

2022年春号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

NOUMURA

Connecting Markets East & West

野村アセットマネジメント



『インベストメント・アウトルック2022年春号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。
本年は米利上げに注目が集まる形で始まりましたが、2月下旬にはロシア-ウクライナ紛争が勃発、
昨年来のエネルギー価格高騰が加速するなど、投資環境は非常に難しい局面を迎えています。一方、
マーケットでは、こうした事態を受けて株式等のリスク資産が急落したものの、3月に入ってから
は落ち着きを取り戻しています。マーケットは大荒れではありますが、今号では今後来るべきイ
ベント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、米利上げ局面での株式市場の
物色変化（バリュー/グロースの視点）、トピックとして、サステナブル投資、定番の米国ハイ・
イールド債市場の行方、そして、約60年ぶりの東証改革について考えてみました。また、マクロの
視点からも毎号同様のラインナップで経済を分析しました。
なお、各意見は2022年3月中旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一見解ではな
いものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

CONTENTS 2022年 春号

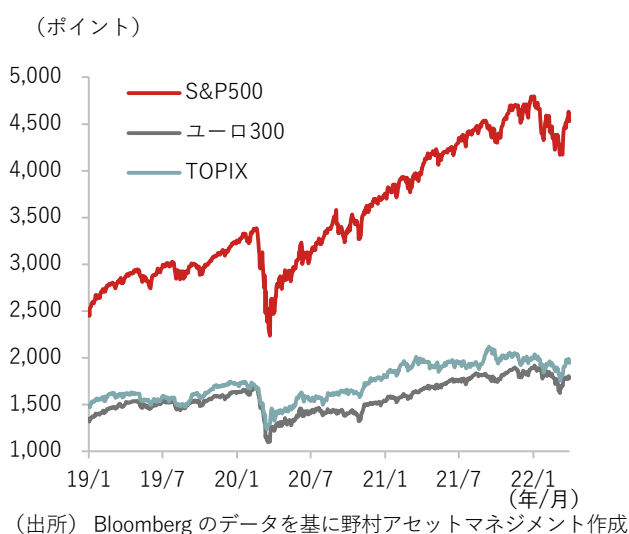
02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	19 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	20 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	21 景気循環
06	内外株式のバリュー/ グロース見通し	22 米国
	トピック	23 ユーロ圏
10	サステナブル投資の展望	24 日本
13	米国ハイ・イールド債市場	25 中国
16	東証の新市場区分が スタート	26 新興国
		27 各国経済・市場見通し

金融市場の動き

2022年1-3月期の金融市場では、米国の金融政策正常化への懸念が高まったことで、長期金利は上昇し、株式市場は下落しました。また、ウクライナ情勢の悪化は一時的に長期金利を押し下げたものの、資源価格の上昇からインフレ懸念が増し、その後上昇に転じました。ユーロは、ロシアとの経済的な結びつきの強さが意識され下落しました。日本円は、米国で金融政策正常化への動きが進む中で下落しました。

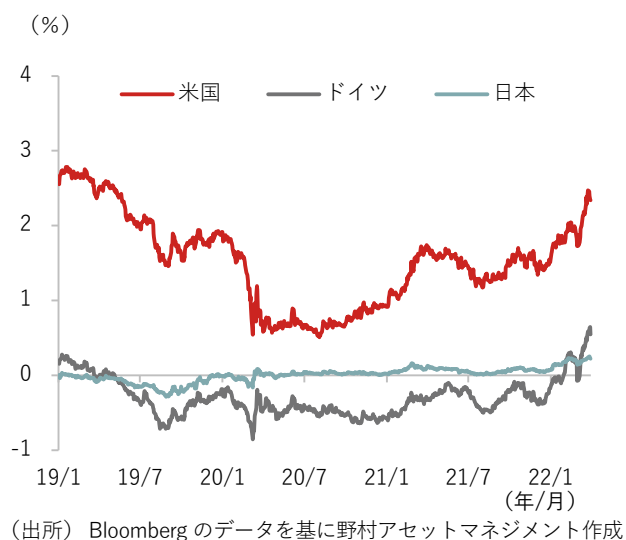
日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2022年3月31日、日次)



10年国債利回りの推移

(2019年1月2日～2022年3月31日、日次)



円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2022年3月31日、日次)



VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2022年3月31日、日次)



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、ご自身でご確認ください。

投資環境見通し

当面は高インフレ警戒モード継続も、2023年には緩和へ



シニア・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

更なるインフレ上昇圧力と経済成長への影響

ロシアのウクライナ侵攻を受け、日米欧など主要国はロシアへの経済制裁を強めています。2月末に決定された、ロシアの一部銀行を国際銀行間通信協会（SWIFT）の決済ネットワークからの排除やロシア中央銀行の外貨準備の凍結、ロシアへのハイテク製品の輸出規制などに加え、3月上旬には、主要7カ国（G7）は重要製品に関するロシアの最恵国待遇の取り消しや国際通貨基金（IMF）、世界銀行、欧州復興開発銀行など主要な多国間金融機関からのロシアへの融資の阻止など追加制裁を発表しました。

こうした制裁や先行き不確実性の高まりによって、ロシアからのエネルギー供給縮小が想起され、原油・天然ガス価格は急騰しました。また、

ロシア、ウクライナは主要な穀物輸出国でもあることから、小麦などの商品先物価格も上昇しており、国際商品市況は当面不安定な推移になりそうです。

エネルギー・食品の価格上昇は、直接的にインフレ率を押し上げるのみならず、人々のインフレ期待を高めることで更なるインフレ加速に繋がっていく可能性があります。

また、高インフレが実質的な所得を押し下げ、消費の重石になるリスク、先行き不確実性の高まりが企業の投資意欲に悪影響を及ぼすリスクもあり、金融市場においては「高インフレ・低成長」への警戒感が増したと考えられます。

長期金利は当面上昇圧力がかかるも2023年にはやや低下を予想

ウクライナ情勢の悪化に伴う追加的なインフレ圧力を背景に、米国の高インフレ警戒感も2022年初まで続きやすく、2022年3月に利上げを開始した米連邦準備制度理事会（FRB）も利上げを継続すると見えています。年央にはバランスシート縮小が開始され、長期金利の押し上げに繋がる可能性があります。また、米国債利回りは米国の国内要因のみならず、国外要因による影響も強く受けると考えています。日欧中銀がマイナス金利政策を続ける下で、為替ヘッジコストを考慮してもプラスのリターンが得られやすい米国債は投資妙味があると見られてきました。しかし、欧州中央銀行（ECB）の利上げ観測が高まり、ドイツ10年国債利回りは昨年末の-0.18%から、今年3月半ばには一時0.4%を上回

るまで上昇しました。今後、FRBの利上げによるヘッジコスト上昇も加味すると、米国債への投資妙味が薄れ、金利上昇圧力がかかると考えられます。ただし、現時点で金融市場は利上げ継続をほぼ織り込み済みと見られ、大幅な金利上昇は回避するでしょう。

当社は、2023年1-3月期には高インフレ警戒感が後退すると見えています。その頃には成長ペースの鈍化が明確化し、金融市場においても景気後退サインと言われてきた長短金利逆転（逆イールド）が視野に入ると見られ、FRBは利上げを急がなくなると考えています。また、同様にユーロ圏においてもECBのタカ派化観測が後退し、長期金利はやや低下すると予想します。

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、ご自身でご確認ください。

株価は当面不安定な動き

米国の金融引き締めと地政学リスクの高まりが重なったため、株式市場は不安定な動きとなると考えています。現状で企業業績見通しの下方修正が多数生じている訳ではありませんが、今後、エネルギー価格上昇等によるコスト高が企業収益に影響を与える可能性を注視しています。ただし、ウクライナ情勢の更なる緊迫化や国際商品市況の追加的な上昇が避けられるのであれば、過度な先行き悲観論がやや後退することで、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて3月上旬にかけて生じた急速なリスク回避の動きが一部巻き戻されると考えています。また、各国・地域別、セクター別に見れば、エネルギーや穀物価

格上昇の恩恵を受けるところもあるでしょう。

また、当社の基本シナリオではないものの、リスクオフが加速し株価が大幅に調整される場合、その後はバリュエーションで見た割安感などから買戻しも速い可能性があります。

2023年に高インフレ警戒感が剥落し、中央銀行のタカ派化観測が後退するシナリオの下では、2023年末までの見通し期間において、株価はボラティリティが高まる局面はあるものの、足もとの水準からは上昇すると考えています。

2023年に米ドル高の若干の揺り戻しへ

ウクライナ情勢の悪化を受けて、地政学リスクが高まり、リスク回避の米ドル選好が強まるとともに、インフレ上振れを背景に米国の金融引き締め加速期待も米ドル高要因となりました。

地政学リスクによる先行き不確実性やエネルギー収支の悪化リスクが相対的に低い米国は、ウクライナ情勢悪化の影響を受けにくく、日欧対比で堅調な成長を維持すると見られます。金融引き締めでも主要3中銀の先頭を走ることから、米ドルは対ユーロ、対円で現状水準を当面維持するでしょう。

当社が予想するように、今年後半にECBのタカ派化観測が後退する下では、もう一段ユーロが対

米ドルで減価する可能性もあると考えています。

2023年3-4月に日本銀行では正副総裁が任期満了を迎えます。後任の新総裁がこれまでの金融緩和の効果と副作用を再度「点検」して、金融政策の正常化を目指すとの観測が高まれば、円が対米ドルで増価に転じる契機になるかもしれません。

そして、米ドル側の要因としては、2023年央にかけて、FRBの利上げ休止が意識されていき、米ドル高が若干揺り戻される展開を予想しています。

内外株式のバリューストック/グロース 見直し



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
田村 徳崇

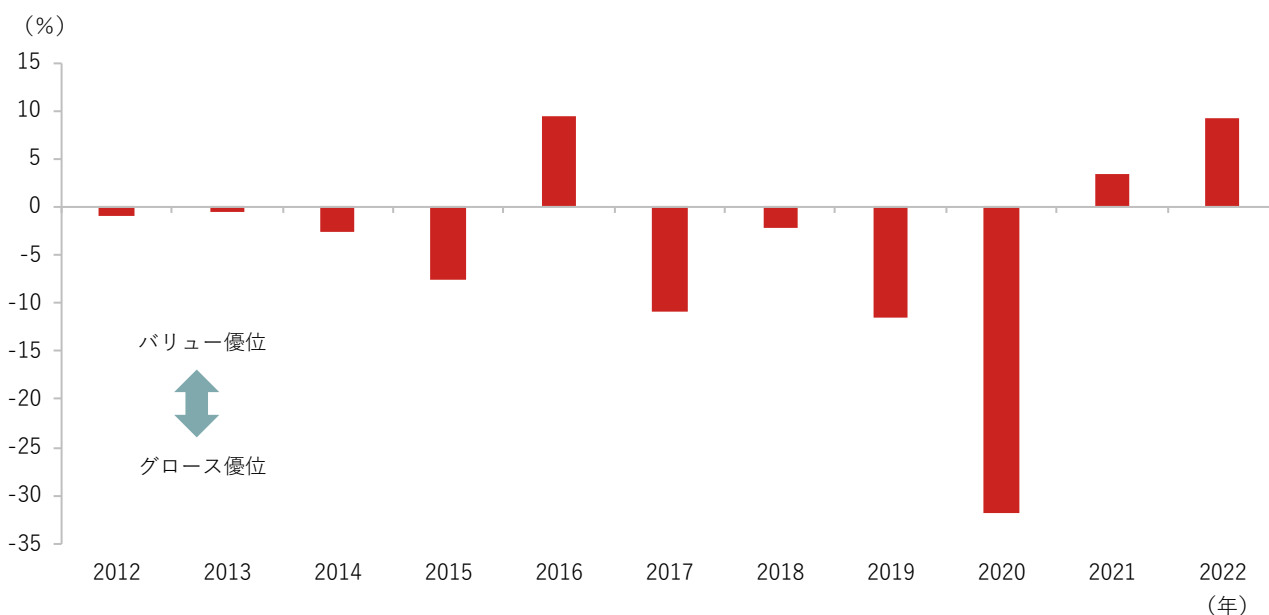
バリューストックのアウトパフォーマンスは継続するか

長いグロース優位相場から急激なバリューストックの巻き返し

バリューストックファクターのプレミアムはなくなってしまったのではないかとここ数年でこのようなお問合せを何度も頂くようになりました。ファイナンスの教科書を開けば、様々なリスクプレミアムの中にバリューストックファクターのプレミアムは必ず紹介されており、長い歴史の洗礼に耐えてきたことはご承知の通りです。しかしながら、下のグラフのように2021年までの直近10年間のデータを見ると、グロース株に対するバリューストック株の不振が継続しています。この傾向は地域によらずグローバルで観測され、コロナ禍によりボラティリティの高まった2020年には、両者の差は30%を超えました。バリューストック投資の人气が後退してくるのも致し方ないように見えます。

ところが、2021年末から2022年にかけて、バリューストック株の強烈なアウトパフォーマンスが世界的に見られています。特に2022年1月のバリューストック/グロースのリターン差は単月ベースで過去最大規模となりました。グロース優位であった直近10年のトレンドはついに終わりを迎えるのでしょうか？足元では、高いインフレ率を背景にしたFRBによる利上げ前倒し、ウクライナ情勢を背景とした地政学リスクの高まりやエネルギー供給の懸念など、株式市場における不確実性は一段と高まっていますが、このような投資環境下で今後のバリューストック株がどうなっていくのかを考えてみます。

バリューストックとグロースの年間リターン差
(2012年～2022年(2月末)、年次)



(注1) MSCI ACWI におけるValue/Growth Index (グロース配当込) の差

(注2) バリューストックとグロースの年間リターン差は、2012年から2021年は年次、2022年は2月末まで表示

(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

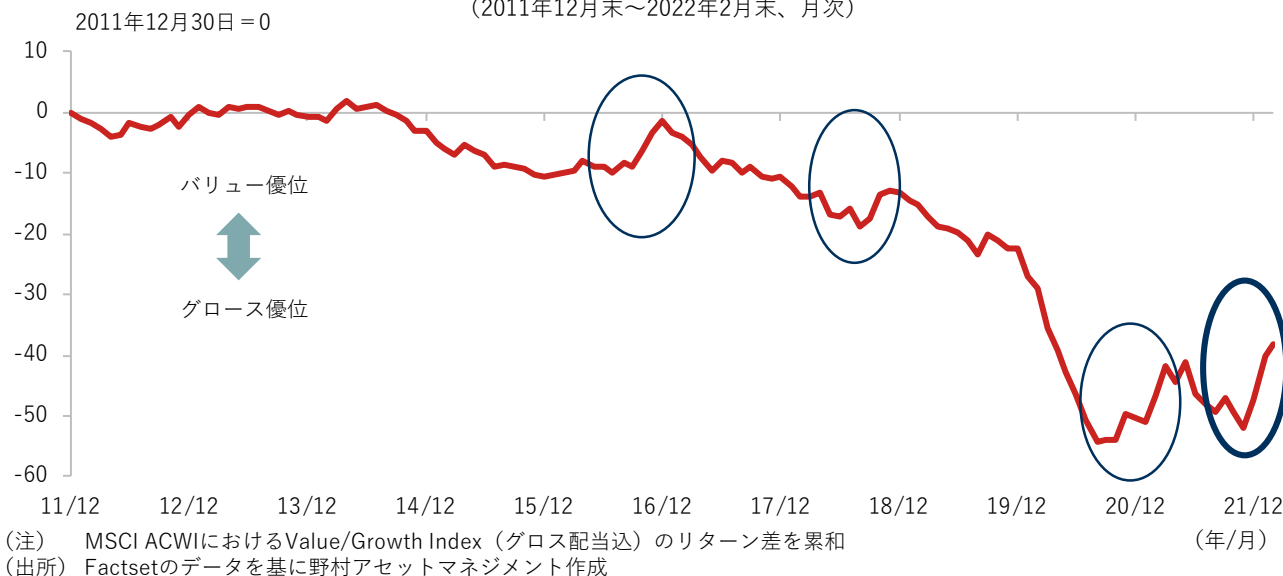
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

金融緩和政策が支えたグロース相場

直近10年、米国のGAFAMをはじめとした魅力的な成長率と成長ストーリーを見せる企業に対し、世界の余剰資金が流入することでグロース相場を支えてきたという側面があります。一部のグロース企業の成長性がすさまじいことは事実であるものの、上昇相場の中でモメンタムを帯びた資金が高成長、高クオリティ銘柄に大きく流入してきたことも事実です。特にコロナ禍における世界各国の大規模な金融緩和は、株式市場のバリュエーションを一段と押し上げ、グローストレンドを支えました。過去10年においても一時的にバリューがアウトパフォーマンスした局面はありました。目立つところでは、米国大統領選挙において想定外にトランプ氏勝利となった局面（2016年10～11月）、米中貿易摩擦懸念の中で米長期金利が7年ぶりの高水準に急上昇した局面（2018年9～11月）、海外で新型コロナウイルスワクチン承認の報道が出た局面（2021年1～2月）などです。これらはいずれ

も政治的イベントや投資環境の大きな変動が起きた時期であり、市場見通しの予測が非常に困難になった局面です。市場が慣れておらず、消化するのが難しい局面だったとも言えますが、このようなゲームチェンジャーとなり得るイベントや投資環境の変動が起きたときこそ、グローストレンドに一時的なりバーサルが起きていたと見ることもできます。「このグロース相場からいつ降りるべきか」と内心怯えつつタイミングを見計っていたトレンドフォロワーからすれば、ゲームを根底から変えうるイベントは逃避開始のサインに映ったのかもしれませんが。ただし、過去いずれのアウトパフォーマンスも数ヶ月で勢いを失ってしまいました。いま足元で起きているリバーサルはこれらと同様に一時的なものでしょうか？私は投資環境変化に伴う一種のトレンドとなりうるのではないかと考えています。

直近10年のバリュー/グロースの累積リターン推移
(2011年12月末～2022年2月末、月次)



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。

バリュース/グロースを占う金利

最近のバリュース/グロースを左右してきたのは金利です。米国長期金利の動きを見てみましょう。2021年初にワクチン報道を背景に一時的なバリュースリバーサルが見られたことは前述しました。左グラフを見ると、以降のバリュース/グロースの動きは米国長期金利の動きと強くリンクしている、すなわち金利上昇＝バリュース優位の構図となっていることが分かります。これらがリンクする理由としては、金利上昇がグロース株の各種コストを増大させるなど様々な主張があります。個人的には「長期金利の上昇は市場参加者が予想する金融政策正常化への期待を表すから」という理由を支持しています。すなわち、利上げの幅およびペースに対する不確実性は、長期金利とバリュース/グロースを予想する投資家の両方にとって共通のリスクファクターであり、この思惑が市場を動かす主要因と

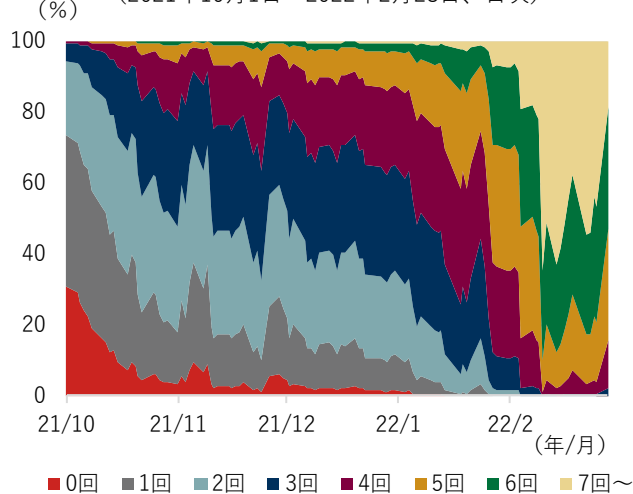
なってきたことから両者に強いリンクが見られているのだと考えます。市場参加者の予想を知るという意味では、FRBによって決められるFF金利の予想値も示唆に富んでいます。右グラフは2022年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で決定されるFF金利レンジの予想分布です。2021年末にかけては2022年の利上げは3回（1回0.25%利上げとすると2022年12月で75～100bp（ベースポイント、1bp=0.01%））との予想が最多でした。これが年明けには高いインフレ懸念を背景にこの割合が急速に減り、代わりに高いレンジ予想の割合が急増しました。金融政策の正常化が想定より早く訪れると予想されていることになり、今年1月以降のバリュースの急激なアウトパフォーマンスとリンクする動きとなっています。これらの背景にあるのは、金融政策の正常化というマクロ的なトレンドであることに注目する必要があります。

バリュース/グロースのリターン差と米国長期金利
(2020年12月31日～2022年2月28日、日次)



(注) MSCI ACWI における Value/Growth Index (グロース配当込) の差、および米国長期金利 (Bloomberg Generic)
(出所) Factset、Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

2022年末のFF金利の市場予想
(2021年10月1日～2022年2月28日、日次)



(注1) 金利先物価格から計算される2022年12月FOMCの予想金利
(注2) 2022年2月末時点の0～0.25%を起点に1回0.25%の利上げが何回予想されているかで表記
(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。

地政学リスクの影響は小さいと見る

新たな不確実性要素として、ロシアによるウクライナ侵攻の問題が市場を混乱させており、資源価格高騰、貿易縮小およびサプライチェーンの混乱など、経済成長下振れ懸念が高まっています。地政学リスクの顕在化や大規模災害など市場がパニック売りに陥る局面では、グロースに比べてバリュエの方が下げ幅が大きくなるのが一般的です。これはバリュエ銘柄の方が一般的にリスクが高い（が故に割安）傾向にあるため、2月下旬にウクライナ侵攻の報道が出

た際にも一時的にバリュエ株の躍進は足踏みしました。ただし、地政学リスク顕在化によるバリュエ株の嫌気は一時的であることが多く、バリュエ優位のトレンドを覆すほどではないと見えています。一方で、ウクライナ侵攻の問題は、コロナ禍から続く供給不足を長引かせる可能性があるほか、資源価格の高止まりなどによってインフレ懸念を増大させており、米国の利上げに関する議論はより不確実性を増しています。

金融政策正常化とバリュエの今後

ここまで述べた金融政策正常化の観点からバリュエ/グロースの今後についてまとめてみます。直近10年におけるグロース株への一極集中トレンドは積極的な金融緩和政策および財政政策によって後押しされたものと考えられます。溢れた緩和マネーが株式市場に流れ込み、成長性の高いと見込まれるグロース銘柄のバリュエーションを押し上げてきました。コロナ禍にはこれがさらに増幅されました。逆に、リスクをとって割安な銘柄への投資を行っても、グロース株への楽観的な資金流入の勢いに飲まれてしまい報われることが少なかったことがバリュエ投資不振の背景です。市場の価格発見機能が十分に働いていなかったとも考えられます。しかしながら、いま足元で起きているのはこれの逆回転です。金融政策が正常化に向かうというマクロ環境のトレンド変化を背景に、グロース一極集中からのリバーサルが始まっています。こう考えると、今回のバリュエ株のアウトパ

フォームはイベントに伴う一時的なリバーサルとは性質が異なると言えます。想定外に勢いを増すインフレに対応すべく、米国における利上げペースアップやその後のバランスシート縮小の議論が進む中で、バリュエ株への追い風はしばらく吹き続ける可能性が高いでしょう。少し先の将来として金融政策が正常化した環境下においては、バリュエーションを無視した資金流入も少なくなり、個別企業のリスクや業績予想をベースにしたより効率的な価格付けが復活すると考えられます。市場の価格発見機能もより適正に発揮されると考えられ、長期的に見てもリスクをとって割安な銘柄群に投資するバリュエ投資には相応のリスクプレミアムが支払われるのではないのでしょうか。

サステナブル投資の展望



Lead Portfolio Manager
Global Sustainable Equity
Alex Rowe, CFA

サステナブル投資のためのインパクト・アウェアネス（認識）について

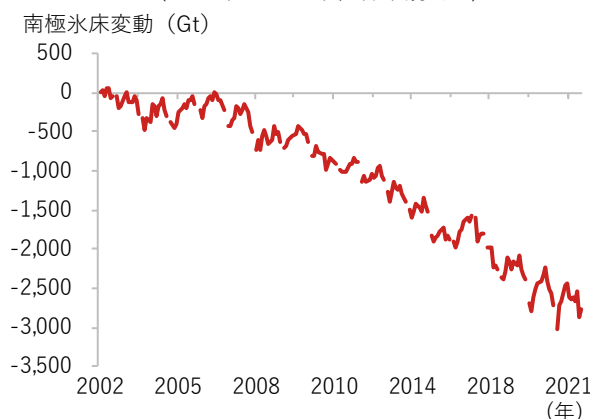
サステナブル投資は重大な転換期に

サステナブル投資市場には近年に巨額の資金流入が続きましたが、現在は重要な転換期にあります。地球上では氷床が記録的な速さで溶け、異常気象が驚くべき頻度で増加しています。また、我々人類はこの100年で最も深刻なパンデミックを経験しているほか、欧州では第二次世界大戦以降には見られなかった規模の戦争が勃発しています。

投資家はこれらの様々な環境的・社会的課題とサステナブル投資との関係について疑問を抱き始めており、ESGスコアなどの投資成果との関連が確認できていない膨大なデータに疑念を感じています。このような状況やサステナブル投

資の成熟を踏まえ、「インパクト・アウェアネス（認識）」に注目しています。

2002年以降の南極氷床質量変動
(2002年～2021年、各年観測点)



(注) 1年において不定期に天候が許す範囲の時点で計測
(出所) NASAのデータを基に野村アセットマネジメント作成

インパクト・アウェアネス（認識）の概念

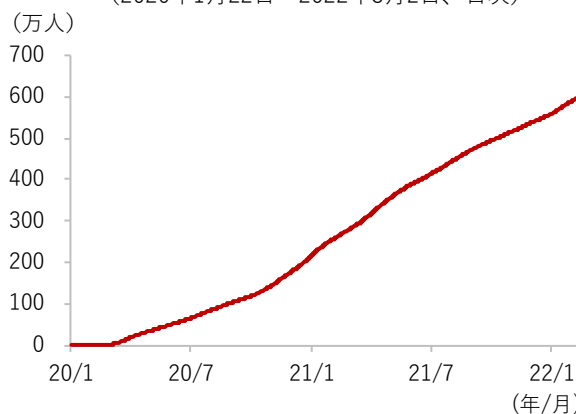
インパクト・アウェアネス（認識）とは、企業が製品やサービス（あるいは事業）を通じて利害関係者に与えているインパクト（好影響）と、資産運用会社がエンゲージメント（企業との対話）活動を通じて企業に与えているインパクトの両面を指すと考えています。

企業が社会に与えるインパクトについて考えてみると、例えば、新型コロナウイルス感染症によるパンデミック等、社会が直面する最も差し迫った課題に対し、何らかの好影響を与える事例などが挙げられます。人材、知的財産、投資意欲、そして経営能力を備えた大規模な製薬企業が、記録的な速さでワクチン開発を成し遂げたことは大きなインパクトと考えています。

また、資産運用会社はこうした企業とのエン

ゲージメントを通じ、世界の低所得国に対して低価格でワクチンを提供することを促すなど、重要な役割を果たすことで、社会的インパクトを高めています。

新型コロナウイルス感染症による死者数
(2020年1月22日～2022年3月2日、日次)



(出所) Our World in Dataのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

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

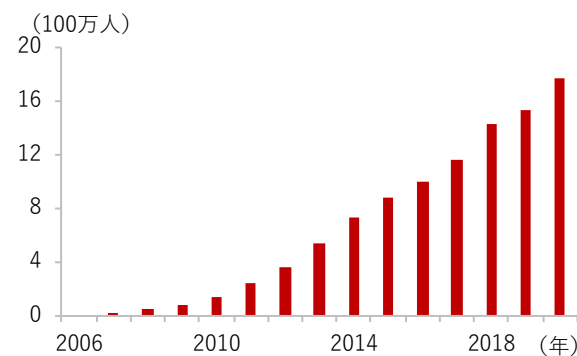
企業が社会に与えるインパクトについて考える

企業がすべてのステークホルダーに与えている総合的なインパクトを把握するためには、各企業にまつわるデータなどを掘り下げ、投資先企業とのエンゲージメント活動などを通じ、企業活動を正しく把握する必要があります。また、そうすることは、顧客に資産運用チームへの信頼を高めてもらい、資産運用を持続可能にするために必須の要件でもあるのです。

例えば、二酸化炭素の排出削減技術を開発する企業にとって、その技術によって回避された二酸化炭素の排出量が、その影響をよりよく理解するための必要なデータです。また、金融サービスへのアクセスが遅れている新興国でモバイル決済ビジネスなどを運営する企業にとっては、そのサービスを利用する人々の数や決済量が必

要なデータです。HIVのような伝染病の治療法を開発している企業にとっては、HIV患者が多い低所得国における治療患者の人数が必要なデータであり、かつ、人々の生活に与えた影響も理解する必要があります。

Gilead社が関わったHIV患者数
(2006年～2020年、年次)



(出所) Gileadデータを基に野村アセットマネジメント作成

インパクト投資の可視化

投資先企業の中核的なインパクトを一定の尺度をもって計測することで、運用者はより良い投資判断を下すことができるだけでなく、顧客に対してもインパクト投資の影響度合いを提示することができます。これにより持続可能な投資に関する様々な雑音を取り除くことができ、「持続可能な」投資が何を達成すべきかについて、投資家の見解と戦略が実際に一致しているかどうかについて、より良く理解できるようになります。また、投資家が捉える最も重要な投資観点が、環境的、社会的成果と一致しているかどうかについても検討が可能となります。

運用戦略における対象企業への
好影響等のインパクト事例
(投資額100万米ドルあたり)

天然資源の棄損を抑制

工業用金属、貴金属のリサイクルにより500kgの高付加価値金属を回収

感染症の撲滅

20名の低所得患者が医薬品配布プログラム*を通じて受診 — そのうちの10人はHIV治療

途上国での金融サービスへのアクセス

ケニア全土で十分なサービスを受けられずモバイル決済にアクセスできなかった65人をサポート

*途上国向け医薬品配布プログラム

(注) 企業のサステナビリティに関するデータは、各企業の株主報告書、規制当局への提出書類、その他の企業固有の文書から収集

(出所) 企業レポート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。

投資家による企業とのエンゲージメント活動の意義

企業とのエンゲージメント活動を通じたインパクト投資は、企業が実行した活動の結果に焦点を当てることで、資産運用業界が投資家のためにより良い仕事を行なうことを可能とします。これまでの資産運用業界は、企業活動が実際に社会に与えた変化や好影響ではなく、企業活動そのものについて投資家に説明する傾向が見受けられました。しかし、投資家は現在、より多くのことを求めており、最も重要なのは、実際にエンゲージメントの取り組みを通じて得られた企業へのインパクトです。また、エンゲージ

メント活動が企業にどのような変化をもたらし、それらの変化によって、実際、どのような好影響を社会にもたらしたかについて説明が求められています。

私たちは大きな社会的課題にも直面しており、私たちが企業に与えているインパクトが社会に対してポジティブな影響を与えているかどうかには焦点を当てなければなりません。また、私たちは、単に同じ試みを繰り返すのではなく、時代の変化を見ながら新しい道を試す準備をしておく必要があります。

ESGのみではなく複数の評価軸を組み合わせる必要がある

多くの投資家がESG投資に集結し、前向きなインパクトに対して制限なくお金を支払ってきました。その結果、ESGバブルが誕生しては崩壊することを繰り返し、良いESG企業への投資が必ずしも良い投資結果にならないという事態に陥っています。

ESGファクターだけでは、強いリターンは望めません。気候のメガトレンドに積極的に対応し、自社の事業が気候に与える影響を真摯に管理している企業は、遅れている企業よりも経営的に大きな追い風を受けるでしょう。しかし、前者への投資がより良いリターンを生むとは限らず、それは最終的に支払う対価に依存します。ESGへの過剰期待がバブルを生みだし、ESGの信頼性や投資ばかりが注目を集め、企業のファンダメンタルズから完全に切り離されて評価されてしまうと、魅力的な長期投資になるとは言えま

せん。ESGは相互に関連した複数の考慮事項の一つに過ぎず、リターンの原動力としてのESGと様々な他の評価軸を組み合わせる必要があります。

S&P Global Clean Energy Index
対 S&P500 Energy Index
(2020年2月28日～2022年1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

※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。

米国ハイ・イールド債市場



Executive Director &
Client Portfolio
Manager
Brett Collins, CFA

ファンダメンタルズは堅調。2022年年初は下落したものの、投資家にとって魅力あるエントリー・ポイントとなり、今後12ヵ月間のパフォーマンスの強い支えになると考えられる。

サプライチェーン問題、地政学リスク、FRBの引き締めが主なりスク

2年近く世界経済の課題となってきたサプライチェーン問題は、2022年年初に解消への兆しが出始めていました。しかしロシアによるウクライナ侵攻や中国での新型コロナウイルス感染拡大に対する規制が、包括的ではないものの、新たな物流問題となっています。このサプライチェーンの混乱と密接な関係にあるのが労働者不足です。NCRAM*のアナリストがハイ・イールド債の発行体企業の経営陣と接するなかでよく耳にするのは、優秀な人材の確保が困難であるということです。米国の労働参加率は2021年10月以降で0.5%上昇し、今年1月には62.2%となりましたが、パンデミック前のピークである63.4%を下回っています。パンデミックからの脱却に向けた世界的な取り組みが引き続き行われれば、これまで消極的だった人々が労働市場に戻り、サプライチェーンの混乱が緩和されると考えられます。

地政学リスクもまた重要な問題です。ウクライナ情勢が更に悪化したり、あるいは中国と近隣諸国との緊張が高まると、エネルギー価格の上昇によってインフレ圧力が高まり、投資家の「質への逃避」によってハイ・イールド債などの高収益資産に対する需要が減退する可能性があります。

その中でもハイ・イールド債市場が直面している主要なりスクは金融引き締めです。インフレの急上昇は「一過性」であると楽観視していたFRBは、遅ればせながらインフレに対処する姿勢を示しました。パウエルFRB議長は、50bps

*NCRAM : Nomura Corporate Research & Asset Management Inc.

※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。

の利上げや今後のFOMCでの連続利上げ、バランスシート上の債券保有額縮小を通じた積極的な量的引き締め（QT）など、あらゆる手段を検討することを表明しました。インフレを抑制するためにFRBがとる政策と市場への影響として次の3つのシナリオが考えられます。

インフレの継続：FRBの政策が立ち遅れ、非常に高い期待インフレ率が消費者行動や賃金交渉に影響し、賃金と物価の連鎖的上昇（スパイラル）が発生する。こうした状況を克服するには数年かかる場合があり、景気後退を引き起こす可能性もある。インフレと金利上昇は債券市場にとってマイナス要因だが、一方で歴史的に見るとハイ・イールド債はその後高い回復力を示している。

ハードランディング：急速な金融引き締めのため経済成長が急激に鈍化し、リスク資産に対する市場の投資意欲が急減する。行き過ぎた引き締めは、実体経済と市場に重大な影響を及ぼす可能性がある。そしてハイ・イールド債のようなグロース系の資産に対する需要が減退するリスクが高まる。

ソフトランディング：物価の上昇基調を反転させ、期待インフレ率を抑制するのに十分な引き締めは行うものの、パンデミックからの経済回復を妨げるほどの政策は行わない。サプライチェーンと労働市場の問題が緩和されれば、FRBの舵取りに追い風となる可能性があり、その場合実体経済と資産価格の両方にとって理想的な状態となる。

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

これら3つのシナリオはいずれも可能性がありますが、2022年について、近年よりやや高いインフレ率とやや緩やかな経済成長を予想し、インフレ・スパイラルや景気後退は生じないと考えています。COVID-19の症例数が一時的に急増する可能性はありますが、世界はウイルスとの共存を学びつつあり、これが需給バランスの慎重ながらも楽観的な見通しをハイ

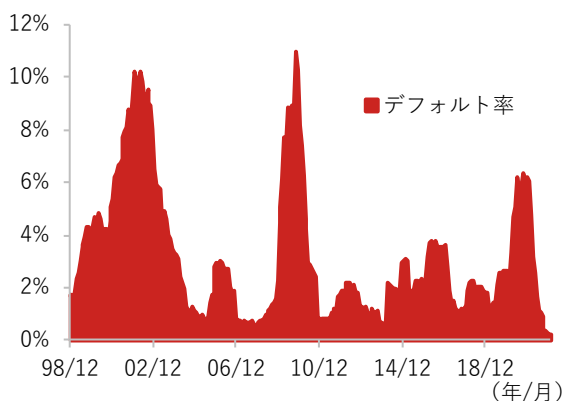
供給側を支えています。更に、現在、FRBはインフレ対策について厳しい発言をせざるを得ない状況にありますが、金融引き締め策は通常需要主導のインフレ圧力をターゲットにしているため、FOMCは市場に「衝撃と恐怖」を与えるような金融政策を避け、段階的な政策調整に注力できるはずで

・イールド債の特長がサポート

2020年初めの短期的な景気後退の後、力強い経済成長の回復を背景に、ハイ・イールド債の発行体の収益性は急速に改善しています。固定金利の債務コストが一定である一方で、インフレに伴って収益が増加することでもたらされる堅調な名目成長率は、ハイ・イールド債発行体の利益率に大きな影響を与える可能性があります。野村の米国エコノミストは、2022年の米国の実質GDP成長率を3.8%、名目GDP成長率を9.3%と予想しています。発行体は現時点ではコストの上昇分を価格に転嫁することができている為、

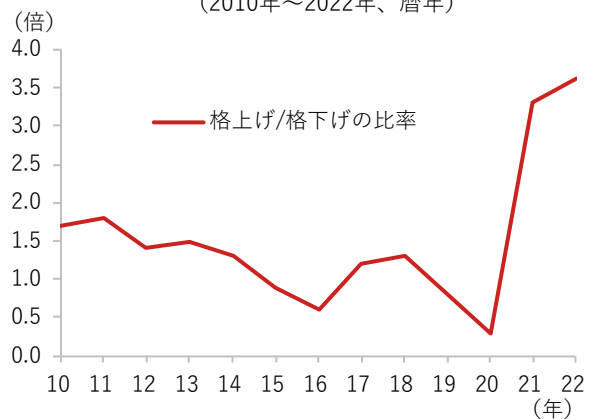
利益率は高水準で推移する、とNCRAMのアナリストは分析しています。財務体質が健全なことを考えれば当然ですが、ハイ・イールド債の発行体のファンダメンタルズは堅調です。まず第一に、デフォルト率が2月末時点で0.2%と、歴史的な水準に低下していることが挙げられます。収益性の向上により発行体のバランスシートが強化され、レバレッジは3.8倍に低下しています。この改善が信用力の向上につながっています。過去12ヵ月間において、格下げとなった発行体数の3.6倍の発行体が格上げとなっ

デフォルト率の推移
(1998年12月末～2022年2月末、月次)



(注) 過去12ヵ月のデフォルト率、金額ベース
(出所) JPモルガンのデータを基にNCRAM作成

格上げ/格下げの比率
(2010年～2022年、暦年)



(注) 2022年は2月時点の過去12ヵ月のデータ、金額ベース
(出所) JPモルガンのデータを基にNCRAM作成

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

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

格付分布においても全般的に信用力が向上しており、特に、ハイ・イールド債市場において投資適格債への格上げ（ライジングスター）候補の増加は顕著です。ハイ・イールド債のおよそ10～15%が今後18ヵ月間に投資適格へ格上げされると私達は考えています。このような格上げは債券保有者にキャピタルゲインをもたらし、格上げ後に投資家が売却して利益を獲得し、その資金を他のハイ・イールド債に振り向けることで市場全体のサポート材料になる可能性があります。一方、ハイ・イールド債の発行体全体の信用力は依然として高く、市場の55%近くがBB格付となっています。

ハイ・イールド債市場のもう一つの重要な特長

は、金利上昇に対して比較的耐性があるということです。ハイ・イールド債のデュレーションは約4年と、債券資産クラスの中で最も短い（そして最も金利の影響を受けにくい）部類に属します。さらに、米国債に対するハイ・イールド債の спреッドは政策金利の引き上げに対するクッションになります。また、米国債の利回りが急上昇した後にハイ・イールド債は反発してきた実績があります。2000年代に入って以降、米国債利回りが急上昇（10年国債利回りが過去3ヵ月平均と比較して40bps以上上昇）した時のハイ・イールド債の下落は基本的に小幅で抑えられ、その後の3ヵ月間においては債券資産の上昇をけん引してきました。

ハイ・イールド債市場の今後の見通し

NCRAMは、2月末時点から向こう12ヵ月間のハイ・イールド債のトータル・リターンを6～7%と予想しています。市場の最低利回り（YTW）は年初来で130bps上昇し、2月末時点で5.65%（ICE BofA US High Yield Constrained 指数）でした。年初の軟調な出だしによって、ハイ・イールド債のキャリアが上昇し、またスプレッド縮小の余地が生じています。3月のスプレッドは378bpsでスタートしました。過去25年間で、スプレッドはおよそ250～1,000bpsのレンジで推移しており、現在のスプレッドはこのレンジの上限よりも下限に近いと言えるかもしれ

ません。しかし歴史的にみて高い信用力と堅調なファンダメンタルズを考慮すると、市場のボラティリティが落ち着けば、スプレッドは徐々に縮小する可能性があります。2022年年初の下げ相場は、特に金利感応度の高いBB格債に大きな影響を及ぼしました。投資適格債に近い質の高いBB格債の多くが利回り4%以上で取引され、B格債に近い比較的質の低いBB格債は5%以上で取引されています。私達の運用チームはこうしたエリアのハイ・イールド債が魅力的であると考えており、積極的に投資機会を探っています。

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

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

東証の新市場区分がスタート



シニア・ESG
スペシャリスト
深澤 寛晴

改訂版コーポレートガバナンス・コードも本格稼働

新市場区分とコーポレートガバナンス

2022年4月4日、東京証券取引所（東証）の新市場区分がスタートしました。従前の第一部・第二部・マザーズ・JASDAQの4市場から、プライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3市場になっています。2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（CGコード）は、一部の原則（補充原則含む）でプライ

ム市場上場会社とそれ以外の会社で異なる内容になっていることから、新市場区分のスタートにより改訂版CGコードも本格稼働することになります。各市場のコンセプトを見ても、ガバナンスの水準について市場ごとに異なる記載になっており、新市場区分とガバナンスが密接な関係になっていることが分かります。

各市場のコンセプト

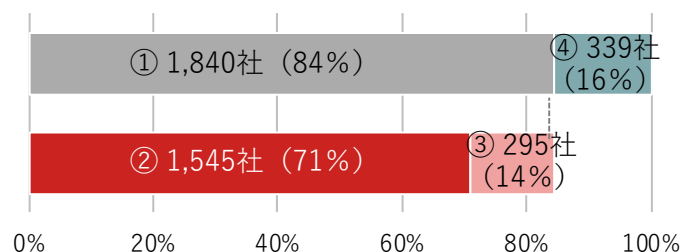
プライム市場	多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、 より高いガバナンス水準を備え 、投資者との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
スタンダード市場	公開された市場における投資対象として一定の時価総額（流動性）を持ち、 上場企業としての基本的なガバナンス水準を備え つつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
グロース市場	高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場

（出所）東証資料を基に野村アセットマネジメント作成

84%がプライム市場を選択

第一部上場会社2,179社の新市場選択の状況を見てみましょう（2022年3月11日時点）。プライム市場を選択した会社（図中①）が84%と大半を占め、スタンダード市場（同④）を選択したのは16%でした。なお、①にはプライム市場の上場維持基準に適合せず、経過措置が適用されている会社（同③）も含まれるため、同基準を満たす会社（同②）は71%です。③の会社では同基準に適合するための計画の開示もスタートしており、今後の対応が注目されます。

第一部上場会社の市場選択の状況



- ①プライム市場を選択した会社
- ②①のうち上場維持基準に適合している会社
- ③①のうち経過措置が適用されている会社
- ④スタンダード市場を選択した会社

（注） 2022年3月11日時点

（出所）QUICKのデータを基に野村アセットマネジメント作成

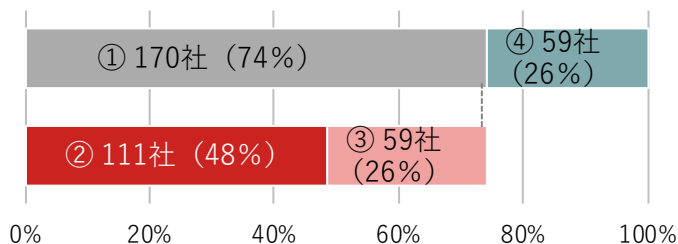
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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

支配株主のいる会社（上場子会社含む）には厳しい基準

プライム市場の上場維持基準には、流通株式比率35%以上など上場子会社など支配株主のいる会社が適合するのは困難な項目が見られます。実際、第一部上場会社のうち支配株主のいる229社について見ると、スタンダード市場を選択した会社（図中④）、プライム市場を選択したものの経過措置が適用されている会社（図中③）が各26%を占めています。上場維持基準に適合し、経過措置の適用を受けることなくプライム市場に上場できた会社（図中②）は半数弱です。支配株主のいる会社には厳しい基準になったと言えます。

支配株主のいる会社の市場選択の状況
(第一部上場会社)



- ① プライム市場を選択した会社
- ② ①のうち上場維持基準に適合している会社
- ③ ①のうち経過措置が適用されている会社
- ④ スタンダード市場を選択した会社

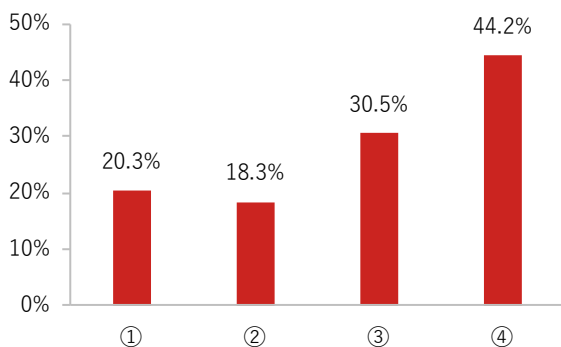
(注) 2022年3月11日時点
(出所) QUICKのデータを基に野村アセットマネジメント作成

改訂版CGコードが求めるガバナンス

改訂版CGコードは、プライム市場上場会社に対して議決権行使電子プラットフォームの利用、英文開示、気候変動に係る開示を求めるほか、独立社外取締役の人数や指名・報酬委員会の構成について一段高い水準を求める内容になっています。上場維持基準はプライム市場上場会社に改訂版CGコード全原則の適用を求めています。

すが、各原則を実施（コンプライ）しない場合でもその理由を説明（エクスプレイン）すれば適用とみなされるため、新市場の選択への影響は不透明です。とは言え、独立社外取締役の人数や指名・報酬委員会の状況を見るとその差は大きく、今後のガバナンス強化の取り組みが注目されます。

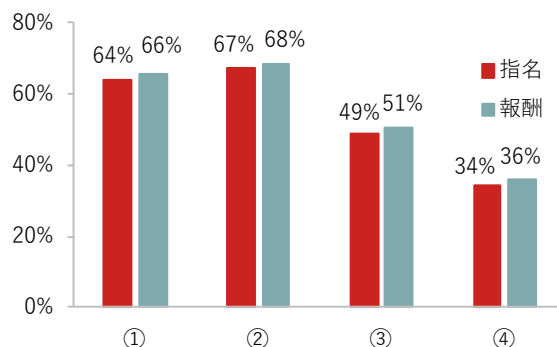
独立社外取締役が1/3に満たない会社の割合



(注) 2022年3月11日時点。対象は第一部上場会社2,179社。①～④は上図を参照。独立社外取締役は独立役員として届け出られている社外取締役。
(出所) QUICK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。

社外取締役が過半数を占める
指名・報酬委員会を設置する会社の割合



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。

野村アセットマネジメントの取り組み

野村アセットマネジメントは「望ましい経営のあり方」を定め、これを実現するよう、エンゲージメント及び議決権行使を通じて働きかけています。ガバナンスについては取締役会が経営陣を監督する機能を重視することを明記しており、議決権行使基準を通じて監督を主たる役割・責務とするモニタリング・ボードへの移行を後押ししています（下図参照）。

2021年11月に議決権行使基準を改定する際に新市場区分の見直しや企業規模等によるガバナ

ンスの整備状況の違いについて議論しましたが、中長期的なモニタリング・ボードへの移行を見据える中、現時点で投資先の上場会社に求めるガバナンスの最低水準は共通とするのが妥当と判断し、市場区分による差異は設けていません。経過措置が適用されている会社やスタンダード市場を選択した会社を含め、エンゲージメント及び議決権行使を通じて実効性の高いガバナンスの実現を働きかけることで、日本株式市場全体の底上げを目指しています。

社外取締役の人数等に関する議決権行使基準

取締役会の監督機能が強い=望ましいガバナンス

**後押しする水準：モニタリング・ボード
(以下の8要件を全て満たす)**

1. 社外取締役が過半数
2. 社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会
3. 指名・報酬委員会の議長は社外取締役
4. 女性の取締役1名以上
5. 買収防衛策を導入していない
6. 政策保有株式を過大に保有していない
7. 監査役会設置会社の場合、取締役の任期が1年
8. 支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役

- 1.~8.を全て満たす場合、会社提案議案に賛成しやすくなります（取締役選任、役員報酬に係る議案）
- 1.~8.を満たさないことを理由に、会社提案議案に反対することはありません

会社が自発的・能動的にモニタリング・ボードに移行し、実効的な監督機能の強化が実現することを後押しします。

**最低水準：2名又は1/3の多い方
(支配株主がいる場合は過半数)**

- 最低水準を満たさない場合、会長・社長等の取締役選任議案に反対

市場区分を問わず、最低水準を満たさない場合は反対します。

取締役会の監督機能が弱い=望ましくないガバナンス

(出所) 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。

世界経済の基本シナリオ

2022年は高成長も、前回見通しからは小幅に下方修正

コロナ禍からの経済活動正常化を背景に成長継続

インフレ加速かつ経済成長抑制要因を伴う、ウクライナ情勢の悪化の影響を現時点で完全に世界経済見通しには反映できないものの、2022年の経済成長の基礎はコロナ禍からの需給両サイドの正常化であると見ています。

経済活動正常化が続き、供給制約が緩和されていく中で、家計の消費の中心は財からサービスに戻り、企業は在庫復元を進めると考えられます。需給逼迫は緩和されていき、インフレ率のピークアウトも年後半には明確化するでしょう。潜在成長率と比較して、2022年は高成長を予想しますが、ウクライナ情勢の悪化を受けて、前回2021年12月時点の経済見通しから下方修正しました。

レストラン予約件数とモビリティ
(2020年3月1日～2022年3月16日、日次)



(注) 基準時点について、レストラン予約件数は2019年、小売・娯楽施設訪問件数は2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。また、小売・娯楽施設訪問件数は2022年3月14日までのデータ。

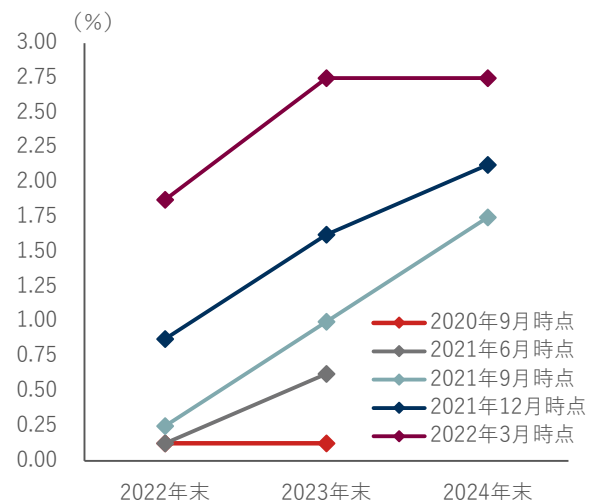
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融引き締め加速観測の高まりと収束

高インフレを背景に、2%のインフレ目標を掲げる主要先進国中銀が金融引き締めを加速するとの見方が強まっています。実際、3月には、ECBは早ければ今夏の利上げを可能とする状況を整え、FRBは0.25%の利上げを決定しました。

ただし、当社が予想するように、インフレ率が落ち着いていけば、目下の高インフレ警戒感による金融引き締め加速観測は後退していくと考えられます。2023年初までは金融政策の正常化に向けた動きが続く、あるいは加速していく可能性があります。2023年央には金融引き締めペースの鈍化が意識されると見ています。

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

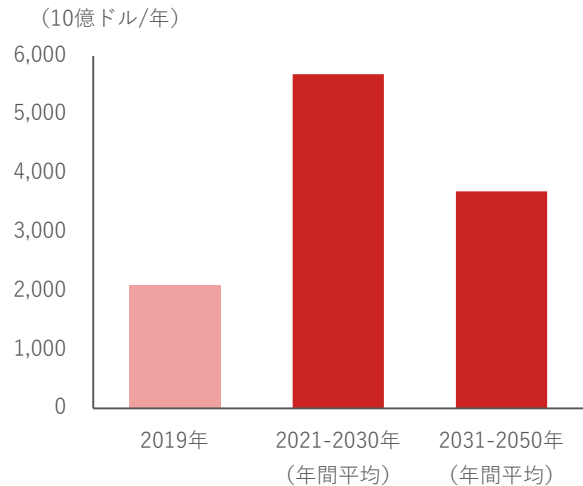
ウクライナ情勢悪化が設備投資にもたらす影響は上下双方向考えられる

アップサイドリスク：「強制貯蓄」の取り崩しや設備投資の加速

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原資となる「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、ウクライナ情勢の悪化を受け、経済安全保障に対する官民の関心が一層高まるかもしれません。2022-2023年の予測期間において、サプライチェーンの強靱化やクリーンエネルギー供給に向けた設備投資が基本シナリオよりも大きく表出する可能性もあるでしょう。

1.5度目標の下でのエネルギー投資額



(注) 1.5度目標とは、2050年までに地球の気温上昇を産業革命以前と比較して1.5度に抑えるという目標。

(出所) 国際再生可能エネルギー機関 (IRENA) 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：ウクライナ情勢悪化の影響と変異株

ウクライナ情勢の悪化によるエネルギー・食料といった生活必需品の更なる価格上昇が家計のセンチメントを悪化させ、保守的な支出行動に転じさせるリスクがあるでしょう。また、期待成長率が低下したり、先行き不確実性が高まったりする場合、企業も慎重な投資行動をとるかもしれません。

また、変異を繰り返す新型コロナウイルス感染症の帰趨について、依然として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、経済のダウンサイドリスクとなるでしょう。

コモディティ価格の推移
(2021年1月1日～2022年3月17日、日次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

減速期から改善する可能性が残る一方、地政学リスクが今後の下押し要因に

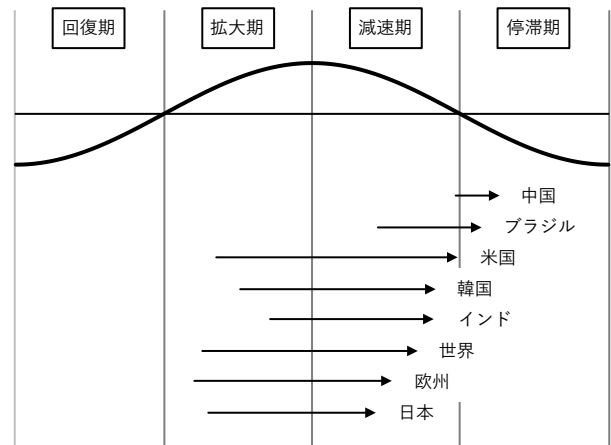
各国・地域の景気は減速期入り

2020年のコロナショックを経て、着実に改善を続けてきた世界景気は減速期に入りました。

従来、減速期は経済指標がピークアウトし始めるフェーズに相当します。今回のケースでも多くの経済指標はピークから低下していますが、製造業購買担当者景気指数（PMI）のように水準自体は高い状態を維持している指標も散見されます。このように経済指標が高い水準を維持すれば、景気循環の面では再び拡大局面に戻っていく可能性も考えられます。

一方で、今回のウクライナ情勢に見られる地政学リスクの高まりは、景気には大きな下押し要因となります。これまで比較的堅調に推移してきた経済指標も、今後急速に悪化していくリスクには注意が必要です。

世界景気の推移
(2021年8月～2022年2月)



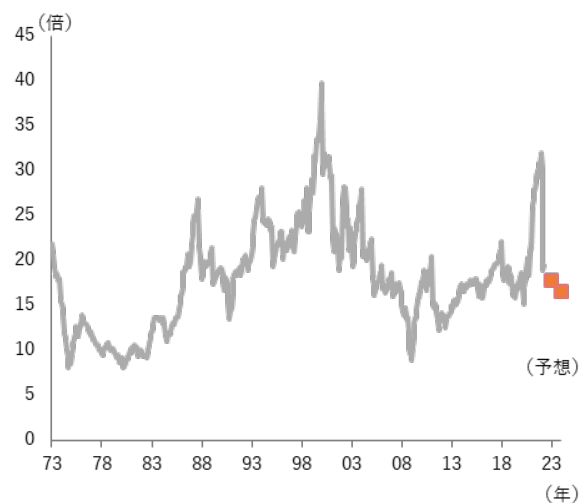
(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

バリュエーションはコロナ前の水準まで低下

米欧企業を中心に非常に堅調だった2021年の決算内容を受け、株価と利益の対比（バリュエーション）は割高だった水準が一気に解消されました。加えて、直近ではロシアによるウクライナ侵攻でリスク回避の動きが加速し、バリュエーションは一段と切り下がってきました。

グローバル株式の株価収益率（PER）は、長期的に見ても割安な水準にあるといえます。ただし、仮に企業業績が下振れした場合には、PERは上昇圧力がかかっていきます。足元では、米国の利上げの加速の可能性や地政学リスクなど企業業績の下押し要因が台頭していますが、一般的な業績見通しには、まだ反映されていない状況とみられます。

グローバル株式の株価収益率（PER）
(1973年1月～2022年3月、四半期)



(注) 1987年まではDatastreamの先進国株価指数、1988年以降はMSCIワールド株価指数を基に作成。2022年、2023年はそれぞれ12月末の予測値。直近は3月16日時点。

(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。

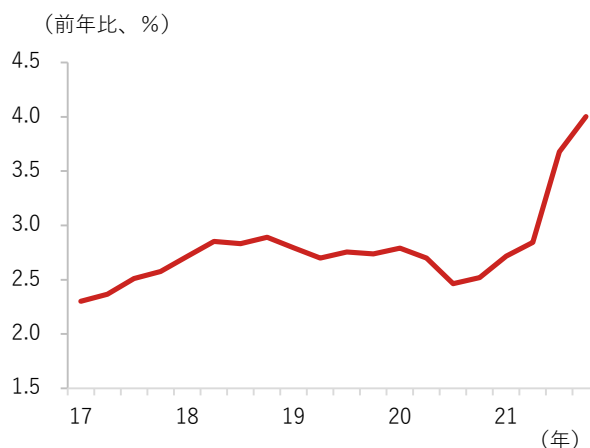
米国

高インフレが定着するリスクを警戒し、FRBは利上げを決定

堅調な景気拡大と高インフレが継続

米国景気は拡大を続けています。ガソリン価格が過去最高を更新するなど、物価上昇への懸念は強いですが、大幅に上昇する賃金が消費者の購買力を下支えしており、個人消費は堅調です。ロシアによるウクライナ侵攻は、先行きの不確実性を高め、米国景気が下振れる要因となるでしょう。しかし、米国と両国との経済面での繋がりがあまり強くないこと、エネルギーを多く生産する米国では原油・ガス価格上昇による悪影響が抑制されることなどから、景気の下振れは軽微となりそうです。今後も米国経済には堅調な拡大を期待できるでしょう。他方、堅調な景気の裏側では人手や部材の不足が続き、インフレ圧力は残存するとみられます。年末にかけてインフレ率は高水準で推移するでしょう。

米国の賃金上昇率
(2017年1-3月期～2021年10-12月期、四半期)



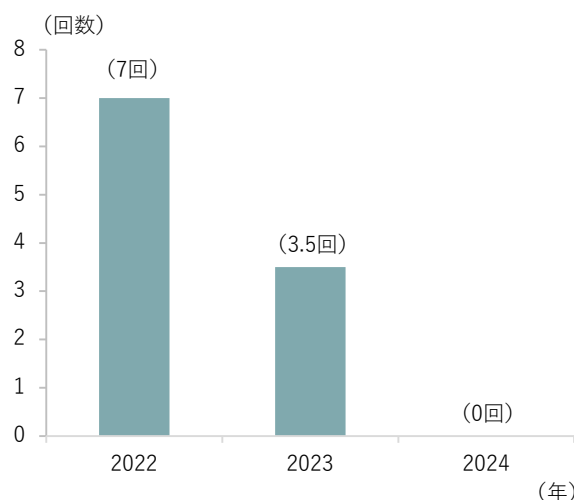
(注) 雇用コスト指数ベース。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

FOMCメンバーは2022年内に7回の利上げを予想

3月のFOMCは、2018年12月以来となる利上げを決定しました。FRBのパウエル議長は「我々は高インフレの定着を決して認めない。インフレ率を目標水準に引き下げるために、利上げを行う」として決定理由を説明しました。

同時に公表されたFOMCメンバーの利上げ予想は、2022年内に合計7回、2023年も含めると合計10回超というものでした。もっとも、経済・物価を巡る不透明感が強いなか、パウエル議長は「この予想は計画ではなく、今後の状況を見極める」と指摘しています。今後の動向次第では、この予想よりも大胆な利上げとなるリスク、小幅な利上げにとどまるリスクの双方があることを認識しておくべきでしょう。

FOMCメンバーの利上げ予想
(2022年～2024年、年次)



(注) FOMCメンバーの予想中央値 (3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

インフレ警戒からECBは正常化を進めるが、ウクライナ侵攻を受けて先行き不透明感は増大

ウクライナ侵攻による不確実性の増大などが景気を下押し

ユーロ圏では、冬のコロナ感染再拡大の影響が和らぎ、景気回復ペースの加速が期待されてきました。しかし、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、景気が下振れる可能性が高まっています。ユーロ圏では、両国との経済面での繋がりが相応に強いことや、両国に地理的に近接していることから先行きの不確実性が強まりやすく、設備投資を下押しすると考えられます。また、賃金上昇圧力の弱いユーロ圏では、エネルギーを中心とした物価上昇によって消費者の購買力が悪化し、個人消費を下押しするでしょう。これらを理由に、ユーロ圏の景気回復は緩やかなペースにとどまると予想されます。軍事侵攻に収束の目途が立たない中、エネルギー不足の深刻化や金融市場の混乱により、景気が更に下振れるリスクに警戒が必要です。

ユーロ圏の賃金上昇率
(2000年1-3月期～2021年10-12月期、四半期)



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

ECBは金融政策の正常化を進めたが、先行きは不透明

ECBの3月理事会は、資産買入プログラム (APP) に基づく買い入れ予定額を縮小し、早ければ6月で買い入れを終了できるようにするなど、金融政策の正常化を進めました。同時に発表された新たな経済見通しでは、高インフレと高成長の併存という見方が示されました。ECBは、インフレへの警戒姿勢を強め、2022年内の利上げを視野に、その準備を進めているようです。これまで「2022年中の利上げの可能性は低い」としていたラガルド総裁も、最近ではそうした発言を控えています。もっとも、ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、ユーロ圏景気の下振れリスクは高まっています。こうした中で総裁は「データを見極める」という姿勢を強調しており、ECBが正常化路線を継続できるのかは不透明です。

ECBによる経済見通し
(2022年3月のECB理事会と同時に公表)

(単位：%)

		2022	2023	2024
GDP 成長率	今回 (3月)	3.7	2.8	1.6
	前回 (12月)	4.2	2.9	1.6
HICP インフレ率	今回 (3月)	5.1	2.1	1.9
	前回 (12月)	3.2	1.8	1.8

(出所) ECBの資料を基に野村アセットマネジメント作成

日本

商品価格高騰の影響は政策によって緩和されよう

下振れリスクはやや上昇も堅調な成長見通しを維持

エネルギー・穀物など国際商品価格は高騰していますが、日本ではその影響が緩和されています。燃料価格は激変緩和措置によって抑制され、輸入小麦は元々、政府売渡制度により国際相場の変動の影響が緩和されているためです。ただし、エネルギー・食品といった生活必需品の価格上昇は家計のインフレ期待上昇に繋がりと見られます。日本の場合、インフレ上昇が家計のセンチメント悪化の一因になることも多く、コロナ禍からの景気回復が遅れるリスクには注意を要します。

他方で、感染状況が落ち着けば、Go Toトラベルの再開など需要喚起策が進むでしょう。賃上げの機運が高まるか不確実性はありますが、2022年は潜在成長率を上回る成長が続くと予想を維持しています。

黒田総裁在任中は金融政策の現状維持を予想

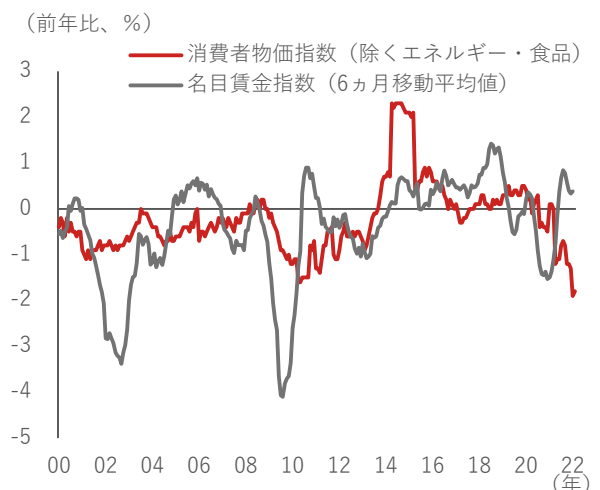
日本の消費者物価指数は、エネルギー・食品価格の上昇、携帯電話通信料引き下げの影響の剥落などを受け、年央にかけて2%前後に上昇すると考えています。米国が3月に利上げを開始し、ユーロ圏が早ければ年央利上げの道を開き、「悪い円安」「悪いインフレ」論が高まる中、日銀もこの機に乗じて政策調整を行うのはいか、という見方が一部で高まりつつあります。ただし、エネルギーと食品を除く実力ベースのインフレ率が依然としてマイナス圏にあること、黒田総裁が「悪い円安」論に与していないこと、政策修正には再び検証や点検を要する可能性があることなどを考慮すると、基本シナリオの下では現行の緩和策は維持され、長短金利操作における長期金利の年限短期化などは当面決定されないとしています。

消費者態度指数と物価上昇見通し
(2005年1月～2022年2月、月次)



(注) 家計の物価上昇見通しは消費動向調査において、1年後の物価は「上昇する」見通しと回答された割合を示した。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

基調的な物価と名目賃金
(2000年1月～2022年2月、月次)



(注) 名目賃金指数は2022年1月までのデータ。
(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、ご自身でご確認ください。

中国

政府は野心的な成長率目標を打ち出し、政策緩和強化へ

今年の成長率目標は野心的な「5.5%前後」に

政府は、今年の成長率目標を市場予想よりも強気の「5.5%前後」に設定しました。目標は昨年の「6.0%以上」から引き下げられているものの、達成は容易ではありません。足元では、ゼロコロナ政策が経済活動を抑制し、不動産市場の混乱も長期化しています。さらに、ウクライナ情勢の悪化に伴う原油高が、家計の購買力や企業収益の低下を通じて、景気に下押し圧力を加えることが想定されます。

こうした中、目標達成に向けて金融政策はさらに緩和されるでしょう。中国人民銀行は、前半に追加の利下げと預金準備率引き下げを行うと予想します。原油高に伴い、インフレ率は一時的な上昇が見込まれますが、年間では目標の3%程度に収まり、金融緩和を妨げないと考えます。

財政政策も緩和されるが、目標達成には不十分

財政政策も、大きく緩和に転じると予想します。2022年の財政赤字目標は3.2%から2.8%に引き下げられましたが、赤字に算入されない剰余金や予算安定化調節基金からの繰入れを考慮すると、実質的な財政赤字は昨年よりも拡大すると見込まれます。同様に、地方特別目的債の新規発行枠は3.65兆元に据え置かれていましたが、昨年に未使用だった資金も各種プロジェクトに支出されるため、支出額は大幅に拡大する可能性があります。

政策刺激に支えられ、中国経済は年央までに潜在成長率程度まで回復すると予想します。もっとも、現時点で見込まれる政策規模を前提とすると、実際の成長率は「5.5%前後」の下限にかなり近いものになると見えています。

2022年の主要経済目標

	2021		2022
	目標	実績	目標
成長率（前年比）	6.0%以上	8.1%	5.5%前後
消費者物価指数（前年比）	3.0%前後	0.9%	3.0%前後
都市部新規雇用創出	1,100万人以上	1,269万人	1,100万人以上
都市部調査失業率	5.5%前後	5.1%	5.5%以内
財政赤字（GDP比）	3.2%前後	-	2.8%
地方特別目的債新規発行額	3.65兆元	-	3.65兆元

（出所） 政府活動報告、各種報道等を基に野村アセットマネジメント作成

社会融資総量と製造業PMIの推移
(2010年1月～2022年2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

新興国

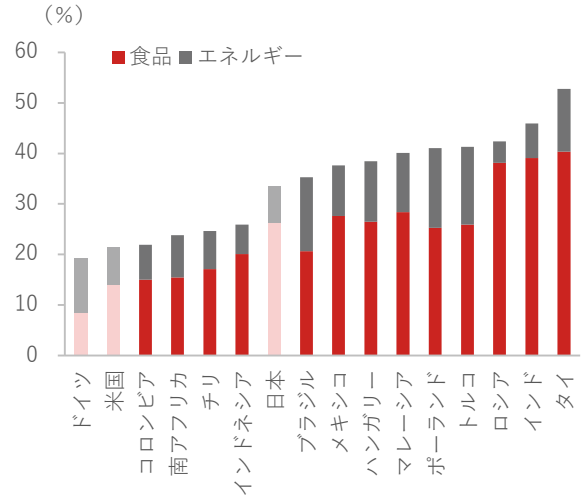
資源価格上昇の影響は国ごとに異なる

資源価格の上昇は高インフレを助長

新興国経済は、コロナ禍からの景気回復を続け、多くの国で国内総生産はコロナ前の水準を超えています。また、国内の景気回復は、供給制約とともに高インフレをもたらしています。

そうした中、ウクライナ情勢の悪化による資源価格の上昇は、新興国経済への大きなリスクとなっています。新興国では先進国と比べて消費者物価指数に占める食品・エネルギーのウェイトが高いため、資源価格の上昇の影響が大きく、更なるインフレの加速や高インフレの長期化が懸念されます。加えて、インフレ期待の上昇を通じた広範なインフレにも警戒が必要です。そのため、既に金融引締めを進めてきた国を含めて、多くの中央銀行が利上げを行う可能性は相当程度高いと考えられます。

消費者物価指数に占める
食品・エネルギーのウェイト



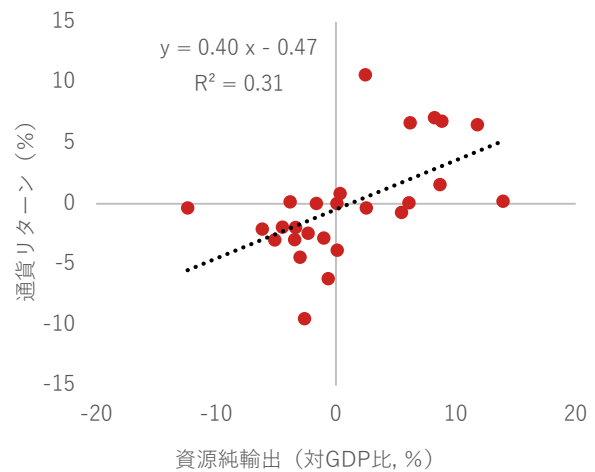
(注) 食品、エネルギーのウェイトは各国の統計を基に、野村アセットマネジメントが計算しており、その定義は各国で異なる。データは2021年12月時点。

(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

経済成長や国際収支への影響は、国ごとに異なる

インフレや金融政策への資源価格高騰の影響は新興国全体で共通すると見られる一方で、経済成長や国際収支への影響は一様ではないと考えます。ブラジルなどの資源輸出国では、資源価格の上昇は経済への追い風になる一方、インドなどの資源輸入国では逆風となります。実際、先進国も含めた各国の年初来の通貨リターンを比較すると、資源の純輸出と通貨リターンとの相関関係が認められます。新興国経済を見る上では、前述のような共通した影響に加えて、資源輸出国と輸入国との間の成長格差への影響も重要となってくるでしょう。

資源純輸出と通貨リターン
(2021年12月31日～2022年3月17日)



(注) 資源純輸出は2019年のデータを使用。

(出所) 世界銀行、Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

各国経済・市場見通し

			2022				2023		2020	2021	2022	2023
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
			予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	4.2	3.9	3.8	3.3	3.3	3.1	-3.3	5.8	3.8	3.1
	先進国	*2	1.1	3.7	3.1	2.1	1.7	1.7	-4.8	5.1	3.4	2.1
	新興国	*1,*3	4.0	4.7	4.7	4.5	4.5	4.5	-0.9	6.9	4.5	4.6
	米国		1.0	2.4	2.4	2.2	1.7	1.7	-3.4	5.7	3.1	1.9
	ユーロ圏		0.9	0.7	1.2	1.1	1.3	2.0	-6.5	5.3	2.4	1.5
	日本		-0.8	6.7	3.9	2.0	2.0	1.0	-4.5	1.6	2.3	2.1
	中国	*1	4.8	4.9	5.5	5.3	5.4	5.3	2.3	8.1	5.1	5.2
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.6	5.8	5.4	4.6	3.3	2.5	1.6	3.2	5.4	2.6
	先進国	*2	6.0	5.5	4.2	3.1	2.0	1.5	0.8	3.3	4.7	1.6
	新興国	*3	5.0	6.4	7.3	6.7	5.3	4.1	3.0	3.0	6.3	4.0
	米国		7.9	8.1	6.9	5.4	3.3	2.3	1.2	4.7	7.1	2.5
	ユーロ圏		5.9	5.7	5.2	3.8	2.8	2.3	0.3	2.6	5.1	2.1
	日本	*5	0.6	2.0	1.8	1.5	1.2	0.8	-0.2	-0.2	1.5	0.8
	中国		1.1	2.8	3.3	3.2	3.5	2.7	2.5	0.9	2.6	2.9
政策金利 (%)	米国	*6	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.25	0.25	0.25	2.00	2.25
	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	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	3.85	3.80	3.60	3.60
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.34	2.50	2.60	2.60	2.40	2.40	0.91	1.51	2.60	2.30
	ドイツ		0.55	0.55	0.40	0.20	0.00	0.00	-0.57	-0.18	0.20	0.00
	日本		0.22	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.02	0.07	0.20	0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,530	4,730	4,790	4,900	4,900	4,970	3,756	4,766	4,900	5,090
	ユーロ300		1,783	1,850	1,880	1,900	1,900	1,910	1,537	1,890	1,900	1,940
	TOPIX		1,946	1,960	1,990	2,020	2,020	2,040	1,805	1,992	2,020	2,080
	MSCI EM (\$)		1,142	1,180	1,220	1,240	1,240	1,260	1,291	1,232	1,240	1,290
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.11	1.10	1.08	1.08	1.10	1.10	1.22	1.14	1.08	1.11
	日本円/米ドル		121.4	120.0	120.0	120.0	115.0	112.0	103.2	115.2	120.0	112.0
	日本円/ユーロ		135.0	132.0	130.0	130.0	127.0	123.0	126.3	131.0	130.0	124.0
	人民元/米ドル		6.34	6.40	6.55	6.55	6.55	6.55	6.54	6.37	6.55	6.55

		2020	2021	2022	2023
				予測	予測
為替レート	インドルピー	73.1	74.3	80.0	82.0
(対米ドル、 期末値)	インドネシア ブラジル メキシコ ロシア トルコ	14,050	14,253	14,700	14,700
		5.2	5.6	5.0	4.8
		19.9	20.5	21.5	21.5
		74.0	75.0	110.0	100.0
		7.4	13.3	27.0	31.0
政策金利 (%)	インド	4.00	4.00	5.00	5.00
	インドネシア	3.75	3.50	4.25	4.50
	ブラジル	2.00	9.25	11.75	6.50
	メキシコ	4.25	5.50	8.00	7.00
	ロシア	4.25	8.50	25.00	12.00
	トルコ *6	17.03	14.00	30.00	30.00

(注) 見通しは2022年3月18日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

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

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

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

当資料に関するお知らせ

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

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

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

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

当資料で使用した指数

- MSCI AC World Value Index
- MSCI AC World Growth Index
- S&P Global Clean Energy Index
- S&P500 Energy Index
- ICE BofA US High Yield Constrained Index

当資料で使用した指数の著作権等

- 「MSCI AC World Value Index」および「MSCI AC World Growth Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P Global Clean Energy Index」および「S&P500 Energy Index」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズファイナンシャルサービシーズエルエルシーに帰属しております。
- 「ICE BofA US High Yield Constrained Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。

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4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