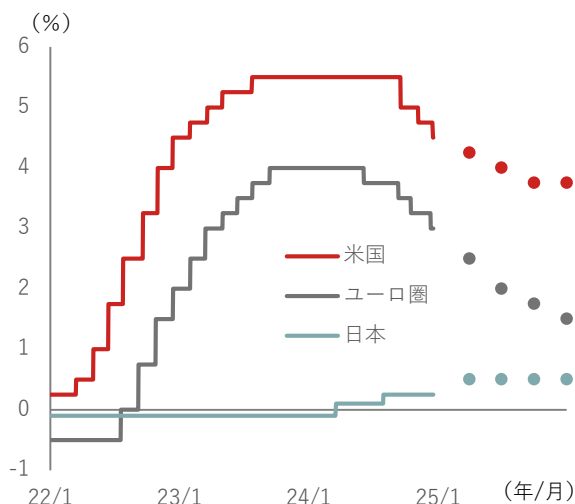
金融政策見通し：米欧利下げペースに差、日本は追加利上げへ

米国は金融引締め度合い、日本は金融緩和度合いを調整するため、中立金利に向かって金利の調整を図っていくでしょう。一方、ユーロ圏は実体経済の停滞を背景に金融緩和領域まで利下げしていくと見ています。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、労働市場悪化への警戒感が幾分後退していく下、関税引き上げによるインフレ上昇のインフレ期待への波及を注視すると考えます。2025年は利下げペースを緩め、四半期ごとの利下げで9月にFF金利を3.75%へ引き下げたのち、一旦利下げを停止すると予想します。

欧州中央銀行（ECB）は2025年に入っても当方は毎会合利下げを決定し、日本銀行は2025年1月に追加利上げを決定すると考えています。

日米欧の政策金利と当社予想
(実績値は2022年1月3日～2024年12月18日、日次)



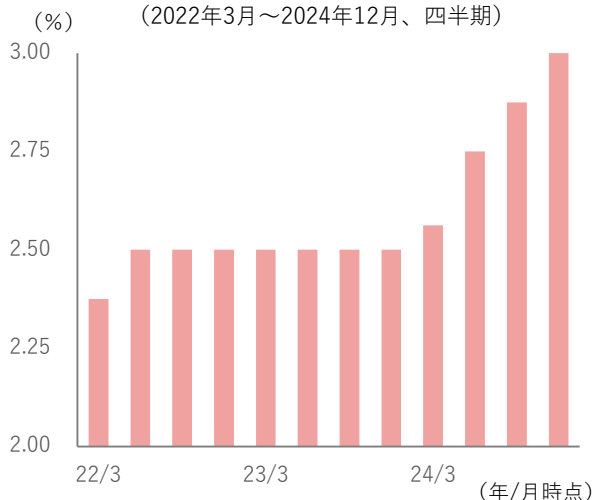
(注) 2025年3月以降のドットは各四半期末時点の当社予想を示す。
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金利見通し：米欧金利は低下傾向も下げ幅は限定的と予想

利下げ局面に入った欧米において、長期金利は低下傾向になると考えています。ただし、米国の中立金利が上振れているとの見方が根強い下、トランプ政権の政策がインフレ的と見做されると、金利低下幅は限定的になるでしょう。米欧の利下げペースには乖離が生じると見ていますが、ドイツ国債利回りも米国債利回りに連動する面があることから、低下幅は大きくならないと考えています。

日本の長期金利にとって、追加利上げと日銀の保有国債残高の減少が金利上昇要因となりますが、グローバル金利動向が低下圧力として作用すると見られ、結果的には1%台前半で推移すると予想します。

米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の
長期的なFF金利見通し（中央値）
(2022年3月～2024年12月、四半期)



(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

為替見通し：年末にかけて対米ドルでのユーロ安・円高を予想

FRBは2025年9月まで四半期に1回のペースで利下げを決定すると見ており、対ユーロでは米ドル高が緩やかに調整されていくと考えています。ただし、米国の関税引き上げが視野に入ると、米ドル高圧力がかかりやすくなるとともに、ECBは2025年後半に金融緩和領域への利下げを決定するという当社予想の下で、年末にかけてはユーロは対米ドルで減価すると見ています。

円相場は日米金利差縮小に伴い、やや円高となると考えています。ただし、構造的な資金フローの動向等も勘案すると、大幅な円高にはなりにくいと予想します。

日米金利差と円の対米ドル相場
(2022年1月3日～2024年12月18日、日次)



(注) 日米金利差は米国10年債利回りから日本10年債利回りを引いて算出している。

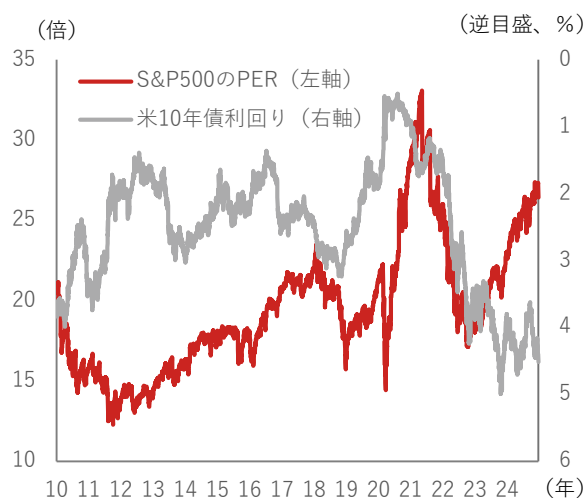
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

株値見通し：上昇率は2024年よりも小幅と予想

2025年の米国経済は2024年よりも成長率が低下すると予想しており、米国株の上昇率は幾分縮小すると見ています。年前半はFRBの利下げ継続が株値を支える面もあると考えます。

トランプ新政権の具体的な政策について、現状で金融市場は織り込めておらず、その内容が明らかになるにつれ、株値は上下双方向に変動するリスクがあるでしょう。2025年央以降、関税引き上げによるリスクセンチメントへの負の影響を財政拡張期待が相殺する可能性もあります。なお、当社が予想する緩やかな円高となれば、企業収益の重石になり得るものの、日本株も年末時点では緩やかに上昇していると予想します。

米国株の株価収益率 (PER) と長期金利の推移
(2010年1月1日～2024年12月18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

リスクシナリオ：トランプ新政権の関税政策

トランプ次期大統領は、10%~20%のユニバーサル・ベースライン関税、60%の対中関税に言及してきました。いつ、どのくらいの規模で関税引き上げが実現していくのか、また、貿易相手国・地域が報復措置を採るのか、不確実性は高いままです。

国際機関やシンクタンク等の推計を参照すると、広く薄く追加関税がかかる場合、広範な国・地域で若干経済成長が下押しされるとの結果が多く出ています。他方で、対中国での大幅な関税引き上げが決定されるものの、ユニバーサル・ベースライン関税の導入が先送りされると、一部の国・地域は米中間貿易を代替し、むしろ経済成長には若干の好影響が及ぶとの推計もあります。

リスクシナリオ：トランプ新政権の財政政策

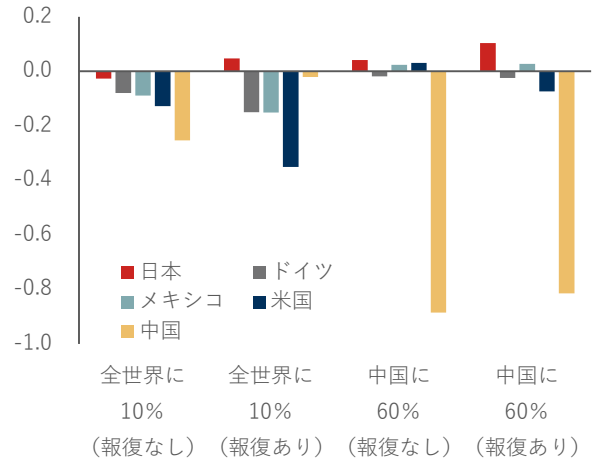
トランプ次期大統領は2017年税制改革法（TCJA）の延長を含む減税策を主張してきました。米シンクタンク「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」によれば、10年累計で7.8兆米ドル規模の財政拡張になると試算されています。

一方で、実業家のイーロン・マスク氏らが率いる政府効率化省（DOGE）では、規制改革と歳出削減が目指される模様です。

基本シナリオでは、減税等はCRFB試算値の半程度が実現するとの前提を置いています。上振れ・下振れ双方の可能性がります。

米国の関税引き上げの実質GDPへの影響
(2025年の推計値)

(ベースラインからの乖離、%ポイント)



(出所) ピーターソン国際経済研究所のデータを基に
野村アセットマネジメント作成

トランプ次期大統領の税制・財政政策
(2026年~2035年の累計)

減税・歳出増	10.40
TCJAの延長・修正	5.35
残業代の非課税化	2.00
社会保障給付の非課税化	1.30
チップの非課税化	0.30
国内製造業者への法人税率引き下げ	0.20
その他	1.25
増税・歳出減	3.70
ユニバーサル・ベースライン関税等	2.70
現行のエネルギー・環境政策の撤回等	0.70
その他	0.30
財政赤字の拡大幅	7.75

(兆米ドル)

(注) CRFBの推計値 (中心シナリオ)。財政赤字の拡大幅は減税・歳出増と増税・歳出減のみの合計ではない。

(出所) CRFBの資料を基に野村アセットマネジメント作成

債券・為替

海外主要中央銀行の利下げ継続により債券利回りは低下へ



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航

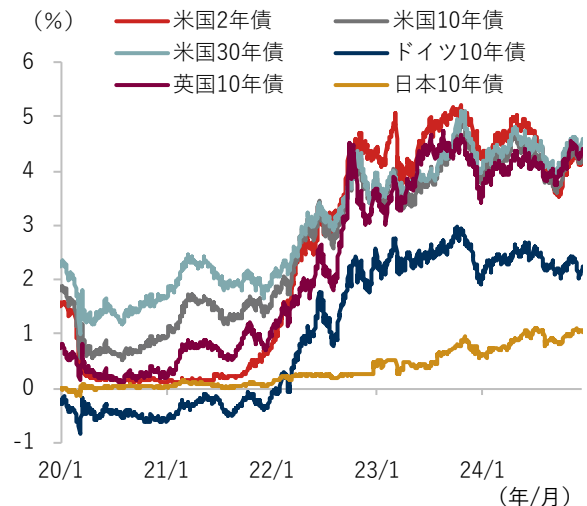


シニア・インベストメント・オフィサー
前田 有司

債券利回りは上下に振れる展開

2024年の後半に、主要国の債券利回りは一時低下（価格は上昇）したものの、その後は大きく戻す展開となりました。夏場にかけて、米国で景気後退懸念が高まり、FRBによる大幅な利下げが意識されたことが利回りを押し下げました。しかし、10月以降は、米国で軒並み堅調な経済指標が発表されたことで、利下げ観測が後退しながら利回りは反転上昇（価格は下落）しました。さらに、米国の大統領選で共和党のトランプ氏が勝利し、連邦議会選でも上下院ともに共和党が多数派となったことで、財政拡張による景気浮揚への期待が高まったことも利回り上昇の材料となりました。

各国国債利回りの推移
(2020年1月2日～2024年12月13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

FRBは2025年も慎重ながら利下げを継続

FRBは9月のFOMCで、政策金利を0.50%ポイント引き下げて利下げサイクルを開始しました。12月時点でのFOMCメンバーによる政策金利見通しの中央値では、2025年、2026年にそれぞれ2回の利下げが示唆されました。米国経済は底堅く推移しているものの、着実にインフレは減速しており、FRBは慎重ながらも継続的に利下げを実施し、金融政策の引き締め度合いは緩和していく可能性が高いと見ています。

米国とは対照的に、米国以外の先進国は景気が軟調に推移しており、より速いペースでの利下げを実施する可能性が高いと見ています。ECBは、6月に利下げを開始し、7月は見送ったものの、9月以降は3会合連続で利下げを実施しました。ラガルド総裁は、ユーロ圏内の経済成長のダウンサイドリスクが高まっているという認

識のもと、具体的な利下げペースへの言及は避けつつも利下げを継続する姿勢を示しています。ユーロ圏は米国と比較して景気拡大のペースが緩慢であり、私共は、ECBは今後もインフレの減速とともに、緩和的な領域まで積極的に利下げを継続していくと考えます。その他にも、0.50%ポイントでの連続利下げを実施したニュージーランドやカナダを筆頭に、先進国・地域の多くの中央銀行が積極的な利下げを継続すると予想します。

なお、日銀は追加利上げを窺う数少ない中央銀行という構図は今後も継続するでしょう。7月の金融政策決定会合で追加利上げを実施した日銀は、2025年も慎重ながら追加利上げを模索する可能性があるかと予想しております。

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

米国経済は緩やかに減速へ

足元の米国経済は堅調に推移しています。労働市場では、2024年7月に失業率が4.3%へ上昇し、一時的に景気後退への懸念が高まりました。その後は上昇が一服し、雇用環境は底堅く推移しています。しかし、企業は採用に消極的になっており、求人率が低下し続ける中で労働市場の過熱感は徐々に後退しています。求人率の一段の低下は失業率の大幅な増加につながる可能性があり、今後は雇用環境の急激な悪化のリスクに目を配る必要があります。トランプ次期政権下での通商政策への不透明感は、企業活動の抑制要因となりうることから、私共は、2025年前半の米国経済は緩やかに減速すると見ています。

米国の失業率と求人率
(2008年1月～2024年11月、月次)
(求人率は2024年10月まで)



(注) グラフを見やすくするために失業率の2020年部分を一部非表示にしています。

(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBの利下げ継続に伴い、債券利回りは低下へ

足元の米国の金利先物市場では、12月のFOMCで示された2025年、2026年の合計4回の利下げよりも少ない利下げ回数を織り込んだ水準にあります。私共は、FRBの利下げの継続とともに債券利回りは低下しやすくと見ています。

景気や市場動向を見通す上で、米国のトランプ次期政権が打ち出す政策が経済や金融市場にどのような影響を及ぼすのかは、極めて不透明な状況です。トランプ氏当選の可能性が意識された10月以降、金融市場では米国の株式や債券利回りが上昇するなど、次期政権の政策が景気にプラスに働くことが意識されたような値動きとなりました。しかしトランプ氏が採る政策の全てが、必ずしも景気に対してプラスに働くわけではありません。同氏が唱える諸外国への大幅

な関税賦課は、物価の上昇を通じて米国の個人消費に悪影響を及ぼすと考えられます。また不法移民の強制送還についても、需要の低下や労働市場の人手不足による賃金上昇を通じて企業収益を圧迫するおそれがあります。私共は、このような景気への下押しとなる要因を踏まえると、債券利回りは低下に転じる可能性が高いと見ています。

2024年の夏場に顕著に見られたように、経済指標の落ち込みなどをきっかけに市場が景気減速を意識し始める局面では、FRBの動きに先んじて債券利回りは大きく低下する傾向があります。金融市場の米国経済への楽観が転換するリスクを意識しながら、トランプ次期政権の政策の効果を見極める必要があると考えています。

米ドルは下落に転じると見る

2024年10月以降、米国債主導で利回りが上昇しながら、為替市場では米ドル高が進行しました。私共は、FRBが利下げを継続することで、米ドルは改めて下落に向かうと見ています。長い目線での為替変動要因である対外収支の面では、米国の大規模な経常収支赤字が継続する中で、米ドルに下落圧力が働き続けると見ています。金融政策の観点からも、米国景気の減速を背景にしたFRBによる利下げの継続により米ドルは改めて下落していくと考えています。ただし、インフレ率の上昇によるFRBの利下げの停止や、他の中央銀行がFRBよりも大きく政策金利を引き下げること金融政策の乖離が市場で意識さ

れると、米ドル高が一段と進むリスクがあります。

トランプ次期大統領による関税の引き上げは、米国への輸出の減少を通じて貿易相手国の景気下押し圧力となるとともに米国内でのインフレを高めると考えられます。しかしながら、関税引き上げを背景にした米国でのインフレ上昇は一時的であり、米国とその他の国・地域との金融政策の乖離には限界があると見ています。米ドルは、最終的にはFRBによる利下げの継続や米国の経常収支赤字を背景に、下落に向かう可能性が高いと考えます。

海外の利下げ継続と日銀の利上げが持続的な円高圧力に

他の先進国・地域の中央銀行が利下げを継続する一方で、日銀だけは今後も利上げを模索すると見られます。2024年の夏場に海外の債券利回りが大きく低下した局面では、一時的に1米ドル=140円を割り込むなど大きく円高が進みました。足元では、FRBの利下げ期待の剥落とともに再び円安方向へ推移してきましたが、海外中央銀行による利下げと日銀の利上げを背景にして海外と日本の金利差が縮小することで、円高が進みやすいと見ています。

ただし、新NISA（少額投資非課税制度）による継続的な円売りのフローの存在、日本の生産性の低迷などを踏まえると、金利差が縮小しても、大きく円高とまらない可能性がある点には留意する必要があります。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移
(2020年1月2日～2024年12月13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

日本株式市場



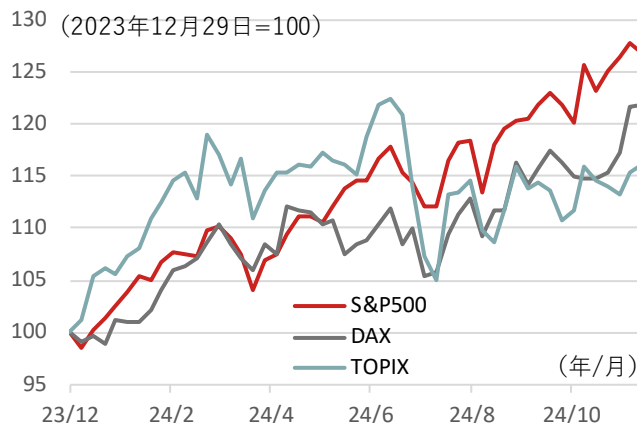
日本株アクティブCIO
原田 信太郎

達成難易度の高いカタリストへの期待値継続で出尽くしを回避

2024年の株式市場の振り返り

2024年の株式市場は全般的に好調な展開となりました。序盤は企業行動の改善に着目し外国人買いが先行した日本株がリードしましたが、中盤以降はレンジ相場の展開となり、8月5日に日経平均株価が4,451円下落するなどボラティリティの高さも目立ちました。一方、米国株はMagnificent7に牽引され着実に高値更新、トランプ次期政権への期待もあり好調に推移しました。欧州株はマクロ動向の停滞により相対的には劣後する状況が続きましたが、足元の日本株の伸び悩みから日欧株の順位は逆転しています。

日米独株価指数の推移
(2023年12月29日～2024年12月13日、週次)



(出所) Bloombergのデータを基により野村アセットマネジメント作成

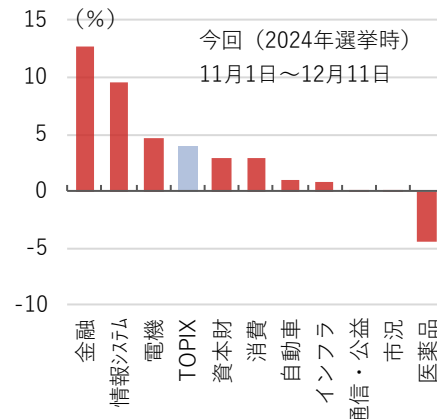
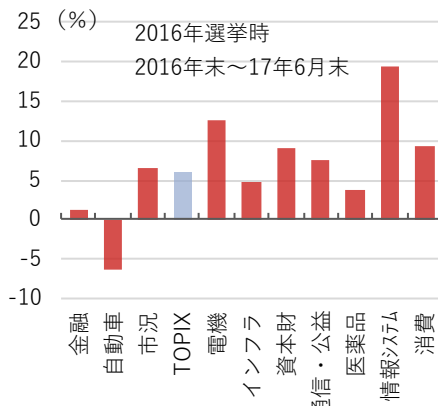
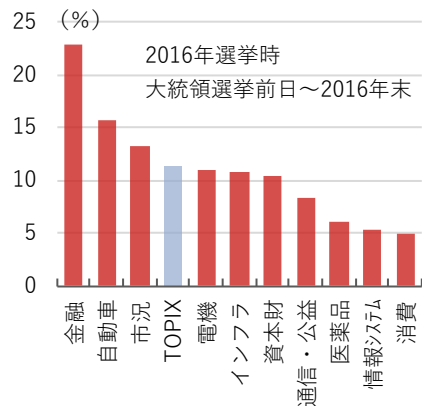
トランプラリー再び

米国大統領選挙で予想以上の勝利を収めたトランプ氏ですが、日本株でも2016年のトランプラリー再来となりました。下記グラフの通り金融セクターが牽引役となったことは共通していますが、2016年選挙時は自動車、市況などのバリューセクター銘柄も良好なパフォーマンスでした。ただし今回は日銀の利上げ観測とも相まって金融セクターが大きく上昇していますが、2位以下のセクターは内外需が混在する格好と

なっており、明確な傾向は見えない状況です。

2016年選挙時も短期間でかなり偏った株価形成になり、その反動が年明け以降に来ており、今回もその再来の可能性はあるかと思えます。ただし当時と異なるのは足元はインフレ基調であることです。日本のインフレ定着、金利正常化に向けての歩みが継続するならば、上述の読みが外れる可能性もあります。

米大統領選挙後のセクター別騰落率



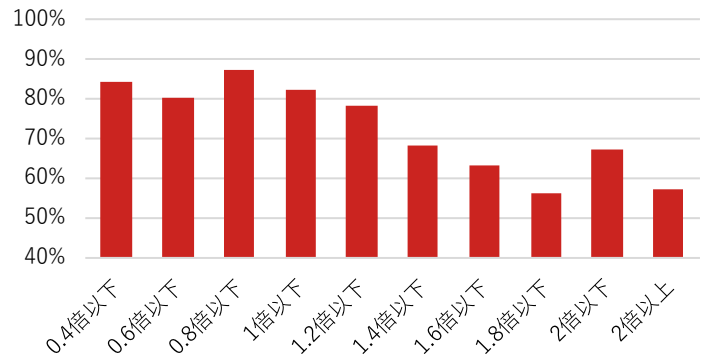
(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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概要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。

東証改善要請①

東証改善要請に対する開示企業の割合は2024年11月末現在で89%にまで上昇しており（プライム市場）、経営改善に対する企業側の認識も相当程度上がってきています。2024年度の自社株買い実績は前年度比で倍増近いペースになっており、会社側からのアクションも従来に比べ積極的になっています。一方で右図の通り、低PBR（株価純資産倍率）銘柄ほど問題意識が高く対応が進む一方、高PBR銘柄は相対的に対応が遅れていると思われる。

PBR別/東証要請開示比率
(開示状況は2024年7月時点)



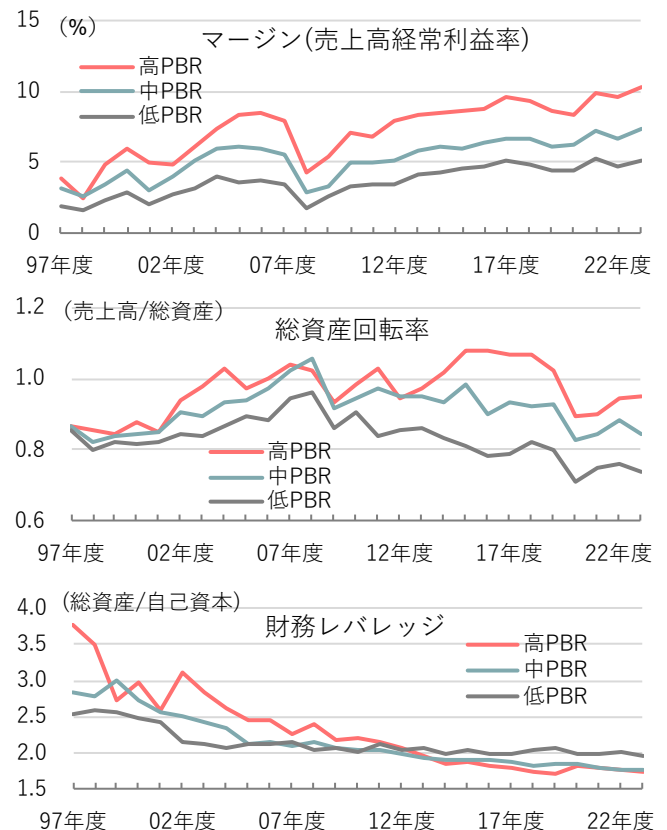
(出所) 東京証券取引所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

東証改善要請②

右図は、PBRで母集団を3等分し、それぞれについてROE（株主資本利益率）を、マージン、総資産回転率、財務レバレッジに分解したデュポン分解を行ったものです。

マージンは過去最高水準であり、世界景気堅調や円安効果などの外部要因もありますが、各企業の収益性改善努力も奏功しているものと思われる。総資産回転率は売上高成長よりも資産拡大ペースが速くなっていることで頭打ち感があります。財務レバレッジについてはキャッシュフロー獲得力が改善している結果とも言えますが、株主資本の積み上がりペースが速く、右肩下がりで、株主還元強化ももちろん重要ですが、適切なバランスシート戦略が求められています。改めて財務レバレッジに注目すると、低PBR銘柄群は相対的に高く、最も低いのが高PBR銘柄群です。市場全体のROEを引き上げるためにも、高PBR銘柄群も適切な財務戦略構築、具体的な行動が必要な局面です。

東証上場企業のデュポン分解
(期間：1997年度～2023年度、年次)



(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

2025年の日本株市場の考え方

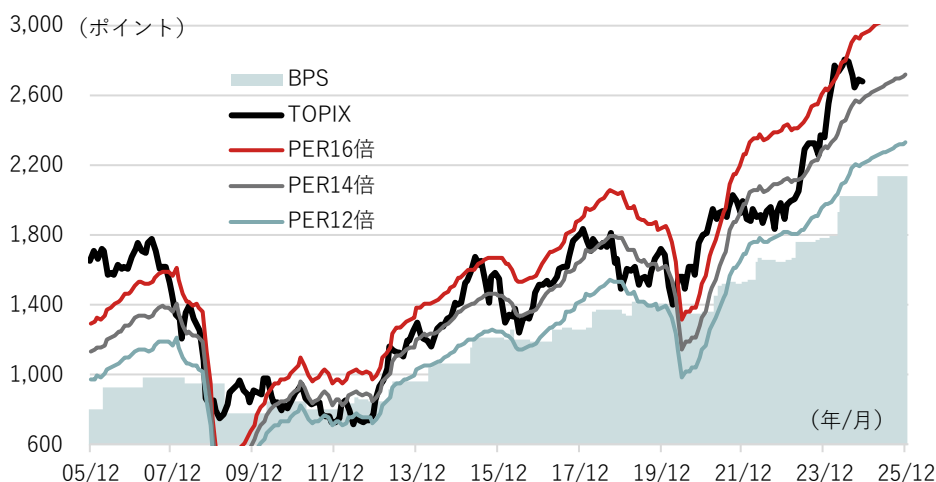
下記グラフの通り、リーマンショック以降TOPIXのPER（株価収益率）は平均約14倍、楽観が織り込まれると16倍、悲観が織り込まれると12倍となっています。2024年8月上旬の大幅下落局面では、一時的ですがPERが16倍から一気に12倍まで切り下がりましたが、現在は概ねグレー線上のPER14倍にあり、妥当なバリュエーションにあると言えます。

日米の選挙イベントを通過し、また中間決算発表を終えた今、ファンダメンタルズで市場全体のバリュエーションを大きく動かす要因はあまり見当たりません。もちろん米国経済指標が大幅上振れし利下げ期待が消滅・長期金利大幅上昇などとなれば、円安進展で外需関連中心に業績拡大期待が醸成される可能性はあります。

ただしこのブルシナリオも行き過ぎると米国自身がインフレで首を絞めることにつながり、また関税引き上げリスクや欧州、中国のマクロの

脆弱性を勘案するとベアシナリオも意識せざるを得ず、株式市場も方向感を出しにくい展開が続くのではないのでしょうか。よって2025年の市場はバリュエーションの切り上がりには期待しにくく、利益成長並みの上昇になると考えます。そこで前述の東証改革絡みの話ですが、2025年度以降は適切な株主還元自体に大きなサプライズはなくなり、もっと難易度の高い2つのテーマが意識されてくると思われます。1つ目は事業構造改革を進め結果を出す企業が登場して欲しいという市場の期待です。2つ目は高ROEかつキャッシュリッチ銘柄の大型自社株買いです。いずれもすぐ実現するものではないかもしれませんが、それゆえに出尽くしにもなりません。期待値が剥落する前に、当社も注力し始めている「深いエンゲージメント」のような取り組みにより企業側に更なる変革を起こすことが出来れば、市場への魅力度も戻ってくると考えます。

TOPIX（東証株価指数）とPERバンド、BPS（1株当たり純資産）の推移
期間：2005年12月末～2025年12月末、月次（株価は2024年11月末まで）



※ PERとBPSの予想部分は野村証券予想に基づきます。

(注) グラフを見やすくするためにグラフの一部を非表示にしています。

(出所) Bloombergと野村証券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。

外国株式市場

米大統領選後の先進国株式市場はトランプ氏の勝利を好感。中期的には米国での設備投資拡大に注目したい。



執行役員・CIO
中山 貴裕



チーフ・ポートフォリオ
マネージャー
浦山 大輔

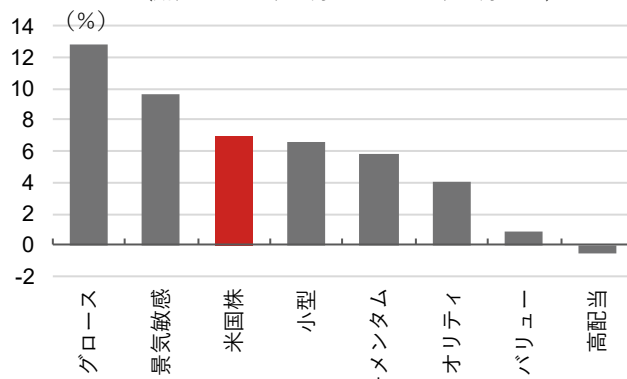
トランプ氏の圧勝に終わった米大統領選

2024年の米大統領選挙は、混戦との事前予想に反して、トランプ氏の圧勝という形で幕を閉じました。米上院、下院ともに共和党が過半数を確保（いわゆるトリプルレッド）したことで、トランプ氏が提唱する政策が実現しやすい環境となりました。具体的には、法人税の減税や所得税減税の延長、規制緩和と輸入関税の引き上げ、不法移民の強制退去やエネルギー生産の拡大などが期待されており、米国内での設備投資や雇用の拡大、エネルギーコストの低下や賃金上昇を通じた家計の購買力拡大につながることから、2025年の米国景気は堅調に推移するものと見られます。

そうした環境下、米国株式市場では、その恩恵を受けられると考えられた成長株や景気敏感株が選好される流れとなっており、第一次トランプ政権下で小型株や割安株が選好された流れと

はや異なる動きを見せています。ただ、こうした物色動向は実際の大統領就任まで継続する一方、その後はある程度の巻き戻しも想定されます。また、トランプ氏の政策は中期的にインフレ懸念を高めるものが多く含まれることから、足元で堅調に推移する株式市場の土台になっているディスインフレが継続するかどうかには引き続き注目していきたいところです。

米大統領選後の米国株スタイル別リターン（配当込み）
（期間：2024年11月4日～2024年12月16日）

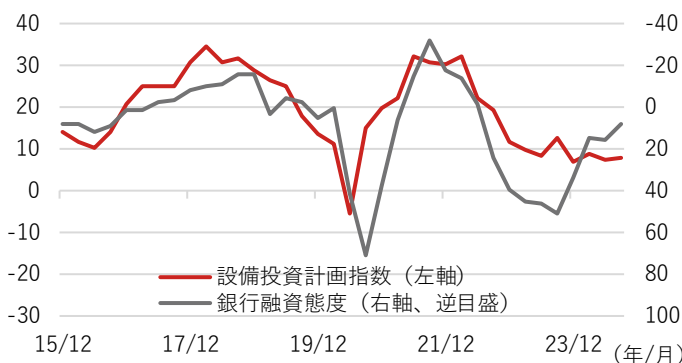


米国株：MSCI USA Index、その他：MSCI USA 各スタイル別Index
（出所）Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

2025年は米国での設備投資に注目

トランプ氏は法人税減税や輸入関税引き上げを通じて、脱グローバル化と自国の競争力強化を目指しており、中期的には製造業の国内回帰が促され、それに伴うインフラ投資が加速することで、米国での設備投資が増加すると期待されています。加えて、トランプ氏は人工知能（AI）規制の緩和方針を示していることからAI革命のさらなる進展と、それを支えるデータセンターや電力インフラ等への投資加速も期待されます。足元では米銀の融資態度も緩和的になってきており、設備投資が大きく拡大する下地が出来上がってきています。

設備投資計画指数と銀行融資態度の推移
（期間：2015年10-12月期～2024年7-9月期、四半期）



設備投資計画指数はモルガン・スタンレー算出、銀行融資態度は銀行融資担当者調査の大・中企業向けローン融資態度
（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移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

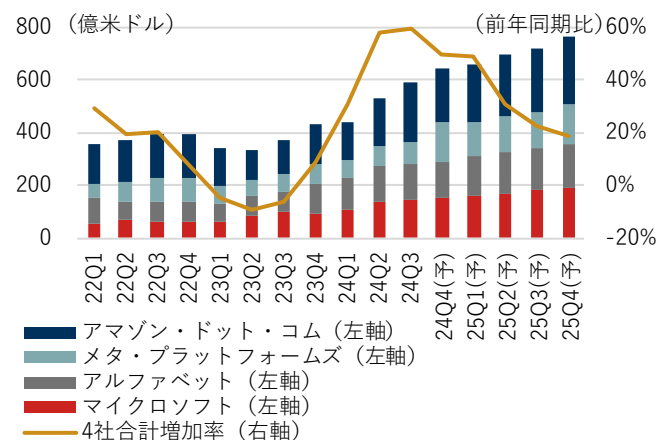
AI投資はさらに拡大へ

2024年はマイクロソフトやアマゾンといったクラウド事業者によるデータセンター投資が大きく拡大しましたが、これは2025年も継続する見通しとなっています。大手クラウド事業者の設備投資計画を見ると、四半期ごとの投資金額が増加しており、減速の兆しは見られません。

また、投資先もGPU（画像処理装置）のみならず、それを効率的に冷却するための設備や、AIに特化したより電力効率の高い半導体、構築したサーバー同士を連結するためのネットワーク用の半導体、GPUをより効率的に利用できるようにするための半導体などの需要が拡大しているほか、データセンターの膨大な電力需要を支えるための発電設備や送電インフラなどへも投

資の裾野が広がっていくものと考えられ、関連する企業には業績を大きく拡大する機会が生まれることから、銘柄選択の余地が広がってきていると言えます。

クラウド事業者の設備投資推移
(期間：2022年第1四半期～2025年第4四半期(予想))



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

市場成長はインフラからハード、ソフトへ

さらにその先を見通すと、AIモデルの開発が進捗し、実世界でのAIの活用事例が増加してきています。これまではAIインフラへの巨額の投資が先行し、その投資回収が十分にできるのかが懸念材料となってきました。しかし、足元の例をみると、オンライン広告のターゲティングにAIを利用することで、より成果の出やすい消費者への絞って広告を配信できるようになった結果、広告の効果が高まり、広告主の評価が改善したことが広告単価の上昇につながるなど、AIの利用が実際の業績拡大に寄与する例が見られるようになってきています。

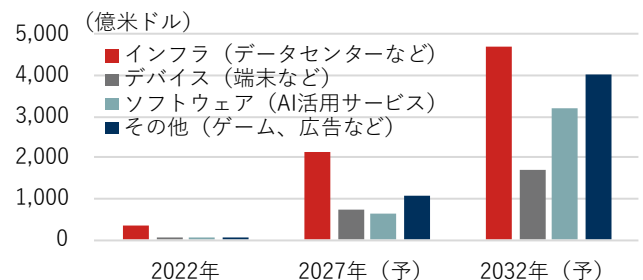
また、営業支援ソフトウェアにおいてもAIによる支援機能は追加料金が課金される形で提供されているものの、提供開始から1週間で200社が

採用を決定するなど非常に強い関心が寄せられており、業績への貢献が期待されます。

ハードウェアについても、最新のiPhoneにはAIを利用するためのソフトウェアが順次公開されており、買い替えサイクルの喚起とAI利用の浸透を進めることでAIエコシステム全体の潜在市場規模が大きく拡大するものと見られます。

生成AI市場規模予測

(時点：2022年、2027年(予想)、2032年(予想))



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

※銘柄例は企業例の紹介を目的としており、実際に当該銘柄に投資を行うことを保証するものではありません。特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

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

新興国株式：短期不透明も中長期に期待

MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）は年初来プラス圏で推移しましたが、各国・地域の収益率には大きな差があります。堅調な米国のIT成長の恩恵を享受している台湾、政府による経済対策が期待される中国などは上昇しました。一方で、米国との関係悪化の可能性が懸念されたメキシコ、外需環境の悪化の可能性や政治不安が懸念された韓国などは下落しました。

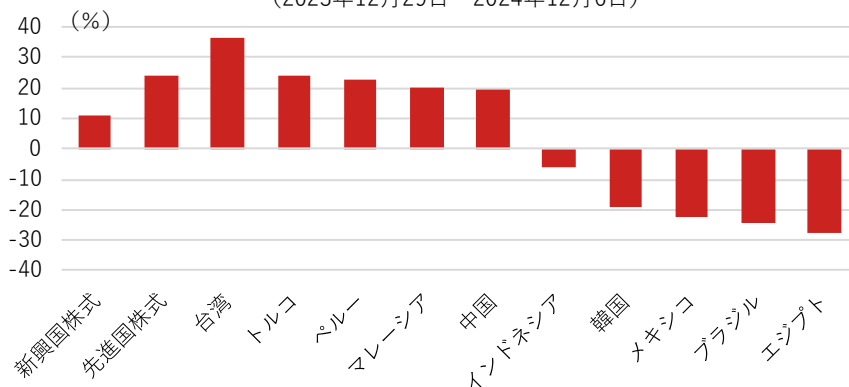
2025年は、短期的には新興国株は先進国株に対して出遅れる可能性があると考えております。米国の新政権の具体的な政策にもよりますが、関税の引き上げなどの経済政策が採られれば、短期的に新興国経済にネガティブなインパクトを与える可能性があります。また米国のインフレ懸念の再燃、それに伴う米国の金融緩和期待の低下があれば、米ドル高の可能性が高まり新興国株に対して概してネガティブに働く可能性があります。ただし、バリュエーション（株価収益率）面で新興国株は先進国株対比で割安な水準で取引されており、中長期的には株価は下支えされうると考えます。また米中対立が今後実

際に高まるような場合には中国政府がもう一段踏み込んだ景気刺激策を取る可能性もあり、経済は下支えされうると考えます。

一方でダウンサイドリスクとしては、米中対立の激化などにより中国のバリュエーションが切り下がること、世界的なインフレ圧力が高まること、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、国としては(1)短期的には、インフレがピークアウトする中で政策金利の低下が期待される国、(2)中期的には、人口動態の魅力が高い国、などに注目しております。具体的には、(1)については内需中心で外部環境に左右されにくいインド、経済改革が期待される南アフリカ、などに注目しております。また(2)については、インド、インドネシアなどに注目しております。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）
（2023年12月29日～2024年12月6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

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。

J-REIT市場



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
延原 知行

幅広いセクターで賃料上昇が明確化
今後金利上昇などのコスト増を打ち返すことが期待される

金利は上昇基調も賃料上昇が明確化

日銀による金融政策変更の影響や物価が上昇基調で推移していることから、国内長期金利は上昇基調で推移しています。金利上昇はREIT分配金利回りの国債利回り対比での魅力度低下や借入コスト増加につながることから、短期的には懸念材料として捉えられやすく、東証REIT指数は軟調に推移しています。一方でインフレの定着によりREIT保有物件においても幅広いセクターで賃料上昇が明確化しておりコスト増を上回る事例も出てきているため、金利上昇を中期的には懸念視する必要はないと考えられます。

東証REIT指数と日本の新発10年物国債利回り
(2005年1月末～2024年11月末、月次)

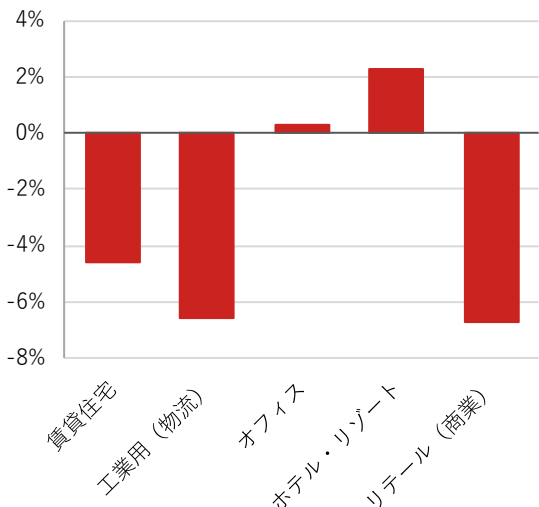


(出所) Quickのデータを基に野村アセットマネジメント作成

賃料引き上げの追求や資本コストに配慮した経営が求められる

2024年初来のセクター別リターンによると、ホテル・リゾートやオフィスが他セクター対比では底堅く推移しています。ホテル・リゾートはインバウンド需要拡大を背景に稼働率や宿泊単価の上昇が継続しており、オフィスも市況回復が鮮明化していることから賃料引き上げによる収益拡大が期待できます。現状は金利上昇による懸念が先行しておりJ-REIT市場全体としては回復感に乏しい状況が続いていますが、賃料上昇の収益寄与が本格化することで懸念が払拭されることが期待されます。また資本コストと比較した上で物件取得や自己投資口取得の可否を判断する銘柄が増加しており、投資主価値向上に資する経営が浸透しつつあります。

J-REIT市場のセクター別リターン
2024年初来
(2023年12月29日～2024年11月29日)



(※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

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

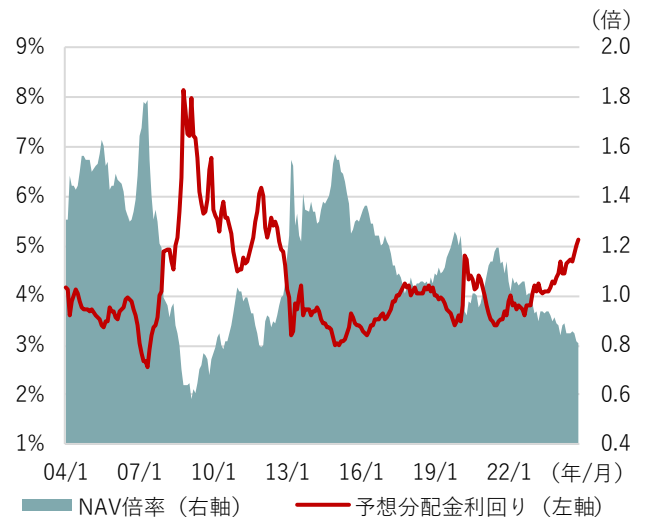
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

投資指標面での割安感は強い

J-REIT市場全体が下落基調で推移した結果、J-REIT予想分配金利回りは5%台へ上昇し、NAV倍率は0.8倍台前半へ低下しています。過去NAV倍率が継続的に1倍以下の水準で推移した局面は、リーマンショックや東日本大震災の後など不動産市場に大きな下方圧力がかかったタイミングに限られます。一方、現在の不動産市場は幅広いセクターで賃料上昇が明確化しており、不動産価格も安定していることからファンダメンタルズは堅調と評価でき、投資指標面での割安感は強まっています。

※NAV = 純資産に保有物件の含み損益を加えた金額

J-REIT予想分配金利回りとNAV倍率
(2004年1月末～2024年11月末、月次)

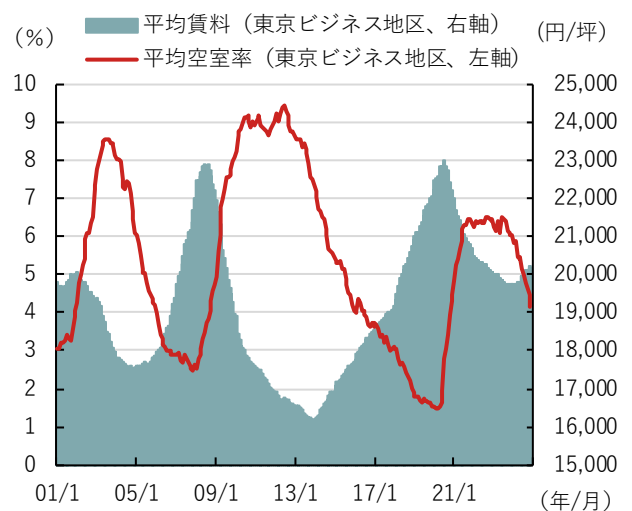


(注) J-REIT全銘柄のNAV倍率(投資口価格÷1口当たりNAV)の時価総額加重平均値
(出所) 不動産証券化協会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

オフィス市況は回復が鮮明化

2023年はオフィス空室率は6%台中盤で高止まりする状況が続きましたが、入社率の回復や人材確保の観点から好立地に良質なオフィスを賃借する企業は増加しており、2024年に入りオフィス空室率は4%台へ低下し、賃料も上昇基調で推移しています。加えて、労働力不足の影響から竣工が遅延するオフィスビルも出てきており、供給減による需給改善につながる可能性があります。さらに、様々なコストが上昇していることから、今後より高い賃料でテナント募集を行うオフィスビルの増加も予想され、REITを含めたオフィスビルの所有者はより強気なスタンスで賃料引き上げを進めることが期待されます。

オフィス市況
(2001年1月～2024年11月、月次)



(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

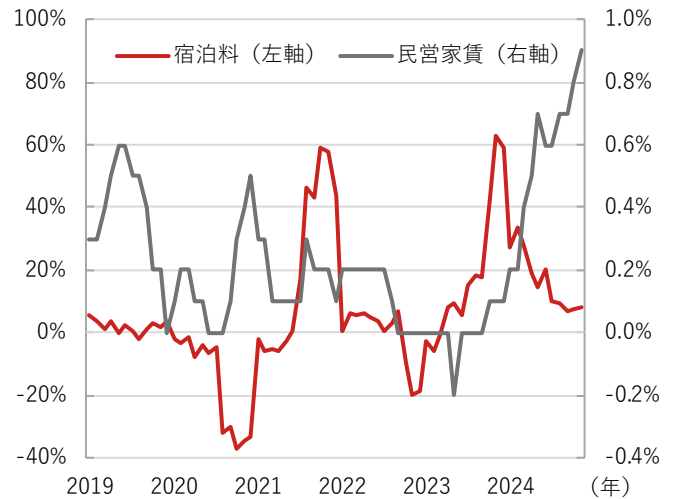
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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

ホテル宿泊料や賃貸住宅の賃料も上昇

ホテルセクターは、国内需要回復に加えて円安も下支えとなり、インバウンド需要がコロナ禍前を上回る水準へ回復していることから、稼働率や宿泊料は上昇基調で推移しています。中国人観光客の回復は遅れ気味ですが、中国政府による日本人の訪中短期ビザ免除を契機に両国間の交流が拡大すれば今後の回復も期待できます。賃貸住宅セクターは、都心部への人口流入の回復、分譲マンション価格の高騰に伴い賃貸住宅を選択する入居者の増加などの要因により、家賃は上昇しています。インフレ定着に加えて賃金など所得環境の改善が続けば賃貸住宅の賃料上昇が継続することが期待されます。

消費者物価指数（東京都区部/品目別）
（2019年1月～2024年11月、月次、前年同月比）

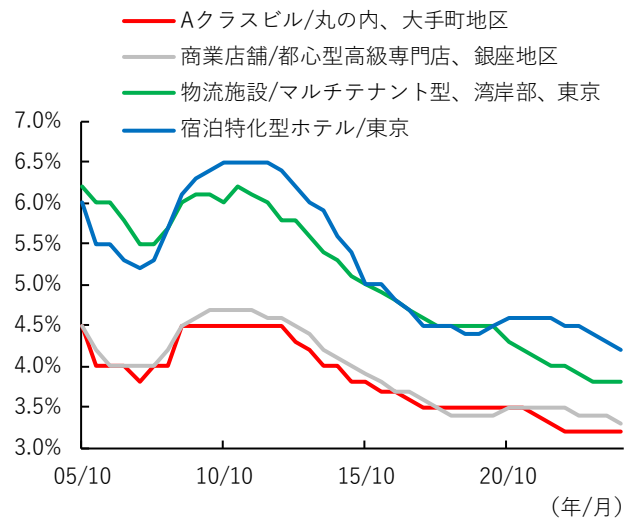


（出所）総務省統計局 (<https://www.e-stat.go.jp/>) のデータを基に野村アセットマネジメント作成

不動産価格は堅調推移

金利上昇は不動産投資に対する期待利回りの上昇を通じて不動産価格の下落要因となりますが、直近も期待利回りは安定的に推移しています。背景としては一定の金利上昇を想定したとしても負債調達コストに対して高い収益不動産利回りが期待できるため、魅力的な不動産投資機会が継続する公算が高いためです。また賃料上昇が明確化していることから、期待利回りが多少上昇したとしても不動産価格への影響は緩和されます。堅調な不動産価格は、既に保有資産対比で割安な水準で推移しているJ-REIT市場のサポート材料となると考えています。

不動産期待利回りの推移
（2005年10月～2024年10月、半期）



（出所）一般財団法人 日本不動産研究所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推移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。

各国経済・市場見通し

			2024				2025		2022	2023	2024	2025
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測
							予測	予測				
							予測	予測				
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	3.1	3.0	2.7	2.5
	先進国	*2	1.3	2.1	2.1	1.7	1.6	1.7	2.9	1.9	1.7	1.7
	新興国	*1,*3	4.9	4.3	4.1	4.1	3.8	4.0	3.4	4.6	4.3	3.8
	米国		1.6	3.0	2.8	2.3	1.9	1.9	2.5	2.9	2.8	2.1
	ユーロ圏		1.2	0.7	1.7	0.9	1.0	1.2	3.6	0.5	0.8	1.1
	日本		-2.2	2.2	1.2	1.1	1.1	0.7	0.9	1.5	-0.2	1.0
	中国	*1	5.3	4.7	4.6	4.7	4.1	4.5	3.0	5.2	4.8	4.1
	消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	3.4	3.5	3.0	3.1	2.9	2.8	7.0	4.4	3.2
	先進国	*2	3.0	2.9	2.5	2.6	2.4	2.3	7.5	4.7	2.7	2.4
	新興国	*3	4.0	4.3	4.0	3.9	3.7	3.6	6.2	3.9	4.1	3.6
	米国		3.2	3.2	2.6	2.9	2.7	2.5	8.0	4.1	3.0	2.6
	ユーロ圏		2.6	2.5	2.2	2.1	2.0	2.0	8.4	5.4	2.3	1.9
	日本	*5	2.5	2.4	2.6	2.4	2.1	2.3	2.3	3.1	2.4	2.1
	中国		0.0	0.3	0.5	0.9	0.7	1.2	2.0	0.2	0.4	1.1
政策金利 (%)	米国	*6	5.50	5.50	5.00	4.50	4.25	4.00	4.50	5.50	4.50	3.75
	ユーロ圏	*6	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.00	2.00	4.00	3.00	1.50
	日本	*6	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	-0.10	-0.10	0.25	0.50
	中国	*6	3.45	3.45	3.35	3.10	3.00	2.80	3.65	3.45	3.10	2.80
10年債利回り (期末値、%)	米国		4.20	4.40	3.78	4.57	4.20	4.10	3.87	3.88	4.57	4.00
	ドイツ		2.30	2.50	2.12	2.37	2.10	2.00	2.57	2.02	2.37	1.80
	日本		0.73	1.06	0.86	1.10	1.20	1.20	0.42	0.61	1.10	1.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		5,254	5,460	5,762	5,882	6,180	6,280	3,840	4,770	5,882	6,480
	ユーロ300		2,031	2,032	2,069	2,016	2,050	2,070	1,678	1,889	2,016	2,110
	TOPIX		2,769	2,810	2,646	2,785	2,730	2,760	1,892	2,366	2,785	2,840
	MSCI EM (\$)		1,043	1,086	1,171	1,075	1,120	1,130	956	1,024	1,075	1,150
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.08	1.07	1.12	1.04	1.07	1.08	1.07	1.10	1.04	1.05
	日本円/米ドル		151.3	160.9	143.0	157.2	150.0	148.0	131.9	141.0	157.2	146.0
	日本円/ユーロ		163.5	172.4	159.6	162.7	161.0	160.0	140.8	155.7	162.7	153.0
	人民元/米ドル		7.23	7.27	7.02	7.30	7.30	7.30	6.95	7.09	7.30	7.40

		2022	2023	2024	2025
		予測			
為替レート	インドルピー	82.7	83.2	85.6	85.0
(対米ドル、	インドネシアルピア	15,568	15,397	16,095	16,200
期末値)	ブラジルリアル	5.3	4.9	6.2	6.0
	メキシコペソ	19.5	16.9	20.8	20.4
	南アフリカランド	17.0	18.3	18.9	18.8
	トルコリラ	18.7	29.5	35.4	44.0
政策金利 (%)	インド	6.25	6.50	6.50	5.75
	インドネシア	5.50	6.00	6.00	5.00
	ブラジル	13.75	11.75	12.25	14.50
	メキシコ	10.50	11.25	10.00	8.50
	南アフリカ	7.00	8.25	7.75	7.00
	トルコ *6	9.04	42.50	48.13	35.00

(注) 見通しは2024年12月16日時点（経済指標はその前日時点で取得可能な値）。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標（ただし、2022年末、2023年末は政策金利残高付利金利）、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

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

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

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

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

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

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料で使用した指数の著作権等

- 「東証株価指数（TOPIX）」 「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」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数（TOPIX）」 「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。
- 「S&P500株価指数」はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エル シーの所有する登録商標です。
- 「FTSEユーロファースト300インデックス」におけるすべての権利はFTSEに帰属します。「FTSE®」はLSEGの商標であり、ライセンスに基づき、FTSEにより使用されています。
- 「MSCI USA Index」 「MSCI USA 各スタイル別Index」 「MSCI Emerging Market Index」 「MSCI World Index」 「MSCI各国Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

投資信託に係る費用について

2025年1月現在

ご購入時手数料 上限3.85%（税込み）	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 上限2.222%（税込み）	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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

《ご注意》

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

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

NOMURA
野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号
加入協会：一般社団法人投資信託協会/
一般社団法人日本投資顧問業協会/
一般社団法人第二種金融商品取引業協会