

NOMURA

Connecting Markets East & West

2023年夏号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



野村アセットマネジメント



『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。2023年夏号では以下の点について分析してみました。

2023年6月に米国の利上げがようやく停止、打ち止め宣言は出ていませんが昨年3月に始まった利上げの最終到達点が見えてきました。一方、欧州では利上げが継続、新体制となった植田日銀は大規模金融緩和の継続を決めたことから、欧州通貨中心に円安が進んでいます。また、株式市場では日本株がバブル崩壊後の戻り高値を更新し、33年ぶりの高値に回復しています。

今号では、こうした環境をどう見るのか、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。債券・為替、内外株式、J-REITについて解説しています。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2023年6月中下旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一の見解ではないものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

CONTENTS 2023年 夏号

02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	18 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	19 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	20 景気循環
06	債券・為替	21 米国
09	日本株式市場	22 ユーロ圏
12	外国株式市場	23 日本
	トピック	24 中国
15	J-REIT市場	25 新興国
		26 各国経済・市場見通し

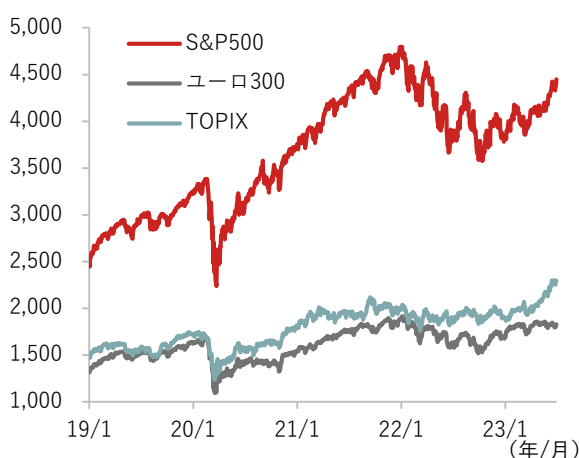
金融市場の動き

2023年4-6月期の金融市場では、米銀行の経営破綻に端を発した金融不安が後退したほか、米国景気が底堅さを見せる中で、米長期債利回りは上昇しました。また、米国の債務上限問題について、財政責任法が成立し、当面の懸念が払しょくされたことを好感し、株式市場は上昇しました。米長期債利回りが上昇する中で、他国との金利差が拡大したことで、米ドルは対ユーロ・対円ともに上昇しました。

日米欧の株価指数の推移

(2019年1月2日～2023年6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

(2019年1月2日～2023年6月30日、日次)

(%)



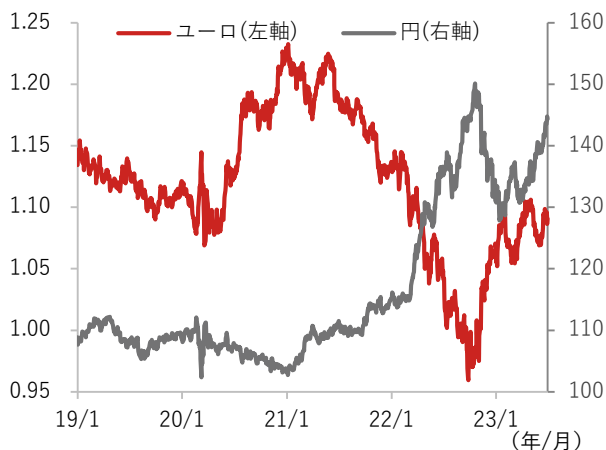
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2019年1月2日～2023年6月30日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

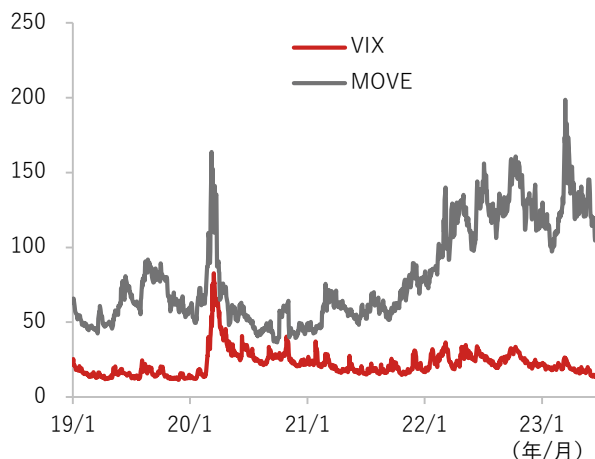


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2019年1月2日～2023年6月30日、日次)

(ポイント)



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

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

投資環境見通し

利上げ局面は終盤、金利低下傾向と予想



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

金融政策の転換点

前回のインベストメント・アウトLOOK発表時点と比較して、(1) 金融システム不安は若干和らぎ、(2) 米国政府の債務上限も2025年初まで適用停止となるなど、金融市場におけるリスクセンチメントは改善したと考えられます。また、5月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で、声明から「幾分の追加的な引き締めが適切となる可能性がある」との表現が削除され、実際、6月のFOMCでは利上げが「スキップ」されました。再度利上げが決定される可能性は残るものの、当社は今回の局面では利上げは終わりに近付いたと見ています。

米国では高インフレでも消費を支えてきた過剰

貯蓄が失われる中、既往の金融引き締め効果によって年後半にはマイナス成長となるでしょう。景気と物価のモメンタム鈍化を確認した後、2024年は利下げ局面になると予想します。

これまで米連邦準備制度理事会 (FRB) の金融政策に関する市場予想の変化が金融市場に大きく影響してきました。今後は予想されるモメンタム鈍化がどの程度となるか注意が必要です。家計・企業セクターのバランスシートが比較的健全であることなどから、景気後退になったとしても「浅く短い」との見方が優勢です。しかし、そうはならない場合に、経済・金融市場が大きな調整を迫られる可能性があるでしょう。

債券利回りは低下傾向に

景気と物価のモメンタム鈍化の下で中銀が利下げに転じるまでの間、米欧長期金利は低下傾向となるでしょう。ただし、「緩やかな景気後退」の範疇にとどまるのであれば、先行きの急速な利下げも見込みがたく、長期金利の低下幅もさほど大きくならないと予想しています。

2024年1-3月期から予想している利下げの効果によって、2024年後半に景気の持ち直しが鮮明になれば、利下げが継続している下でも、先行きの景気回復期待を背景に長期金利は下げ止まり、若干の上昇に転じると見ています。

やや長い目で見れば、(1) コロナ禍の需給不均衡が背景になった物価上昇を経験したことでインフレ期待が従前ほど下がらない可能性、

(2) 経済安全保障の観点も踏まえたサプライチェーンの再構築がコスト増に繋がる可能性、

(3) 人口動態の変化によって労働需給が逼迫した状況が続く可能性などから、インフレはコロナ前よりもやや上振れたままとなるかもしれません。その際、長期金利も同様に、コロナ前より高めに推移すると考えられます。

なお、円債利回りは日本銀行の金融政策に強く影響されるでしょうが、当社が予想する長期金利の柔軟性を拡大する措置が決定され、一時的に上昇したとしても、「材料出尽くし」となれば、グローバル金利に連動する形で安定化すると見ています。

米ドル安基調を見込む

金融市場が織り込んでいた2023年後半からの米国の利下げシナリオが剥落したことなどを受け、米ドルは5月末にかけて増価する局面もありましたが、その後は対ユーロで米ドル安、対円では米ドル高となりました。

先行き、金融政策が引き締めから現状維持へ、さらに先行きの利下げが視野に入っていく中で既往の米ドル高は修正されていくとの見方を維持します。為替相場は必ずしも金融政策格差・金利差だけで決まる訳ではありませんが、最近の日米金利差との連動性がある程度維持されるとすれば、年末に1米ドル=130円程度となると推計できます。

2024年春以降、米国が利下げを継続する中で、日本銀行が多角的レビューを終えて比較的大掛かりな金融政策の修正に臨むとの観測が高まると、米ドル安・円高が加速する可能性もあるでしょう。

2024年後半に景気の持ち直しが明確化する下では、リスクセンチメントが改善し、主要3通貨ではユーロが最も強く、次いで米ドル、円となると予想しています。

2024年の株式市場は上昇傾向と予想

6月にかけて、米国の利上げ「スキップ」観測、米連邦政府の債務上限問題先送り、ハイテク株を中心とした堅調な決算等を受けて、主要先進国・地域の株価指数は上昇傾向にありました。

景気後退観測が今後強まる中で、株価のボラティリティが高まると見ていますが、一方で経済・物価のモメンタム鈍化に伴い利下げ期待が強まると、バリュエーションの観点から株価を支えるでしょう。その後、2024年に入って利下げ効果によって景気が底打ちするとの見方が強まると、主要先進国・地域の株価は上昇基調となると考えています。

従って、当面は株価のダウンサイドリスクに注

意を要しますが、その後は利下げ観測を契機にリスクセンチメントが改善すると見ています。

日本の株式市場においては、やや急ピッチで株価が上昇してきました。当社予想のように先行き円高が進むと、輸出企業の収益見通しを下押しする可能性はあるでしょう。他方で円高がコスト抑制に効く面もあるとともに、相対的には金融緩和環境が維持され、景気も堅調と見込まれるため、当面、グローバル対比でやや優位な状況が続くと見ています。

債券・為替

FRBの利上げ終了を見据えてレンジを脱するかに注目



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航

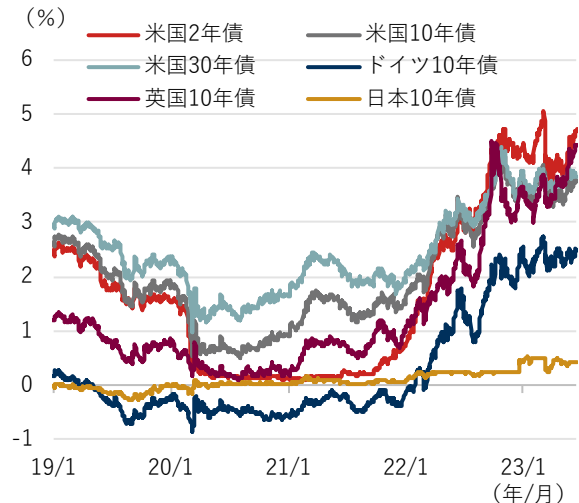


シニア・インベस्टメント・オフィサー
前田 有司

債券利回りはレンジ圏で推移

主要国の債券利回りは、昨年後半以降、レンジ圏で推移してきました。米国10年国債利回りは、軟調な景況感指標の発表や米国での銀行破綻を受けて、FRBが早期に利下げに転換するとの思惑が高まる局面では一時的に3.2%台まで低下する局面がありました。しかし、銀行の破綻を受けても、米国の労働市場が依然として堅調であることが確認されると、FRBが利上げを継続するとの見方が強まりながら利回りは改めて上昇に転じました。ドイツについても同様に、景気及びインフレの動向と、それを受けたECB（欧州中央銀行）の金融政策をにらみながら10年国債利回りは1.7%~2.8%の間で推移しました。

各国国債利回りの推移
(2019年1月2日~2023年6月16日、日次)



(注) 利回りはBloomberg Generic
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

FRBは残り1回の利上げの後に金利据え置きへ

FRBは6月のFOMCで、政策金利の据え置きを決定しました。2022年3月以降、10会合連続で利上げを実施してきましたが、これまでの利上げによる景気やインフレへの波及効果を見極めるべく、据え置き判断となりました。FRBは一旦、利上げを停止したものの、私共は再度、利上げに踏み切る可能性が高いと考えています。銀行の破綻による実体経済への下押し圧力が見られないことから、依然として高水準にあるインフレを押し下げるべく、FRBはあと1回の利上げを実施する可能性が高いと見ています。

他の中央銀行に目を転じて、カナダ中央銀行は3月に利上げを一旦停止しましたが、6月に3会合ぶりの利上げに踏み切りました。オースト

リア準備銀行も一時的な据え置き後に、再度の利上げを実施しました。両国に共通するのは、労働市場のひっ迫、住宅市場の持ち直しの兆し、そして減速しつつも依然として高位にあるインフレ率です。

米国についても同様の経済環境にあることを踏まえると、FRBはインフレ率を目標とする水準まで押し下げることを確実にするべく、今後改めて利上げに踏み切ると考えています。しかしその後は、これまでの金融引き締めによる景気への悪影響が顕在化することで利上げを打ち止め、年末にかけては金融緩和への転換を探る段階に移ると見ています。

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。

米国経済には減速の兆し

米国の労働市場は堅調に推移してきたものの、徐々に陰りが見え始めています。5月の非農業部門雇用者数の伸びは30万人を超えるなど、好調を維持しました。しかし、新規失業保険申請件数は徐々に増加し、雇用動態調査では求人数が減少傾向にあるなど、労働市場の減速を示唆しています。FRBが今後、追加的な利上げを行なえば、労働市場、ひいては経済全体が一段の減速に向かうと考えられます。私共は、昨年以降の大幅な利上げによる、累積的な効果が徐々に表出する形で、労働市場が減速するとともに、米国経済が年内には景気後退に入ると予想しています。

米国の労働市場
(2008年1月～2023年4月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の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

FRBの利上げ終了を見据えながら債券利回りは低下へ

債券市場は、主要中央銀行の金融政策、そしてその根拠となる景気やインフレの動向をにらみながら、しばらくは方向感の無い展開が続く可能性があります。しかし、米国の債券利回りは年後半に徐々に低下圧力がかかっていると見ています。過去のFRBの利上げ局面においては、最後の利上げの数ヵ月前から、米国10年国債利回りが低下トレンドに転じていく傾向がありました。今回の局面においても、多くてもあと数回の利上げでFRBの金融引き締めが終了になる可能性が高いと考えており、債券利回りはその先にある利下げ転換を見通しながら低下圧力がかかりやすいと見ています。

主要中央銀行の政策や債券市場の先行きを見通すうえでは、鈍化の兆しを見せながらも、依然として高水準にあるインフレの動向が懸念材料です。今後、労働市場の減速とともに賃金の伸びが減速することが想定され、インフレについても徐々に落ち着いていくことを、メインシナリオとして考えています。しかし、労働市場が堅調に推移する中で、物価と賃金がスパイラル的な上昇を見せるシナリオには注意が必要です。また、高インフレが続く環境下において、人々の期待インフレが上昇基調となることで、景気減速下でも高インフレが継続するリスクにも目配せしておかねばならないと考えています。

米ドルは下落基調で推移すると予想

為替市場でも、米ドルが米国国債利回りと同様にレンジ圏での推移となりました。今後は、昨年前半にかけて、大幅な米ドル高をもたらしたFRBの金融引き締めを終了が意識されることで、米ドルに下落圧力がかかると予想します。

米国のインフレ率は、依然として水準は高いものの鈍化の兆しが見えており、利上げサイクルの終了が意識されてきています。ユーロ圏でも同様に、インフレ率がピークアウトしてきています。しかし、ユーロ圏の各国では、労使交渉を通じて、物価上昇を賃金上昇に反映させる動きがあり、ECBは賃金の上昇がインフレを加速させてしまう「二次的効果」を警戒しています。

ECBは、FRBが利上げを終了してからも、利上げを継続する可能性があり、金融政策の乖離が米ドル安、ユーロ高をもたらすと見ています。

円に関しては、米国など海外の債券利回りが低下に転じれば上昇しやすいと見ています。高水準の内外金利差が継続する場合には、円安が進行することが考えられます。しかしそのような局面では、円安を背景にした日本でのインフレ加速への懸念から日銀がイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）政策を修正することが想定され、円安が継続する可能性は低いと考えております。

レンジ圏での動きからの変化には注意

米ドルが上昇するシナリオとしては、米国のインフレが高止まりし続ける結果として、FRBが大幅な追加利上げを迫られるシナリオが挙げられます。また、3月の米銀行の破綻に伴う金融システム不安のように、急激な信用収縮が懸念される場合には、基軸通貨である米ドルへの逃避需要が高まることも考えられます。

昨年後半よりレンジ圏で動いてきた債券・為替市場が、年後半にはトレンドを持って動き始める可能性があります。金融政策の転換、ファンダメンタルズの急激な変化に留意しながら、市場の変化に備えていく必要があると考えています。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移
(2019年1月2日～2023年6月16日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日本株式市場

デフレ脱却と企業変革の持続性が鍵

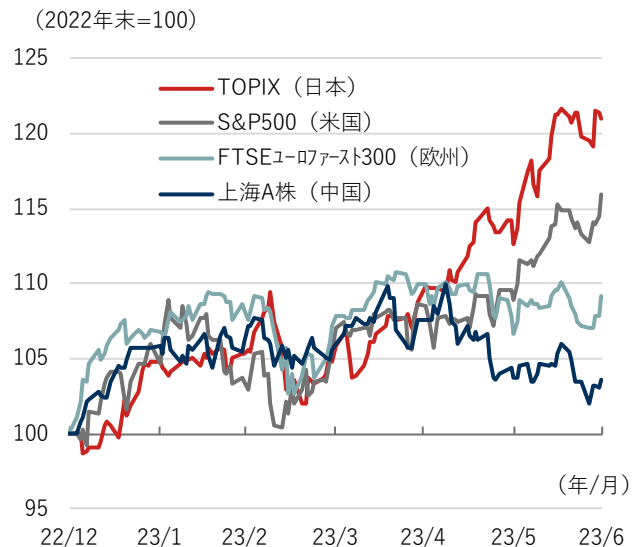


常務執行役員・CIO
村尾 祐一

各国を上回るリターンとなった2023年上半期

日本の株式市場は、6月末時点でTOPIX（東証株価指数）が年初来21.0%の上昇となり、米市場S&P500の15.9%や中国A株市場の3.7%を上回る実績となりました。業種別では、半導体を中心とした精密電子部品関連企業が、生成AIなどの最先端技術への投資を背景とした業績成長への期待から市場の上昇をけん引しました。また、著名な海外投資家のポジティブなコメントが好影響を与えた商社株なども、同様に高いリターンを記録しました。一方で、日銀による緩和的な金融政策の修正期待や海外金利の上昇を背景に昨年末にかけては堅調なリターンを示していた金融株は、その後明らかになった日銀新総裁の緩和姿勢の継続や、中小米銀の破綻などを背景に最も低い実績にとどまりました。

各国市場指数の推移
(2022年12月30日～2023年6月30日、日次)

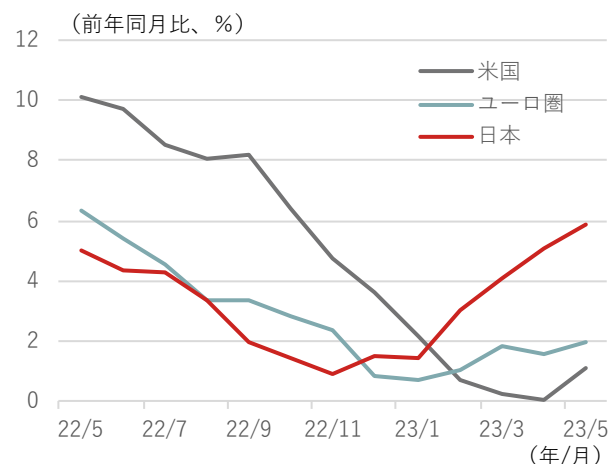


(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

企業収益動向

日本の企業収益動向は、昨年下半年の大幅な円安後の円高や、各国の金融引き締めを背景とした景況感の悪化からやや下方修正が増える動きとなっていました。足元では、部品の供給不足や原料高がマイナス要因となってきた業種において下方修正の一巡が見られます。結果として、Russell/Nomura Large Cap指数の2022年度実績は、全業種（除く金融）ベースで前年度比で17.2%増収、同6.9%営業増益、同7.7%経常増益、2023年度は前年度比0.3%増収、同11.1%営業増益、同4.2%経常増益となる見込みとなり、日本企業は2021年以来3期連続で最高益を更新することになる見通しです。結果として市場全体のROE（自己資本利益率）は約9%前後の水準を3年程度維持することとなりそうです。

各国の利益成長率予想の推移
(2022年5月～2023年5月、月次)



(注) 米国：MSCI米国株、ユーロ圏：MSCI欧州株、日本：MSCI日本株

(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

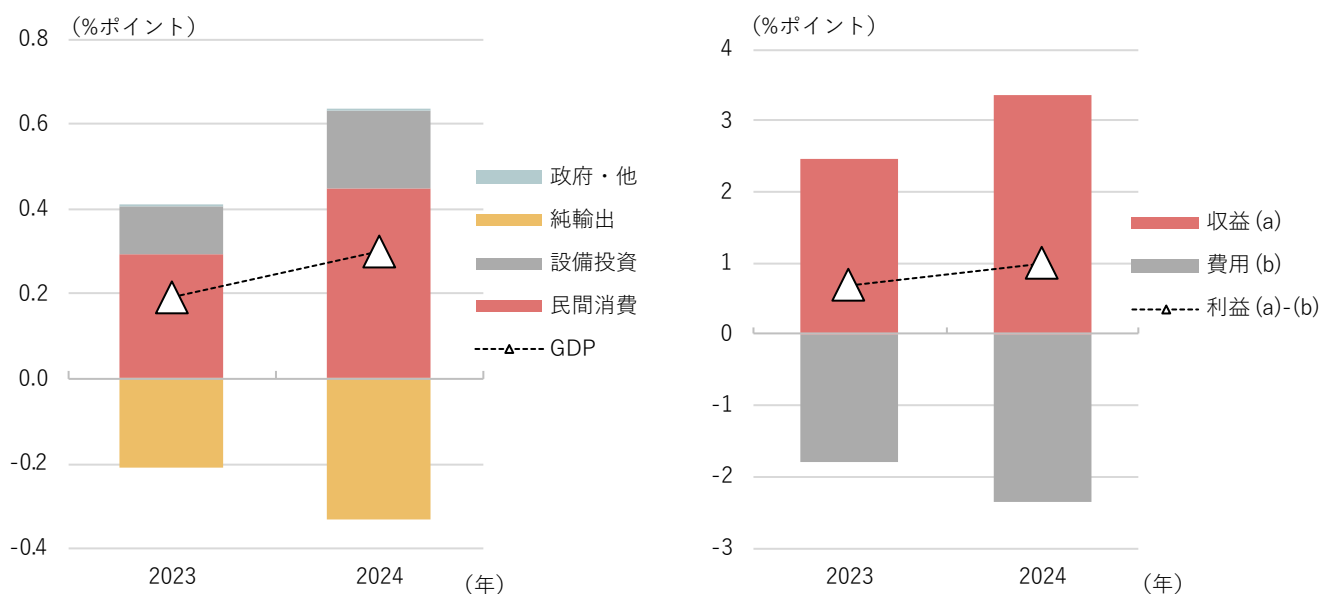
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

賃上げが企業収益やマクロ経済に与える影響

各国のインフレ率に比べるとまだ穏やかな日本の物価上昇ですが、それでも長年日銀が目標としてきた2%を上回る物価上昇率が現実のものとなっています。ただし、その要因となってきたものは、コロナショックによる供給網の混乱や、資源価格上昇、急激な円安などの一時的な外部要因が主因でした。そのため、今後インフレ率が安定的に日銀目標を上回って推移するかどうかという点で注目されるのは、国内の賃金動向です。今年の春闘は3.7%と近年にない水準で決着しましたが、今後労働力人口が減少する事を前提とすると、人手不足が賃金の上昇を下支えする可能性は高まってきていると言えます。一方、賃金上昇は企業にとって雇用コストの上昇を意味し、そうした費用の増加が適切に

モノやサービスの価格に転嫁されなければ、企業収益にはマイナスの影響を与えられます。以下の分析はオックスフォードエコノミクスの試算ですが、3%程度の賃金上昇であれば、結果的に企業収益は売上の増加を通じてプラスの影響が出ると試算されています。同様に、マクロ経済全体で見た場合にも賃金上昇はGDPの成長率を押し上げると試算されます。このように、賃金の上昇が可処分所得の増加を通じて消費を刺激、堅調な需要が物価上昇と企業収益の改善をもたらし、これが更なる賃金上昇につながるという好循環が生まれて初めて、日銀の目指す経済環境が実現すると言えるでしょう。そうした観点では、来年の賃上げ率がどのような水準になるかが非常に重要な注目点です。

3%の賃上げがGDP成長率や企業増益率に与える影響
(オックスフォードエコノミクスモデルによる試算、2023-24年、年次)



(出所) オックスフォードエコノミクスモデルに基づき野村アセットマネジメント作成

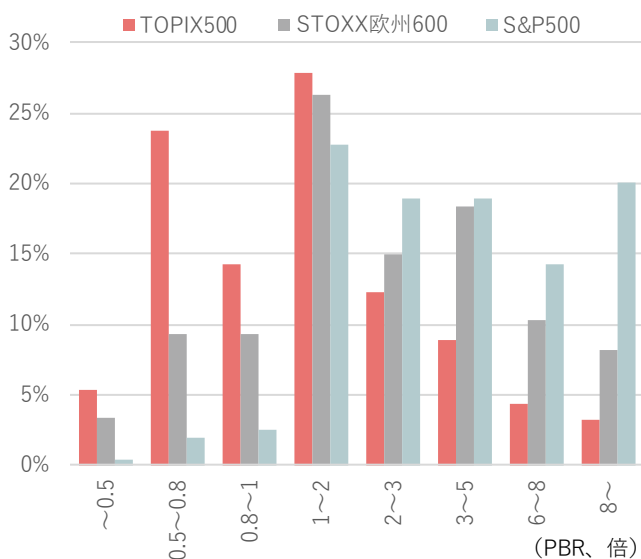
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

東京証券取引所によるPBR 1倍割れ企業への要請

東京証券取引所は、2023年3月に、株価がPBR（株価純資産倍率）1倍割れで取引されている企業に対して、経営陣がそうした現状をどのように認識しているか、資本コストをどのように考え、それを上回る投下資本利益率をどのようにして実現するのか、といった点を考慮した事業計画を開示することを要請しました。東証上場企業の約半数が、PBR1倍で取引されているという事は、およそ900社に近い企業のROEが、投資家の要求するリターンを下回っている事を意味します。ROEを向上させる手段の一つとしては、余剰資金を増配や自社株買いの形で株主に還元し、いわゆる財務レバレッジを上昇させることで目的を実現する手法があります。しかし、東証が今回強調しているのは、そうした一

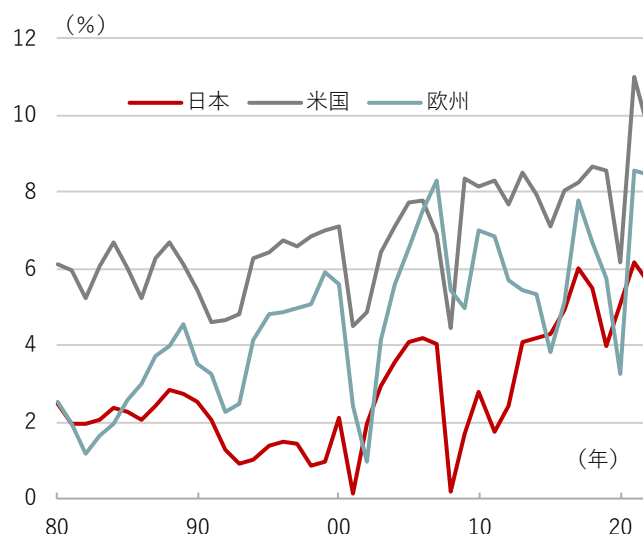
時的な財務戦略を通じたROEの改善ではなく、売上成長率や営業利益率といった、企業の本業の持続可能な成長をもたらすような経営方針の再考です。また、PBRはそうした課題を認識し、対応策を策定するための行動を促すきっかけとしての一つの指標に過ぎない事も説明しています。5月の決算発表の時期には、中期計画にPBRに言及する企業が50社を超えましたが、PBRに限らず様々な指標を用いて、投資家の求める事業利益を生んでいるのか、そうでない場合にどのように成長性や収益性を改善するのか、といった対話が、投資先企業と投資家の間でなされ、理解が深まる事によって、日本株市場全体の評価の底上げにつながる事を期待します。

各国市場上場企業のPBRの分布
(2023年4月14日時点)



(出所) Bloombergデータを基に野村アセットマネジメント作成

各国市場上場企業のROEの推移
(1980年~2022年、年次)



(注) 米国：MSCI米国株、欧州：MSCI欧州株、日本：TOPIX500(除く金融・商社)

(出所) Quick、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



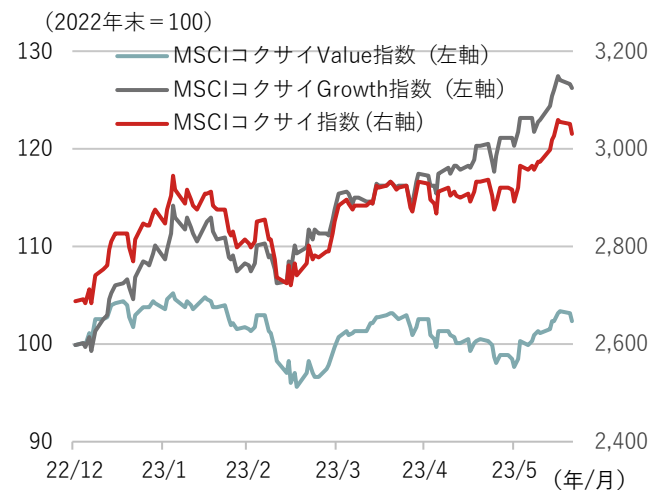
執行役員・CIO
中山 貴裕

先進国株式は、成長株の反発にけん引され大きく上昇。市場物色の裾野が広がるかが上昇持続の焦点か。
新興国株式はバリュエーションを支えに上昇継続を期待。

先進国株式：成長株の反発が上昇を主導

2023年の先進国株式は、年明け以降大きく反発しました。米国のインフレ率がピークアウトする兆しを見せ、FRBによる金融引き締めを終着点が意識され始めたことで、これまで成長株の株価評価の重石になっていた金利上昇に対する懸念が後退したことや、米地銀の経営破綻をきっかけとする信用不安が広がったことで、金融セクターが敬遠され、景気減速があったとしても企業収益が相対的に崩れにくいと見られた安定成長株に市場の焦点が集まりました。その結果、成長株が株価パフォーマンスにおいて割安株を大きくアウトパフォームする形で先進国株式市場は上昇しています。

MSCIコクサイ指数、および、
同スタイル指数（指数化）の推移
(2022年12月30日～2023年6月20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

AI（人工知能）の利用拡大が個別銘柄物色のテーマ

また、成長株の躍進を支えた要因の一つとして、AIの利用拡大に対する投資家の期待が高まったことがあります。きっかけとなったのは、OpenAIが2022年に公開した大規模な言語モデルを用いた会話型AI「ChatGPT」の最新版が発表され、スマートフォンなどでも利用可能になったことで、多くのユーザーが気軽に試用することができるようになったことでしょう。

そうしたAIの利用拡大を反映する形で、その演算処理能力を提供するパブリッククラウドサービス各社は、演算処理能力の増強に動いており、データセンター向けに演算処理用の半導体を提供する米エヌビディア社が発表した5-7月期の売上予想は、市場アナリストのコンセンサス予

想を50%以上超過し、発表後に株価も20%を超える上昇を見せるなど、市場参加者の想像をはるかに超えた活況を呈しています。そうした動きを踏まえ、株式市場では半導体株やソフトウェア株を中心に、AI利用拡大の恩恵が受けられると考えられる関連株を物色する動きが出たことで、年初からの成長株の上昇を後押しする形となりました。

2025年には3,900億米ドル規模になると予想される世界の人工知能市場ですが、今後、より具体的なサービスが登場し、それが企業業績に寄与し始めれば、長期的に市場を牽引しうる投資テーマになると期待しています。

※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

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

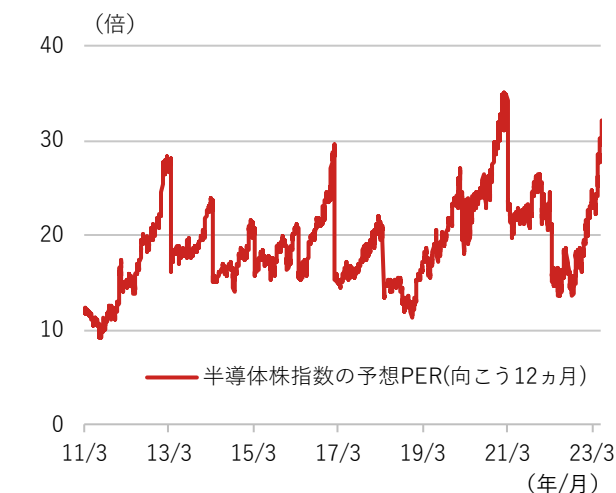
ただし、短期的には過熱感も

しかし、そうした一部のテーマに支えられた株価上昇も、やや過熱感が見られ始めています。人工知能のテーマで最も恩恵を受けると考えられたのは半導体株でしたが、半導体株の主要な指数であるフィラデルフィア半導体株指数の予想PER（株価収益率）を見ると、金融危機の後、業績が平準化して以降で見てもかなり高い水準まで上昇しています。また、年初来の米国株上昇に対する上位銘柄の貢献度を見ても、上位10銘柄だけで指数上昇の75%相当分を押し上げている計算になるなど、株価の上昇がごく一部の銘柄により支えられている形で、やや極端な状況です。物色の裾野が広がっていくかどうか、株式市場上昇の持続性の鍵となるでしょう。

企業業績予想は底打ちしたが・・・

一方、より広範な企業業績の状況に目を移すと、2023年の企業業績は金融引き締めと景気減速の影響が懸念されて昨年夏から下方修正が続いていたものの、足元では半導体の在庫調整の一巡や、高騰していた燃料費の一服、減速が続いていたデジタル広告の回復などにより、一旦底打ちの動きを見せました。しかし、ここまでの底堅い景気動向を支えていた家計部門の余剰貯蓄が消費され、金融引き締めの影響がより鮮明に出始めることを考慮すれば、今年下半期の企業業績は、もう一段の悪化に対する警戒が必要と見えています（①へ向かうリスク）。年末に向けてインフレ圧力が沈静化し、景気が底入れに向かえば、市場の注目が来期以降の増益に向かう（②に注目する動き）と見られ、年下半期から来年の株価上昇の原動力になると考えています。

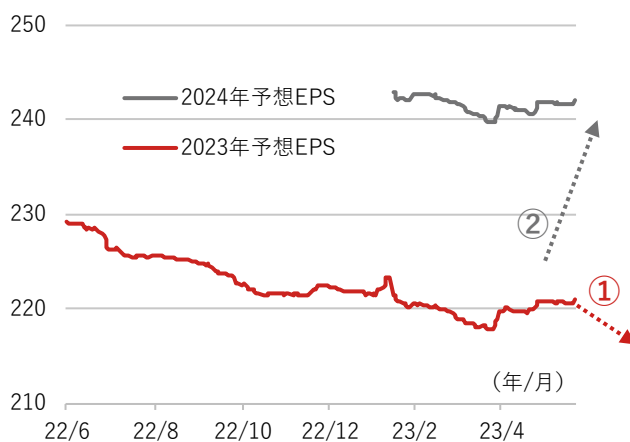
フィラデルフィア半導体株指数の
向こう12ヵ月予想PERの推移
(2011年3月31日～2023年6月20日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

S&P500指数の予想EPS（1株当たり利益）の推移
2023年、2024年予想EPS

(2023年予想EPS：2022年6月30日～2023年6月20日、日次)
(2024年予想EPS：2023年2月13日～2023年6月20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：リスクは残るも上昇の可能性に期待

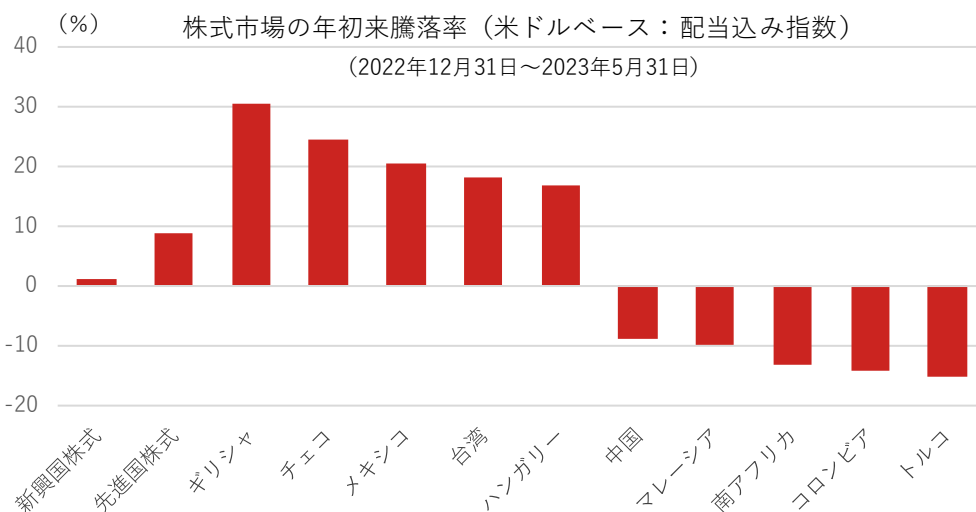
MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）は年初来若干のプラス圏で推移しましたが、各国の騰落率には引き続き大きな差があります。堅調な米国経済を背景にメキシコ株などは上昇しました。一方で、電力不足、足元の資源価格の下落などが嫌気された南アフリカ株、現職大統領が次期大統領になることで変革への期待が萎んだトルコ株などは下落しました。

2023年下期は、新興国市場は強含む可能性があると考えております。米国経済の強さの持続性、米国のインフレの継続性などに依存しますが、米国の金融引き締めについては概して終了局面に近づいていると考えられます。また新興国の中で大きな地位を占める中国については、ゼロコロナからのリバウンドについてはベストな局面は終了しつつある可能性はありますが、一方で金融緩和策、財政刺激策が経済を下支えすることが期待されます。またバリュエーション（株価収益率）面でも新興国株は過去対比で割安な水準で取引されており、追加的なネガティ

ブな材料にも反応しにくくなっているように思われます。

一方でダウンサイドリスクとしては、米中対立が激化するなどにより中国株のバリュエーションが切り下がること、世界的なインフレ圧力が継続すること、世界経済がリセッションに陥ること、新興国の政治リスクなどが挙げられます。

そのような中で国としては（1）短期的には、インフレがピークアウトする中で政策金利のピークアウトが期待される国、（2）中期的には、人口動態の魅力が高い国、などに注目しております。（1）については、過去対比のバリュエーション面でも割安感のあるブラジル株などに注目しております。（2）については、インド株、インドネシア株などに注目しております。これらの国ではいわゆる人口ボーナスのステージが今後も続くことが予想されており、若年人口が労働力となることで経済成長を牽引することが期待されます。



新興国株式：MSCI 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

金利や不動産価格などJ-REIT市場をとりまく環境は安定化しつつある



シニア・エクイティ
アナリスト
延原 知行

内外金利動向は一旦落ち着いた動きに

2022年は海外市場での金利上昇の間接的な影響を受ける形でJ-REIT市場のボラティリティも高まりました。一方今年に入ってから米10年国債利回りは依然ボラティルな状況ではあるものの上昇は止まっています。国内市場については、日銀総裁交代に伴い注目された金融政策は基本的には金融緩和を継続することが示唆されています。このような状況から内外金利動向は一旦落ち着いた動きとなっており、東証REIT指数は昨年12月の日銀による長期金利の変動許容幅の拡大以降調整局面が続いていましたが、今年4月以降は底入れしています。

東証REIT指数と米10年国債利回り
(2022年1月4日～2023年5月31日、日次)



(注) 米10年国債利回りはBloomberg Generic
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

J-REIT市場は海外市場と比べて底堅く推移

米国市場では利上げペースは鈍化しているものの金利水準は既に高く、借入による不動産投資の収益性は低下しています。また米銀の相次ぐ経営破綻に伴い商業用不動産への融資に影響が生じる可能性も出てきています。このような背景から将来的な不動産価格の下落リスクが懸念される状況となっており、米REIT市場は停滞が続いています。一方で日本については、インフレ率や長期金利は相対的に低く金融機関の融資姿勢も安定していることから、不動産市場への影響は限定的にとどまり、J-REIT市場は海外市場と比べて底堅く推移しています。

東証REIT指数と米REIT指数の推移
(2022年1月4日～2023年5月31日、日次)



(注) 米REIT指数はDow Jones Equity REIT 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

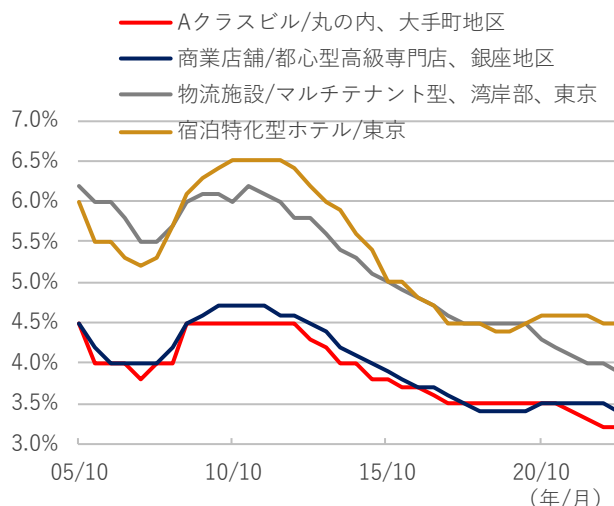
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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（交付目録見書）の内容を必ずご確認ください。

日本の不動産価格は下落していない

金利上昇は不動産投資に対する期待利回りの上昇を通じて不動産価格の下落要因となり、一部の海外市場では既に不動産価格に悪影響が開始しています。一方日本では、金利上昇幅が限定的なこともあり期待利回りの上昇にはつながっておらず、J-REIT保有物件の鑑定価格は安定的に推移しています。相対的に低い金利水準を背景に、今後も日本では魅力的な不動産投資環境が継続する公算が高いことから、不動産価格は安定的に推移することが期待されます。

不動産期待利回りの推移
(2005年10月～2023年4月、半期)



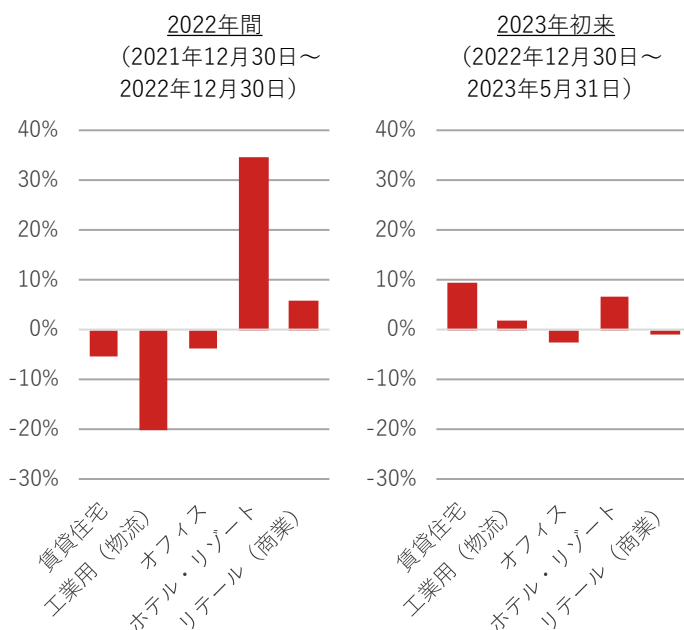
(出所) 一般財団法人 日本不動産研究所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

2023年のセクター別リターンに顕著な差はない

2022年のセクター別リターンは海外金利上昇の間接的な影響を受ける形で、分配金利回りが低く投資魅力度の低下が意識されやすい物流セクターのリターンが大幅なマイナスとなりました。一方ホテルセクターは国内需要に加えてインバウンド需要の回復が期待されたことから大きく上昇しました。

2023年は2022年ほどセクター別リターンに顕著な差はありませんが、都心部への人口流入が復活しテナント分散度も高くディフェンシブな特徴を持つ賃貸住宅セクターが上昇しています。需要回復の継続が期待されるホテルセクターも昨年に続いて上昇しています。

東証REIT指数のセクター別リターン



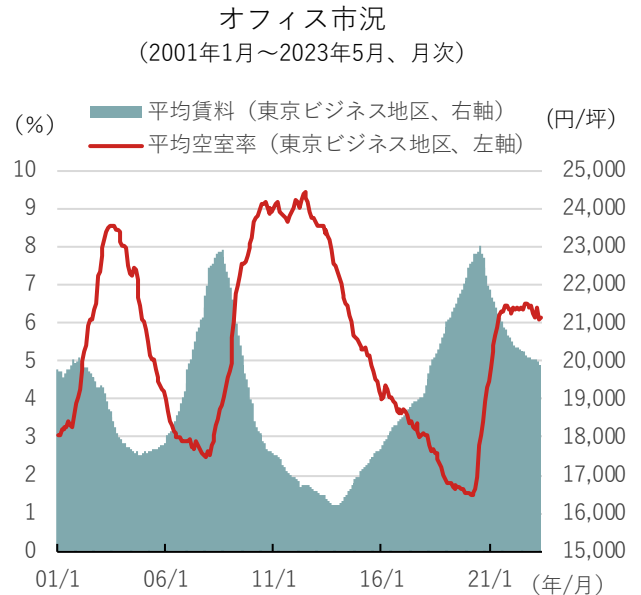
(注) 時価総額加重平均、業種分類はGICSの産業サブセクター分類
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

※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。

オフィス市況は需要面では持ち直しの兆しも

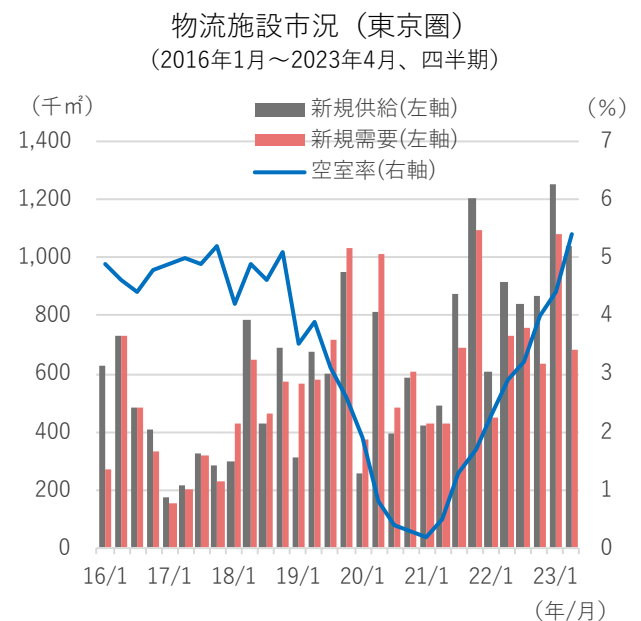
オフィス市況は空室率が6%台半ばに上昇した後は一進一退の状況が続いています。多くのオフィスビルが空室を抱え互いに競合する状況ではテナント誘致には賃貸条件緩和が必要となるため賃料下落が依然続いています。一方で今年に入りオフィス需要は全体としては持ち直しの兆しも出てきており、新規成約により空室率が6%台前半となる月も出てきました。今後もオフィスビルの新規供給は多く予定されており、外資系企業のオフィス需要減退が指摘されますが、動き始めた需要が空室をどの程度消化できるか注目されます。



(出所) 三鬼商事のデータを基に野村アセットマネジメント作成

物流施設の空室率は上昇も既存物件への影響は限定的

eコマースや物流再構築ニーズを背景とした先進的物流施設に対する強い需要は継続していますが、一方で物流施設の新規供給ペースも加速しており空室率は上昇基調に転じています。空室は募集賃料が高い新規供給された物流施設に集中しているため、物流REITが保有する既存物件とは直接競合しておらず運用状況に目立った変化は出ていません。物流REITは現状でも堅調な賃料上昇を継続しておりキャッシュフローは拡大していますが、市場全体の空室に関して今後徐々に消化されてゆくと期待されます。



(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

※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。

世界経済の基本シナリオ

金融引き締め効果の表出により成長鈍化へ向かう

米国で景気減速が明らかになっていくと予想

米国では高インフレ下でも政府からの移転等による「過剰貯蓄」が家計の消費を支えてきました。しかし、これが失われていく中、既往の金融引き締め効果が強く発現することで、年後半にはマイナス成長になるとの見方を維持します。米国の非農業部門雇用者数は堅調な増加が続くものの、採用の鈍化や新規失業保険申請件数の増加の兆しが見えており、労働需給の緩和が予想されます。

それに伴い、インフレ圧力も弱まると考えています。

米国の新規失業保険申請件数
(2022年1月～2023年6月、週次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

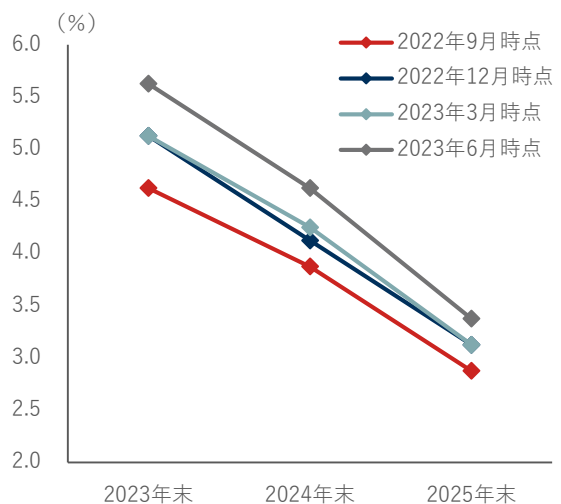
2024年からは利下げへ

6月のFOMCではFF金利誘導目標レンジが維持された一方で、参加者の政策金利見通し中央値において、年内2回の追加利上げが示唆されました。

7月のFOMCにかけて、多数の経済指標が急速に悪化する可能性は高くなく、7月に再度利上げが決定されると見えています。ただし、比較的堅調な経済成長を予想するFRBに対し、当社はより慎重な経済予測をしており、10-12月期の利上げは難しくなると考えています。

景気減速とインフレ鈍化を受けて、2024年は米欧中銀ともに利下げ局面に入るとの見方を維持します。

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

リスクバランスは当面はアップサイド、やや長い目で見るとダウンサイドを重視

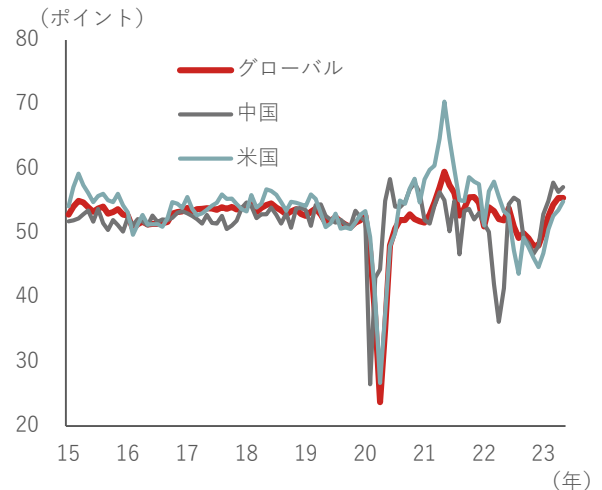
アップサイドリスク：景気後退の回避あるいは後ずれ

グローバルサービス業PMIは2023年に入って上昇傾向にあります。コロナ禍で激減した国際的な人の移動の回復も進んでいます。

年後半に米欧ではマイナス成長となるとの基本シナリオに対して、①成長モメンタムは鈍化するものの、景気後退は回避される、②景気後退は起こるがもう少し先になる、といったアップサイドリスクが考えられます。

高インフレの背景には需要・供給双方の要因がありますが、主として供給制約の解消によってインフレ率が低下する下で賃金上昇率がある程度維持されれば、実質所得環境が改善し、それが堅調な消費が維持される要因になる可能性があります。

サービス業PMI
(2015年1月～2023年5月、月次)



(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

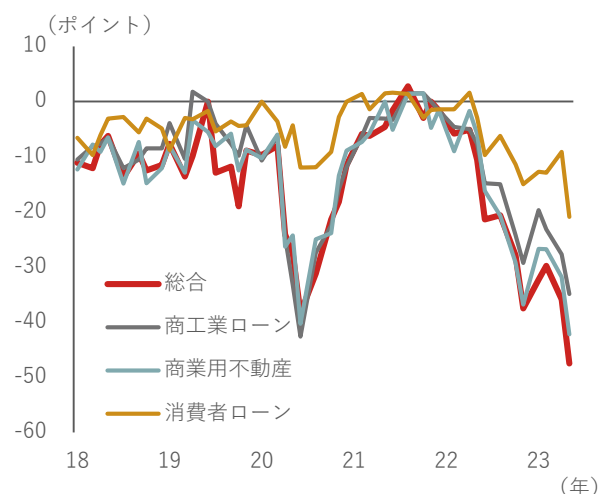
ダウンサイドリスク：大幅なマイナス成長

当社の基本シナリオには、金融環境のタイト化とそれに対する中銀の行動による経済・物価への影響を織り込んでいますが、予想を大きく超えた金融環境の引き締まりが生じるダウンサイドリスクには十分注意を要するでしょう。

ダラス連銀の調査によれば（直近は5月2日から10日の調査）、一段と信用貸出基準が厳格化している様子が窺えます。

当面はリスクはアップサイドの方が大きいかもしれませんが、累積的な利上げの影響が時間差をもって予想を超えて表出することで、やや長い目で見るとダウンサイドリスクを警戒すべきと考えています。

ダラス連銀調査の信用貸出基準
(2018年1月～2023年5月、四半期に2度)



(出所) ダラス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

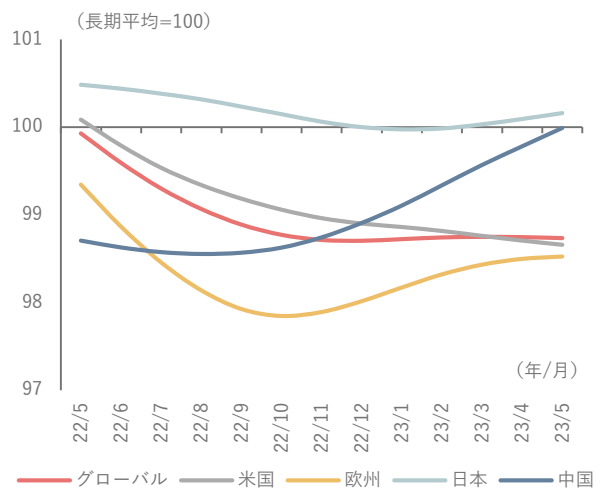
OECD景気先行指数の定義上は回復局面に入ったものの、方向感に欠く

景気先行指数では底打ちしたが力強さに欠く

直近2023年5月の経済開発協力機構（OECD）のグローバル景気先行指数（CLI）は、12ヵ月間の停滞局面を経て回復局面に入りました。前回の回復局面入りは2020年の年初であったため、およそ3年半の期間で景気が一巡したことになります。

一方、グローバルCLIの推移は力強さに欠いたものとなっています。この要因には、構成比の大きい米国のCLIが低迷し続けている点が挙げられます。欧州や日本、中国のCLIが持ち直してきたのに対し、米国のCLIは依然軟調な推移をしています。米国のCLIは各地域に及ぼす影響も大きいと、今後の動きには十分注意して見ていく必要があります。

OECD景気先行指数の推移
(2022年5月～2023年5月)



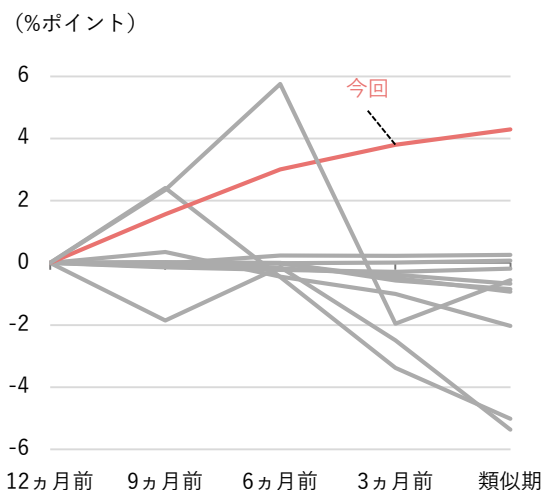
(注) グローバルはG7のデータ。
(出所) OECDのデータを基に野村アセットマネジメント作成

今後の株式市場は金利環境の変化がリスク

昨年後半から上昇基調に転じてきた株式市場の動きは、過去の景気の類似期の傾向と概ね一致しています。一方、大きく異なっているのは金利環境です。過去の類似期の米国の政策金利は、景気回復に至るまでに利下げをしてきたという傾向がはっきりと見られます。従来のような緩和的な金融環境は景気回復に不可欠な要素といえるかもしれません。

今回の米国の景気回復が遅れている背景には、金融引締めが続いている面も大きいと考えられます。今後のグローバル景気や株式市場の動向は、金利環境の動向次第という見方もできるでしょう。

類似期の過去1年間の米国政策金利の推移
(1970年以降を対象とした景気局面の類似期)



(注) 類似期はグローバル景気を基に定量的に類似期を抽出したもので、米国政策金利について各類似期の12ヵ月前をゼロとした変化幅を記載。過去の類似期は1970年以降10件抽出される。
(出所) OECD、Refinitiv 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。

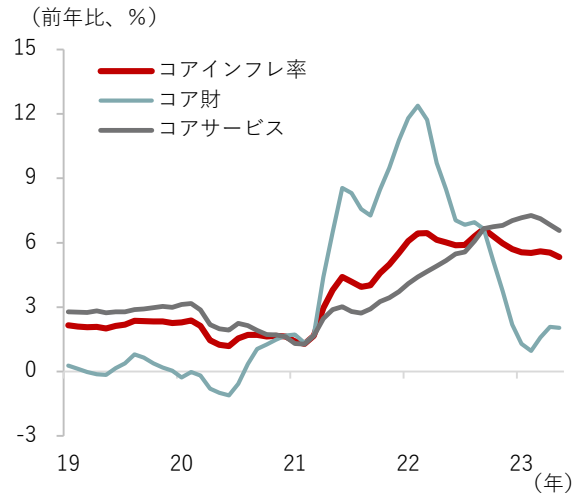
米国

利上げ効果で景気は悪化、インフレ率は2%目標に。但し景気・物価ともリスクは上振れ方向

利上げによる景気下押し効果が強まると予想

米国景気は底堅いです。雇用増加や賃金上昇による所得改善を背景に、個人消費の拡大が続いています。FRBの利上げ開始から1年以上が経過しましたが、その景気下押し効果はまだ限定的です。物価面では、財物価の上昇が抑制されると共に、これまで加速傾向だったサービス物価が鈍化に転じ、インフレ圧力は緩和しつつあります。もっとも、インフレ率はFRBが目標とする2%を上回ったままであり、引き続き懸念材料です。今後は、利上げによる景気下押し効果が強まることで米国景気は悪化し、インフレ率は目標に収斂していくとみています。しかし、コロナ禍で積み上がった「強制貯蓄」が利上げ効果の顕在化を遅らせる可能性があり、景気・物価とも上振れリスクに注意が必要です。

米国のインフレ率
(2019年1月～2023年5月、月次)

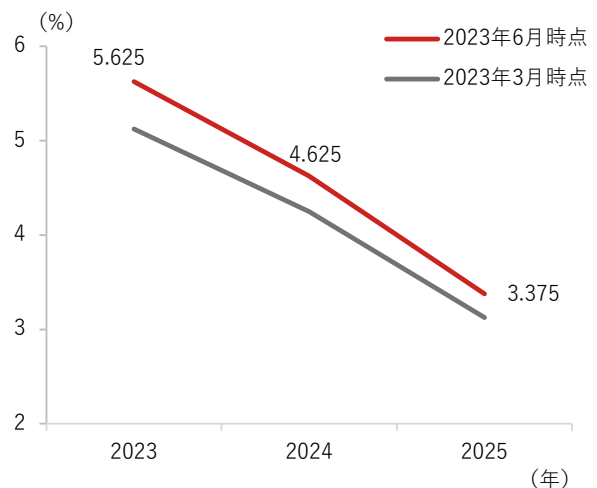


(注) 消費者物価ベース。コアとコア財はエネルギー及び食品を除く、コアサービスはエネルギーを除く。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

利上げ局面の終了は近いが、終了にはまだ至らず

5月のFOMCは0.25%ポイントの利上げを決定し、政策金利は3月時点でFOMC参加者が予想していた水準に到達しました。声明文からは「幾分の追加的な引き締めが適切となる可能性がある」との文言が削除され、利上げ局面終了が近いことが示唆されました。しかし、6月FOMCでは政策金利据え置きが決定されたものの、利上げ到達点の予想は0.50%ポイント引き上げられ、パウエル議長は「最終到達点に近づく中、たとえ僅かであっても利上げペースを鈍化させることが適切であり、今回の据え置きの決定は利上げ過程の一部である」と説明しました。FOMC参加者の予想やパウエル議長の発言を踏まえると、利上げ局面の終了は近いものの、利上げ自体はまだ続く可能性が高いと言えます。

FOMC参加者の政策金利予想



(注) FOMCメンバーの予想中央値(政策金利誘導目標レンジの中間値)。グラフ中の値は、6月時点の予想中央値。
(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

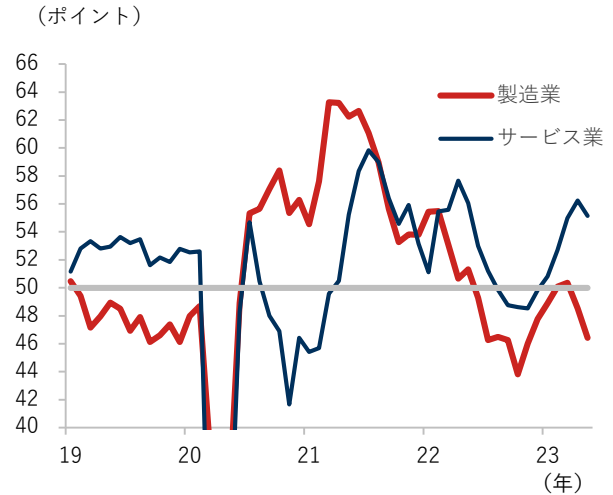
ユーロ圏

利上げ効果で景気は悪化すると予想するが、不確実性は大きい

足元の景気には底打ち感も、今後は利上げ効果が顕在化する見通し

ユーロ圏景気は停滞局面から脱却しつつありません。1-3月期のユーロ圏GDPはマイナス成長となりましたが、4-6月期にはサービス業を中心に企業景況感が改善しています。インフレがピークを越えたことで、物価上昇による家計所得の下押しが和らぎ、個人消費の基調が強まっている可能性があります。もっとも、ピークを越えたとはいえ、インフレ率はECBが目標とする2%を上回ったままです。財物価の上昇率は鈍化していますが、サービス物価の上昇率は加速傾向です。今後は、これまでの利上げの効果が強まる中で景気は軟調となり、インフレ圧力は緩和していくとみています。過去のエネルギー価格高騰の影響の後退もインフレ圧力緩和に寄与するでしょう。しかし、景気・物価とも見通しを巡る不確実性は高いです。

ユーロ圏PMI
(2019年1月～2023年5月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくするため、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ラガルド総裁は7月理事会での利上げを示唆

ECBは、5月理事会にて利上げペースを0.25%ポイントに減速させた後、6月理事会でも0.25%ポイントの利上げを決定しました。記者会見にてラガルド総裁は「次回も利上げするだろう」と述べ、7月理事会での利上げを強く示唆しました。また、新たに公表されたECBスタッフの見通しにおいて、インフレ率の予測値が2025年にかけて上方修正されたことに対し、ラガルド総裁は「満足出来る内容ではない」と指摘しました。この見通しは、7月理事会における0.25%ポイントの利上げのみを前提として作成された模様です。そのため、ラガルド総裁の発言は、ユーロ圏経済・物価がこの見通しに沿って推移するならば、利上げが9月以降も続く可能性が高いことを示唆しています。

ECBスタッフによる経済見通し

(単位：前年比、%)

		2023	2024	2025
GDP 成長率	今回 (6月)	0.9	1.5	1.6
	前回 (3月)	1.0	1.6	1.6
HICP インフレ率	今回 (6月)	5.4	3.0	2.2
	前回 (3月)	5.3	2.9	2.1

(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

日本

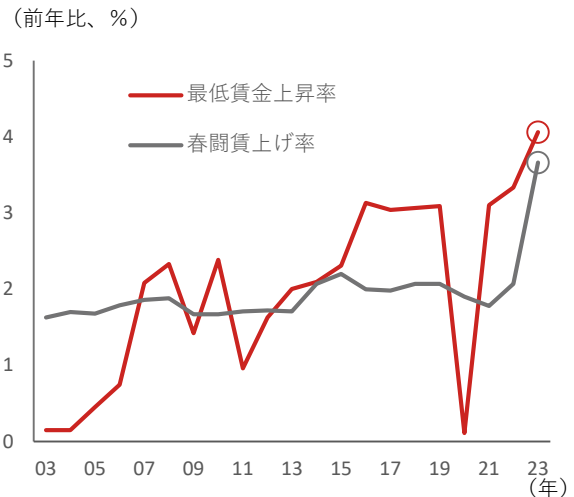
7月の金融政策決定会合でのYCC修正を予想

内需とインバウンドが成長の支えに

春闘賃上げ率は約30年ぶりの高水準となりました。また、岸田政権が6月央に閣議決定した「骨太の方針」では今夏1,000円の最低賃金（加重平均）達成を目指すことが確認されています。このように賃金上昇率の加速が示唆される中、高インフレもあって毎月勤労統計における実質賃金は前年比マイナスのままです。ただし、先行きについてはインバウンドの回復も相俟って、労働需給の逼迫が続き賃上げ圧力となる一方、輸入物価要因のコストプッシュ圧力の低下が見込まれ、実質所得は改善し、消費の支えとなるでしょう。

物価面では、こうした賃金上昇がサービス価格の引き上げに繋がり、それが次の賃上げ圧力になるという循環が生じるのか注目されます。

最低賃金と春闘賃上げ率
(2003年～2023年、年次)



(注) 2023年に表示した最低賃金上昇率は1,000円が達成される場合。春闘賃上げ率は第6回回答集計結果。
(出所) 厚生労働省、日本労働組合総連合会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

次回7月の日銀金融政策決定会合が焦点に

6月15日夕方に岸田首相が衆議院解散の先送りを表明する直前まで、16日、つまり日本銀行の金融政策決定会合2日目と同日の解散の可能性が取り沙汰されていました。日銀がある程度、政治情勢に配慮するのであれば、秋の臨時国会での解散の可能性が高まると、9-10月の決定会合での政策調整には慎重になるかもしれません。12月になると米欧中銀の2024年からの利下げが意識されている可能性があり、仮に日本経済が堅調なままだったとしても、日銀は長期金利の上昇を許容する措置をとりにくくなるでしょう。こうした点を考えると7月会合を逃すと当面、日銀は政策調整を決定できないかもしれません。

債券市場の機能度は若干改善しており、政策調整は喫緊の課題ではないものの、先行きを見据えて調整の「好機」を狙うと見えています。

債券市場の機能度判断DI (現状)
(2015年2月～2023年5月、四半期)



(注) 2018年2月調査以降は調査対象が拡大している。
(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

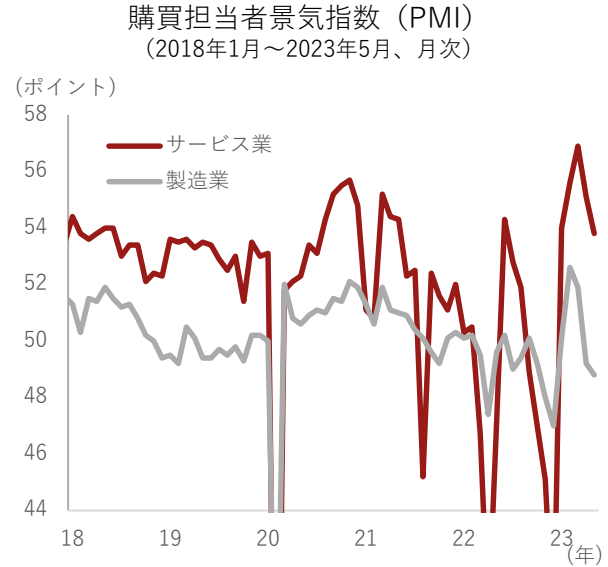
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

中国

回復の勢いが鈍化する中、焦点は刺激策へ

景気が失速し、回復の持続性が問われる

経済再開に伴い、1-3月期のGDPは前期比年率+9.1%と急速に回復しました。しかしその後は、経済再開に伴う人々の移動の正常化が想定よりも早期に一巡し、追加的なプラス効果をもたらさなくなったこと、年初に見られたpentアップ需要や政策前倒しの反動が表れたことから、回復の勢いは急に鈍化しました。ただし、失速は主に製造業・建設セクターで見られ、サービスセクターの正常化は続いています。経済の半分以上を占めるサービスセクターが回復している限り、成長率や雇用が大きく崩れることはないでしょう。しかし、年後半にはサービス業の正常化が一巡することで、景気がさらに落ち込むと見ています。中国経済は、回復の持続性という点で、壁に直面していると言えます。



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年以降の一部を非表示としている。

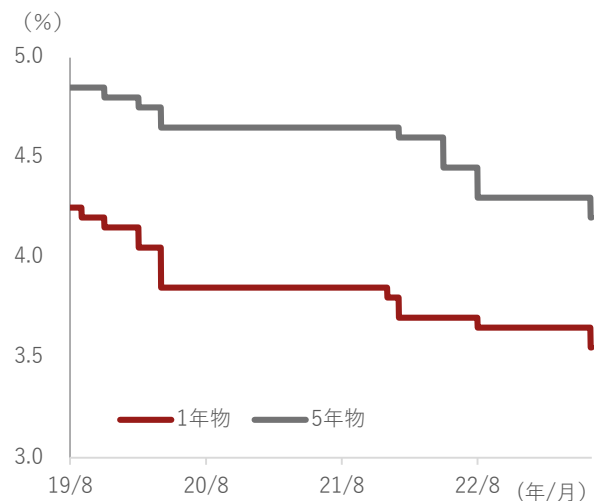
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

刺激策は導入されるが、的を絞ったものに

景気回復の勢いが失われる中で、景気刺激策への期待が高まっています。6月には、政策金利であるロンプライムレートが0.1%ポイント引き下げられました。今後、追加の政策対応が発表される可能性は高いでしょう。

しかし、大型の景気刺激策が発表される可能性は低く、政策的に絞った小規模なものになると予想します。金融・財政政策ともに、過去に比べて追加緩和の余地が限定的になっているからです。加えて、各セクターの置かれている状況が一様ではないことから、広範な刺激策は将来的な金融リスクなどの副作用を生みかねません。したがって、購入規制緩和等による住宅需要の喚起や、ハイテク製造業に対する補助金・減税などが主な政策手段として導入されると考えます。

ロンプライムレート
(2019年8月20日～2023年6月23日、日次)



(出所) CEICのデータより野村アセットマネジメント作成

新興国

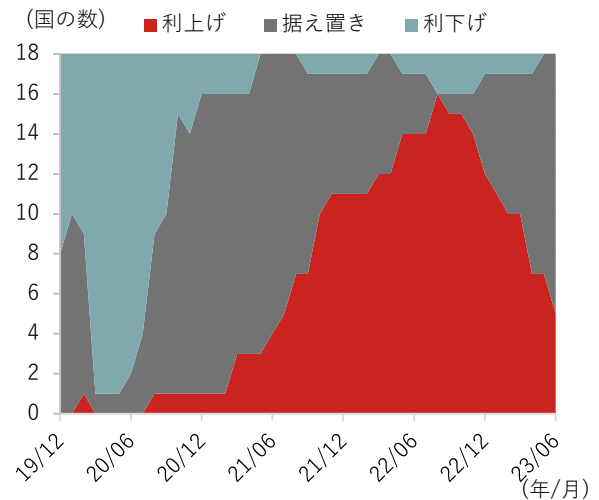
景気減速・インフレ鈍化とともに慎重な利下げへ。地域ごとの違いにも注目

景気減速・インフレ鈍化は継続。金融政策は慎重な利下げへ

新興国経済は、全体としては外需の落ち込みや高インフレ、金融引き締めの影響を受けて、減速しています。インフレ率は、食品・エネルギー価格の下落や景気減速の影響で、ピークアウトしています。今後も、新興国全体で見ると、景気減速が継続するにつれて、インフレ率は鈍化を続けるでしょう。

金融政策面では、政策金利を据え置き、様子見姿勢に転じる中央銀行が増えています。しかし、インフレへの警戒は維持しており、慎重な金融政策運営が継続するでしょう。インフレ・景気動向、主要中銀の動向を注視しつつ、年後半から来年にかけて、緩やかな利下げに転じる国が出てくると見えています。また、慎重な政策運営の中、新興国通貨は堅調に推移するでしょう。

主要新興国の金融政策動向
(2019年12月～2023年6月、月次)



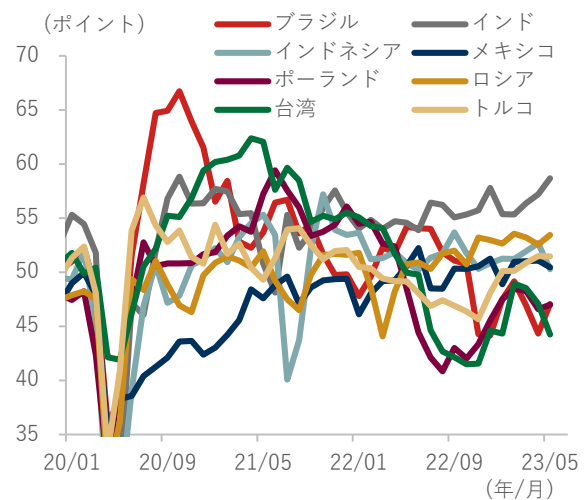
(注) 金融政策動向は、政策金利の3ヵ月前からの変化で判定。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

地域ごとの違いにも注目

地域別に見ると、アジアとその他の地域で差が見られます。アジアの国々は、景気は相対的に堅調で、インフレ率は低位で推移しています。そのため、アジアの中銀の金融政策姿勢は実質金利の観点から中立的なものにとどまっています。一方、東欧やラテンの国々は、より高インフレで、金融政策は実質金利のみで非常に制限的なものになっています。

アジアでは、安定したファンダメンタルズが通貨の安定をもたらすと考えます。一方、東欧・ラテンでは、高金利が通貨を下支えするでしょう。また、今後インフレが鈍化すれば、東欧・ラテンの方が利下げ余地も大きいと見えています。今後は、市場全体のリスク選好度の変化にも注意しつつ、こうした地域差を意識した国・地域の選択が重要になってくるでしょう。

製造業PMIの推移
(2020年1月～2023年5月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。

(出所) S&P Global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。

各国経済・市場見通し

		2023				2024		2021	2022	2023	2024	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			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	2.3	2.8	2.0	1.9	1.5	1.6	6.1	2.9	2.3	1.8
	先進国	*2	0.9	0.7	-0.3	-0.4	0.5	0.8	5.4	2.6	0.9	0.4
	新興国	*1,*3	3.7	5.3	4.0	4.4	3.8	3.9	7.3	3.3	4.3	4.0
	米国		1.3	0.8	-1.1	-0.6	0.9	1.0	5.9	2.1	1.1	0.4
	ユーロ圏		-0.4	0.8	0.2	-1.1	-0.8	0.2	5.3	3.5	0.3	-0.2
	日本		2.7	1.7	1.1	0.9	0.9	1.0	2.2	1.0	1.4	1.0
	中国	*1	4.5	7.3	4.7	5.0	4.1	4.4	8.4	3.0	5.4	4.3
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.9	4.5	4.1	3.7	3.4	3.4	3.2	7.0	4.6	3.2
	先進国	*2	6.5	5.3	4.4	3.5	3.0	2.5	3.3	7.5	5.0	2.5
	新興国	*3	4.9	3.3	3.6	3.9	3.9	4.7	3.0	6.2	3.9	4.3
	米国		5.8	4.9	4.1	3.6	3.3	2.5	4.7	8.0	4.6	2.6
	ユーロ圏		8.0	6.5	5.4	3.6	2.5	2.3	2.6	8.4	5.8	2.1
	日本	*5	3.5	3.2	2.7	2.9	2.4	1.8	-0.2	2.3	3.1	2.0
	中国		1.3	0.3	0.3	0.7	0.9	2.0	0.9	2.0	0.7	2.0
政策金利 (%)	米国	*6	5.00	5.25	5.50	5.50	5.00	4.50	0.25	4.50	5.50	3.50
	ユーロ圏	*6	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	-0.50	2.00	3.75	1.75
	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	3.65	3.55	3.50	3.50	3.50	3.50	3.80	3.65	3.50	3.50
10年債利回り (期末値、%)	米国		3.47	3.84	3.50	3.00	3.00	3.10	1.51	3.87	3.00	3.20
	ドイツ		2.29	2.39	2.40	2.10	1.80	1.80	-0.18	2.57	2.10	2.00
	日本		0.35	0.40	0.50	0.40	0.40	0.40	0.07	0.42	0.40	0.50
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,109	4,450	4,330	4,300	4,250	4,450	4,766	3,840	4,300	4,700
	ユーロ300		1,811	1,832	1,790	1,780	1,760	1,810	1,890	1,678	1,780	1,870
	TOPIX		2,004	2,289	2,260	2,250	2,230	2,300	1,992	1,892	2,250	2,400
	MSCI EM (\$)		990	989	985	980	975	1,000	1,232	956	980	1,080
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.09	1.09	1.12	1.12	1.12	1.13	1.14	1.07	1.12	1.15
	日本円/米ドル		133.1	144.5	135.0	130.0	130.0	130.0	115.2	131.9	130.0	132.0
	日本円/ユーロ		144.6	157.7	151.0	146.0	146.0	147.0	131.0	140.8	146.0	152.0
	人民元/米ドル		6.87	7.26	7.00	7.00	6.80	6.80	6.37	6.95	7.00	6.80

		2021	2022	2023	2024
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インドルピー	74.3	82.7	79.0	77.0
	インドネシアルピア	14,253	15,568	14,500	14,100
	ブラジルリアル	5.6	5.3	4.6	4.4
	メキシコペソ	20.5	19.5	17.3	17.5
	ロシアルーブル	75.0	73.0	85.0	90.0
政策金利 (%)	トルコリラ	13.3	18.7	28.0	36.0
	インド	4.00	6.25	6.50	6.00
	インドネシア	3.50	5.50	5.75	5.00
	ブラジル	9.25	13.75	12.50	9.00
	メキシコ	5.50	10.50	11.25	8.00
	ロシア	8.50	7.50	9.00	9.00
トルコ	*6	14.00	9.04	35.00	35.00

(注) 見通しは2023年6月26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しないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書（交付目録見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

当資料に関するお知らせ

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

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

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

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

当資料で使用した指数の著作権等

- 「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」 「東証REIT指数」 の指数値及び「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」 「東証REIT指数」 に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」 「東証REIT指数」 に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」 「東証REIT指数」 に係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、「東証株価指数（TOPIX）」 「TOPIX500」 「東証REIT指数」 の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。
- 「S&P500 Index」 「Dow Jones Equity REIT 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ズエルエルシーに帰属しております。
- 「FTSEユーロファースト300」 インデックスにおけるすべての権利はFTSEに帰属します。「FTSE®」 はLSEGの商標であり、ライセンスに基づき、FTSEにより使用されています。
- 「MSCIコクサイ指数」 「MSCI World Index」 「MSCI All Country World Index」 「MSCI Emerging Market Index」 および「MSCI各国指数」 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。
- 「フィラデルフィア半導体株指数」 は、Nasdaq,Inc.（以下、その関係会社とともに「ナスダック」といいます。）の登録商標またはサービスマークであり、野村アセットマネジメント株式会社は、その使用を許諾されています。

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

2023年7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。