

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

2022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2022年新春号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。  
新型コロナウイルス・パンデミックも2年目を終え、治療薬開発に前進が見られる一方、新たな変異株「オミクロン型」の感染拡大が世界を悩ませています。一方、マーケットでは、主要先進国において金融緩和の出口戦略が始まっており、英国などの一部の国では利上げが始まっています。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。まずは伝統的資産の運用責任者たちによるマーケット見通しを特集し、トピックでは、J-REITと足元でホットな話題である2050年のネットゼロに関して取り挙げています。また、マクロの視点からも毎号同様のラインナップで経済を分析しました。  
なお、各意見は2021年12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 2022年 新春号

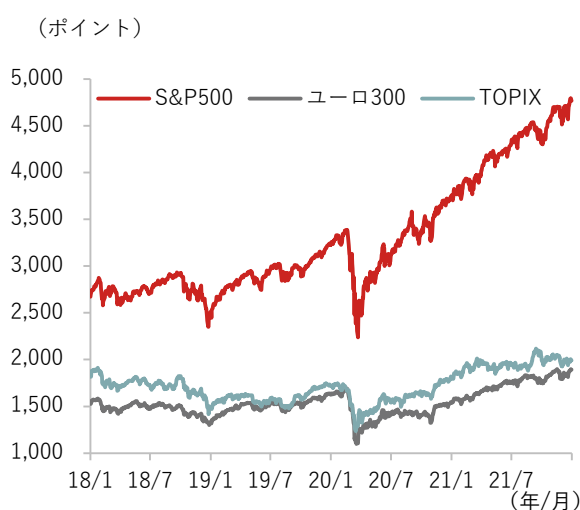
02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	21 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	22 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	23 景気循環
06	債券・為替	24 米国
09	日本株式市場	25 ユーロ圏
11	外国株式市場	26 日本
	トピック	27 中国
15	J-REIT市場	28 新興国
18	加速する2050年ネットゼロ	29 各国経済・市場見通し

# 金融市場の動き

2021年10-12月期の金融市場において、期の前半は、米国の株式市場が上昇するとともに、長期債利回りは上昇しました。しかし、期の後半には、オミクロン株への懸念から株価は一時軟調に推移し、長期債利回りは低下しました。また、米国の金融緩和の縮小が意識されたことで、米ドルは円やユーロ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

## 10年国債利回りの推移

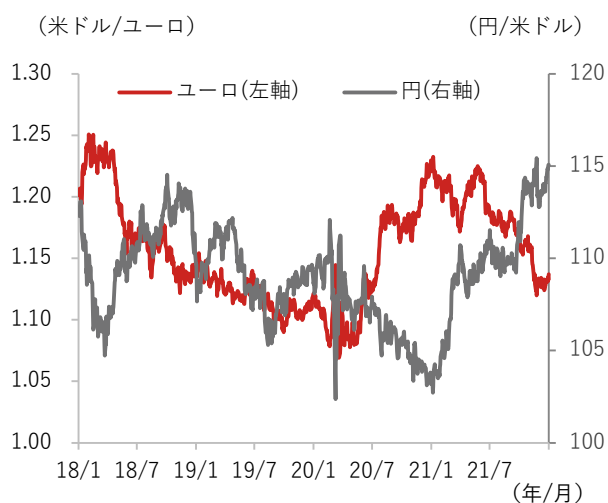
(2018年1月2日～2021年12月31日、日次)



(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

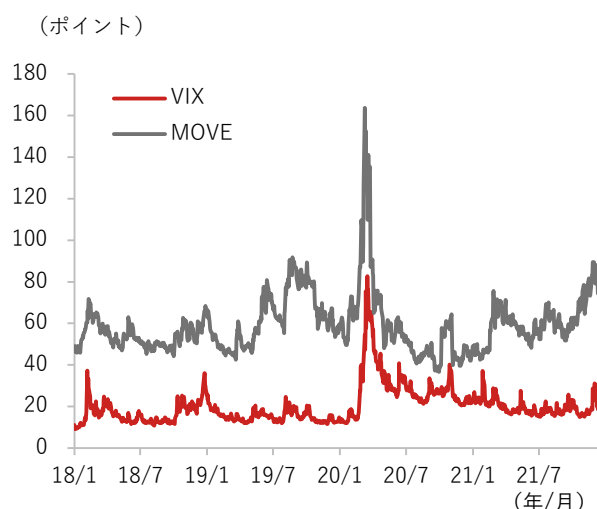
(2018年1月2日～2021年12月31日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## VIX・MOVEの推移

(2018年1月2日～2021年12月31日、日次)



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

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

金融政策正常化のツールと持続性に注意



シニア・エコノミスト  
胡桃澤 瑠美



常務執行役員・CIO  
荻原 亘

## 米国の金融正常化パスが前倒しに

2021年10-12月期は、高インフレ継続の下で、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策見通しに目まぐるしい変化がありました。また、新型コロナウイルス感染症の新たな変異株であるオミクロン株の流行も注目されました。

11月、FRBは資産買入れ額の縮小（テーパリング）を決定しました。この時に決定したテーパリングのペースが持続すれば、2022年央にテーパリングが完了する見通しでした。しかし、10月のインフレ率が市場予想に反して一段と加速し、高インフレを背景に実質賃金上昇率がマイナスとなる中、早期にテーパリングを完了させ、利上げ可能時期を前倒しする必要があるとの見

解が主流となり、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でテーパリングのペース加速が決定されました。

利上げ可能時期を「テーパリング完了後」かつ「景気や物価のモメンタムが懸念すべき鈍化に至る前まで」と見ると、2022年3月から秋頃までは金融引き締めが正当化されやすいでしょう。

また、欧州中央銀行（ECB）も資産買入ペースの縮小を、イングランド銀行（BoE）は政策金利引き上げをそれぞれ決定するなど、金融政策スタンスの調整に向けた動きが広がっています。

## 金融正常化のための選択肢次第でイールドカーブへの示唆が異なる

FRBが「ビハインド・ザ・カーブの行き過ぎ」には陥らないとの見方の下、債券市場における利上げ織り込みが進んだ結果、短期金利の上昇に長期金利が追従せず、長短金利差は縮小傾向にあります。

当社はFRBが2022年3月にテーパリングを完了させ、インフレ率が2%目標対比で高めの位置にある間、年内2回の利上げを予想しています。政策金利の影響をより強く受ける短期金利は上昇するものの、インフレ率が鈍化する下で長期金利は横這い圏の推移を続け、長短金利差がさらに縮小する可能性があるでしょう。

他方で、テーパリング後の金融政策正常化パス

として、利上げよりもFRBのバランスシート縮小（保有資産の償還金再投資停止）が選好されると、長期金利が上昇し、むしろ長短金利差が拡大することも考えられます。

ある程度利上げを進めた後、バランスシート縮小を議論すると見る向きが一般的ですが、長短金利差逆転（逆イールド）となれば、景気後退の先行指標として取り沙汰されてセンチメントが悪化するリスク、また金融仲介機能の停滞、あるいは過度なリスクテイクに繋がるリスクもあります。そのため今後はバランスシート縮小に関する議論が早期に進展するか注目されます。

---

## 株価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。

足もとで日米欧の主要先進国・地域の代表的な株価指数の2022年の予想増益率は前年比+10%弱となっており、これと同程度の株価上昇を見込んでいます。当社の基本シナリオでは米国長期金利の大幅な上昇を見込んでいませんが、株式市場においては、株価の「割引率」が低位に留まることで株価を支えられと考えられます。

ただし、その中身を見れば、成長モメンタムが鈍化する下で特定の業種や銘柄を選別する動きが生じるでしょう。

一方、仮にインフレ率が2022年後半も高止まり、実質的な所得環境が大幅に悪化するなど「スタグフレーション」を想起させるような経済情勢になれば、リスク資産価格の調整に繋がる可能性があります。

---

## 2022年後半に米ドル高の若干の揺り戻しへ

---

高インフレ警戒を背景にFRBの利上げ織り込みが進む中、米ドルは対円、対ユーロで増価してきました。見通し期間において、現在金融市場が織り込む以上の金融引き締めは起こらないとの基本シナリオの下、金融政策格差によって大幅な米ドル高になるとは見えていません。2022年前半は円、ユーロに対して現状程度の米ドル高水準で推移すると考えています。

時間の経過とともに米国経済の成長ペースが鈍化し、インフレ率も落ち着いてくれば、FRBが追加で大幅な利上げを決定しないのではないかという見方が高まり、2022年終盤にはこれまでの米ドル高が若干揺り戻されるでしょう。

その際、金融市場が先行きの成長鈍化を強く意識すれば、相対的には円が選好されやすくなるかもしれません。主要3通貨間の変動は大きくないと考えますが、敢えて順位付けをするとすれば、相対的に強い順に、円、米ドル、ユーロとなる可能性が相応にあると見えています。

他方、米ドル高が一段と加速するシナリオとしては、FRBがインフレ抑制のためのより強力な引き締めとして1回当たりの利上げ幅を拡大させたり、利上げとバランスシート縮小を同時並行で進めるといったスタンスを示す場合などでしょう。

# 債券・為替

米国をはじめ先進国での利上げが意識される展開に



シニア・ポートフォリオマネージャー  
加藤 航

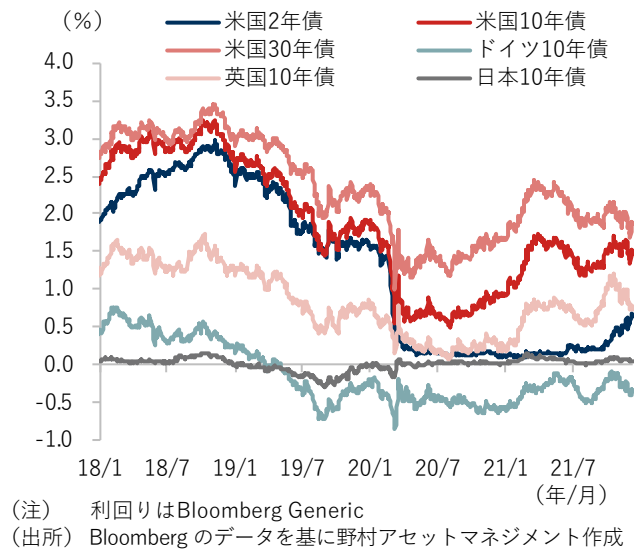


ヘッド・オブ・フィクスト・インカム  
野村AM-UK  
前田 有司

## グローバルに利上げ織り込みが進行

債券市場では、主要中銀による金融引き締めが意識される展開となっています。市場参加者の当面の金融政策見通しを反映する短期債利回りはグローバルに上昇基調で推移しました。米国の2年国債利回りは2021年半ば頃までは、政策金利と概ね同水準で推移してきました。しかし、年後半にはインフレ圧力の高まりなどから、FRBによる早期の利上げ実施に対する警戒が高まったことで、0.5%を上回る水準まで上昇してきました。一方で、主要国の長期債の利回りについては、長期的にはインフレ率や成長率が安定化するとの想定を背景にここ数ヶ月はレンジ内での推移にとどまりました。

各国国債利回りの推移  
(2018年1月2日～2021年12月10日、日次)



## パウエル議長はインフレへの警戒を強め始める

FRBのパウエル議長は、これまでインフレの加速が「一時的」であるとし、早期の利上げ実施には否定的なスタンスを示し続けてきました。しかし、高インフレが持続するリスクに鑑みて、12月のFOMCの声明文から「一時的」という表現を削除しました。政策面では、11月に開始したばかりのテーパリング（量的緩和の縮小）についてペースの加速を決定しました。テーパリングを当初の想定よりも早期に終了することで、高インフレが持続した場合に備えて、利上げ開始時期の自由度を高める狙いがあると考えられます。

先進国の一部の中央銀行については、物価の上昇と堅調な景気回復を受けて、既に利上げを開始しました。英国のイングランド銀行（中央銀行）は、12月の会合で0.15ポイントの利上げに踏み切りました。また、ニュージーランド準備銀行も、2会合連続で0.25ポイントの利上げを実施しました。

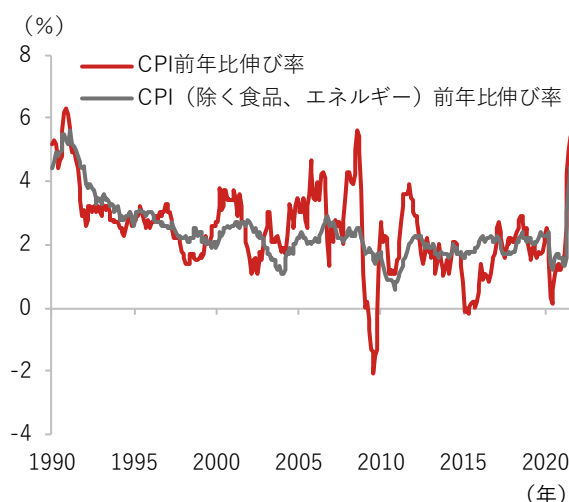
一方で、ECBや日銀など長引く低インフレへの対応に苦慮してきた中央銀行については、足元の世界的なインフレ上昇を受けても早期の金融政策正常化には慎重な姿勢を維持しています。

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。

## 米国では堅調な景気回復を遂げる中で、インフレ懸念が高まる

米国経済は潜在成長率を上回る景気回復が続いています。夏場にかけて、新型コロナウイルス変異株の感染拡大によりサービス消費の抑制が見られたものの、雇用所得環境の改善や過剰貯蓄の残存による堅固な消費基盤に支えられ、個人消費は底堅く推移しました。労働市場も概ね順調な雇用拡大を示し、失業率は低下しました。一方で、インフレ率は依然として高水準にあり、11月の米国消費者物価指数（CPI）（除く食品、エネルギー）の前年比伸び率は+4.9%となりました。帰属家賃の伸びが加速しているほか、長引く供給制約に伴い中古車価格は高止まりしています。エネルギー価格の上昇も続いており、WTI原油価格は一時、80米ドル/バレルを超える水準まで達しました。

米国のインフレ率の推移  
(1990年1月～2021年11月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 債券利回りは上昇圧力がかかると見る

私共は、足元の高インフレの一因となっている供給制約が徐々に解消するにつれて、インフレ圧力が緩和していくことをメインシナリオとして掲げています。

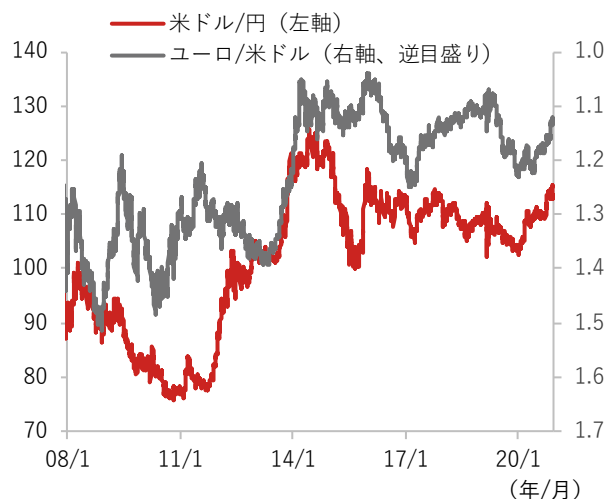
ただし、パウエル議長がインフレ圧力の持続に警戒感を高めているように、高インフレが長期化するシナリオが示現するリスクが高まっていると考えています。需要が想定以上に強まり、じりじりと上がっている長期のインフレ期待が一段と上昇した場合、基調的なインフレ率がFRBの目標である2%を超えて推移し続けると考えられます。加えて、足元で感染が拡大しているオミクロン株など新型コロナウイルス変異株の感染拡大によって経済活動が制限された場合

には、供給制約の解消が後ずれすることとなりインフレ圧力が長引くリスクがあります。景気回復の継続により、米国を中心に世界的に債券利回りは緩やかな上昇が続くと想定しています。米国の短期債利回りは、足元で既に2022年中に複数回の利上げを織り込んでいます。当面は利上げ織り込みがさらに大きく進むことは難しいと考えられ、利回りの急速な上昇は見込みづらい状況です。しかし、インフレ率の高止まりが長期に亘って続いた場合には、利上げペースの加速を織り込みながら、利回りには一段の上昇圧力がかかるリスクがあると見ています。

## 為替市場におけるインフレの影響は期間によって異なる

世界的に見られるインフレの高進が金融市場に与える影響が注目されています。為替市場への影響について、私共は短期的に米ドル高、長期的には米ドル安の要因として働く可能性が高いと見ています。当面は、米国でのインフレ圧力の増大を受けて、FRBが利上げを前倒しするという思惑が一時的に米ドルを上昇させると見ています。しかし先進国の中で米国のインフレ率が相対的に高位にあることに鑑みると、米国でのインフレ圧力の増大は、購買力平価の観点から時間をかけて米ドルに下落圧力をかける可能性があります。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移  
(2008年1月2日～2021年12月10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

## 米ドルの反転下落を予想する

2021年半ば以降、FOMCにおいてメンバーの政策金利見通しが引き上げられるなど、米国での物価の高止まりを受けてFRBがタカ派的な姿勢を強めたことが、米ドルを押し上げてきました。FRBによる利上げペースのさらなる加速が織り込まれる場合には、引き続き米ドル高圧力がかかると想定されます。しかし、既に市場では当面の利上げを織り込んでいることや、FRBと同様に他国でも金融政策の正常化が意識されやすくなることに鑑みると、金融政策の観点からは米ドルが上昇する余地は限定的になってきていると考えています。

寧ろ今後は、米国経済の好調が世界に波及し、

欧州においても景気回復の進展が見られる中で、米国の経常収支赤字を背景に、米ドルが下落し、ユーロに上昇圧力がかかると見ています。円については、日銀が強力な金融緩和を継続していることや、エネルギー価格の上昇を受けて日本の経常収支が悪化することを踏まえると、米ドルやユーロに対して下落しやすいと見ています。資源国・新興国通貨は、グローバルな景気回復や資源価格の高騰が上昇圧力となる一方で、主要中銀の金融引き締めへの転換の可能性や中国経済の減速懸念などから、全体としては方向感が出づらいつ展開を想定しています。



# 日本株式市場

企業の利益創出力評価がより重要に



執行役員・CIO  
村尾 祐一

## コロナ影響の長期化から出遅れが鮮明となった2021年

2021年の日本の株式市場は、年央まで新型コロナのワクチン接種の遅れに伴う経済活動の停滞を反映し、海外市場に対して顕著に出遅れる展開が続きました。新政権誕生への期待感から夏場にかけて大幅に上昇する局面もありましたが、その後発表された政策は市場の見通しを引き上げるには至らず、基本的には横ばい圏での動きとなりました。景気が大幅に悪化した2020年央からのグローバル景気回復の勢いが鈍化し始めたことや、中国政府による規制強化や不動産大手の倒産懸念、コロナ変異株の発見などの悪材料も、日本株全体の上値を抑える要因となりました。新型コロナの感染状況と各国の活動規制、ワクチンの有効性は、来年度もリスク要因として引き続き残る状況が続くと思われます。

国内外の株式の推移  
(2020年12月31日～2021年12月13日、日次)



(注) 米国株はS&P500、欧州株はFTSEユーロファースト300、日本株はTOPIX  
(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 回復基調が続いた企業業績と懸念材料

株価は全体として横ばい圏の動きでしたが、企業業績は上方修正を伴い回復過程をたどりました。ワクチン接種の浸透により需要が回復する一方、供給面での混乱から資源価格や海運市況などが大幅に上昇しました。半導体や電子部品の不足のため、自動車産業などの製造業は大幅な減産をせざるを得ない状況となりましたが、想定以上の値上げの効果やコスト削減を背景に、全体としては期初想定を上回る増益率を達成する見込みです。21年度は、東証一部全体で33%、22年度は約10%の経常増益が予想されています。一方、原材料価格の上昇を転嫁できている業種とそうでない業種の格差も浮き彫りとなりました。全体としては企業部門の取引条件は悪化し

ており、その影響は今後顕在化してくると思われます。

国内物価の推移  
(2010年1月～2021年11月、月次)



(注) 企業物価は2010年1月から2021年11月まで、消費者物価は2010年1月から2021年10月まで  
(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。

## インフレ環境を生む長期的な要因

新型コロナや天候要因に起因する供給網の混乱が、幅広い産業分野で物価上昇を招きました。こうした要因を背景とした供給制約は一時的で、いずれ正常化すると予想される一方、より長期的にインフレ的な環境を持続させ得る要因が影響力を高めつつある点には注意が必要です。その一つは、地球温暖化対策のための多くの取り組みです。温暖化ガスの排出を抑制するための新たな素材や技術が提供するエネルギーは、安価な化石燃料を原料としたものと比較してはるかに割高、かつ不安定です。同時に、化石燃料の供給を増やすための投資が行われなくなる事も、十分なエネルギー供給ができない現状ではインフレ的な環境を招きます。また、中国と米国の対立を含む、各国の政治的対立が生む供給網の断絶、非効率化も物価上昇要因です。

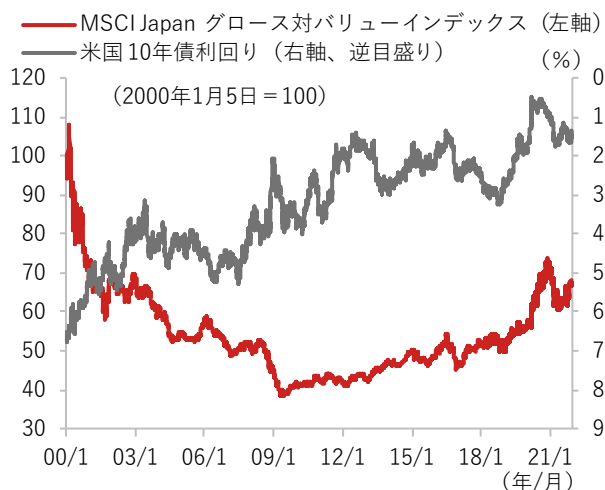
## 企業の利益創出力見極めがより重要に

株式市場では、過去10年超にわたる長期金利の持続的な低下と、それに伴う株価評価の拡大/縮小が株価パフォーマンスの決定要因として大きな役割を果たしてきました。この1年に見られた様に、そうした環境が転換点にあるとすれば、今後の株価の決定要因として、利益とその安定性がより重要となってきます。ESG投資の視点は、投資先企業が環境や社会問題を含む事業リスクに対してどのようにリスク管理を行い対策を打っているのか、という評価を行うものですが、これは事業経営の巧拙を評価することに他なりません。銘柄選択においては、単に開示された情報を外形的に評価するのではなく、投資先企業の事業への取り組みがどのように利益に結びついているのかを、実態面で評価していく

こうした環境保全や政治的対立を背景とした要因は、より長期的、構造的な性質を持ち、ネットゼロ社会を構築するための投資や、経済安全保障を維持するための最先端技術への投資といった、投資需要全体を底上げする効果を持つと思われます。世界経済は長らく民間部門における過剰貯蓄を背景とした金利低下を経験してきました。大幅な政府部門の赤字を支えてきた民間部門貯蓄が投資に振り向けられるという資金の流れの変化は、少なくとも今後の金利低下余地を縮小させる働きをもつと思われます。情報技術の進展による生産性の改善、高齢化社会がもたらす潜在成長率の低下など、低成長、低金利、低インフレを支える要因に変化はありませんが、新たな長期的潮流は今後影響力を強めていく事になると思われます。

事が今後さらに重要となるでしょう。

MSCI Japanグロス対バリュートレインデックス  
と米国10年債利回りの推移  
(2000年1月5日～2021年12月13日、日次)



(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



株式担当SIO  
中山 貴裕

インフレ警戒、金融政策正常化、米中間選挙などの不透明要因への警戒は必要だが、IT投資拡大に伴う幅広い恩恵に注目。先進国の強い需要を背景に、新興国株式市場の外部環境も良好。一方、クレジット環境の変化や新興国の各国の政策には注意が必要。

## 堅調な企業業績と緩和的な金融環境

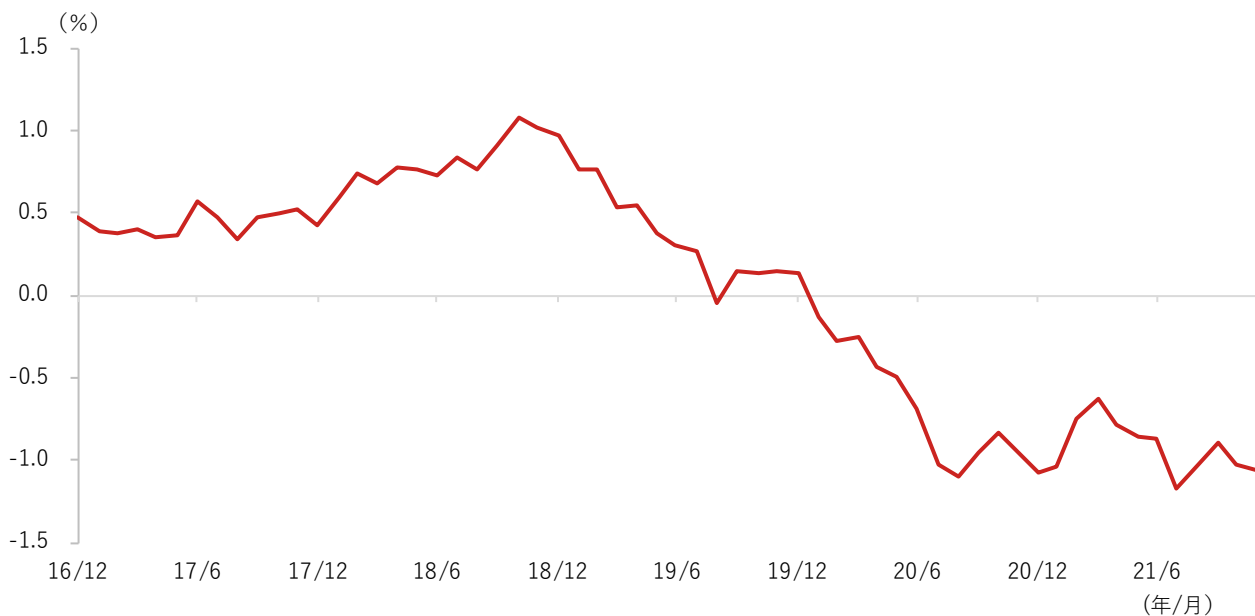
2021年11月末以降、パウエルFRB議長が議会証言で量的緩和の縮小ペースを加速させる可能性を示唆したことやオミクロン株に対する懸念が高まったことから、米国株式市場では今後の不透明感を背景に中長期の成長期待が評価されていたソフトウェア企業などが下落する展開となりました。一方、企業のファンダメンタルズに注目すると、2021年第4四半期の予想EPS（1株当たり利益）は、4四半期連続で20%増が見込まれ、2022年の年間予想EPSも8%の増益が見込まれています。また、現在の金融環境は依然として歴史的な緩和状態にあります。

米国の株式時価総額、約50兆米ドルに対し、マネーサプライ（M1：現金通貨、トラベラーズ

チェック、要求払預金、その他当座預金など）は、約20兆米ドルとなっています。

コロナ禍の特殊要因はあるものの、米国の株式時価総額の約4割に相当する現金（同等物を含む）が市場に滞留しているといえます。実質金利も、マイナス1%と歴史的な低水準で推移しています。現在のような緩和的な金融環境下で、中央銀行の政策転換が、本格的なリスク資産価格の下落につながる可能性は低いと思われませんが、足元で新興国のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドが拡大傾向にある点など、今後のクレジット環境の変化には注意が必要です。

米国実質金利（10年）の推移  
(2016年12月30日～2021年11月30日、日次)



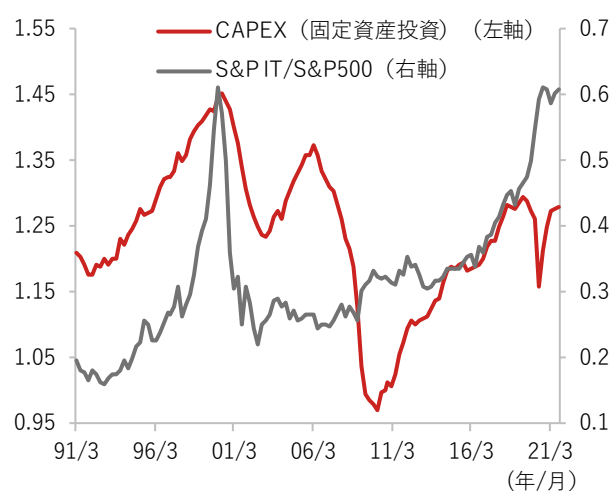
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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。

## インフレ環境下で加速する企業のIT投資

パンデミック後のサプライチェーン問題や人件費高騰、原材料価格上昇などを背景とするインフレ圧力が懸念される中、投資対象としてはエネルギーや資源関連企業が注目されやすいですが、見逃すべきでないポイントとして企業の自動化投資や効率化投資が加速しているという点があります。つまり、コロナ禍で進んだ人工知能（AI）やIoTなどの技術革新のトレンドは、インフレが懸念される環境においてもこれまで以上のスピードで進み、その影響は特定の企業ではなく経済全体あるいは、社会全体に及んでいくことが想定されます。足元で加速している企業のIT投資は中長期的にテクノロジー企業の業績に恩恵をもたらすと期待されます。

S&P500 ITセクター指数/ S&P500と  
固定資産投資（過去10年平均からの乖離）の推移  
（1991年3月～2021年9月、四半期）



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 新たに生まれる中長期の成長ストーリー

コロナ禍で大きく低下した実質GDP成長率の反動による高成長は、2021年2Qをピークに徐々に均衡水準に向かっていくと想定される中で、コロナ禍で加速したデジタルトランスフォーメーションなど、構造的な追い風を受けた成長分野に再度注目が集まることが期待されます。

2021年3Qの決算発表時に社名変更を発表したメタ・プラットフォームズ（旧フェイスブック）は、インターネット上に構築される仮想3次元空間である「メタバース」の時代が到来することを想定し、積極的な投資方針を発表しました。このメタバース関連の事業はIT企業の枠を超え、製造業や小売業者が製品開発、及びマーケティング調査などを仮想空間で実施したり、仮想空間内での商品販売や金融サービスを

手掛けることなども想定される中長期的な成長分野として注目されます。また、主要国の脱炭素政策を背景に電気自動車（EV）関連企業や水素関連企業なども、中期的な成長が期待される分野です。国際エネルギー機関（IEA）の予想では、グローバルのEV車両は2020年の1,100万台から2030年には1億4,500万台まで年率30%の成長が想定されています。テスラ社や世界の主要自動車メーカーに加え、高級スポーツカーで知られるフェラーリ社なども、2025年にEVの発売を目指しています。同時に、輸送機器市場において水素を原料とする燃料電池も注目されます。アマゾン社やウォルマート社などはすでに物流拠点で水素燃料電池を利用したフォークリフトを積極的に活用し、効率化と環境問題への取り組みを進めています。

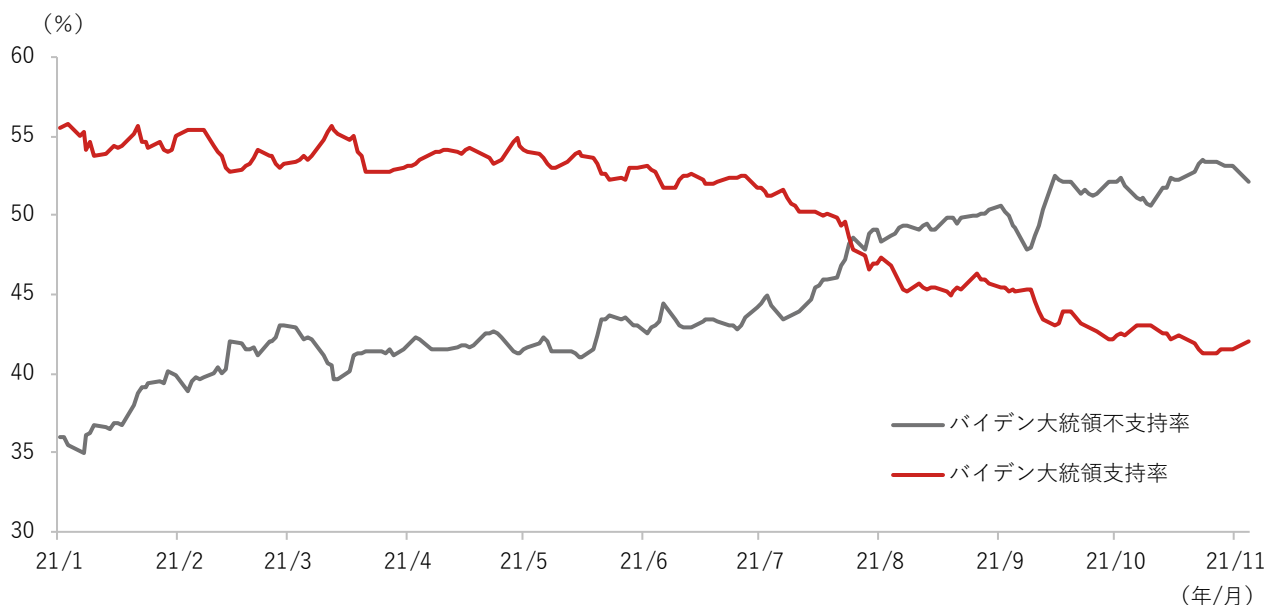
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投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

## 2022年の米国中間選挙：ゲリマンダーと移民問題の影響

インフレ動向や米連邦準備制度（FED）による利上げタイミングなどの金融政策動向に加え、2022年11月に予定される米国中間選挙も注目すべきイベントです。2020年1月、米国ジョージア州における上院決選投票により、民主党が大統領、上院、下院を抑えるブルーウェーブが確定した際、バイデン政権の政策を期待したインフラ関連銘柄や、金利上昇期待から金融セクターなどのシクリカル銘柄が市場の牽引役となる一方、最先端分野で独自の高い技術力をもつテクノロジー企業を中心とした成長株は、弱含んで推移しました。

足元では、バイデン大統領の実行力に対する懸念の高まりが各種世論調査で示唆されていることに加え、2021年はゲリマンダー（選挙区割り見直し）が実施される予定で、下院では共和党が優位になる可能性が指摘されています。また、現在、欧州で注目が高まっている移民問題が米国でも再度注目される場合、移民政策に寛容な民主党が上院選挙でも影響を受ける可能性が考えられます。選挙結果によっては、今後の政策や予算審議への影響も想定されることから、注視が必要だと考えています。

バイデン大統領の支持率・不支持率  
(2021年1月27日~2021年11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

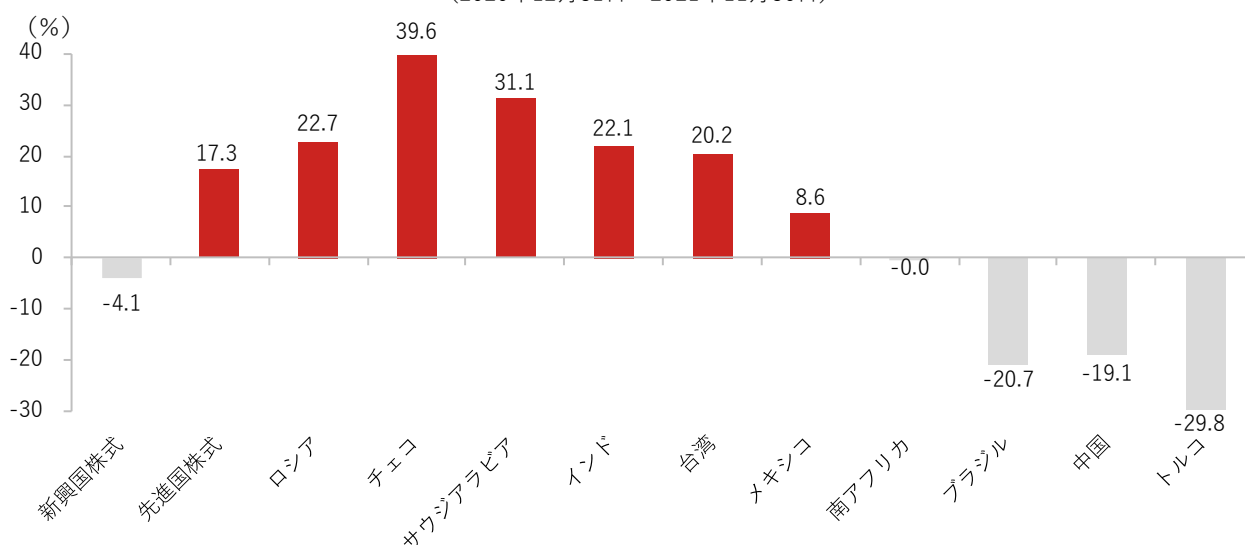
## 新興国株式：2022年の外部環境は良好ですが、各国の経済政策に注意

MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）は年初来マイナス圏で推移しましたが、各国の収益率には大きな差があります。年初に指数の約4割を占めた中国株はインターネット企業への規制の強化や大手不動産企業の債務問題などを受けて大幅に下落し、新興国株式市場全体への重石となりました。一方、原油高を背景にサウジアラビア株やロシア株は大幅に上昇しました。また国内で新型コロナウイルスの感染が収まりつつあるインド株や電子部品への強い需要の恩恵を受けた台湾株の収益率の高さも目立ちました。2022年は、米国の金融引き締めが重石になると見られますが、チェコ、ロシア、メキシコ、南アフリカなどの新興国の中央銀行はすでに利上げサイクルに入り、米国の金利と比べて魅力的な金利差を維持しています。また、この利上げサイクルによる国内景気への悪影響はまだ見られません。外部環境はむしろ一部の新興国株式

市場の下支えになるとみています。主要先進国において、コロナ禍からの景気回復が続いており、財政拡大もグローバル需要を押し上げているからです。また、商品市況も足元でやや調整したものの、高い水準を維持しており、景気敏感株や資源株には良好な投資環境であるといえます。例えば、注目する市場の1つは南アフリカです。中国のインターネット会社に投資する銘柄の市場ウエイトが高かったことや足元の変異株の感染拡大の影響で年初来の収益率がふるいませんでした。感染が収束し、国営電力会社の再編などの構造改革の効果が現れれば、上昇する可能性が高いと考えます。

一方、リスク要因としては、年初来で大幅に下落した中国、トルコやブラジル市場でみられたように、国内の経済政策が挙げられます。逆に、経済政策が見直されれば、これらの市場が2022年に大きく反発する可能性もあります。

株式市場の年初来収益率（米ドルベース:配当込み指数）  
（2020年12月31日～2021年11月30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しない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。

# J-REIT市場

まだら模様の回復が続くJ-REIT市場

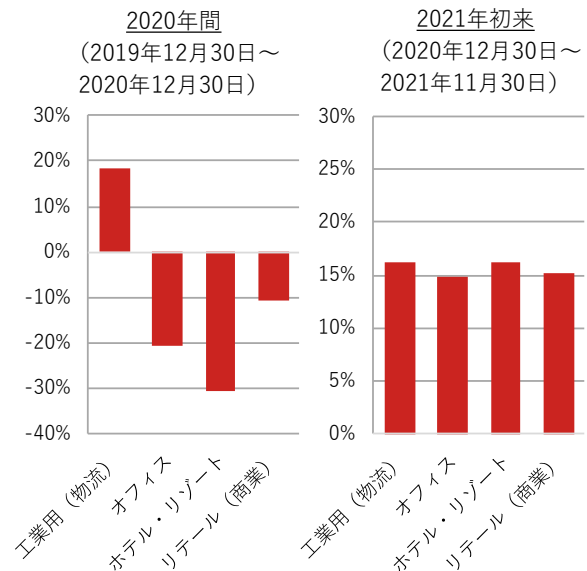


シニア・エクイティ  
アナリスト  
延原 知行

## 2021年のセクター別パフォーマンスに大きな差はない

2020年はコロナ禍においてもキャッシュフローが安定的でeコマースによる需要拡大も期待された物流セクターが堅調に推移しました。2021年初来ではコロナ禍後の回復を織り込む形でオフィス、ホテル、商業セクターのパフォーマンスがプラスに転じましたが、物流セクターも同様に堅調です。経済活動回復により期待されるオフィス出勤率上昇や人流の回復はオフィスや商業セクターにポジティブですが、一方で新たな変異株の出現や感染第六波の可能性に加えてコロナ禍以降に生じた社会変化が構造的に定着すると、物流施設に対する強い需要が継続することが背景と見られます。

東証REIT指数のセクター別リターン



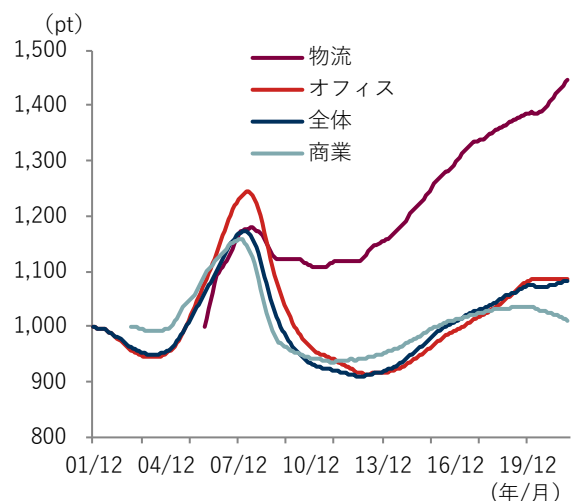
(注) 時価総額加重平均、業種分類はGICSの産業サブセクター分類  
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## コロナ禍後も不動産価格は堅調

コロナ禍後、オフィスや商業施設の賃貸市況は減速していますが世界的な金融緩和の効果から不動産価格は全体としては堅調です。このためJ-REIT各社のNAV（純資産に保有物件の含み損益を加えた金額）は安定的に推移しており、NAV倍率（投資口価格÷1口当たりNAV）等の投資指標面でも下支え材料となっています。またJ-REIT各社は保有不動産のキャッシュフローが下方圧力を受ける中でも相対的に有利な価格で物件を売却することが可能なため分配金を維持する上での選択肢が増えていきます。ファンダメンタルズが好調な物流セクターではコロナ禍後も保有不動産の価格は上昇しています。

J-REIT保有物件の価格推移

(2001年12月～2021年8月、月次)



(注) 個別物件の期中鑑定価格変動などに基づいたキャピタル収益率を集計

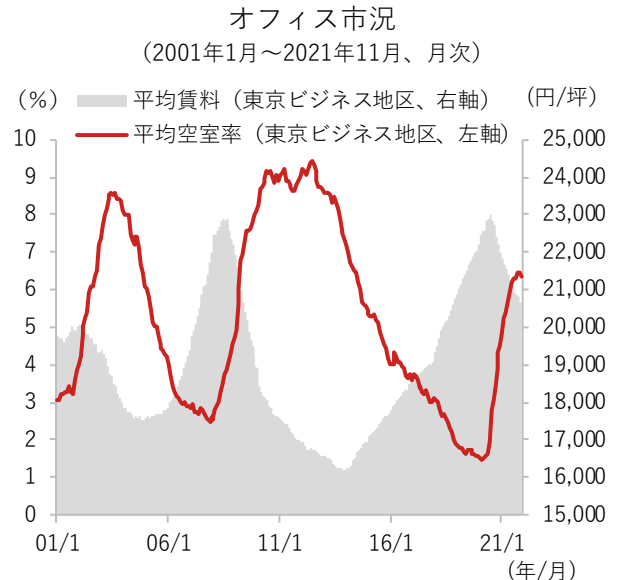
(出所) 不動産証券化協会のデータをもとに野村アセットマネジメント作成

※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、ご自身でご判断ください。

## オフィス市況の減速は緩やかに

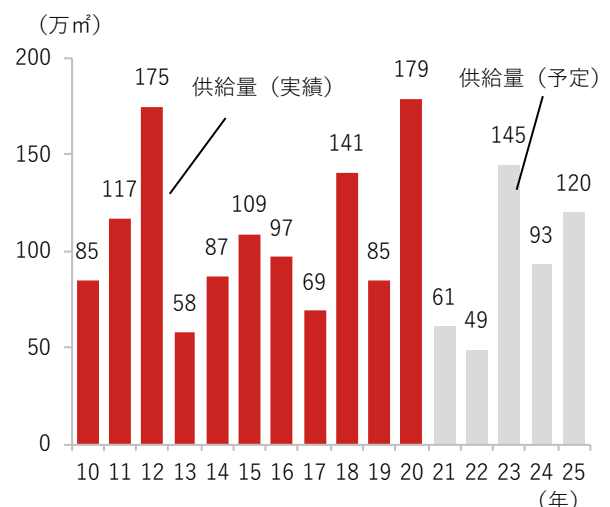
コロナ禍以降、テレワークとの親和性が高いIT関連企業や業績面で大きな打撃を受けたテナントからのオフィス解約の影響により空室率は上昇基調で推移してきました。当面はオフィス出社率低下により余剰となっているオフィス床の解約が先行することも予想されます。また大口テナントの多くはポスト・コロナのオフィス戦略を再検討している途中で様子見姿勢が続いている状況です。一方で緊急事態宣言の解除によりオフィス床を探すテナントの動きも一部回復してきており、2021年11月の空室率はコロナ禍後初めて前月比で低下しオフィス市況の減速は鈍化傾向に転じつつあります。



## オフィス供給が増加する中、各社の戦略が問われる展開へ

新築オフィスビル供給は2022年は低水準で推移しますが2023年には再び増加に転じる見込みです。これらの新規供給されるオフィスビルのテナント誘致活動は今後本格化してきますが、様子見姿勢を続けている大口テナントの需要を取り込むことができるか否かによってオフィス市況に与える影響が左右されそうです。軟調なオフィス市況下においても堅調な不動産売買市場を活用してJ-REIT各社は物件入替を行い売却益確保と保有物件の質の向上を進めています。足元では大口テナントの確保に成功したり物件売却益の活用により安定的な分配金を維持している銘柄もあり、今後各社の戦略が問われる展開となりそうです。

東京23区の大規模オフィスビルの供給量  
(2021年5月調査発表)



※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。

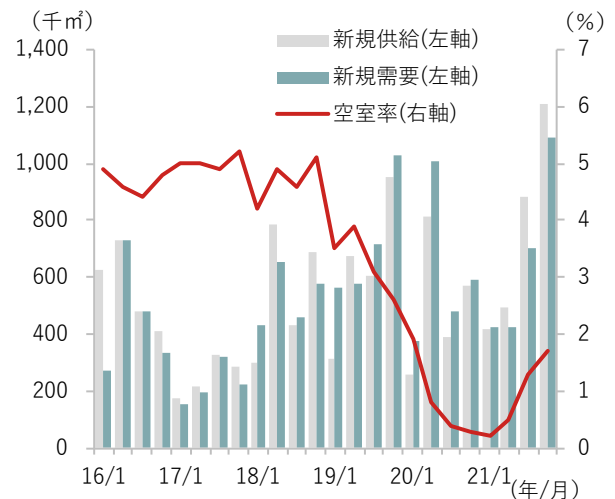
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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



## 物流施設は旺盛な需要が新規供給を吸収

eコマース拡大に伴い先進的物流施設へのニーズの高まりが予想されることから物流施設の新規供給は近年大幅な増加傾向で推移しています。一方実際の需要も大きく伸びていることから需給バランスはタイトな状況が継続しており空室率は直近やや上昇したものの依然低水準で推移しています。J-REITの投資対象としてはオフィスビルの存在感が大きいです。物流施設はJ-REITの保有資産規模としては商業施設や賃貸住宅を上回りオフィスに次ぐ規模に成長しています。コロナ禍後においても積極的な物件取得による分配金成長が可能なため物流施設セクターにはJ-REIT市場を牽引する役割を果たすことが期待されます。

東京圏の物流施設市況  
(2016年1月～2021年10月、四半期)

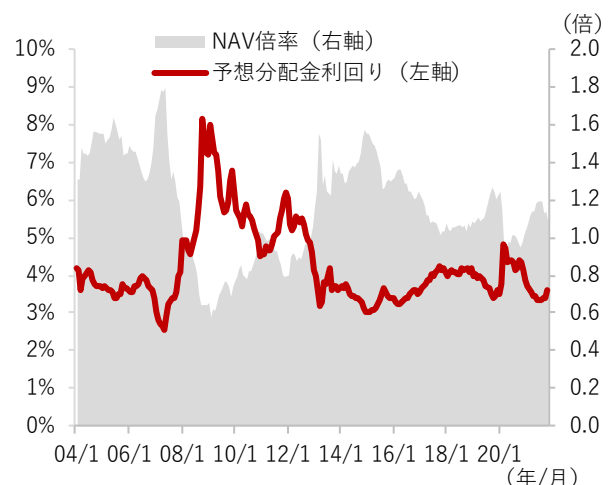


(注) 東京圏（茨城県・埼玉県・千葉県・東京都・神奈川県）  
(出所) 一五不動産情報サービスのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## まだら模様の回復が続くJ-REIT市場

ワクチン接種の進捗や感染者数減少により10月には緊急事態宣言が解除されるなどポスト・コロナに向けた前向きな動きも出てきていますが、直近では新たな変異株「オミクロン型」の発生により外国人入国が原則禁止となるなどインバウンド回復に向けた動きは停滞しています。好調なファンダメンタルズを維持している物流セクターを中心にJ-REIT市場は全体としては大崩れしていないもののホテルセクターの株価は下落に転じており人流が再び抑制されれば商業セクターの回復にも水を差す可能性があります。強弱材料が入り混じりながら当面J-REIT市場はまだら模様の回復が続くことが予想されます。

J-REIT配当利回りとNAV倍率  
(2004年1月～2021年11月、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

※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。

# 加速する2050年ネットゼロ



シニアESGスペシャリスト  
山我 哲平

2050年ネットゼロ実現に向けて、金融機関の役割はより重要に

## COP26の合意文書で強調されたパリ協定の「1.5°C努力目標」

英国グラスゴーで開催された国連気候変動枠組条約第26回締約国会議（COP26）が2021年11月13日（現地時間）に「グラスゴー気候合意」を採択して終了しました。この合意の中では、カーボン・クレジット取引などの市場メカニズム（パリ協定第6条）に関する交渉がまとまり、パリ協定の実施指針であるルールブックが採択されたほか、パリ協定の1.5°C努力目標の追求が改めて強調されました。

現在は世界各国の炭素税や排出権取引における炭素価格に大きな差が見られますが、パリ協定ルールブックの採択に伴い、国際的なカーボン・クレジット取引制度が整備され、炭素価格

の差が長期的には縮小していくことが予測されます。炭素価格に一定の目線ができることは、気候関連の移行リスク評価において炭素価格を利用して財務インパクト分析を実施している当社のような投資家にもメリットがあります。

また、パリ協定第2条は、産業革命前（人為的な温暖化が起こる前）からの世界の平均気温上昇を2°Cより十分低く保ち、1.5°Cに抑えるよう努力することを並記して定めています。最近は、科学的根拠に基づき、2°Cよりも1.5°Cの気温上昇の方が気候変動による影響を更に抑制できると考えられており、今回の合意では1.5°C努力目標の追求が強調されることになりました。

## 気温上昇における2°Cと1.5°Cの違いと2050年ネットゼロ実現の必要性

産業革命前からの気温上昇が2°Cと1.5°Cでは、気候変動の影響がどの程度異なるのでしょうか。

1.5°Cへの関心が高まった一つのきっかけは、2018年10月に気候変動に関する政府間パネル（IPCC: Intergovernmental Panel on Climate Change）が公表した「1.5°C特別報告書」です。この報告書は、2°C上昇と1.5°C上昇では、異常気象の増加、生態系の変化、海面上昇など気候変動の影響は大きく異なり、1.5°C上昇の方が影響は小さいと予測しています。そして、世界の平均気温は2030年～2052年に産業革命前から1.5°C上昇する可能性が高く、気温上昇を1.5°Cに抑えるためには、世界の二酸化炭素排出量を2010年比で2030年までに45%削減し、2050年

までにネットゼロにする必要があるとしています。「ネットゼロ」は二酸化炭素などの温室効果ガス（GHG: Greenhouse Gas）の排出量と吸収量の総和をゼロにすることを意味します。

更に、2021年8月にIPCCが公表した「第6次評価報告書 第1作業部会報告書」は、21世紀半ばにネットゼロが実現する最善のシナリオにおいても、2021年～2040年の気温上昇が1.5°Cに達する可能性を指摘し、2050年までのネットゼロ実現の必要性を強調しました。

これらに基づけば、気候変動の影響を可能な限り抑制するために世界の気温上昇を産業革命前から1.5°Cに止めるには、2050年までにネットゼロを実現しなければならないこととなります。

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

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

## 金融機関にとっての「2050年ネットゼロ」の意味

ここでは、当社のような金融機関にとっての「2050年ネットゼロ」の意味を考えてみたいと思います。GHG排出量は、GHGプロトコルに定められたスコープ1（自社施設などにおける直接排出量）、スコープ2（電気・熱などの使用に伴う間接排出量）、スコープ3（スコープ1、スコープ2以外のサプライチェーンで発生する間接排出量）に分類され、スコープ3は更に15のカテゴリ（カテゴリ1～15）に分かれます。

金融機関のGHG排出量は、自社施設のエネルギー使用や社員の出張・通勤などに伴う業務上のGHG排出量に加え、スコープ3のカテゴリ15として定義される投融資ポートフォリオのGHG

排出量があります。この投融資ポートフォリオのGHG排出量は、投融資先のGHG排出量を各投融資先に対する金融機関の持分に応じて合計したGHG排出量であり、英語では「Financed Emissions」と呼ばれています。CDPが2021年4月に発表した「The Time to Green Finance」は、金融機関の投融資ポートフォリオにおけるGHG排出量が業務上のGHG排出量の700倍超に達し、非常に重要であると報告しています。

つまり、金融機関にとっての2050年ネットゼロは、2050年までに、業務上のGHG排出量に加えて、投融資ポートフォリオのGHG排出量をネットゼロにすることを意味しているのです。

## 2050年ネットゼロ実現に向けた金融業界のイニシアティブ

2050年ネットゼロ実現に向けた世界的な機運の高まりを受け、COP26の開催前には、アセットオーナー、アセットマネージャー、銀行、保険などの各業種で2050年ネットゼロ実現を目指したイニシアティブが設立されました。GFANZ（Glasgow Financial Alliance for Net Zero）が上部組織として、これらのイニシアティブをまとめており、COP26では、資産総額130兆米ドル（約1.5京円）の加盟機関が連名で投融資により世界の脱炭素を支援することを表明しました。また、金融機関が2050年ネットゼロ実現を目指すためには、投融資ポートフォリオのGHG排出量を正確に計測・開示する必要があります。2015年に設立されたPCAF（Partnership for Carbon Accounting Financials）が投融資ポ

ートフォリオにおけるGHG排出量の計測・開示に関するグローバル基準の策定を進めています。

金融業界のネットゼロ・イニシアティブ  
（加盟機関数・総資産額は2021年11月現在）

イニシアティブ	設立	加盟機関数・総資産額
Net-Zero Asset Owner Alliance	2019年9月	60機関・10兆米ドル
Net Zero Asset Managers initiative	2020年12月	220機関・57兆米ドル
Net-Zero Banking Alliance	2021年4月	92機関・63兆米ドル
Net-Zero Insurance Alliance	2021年7月	13機関・5,650億米ドル（総収入保険料）

（出所）GFANZ Progress Report（2021年11月）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、ご自身でご判断ください。

## 2050年ネットゼロ実現に向けたコミットメントと戦略的な取り組み

当社は2021年8月にNet Zero Asset Managers initiative (NZAM) とPCAFに加盟しました。NZAMの加盟機関は、2050年ネットゼロ実現に適合する運用資産（投資ポートフォリオ）の比率に関する中間目標を設定し、少なくとも5年に1度のペースで中間目標のレビューを実施することにコミットします。このため、当社はCOP26開催前の2021年10月に、運用資産のGHG排出量に関する2050年ネットゼロ目標と2030年中間目標を設定しました。当社の2030年中間目標の比率は55%と設定していますが、この比率は2030年時点で当社の運用資産を分析した場合、運用資産の55%が2050年までにネットゼロを達成できると評価できるというもので

す（2030年時点で、運用資産の55%がネットゼロを達成しているという意味ではありません）。当社は2050年ネットゼロ目標の達成を目指すため、投資ポートフォリオにおけるGHG排出量・吸収量の適切な計測・開示やスチュワードシップ活動の強化、ステークホルダーとの連携、金融商品の開発などに戦略的に取り組む方針です。更に、目標設定や進捗状況の確認のためにNZAMから提示された3つの方法論の中に金融版SBT (Science Based Targets) が含まれていることから、今後は投資先企業のSBT認定取得状況やESG評価機関の気温スコアなどを継続的にモニタリングしていくことになります。

### 今後の課題

最後に、金融機関が2050年ネットゼロの実現、すなわち、投融資ポートフォリオのGHG排出量ネットゼロを目指す上での課題を述べます。

最大の課題は、投融資ポートフォリオにおけるGHG排出量・吸収量の適切な計測です。GHG排出量（特にスコープ3）の開示が無い、あるいは、対応できる人材が不足している中小企業や未上場企業は、企業側の開示を待つだけでなく、当該企業の財務データなどを保有する金融機関側から排出係数（原単位）などを使用してGHG排出量を推計する方法が考えられます。また、現時点で、金融機関は上場株式や社債・融資、不動産ぐらゐまではGHG排出量の計測・開示が可能ですが、国債や（個別プロジェクト

の開示が無い）グリーンボンド、オルタナティブ投資などの計測・開示手法はこれからです。PCAFが継続的に新しい計測・開示基準を策定していますので、これらを参考にしながら、適切な計測・開示手法を確立する必要があります。

GHG吸収量については、森林吸収などの除去量や再生可能エネルギーの活用などによる削減貢献量を投融資ポートフォリオの中でどこまで考慮に入れるかについて議論の余地があります。

このように、課題は多く残っていますが、2050年ネットゼロの実現には、金融機関の貢献が必要不可欠です。ステークホルダーとの連携を更に強化し、これらの課題に戦略的に取り組んでいかなければなりません。

※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。

# 世界経済の基本シナリオ

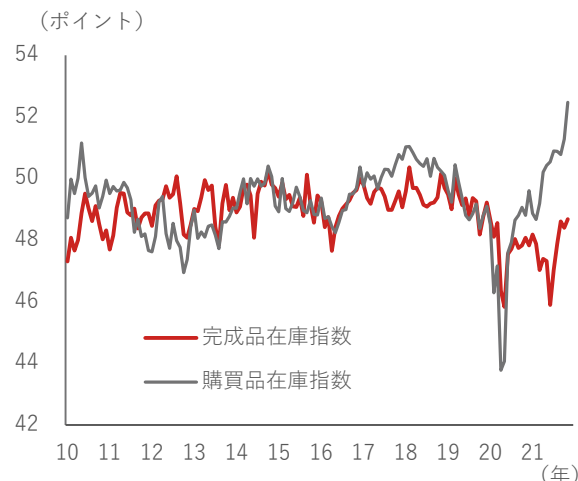
消費のバッファーや在庫復元を背景に堅調な成長が続く

## 2022年も潜在成長率を上回る成長継続へ

オミクロン株の流行を背景に、経済再開を一部巻き戻した国もあるものの、重症化率が高くないという前提を置けば、広範囲に及ぶ厳しい行動制限措置は選択されないと考えられます。主要先進国経済の多くは、労働市場の改善が続く下でコロナ禍で貯蓄が積み上がっており消費のバッファーがあること、また、供給制約が緩和されれば在庫復元の動きが生じること、などを背景に、2022年も堅調な成長が続くと考えています。

また、今回、厳しい需給逼迫に直面したことや、世界的なグリーン化推進の潮流を受けて、企業の設備投資増加も経済成長に寄与するでしょう。

グローバル製造業PMI在庫指数  
(2010年1月～2021年11月、月次)



(出所) IHS Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

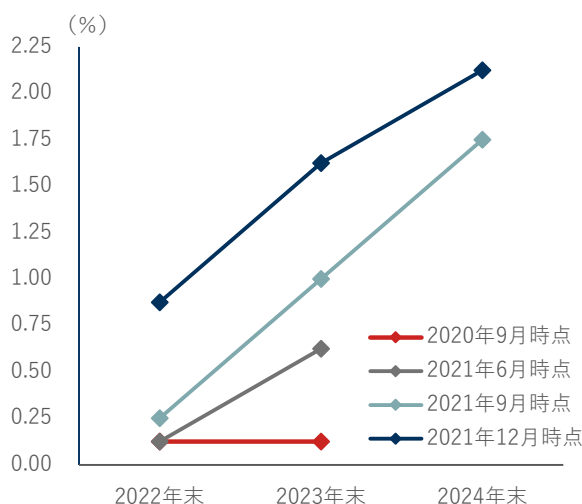
## 金融引き締め観測は年央にかけ台頭、年終盤には落ち着く

急回復局面を経て需要が鈍化する一方で、供給制約は緩和の兆しも見えつつあります。インフレ率は当面高めで推移した後、2022年終盤には高インフレ懸念が後退すると予想します。

それまでの間、FRBは3月にテーパリングを完了させ、2回程度の利上げを決定すると考えています。年前半にもバランスシート縮小の議論が進展する可能性もあるでしょう。

ただし、2022年終盤には米国のインフレ率が2%近傍に落ち着くという当社見通しが実現すれば、金融市場における2023年以降の利上げ織り込みが若干剥落することも考えられます。

FOMC参加者のFF金利見通し (中央値)



(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 世界経済のリスクシナリオ

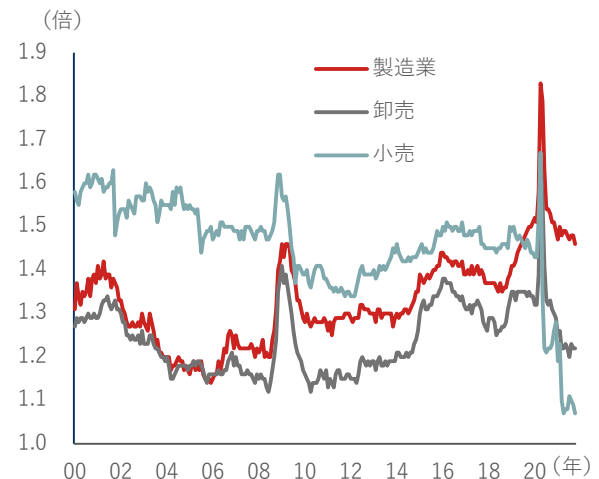
アップサイドリスクが実現しても経済の不確実性は高まる可能性

## アップサイドリスク：「強制貯蓄」の取り崩し加速と在庫積み増し

コロナ禍における政府から家計への財政資金移転、サービス消費の機会逸失などを背景に、家計が消費を拡大するバッファとなる「強制貯蓄」が大きい主要先進国が存在します。基本シナリオでは緩やかな取り崩しを想定しますが、これが急速に進むことが2022年の経済成長のアップサイドリスクです。

また、厳しい供給制約に直面した企業が適正以上の在庫積み増しに向かえば、短期的には景気上振れとなります。他方、その後まで見据えれば、需要が安定化ないし減退する下で過剰在庫に転じ、在庫調整局面に入る、というシナリオも考えられます。

米国の在庫比率  
(2000年1月～2021年10月、月次)



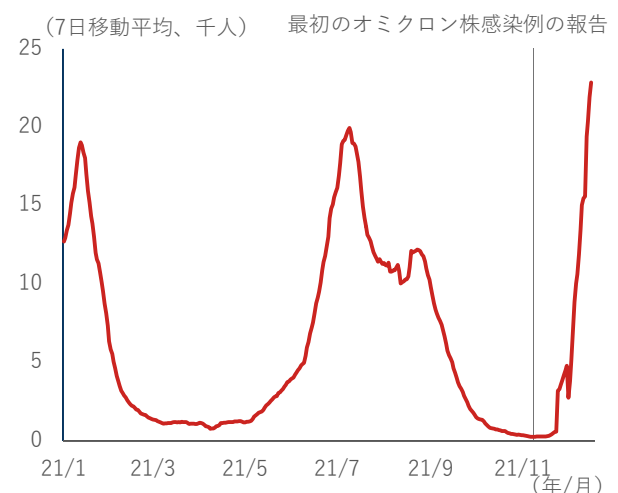
(注) 製造業は在庫/出荷比率、卸売・小売は在庫/売上比率を表示。  
(出所) CEIC のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## ダウンサイドリスク：耐久財需要の減退と再度のロックダウン

家計に支出を増やせるバッファがあったとしても、「ウィズ・コロナ」の世界でサービス消費が回復しきれず、かつ耐久財はすでに各世帯のニーズを一通り満たしているようであれば、個人消費が弱くなる可能性があります。耐久財に対する需要が増えた場合、他産業の生産・ビジネス活動や設備投資への波及は、サービスへの需要シフトよりも大きいと考えられ、その「逆回転」は想定よりも世界経済を下押し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。感染力が高く、かつ重症化しやすい変異株が流行すれば、広範なロックダウンに繋がり、経済のダウンサイドリスクとなるでしょう。

南アフリカの新型コロナウイルス感染者数  
(2021年1月1日～2021年12月16日、日次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

# 景気循環

今後の景気減速は不可避だが、重要なのはその後の方向性

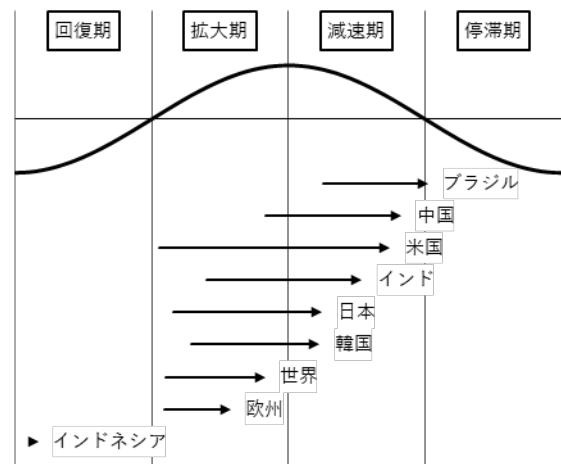
## 世界景気はピークに近づく

2021年の世界景気は回復から拡大と順調な推移を続けてきましたが、徐々にピークに近づいてきました。

個別の国・地域では、米国や日本、中国などはピークを過ぎ、拡大から減速へ進みました。世界景気は足元は拡大を維持しているものの、徐々にそれ以外の主要国に先導される形で減速局面に進むでしょう。

また、これらの景気指数の構成指標にも注目する必要があります。過去半年間で減速局面に大きくシフトした米国景気は、構成指標のうち景況感や実体経済に関する複数のものが鈍化してきたのに対し、株式などの一部の指標が支えているような状態となっています。

世界景気の推移  
(2021年5月～2021年11月)



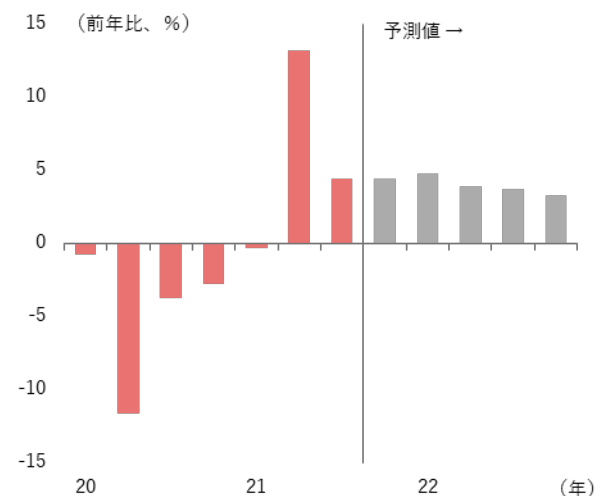
(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 今後の景気減速は不可避だが、さらにその後が重要

減速の兆候は実体経済も同様で、足元では高い経済成長率を記録した2021年4-6月期の反動でモメンタムが低下しやすい時期に当たります。一方、2022年の経済成長率は現在でも上方修正される動きがあるなど、決して弱い動きとはいえない状況です。

そのため、世界景気は今後減速に進んだとしても、一時的な悪化に留まる可能性もあります。これまでの傾向を基にすると、経済協力開発機構 (OECD) 加盟国の場合、景気が停滞入りを回避するための経済成長率は少なくとも前年比 +2.5%程度が必要とみられます。2021年12月に公表されたOECDの2022年の経済成長率見通しは+3.5%で、その水準を上回っています。

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

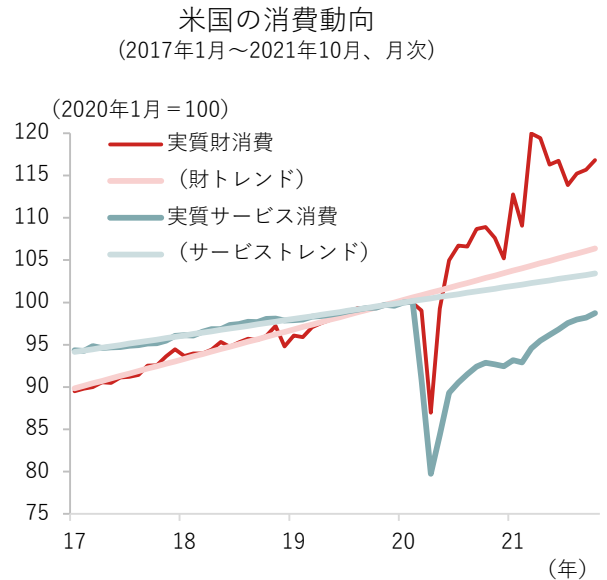
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

高インフレを背景にFRBは利上げを準備。2022年内の利上げが視野に

## 景気回復が継続。インフレ圧力は残存

米国経済は回復を続けています。冬場にコロナ感染が再び拡大しましたが、それに対して厳しい制限措置が殆ど講じられなかったため、景気回復のトレンドは大きく変わりませんでした。感染拡大が一服すれば、外出機会の増加と共に在宅時間が減り、これまで大幅に伸びた財からサービスへ消費の中心はシフトすると予想されます。財需要の強さに起因していた物流網の混乱や部品の不足は緩和に向かい、これまで遅れていた生産活動や投資活動にとって追い風になりそうです。もっとも、こうした混乱や不足の解消や、コロナ禍を背景とする人手不足の解決には時間を要すると考えられるため、インフレ圧力は燻り続けるでしょう。インフレ率は当面高水準で推移すると予想されます。

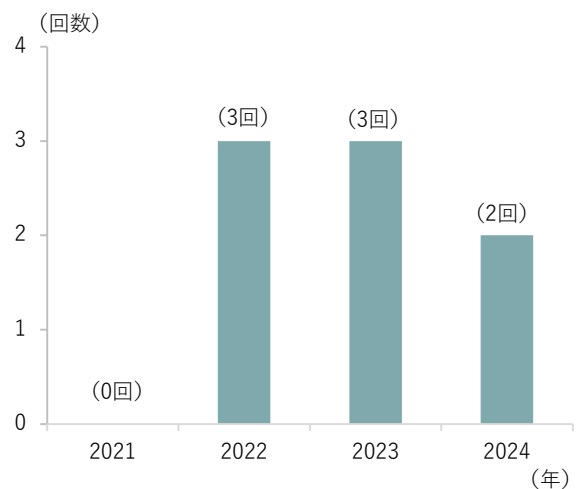


(注)トレンドは2017年1月～2019年12月の平均的な増加ペースが継続していた場合。  
(出所)CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## FRBは2022年内の利上げを予想

11月のFOMCは、資産買入額の縮小（テーパリング）を開始することを決定し、さらに12月のFOMCは、資産買入額の縮小を一段と速めることを決定しました。FRBのパウエル議長は、縮小を速めることにより「高インフレが定着するリスクに上手く対処できるようになる」としており、インフレ圧力が強いなか、いつでも利上げできるように準備を整える狙いがあったようです。FOMCの想定通りならば、テーパリングは2022年3月中に完了し、次の注目は利上げ時期に移ります。FOMC参加者の多くは、2022年中に3回の利上げを予想しています。利上げの可否は労働市場の状況と紐づけられており、雇用や賃金の改善が続くのが注目されます。

FOMCメンバーの利上げ予想  
(2021年～2024年、年次)



(注)FOMCメンバーの予想中央値（12月のFOMC時点）。  
1回当たりの利上げ幅が25bpであると想定。  
(出所)FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成



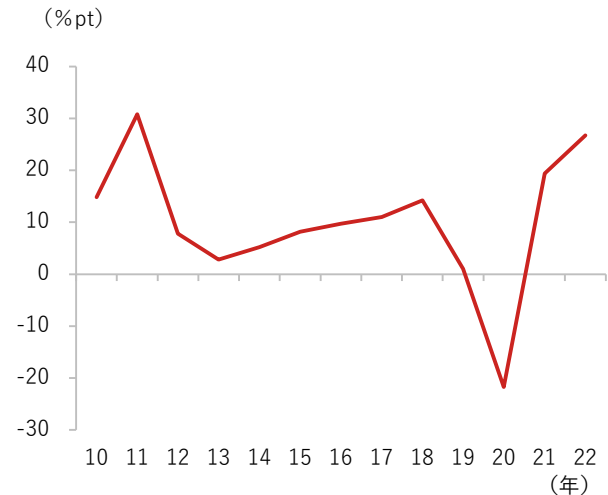
# ユーロ圏

インフレ上振れリスクへの警戒を強めるECB。今後の賃金動向に注意

## 感染が一服すれば景気は再び上向く見込み

ユーロ圏では、秋口からコロナ感染が再拡大、ドイツなどで過去最大の感染者数が記録されたことを受け、消費者心理が悪化したり、一部の国でレストラン等が閉鎖されたりして、個人消費が下振れました。また、部材不足や人手不足といった供給制約によって輸出や設備投資も下押しされました。今後、感染状況や供給制約が緩和に向かえば、個人消費や輸出、設備投資の回復の勢いが増すことが期待されます。足元の企業見通しは明るく、2022年についての製造業の設備投資計画をみると「増やす」と回答した企業の割合が「減らす」と回答した企業の割合を大きく上回っています。計画通りに企業が投資を増やせるのか、引き続き、感染状況や供給制約の行方が注目されます。

ユーロ圏製造業の設備投資の実績と計画  
(2010年～2022年、年次)



(注) 設備投資が「増加」と回答した企業の割合と「減少」と回答した企業の割合の差。20年までは実績、21年と22年は計画。  
(出所) 欧州委員会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## ECBは正常化に向けて前進。インフレ上振れを警戒

ECBの12月理事会は、2022年3月末でパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）に基づく資産買い入れを停止すると決定しました。別途、22年4月から当面、資産買入プログラム（APP）に基づく買い入れを増やすと決定されましたが、PEPPとAPPによる買い入れペースは縮小することになり、ECBは金融政策の正常化に向け前進しました。決定の背景にはインフレ上振れリスクの高まりがあるとみられます。ECBは、足元で目標を上回るインフレ率が供給制約の緩和と共に低下すると予想していますが、インフレ見通しを上方修正しました。ラガルド総裁は「2022年中の利上げの可能性は低い」と指摘しましたが、同時に「賃金動向に注意している」と発言するなど従前より上振れリスクへの警戒を強めました。

ECBによる経済見通し  
(2021年12月のECB理事会と同時に公表)

(単位：%)

		22年	23年	24年
GDP 成長率	今回 (12月)	4.2	2.9	1.6
	前回 (9月)	4.6	2.1	-
HICP インフレ率	今回 (12月)	3.2	1.8	1.8
	前回 (9月)	1.7	1.5	-

(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

# 日本

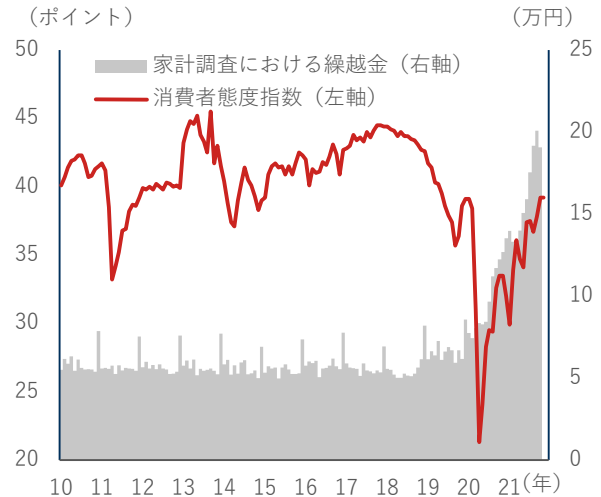
家計の消費回復を見込むが「強制貯蓄」の取り崩しペースは緩やかと予想

## 2022年央にかけて消費回復へ

緊急事態宣言等が解除され、新型コロナウイルス感染者数が低位に留まる下で、個人消費の回復が見込まれます。コロナ禍による消費機会の逸失で「強制貯蓄」が積み上がっていることに加え、政府の経済対策による子育て世帯等への現金給付や、Go Toキャンペーン事業などの消費喚起策が特に2022年央にかけて消費支出を増加させるでしょう。

ただし、変異株の流行など不確実性が高い下で、「強制貯蓄」は短期間では取り崩されないと見えています。消費者態度指数も改善傾向にはありますが、コロナ禍前の景気拡大期と比較すると低位に留まっています。

家計の手元資金と景況感  
(2010年1月～2021年11月、月次)



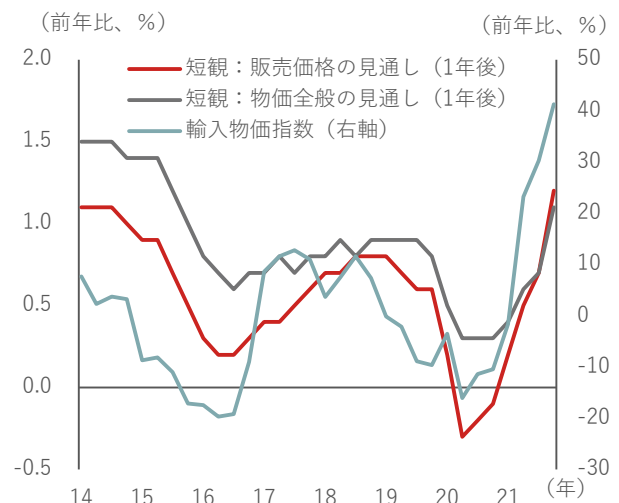
(注) 家計調査における繰越金の直近値は2021年10月。  
(出所) 内閣府、総務省統計局のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 消費者への価格転嫁が生じるか注目

日本の消費者物価指数は、携帯電話通信料引き下げの影響を強く受け、米欧とは異なり、2%の物価安定の目標を下回って推移しています。先行きも一時的要因を除けば、インフレ率は小幅プラスで推移すると見ていますが、輸入物価や国内企業物価は大きく上昇しており、日銀短観における販売価格見通しも高まってきています。このため、予想以上に価格転嫁が進む可能性にも注意したいと考えています。

12月16-17日の日銀金融政策決定会合では、新型コロナ対応金融支援特別オペのうち中小企業等向けが2023年9月末まで延長された一方、CP・社債等の買入れ増額措置は期限通り2022年3月末で終了することが確認されました。

企業の物価見通しと輸入物価  
(2014年1-3月期～2021年10-12月期、四半期)



(注) 輸入物価指数の直近値は2021年10-11月平均。  
(出所) 日本銀行、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。

# 中国

政府は、景気安定を最優先する方針を打ち出す

## 3つの逆風は2022年も継続

2021年後半の中国経済は、3つの逆風、①ゼロコロナ政策、②電力不足、③不動産市場の混乱にさらされ、減速しました。これらの逆風は2022年も続き、景気の主な減速要因になると見られます。①1人の感染者の発生も容認しないゼロコロナ政策は、都市封鎖や大規模検査などの経済・社会的コストを伴いますが、2022年2月の北京オリンピックや秋の党大会を前に、当局は厳しい防疫対策を維持するでしょう。②電力不足は、当局の強力な介入によって改善していますが、厳しい環境目標をふまえると、エネルギー集約産業の生産は制約され続ける見込みです。③一部ディベロッパーの財務問題が金融システム全体の問題になる可能性は低いものの、今後、不動産投資の減速が内需を押し下げるのは避けられそうもありません。

社会融資総量と製造業PMIの推移  
(2010年1月～2021年11月、月次)



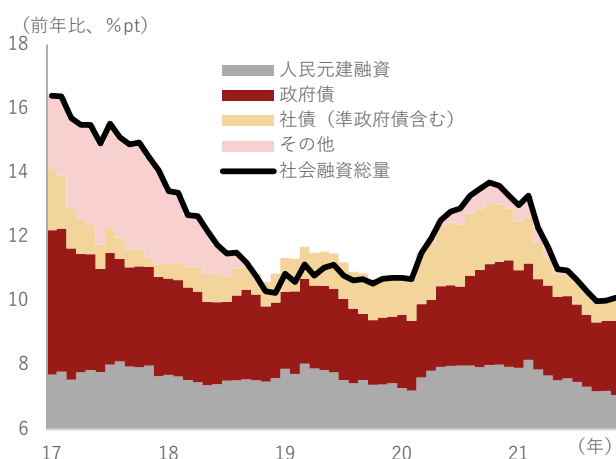
(注) 製造業PMIは直近の動きを見やすくする都合上、一部を非表示にしている。

(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 2022年半ばにかけて中国景気は安定を取り戻すが、加速は見込みにくい

こうした中、財政・金融政策はすでに緩和方向に転じています。翌年の経済政策運営方針を議論する中央経済工作会議は、景気の安定を最優先する姿勢を明確に打ち出し、「政策措置を適切に、初期に集中させる」と緩和の前倒しを示唆しました。すでに、2021年12月には預金準備率の引き下げが行われ、2022年1月からは地方特別目的債の前倒し発行が承認されると報じられています。財政・金融緩和に伴い、景気に先行する社会融資総量の伸びは2021年末にも底打ちする見込みであり、ラグをふまえると2022年半ばには景気の安定が期待されます。ただし、当局が過去のような大型刺激策と距離を置いていることをふまえると、その後に景気が加速を続ける可能性は低いと見ています。

社会融資総量の伸び率に対する寄与度  
(2017年1月～2021年11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

# 新興国

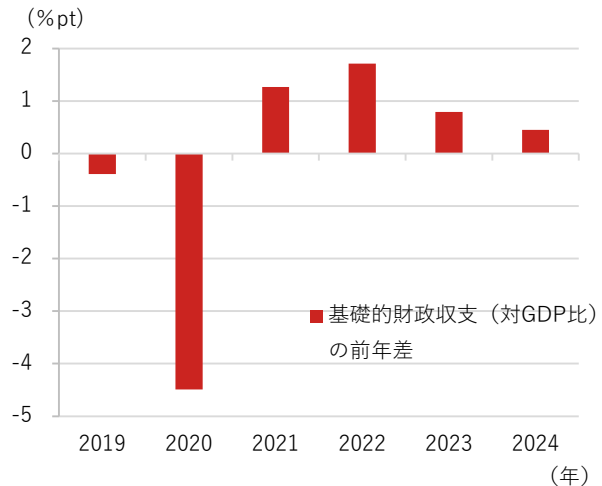
2022年は景気循環と政策の双方から厳しい環境に

## 景気回復ペースは鈍化へ。財政政策も重石に

堅調な外需や、行動制限措置の緩和を受けた経済活動の正常化によって、2021年の新興国経済は回復基調で推移しました。2022年の前半にかけては、こうした景気回復の動きが継続すると見えています。しかしその後は、強い外需や内需のキャッチアップが一服することに加えて、政策面の逆風が強まることから、多くの新興国で成長のペースが鈍化すると予想します。

財政政策に関して、2020年に大幅な財政出動を行った後、一部の国では既に財政の正常化が進められており、2021年の景気の下押し圧力となりました。2022年にはさらに多くの国が財政の正常化を進めると見ており、財政政策はより広範かつ大きな規模で、景気の重石になると想定しています。

主要新興国の基礎的財政収支の変化  
(2019年～2024年、年次)

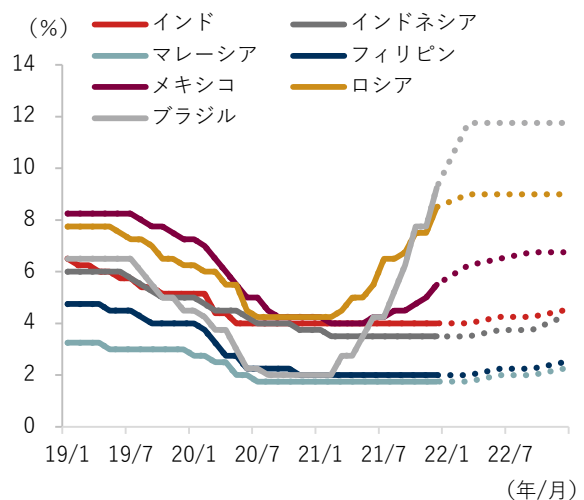


(注) 主要新興国の基礎的財政収支（税収・税外収入と国債費を除く歳出の差）の対GDP比の前年差を単純平均している。2020年以降は国際通貨基金（IMF）の予想  
(出所) IMFのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 金融政策も景気の押し下げ要因に

また、金融政策も、徐々に景気に押し下げ圧力を加えると見られます。高インフレを背景に既に利上げを進めているブラジルやロシアなどでは、インフレ期待の高まりなどを警戒して、利上げが継続すると予想します。その結果、政策金利は過去対比で見ても引き締め的な水準まで上昇する見込みです。他方、アジア諸国では、インフレの安定を背景に利上げの幅は限定的になると見られます。政策金利の水準は依然緩和的な水準にとどまりますが、景気へのサポートは徐々に失われることとなります。さらに、主要先進国中銀の緩和縮小が進んだ際に、資本流出懸念から、新興国の中央銀行が急速な引き締めを迫られる可能性には注意が必要です。

各国の政策金利の推移  
(2019年1月～2022年12月、月次)



(注) 2021年12月までは実績値（実線）。その後は当社予想（点線）  
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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。

# 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	
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.9	11.9	4.5	4.1	4.3	4.0	2.7	-3.3	5.7	3.9
	先進国	*2	2.3	7.4	3.5	4.6	3.4	3.2	1.8	-4.9	5.1	3.6
	新興国	*1,*3	9.0	10.2	4.9	3.6	3.8	4.6	4.4	-0.9	6.8	4.4
	米国		6.3	6.7	2.3	5.6	3.3	2.6	2.3	-3.4	5.6	3.5
	ユーロ圏		-0.8	9.1	9.1	2.2	2.6	3.4	1.6	-6.5	5.2	3.7
	日本		-2.9	2.0	-3.6	8.0	5.2	3.4	-0.2	-4.5	1.7	3.4
	中国	*1	18.3	7.9	4.9	3.5	4.5	4.6	6.0	2.3	7.9	4.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	1.6	3.0	3.4	4.3	3.8	3.3	2.2	1.6	3.1	3.1
	先進国	*2	1.3	3.1	3.7	4.6	3.8	3.1	1.5	0.8	3.2	2.8
	新興国	*3	2.2	3.0	3.1	3.8	3.7	3.5	3.3	3.0	3.0	3.5
	米国		1.9	4.8	5.3	6.1	4.9	3.7	1.8	1.2	4.5	3.5
	ユーロ圏		1.1	1.8	2.8	3.8	2.9	2.2	1.2	0.3	2.4	2.0
	日本	*5	-0.5	-0.6	0.0	0.2	0.2	0.8	0.6	-0.2	-0.3	0.6
	中国		0.0	1.1	0.8	1.9	1.8	1.9	2.9	2.5	1.0	2.1
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	0.25	0.25	0.75	
	ユーロ圏	*6	-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	
	中国	*6	3.85	3.85	3.85	3.80	3.70	3.70	4.15	3.85	3.80	
10年債利回り (期末値、%)	米国		1.74	1.47	1.49	1.51	1.50	1.50	1.92	0.91	1.51	1.50
	ドイツ		-0.29	-0.21	-0.20	-0.18	-0.40	-0.40	-0.19	-0.57	-0.18	-0.40
	日本		0.10	0.06	0.07	0.07	0.10	0.10	-0.01	0.02	0.07	0.10
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		3,973	4,298	4,308	4,766	4,640	4,880	3,231	3,756	4,766	5,020
	ユーロ300		1,654	1,749	1,759	1,890	1,850	1,920	1,624	1,537	1,890	1,960
	TOPIX		1,954	1,944	2,030	1,992	1,990	2,080	1,721	1,805	1,992	2,120
	MSCI EM (\$)		1,316	1,375	1,253	1,232	1,220	1,270	1,115	1,291	1,232	1,290
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.18	1.19	1.16	1.14	1.11	1.11	1.12	1.22	1.14	1.11
	日本円/米ドル		110.5	111.0	111.6	115.2	112.0	112.0	108.7	103.2	115.2	110.0
	日本円/ユーロ		129.9	131.6	129.3	131.0	124.0	124.0	122.0	126.3	131.0	122.0
	人民元/米ドル		6.56	6.46	6.46	6.37	6.40	6.40	6.97	6.54	6.37	6.55

		2019	2020	2021	2022
					予測
為替レート	インド・ルピー	71.4	73.1	74.3	79.0
(対米ドル、	インド・ルピー	13,883	14,050	14,253	15,400
期末値)	ブラジルリアル	4.0	5.2	5.6	6.5
	メキシコペソ	18.9	19.9	20.5	22.0
	ロシア・ルーブル	62.1	74.0	75.0	80.0
	トルコリラ	6.0	7.4	13.3	25.0
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	9.25	11.75
	メキシコ	7.25	4.25	5.50	6.75
	ロシア	6.25	4.25	8.50	9.00
	トルコ	*6	11.43	17.03	14.00

(注) 見通しは2021年12月20日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

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

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

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

## 当資料に関するお知らせ

---

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

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

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

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

## 当資料で使用した指数

---

- 東証株価指数（TOPIX）
- 東証REIT指数
- FTSEユーロファースト300指数
- MSCI Japanグロースインデックス
- MSCI Japanバリュートインデックス
- MSCI World Index
- MSCI EM（Emerging Market） Index
- S&P500情報技術
- S&P500株価指数

## 当資料で使用した指数の著作権等

---

- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標、「東証REIT指数」の指数値及び「東証REIT指数」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」「東証REIT指数」に関するすべての権利及び「TOPIX」「東証REIT指数」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「FTSEユーロファースト300指数」は、FTSEにより計算され、指数に関する全ての権利はFTSEに帰属します。
- 「MSCI Japanグロースインデックス」、「MSCI Japanバリュートインデックス」、「MSCI World Index」、「MSCI各国インデックス」および「MSCI EM（Emerging Market） Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P500株価指数」 および「S&P500情報技術」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズファイナンシャルサービシズエルエルシーに帰属しております。

## 野村アセットマネジメントからのお知らせ

### 投資信託に係るリスクについて

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

### 投資信託に係る費用について

2022年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。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