

2021年秋号

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・アウトック2021年秋号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。
世界では新型コロナ・ワクチンの接種が進み、わが国でも見られた夏場の感染再拡大もピークを越えつつあるように見受けられます。一方、マーケットでは、米国をはじめとした先進国での金融緩和の出口戦略に関心が向かっているようです。今号ではこうした投資環境をマーケットがどう評価していくのかなどについて、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。マルチアセット投資戦略や低ボラティリティ株式運用の視点からマーケットを観察、マクロの視点からも前号同様のラインナップで経済を分析しました。トピックでは、市場の注目が当たりつつあるジェンダーダイバーシティと投資に関して取り挙げています。

なお、各意見は2021年9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甚です。

CONTENTS 2021年 秋号

02 目次

03 金融市場の動き

投資戦略

04 投資環境見通し

06 マルチアセット

09 低ボラティリティ株式

トピック

12 女性がより活躍する社会へ

マクロ環境見通し

14 世界経済の基本シナリオ

15 世界経済のリスクシナリオ

16 景気循環

17 米国

18 ユーロ圏

19 日本

20 中国

21 新興国

22 各国経済・市場見通し

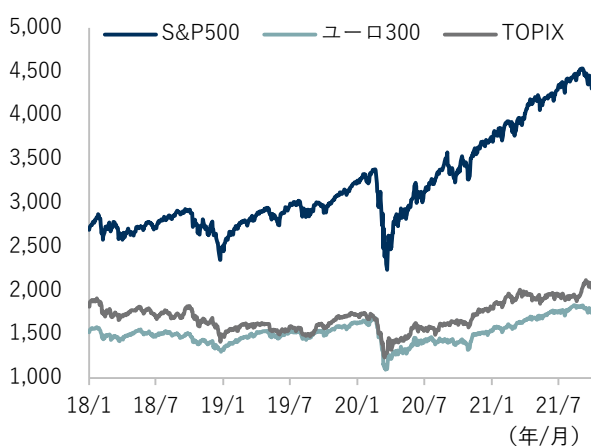
金融市場の動き

2021年7-9月期の金融市場において、株式市場は期中は堅調に推移したものの、期末にかけて上昇幅を縮小しました。また、期中、デルタ株の感染拡大懸念から、米独の国債利回りが低下したほか、米ドル高および円高が進行しました。その後は、米国での金融緩和の縮小が意識され、米独の国債利回りは上昇し、また米ドルは幅広い通貨に対して上昇しました。

日米欧の株価指数の推移

(2018年1月2日～2021年9月30日、日次)

(ポイント)

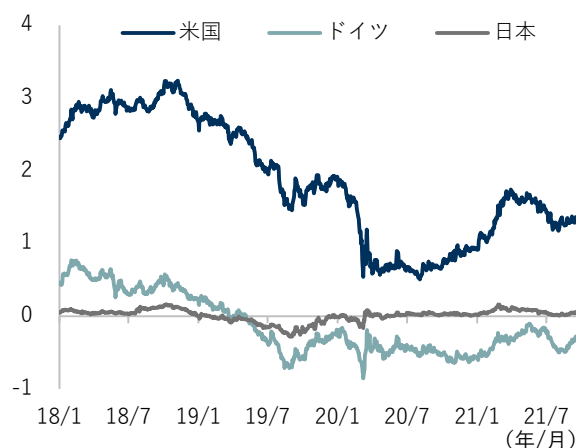


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

(2018年1月2日～2021年9月30日、日次)

(%)



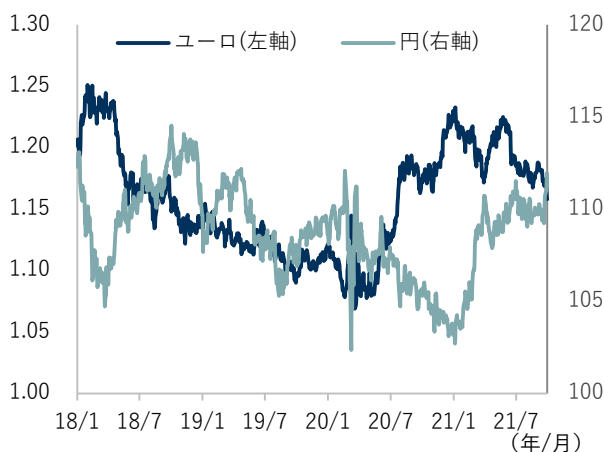
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2018年1月2日～2021年9月30日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

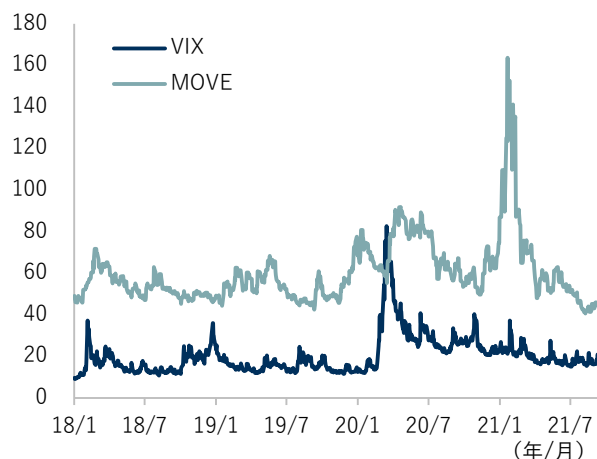


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2018年1月2日～2021年9月30日、日次)

(ポイント)



(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。

投資環境見通し

金利の上昇は限定的、株価は上昇基調維持を見込む



常務執行役員・CIO
荻原 亘

各国・地域の政策が動いた3ヵ月

2021年7-9月期は、デルタ株の流行を背景にワクチン接種率が高い一部の国でも感染再拡大が起きました。コロナ前の社会経済活動に戻るには、ワクチン接種の更なる進展のみならず、入手が容易で効果的な治療薬の開発・普及を要すると見られます。2021年後半にコロナ前の生活様式に戻るのには難しいものの、一定程度ワクチン接種が進んだ米欧諸国では、「ワクチン・パスポート」を用いて感染を抑制しつつ対面型サービス消費を取り戻していく動きが出ています。6-7割のワクチン接種をもって「集団免疫」が獲得できるという楽観論は失われましたが、感染に一定の配慮をしつつも景気回復は続く

見えています。

こうした中、米連邦準備制度理事会（FRB）は年内の資産買入れ縮小（テーパリング）に向けてコミュニケーションを進め、欧州中央銀行（ECB）はパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）における資産買入れペースの鈍化を決定しました。景気回復に伴い、金融緩和の程度を調整する動きが生じています。

他方、コロナ禍から先んじて回復した中国ですが、オンライン企業等に対する規制強化を次々と打ち出し、株式市場に動揺が生じました。

今後も中銀や政府の政策動向を注視する必要があります。

債券利回りの上昇は限定的

米10年債利回りは米国の経済・物価情勢から見ると低位に留まっているようですが、潜在成長率やインフレ期待、中央銀行の資産買入れによる「ストック効果」等を勘案すると、2022年末までの見通し期間において、金利上昇は限定的と考えています。

主要中銀はテーパリングに向かうものの、買入れ額がゼロになった後も一定期間は償還金再投資を続け、バランスシート上の資産残高は維持されるでしょう。中央銀行が買入れた国債の残高（ストック効果）、各期の買入れフローの規模（フロー効果）のいずれかが長期金利に大きく影響するのか議論はありますが、「ストック効

果」も相応に大きいと見えています。

当社が推計する直近の米10年債利回りの適正水準は1.5%程度となっています。もちろん、実際の金融市場ではその時々注目点に関する思惑や需給、季節性等の影響もあって、マクロ経済データ等を基にした推計値から実際の動きが乖離することは多々ありますが、推計値を一定の目安とし、短期的な変動要因を注視して参ります。

米国債利回りや日欧金利は相互作用する面が大きいと見えており、欧州中央銀行（ECB）や日本銀行のマイナス金利政策持続が見込まれる中で、これらの国・地域の金利は抑制されやすいでしょう。

株価の上昇ペースは鈍化へ

コロナ禍からのリバウンドによる成長急加速局面から、経済が定常状態に回帰していく中で、成長ペースの鈍化は不可避です。先行き、企業収益の伸びも鈍化すると見込まれる中、株価上昇ペースは落ち着いていくと予想しています。

一方、株価の下振れリスクが顕在化する場合を考えると、想定以上の経済成長の鈍化はトリガーにはならず、FRBの予想に反するスパイラル的なインフレ上昇が起こり、急速な金融引き締めを要する場合となるのではないのでしょうか。想定以上の成長鈍化が生じて景気後退が近いとまでは言えないのであれば、金融緩和長期化期待が高まり、低金利が維持されることで、む

しろリスク資産価格が押し上げられる可能性もあります。従って、景気後退が見込まれるほどの大幅な失速でなければ、株価は高水準を維持するでしょう。

他方で、FRBのインフレ見通しが「誤り」とみなされ、金利の大幅な上昇に繋がれば、低金利を前提とした金融市場のプライシング全般に大幅な調整が入る可能性があります。

さらにコロナ禍で拡大した格差是正のため、大企業や金融所得の多い富裕層向け増税等の議論の加速が重なれば、一時的には株価が下押しされるかもしれません。

主要3通貨はレンジ圏での推移を予想

ここ数年は米国、ユーロ圏、日本間でインフレ格差・金融政策格差が小さくなっており、この主要3通貨は比較的狭いレンジで推移してきました。

足もとでは米国のインフレ率が大幅に上昇し、日米インフレ格差は拡大しましたが、購買力平価の観点からの円高圧力は短期的にはあられていない模様です。

他方、金融政策面においては、FRBのテーパリング開始が近付き、ECBもそれに続くと思われる中、日本銀行は現行政策を維持する公算です。中銀のコミュニケーションによっては、日本の金融正常化が遅れているという印象になるかもしれ

ませんが、資産買入れの柔軟性を強化し、現状でそのペースを落としている日本銀行は既にテーパリングを実施中と捉えることもできます。債券市場において主要先進国債利回りが相互作用する傾向があることも踏まえると、金利差が拡大し続ける可能性も高くないでしょう。

以上を踏まえると、主要3通貨は2022年末までの見通し期間において、レンジ圏で推移すると予想します。ただし、見通し期間終盤には経済成長のモメンタム鈍化が明確化し、ややリスク回避的な動きが出る可能性も考慮し、小幅な米ドル高かつ円高を予想しています。

マルチアセット



SIO
大野 一郎

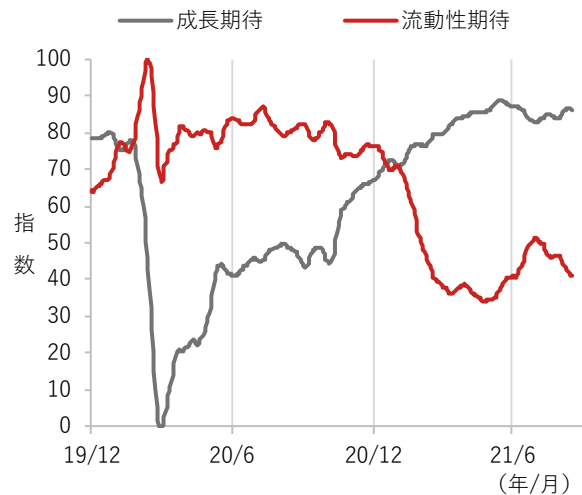
市場における成長期待は低下、流動性期待は下げ止まりへ

資産配分の二つの軸

当社のマルチアセット運用戦略が資産配分を考える上で最も重視している二つの軸に沿って、今後半年から1年程度の資産市場を展望します。

二つの軸を私たちは、「成長期待」、「流動性期待」と呼んでいます。前者は世界経済を背景に株価上昇と金利上昇をもたらすような投資家の期待、後者は主要中央銀行の政策を背景に金利低下と株価上昇をもたらすような投資家の期待を表象するものです。

「成長期待」と「流動性期待」
(2019年12月31日～2021年9月15日、日次)



(注) 指数は過去5年間の最大値を100、最小値を0とする
(出所) Bloombergデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

「成長期待」と「流動性期待」のこれまで

まず、「成長期待」を確認しましょう。上のグラフが示すように、パンデミックに起因した昨年3月のボトム以降回復していた投資家の期待は今年6月になるとその勢いを失い、現在は方向感を失った状態です。米国や欧州において金融緩和縮小の議論が活発化していることや、中国における多方面での規制強化の動きも成長期待に水を差している一因ながら、最大の背景かつ今後も重要な鍵となるのは、成長の源泉とも言える世界景気動向であると考えています。

次に「流動性期待」です。「緩和的金融政策期待」と読み替えてもよいでしょう。上述したように成長期待再拡大が見込みにくい今後にあっ

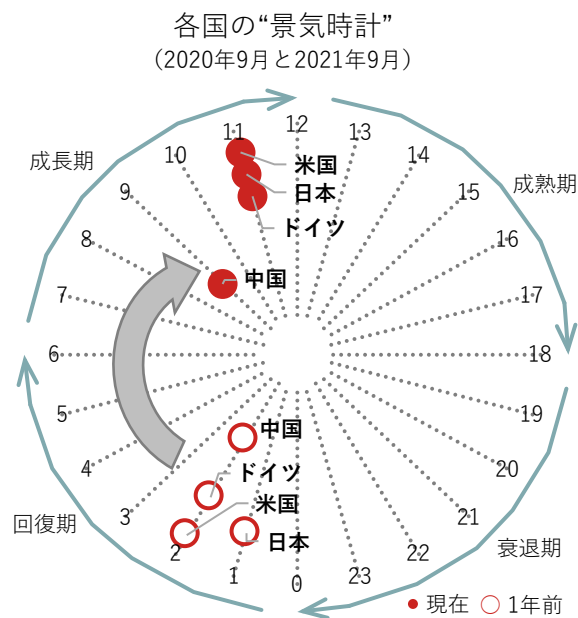
て、株価が上昇しないまでも高値で安定できるのか、さもなければ下落局面に陥るのかの鍵を握るのが、この流動性期待と言えます。上のグラフが示すように、2021年になってから低下傾向にある流動性期待の今後は、FRBによる量的金融緩和ペースのダウン、場合によっては緩和縮小から利上げに至る道程にかかっていると断言しては過言ではないでしょう。

次のページから、「成長期待」「流動性期待」のそれぞれについて今後の展望を示します。

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。

成長期待：景気循環はピーク直前

右のグラフは、各種経済指標から当社が計算する各国の景気循環を表すもので、ここに示す主要国のほとんどが成長期の終盤、別の言い方をすればピーク直前に位置していることがわかります。わずか1年前にはようやく回復の途についたに過ぎなかった多くの国が、すでにピークを迎えようとしてつつあることにはいささか早過ぎる印象を拭えないものの、アメリカをはじめ、各国の金融・財政政策がそれほど迅速かつ大規模であった証しとも解釈できましょう。そして過去の景気循環でもそうであったように、循環のピークを迎えるころに投資家の成長期待が休止するという現象が、今回も生じ始めていると考えています。



(出所) Bloombergデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

市場における成長期待の再拡大は期待薄

景気循環がピークに到達しても、衰退期に落ち込むことなく世界景気が長期にわたって成熟期に留まることができれば、市場においては株価と金利の継続的上昇という形で成長期待の再拡大が生じることが考えられます。しかし、今回に関してはその可能性は高くないと考えます。

今回の危機の特徴として、産業構成の変化が非常に小さいことが挙げられます。すなわち、米国におけるITバブルの崩壊とリーマンショックの2回の危機では、製造業や建設業などから教育医療、レジャー産業などへ産業をまたいだ転職が大規模に発生したのに対し、今回は今のところわずかにとどまっています。

景気後退で生じた産業構成の変化は、その後の

企業の設備投資と正の相関があることから、一種の新陳代謝とみなせます。その点において今回の雇用回復には、将来の成長材料となる新陳代謝をほとんど伴っておらず、手放しで歓迎できるものではないとも言えるのではないのでしょうか。

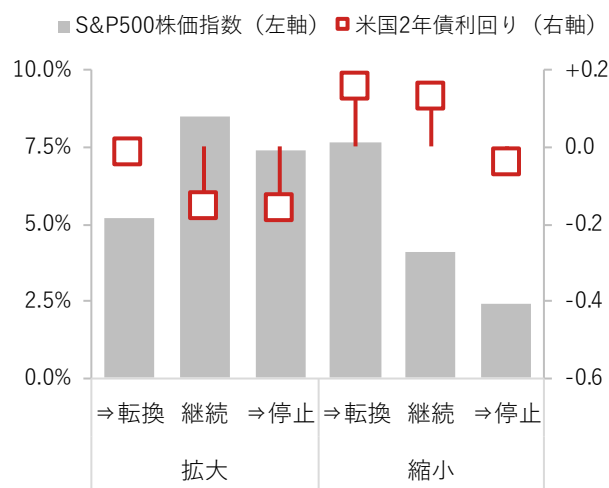
これに限らず、経済の修復を急いだ多くの国でとられた大胆な金融財政政策は皮肉にも、企業、家計、金融部門に新たな成長の糧となるような体質改善や自助努力の暇を与えず、言わば時計の針をコロナパンデミック前の2019年に戻したに過ぎないとみなしています。これこそが、市場における成長期待再拡大を演出するほどの好景気を今後は期待しにくいことの最大の理由です。

流動性期待：中央銀行のバランスシート縮小が鍵

右のグラフは、量的金融緩和と株式市場、短期国債市場の関係をj知るために、FRB保有の国債残高変化を26週間のスパンで切り取り6通りに分類整理したうえで、同期間の両市場の平均変動と比べたものです。

これによると、テーパリング（グラフ中の横軸“拡大の停止”に相当）が即、市場にダメージ（流動性期待の低下）を与えるものでは必ずしもないことを示しています。すなわち、利回り上昇や株価低調が生じるのは、少なくともバランスシート縮小にまで当局が歩を進めた時であって、特に株式に関しては縮小が継続するに至って初めてリターンの低下が生じていることが分かります。

FRBの国債保有高の変化と市場動向
(2008年10月～2021年8月、26週区切り)



(出所) Bloombergデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

流動性期待は下げ止まりへ

これを踏まれば、流動性期待の低下が本格的に生じるのはFRBによる国債買い入れ規模の減額から、停止、さらには保有額の圧縮、ひいては利上げに通じるプロセスがシームレスに生じる展開を市場参加者がメインシナリオと認識する場合とみなされ、今すぐではないにせよ、このままでは来年のどこかで生じると考えられます。裏返すならば、このシナリオを阻むには、FRBが胸を撫でおろすようなインフレ率の低下、前述したような世界的な景況の鈍化の、少なくともいずれかが生じる必要があるとも言えましょう。

これらの条件のうち、市場の流動性期待の本格的低下を食い止めるのは、米国をはじめとする

世界的な景気減速になると考えられ、実際にこれが遅くとも2022年の前半に生じると私たちは考えています。

以上をまとめて想定される今後の展開を二つの軸で表現すると、“膠着状態の成長期待とゆっくり低下する流動性期待”という組み合わせが続いたのち、2022年に入るころまでには“低下する成長期待と下げ止まる流動性期待”の組み合わせに転じているものと考えています。

低ボラティリティ株式

コロナ禍以降、低ボラティリティ株式の出遅れは過去最大級の景気拡大局面からの転換とともに、低ボラティリティ株への見直し買いを期待



株式担当SIO
師岡 勇弥



シニア・ポートフォリオマネージャー
永渡 学

過去10年で普及が進んだ低ボラティリティ株式運用

10年ほど前から最小分散ポートフォリオ、低ボラティリティ株式運用などの呼び名でボラティリティ（以下では“ボラ”と記述）の低い株式で構成される運用戦略が様々な運用会社より提供されるようになりました。足元では年金を中心とした多くの機関投資家でダウンサイドリスク抑制、長期的なシャープレシオ改善などの目的で導入が進んでいます。

過去10年を振り返ると、欧州債務問題の懸念が高まった時期や、2015年のチャイナショック、2018年後半の米中貿易摩擦激化など市場が混乱

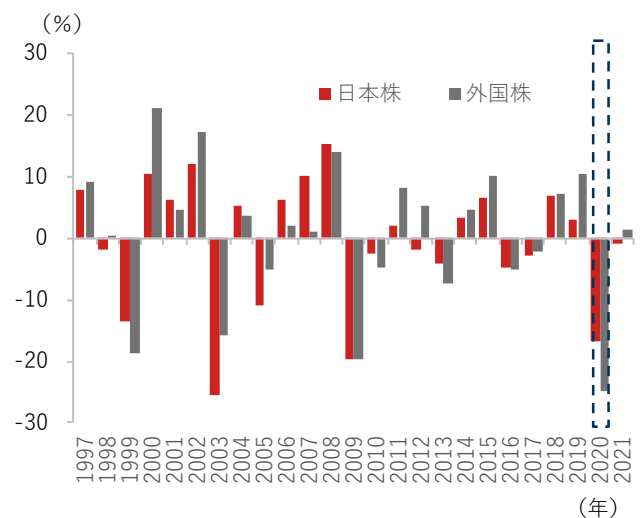
した局面で、低ボラ株式は底堅いパフォーマンスを示しました。また、2020年前半のコロナショックによる下落局面においても市場対比で下落幅は小幅にとどまりました。しかし、4月以降、市場がリバウンドに転じるとともに低ボラ株式は大きくアンダーパフォームし、過去1年ほどは低ボラ株式にとって苦しい局面が続いています。

本稿では低ボラ株式のパフォーマンス特性などを示し、今後の経済シナリオ次第でどのような展開になりそうかを解説します。

低ボラティリティ株式は過去最大級のアンダーパフォームを経験

2020年の世界の株式市場は、2月から3月にかけては新型コロナウイルスの世界的な感染拡大懸念から下落しましたが、その後は各国の財政・金融政策への期待などからリバウンドに転じ、コロナショック前の株価を上回る水準まで回復しました。その間、低ボラ株式のパフォーマンスは、相対的に大きく出遅れる結果となりました。右グラフは、日本株および外国株（先進国）での、低ボラ・ファクターの年度別ファクターリターンです。2020年度のファクターリターンはマイナス、つまり低ボラ株式がアンダーパフォームしたことを示しています。アンダーパフォーム幅は歴史的にも大きな水準となっており、ITバブルが起こった1999年度や、2009年度のリーマンショック後のリバウンド期など、過去の市場急騰局面での大幅出遅れに匹敵する大きさとなっています。

低ボラティリティ・年度別ファクターリターン
(1997年度～2021年度（8月末まで）)



(注) 分析ユニバースは、日本株は東証一部時価総額上位1,000銘柄、外国株はMSCIコクサイ構成銘柄。ファクターリターンは、毎月、ユニバース銘柄を過去60カ月のボラティリティの大きさ順に5グループに分類し、ボラティリティ最小グループ（等ウェイト）のリターンから分析ユニバース（等ウェイト）のリターンを差し引いて算出。

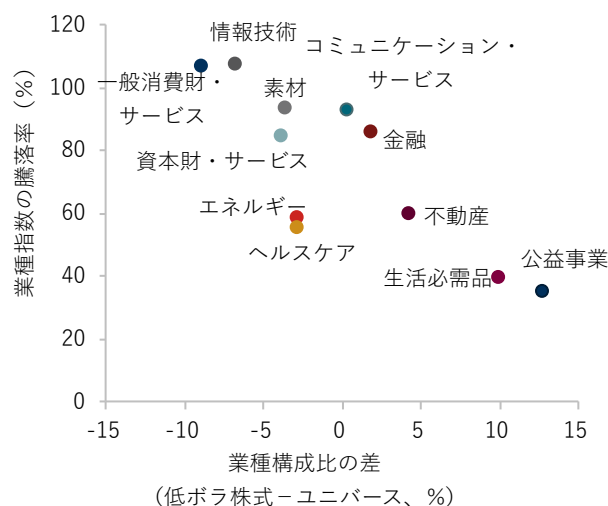
(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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。

低ボラティリティ株式のアンダーパフォームは業種要因が大きい

足元で大きくアンダーパフォームしている低ボラ株式ですが、その主な要因として、低ボラ株式の業種構成が挙げられます。右グラフは、外国株での、低ボラ株式とユニバースの業種構成比の差と業種指数の騰落率です。足元では、低ボラ株式はユニバースと比べ、公益事業や生活必需品に属する銘柄の割合が高い一方で、一般消費財・サービスや情報技術の割合が低くなっております。2020年4月以降は特にコロナ禍における生活様式の変化や企業業績の二極化を背景に、業種間のパフォーマンス格差が大きくなったことが低ボラ株式のアンダーパフォームに影響を与えました。

【外国株】業種構成比の差（2021年8月末時点）と業種指数の騰落率（2020年3月末～2021年8月末）



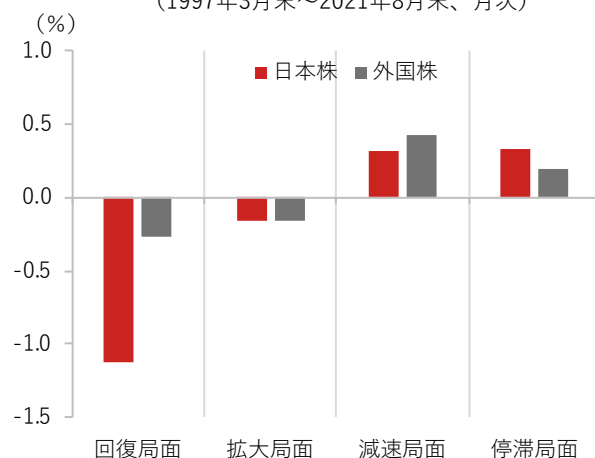
(注) 業種指数の騰落率は、MSCI Kokusai Index（円換算、グロス配当込）。業種は、世界産業分類基準（GICS）セクター。
(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

過去の低ボラティリティ株式の局面別パフォーマンス

右グラフは、景気局面別の低ボラ・ファクターの平均月次ファクターリターンです。回復局面と拡大局面ではマイナス（低ボラ株式がアンダーパフォーム）、減速局面と停滞局面ではプラス（低ボラ株式がアウトパフォーム）となっており、景気局面と低ボラ株式のパフォーマンスに関連性があることがわかります。コロナショック以降は、景気回復、景気拡大と推移してきたことから、低ボラ株式がこの間アンダーパフォームしたのは過去の動きと整合的です。現状は景気拡大局面から減速局面への転換が意識されていると見ており、目先は低ボラ株のアンダーパフォームが徐々に収束していく過程にあると考えられます。また、米国における金融緩和後退観測や財政政策の出尽くしなどの結果、景気が減速もしくは停滞するような流れとなっ

た際には、低ボラ株式の巻き戻しも期待できそうです。

低ボラティリティ・ファクターの景気局面別平均ファクターリターン（1997年3月末～2021年8月末、月次）



(注) 景気局面は経済協力開発機構（OECD）の世界景気先行指数（CLI）の水準と変化（過去6ヵ月）で評価。
(出所) OECD、Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

低ボラティリティ株式活用のメリットを改めて確認

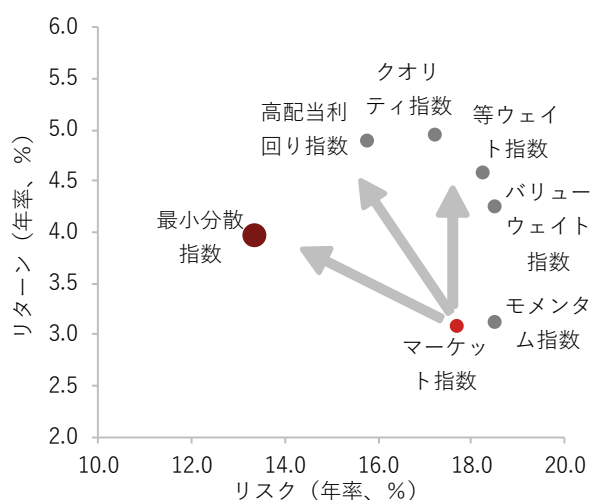
最後に、改めて低ボラ株式を活用するメリットについて、リスク・リターンの運用効率性から考えてみます。参考指標として、MSCI社の「リスクプレミアム指数」の長期的なリスク・リターン特性を確認します。リスクプレミアム指数は、バリューやモメンタムなど特定のファクターに着目して構築された指数です。

下の2つのグラフのとおり、いくつかのリスクプレミアム指数は、株式市場全体を表すマーケット指数に対して矢印の方向「左上もしくは上方」にリスク・リターンが位置しています。縦軸方向のリターン面では、内外株ともクオリティ指数など多くの指数がマーケット指数を上回っています。一方で、横軸方向のリスク面では、低ボラ株式を多く含む最小分散指数のリスクが大きく抑制されています。

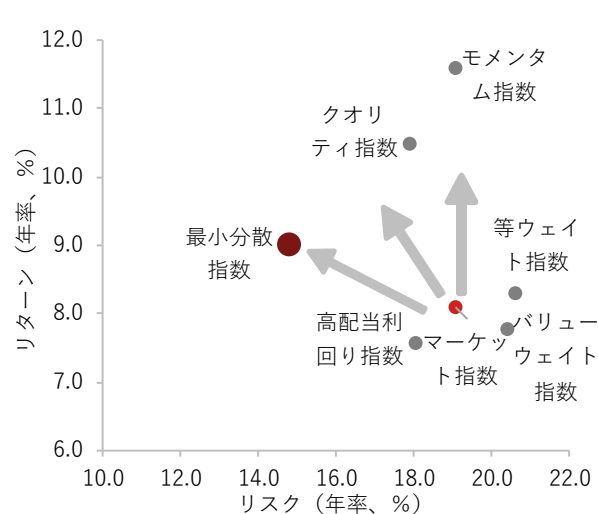
このリスク・リターン特性によって、マーケット指数に対して超過リターンを狙えるファクター投資に（あるいは優良なジャッジメンタルアクティブ運用に）、低ボラ株式を組み合わせることで、運用効率性を大きく改善する（下グラフでいうとマーケット指数から左上の領域に向かう）ことが期待できます。

また、低ボラ株式（最小分散）単体でも、シャープレシオの高さ（リスクが低く、リターンはマーケット指数よりも高い）から、長期投資のツールとして有効であることに加え、景気拡大かつ高値圏の株式市場という局面からの転換が警戒されると考えられる現在の市場環境においては、検討すべき投資対象と言えるのではないのでしょうか。

【日本株】MSCIリスクプレミアム指数の
リスク・リターン
(1997年3月末～2021年8月末)



【外国株】MSCIリスクプレミアム指数の
リスク・リターン
(1997年3月末～2021年8月末)



(注) 日本株のマーケット指数はMSCI Japan Index、外国株のマーケット指数はMSCI Kokusai 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

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。

女性がより活躍する社会へ

取締役会の女性登用が女性管理職比率向上の鍵



ESGインベストメントマネージャー
鷹羽 美奈子

女性取締役任命企業は増えたが、ゴールまでまだ遠い

東京2020五輪・パラリンピックがコロナ禍の逆境の中で成功しました。様々なスポーツの素晴らしい場面も忘れ難いですが、この大会は（そこに至るまでの道のりはさておき）同大会組織委員会会長への女性の就任をはじめ、日本で初めてリーダーシップのジェンダー（性別）バランスを強く意識した組織づくりをしたエポックメイキングイベントだったといえます。

日本企業の近年のジェンダーダイバーシティ（性別多様性）への注目は2016年4月、女性活躍推進法を機に高まりました。時を同じくして、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、投資家として日本企業のジェンダーダイバーシティを推進するためにMSCI日本株女性活躍指数（WIN）のパスシブ運用を採用しました。この

ことから、ジェンダーダイバーシティは一気に日本企業のESG経営の主要アジェンダとなり、投資家からの注目も高まりました。

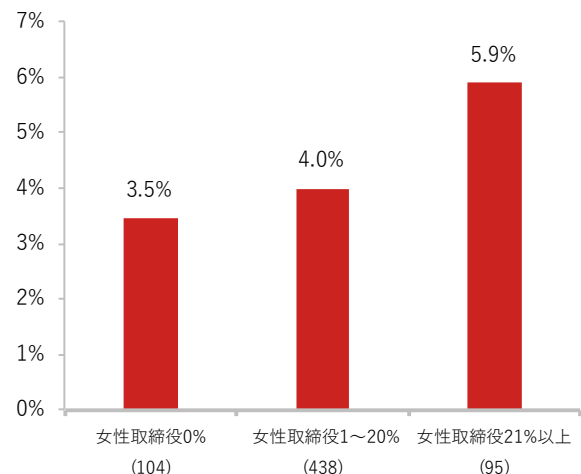
では、5年間に日本企業のジェンダーダイバーシティはどれほど進んだのでしょうか？毎年公表されるGPIFのESG活動報告によると、MSCI日本株女性活躍指数の評価対象銘柄の女性取締役比率の中央値はこの5年間（2017～2021年）で10%から12.5%と若干の増加が報告されました。また、少なくとも女性取締役が1名いる企業は、この5年間で40%から72%に増加しています。しかし、グローバルに投資家が求める目標は、女性役員割合30%という水準です。ゴールはまだ遠い所にあります。

多様性は価値がある

投資家はなぜ企業のジェンダーダイバーシティを求めるのでしょうか？それは、多様性を歓迎する企業文化はイノベーションや、強靱な組織づくり、優秀な人材を集めるのに有効と考えるからです。そして、それらの要素は企業価値向上に結びつくと信じるからです。

日本企業各社の女性取締役比率を計算し、比率グループに応じて、過去5年間のEPS成長率の平均を計算しました。結果は、女性取締役比率が0%のグループは平均成長が3.5%であったのに対して、21%以上のグループは5.9%でした。EPSと取締役会女性比率の因果関係は不明ですが、多様性が生み出す価値に期待します。

取締役会の女性比率とEPS 過去5年成長率平均値



(注) 対象銘柄はMSCI社のWorkforce Gender Diversityデータ対象銘柄のREIT銘柄を除いた649社のうち、EPS過去5年成長率がFactsetから入手できた637社を対象とした。（）内数値は社数。

(出所) MSCI ESG ResearchとFactsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成
※著作権についての詳細は27ページをご参照ください。

※個人の見解であり、会社としての統一見解ではありません。

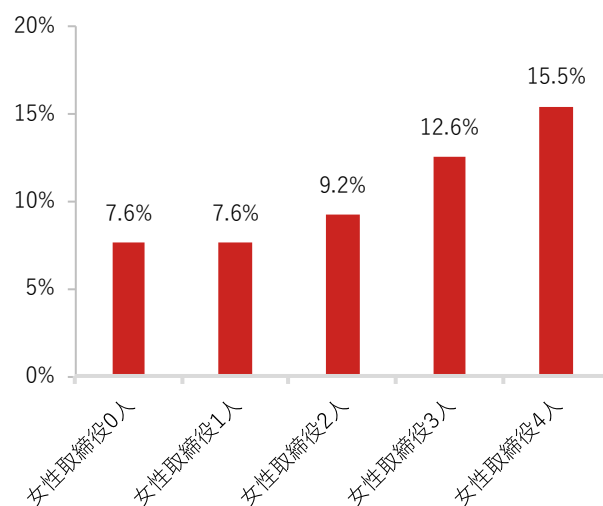
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投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。

取締役会メンバーの多様性が女性リーダーを育てる

もう一つ、日本企業には課題があります。女性管理職比率の向上です。女性のキャリアには見えないガラスの天井があるといわれてきました。男女雇用機会均等法が施行されたのは1986年です。しかし、それから長らくの間、従業員の配置や昇進は多くの企業で性差により分けられていました。そして、その間には多くの女性が結婚や出産、育児を機にキャリアをあきらめ、職場から離れました。故に、いまだ日本企業には女性管理職の候補者が少ないのです。厚生労働省「令和2年度雇用均等基本調査」によると日本企業の女性管理職比率（課長相当職以上の管理職に占める女性の割合）は12.4%で、政府目標である30%ははるか遠いところにあります。投資先企業とのエンゲージメントでは、女性管理職の比率やその目標について議論する機会が多くあります。私たちもそのテーマを意識的に議論のテーブルに載せるようにします。なぜなら、企業の人材の豊富さを測る一つの指標でもあり、ジェンダーダイバーシティを向上させるためにこれまでどのような努力を積み重ねてきたかが如実に現れる指標として有効だからです。女性管理職の比率開示は、女性活躍推進法で定められた企業の任意の開示項目なので、投資家側もすべての企業の状況を把握できていません。日本企業は多様性の文化を育成し、女性のガラスの天井は破られつつあるのでしょうか？

MSCI 調査「Gender Diversity in Japan: Progress Report 2018」によると、2018年時点で女性取締役が多いほど、女性管理職が多いことがわかっています。最新の2021年時点の女性取締役人数と女性管理職比率データでも、同様の結果が得られました。女性リーダーの存在がリーダーを目指す女性社員を引き上げているでしょう。「女性管理職候補がない」と嘆く企業は、まずは女性社員のロールモデルとなる女性取締役比率を30%に向上させる努力をしていただきたいと思います。社外役員でよいのです。それが、多様性を歓迎する企業文化育成の始点となり、「やってみよう」とキャリア形成に意欲的にチャレンジする女性社員を増やすのだと考えます。

女性取締役人数と管理職の女性比率平均値



(注) 2021年9月15日時点。

(出所) MSCIの許諾を得て、MSCI著「Gender Diversity in Japan: Progress Report 2018」を基にMSCIデータを使い野村アセットマネジメント作成
※著作権についての詳細は27ページをご参照ください。

※個人の見解であり、会社としての統一見解ではありません。

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、ご自身でご確認ください。

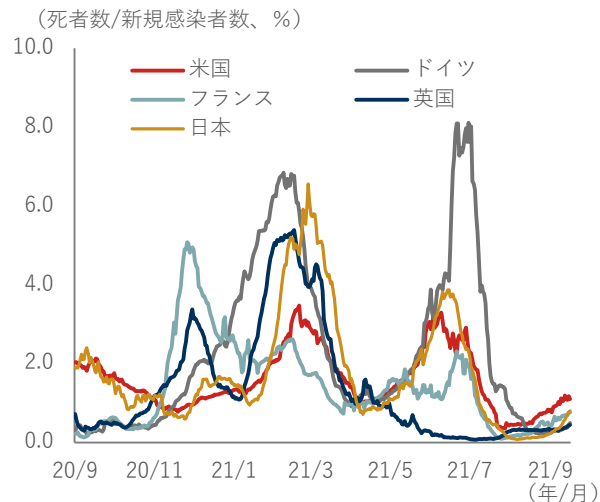
世界経済の基本シナリオ

経済成長ペースは鈍化、供給側の正常化が進みインフレ率も低下へ

「リバウンド」から「鈍化」へ

欧米の主要先進国では、コロナ禍で抑制された需要の急増が2021年央に生じました。先行きについては、米国の財政出動による効果の逓減、ペントアップ需要の緩和などにより、成長ペースは鈍化していくでしょう。ワクチン接種が進展している国においても感染再拡大が生じましたが、ワクチンの重症化予防効果は損なわれていないと見られます。また治療薬の開発が進む下では、広範囲に及ぶ厳格なロックダウン措置は繰り返されない可能性が高いと考えられます。経済成長ペースは鈍化しながら、巡航速度に回帰していくでしょう。需要増加ペースの緩和・供給体制の正常化の下で、インフレ率も鈍化すると見ています。

新型コロナウイルス感染症の重症化リスク
(2020年9月1日～2021年9月16日、日次)

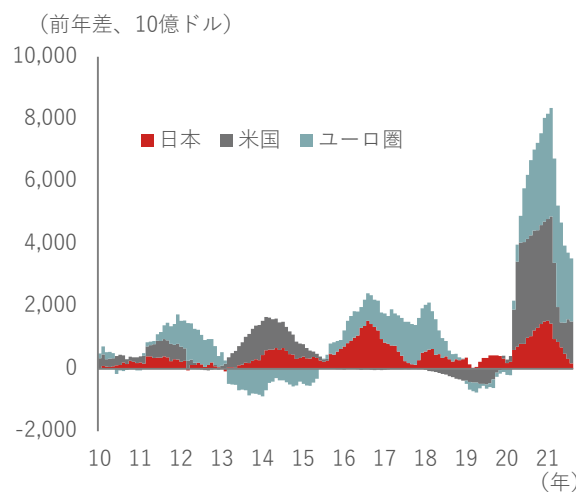


(注) 重症化リスクを示すものとして死亡率を表示。7日間移動平均値。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融緩和の程度は縮小するも金融引き締めは遠い

米連邦準備制度理事会（FRB）は、要件を満たしたと判断し、テーパリングを12月にも開始すると予想しています。他方、2022年半ばまでにインフレ率が2%前後に落ち着くようであれば、緩和的な金融環境を長引かせ、人種間の失業率格差を縮小させようとするハト派的な考え方にシフトする可能性もあります。米民主党には、同党が重視する格差是正に金融政策でも貢献すべきとの見解もあり、任期満了を迎えるFRB正副議長の人事において、同様の理解がある人物を充てることも考えられます。金融市場が織り込むような2022年内の利上げはハードルが高いと見ています。グローバルで見ても、2022年末までの見通し期間において、緩和的な金融環境は維持されると考えています。

日米欧の主要中銀バランスシートの変化
(2010年1月～2021年8月、月次)



(注) 当社にて米ドル換算。
(出所) CEIC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

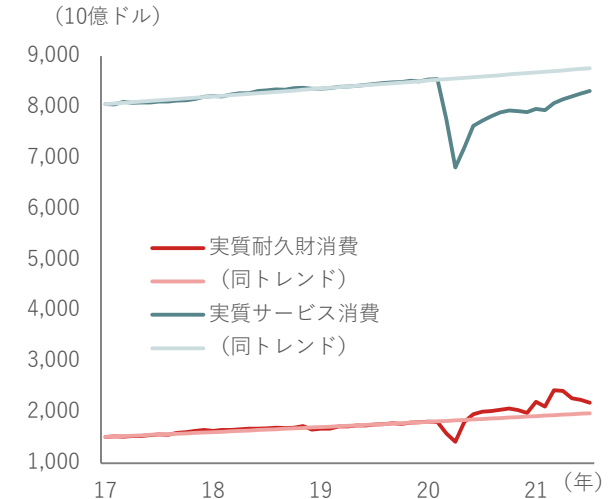
上振れも下振れもあり得る個人消費

アップサイドリスク：ワクチンパスポートとグリーン化

欧米を中心に、ワクチン接種証明またはコロナの陰性証明をもって、感染リスクの低い人々の行動制限を解除する方向が明確になってきています。希望する人々のワクチン接種が完了に近づいている中、こうした「ワクチンパスポート」によって飲食・旅行等、これまで苦境に立たされてきた対面型サービス消費に対する需要が高めに維持されるかもしれません。

また、主要国がカーボン・ニュートラルを宣言する中、欧州の主要中銀では金融政策においてグリーン・ボンドを優先的に購入する方向で検討を進めるところも出てきています。財政、税制、そして金融政策による後押しがグリーン化に向けた投資を加速させ、世界貿易を活発化させる前向きな循環が生じることも考えられます。

米国の耐久財・サービス消費
(2017年1月～2021年7月、月次)



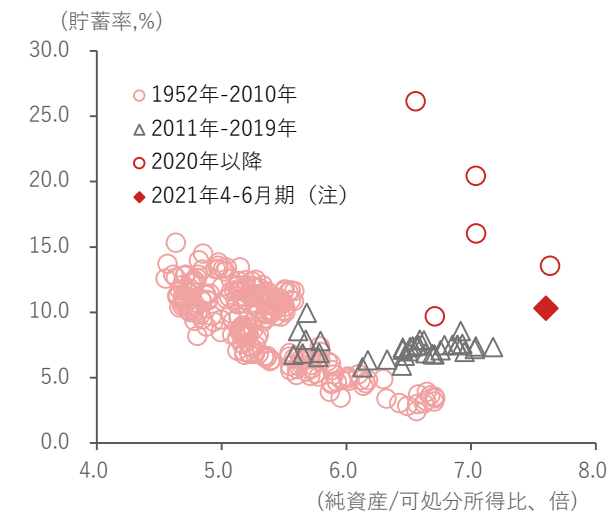
(注) トrendは2017-2019年の平均的な増加ペースが継続していた場合。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスク：慎重な消費行動と再度のロックダウン

特に米国や日本では、コロナ対策として政府から家計への移転所得があり、経済活動が制限された局面では所得の使途が限られたことなどから、家計の貯蓄や手持ち資金は高水準を維持しています。これが先行きも個人消費を支え、期待されています。しかし、この10年超の間に、世界金融危機とコロナ危機を経験した人々の消費・貯蓄行動が変容する可能性があります。安定的な雇用・所得環境に回帰したとしても、過去対比で高めの貯蓄率を維持するような慎重な消費行動を家計が選択するかもしれません。

また、変異を繰り返す新型コロナウイルス感染症の帰趨は不透明感が残っています。ワクチンや治療薬の効果が大きく損なわれ、再度の広範なロックダウンを要する事態が起こるリスクもゼロではないでしょう。

米国の貯蓄率と純資産/可処分所得比
(1952年1-3月期～2021年4-6月、四半期)



(注) 2021年4-6月期の家計純資産は未発表のため、前期のデータを用いて算出した。
(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のうえ、ご自身でご確認ください。

景気循環

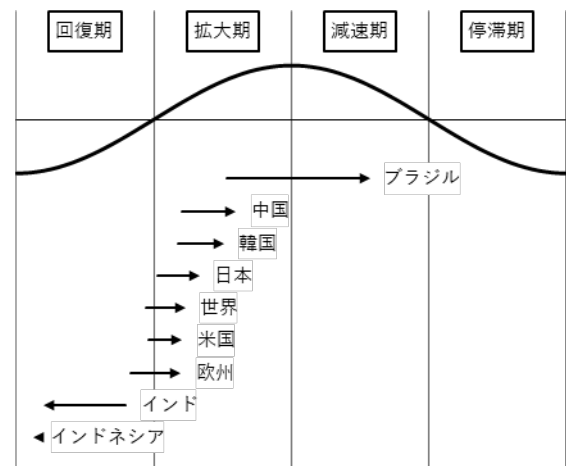
今後の景気減速は不可避だが、重要なのはさらにその後の方向性

世界景気は拡大期に

世界景気は今年前半に拡大期に入りました。景気拡大期は、4つの景気局面のうち最も堅調な状態です。先進国・地域の中では、年初には欧州の景気回復の遅れが目立っていましたが、足元では日本や米国とほぼ変わらない位置まで改善してきました。

先進国・地域とは対照的に、新興諸国の景気はばらつきが見られます。景気回復が早かった反動でピークアウトが示唆されるブラジルや、停滞期に逆戻りする可能性のあるインドやインドネシアなどの動きは注意が必要です。また、長年世界景気に先行した動きをしてきた中国や韓国が減速期に近づいている点も、今後注目していく必要があるでしょう。

世界景気の推移
(2021年2月～2021年8月)



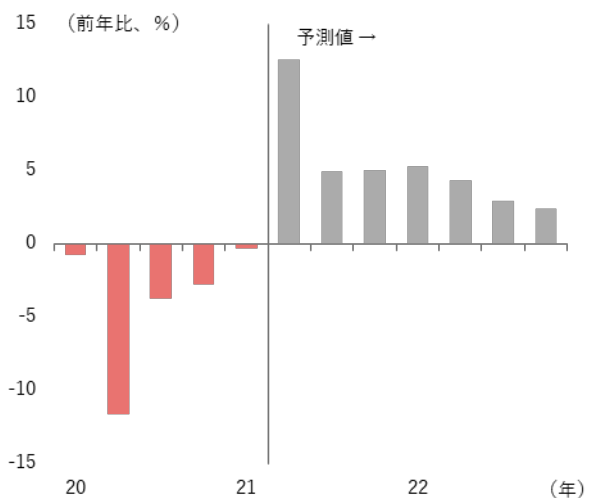
(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

今後の景気減速は不可避だが、さらにその後が重要

世界経済は、2021年4-6月期に高い成長率を記録した後には徐々に成長鈍化していくとみられます。景気循環も同様に、成長率の鈍化と併せて弱い動きに転じていくでしょう。具体的には、今年の年末から翌2022年の前半にかけ、一旦は減速期に進むとみられます。

今後は、その減速が一時的か否かが重要となってくるでしょう。実際に、これまで株式をはじめとした多くの金融資産は、減速後の景気の方角性に大きな影響を受けてきました。過去の傾向では、景気停滞を回避し、拡大局面に留まるためには、OECD加盟国の場合は前年比+2.5%程度の成長率を維持する必要があると考えられます。

OECD加盟国の経済成長率
(2020年～2022年、四半期)



(出所) OECD 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。

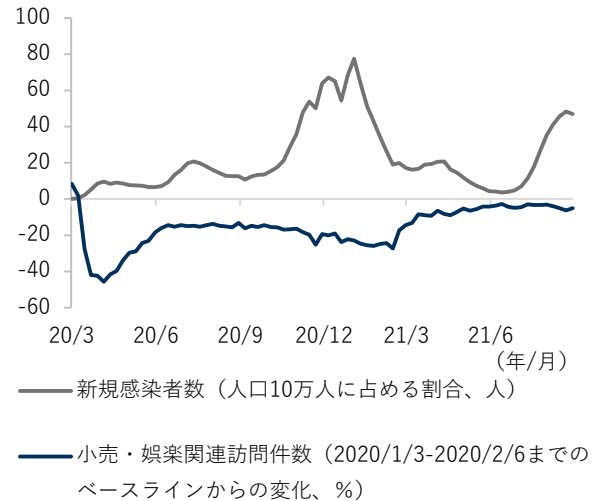
米国

引き続きFRBの金融政策動向が焦点

成長率は緩やかに鈍化へ

米国経済は、順調に回復を続けています。家計所得を押し上げてきた現金給付などの政策効果が既に剥落し始めていることや、足もとでデルタ株の流行に伴い感染が再拡大していることなどから、成長率は緩やかに鈍化へ向かうことが予想されます。一方で、感染拡大が経済活動へ及ぼす影響は過去の感染拡大局面と比較して小さくなっており、大幅な景気失速には至らないとみられます。感染拡大が抑制されれば、労働市場の回復や潤沢な家計貯蓄などを背景に、米国経済は巡航速度をやや上回るペースでの成長を続けると予想します。財および労働力の供給制約に伴うインフレ圧力にはピークアウトの兆しこそみられるものの、これが解消へ向かうには暫くの時間を要すると考えられます。インフレ率は当面の間高水準での推移を続けそうです。

新規感染者数と訪問件数の推移
(2020年3月2日～2021年8月30日、週次)



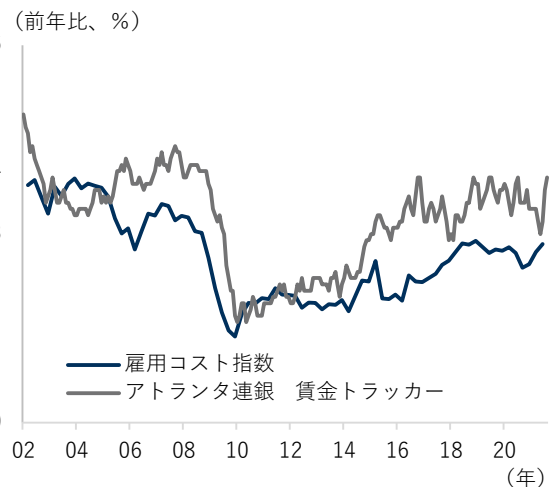
(出所) 米疾病予防管理センター、Google (Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports".
<https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2021/9/15>.) のデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBのインフレ評価と金融政策への影響に注目

米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長は、8月にジャクソンホールにて行われた年次会合における講演で「資産買入の買入ペース削減 (テーパリング) を年内に行うことが適切となり得る」と発言し、テーパリング開始に向けた地均しを進めています。今後の焦点は、FRBによる利上げのタイミングに移るでしょう。パウエル議長は、賃金動向がこれまでのところ比較的落ち着いて推移していることなどを背景に、足もとのインフレ上昇が「一時的」なものであるとの評価を維持しています。しかし、今後のインフレ率の動きやそれを取り巻く環境の変化によっては、こうした評価が見直される可能性があります。その際にはFRBによる利上げのタイミングが前倒しされることも想定され、金融市場への影響に注意が必要です。

米国の賃金動向

(雇用コスト指数：2002年1-3月期～2021年4-6月期、四半期)
(賃金トラッカー：2002年1月～2021年8月、月次)



(注) 賃金トラッカーは3ヵ月移動平均値の推移を表示。
(出所) CEIC、アトランタ連銀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。

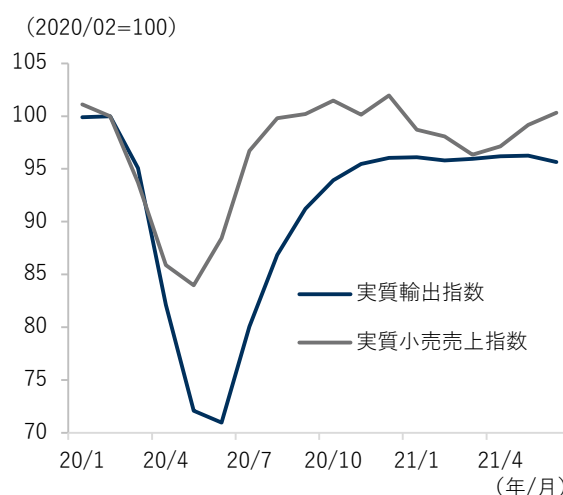
ユーロ圏

景気回復を背景に、ECBは資産買入を「微調整」

個人消費が大きく回復も、輸出に不透明感

ユーロ圏では、新型コロナウイルス感染拡大に伴う行動制限措置の長期化などを背景に、他国・地域と比較して経済活動の回復がやや遅れていました。しかし、今春以降各国の制限措置が段階的に解除されたことに加え、ワクチン接種証明を条件に娯楽施設や飲食店の利用を許可する動きが広がったことなどから、経済活動の再開が大きく進んでいます。特に、個人消費は2021年4-6月期の実質GDP成長率を牽引する強い伸びを示しました。他方で、世界的な供給制約の強まりを背景に、ユーロ圏諸国の輸出は足もとでやや停滞しており、先行きに対する不透明感が広がっています。供給制約が早期に緩和へ向かうか否かは、ユーロ圏経済の先行きを占う上での注目点の一つとなりそうです。

ユーロ圏主要4カ国の経済指標推移
(2020年1月～2021年6月、月次)



(注) ドイツ・フランス・イタリア・スペインの4カ国の単純平均。2指数ともに3ヵ月移動平均値を表示している。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ECBのテーパリングに注目が集まる

欧州中央銀行（ECB）は9月の理事会において、パンデミック緊急買入プログラム（PEPP）に基づく資産買入のペースを「微調整」し、9月までのペースからはやや減速させることを決定しました。ラガルド総裁は、12月の理事会でPEPPについてより包括的な議論を行うことを示唆しています。PEPPを2022年3月で終了させる方針が示されれば、市場参加者はこれを金融引締めへの布石と解釈する可能性があり、金融市場への影響に注意が必要です。ECBは今年7月に公表された「戦略見直し」の結果に沿ってフォワードガイダンスを刷新しており、利上げに踏み切るための3つの条件を示しました。現状ECBのインフレ見通しはこれらの条件を満たしておらず、ECBによる利上げは当面の間視野に入らないと予想されます。

ECBの利上げに係るフォワードガイダンス
(2021年7月ECB理事会のプレスリリースより引用)

フォワードガイダンスの内容	
条件①	見通し期間の期末よりも十分早い時期にインフレ率が2%に達することが予想されること
条件②	インフレ率が2%に達した後、見通し期間の期末にかけて2%を維持することが予想されること
条件③	基調的な物価動向が、インフレ率を中期的に2%に安定させるのに十分に進展したと判断されること

(出所) ECB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。

日本

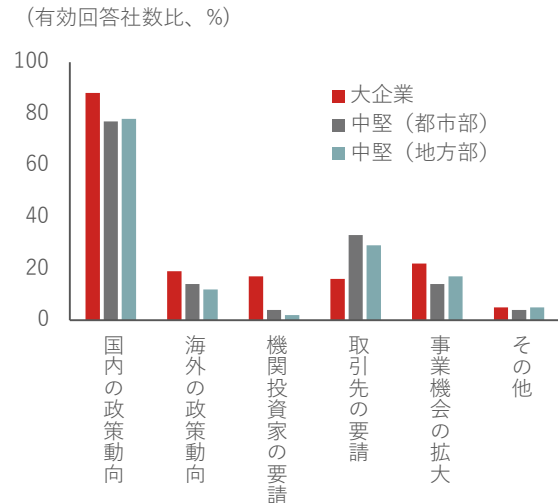
感染症対応の変化とデジタル化・グリーン化投資に注目

デジタル化・グリーン化のための設備投資に期待

東京で7月12日から適用された緊急事態宣言の延長が繰り返され、個人消費は足踏み状態となっています。しかし、いわゆるワクチンパスポートの活用で経済活性化を目指す動きも見えつつあり、ワクチン接種の更なる進展、治療薬の開発・実用化などがあれば、政府は需要喚起策を講じると見られ、年末に向けて消費が回復する可能性があるでしょう。

全国設備計画投資調査によれば、企業はコロナ禍で見送った設備投資とともにグリーン化・デジタル化のための投資にも取り組む姿勢を示しています。コロナ禍の中で業種間格差は拡大しているものの、社会的な要請を背景に、設備投資は堅調に推移すると見込まれます。

脱炭素社会実現に向けた取引を進める背景
(2021年6月22日を期日とした調査)



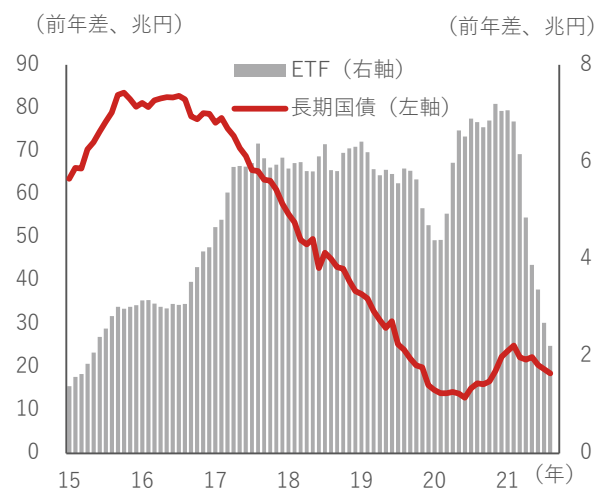
(出所) 日本政策投資銀行のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日本銀行の金融政策は現状維持

統計の基準改定によって携帯電話通信料下落の影響がより大きく表れたことを受け、6月のインフレ率は▲0.7%ptの下方修正となりました。ただし、こうした一時的要因を除けば、インフレ率は小幅なプラスが定着化しつつあります。インフレ率の実績値の低下がインフレ期待の押し下げに繋がれば、デフレ観測が再燃する可能性もありましたが、今のところ、そうした状況とはなっていません。3月の金融緩和の点検を経て、金融政策は柔軟性を高めており、当面はその範囲内で政策運営がなされると考えます。

なお、FRBやECBが資産買入れ縮小に動くと見られ、日本銀行と対比されることもあります。日本銀行は既に事実上の「テーパリング」局面にあります。実質的な金融政策の相違は大きくないと言えるでしょう。

日本銀行の資産買入れペース
(2015年1月～2021年8月、月次)



(出所) 日本銀行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ください。ご自身でご判断ください。

中国

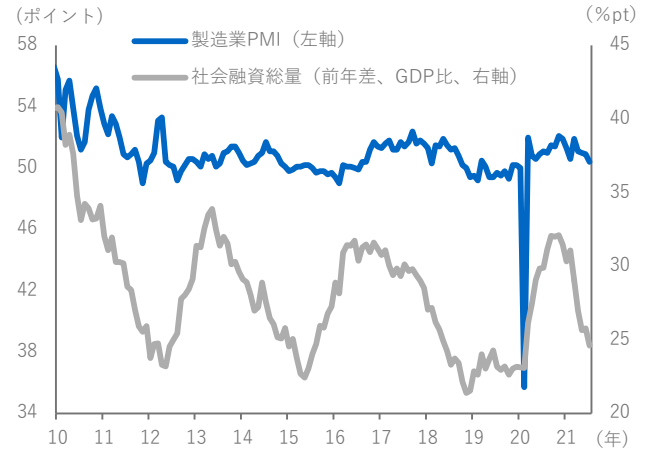
強い下押し圧力の後、来年初にかけて景気は安定を取り戻す

感染拡大と政策引き締めによる下押し圧力を受ける

中国経済は、昨年のショックからの反動や強い輸出によって好調を維持してきたものの、足元で二つの逆風を受けました。一つは、7月中旬以降の新型コロナウイルス感染再拡大です。中国の感染者数は世界基準で見れば少ないものの、当局が感染封じ込めに向けて強い制限措置を講じたため、経済活動に短期的なショックを与えました。もう一つは、政府債発行の遅れなどによる信用鈍化です。信用鈍化は投資減速などを通じて、内需に下押し圧力を加えました。

しかし、今後はこうした逆風の緩和が見込まれます。政府の制限措置の効果もあって感染は一旦鈍化し、各種制限措置も緩和に向かいました。さらに、当局は年後半の経済政策運営について、緩和方向に微調整を行う方針を示しています。

社会融資総量と製造業PMIの推移
(2010年1月～2021年7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

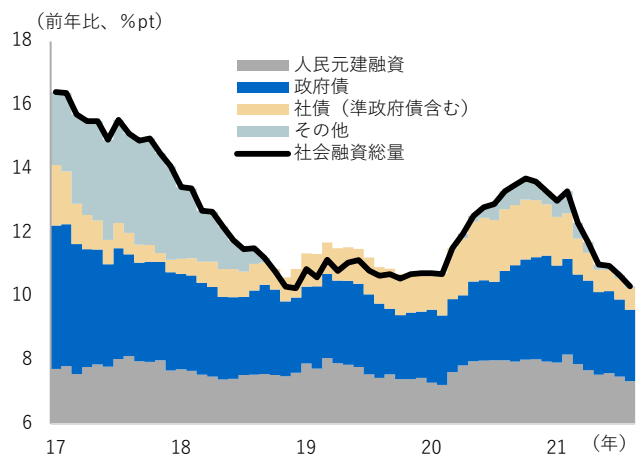
来年初にかけて、中国景気は安定を取り戻す見込み

財政面では、遅れていた地方特別目的債の発行を加速させる方針が示されました。年前半の発行は1兆元程度でしたが、年後半には2.5兆元を超える発行枠が残っています。

中国人民銀行は、緩和的な金融環境を維持する方針です。政府債発行の加速に対し、中国人民銀行は預金準備率の引き下げなどを通じて、流動性の引き締まりを回避すると見られます。ただし、将来的な金融リスクを懸念して、流動性の大量供給からは距離を置くでしょう。

総じて緩和的な金融環境の中で、政府債の発行が加速すれば、信用は底打ちが期待されます。信用の動きは景気に1-2四半期ほど先行する傾向があり、年末から来年初にかけて中国経済は安定を取り戻すと予想します。

社会融資総量の伸び率に対する寄与度
(2017年1月～2021年8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

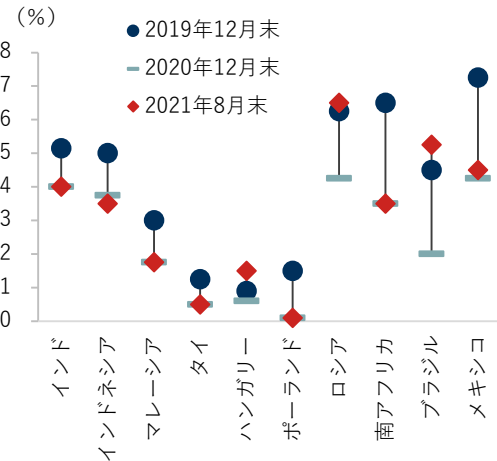
インフレとワクチン接種の動向が、金融政策正常化を占うポイントに

政策は正常化に向かうも足並みは揃わず

新興国経済は、国ごとにペースの差はあるものの、全体としては回復基調を継続しています。東南アジアの国では、デルタ株の感染拡大の影響を受けて、景気回復の動きに陰りが見えています。しかし、政府は感染抑制のみならず、経済への影響にも配慮するようになっており、景気の腰折れにはつながりにくいでしょう。

そして、景気回復基調が続く中で、危機対応としての金融緩和はその役目を終えつつあります。一部の国ではインフレ率の上昇など副作用が表出しており、金融緩和からの転換を迫られています。一方で、景気下支えを最優先し、金融緩和を継続している国もあり、新興国の中でもその足並みは揃っていません。

各国の政策金利の変化



(出所) CEIC のデータを基に野村アセットマネジメント作成

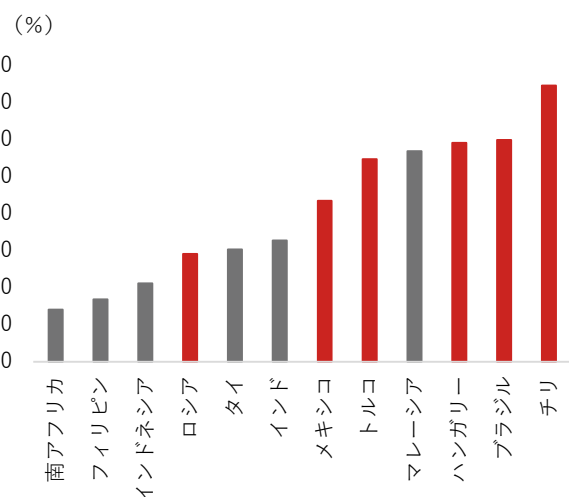
インフレとワクチン接種が焦点に

新興国間の金融政策のバラつきを考える上で注目したい1つ目のポイントは、インフレです。ブラジルやロシアでは、変動の大きい項目を除いたコアインフレ率が顕著に上昇してきており、金融緩和の副作用が見られています。これらの国では、他国に先んじて金融緩和の縮小、そして金融引締め動きに出しています。

2つ目のポイントは、感染拡大による景気の下振れリスクです。新興国間でワクチン接種動向には大きな差があります。ワクチン接種が進み、感染拡大による景気の下振れリスクは軽減したと中央銀行が判断すれば、金融政策の正常化に乗り出しやすくなります。

これら2つの要素は、今後の新興国間の金融政策動向を占う上でも、引き続き重要なポイントになるでしょう。

ワクチン接種率と利上げの有無



(注) 赤は利上げを行っている国、グレーは利上げを行っていない国を表している。利上げの有無は2021年8月末時点で判定。ワクチン接種率は少なくとも1回接種した人の割合を表す。ワクチン接種率は2021年8月24日時点のデータ。ただし、フィリピンは2021年8月15日時点のデータ。

(出所) CEIC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。

各国経済・市場見通し

			2021				2022		2019	2020	2021	2022
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	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	2.9	11.8	4.5	4.6	5.0	4.6	2.7	-3.4	5.8	4.4
	先進国	*2	2.1	7.2	3.8	5.7	3.7	3.1	1.7	-4.9	5.1	4.0
	新興国	*1,*3	9.0	10.1	5.0	4.6	4.8	5.3	4.4	-0.9	7.0	5.0
	米国		6.3	6.6	4.4	5.6	3.7	3.0	2.3	-3.4	5.8	4.0
	ユーロ圏		-1.1	9.2	3.5	4.8	3.3	2.9	1.5	-6.5	4.6	3.6
	日本		-4.2	1.9	1.5	6.2	2.5	1.9	0.0	-4.6	2.5	2.8
	中国	*1	18.3	7.9	5.0	4.9	5.6	5.8	6.0	2.3	8.4	5.5
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	1.6	3.0	3.2	3.5	2.8	2.3	2.2	1.6	2.8	2.3
	先進国	*2	1.3	3.1	3.3	3.5	2.7	2.0	1.5	0.8	2.8	2.0
	新興国	*3	2.2	2.9	3.1	3.5	2.9	2.7	3.3	3.0	2.9	2.7
	米国		1.9	4.8	4.6	4.3	3.5	2.1	1.8	1.2	3.9	2.4
	ユーロ圏		1.1	1.8	2.5	2.9	2.1	1.5	1.2	0.3	2.1	1.4
	日本	*5	-0.5	-0.6	0.1	0.5	-0.1	0.5	0.6	-0.2	-0.2	0.4
	中国		0.0	1.1	1.1	2.3	1.5	1.7	2.9	2.5	1.1	1.6
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25	0.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	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	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	4.15	3.85	3.85	3.85
10年債利回り (期末値、%)	米国		1.74	1.47	1.49	1.50	1.50	1.50	1.92	0.91	1.50	1.50
	ドイツ		-0.29	-0.21	-0.20	-0.20	-0.30	-0.30	-0.19	-0.57	-0.20	-0.30
	日本		0.10	0.06	0.07	0.10	0.10	0.10	-0.01	0.02	0.10	0.10
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		3,973	4,298	4,308	4,620	4,620	4,800	3,231	3,756	4,620	5,040
	ユーロ300		1,654	1,749	1,759	1,880	1,890	1,940	1,624	1,537	1,880	2,000
	TOPIX		1,954	1,944	2,030	2,140	2,140	2,200	1,721	1,805	2,140	2,300
	MSCI EM (\$)		1,316	1,375	1,253	1,320	1,320	1,380	1,115	1,291	1,320	1,430
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.18	1.19	1.16	1.20	1.20	1.20	1.12	1.22	1.20	1.18
	日本円/米ドル		110.5	111.0	111.6	108.0	108.0	108.0	108.7	103.2	108.0	108.0
	日本円/ユーロ		129.9	131.6	129.3	130.0	130.0	130.0	122.0	126.3	130.0	127.0
	人民元/米ドル		6.56	6.46	6.46	6.40	6.40	6.40	6.97	6.54	6.40	6.55

		2019	2020	2021	2022
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド・ルピー	71.4	73.1	72.0	76.0
	インド・ネパール・ア	13,883	14,050	14,200	14,800
	ブラジル・リアル	4.0	5.2	5.0	5.2
	メキシコ・ペソ	18.9	19.9	19.5	20.5
	ロシア・ルーブル	62.1	74.0	72.0	76.0
	トルコ・リラ	6.0	7.4	9.2	10.8
政策金利 (%)	インド	5.15	4.00	4.00	4.50
	インドネシア	5.00	3.75	3.50	4.25
	ブラジル	4.50	2.00	8.25	7.75
	メキシコ	7.25	4.25	5.00	5.00
	ロシア	6.25	4.25	7.00	7.00
	トルコ *6	11.43	17.03	18.00	15.00

(注) 見通しは2021年9月17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

- S&P500株価指数
- MSCI等ウェイト指数
- MSCIクオリティ指数
- MSCIバリューウェイト指数
- MSCIモメンタム指数
- MSCI最小分散指数
- MSCI高配当利回り指数
- MSCI Japan Index
- MSCI Kokusai Index
- MSCI日本株女性活躍指数 (WIN)

- 「MSCI等ウェイト指数」、「MSCIMSCIクオリティ指数」、「MSCIバリューウェイト指数」、「MSCIモメンタム指数」、「MSCI最小分散指数」、「MSCI高配当利回り指数」、「MSCI Japan Index」、「MSCI Kokusai Index」および「MSCI日本株女性活躍指数 (WIN)」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&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。
- P12.P13で使用した著作権について：MSCI ESGリサーチLLCとその関連会社を含む（ただしこれに限定されない）情報提供者は、その信頼する情報源から情報（以下「本情報」といいます）を入手していますが、いかなるESG当事者も、本資料中のいかなるデータについても、その独創性、正確性、および/または完全性を保証するものではなく、商品性、特定の目的への適合性を含めて、一切の明示または黙示の保証をしません。本情報は、お客様の内部的使用の目的のみで使用することができ、いかなる形式によっても複製または配布はできませんし、いかなる金融商品、商品または指標の基礎または構成要素としても使用することはできません。さらに、どの有価証券を売買するかや、いつ売買するかを決定するために、いかなる情報もそれ自体で使用することはできません。ESG当事者はいずれも、本資料中のデータに関連する誤りまたは遺漏に関して一切の責任を負わないとともに、直接、間接、特別、懲罰的、結果的またはその他の損害（逸失利益を含みます）に対する責任を、かかる当該損害の可能性について通知されていたとしても、一切負いません。

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

2021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