

NOMURA

Connecting Markets East & West

2020年秋号

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

INVESTMENT OUTLOOK

経済の正常化と金融市場

長期金利上昇とバリュー株復活の可能性と持続性

世界的に新型コロナウイルスの感染拡大は止まっておらず、ワクチンや治療薬がいつ導入されるのか、どの程度効くのかもはっきりしません。米国大統領選の行方も不透明です。しかし、**世界経済は全体的には最悪期を脱し、徐々に正常化に向かっている**ようです。企業業績の回復が期待できることは、基本的に株式市場にとってプラスです。ただ、注意すべき点もあります。一つは米国を中心にした長期金利の上昇です。米30年国債利回りは1%台半ばと歴史的低水準にあり、期待インフレ率を差し引いた実質金利はマイナスです。景気回復が広がれば、長期金利が大きく上昇する可能性があります。株式が将来生み出す収益を現在価値に換算する割引率が長期金利の上昇によって高まれば、株価が下がることもありえます。特に、3月以来の株価上昇をけん引してきたハイテク分野のグロース株（成長株）はもともと将来の高い収益予想が織り込まれているため、割引率が高まる影響を受けやすいでしょう。一方、業績悪化を受けて低迷していたバリュー株（割安株）の方が、業

績回復によって反発しやすいと考えられます。もう一つ注意すべきは、経済の正常化後もコロナ禍で加速した「進化」が続くだろうという点です。研究開発などの無形の知的財産が設備投資の中心になり、AI(人工知能)やロボットを導入し、情報ネットワークをはりめぐらせて生産性向上を目指す新たな経済の在り方は、新型コロナウイルスの感染拡大で一段と加速したと見られます。こうした中では、バリュー株に多い従来型企業の業績回復には限界がありそうです。また、省力化によって雇用回復が遅れ、失業率が高止まることからインフレ率は上昇しにくく、主要国の政策金利は低水準で推移するでしょう。こうしたことから、**長期金利の上昇もバリュー株の復活も、持続的なものにはならず、半年程度の動きに留まるのではないかと考えられます。**



チーフ・ストラテジスト
榎 茂樹



CONTENTS

2020年 秋号

『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。
今回2020年秋号では、コロナ禍で陥った低金利政策の行方と影響を分析し、その低金利環境下で利回りを狙える「クレジット市場」や「セキュアード・デット市場」を紹介します。また、日本株関連として、アベノミクス下で進化したエンゲージメントの実務紹介に加え、米中ハイテク戦争が及ぼす日本企業への影響を吟味し、最後に、足元の株価バリュエーションを分析します。
なお、各意見は2020年9月中旬ごろ時点での見解であり、また、会社としての統一の見解ではありません。
お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

02 巻頭言

03 目次

04 経済環境

低インフレ・低金利は終わるのか

07 グローバル・クレジット

社債市場は短期的にはボラを高める
局面はあるが、来年には正常化に向かう

09 セキュアード・デット

セキュアードデットとは、担保が付された債券
担保が付されていることのメリットを考える

12 日本株エンゲージメントの実際

2つのコードの浸透によりエンゲージメントの重要性が高まっている
エンゲージメントの具体例、議決権行使との連携、テーマなどを紹介

15 米中貿易戦争の日本企業への影響

米中半導体戦争は今後も激化が想定されるが、
日本企業への影響は電子部品企業を中心に限定的

18 日米株式のバリュエーション

新型コロナウイルスと共存できるか否かでバリュエーションが二極化
米国株は全体としてはやや割高ながらも許容の範囲内



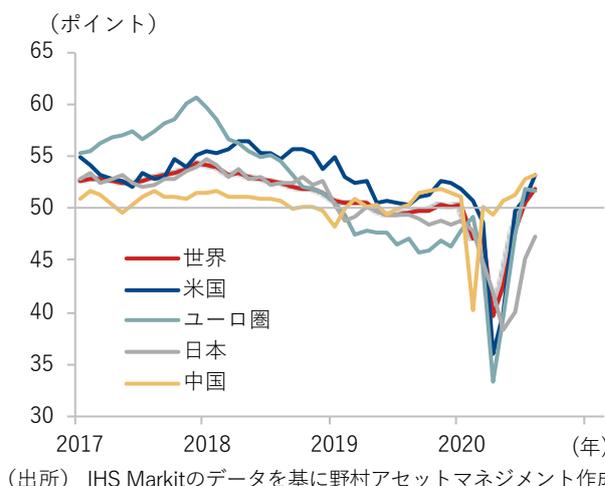
シニアエコノミスト
池田 琢磨

ヘリコプターマネー政策の発動とロックダウンからの回復

感染症拡大を抑えるために実施されたロックダウンは、各国経済に甚大な影響をもたらし、日米欧主要先進国の4-6月期の成長率は、前期比年率3~4割もの急激な落ち込みを觀ました。各国は大規模な財政拡大と中央銀行による国債買取を含む金融緩和政策の組み合わせ、いわゆるヘリコプターマネー政策を発動し、ロックダウンに伴う企業や家計の収入途絶、破綻、信用収縮の回避に努めてきました。その結果、3月を底にドル流動性に対する緊急避難的需要の高まりとリスク回避の動きは反転し、長期金利は低下、株価も急激に上昇してきました。また、ロックダウンの段階的解除に伴い、7-9月期は

プラス成長軌道に転じたことを企業景況感指数などが示唆しています。

主要国の製造業PMI（購買担当者景気指数）の推移
(2017年1月~2020年8月、月次)

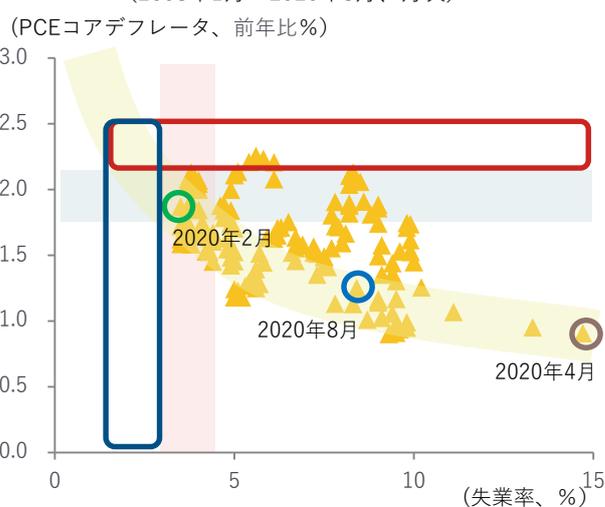


緩和長期化を示唆するFRBの「新戦略」

しかし、景気回復の先行きは、感染症拡大抑止の成否や人々のふるまいに大きく左右され、不確実性が極めて高い状態です。また、失業率も低下に転じたとはいえ、なお高水準にあります。このような中、米連邦準備制度理事会（FRB）は、金融政策の新しい枠組み（「新戦略」）を8月に発表、従来よりも積極的に雇用拡大を図り、「平均インフレ目標」を導入してインフレ率が一時的に2%を上回ることを容認、粘り強く金融緩和を続けることを表明しました。

これはヘリコプターマネー政策で押し上げられてきた株価など金融資産価格を下支えする要因となり得ます。しかし、裏を返せば、このような政策が「不要」になるか、「不能」になれば、市場が大きく調整する可能性に注意が必要です。

米国のフィリップス曲線とFRBの「新戦略」
(2008年1月~2020年8月、月次)



(注) 縦帯は均衡失業率近傍、横帯は2%インフレ目標近傍を表示。赤の枠は「平均インフレ目標」で、青の枠は積極的に最大雇用を目指すことで拡張された緩和政策が正当化される領域の模式的表示。2020年8月のインフレ率は7月から横ばいとして表示。

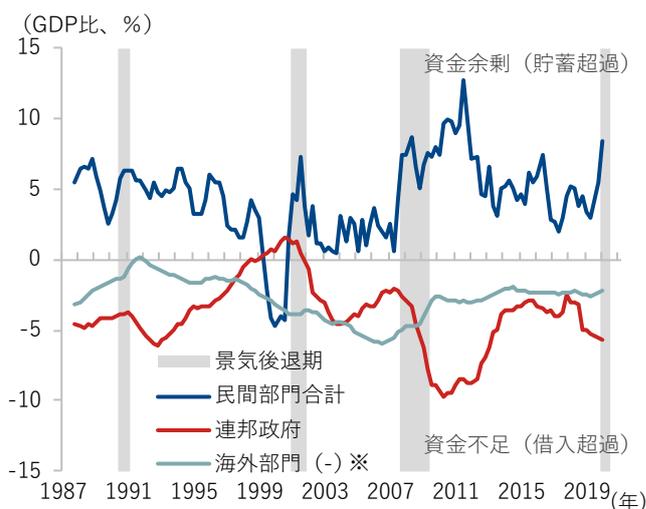
(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

ワクチン投入の逆説

逆説的ですが、ワクチン投入は、ヘリコプターマネー政策が「不要」になる代表的なケースです。米国では、失業給付の上乗せ金などの形で巨額の財政資金が家計など民間部門に移転されましたが、貯蓄として退蔵された資金も多く、7月の家計貯蓄率は17.8%と高止まっています。その背景には、感染症抑制の先行きが見通せず、再びロックダウンに追い込まれた場合に備えて支出を控えている側面も指摘できるでしょう。しかし、ワクチン投入を契機に人々の不安が後退すれば、貯蓄が取り崩されて消費が拡大する可能性があります。経済が正常化に向かいヘリコプターマネー政策が「不要」になる可能性が意識されれば、金利上昇とともに株価が調整する局面もありそうです。

米国の部門別資金過不足
(1987年1-3月期～2020年1-3月期、四半期)



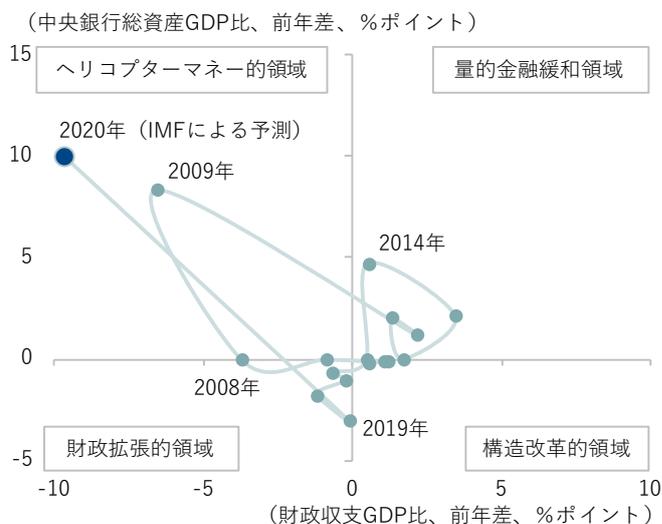
(注) 4四半期移動平均を表示
(※) 米国全体の資金過不足を示す
(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

戦争と「ウイルスとの戦争」の類似と相違

ヘリコプターマネー政策が「不能」になるケースがインフレです。ロックダウンを受けて足元ではインフレ率が低下しており、これを懸念する向きは少ないでしょう。

しかし、歴史を振り返ると、大規模な財政拡大と中央銀行による国債買取の組み合わせであるヘリコプターマネー政策は、戦争時に戦費ねん出のために採用され、ドイツや日本など敗戦国で激しいインフレを引き起こした例があり、平時においては禁じ手とされます。今回は「ウイルスとの戦争」という非常時対応として発動されたことが「戦争」との重要な類似点であり、中長期的にインフレが起こる可能性には、一定の注意を払うべき理由があると考えます。

米国の財政・金融政策の組み合わせ
(2004年～2020年、年次)



(注) 2020年は4月時点のIMF見通し
(出所) Datastreamなど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。

低インフレ・低金利傾向持続がメインシナリオ

しかし、類似点にのみ着目して激しいインフレ加速をメインシナリオにすべきかは別問題です。ヘリコプターマネー政策が、必ずしもインフレに結び付かない事例の一つは、近年の日本の経験です。第二次大戦などの戦費で日本政府の債務は膨れ上がり、敗戦後激しいインフレを引き起こしましたが、現代の日本政府の債務の規模はGDP（国内総生産）比でみて当時を超えているにもかかわらず、逆に低インフレにあえいでいる状態です。

また、第二次大戦時に戦費を賄うためにヘリコプターマネー政策を発動した国でも、戦勝国では激しいインフレを回避できています。このような違いを生む要因が何なのか、「ウイルスとの戦争」に対して発動されたヘリコプターマネー政策の帰結を考える上で大事なヒントになるでしょう。

筆者は、以下の三つの相違点に注目しています。「ウイルスとの戦争」では、①大規模な戦災による供給能力の棄損がないこと、②大規模な復興需要が見込みがたいこと、③ベビーブームが起こることもなく生産年齢人口の伸び鈍化と高齢化は続くだろうことが通常の戦争（特に敗戦国）とは違っており、インフレ大幅加速の可能性は限定的だと考えます。いずれの点も、需給ギャップの広がり、投資不足と貯蓄超過による金余りを示唆し、低インフレ・低金利が持続することを示唆します。低インフレ・低金利は、1980年代後半以降の大きな流れで、株価上昇傾向を支えてきました。当面はワクチン投入の逆説に、長期的にはヘリコプターマネー政策の副作用に、それぞれ注意が必要です。

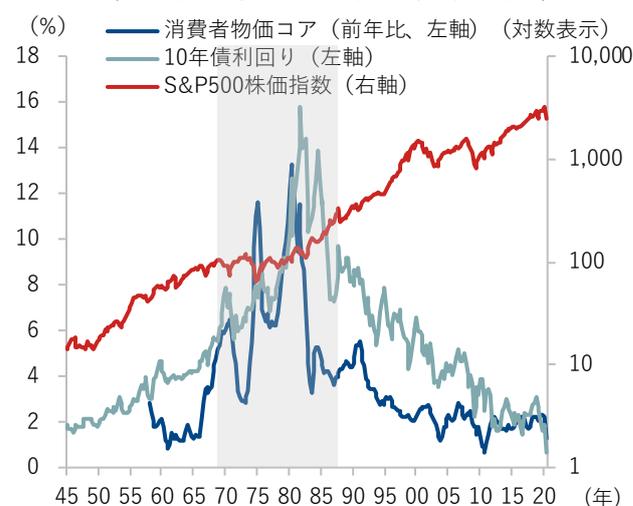
しかし、低インフレ・低金利・金余りが金融資産価格を押し上げる長期的基調に変化はなさそうです。

日本の政府債務とインフレ率
(1912年度～2019年度、年次)



(注) インフレ率は1948年度～2019年度
(注) 政府債務残高は第二次世界大戦の影響の為、1945年は欠落
(出所) 内閣府 (<https://www.cao.go.jp/>)、Datastreamのデータを基にアセットマネジメント作成

米国の株価、インフレ、金利の推移
(1945年1-3月期～2020年4-6月期、四半期)



(注) 網掛け部分はインフレ期
(注) 消費者物価コアは1958年1-3月期～2020年4-6月期、食品・エネルギーを除く
(注) 利回りはBloomberg Generic
(出所) Datastream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。

グローバル・クレジット市場



シニア・クレジットアナリスト
鈴木 健一

社債市場は短期的にはボラを高める局面はあるが、
来年には正常化に向かう

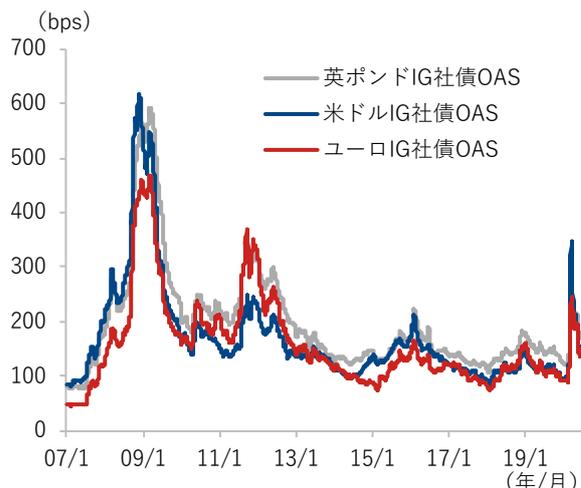
長期トレンド

グローバル・クレジット市場は来年に向けて安定基調を続ける可能性が高いでしょう。コロナ禍のなか世界の社債市場は急激に下落しました。長く続いた景気拡大とともに財務レバレッジが拡大し、クレジットは循環的に下方局面に向かっていました。コロナ感染拡大による経済活動の急低下により循環的な下方局面が前倒しとなり、都市封鎖(Lockdown)がクレジット市場の落込み幅を増幅しました。ただし、今回の危機は2008～2010年の金融危機に比べ規模は小さく、2012～2013年の欧州債務危機より期間も短いようです。特に収束の速さは他の危機に比べると突出しており、クレジット・ファンダメンタルは資金調達面からのダメージは回避されたと言えるでしょう。

短期トレンド

2月下旬に欧米でのコロナウイルス感染急拡大が観察されてからOASは急拡大しました。ウイルス拡散防止のための都市封鎖で景気的大幅落込みが懸念されましたが、社債スプレッドは3月末をピークに2ヵ月で大きくタイト化しました。米ドルセクターの起伏が大きいようですが、ウェイトのあるエネルギーセクターが原油価格の崩落でOASを大きく持ち上げただけで、原油価格が40米ドル近辺で落ち着くとスプレッドの縮小に弾みが掛かりました。原油安効果をのぞけば、OAS拡大は過去の危機に比べ大きいとは言えず、金融セクターに波及しなかったこともあり、クレジット市場への衝撃は抑えられました。実際に影響が大きいセクターは、エネルギー、レジャー、運輸、一部小売に限られ、

IG社債スプレッドの長期トレンド
(2007年1月15日～2020年9月23日、日次)



(注) IG: 投資適格級、OAS: Option Adjusted Spread (オプション調整済対国債スプレッド)

(注) 5日移動平均を表示

(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

コロナ危機は社債市場では局地戦の様相です。

IG社債スプレッドの短期トレンド
(2019年9月20日～2020年9月23日、日次)



(注) 5日移動平均を表示

(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

金融緩和は引き続き社債市場を支える

社債セクターの急速な回復には金融政策の緩和および資産買取プログラムなど量的緩和が強く影響しています。中央銀行が社債を買い支えることで市場の混乱は回避され、投資家も利回りが急速に高まった社債に積極投資することで正常化の道を辿っています。FRBは企業の資金繰り支援などのために社債購入プログラム7,500億米ドルの導入を3月に発表、4月にはBB格の社債やCLO、CMBSを買い取るプログラムを2兆3,000億米ドルの枠で実施しました。BBB格からBB格への格下げで資金繰りに不安のあった自動車、エネルギー企業を調達面から救済する策で3月末から市場が持ち直したのは、一部の大手企業による資金繰り難による倒産リスクが後退したからです。

欧州中央銀行（ECB）も強力な量的緩和で社債

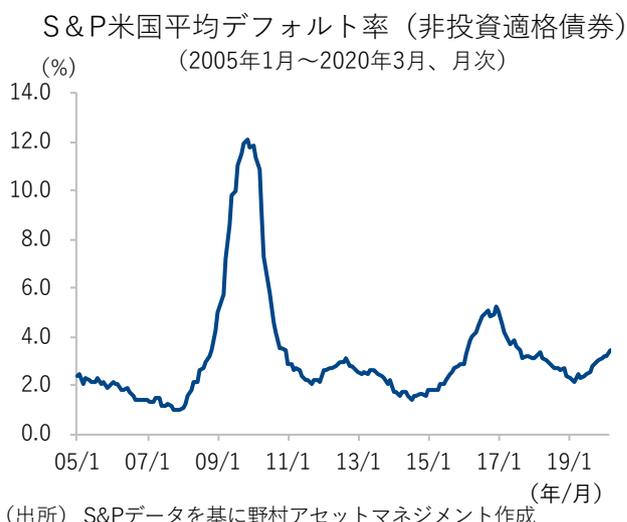
市場を助けています。ECBが3月に開始したパンデミック緊急資産買入れプログラム（PEPP）で、7,500億ユーロを上限に資産の買入れを実施しています。こちらも投資適格級のみならずBB格社債も購入できるプログラムで、4月からの社債ラリーは中央銀行が作り出したと言って過言ではありません。金融危機および欧州債務危機の経験から中央銀行がクレジット市場に迅速に豊富な流動性を供給することで金融面からリスクの伝播を防いでいます。ECBは購入枠を1兆3,500億ユーロに拡大し、FRBは超低金利の据え置きとともに金融緩和が長期化する可能性を示唆しました。社債市場の復活は金融緩和に拠るところが大きく、今後も量的緩和が社債市場のバックストップとなる構図に変化はないでしょう。

クレジット・ファンダメンタルの悪化

S&P非投資適格級（ハイイールド）のデフォルト率は19年末の3.1%から3月には3.5%に上昇しました。デフォルト率は景気後退に6～9ヵ月遅れて悪化するため、9月以降は急上昇すると予想します。S&Pは最も楽観的なシナリオでも来年3月には6%、最悪で金融危機並みの12.5%に達すると予想しています。今後の景気動向はコロナ感染の広がりやワクチン開発によりますが、今回のデフォルト率の上昇は通常の景気循環的なデフォルト率を上回る可能性は高く、現在の社債価格が上昇するデフォルト率を十分に織り込んでいない可能性があります。

金融緩和の強いサポートはあるとしても、クレジット・ファンダメンタルの弱さから、一方的

にスプレッドが縮小することはなく、紆余曲折しながら、来年中旬に正常化すると見込んでいます。



当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。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。

セキュアードデット

セキュアードデットとは、担保が付された債券
担保が付されていることのメリットを考える



シニア・クレジットアナリスト
鈴木 稔彦

セキュアードデットの基本的なコンセプト

利回りの高さや信用力の高さのバランスが良いことから、セキュアードデットへの注目が近年日本でも高まっています。

担保が付されていると、いざという時に売却することで回収率を上げることができます。しかしむしろ、担保売却は最終手段であって、**担保を取る事でその債券をデフォルトさせない仕組み**や、**返済を継続するインセンティブ**がある事が、債券の最終的な信用力を高めています。

住宅ローンを例に挙げると、持ち家志向の強い日本人は住宅ローンの返済意欲が高く、収入が落ち込んでも、なかなかデフォルトしないといった特徴があります。

担保の回収に際しては、回収時に倒産手続きに巻き込まれないことや、巻き込まれた場合でもスムーズに売却できることが重要となります。今回はこの様な視点を基に、注目の高い分野の商品をご紹介します。

	伝統ABS	非伝統 (Esoteric) ABS		WBS	EETC
分類	証券化商品			担保付きコーポレート	
担保資産	住宅ローン	レンタカー	コンテナ	フランチャイズ*	航空機
格付イメージ	AAA	AAA	A	BBB+	AA

(注) 格付イメージは、2019年12月時点の標準的な商品で付与される最上位トランシェの格付を記載している

(注) ABS (資産担保証券: Asset Backed Securities)、WBS (事業証券化: Whole Business Securitization)、EETC (航空機担保証券: Enhanced Equipment Trust Certificate)

(出所) Barclays、格付機関各社を基に野村アセットマネジメント作成

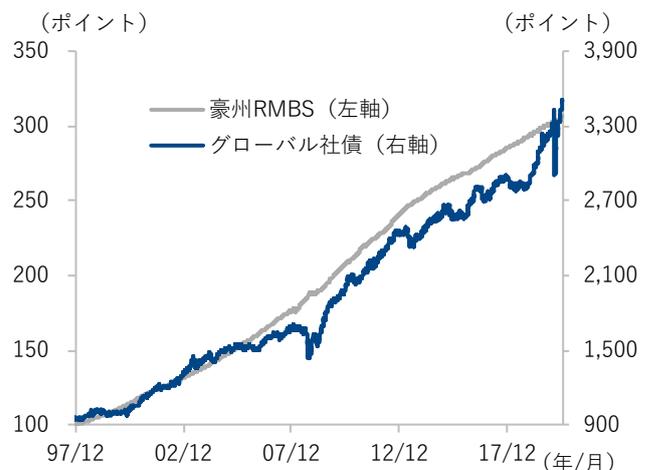
注目分野① 豪州RMBS (住宅ローン担保証券)

豪州RMBSはオーストラリアの民間住宅ローンの証券化商品です。スプレッドは米CLO(ローン担保証券)と同程度で、格付はAAA格です。

極めて小さいドロウダウンの実績から、近年人気が高まっています。**リーマンショック**や、**足元のコロナショック**においても、**非常に安定したパフォーマンス**を示しました。

豪州は住宅ローン借り換えのハードルが低く、ライフステージで住宅を住み替える傾向があるため、RMBSの期限前返済率が年率約20%と非常に高いという商品特性も、パフォーマンスの安定に寄与しています。なお、毎月元本返済が発生するため、投資残高を維持する為には毎月購入する必要があります。

豪州RMBSとグローバル社債の価格動向
(1997年12月31日～2020年7月31日、日次)



(注) グローバル社債: Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index

(出所) Macquarie Debt Markets Analysis ©Macquarie 2020、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。

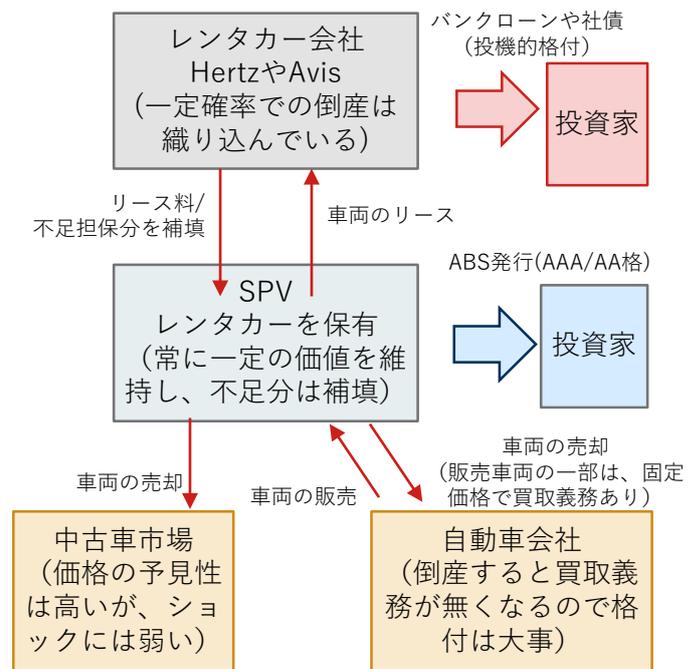
注目分野② レンタカーABS

RMBSやカードABS等以外のABSは非伝統的（Esoteric）ABSと呼ばれます。ここでは、レンタカーABSを取り上げます。

オリジネーター（資産の当初保有者、このスキームではレンタカー会社）が、自動車（担保資産）を倒産隔離された他の特別目的事業体（SPV）に譲渡します。これによって、レンタカー会社が倒産しても自動車資産は保全されます。直近では、米国のレンタカー会社であるHertzが米国で破綻（チャプター11「米連邦破産法第11条」を申請）しましたが、Hertz発行のABSは投資適格を維持したまま、現在でも利払いが継続しています。類似の案件としてはコンテナや、航空機を担保としたABSもあります。

（右図出所） みずほ証券、格付機関各社を参考に野村アセットマネジメント作成

レンタカーABSのストラクチャー概略図

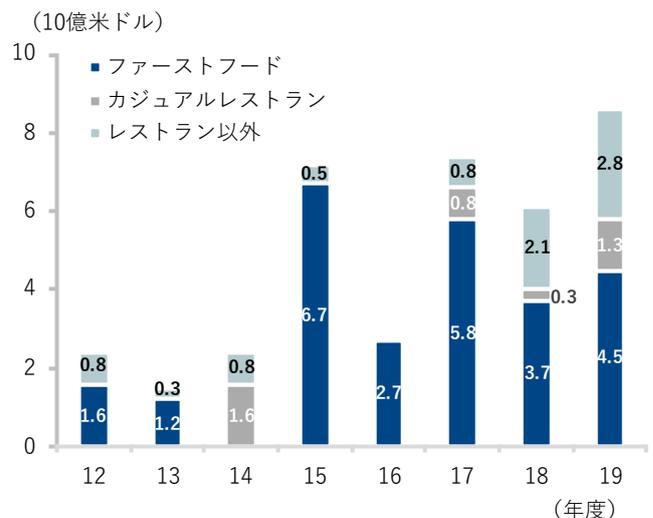


注目分野③ WBS（事業証券化）

WBS（Whole Business Securitization）とは、特定された事業が生み出すキャッシュフローを担保とした商品の総称です。日本では、ソフトバンクによるボーダフォン買収時のファイナンスとして利用されました。米国ではドミノピザ、ダンキンドーナツ、タコベル等、馴染みのあるレストランチェーンの案件が多く見受けられます。

米国ではここ数年発行も安定しており、19年末の残高では約250億米ドルと相応な規模の市場となっています。担保となっているのは「フランチャイズロイヤリティ」や「ライセンス」等であり、世界分散が効いているブランドも多く、安定的な収益が見込まれるものが多いのが特徴です。

WBSの発行額推移
(2012年度～2019年度、年次)



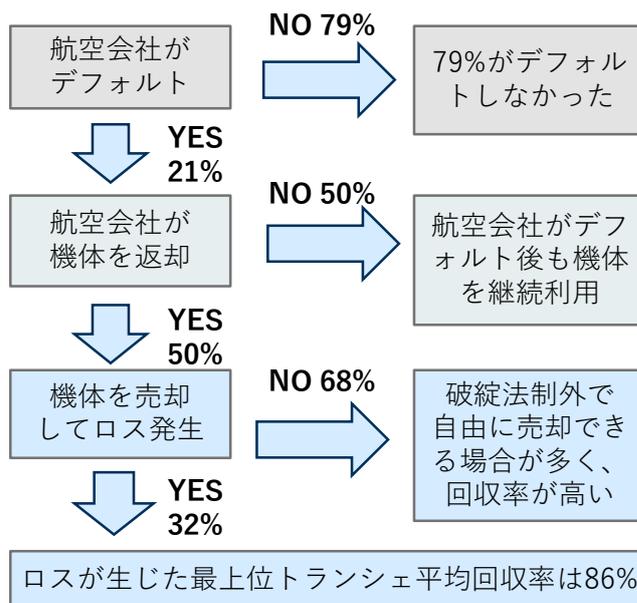
（注） 2019年データは2019年11月26日時点の集計
（出所） Barclaysを基に野村アセットマネジメント作成

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。

注目分野④ EETC（航空機担保債券）

EETC(Enhanced Equipment Trust Certificate)は主に米国の3大航空会社が発行する航空機担保債券で、最上位トランシェであれば航空会社の発行体格付よりも最大で+7~9ノッチ（段階）程度まで高い債券格付が付与されます。航空会社の信用力をベースに、担保となっている機体の担保価値でノッチアップを図る仕組みです。米国の大手航空会社は過去に倒産した事例が複数ありますが、航空会社のデフォルト後もEETCの約半分は元利払いが継続しました。足元の旅客需要は弱く、本年8月時点で全世界の機体の約3割が駐機状態と報じられていましたが、逆に言えば7割は使用されている機体です。また、LTVは最上位トランシェで約50%程度となっており、機体価値が半分以下にならなければ、売却によるロスも生じません。

1994年~2014年に発行されたEETCのデフォルト、回収事例（KBRAのデータ）



（出所）KBRA（KROLL BOND RATING AGENCY）のレポートを基に野村アセットマネジメント作成

日本と海外の比較

日本の法制度では、担保を取ったとしても必ずしも担保を処分し、そこから回収できるとは限りません。特に事業用資産であると、破綻時に処分が行えないケースや、低い価値しか認められないケースもあります。

航空機を担保に取る例では、**ケープタウン条約に批准している外国（日本は批准していない）**においては、航空機に関して担保権者が破綻時に自由に担保（航空機）を処分して良い法律が整備される場合が多く、実際にスムーズに担保処分が行われた実績も多く存在します。今回ご紹介したHertzの様にオリジネーターがデフォルトしても事業は継続し、債券の元利払いが継続しているケースも多くあります。

今回は主に先進国の事例を紹介しましたが、新興国でも様々な投資案件が存在します。新興国では主にインフラ資産（空港、航空、鉄道、道路、発電所、水資源等）の建設や維持の為に、政府等がこれらの仕組みを活用して資金調達しているケースが多く見受けられます。例えば空港であれば、国にとって最重要施設のひとつですので、国がデフォルトした際も利払いが継続する可能性がある、といったメリットが指摘できます。新興国への投資の際は、現地通貨建かドル建債券か、ソブリンか準ソブリンを対象にするか、という様な事を議論する事が多いかと思いますが、この様な視点を加えてみては如何でしょうか。

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

日本株エンゲージメントの実際



シニアESG
スペシャリスト
宮尾 隆

2つのコードの浸透によりエンゲージメントの重要性が高まっている
エンゲージメントの具体例、議決権行使との連携、テーマなどを紹介

近年のエンゲージメント活性化は、安倍政権の政策成果の1つ

機関投資家のあるべき行動指針として、2014年に日本版スチュワードシップコードが導入されました。また、翌2015年には上場企業の企業統治における指針であるコーポレートガバナンス・コードが導入されました。両コードは2012年12月に発足した第2次安倍政権の下で、いわゆるアベノミクスの第3の矢である「成長戦略」の1つとして策定されました。今から振り返ると両コードの導入前と後では、エンゲージメント（目的を持った建設的な対話）の内容は質的改善を伴って大きく変化しています。

第一に、これまでエンゲージメントに必ずしも積極的ではなかった企業が機関投資家との対話を開始、あるいは再開したことが挙げられます。第二に、エンゲージメント・テーマの質的向上です。従前のテーマは財務戦略、あるいは株主総会に関する対話が中心でしたが、これらに加えて資本効率性、政策保有株式の縮減、環境・社会課題解決への貢献など、企業価値の持続的成長に係るテーマが増加しました。2つのコードはそれぞれの改訂を経て、上場企業、機関投資家の双方に浸透しており、日本の資本市場におけるエンゲージメントの役割と重要性は確実に高まりました。

エンゲージメントの射程範囲 - 同唱?異夢

機関投資家が「エンゲージメント」を語る時、担当する運用の種類によってその意味する内容が異なるケースがあるかも知れません。事業戦略や財務戦略を念頭に置いているのか、それともESGの重要課題（マテリアリティ）に着目して持続可能性を思い浮かべているのか、です。程度の問題こそあれ、大まかに区分すると一般的にアクティブ運用は前者の比率が高く、パッシブ運用は後者です。どちらがエンゲージメントの中心に位置しているのかは難しいところです。唯一言えるのは、今日の機関投資家には両方において高い水準の調査・分析能力が求められていることです。この点において、投資先企業の事業内容と財務に対する深い理解、及び洞察力を有する企業アナリスト部隊の存在が極めて重要になります。

シブ運用は後者です。どちらがエンゲージメントの中心に位置しているのかは難しいところです。唯一言えるのは、今日の機関投資家には両方において高い水準の調査・分析能力が求められていることです。この点において、投資先企業の事業内容と財務に対する深い理解、及び洞察力を有する企業アナリスト部隊の存在が極めて重要になります。

運用の種類	エンゲージメントのメインテーマ	テーマの達成時の投資行動	相対的な投資期間	相対的な投資企業数
パッシブ運用	ESG（持続可能性重視）	投資継続	長期	多い場合1,000社以上
アクティブ運用 (アクティビスト)	事業・財務戦略、ESG 特定テーマ	投資継続・売却 売却	中長期 短中期	20~200社程度 1~10社程度

(注) 筆者による日本株式市場におけるイメージです。とくに「投資企業数」はこの範囲に収まるとは限らないことにご留意ください。
(出所) 野村アセットマネジメント責任投資調査部作成

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。

取り組み事例 ① ガバナンス・エンゲージメントの成果

野村アセットマネジメントは、企業アナリストとESGスペシャリストが常に連携して投資先企業のエンゲージメント・テーマを設定しています。ESG課題を取り上げるにしても、業種やライフサイクルの段階によりテーマは異なります。2017年の初めに開始した電子部品企業とのエンゲージメント事例を紹介します。

かつてはROE（自己資本利益率）が高くIR活動も積極的でしたが、主力製品の成熟化による利益率低下と余剰金融資産の積み上がりにより、資本効率性が長らく低迷しました。また投資家への情報発信量も減少しました。私達が設定したテーマは3つです。

①資本効率性の目標設定と公表、②大株主から

来ている社外取締役の再検討、③経営陣と機関投資家との対話の再強化、です。

社長あるいは投資家担当常務執行役との対話はこれまでに合計5回に及び、徐々に相互の信頼関係を深めつつ、課題解決に向けた建設的な対話を重ねてきました。エンゲージメントの開始後直ちに改善に向けた動きがあった訳ではありません。企業の経営陣の間で繰り返し熟議いただき、結果が出たのは2019年半ばからです。1年前の決算発表時にROE目標が初めて公表されました。また同年の株主総会では当該社外取締役の交代がありました。最近のエンゲージメントでは、双方が建設的な対話を定期的に継続することで合意することもできました。

取り組み事例 ② 環境エンゲージメントの進捗管理

エンゲージメントは長期視点で臨むことが重要です。そのため、1つのテーマについて3年を目途に解決を目指す、「マイルストーン管理」の手法を採用しています。今年からスタートした自動車関連企業とのエンゲージメントの事例で説明します。

この企業が手掛ける主要製品の性能改善は、温室効果ガス排出量の削減に大きく貢献する可能性があります。しかし、この企業が現状掲げている削減目標は総量ではなく、原単位ベースにとどまっています。ESG推進担当執行役員との対話の中でこの課題を伝えました。初回でもあり前向きな反応は得られませんでした。総量ベースの同ガス排出量削減目標の設定を新規のテーマとして、管理の記録を開始しました。

エンゲージメント実績（2019年度）

880テーマ（425件）

（注）エンゲージメントの延べテーマ数（延べ件数）

	比率	テーマ数
事業戦略	15%	134
財務戦略	8%	73
ESG関連	76%	673
・ 環境	14%	125
・ 社会	13%	113
・ ガバナンス	32%	281
・ 議決権行使関連	18%	154
合計テーマ数	100%	880

（出所）野村アセットマネジメント責任投資調査部作成

エンゲージメントと議決権行使の連携 – コロナ禍の下で

今年の2月以降、多くの上場企業は従業員、顧客、地域住民を守るべく、新型コロナウイルス感染拡大の防止を目的とした工場の操業停止、店舗の休業や営業時間の短縮を実施してきました。これらのマイナス影響をどのように株主総会（主に6月）の議決権行使に反映するのかは、責任ある機関投資家として重要な課題でした。

また政府による緊急事態宣言が発令された4月前後には、トヨタ自動車、ソニー、リクルートホールディングスなどの大手企業が銀行に融資枠（コミットメントライン）の設定を求める報道が相次ぎました。実際のエンゲージメントでも「コロナの影響を受ける期間の見通しが立たず、不透明さはリーマン・ショック時を上回る」との声もありました。

2020年度の重点テーマについて

最後に2020年度に設定したエンゲージメントの主な重点テーマを紹介します。現在、年度後半の取り組みに向けて準備を進めています。

- ガバナンス
 - ✓ 資本効率性に対するコミットメント強化
 - ✓ 政策保有株式の縮減
- 環境
 - ✓ TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に基づく情報開示の促進
- 社会
 - ✓ 新常態としてのウィズ・コロナへの対応
 - ✓ ジェンダー平等（採用機会、管理職比率）
- その他
 - ✓ マテリアリティ再考の意見交換と情報開示

私たちはエンゲージメントで得たこれらの企業情報をまとめて、責任投資に係る最高意思決定機関である責任投資委員会に報告しました。

同委員会は速やかに審議を行い、5月26日に「新型コロナウイルス感染症拡大に伴う議決権行使の対応方針について」をホームページに開示しました。その骨子は、今年6月以降に開催される株主総会では、取締役選任における業績基準、および剰余金処分における株主還元基準を（一時的に）適用しないとするものでした。この例外的な状況は今も継続しています。今後のエンゲージメントにおいては、どのタイミングで基準の非適用を解除すべきなのか、そのための企業との情報・意見交換が重要な取り組みの1つになります。

野村アセットマネジメントが実践しているエンゲージメントは、機関投資家による片務的な要望の伝達ではありません。また1つの課題解決は、対話の完全な終了を意味しません。

それぞれの分野でパフォーマンスの向上を目指している企業と機関投資家は、これまでの経験と知識のみではクリアできない新しいフロンティアに日々直面しています。そこでは解決すべき新たなリスクへの対応が求められます。同時にオポチュニティ（機会）などのポジティブな側面を見いだす努力も必要です。私たちが建設的な対話に積極的かつ継続的に取り組む理由は、新たなリスクとオポチュニティへの相互理解を深めて、より正しい企業評価につなげたいと考えているためです。

米中貿易戦争の日本企業への影響



企業調査部長
内田 陽祐

米中半導体戦争は今後も激化が想定されるが、日本企業への影響は電子部品企業を中心に限定的

米中半導体戦争はファーウェイつぶし

2020年9月15日、ファーウェイに対するより厳しい輸出禁止措置が発効されました。ファーウェイは、事実上電子機器に使用される半導体の調達を中国国外から一切できなくなるという内容のものでした。ファーウェイの主要事業はサーバー、基地局、端末ですが、製造において主要な半導体部材や製造装置は米国メーカーに依存しており、代替調達は難しいとされます。2018年春から始まった米中貿易戦争は、ZTEからファーウェイへと移り、対象はハイシリコン（ファーウェイの子会社）を含むサプライチェーン全体へと広がりを見せています。米中貿易戦争の実態は半導体において圧倒的な競争力を持つ米国によるファーウェイつぶしと見ることが出来ます。

米国と中国の半導体摩擦をめぐる動き

時期	内容
2018年4月	米商務省が不正輸出を理由に、中興通訊（ZTE）と米国企業の取引を禁止
8月	米政府機関が華為技術（ファーウェイ）などからの製品調達を禁止する法律が米国で成立
10月	米商務省が、福建省晋華集成電路（JHICC）への半導体製造装置の輸出を規制
2019年5月	米商務省が不正輸出を理由に、米国企業の部品やソフトを金額ベースで25%超含む製品のファーウェイへの販売を禁止
9月	ファーウェイがグーグルのアプリを搭載しない新型スマホを発表
2020年5月	米商務省が、米国技術を使って製造したファーウェイ向け製品の輸出禁止を発表
8月	米商務省が、ファーウェイに対する輸出規制の対象範囲を更に拡大
9月中旬	猶予期間が終わり、米国技術を使った半導体のファーウェイ向け供給が困難に

（出所）各種報道より野村アセットマネジメント作成

日本企業への影響はファーウェイへ部品供給している電子部品産業

ファーウェイの携帯事業は19年の2.4億台に対して20年は25%減、21年は8割減と大幅減を予想しています。基地局事業も各国の採用見送りから同程度の減少を見込んでいます。日本企業への直接的な影響はファーウェイへ部品を供給している電子部品企業が中心となるでしょう。具体的には、ソニー（半導体売上の25%、2,000億円）、TDK（電池売上の20%、1,000億円）、村田製作所（全社売上の10%、1,000億円）などです。売上の一部は他を伸ばすことでカバーできるものの、ファーウェイ向け売上の落ち込みを短期で埋めることは難しいでしょう。特にソニーはファーウェイ向けに高額なセンサーを供給しており、相応の業績への影響が懸念されます。

日本企業のファーウェイ向け売上高（推定）

会社名	主要アイテム	推定年間売上高（20/3期）	構成比（今期予想）	代替可能性
ソニー	イメージセンサ	2,000～2,500億円	5%以下	△
TDK	二次電池、OIS	1,000～1,500億円	10%弱	△
村田製作所	MLCC 通信モジュール	1,000～1,500億円	10%弱	○
太陽誘電	MLCC 複合デバイス	150～200億円	5～10%	◎
ミネベアミツミ	OIS	300億円	5%以下	△

（注） MLCC：積層セラミックコンデンサー
OIS：光学式手振れ補正用部品

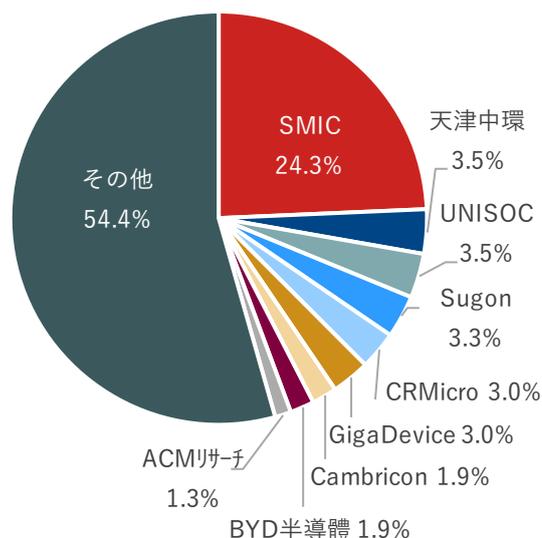
（出所）各社開示資料などから野村アセットマネジメント作成

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。

次の焦点はSMICへの規制

次の焦点はSMICへの規制です。SMICは中国の半導体ファブダリー最大手であり、ファブウェイにとっては供給が止められたTSMC（台湾の半導体ファブダリー世界最大手企業）に変わる半導体の代替供給源として期待されていました。仮にSMICが規制対象となった場合、ファブウェイへのダメージに加え、SMICに対しても技術面で劣後していたTSMCに対してさらに遅れを取ることになります。また、日系半導体装置メーカーにとってもSMICは大口顧客であり、同業界にネガティブな影響が予想されます。さらに、ファブウェイは5G特許件数でも15%と世界トップシェアであり、中国から通信技術使用に関する制裁措置が発動されれば、通信機器市場全体の停滞を招く可能性もあります。

中国半導体企業資金調達シェア



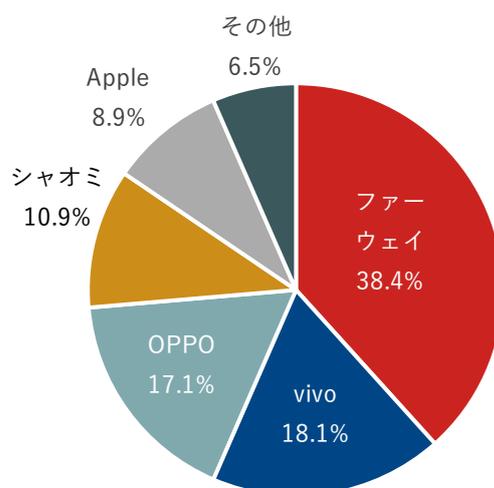
(注) 中国における半導体企業の資金調達額。2020年7月時点。
 (注) 四捨五入により、各内訳の合計が100%とならない場合があります
 (出所) 各種公表資料などより野村アセットマネジメント作成

ファブウェイを除く中国スマホ事業者への規制拡大の可能性は小さい

中国スマホ事業への影響が長期化することはないでしょう。ファブウェイ（中国シェア38%）の落ち込みは競合他社のシャオミ、OPPO、vivoが埋めると考えられます。ファブウェイ以外のスマホ事業者への規制拡大の可能性は低いと考えるためです。米国の規制強化の対象は軍事に関連する通信基地局事業であり、携帯事業ではないとみられます。ファブウェイと比較して高度な通信向け半導体技術を持たないその他中国スマホ事業者が制裁対象となる理由は乏しいでしょう。

一方、ファブウェイがスマホ事業を分離してくる可能性はあります。日系電子部品企業がスマホ事業者への規制拡大で再度大きなマイナス影響を受ける可能性は小さいでしょう。

中国スマートフォンシェア



(注) 2019年暦年の会社別出荷台数
 (注) 四捨五入により、各内訳の合計が100%とならない場合があります
 (出所) IDC公表数値より野村アセットマネジメント作成

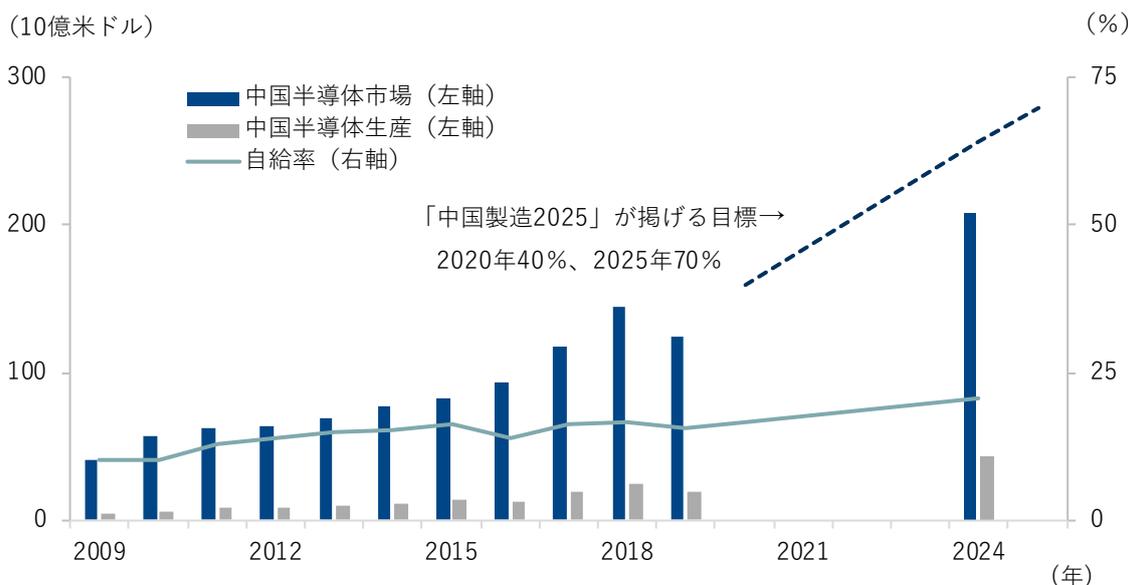
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

中国の半導体自給率向上は遠のくが、日本企業への影響は限定的

中国の半導体自給率の上昇は足踏み状態となるでしょう。中国の半導体産業育成は2000年以降から続く国策です。2015年5月公表のハイテク産業育成策「中国製造2025」では、半導体自給率を2020年に40%、2025年には70%と掲げられていました。実績は目標に遠く及びませんが、半導体自給率は着実に上昇してきました。特に、半導体設計においてはハイシリコンが世界の最先端レベルに接近していました。それでも回路設計に必要な自動化ソフトなどキーコンポーネントは米国を始めとする外国勢に依存する構造です。今回の規制強化により半導体自給率上昇は相当厳しい状況に追い込まれるでしょう。

一方、日本企業においては前述のように電子部品に対する短期の業績インパクトは避けられないものの、中長期では中国半導体内製化の停滞の影響は限定的と見る事ができるでしょう。半導体産業における中国の製造拠点（外資を含む）としてのプレゼンスは高まってきましたが、世界の半導体売上に占める中国メーカー勢のシェアは5%程度と依然として低いからです。また、半導体製造装置、材料における技術的な優位性が維持できている限り、サプライチェーンにおけるポジションが変わることもないと考えます。

中国の半導体市場と自給率
(2009年～2024年、年次)



(注) 自給率は生産/市場
(注) 2024年はIC Insights予想
(出所) IC Insights公表数値を基に野村アセットマネジメント作成

日米株式のバリュエーション



シニア・ストラテジスト
阪井 徹史

新型コロナウイルスと共存できるか否かでバリュエーションが二極化
米国株は全体としてはやや割高ながらも許容の範囲内

ITバブル崩壊やリーマンショックとは異なるコロナショック

新型コロナウイルスが世界中に拡散していく過程で、今年3月頃の日米株式市場は年初来で一時▲30%程度急落しました（コロナショック）。感染拡大を抑制するために世界中で経済活動が制限されている影響を受け、将来の企業業績が大幅に減ると予想されたことが背景です。

しかし、企業業績の「鏡」と言われる株式市場は、一時的に急落したものの3月下旬以降は急速に回復に転じ、米国株の代表的指数であるS&P500株価指数は8月に史上最高値を更新しました。TOPIXも大きく回復して年初来の下げ幅のかなりの部分を取り戻しています。ITバブル崩壊やリーマンショックの時とは異なり、業績悪化が長くは続かないとの見方になってきたことが背景にあるようです。

株価のバリュエーションは極端に割高とは考えにくい

上述の理由から2020年の日米企業業績は大幅減益となっており、その状態でバリュエーションを評価すると右下図のようにPER（株価収益率）はかなり割高に見えてしまいます。しかし、新型コロナウイルスが拡散する前の本年1月の業績予想に基づいて補正すると、右下図の●（S&P500）や■（TOPIX）の水準となり、割高感はかなり改善します。S&P500はレンジの上限ぎりぎり許容の範囲内、TOPIXはやや割安ともいえる水準です。

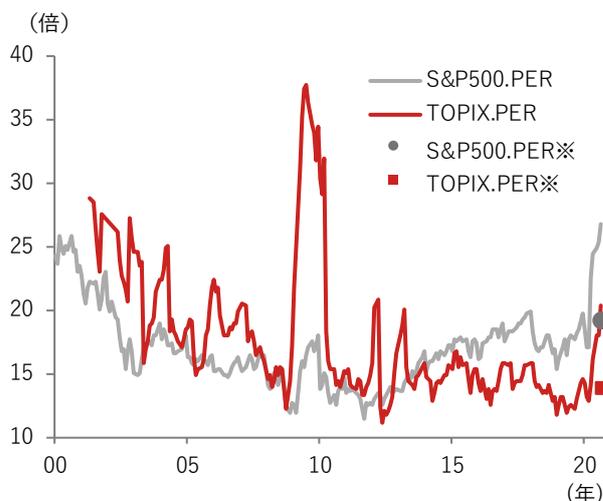
アナリストのコンセンサス予想によれば、米国企業の業績は2021年にはピークを奪回、日本企業もかなり回復するようですので、バリュエーション的には割高とは言えないと考えられます。

日米株価の推移
(2000年1月末～2020年9月(11日)、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

日米株式市場のPERの推移
(2000年1月末～2020年9月(11日)、月次)



(注) EPS予想はBloomberg、TOPIXのEPSは補正箇所あり。
(注) S&P500.PER※とTOPIX.PER※は、9月11日の株価と2020年1月時点のEPS予想から算出したPER

(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。

米ハイテク株の割高感は残る

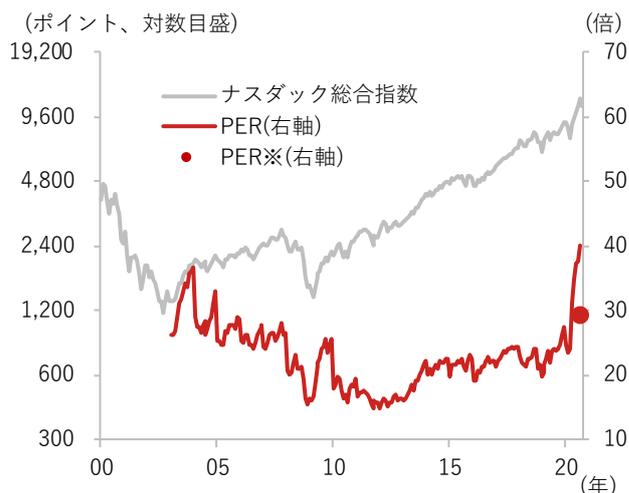
3月以降の株価回復過程では、コロナ禍でも業績を伸ばすことが期待できる、云わば「新型コロナウイルスと共存できる」企業として、米ハイテク株、特にEコマースやSNSなどのインターネット関連銘柄への期待が高まりました。こうしたハイテク株は実際に業績も好調に推移するものが目立ったことで、投資家の関心が集中し、ハイテク株の構成比率が高いナスダック総合指数は大きく上昇、史上最高値を大きく更新しました。一方で、前ページと同様の方法で計測したPER（●）は30倍程度であり（右上図）、過去のレンジと比べても割高感が強いことが分かります。そうした影響もあってか、9月に入るとナスダック総合指数の調整が始まりました。

物色は大きく二極化してきた

右下図はS&P500株価指数とGICS（世界産業分類基準）セクターで大きく差がついた業種指数の年初来の推移です。市場全体であるS&P500株価指数は、足元では概ね昨年末水準にあります。一方、業種間のパフォーマンスのばらつきはかなり広がっており、ハイテク株が多く含まれる情報技術や一般消費財・サービスは昨年末比で+20%以上上昇してる一方、新型コロナウイルス感染拡大抑制策の影響を大きく受けてきたエネルギーや金融は昨年末比で大きく下落したままです。

足元の業績動向に株価が振り回されている状況ですので、全体としては許容の範囲内ですが、ハイテク株は割高、景気敏感株は割安である可能性は頭に入れておく必要があるでしょう。

ナスダック総合指数とPERの推移
(2000年1月末～2020年9月(11日)、月次)



(注) EPS予想はBloomberg
(注) PER※は9月11日の株価と2020年1月時点の予想EPSから算出したPER
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米S&P500株価指数と業種指数の推移
(2019年12月31日～2020年9月11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

実体経済は改善してきている

新型コロナウイルス感染拡大抑制策によって、景気や景況感は大きく落ち込みましたが、6月頃から段階的に制限が緩められてきたこともあり、足元ではかなり改善してきたようです。右上図は米自動車販売と米ISM（サプライマネジメント協会）製造業景況感指数の推移ですが、自動車販売は4月にリーマンショック時の水準以下（年率858万台）まで急減しましたが、リーマンショック時をはるかに上回るペースで急回復しています。ISMについても足元では強弱を分ける50を大きく超えてきています。今回のコロナショックでは、実体経済の落ち込みは鋭角的ではあったものの一時的であり、急速に回復する可能性があると考えています。

米国景気の推移
(2006年1月～2020年8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

2021年以降は「V字」回復へ

右上図では米国景気の回復を見ましたが、その他の国や地域においても**2021年以降は「V字」回復**が予想されています。こうした回復の大前提となっているのが、**新型コロナウイルスの「ワクチン開発や治療方法の確立」**です。今秋は**米大統領選挙**があることから、「ワクチン開発や治療方法の確立」が政治的にも最重要課題となることが想定されます。開発加速のために手厚いサポートがなされ、ワクチンについては年内接種開始の可能性が濃厚で、治療法についても医療現場の創意工夫で既存薬での様々な治療が行いやすいような政策がとられています。こうした**医療面での前進**が続き、経済正常化が進んでいけば、**企業業績も回復し、現在のバリュエーションも正当化されるほか、割安な景気敏感株が大いに見直される**でしょう。

各国・地域のGDP成長率
(2020～2022年、年次)

	2020年	2021年	2022年
世界	-4.5%	5.9%	4.5%
先進国	-6.5%	4.0%	4.6%
米国	-5.0%	2.5%	7.2%
ユーロ圏	-8.4%	6.0%	2.3%
日本	-6.1%	3.1%	3.5%
新興国	-3.0%	7.2%	4.4%
中国	2.2%	9.4%	5.3%
インド	-9.0%	9.9%	4.9%

(注) 2020年9月4日時点の予想値

(出所) 野村証券予想を基に野村アセットマネジメント作成

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

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

- Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Average OAS Index (ユーロIG社債OAS)
- Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate Average OAS Index (米ドルIG社債OAS)
- Bloomberg Barclays Sterling Aggregate Corporate Average OAS Index (英ポンドIG社債OAS)
- Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index (グローバル社債)
- 豪州RMBS Index
- 東証株価指数 (TOPIX)
- S&P500株価指数
- ナスダック総合指数

当資料で使用した指数の著作権等

- 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サーは、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。
- 「豪州RMBS Index」は、マッコリー・バンク・リミテッド（「マッコリー」）により、信頼できると考えられる情報源に基づいて、作成されています。ただし、マッコリーは、当該情報の正確性、完全性、最新であることを何ら表明し、保証するものではありません。この情報を無断で複製することはできません。
- 「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。
- 「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・サービシーズ・エル・エル・シーに帰属しております。
- 「ナスダック総合指数（Nasdaq Composite Index）」は、米国のNasdaq市場で取引されている全ての株式を対象とした時価総額加重方式の株価指数です。Nasdaq Composite®およびNasdaq®は、The Nasdaq Stock Market, Inc.（以下、その関係会社とともに「ナスダック」といいます。）の登録商標またはサービスマークであり、野村アセットマネジメント株式会社は、その使用を許諾されています。ナスダックはファンドの合法性および適格性について保証するものではありません。ファンドは、ナスダックによって設定、承認、販売または販売が促進されるものではありません。ナスダックは、ファンドに関して担保責任を負わず、いかなる責任も負担しません。

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

2020年10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

Investment Platform

野村アセットマネジメント

2020年3月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p>4.0兆円 105名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリュース / グロース / 小型 / インカム / テーマ / ESG グローバル コア / マルチテーマ / バリュース / インカム / ESG 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*) アジア 小型 / 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>13.4兆円 95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 コンセプト型運用 / ソリューション ESG債券 キャッシュ・マネジメント <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.</p>	<p>25.0兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / REIT / 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 / 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>5.9兆円 30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・テクノロジー株式会社</p>

マルチアセット&ソリューションズ

0.9兆円
23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

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

(注) 2020年3月末時点の数値。上記の投資プロフェッショナル数は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社、Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.が対象。ジョイントベンチャーは対象外です。

Global Network

野村アセットマネジメント

Europe

- London
- Frankfurt

Americas

- New York
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

Japan

- Tokyo
- Osaka
- Fukuoka
- Wealth Square

Middle East

- Dubai

Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

Australia

- Sydney

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

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.

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

49.3兆円



グローバルの陣容

1,472人



※2

世界第5位のETF運用残高

国内シェア 45%



※1

106兆円の
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 28.2%

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12.8年^{※3}



(出所) 野村アセットマネジメント。運用資産残高、ETF残高国内シェア、国内公募投信市場におけるマーケットシェアは2020年3月末時点。本社・拠点の従業員数は2019年12月末時点。運用調査関連業務従事者の平均経験年数は2019年3月末時点。

※1: 投資信託協会データより野村アセットマネジメント作成。

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

※3: 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。