

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

2024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』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。2024年新春号では以下の点について分析してみました。

欧米でのインフレに減速感が見られ、米連邦準備制度理事会（FRB）が2024年に0.75%ポイントの利下げを示唆している中、市場は2024年に欧米で大幅な利下げが行なわれると予想しています。このような環境下、債券・為替、日本株式、外国株式、Jリート市場において、各分野のプロフェッショナルが2024年の見通しを考えてみました。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2023年12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 2024年 新春号

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

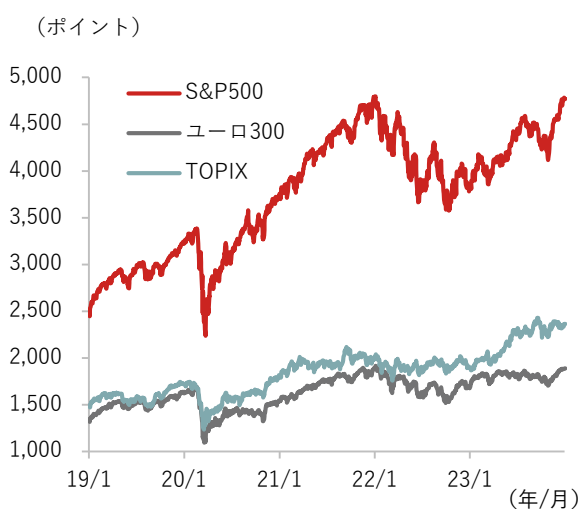


# 金融市場の動き

2023年10-12月期の金融市場では、米国の高金利政策継続や国債増発への懸念が生じる中で、米長期債利回りが一時5%超まで上昇しました。しかし、米国の雇用やインフレに鈍化の傾向が見られると、金融緩和転換への期待が高まり、米長期債利回りは期初より低い水準まで大幅に低下しました。金利低下を好感して、株式市場は上昇しました。米長期債利回りが低下に転じると、他国との金利差が縮小する中で、米ドルは対ユーロ・対円ともに下落しました。

## 日米欧の株価指数の推移

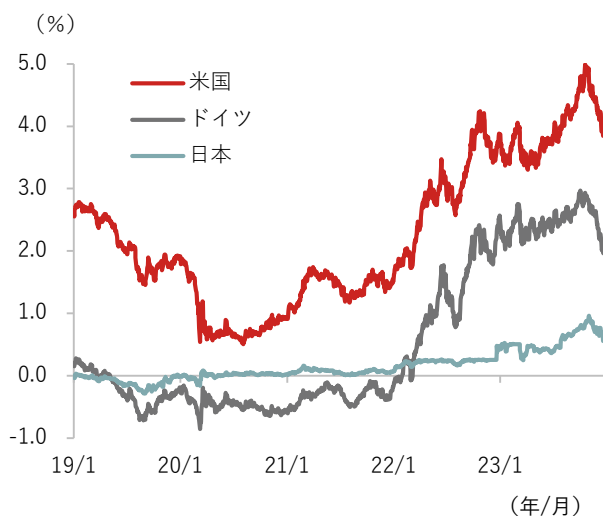
(2019年1月2日～2023年12月29日、日次)



(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

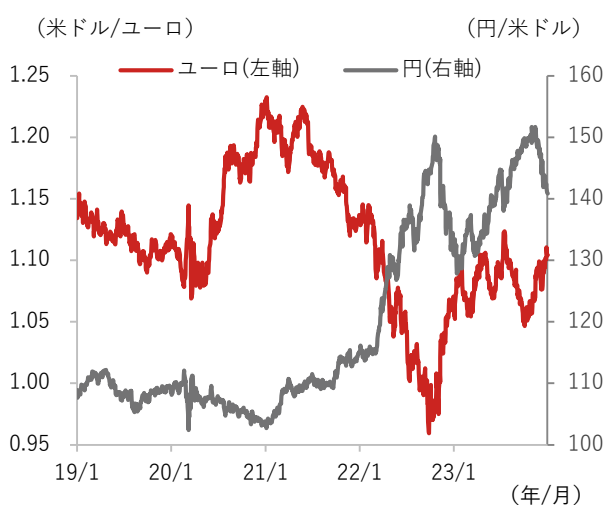
(2019年1月2日～2023年12月29日、日次)



(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

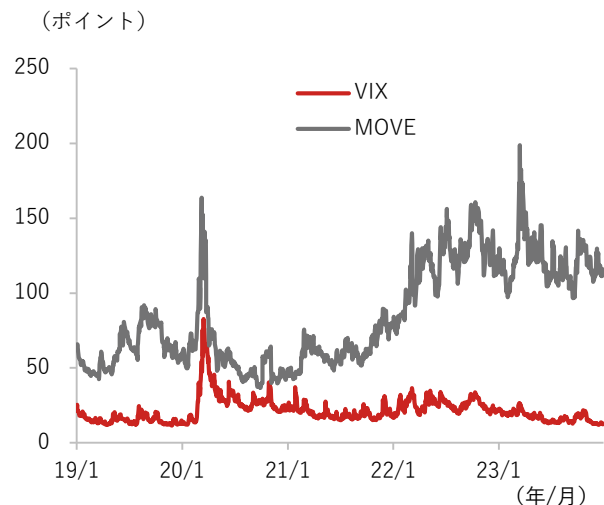
(2019年1月2日～2023年12月29日、日次)



(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

(2019年1月2日～2023年12月29日、日次)



(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。

# 投資環境見通し

2024年は金利低下、緩やかな景気後退にとどまれば株価の大幅な調整も回避



チーフ・エコノミスト  
胡桃澤 瑠美



常務・CIO  
本間 隆宏

## 米欧中銀は利下げ局面入りへ

2023年12月の日米欧中銀の金融政策決定会合では、2024年の金融政策を見通すうえで重要な情報発信がなされました。

米国では米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利見通し（中央値）において、今回の局面での追加利上げなし、2024年に合計0.75%ポイントの利下げが示唆されました。

ユーロ圏では引き続き追加利上げに距離を置く一方で、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁は早期利下げ観測を牽制する発言をしています。

日本では早期利上げ観測が高まっていたが、日本銀行の植田総裁は物価安定目標の持続的・安定的な達成に向かうという確度は少しずつ高

まっているものの、見極めにはなお時間を要すると述べ、政策変更時期について明確な示唆は与えませんでした。

当社は2024年央以降、米欧中銀は金融引締め一度合いを調整する目的で利下げ局面に入る一方、日本では異例の金融緩和ツールの巻き戻しを決定すると見てきました。

最近の中銀の情報発信は、米欧中銀は利下げに向かうものの、それほど差し迫った状況ではないことを示唆しており、当社予想に沿っていると考えています。

## 債券利回りは低下傾向に

債券市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げバイアスの強まりに大きく反応し、米国10年債利回りは2023年12月のFOMC後、4%を割り込む水準へと低下しました。

金融市場では2024年3月の利下げを織り込む中、ニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁などが早期利下げ観測を牽制する発言をしています。当社は債券市場は従前の予想通り、金利低下方向に動いているものの、現状の利下げ織り込みはやや行き過ぎの面もあると見ています。

そのため、一時的には早期利下げ期待がやや剥落し、金利低下に揺り戻しが生じる可能性もあると考えています。

ただし、景気のパフォーマンスが悪化し、利下げの

現実味が高まる2024年央にかけて、直近の金利水準と比較してももう一段の金利低下が生じるでしょう。その後、利下げ局面が続いていたとしても、景気が底打ちの兆しを見せると、金利低下ペースはごく緩やかなものになると考えています。

ドイツ、日本の国債利回りも米国債利回りにある程度連動するでしょう。円債利回りについては、日銀の政策変更の前後で一時的にこの連動性を超える金利上昇が生じる可能性はあるものの、連続利上げにはならないとの観測が高まると、落ち着いた推移に戻ると見ています。

---

## 米ドル安基調を見込む

---

米国の金融政策の転換に関する観測を背景に米国債利回りが低下する中、為替市場においても米ドルが対ユーロ、対円で減価傾向となりました。特に、2024年に利下げが見込まれる米国に対し、日本では逆に利上げ観測が高まったことから、円高が進行しました。

為替相場については、金融市場のリスクセンチメント、金融政策格差や金利差、資金フローなどが影響し、メインドライバーは必ずしも常に金利差ではありません。しかし、金融危機のような急激かつある程度継続し得るリスクセンチメントの悪化を見込まない下で、2024年は米債利回りが低下基調で推移するとの予想が正しけ

れば、米ドルは減価傾向になると考えています。ユーロ圏経済の相対的な弱さが意識され、米国での景気後退を予想する2024年前半は、ユーロの対米ドルでの増価は限定的となるものの、年央にグローバル経済の底打ちの兆しが見えると、ユーロは対米ドルで増価すると見えています。

円については、資金フローの面で構造的に大幅な円高にはなりにくいと考えていますが、2024年末までの短期で見れば日米金利差縮小が円高方向に作用すると考えています。

---

## 2024年央以降の株式市場は上昇傾向と予想

---

金利低下の下で米国株は2023年12月半ばにかけて上昇傾向にあります。景気減速がなくともインフレ低下が利下げを正当化し得るという2023年11月末のFRBウォラー理事の発言通りの展開になれば、株価にとっては1株当たり利益（EPS）、株価収益率（PER）ともにポジティブに作用するでしょう。

ただし、既往の金融引締め効果が強く発現すると予想する2024年前半については、企業収益に対する見方が弱まると考えています。一方、景気後退が「浅く短い」との観測が高まる2024年後半については、先行きの企業収益に対する楽観論も高まり、金利低下傾向となる下で、株価

は上昇基調に転じると見えています。

日本株については、当社予想通りに円高が進めば、企業収益にとっての重石となるでしょう。他方で、日銀がマイナス金利を解除しても、依然として金融緩和領域にとどまること、円高はコスト抑制につながる面もあること、などを勘案すると、円高局面にあっても相応の株価上昇が期待できると考えています。

# 債券・為替

FRBの利下げ開始が債券・為替市場の転換をもたらす



シニア・ポートフォリオマネージャー  
加藤 航



シニア・インベストメント・オフィサー  
前田 有司

## 債券市場は変動の激しい展開

主要中央銀行の金融政策の転換を睨みながら、債券市場は変動の激しい展開となりました。米国10年国債利回りは、FRBが高水準の政策金利を長期にわたり維持することが意識されたことで、10月に2007年以来となる5%に達しました。しかし、インフレの減速が続き、好調を維持してきた雇用市場にも鈍化の兆しが見えると利回りは急速に低下に転じました。12月のFOMCを受けて、FRBが2024年に利下げへと転換することが強く意識されると、米国10年国債利回りは一段と低下して、4%を割りました。

各国国債利回りの推移  
(2019年1月2日～2023年12月15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は利下げに転換へ

12月のFOMCで公表されたメンバーの政策金利見通しでは、FRBが2024年に0.75%ポイントの利下げを実施することが示唆されました。私共も、米国経済が景気後退に陥ることで、FRBが2024年に利下げに踏み切ると見込んでいます。ECBについても、2024年にFRBを上回るペースで政策金利を引き下げると予想しています。ラガルド総裁は12月の理事会で利下げについては議論していないと述べたものの、インフレが順調に鈍化していること、米国と比較して景気が弱含んでいることを踏まえると、今後、利下げに向けて政策スタンスを変更していく可能性が高いと私共は見えています。

主要中央銀行はインフレの加速を受けて2022年から2023年にかけて大幅な利上げを実施してき

ましたが、2024年は一転して多くの中央銀行が利下げを開始する、金融政策の大きな転換の年になると見えています。

足元で既にその兆候が見られていますが、金融政策が大きく転換することで、金融市場でもトレンドの転換が見られると想定しています。債券市場では利回りが低下トレンドに転じるとともに、為替市場では米ドル安、そして日銀の姿勢次第では大幅な円高へとシフトするリスクがあります。金融政策が大きく変化する中では、市場でも大きな変化が生じるリスクに配慮する必要がありますと考えています。

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。



## 米国は景気後退へ

私共は、これまでの大幅な利上げによる累積的な悪影響が顕在化することで、2024年の上期に米国は景気後退に陥ると予想しています。

米国では、一時は9%まで達した消費者物価指数（CPI）の前年同月比伸び率が3%台で推移するなど物価上昇圧力が徐々に緩和しています。景気面でも、これまで好調を維持してきた個人消費について、家計の過剰貯蓄の取り崩しが進むことで減速に向かうと見ています。雇用市場は依然として底堅く失業率は3%台後半と低位にとどまっています。しかし、失業保険継続受給者数が増加傾向にあるとともに、求人件数が減少するなど、雇用にも悪化の兆しが見られています。

米国の物価と雇用市場  
(2008年1月～2023年11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の利下げ転換を見据え、債券利回りは一段の低下へ

足元の米国の債券市場は、12月のFOMCで示されたよりも速いスピードでFRBが利下げを行なうことを織り込みながら、利回りが大幅に低下してきました。しかし、私共は債券利回りは依然として低下余地があると考えています。

FOMCの見通しによると、FRBは米国経済が底堅く推移し景気後退を回避できると予想しています。確かに、これまでの大幅な利上げによる景気への悪影響は、今までのところ顕在化していません。しかし、5%台半ばという高水準の政策金利が維持されることで、個人消費や企業の設備投資に徐々に悪影響を与えると見ています。

私共は、インフレが減速するとともに、これまで好調を維持してきた雇用市場が一段と減速し景気後退に陥る可能性が高まる際には、FRBがより積極的な利下げ姿勢を見せると想定しています。これにより債券利回りはさらに低下する可能性が高いと見ています。

利下げを織り込みながら急速に進展した長期債利回りの低下と株高による金融環境の緩和化が、景気とインフレを再加速させるリスクには留意する必要があります。しかし、高水準の政策金利が景気に徐々に下押し圧力を与えることで、米国経済は後退に向かうと想定しています。

## 米ドルは下落基調で推移すると予想

為替市場でも、米国景気の減速とFRBによる先々の利下げ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。米ドルは、FRBによる大幅な利上げなどを背景に、2021年後半から2022年にかけて大きく上昇してきました。FRBの金融政策が利下げへとシフトすることで、為替市場では米ドル安が進みやすくなると見えています。

米国や欧州で景気が後退する局面では、市場でリスク回避的な動きが強まりながら、一時的に米ドルが上昇する可能性があります。しかし、景気後退を受けてFRBが積極的な利下げに踏み切る中では、最終的に米ドルが下落に向かうと想定しています。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移  
(2019年1月2日～2023年12月15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

## 円高への揺り戻しが急速に進むリスク

FRBの利下げ開始を背景にした全体的な米ドル安の中で、円についても米ドルに対して上昇しやすいと見えています。

私共は日銀が2024年後半にマイナス金利政策を解除し、これまでの大規模な金融緩和政策からの脱却を図ると見えています。海外の中央銀行が軒並み利下げに踏み切る一方で、日銀が利上げを実施して、海外の中央銀行と日銀の金融政策の方向性の違いが意識されることで、円高が進みやすいと見えています。

日本経済は個人消費が脆弱であることに鑑みると、日銀がマイナス金利を撤廃してからさらに連続して利上げを実施することは難しいと見て

います。日銀の利上げが小幅にとどまれば、円高圧力は限定的となると考えられます。しかし、海外の中央銀行が大幅な利上げを開始して以降、拡大する金利差を背景に構築されてきた円売りのポジションが、双方の金融政策の転換により巻き戻されるリスクがあります。海外中銀が利下げ、一方で日銀が利上げに転じてもおお、海外と日本との金利差は残ると見られるものの、金利差が縮小していく中では、円売りのポジションが巻き戻されながら、大きく円高が進む可能性に注意が必要です。



# 日本株式市場



日本株アクティブSIO  
原田 信太郎

第2ラウンドで成果は見られるのか？（ガバナンス改革とインフレ）

## 順調な2023年と比較し2024年は不透明要素が多い

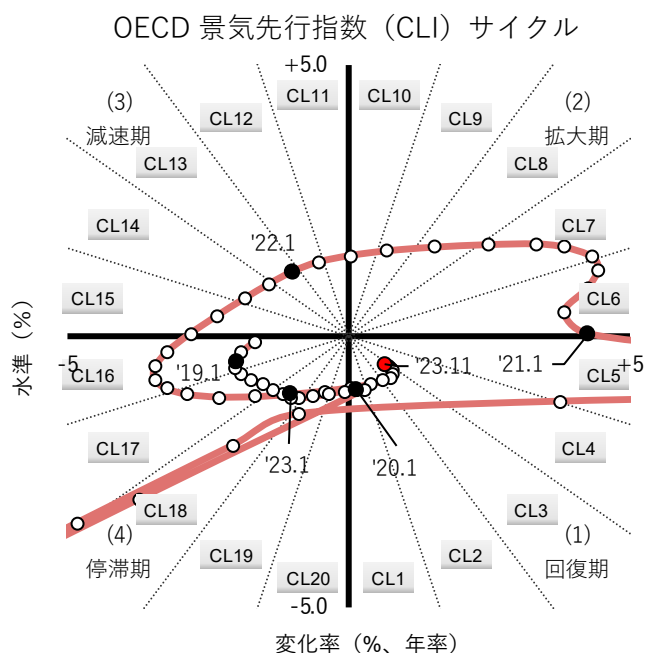
2023年は20%を超える上昇を見せた日本株市場ですが、2024年は様々な観点からターニングポイントとなる事象が続きます。イスラエル問題はグローバルの安全保障体制の安定性を揺るがしており、中国の習近平体制の強権化およびそれに付随する台湾問題等の不安定要素も見え隠れします。そのような中、台湾総統選挙、米国大統領選挙、日本総裁選など重要イベントも絡みます。これらの火種が収まりグローバル経済の安定化に寄与する方向に収束すれば良いものの、一連の事象が全てポジティブに解決すると想定するのは楽観的かもしれません。

そのような環境の下、マクロ経済面では米国がいつどのようなペースで利下げするのか、またそれを織り込んで長期金利はどこまで低下するのかグローバルの資本市場の方向性を規定することとなり、日本株市場も同様の文脈で語られることになるでしょう。その決定要素は景気動向およびインフレ率ですが、市場の見方は緩やかな景気鈍化とインフレ率の低下、そして米利下げの方向性について、認識の差はあまりないと思われます。但し、米利下げのタイミングや幅に対する見方に乖離があり、現在の市場見直しにはばらつきが見られます。

## グローバル景気の短期足踏みと日本の立ち位置

景況感について、グローバルの景気サイクルは右図の通り停滞局面から回復期入りしているものの、コロナ禍の需要増減、供給制約と回復などの影響から通常サイクルを描いておらず、足元は停滞期に逆戻りをしそうな状況です。中国や欧州の低成長、米国の2024年上期の減速が反映された後、再び反時計回りの循環回復に回帰するのではないかと考えます。一方国内については回復タイミングが遅れていたことで海外に比べれば有利な経済環境と言えますが、本格的な脱デフレに向けての動向が注目されます。2024年の春闘は昨年以上の成果が予想されており、食品インフレ等の鈍化により実質賃金の上昇も期待される所です。このような状況から、日本経済についてグローバルの投資家からの期待値は引き続き残るのではないのでしょうか。ただし製品値上げサイクルが一巡してしまうと、

来年以降の賃上げの勢いが低下してしまうリスクもあり、インフレの持続性には留意する必要があります。



(出所) OECD (経済協力開発機構) より野村アセットマネジメント作成

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

## 企業業績はモメンタム鈍化と為替に注意

2023年度業績については、自動車や公益セクターの牽引で増益が続いています。一方2024年度については為替前提次第ですが、自動車セクターに一定の減益要因が発生すること、公益セクターは2023年度の反動で2024年度は減益となることから、注意を要します。因みに自動車セクターの為替効果は、2023年度の+8,000億円に対し、2024年度は為替が130円想定であれば-1.5兆円の為替減益要因となり（当社推定）自動車セクターとしては大きな影響がありますが、市場全体の経常利益68兆円を2%強押し下げる要因となる程度で、輸出セクター全体を考へても大幅な円高でなければ全体の増益は維持できる見通しです。ただし業績モメンタムは鈍化傾向で、海外景気の減速次第では増益維持の

ハードルは高くなります。

### 企業業績動向

【経常増益率】	(前年度比、%)			
	22年度	23年度	24年度	25年度
RN Large Cap(除く金融)	7.7	8.7	8.0	7.1
製造業	2.7	14.2	9.0	7.5
非製造業(除く金融)	15.8	1.0	6.3	6.4
鉄鋼・非鉄	-13.0	-19.8	13.4	14.8
機械	6.6	10.2	10.5	7.5
自動車	2.9	58.2	2.0	1.7
電機・精密	5.3	-0.8	10.6	12.9
医薬・ヘルスケア	18.2	-10.2	29.3	11.9
食品	17.7	8.7	8.0	8.2
商社	18.6	-11.6	-5.0	2.2
小売り	20.5	9.8	8.2	8.4
サービス	-12.8	7.1	9.9	6.6
公益	赤字	1,521.9	-31.5	1.3
金融	-18.3	38.0	10.0	9.7

(注) 野村証券業種分類で主要業種を抜粋  
2023~25年度は予想  
為替前提は145円/米ドル

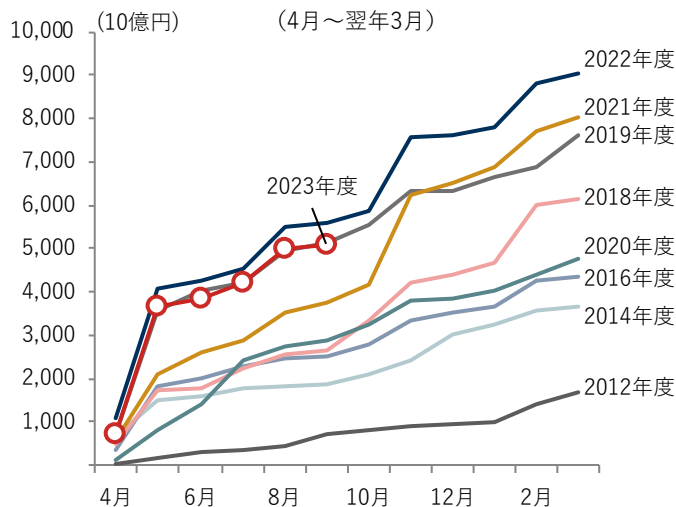
(出所) 野村証券資料より野村アセットマネジメント作成

## 東証の経営改革要請の行方

2023年の株式市場を押し上げた要因として東京証券取引所（以下、東証）による「資本コストを意識した経営要請」も大きいと考えます。今回の東証のコミットメントは強く、その本気度はこれまでとは違うと認識され海外投資家からの注目を集め、実際に自社株買いを発表した企業の株価が上昇するなどの効果が見られました。なお、今のところは全体で見ると右図の通りで期待ほどではないようですが、2024年1月には東証から上記要請を受け対応を行った企業名の発表があるなど、取り組みの持続に向けたアクションが続くとみられ、低PBR（株価純資産倍率）企業の株主還元拡大期待はまだ続くと見られます。また、東証は「PBR1倍超銘柄」への言及もしており、全方位での経営改善が進むこ

とも予想されます。一連の成果が表れるのはむしろ今後と言っても良いのかもしれませんが。

自社株買い実績  
(4月~翌年3月)



(出所) Quick、SMBC日興証券データより野村アセットマネジメント作成

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

## 2024年の日本株市場：ガバナンス改革、インフレの第2ラウンドに注目

2024年末の株価水準は、TOPIXは2,500ポイント、日経平均株価は35,000円と想定します（2025年度EPS=180円、PER=14倍、NTレシオ=14倍の前提）。リーマンショック以降、特にアベノミクス以降TOPIXのPERの平均は約14倍、楽観が織り込まれると16倍、悲観が織り込まれると12倍となっています。

上記予想は2025年度の業績拡大を織り込みつつバリュエーションはストレッチしない前提ですが、景気鈍化の底が浅く景気回復への反転も早い理想的なゴルドロック相場となれば各証券会社予想平均の38,000円という水準も正当化できます。日本企業のガバナンス改善が予想以上に進展するシナリオであればバリュエーションのアップサイドを織り込み日経平均40,000円と最強気予想が描けます。ただしこれまでのグローバルの金利上昇に伴うマイナス影響が顕在化し、そのため円高の進展が予想以上に進むシ

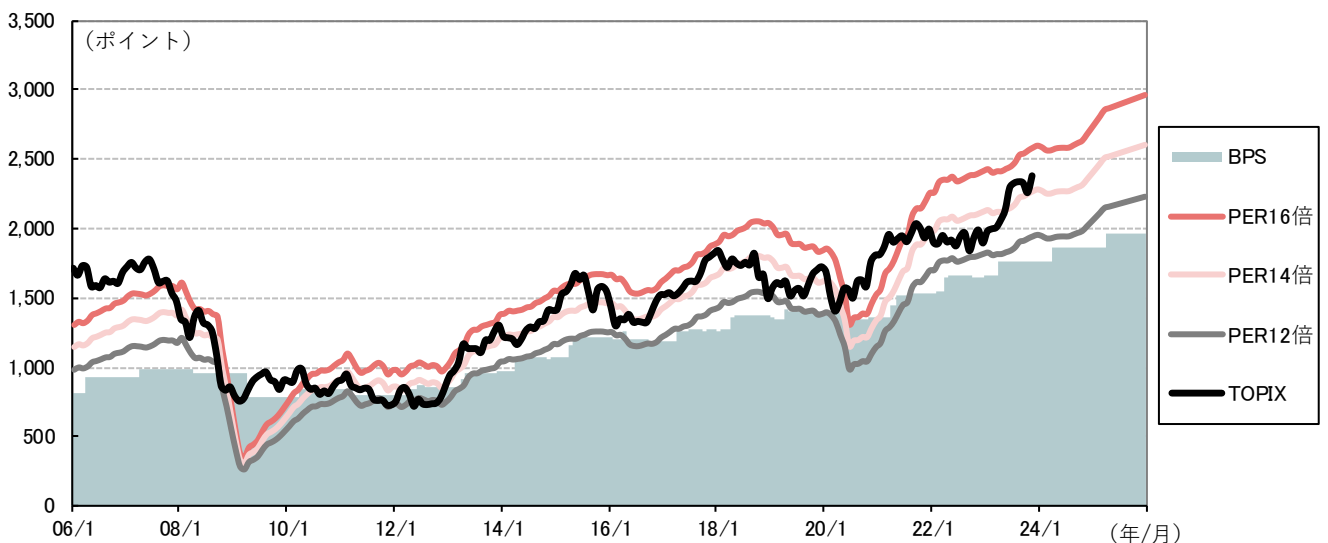
ナリオも否定はできないため、期待先行になり過ぎない想定とします。

全体感としては景気減速下で金利が低下し、これが株式市場をサポートしつつ経済環境は浅い底から反転に向かい業績は大崩れしない、については業績の伸びに応じたリターンが期待できるという見方です。年前半は景気や円高リスクなどの不透明感を鑑み、また世界的に株式市場が金利低下期待を前倒しで織り込んでおり上値は追い難いものの、年央には不透明感の一巡から後半にかけ上昇するイメージです。

景気や金利の循環論に加え、本質的には東証主導のガバナンス改革、春闘をはじめとした賃金上昇が第2ラウンドに入る中、その成果がどれだけ見えるかどうかで投資家の確信度が変わってきます。期待をしつつ、注意深くその進捗を見定めることがポイントとなろうと考えます。

### TOPIX（東証株価指数）とPERバンド、BPSの推移

(TOPIX：2006年1月末～23年11月末、PERバンドとBPS：2006年1月末～25年12月末、月次)



(出所) 野村証券データより野村アセットマネジメント作成

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



# 外国株式市場



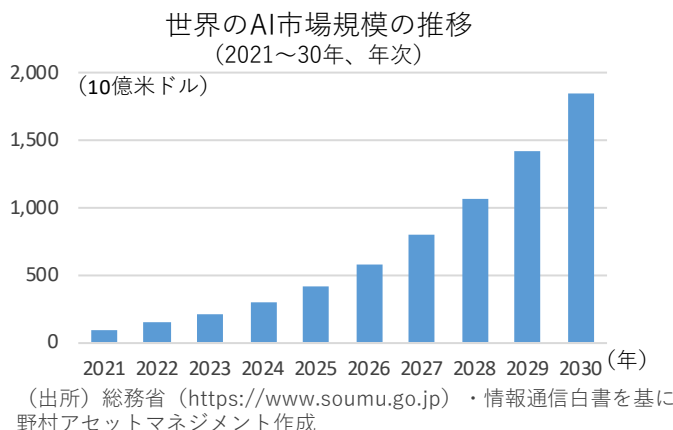
執行役員・CIO  
中山 貴裕

中長期的なAIによる生産性革命に注目。短期的には景気動向と金融政策の変化や大統領選挙を注視。新興国では、米国の利下げや米ドル安の恩恵に注目。

## AI（人工知能）による生産性革命

2023年を振り返ると、米国地銀の破綻や、これまでの各中央銀行の急速な利上げによる影響などは限定的で、世界の株式市場（MSCI ACWI指数：米ドルベース）は年初来21%の上昇となりました（12月20日時点）。特に、2023年5月に発表された米半導体企業の決算が市場予想を大きく上回り、AI関連需要の強さが再評価されたことで、株式市場ではAI関連銘柄に注目が集まりました。実際、コロナ禍で加速した企業のDX（デジタルトランスフォーメーション）への取り組みは、デジタル化、クラウド化の流れから、現在、生成AIの活用に急速に進展しています。これまで、多くの新しいテクノロジーは、ITエンジニアなどの限られた人たちに利用されるものでしたが、2022年11月に公開されたチャットGPTに代表される生成AIは、あらゆる分野で利用されることが想定され、世界のAI市場規模（売上高）は2030年に1兆8,470億米ドルまで拡大していくことが予想されています。生成AIは、学習する元のデータ次第で、非常に幅広い分野の知的作業をこなせる可能性があり、経済全体の生産性が上昇することが期待できま

す。処理能力の向上などからIT関連投資が大きく拡大した90年代の例を見ると、Windows95が発売された1995年を境に1996年以降の米国の労働生産性が1.7%から2.5%まで大きく上昇していることが確認できます。生成AIが経済全体にもたらす変化は、より大きなものであると想定されることから、関連企業の業績成長が期待されるだけでなく、中長期にわたり幅広い企業の収益力を向上させることが期待されます。



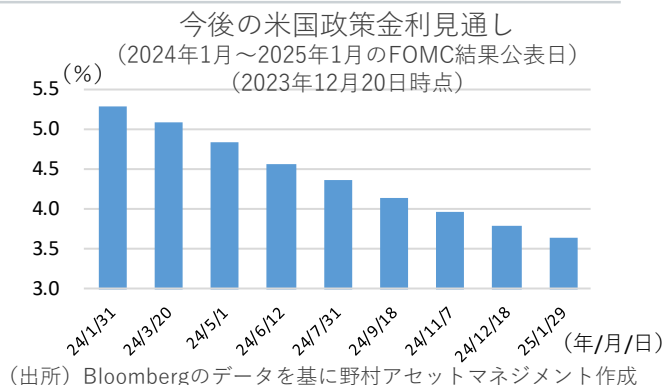
米国の労働生産性の推移 (前年比)

1980~1981年平均	0.7%
1990~1998年平均	1.9%
1990~1996年平均	1.7%
1996~1998年平均	2.5%

(出所) FRBのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 金融政策の変化

金融政策に関して、2024年の市場の注目は、利下げのタイミングと利下げ幅に移りつつあります。サプライチェーンの混乱に伴うインフレ圧力が終息に向かい、今後、堅調に推移してきた米国の消費動向などには減速も見込まれることから、市場では2024年の利下げが想定されています。金利の低下は、株式市場全体のサポート材料になると考えられます。



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、ご自身でご確認ください。

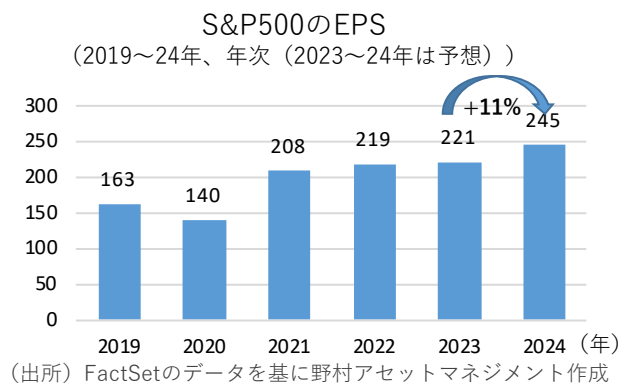
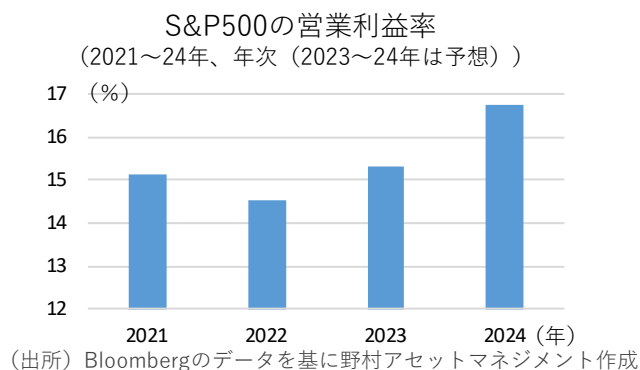
## 企業業績の質にも注目

市場の2024年業績見通しでは、原材料価格や人件費の上昇といったこれまでのコスト増圧力の緩和や収益改善に向けた企業の取り組みなどによる利益率の改善が見込まれ、S&P500指数採用企業の2024年EPSは前年比+11%の成長が想定されています。ただし、景気全体としては減速傾向がみられ、低所得者層などでは借入の増加やローンの延滞率の上昇などもみられます。今後、低・中所得者層の支出などが減速していくことも懸念され、景気感応度が高い企業の中には、利益成長見通しが下方修正されている企業も散見されます。AIによる生産性革命や金利低下への期待があるものの、2024年は、景気動向に左右されない各企業の構造的な成長要因や、収益力の強さおよび財務状況の健全性など、企業業績の質に注目することがより重要になると

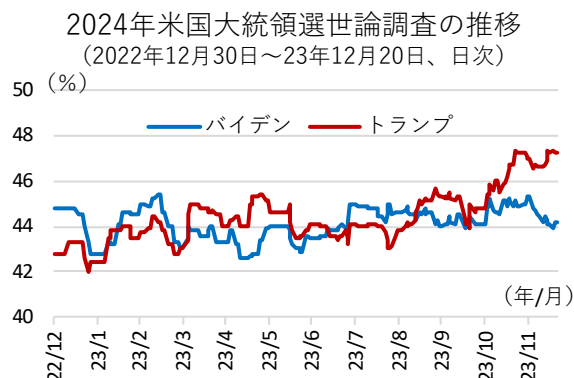
## 米国大統領選挙の影響

米国では2024年11月に大統領選挙が予定されています。現時点では、民主党は現職のバイデン大統領、共和党はトランプ前大統領が候補となる可能性が高いと思われます。現職のバイデン大統領が勝利した場合は、現行政策の維持が予想されるため、大きな変化は生じないと思われませんが、トランプ前大統領が勝利し、同時に行われる上下院議会選挙でも共和党が勝利した場合は、今後の政策に大幅な変更も想定されます。内政では、減税政策への期待が高まることが考えられる一方で、バイデン政権が主導した再生可能エネルギー推進に向けた取り組みなどは変更される可能性もあります。また、外交では、

考えています。



ウクライナ紛争や対中政策での変化も想定されます。現時点ではどちらが勝利するか見通せない状況ですが、今後の展開次第では、金融市場への影響が大きくなることも想定されるため注視が必要です。



## 新興国株式：米利下げが追い風に。また中欧諸国にも注目。

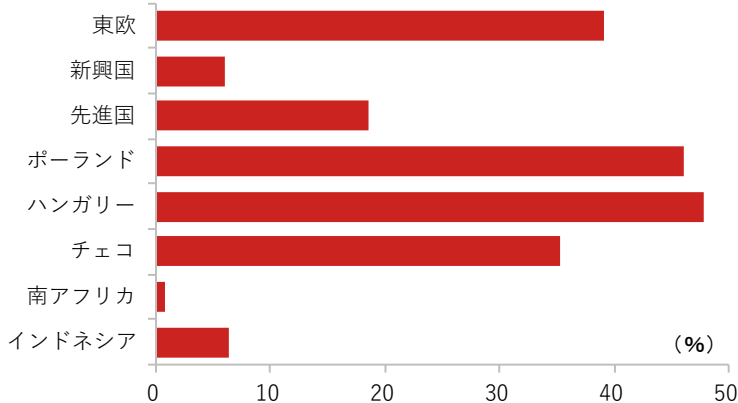
FRBによる2024年の利下げ予想を受けて、足元で米長期金利が低下し、米ドル安が進行するなど、新興国株式市場を取り巻く投資環境は改善しつつあるとみています。

特に米ドル安が商品市況高に繋がり、新興国の中で資源国である南アフリカや、ブラジル、インドネシアなどの株式には追い風になると考えます。また、FRBが利下げに転じた際、通貨防衛などの理由で政策金利の水準を高め維持している新興国にも利下げの余地が与えられます。例えば、12月15日時点で、メキシコは11月のインフレ率が4.3%（前年同月比）に対して政策金利が11.25%となり、（インフレ率を考慮した）実質金利は約7%と高い水準にあります。同様にブラジルの実質金利も約7%、そこまで高い水準ではありませんが、インドネシアや南アフリカの実質金利も約3%になっています。こうした新興国では利下げによって、企業の資金調達コストや、消費者の住宅・自動車ローンの金利が低下するなど、金融政策を通じて景気のでこ入

れが可能になります。

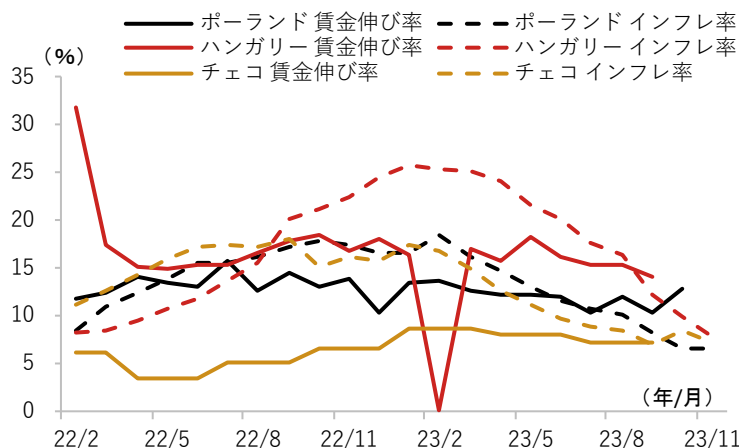
最後に、中欧諸国も注目すべき市場であると考えます。ウクライナへの侵攻後、ロシアへの投資が実質的に不可となったため、現在の東欧市場はポーランドやチェコなどの中欧諸国から成り立っています。侵攻後に中欧諸国の株式は売られました。しかし、2023年初来では大幅に回復しました。しかし、4.3%の配当利回りや約8倍のPER（株価収益率）を考慮すると、まだ株価に上昇余地があると考えます。また、各国のインフレ率は侵攻後の燃料価格高騰を受けて、一時20%台まで上昇し、家計の消費に悪影響を与えましたが、2023年春以降、低下に転じました。一方、ユーロ圏からの直接投資などを背景に、労働市場は長期にわたりひっ迫し、賃金が高いペースで伸びています。足元で賃金の伸び率がインフレ率を上回ってきたことは消費者の購買力の改善に繋がり、家計支出の拡大が中欧諸国の景気および株式市場を下支えするとみています。

株式市場の年初来収益率（米ドルベース:配当込み指数）  
（2022年12月31日～2023年11月30日）



新興国：MSCI EM (Emerging Market) Index、先進国：MSCI World Index、東欧：MSCI EM Eastern Europe Index、各国：MSCI各国Index

中欧諸国：賃金伸び率とインフレ率の推移  
（2022年2月～2023年11月、月次）



（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

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。



# J-REIT市場

オフィス市況改善の兆しや  
金利が低下傾向に転じた点はポジティブ



シニア・ポートフォリオマネージャー  
延原 知行

## 内外金利は低下傾向に転じた

2022年は海外市場の金利上昇の影響を間接的に受ける形でJ-REIT市場は下落する局面がありました。2023年も金融政策を巡る不透明感から内外金利はボラティルな状況が続きJ-REIT市場も上値が重い展開が続きました。

一方インフレ圧力が減退しつつあることからFRBによる利上げも停止が視野に入りつつあり、2024年以降は利下げに転じる可能性も出てきています。日銀の金融政策についてはマイナス金利解除が実施される可能性はありますが、内外金利は上昇に歯止めがかかり低下基調へ転じており、J-REIT市場にはポジティブな動きと言えます。

東証REIT指数と米10年国債利回り  
(2022年1月4日～2023年11月30日、日次)



(注) 米10年国債利回りはBloomberg Generic  
(出所) Bloombergのデータをもと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

米国では金利上昇に一旦歯止めはかかっているものの、借入調達金利は高水準のため新規の不動産投資のハードルは高まっています。不動産の買い手が少ないことから米国市場ではオフィス中心に不動産価格の下落リスクが顕在化しており、米REIT市場も停滞が続いています。一方で日本はインフレ率や金利水準が相対的に低く金融機関の融資姿勢にも変化はないことから不動産価格への影響は生じておらず、J-REIT市場は海外市場と比較して堅調に推移しています。最近では米金利が低下傾向に転じたことから米REIT市場の下落にも歯止めがかかっている状況です。

東証REIT指数と米REIT指数の推移  
(2022年1月4日～2023年11月30日、日次)



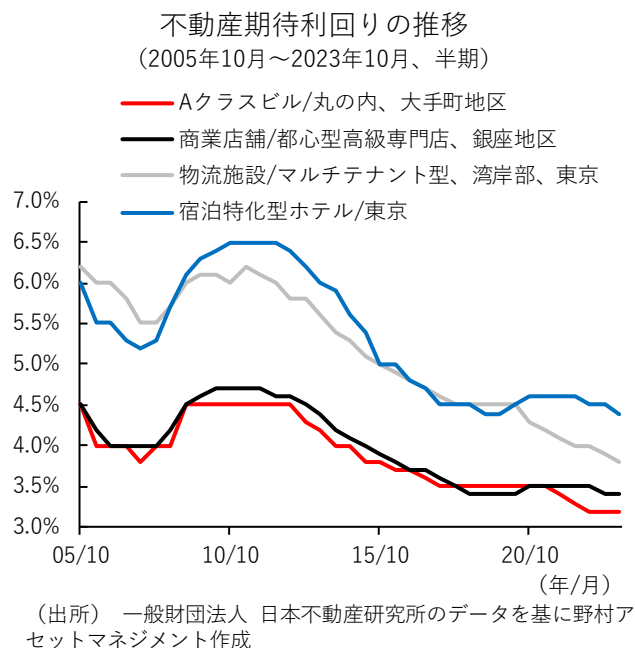
(注) 米REIT指数はFTSE EPRA/NAREIT USインデックス  
(出所) Bloombergのデータをもとに野村アセットマネジメント作成

※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。

## 日本の不動産価格は安定的に推移することを期待

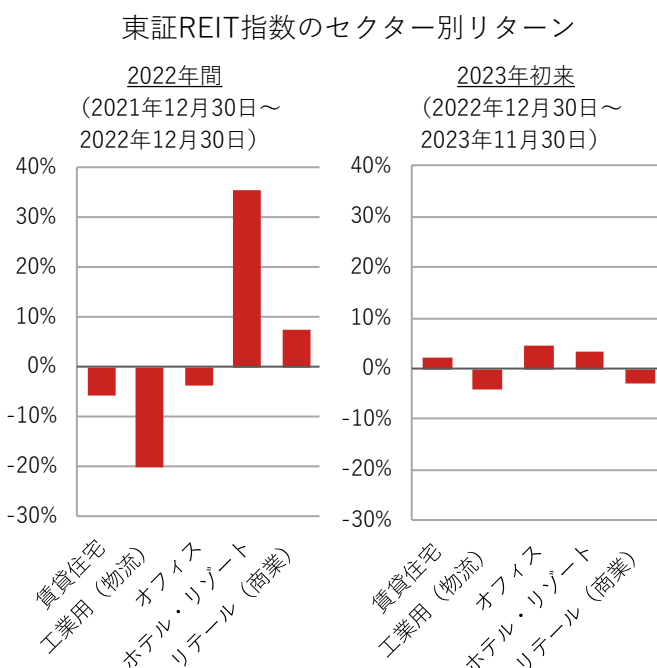
金利上昇は不動産投資に対する期待利回りの上昇を通じて不動産価格の下落要因となるため、一部海外市場では不動産価格の下落が顕在化しています。一方日本は金利がやや上昇したとはいえ水準が依然低いことから不動産の期待利回り上昇にはつながっておらず、J-REIT保有物件の鑑定価格は安定的に推移しています。海外市場で不動産投資が難しい状況が続けば、今後も日本は魅力的な投資市場として位置づけられる公算が高く、不動産価格は安定的に推移することが期待されます。



## 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、オフィス市況に改善の兆しが見られ始めていることからオフィスセクターの上昇率が相対的にはやや高い状況です。

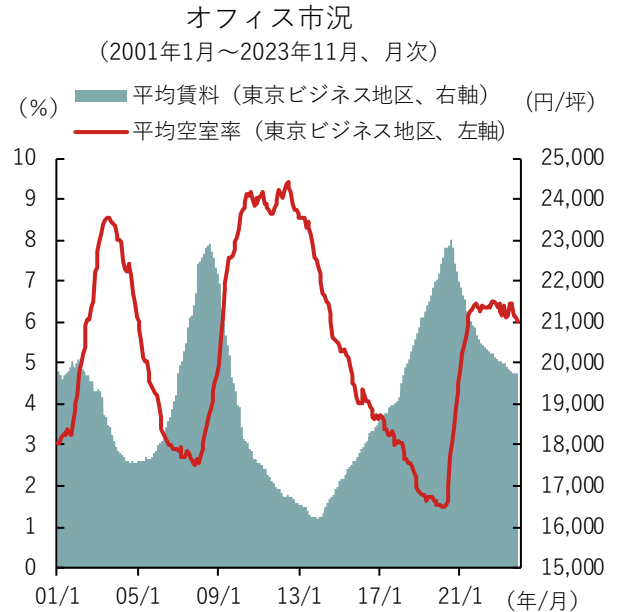


※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

## オフィス市況は需要面では持ち直しの動きも

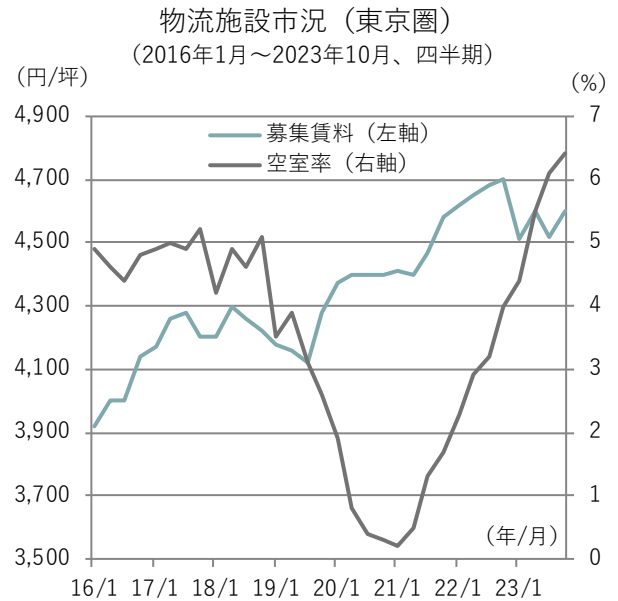
オフィス空室率は6%台中盤に上昇した後は一進一退の状況が続いていましたが、年後半に入り6%台前半に低下してきています。2023年は新築オフィスビルが多く供給されましたが、出社率の回復やポストコロナに伴い新規にオフィス賃借を予定する企業が増加するなどオフィス需要には持ち直しの動きも出てきており、空室率上昇は限定的にとどまりました。2024年は新築オフィスビルの供給は前年比で減少する見通しでオフィス需給面では好材料となります。オフィス需要の回復が続けば空室率も低下基調が続く可能性が出てきました。



(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賃料は安定的に推移

eコマースの拡大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、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。一方で新規供給される物流施設の賃料が高いこともあり募集賃料は全体としても安定的に推移しています。物流REITが保有する既存物件の賃料が割安な状況にも変化はなく賃料増額によるキャッシュフロー拡大も継続しています。中期的には用地や建築費など開発コストの上昇から物流施設の新規供給が減速する可能性も出てきており、物流施設の需給改善につながるか注目されます。



(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。



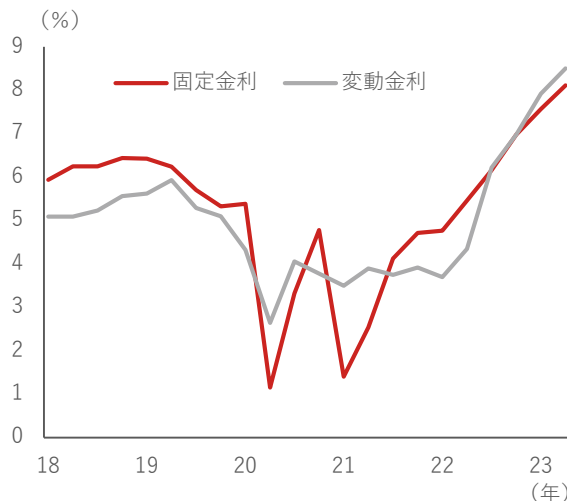
# 世界経済の基本シナリオ

2024年は成長鈍化、利下げ転換を見込む

## もう一段の景気減速を予想

当社は既往の金融引締めが時間差（ラグ）をもって实体经济に影響することで、米国は失業率上昇を伴うマイナス成長になると考えています。コロナ禍以前の長期に亘る低金利環境やコロナ禍における流動性供給等が、利上げの影響を緩和してきたものの、その効果は剥落していくと見ています。実際、家計のクレジットカードのローン延滞率は上昇しており、消費は抑制されていくでしょう。また、企業は低金利下で借りた債務の借り換えに直面していきます。今後、足もとの高金利は景気抑制的に作用し、それに伴い、インフレ圧力も弱まると考えています。

米国の中小企業向け新規貸出金利  
(2018年1-3月期～2023年4-6月期、四半期)



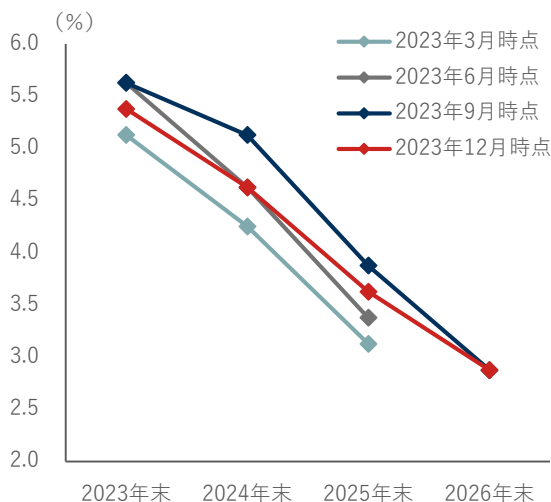
(出所) カンザシティ連銀のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 年央からの利下げ局面入りを予想

2023年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、3会合連続でFF金利を据え置きました。参加者のFF金利見通し（中央値）では、利上げ打ち止め、2024年に0.75%ポイントの利下げが示唆されました。これは従来からの当社予想に近い結果です。

当社が予想する緩やかな景気後退とインフレ率の鈍化の下で、金融引締めの度合いを調整するため、米欧の中銀は2024年央以降、段階的に利下げを決定していくとの見方を維持します。中銀が柔軟な政策運営を行えば、2024年後半の経済は安定化に向かうと考えています。

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

やや慎重な基本シナリオに対して、当面のリスクバランスはアップサイド

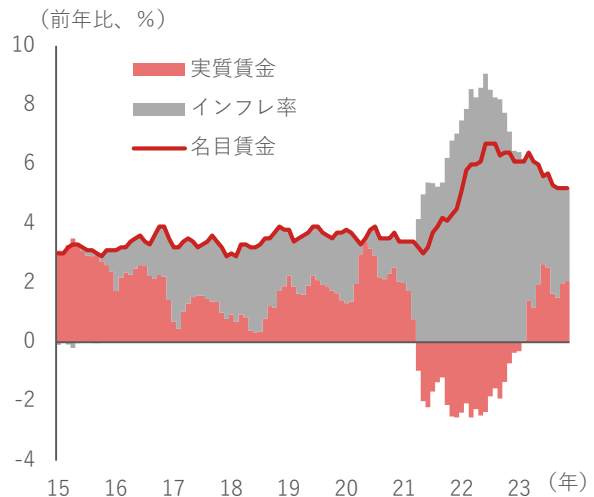
## アップサイドリスク：景気後退の回避

アトランタ連銀が算出するGDP Nowでは、2023年10-12月期の米国実質GDPは前期比年率+2.7%程度となっており、堅調な成長の持続が示唆されています（2023年12月19日時点）。

2024年は景気後退を回避しながら、インフレ鈍化が継続する、いわゆる「ソフトランディング」シナリオも考えられます。

2023年以降、実質賃金がプラス化しており、実質的な所得環境が消費を支え、巡航速度程度で成長を続ける可能性は否定できません。一方、労働市場では労働参加率が上昇基調となっています。労働供給の増加を背景に、インフレ率は鈍化し続け、成長と物価抑制が両立することも考えられます。

米国の実質的な所得環境  
(2015年1月～2023年11月、月次)



(注) 名目賃金はアトランタ連銀賃金指標を用いた。実質賃金は名目賃金の前年比からCPIの前年比を引いて算出した。  
(出所) アトランタ連銀、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：大幅なマイナス成長あるいはショックの発生

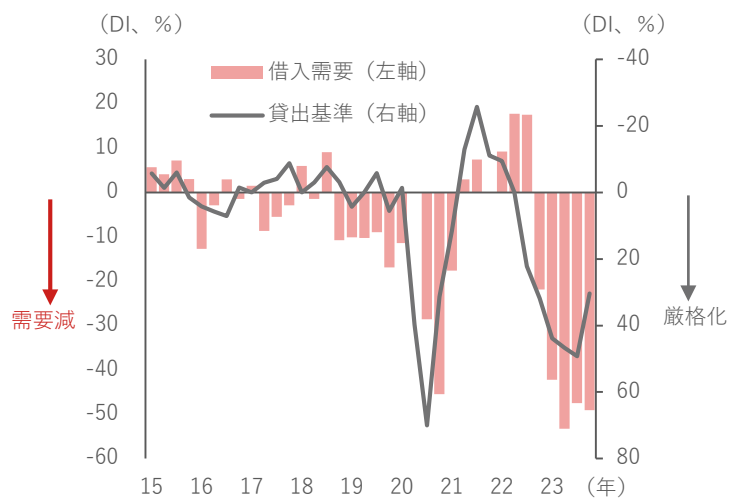
当社の基本シナリオは、2024年前半に米欧経済が失業率の上昇を伴うマイナス成長になるものの、深刻な景気後退ではないというものです。

ただし、サーベイによれば中小企業の借入需要は弱く、貸出基準は厳格化しています。高金利下で予想以上に企業が保守的な行動を取る可能性があります。

また、インフレの再加速懸念が残るような場合、中央銀行が慎重な利下げにとどめ、明確な景気のボトムアウトが早期に訪れないことも考えられます。

当社の基本シナリオが金融市場の中心の見解よりは景気に弱気であることを勘案すると、リスクバランスはややアップサイドに傾くと考えています。

米国の中小企業の借入需要  
(2015年1月～2023年10月、四半期)



(注) シニアローンオフィサー・オピニオン・サーベイ。  
(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ください。ご自身でご判断ください。

# 景気循環

グローバル景気先行指数は再び悪化するリスク

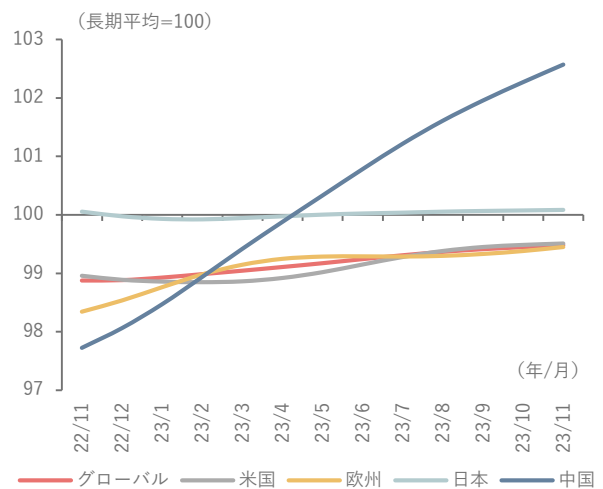
## グローバル景気先行指数は再び悪化するリスク

足元の経済開発協力機構（OECD）のグローバル景気先行指数（CLI）は、ほぼ横ばいで推移しています。定義上は回復局面に分類されますが、過去の同様の局面と比較し、その上昇は非常に弱いものとなっています。

類似期の大半は、その後長期平均である100を超え拡大局面に至っています。一方、今回はその水準に届かず、再び悪化する可能性があります。近年ではITバブル後の2002年、バブル崩壊後の1991年などがこのケースに該当しています。

先進国・地域と異なり、中国の景気先行指数は堅調に推移しています。しかし、成長率見通しなどの経済統計と比較した場合、景気指数が上方に乖離した状況となっており、中国も同様に一旦悪化するリスクがあります。

OECD景気先行指数の推移  
(2022年11月～2023年11月、月次)



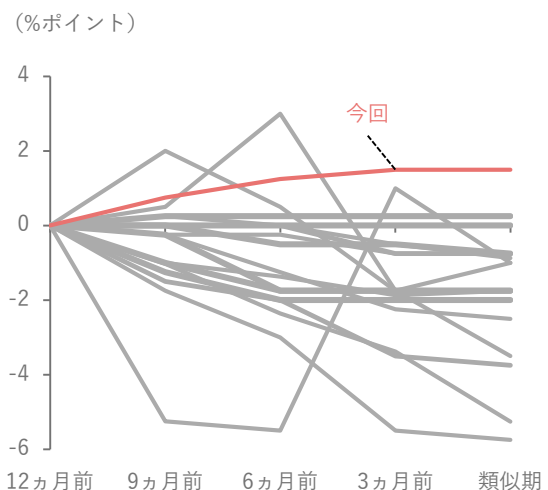
(注) グローバルはG7のデータ。欧州は主要4カ国のデータ。  
(出所) OECDのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 過去の類似期と異なる金利環境およびヘッジ外債の投資環境

過去の景気回復局面は、それ以前から利下げが行われており、金融緩和が景気の転換に寄与してきました。一方、今回は金融緩和を経ずに回復期に移っており、このことが景気の本格的な回復に至っていない主因にあると考えられます。

このような環境下で、2023年中の金融資産では特にヘッジ外債がマイナスの影響を受けてきました。元来ヘッジ外債は、金融緩和の期間に最も投資環境が改善されます。しかし今回は、米欧などの高い政策金利（ヘッジコスト）と、長期金利の上昇の二重の要因により、投資収益率は大幅に悪化しました。今後は長期金利が低下に向かい、ヘッジ外債の投資環境も改善していくことが見込まれますが、一方でヘッジコストの負担も当面は残り続けるでしょう。

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抽出したもので、米国政策金利について各期の12ヵ月前をゼロとした変化幅を記載。過去の類似期は推移のみを表示。1970年以降18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。

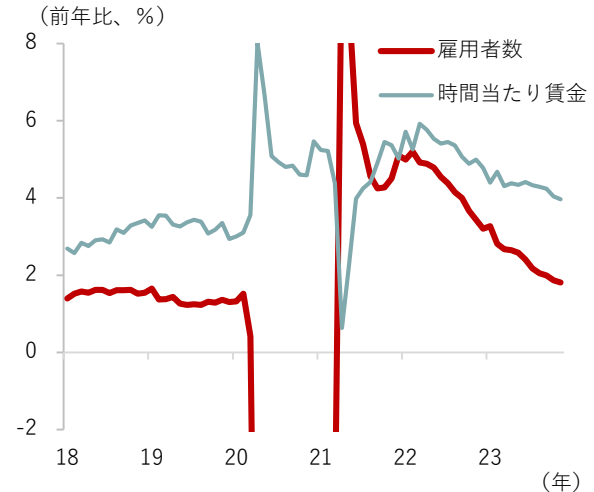
# 米国

ソフトランディング期待が強まるが、最終的なインフレ沈静化には景気下振れが必要に

## 景気は底堅さを維持

米国景気は減速していますが底堅いままです。利上げ効果の顕在化が遅れる中、雇用や賃金の伸びは鈍化しつつもなお高水準で、消費拡大を支えています。それでもインフレ鈍化は続き、景気後退を回避しつつ物価目標を達成するという「ソフトランディング」への期待が強まっています。しかし、ここまでのインフレ鈍化を主導したのは、物流網の正常化など、供給要因によるインフレ圧力の緩和とみられます。今後もインフレ鈍化が続き、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%に到達するには、ある程度の景気後退や労働市場悪化など需要要因の変化も必要でしょう。当社は、利上げ効果が一段と強まり、2024年の景気は下振れ、需要要因によるインフレ圧力が緩和すると予想しています。

米国の雇用者数と時間当たり賃金  
(2018年1月～2023年11月、月次)

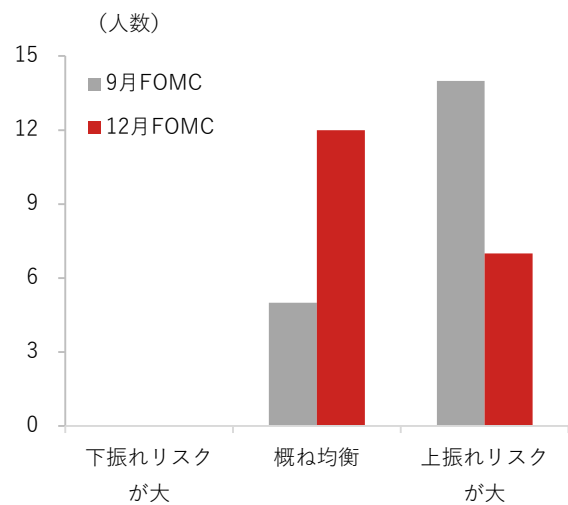


(注) 「雇用者数」は非農業部門。直近の動きを見やすく都合上、2020年と2021年の一部を非表示にしている。  
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## FRBはインフレ鈍化への自信を強めつつあるが、不透明感が残存

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、2023年12月に3会合連続で利上げを見送りました。FOMC参加者の予測では従前通り「ソフトランディング」に近いシナリオが示され、また、インフレ見通しのリスクに関して「上振れ」との回答数が9月時点より減少、「概ね均衡」との回答数が増加しました。FOMC参加者はインフレ鈍化の持続性に自信を強めつつある模様です。もっとも、「ソフトランディング」が達成されるかは依然として不透明です。また、FOMC参加者は2024年に累計0.75%ポイントの利下げを予想していますが、その開始時期が早すぎれば、景気再加速を通じてインフレ圧力が強まるリスクがあります。一方、遅すぎれば景気を過度に下押しするリスクもあります。FRBにとって、2024年は非常に難しい1年になるでしょう。

インフレ見通しに対するFOMC参加者のリスク評価



(注) 「下振れリスクが大」との回答は、両時点においてゼロ。  
(出所) FRB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。



# ユーロ圏

景気停滞が続くが、賃金・物価への波及には時間がかかっている状況

## 景気停滞が継続。インフレは鈍化傾向だがサービス物価上昇率は高水準

ユーロ圏景気は停滞が続いています。2023年7-9月期のマイナス成長の後、10-12月期もユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）が節目の50を下回ったままであり、景気停滞の継続を示唆しています。欧州中央銀行（ECB）の利上げ効果が強まっているとみられ、主要国では雇用増加ペースが鈍化し、一部では失業が増加しつつあります。もっとも、物価への波及は遅れています。過去のエネルギー価格上昇の影響の剥落などを背景にインフレ率は鈍化傾向ですが、その水準は高いままであり、景気停滞や労働市場軟化が賃金を通じて物価に波及するのに時間がかかっている模様です。今後は利上げ効果による労働市場の一段の軟化が、賃金を通じてサービス物価も含めたインフレ圧力の緩和に繋がるかが注目されます。

ユーロ圏PMI  
(2019年1月～2023年12月、月次)



(注) 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) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## ECBは景気から賃金への波及を見極める方針

ECBは2023年12月理事会において2会合連続で利上げを見送り、声明文では追加利上げの可能性が低いことが示唆されました。ただし、利下げハードルは高いでしょう。ECBスタッフの新たな見通しにおいて、エネルギー・食品を除いたコアインフレ率は2026年にかけて2%超にとどまるとの予測が示される中、ラガルド総裁が「利下げについて一切議論しなかった」と述べるなど、ECBのインフレ警戒姿勢は変わっていないようです。また、総裁は「2024年前半に多くのデータを確認出来るだろう」とも指摘し、少なくともそれまでは利下げが無いことを示唆しました。ECBは景気下振れの賃金・物価への波及を見極める方針です。ただし、高金利が景気を過度に下押しするリスクが強まっており、ECBは難しい舵取りを迫られています。

## ECBスタッフによる経済見通し

(単位：前年比、%)

		2023	2024	2025	2026
GDP 成長率	今回 (12月)	0.6	0.8	1.5	1.5
	前回 (9月)	0.7	1.0	1.5	-
HICP コア インフレ率	今回 (12月)	5.0	2.7	2.3	2.1
	前回 (9月)	5.1	2.9	2.2	-

(注) コアインフレ率は、エネルギー・食品を除いたベース。  
(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

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

# 日本

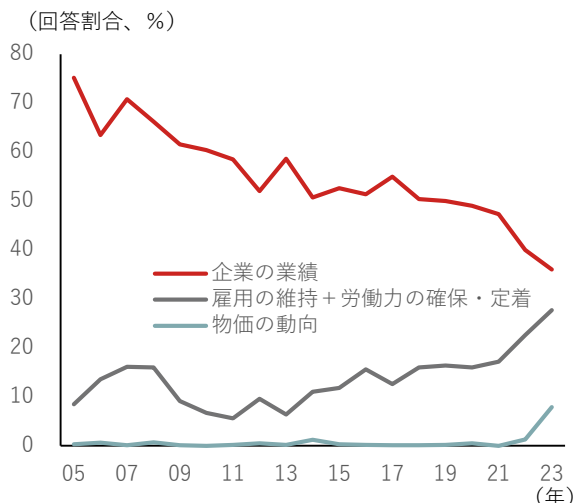
日銀のマイナス金利解除は2024年後半を見込む

## 2024年の春闘賃上げ率は2023年以上に

2023年10月の実質賃金（毎月勤労統計）は前年比▲2.3%となり、賃金上昇率をインフレ率が上回る状態が1年半超、続いています。ただし、2024年後半には実質的な所得環境の改善が見込まれます。

企業が賃金改定にあたり重視した要素として、企業の業績との回答割合が最多であるものの、雇用の維持に関連する回答割合が足元で高まってきました。構造的に人手不足感が高まる下で、企業の業績に大きく左右されずに賃上げが持続的となる可能性もあるでしょう。さらに足元については、法人企業統計で見た企業業績も既往最高水準にあり、2024年の春闘賃上げ率は2023年を上回る可能性が十分にありそうです。

賃金改定にあたり企業が重視した要素  
(2005年～2023年、年次)



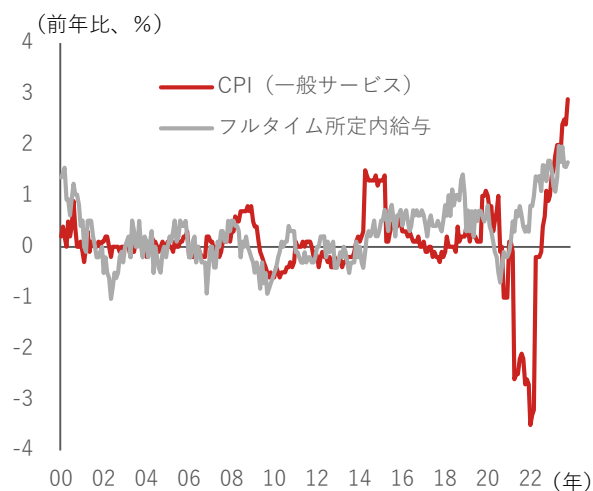
(出所) 厚生労働省のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 日銀の政策変更は年後半と予想

早期利上げ観測が高まる中、日銀は2023年12月の金融政策決定会合で、現状維持を決定し、先行きの政策方針に関する表現も維持されました。決定会合後の会見で植田総裁はサービス価格の緩やかな上昇に言及し、物価安定目標の持続的・安定的な達成に向けて少しずつ確度が高まってきたとする一方、賃金・物価の好循環の見極めにはなお時間を要すると述べました。

日銀の政策決定には、日本の賃金・物価動向のみならず、政治情勢や海外経済動向も影響するでしょう。日銀が政策変更時期を数ヵ月待つことのコストは低いと思われます。2024年前半に海外経済の下振れリスクが意識される場合、焦点は2024年7月または10月会合になると考えています。

物価と賃金  
(2000年1月～2023年10月、月次)



(出所) 総務省統計局、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

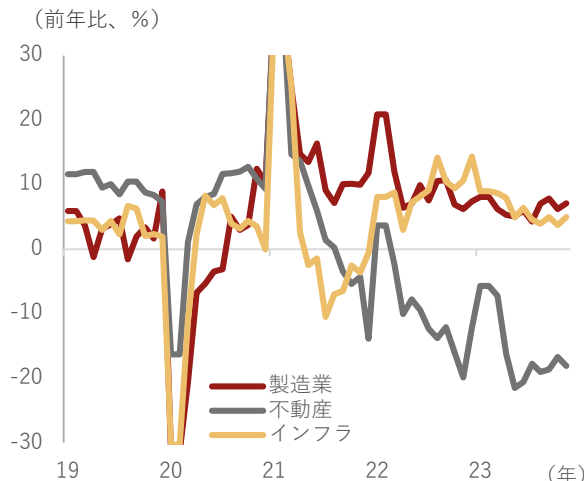
## 政策支援と構造問題の綱引き

### 政策支援により景気は安定に向かうが、構造問題による下押しは続く

2024年の中国経済は、政策支援によって徐々に安定に向かうと予想します。特に2024年前半は、2023年10月に決定した1兆元（2022年のGDP比0.8%）規模の追加インフラ投資が内需を押し上げる見込みです。

しかし、回復の勢いは力強さを欠くでしょう。第1に、欧米経済が景気後退に陥れば、輸出の減速を通じて、景気の重石になります。第2に、中国経済が抱えている諸問題は、今後も続きます。特に、不動産市場の活動は2024年も目立って改善しないでしょう。不動産市場の停滞は、住宅価格下落による消費への逆資産効果、土地使用権売却収入の減少による地方財政の圧迫などを通じて、経済全体に負の波及効果をもたらし続けると考えます。

固定資本投資  
(2019年1月～2023年11月、月次)



(注) 国家统计局発表の年初来累計値を基に、各月の伸び率を計算している。直近の動きを見やすくするために、一部期間を非表示にしている。

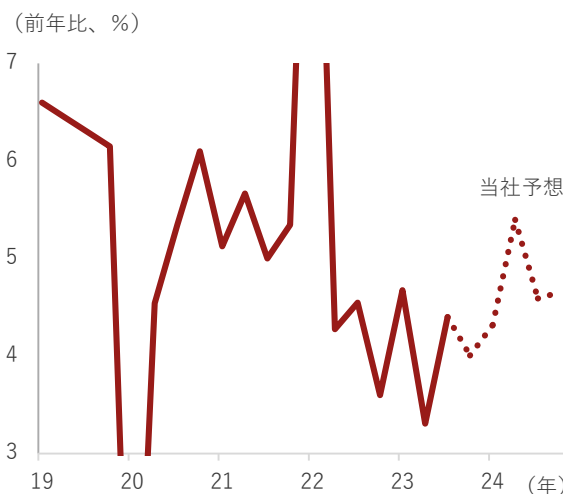
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

### 大型の景気刺激策を過度に期待すべきではない

指導部は、経済のさらなる減速期待を生まないよう、2024年の成長率目標を「5.0%前後」に維持する可能性があります。このような目標設定を前提とすると、当社の4%台前半の成長率予想は低く見えるかもしれません。しかし、政府は低めの成長率を容認し、刺激策によって無理に目標達成を目指さないと考えます。

2023年の成長率は、2022年の低い水準によって嵩上げされており、景気の実態を過大評価しています。2024年には、このようなベース効果がなくなります。また、人口動態や不動産市場の停滞などを踏まえると、中国の潜在成長率は4%台前半まで低下している可能性があります。景気刺激によってこれを無理して超えようとする副作用が生じ、金融安定を重視する政府のスタンスと矛盾します。

2年平均で見た実質GDP成長率  
(2019年1-3月期～2024年10-12月期、四半期)



(注) 直近の動きを見やすくするために、一部期間を非表示にしている。

(出所) CEICのデータより野村アセットマネジメント作成

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

# 新興国

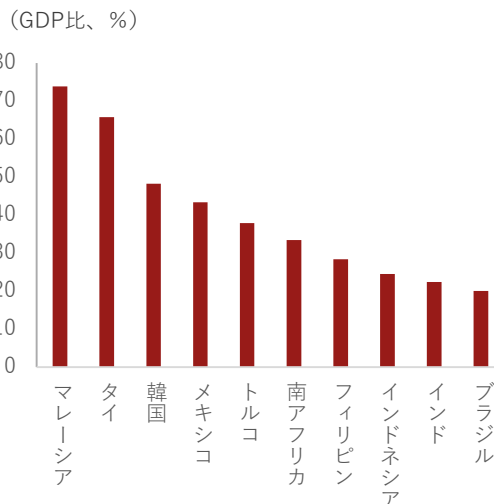
2024年後半にかけて、逆風が緩和

## 景気、インフレ、政策金利は、いずれも正常化の方向へ

2023年、多くの新興国経済は、大幅な利上げの影響で、潜在成長率を下回って推移しました。同時に、インフレ率も着実に鈍化しており、いくつかの中央銀行はすでに利下げに転じました。

2024年前半に、欧米経済が景気後退に陥れば、外需依存度の高い国を中心に、新興国の景気も打撃を受けると考えられます。しかし、景気後退が短期に終わり、米国が金融緩和に転じれば、新興国にはさらなる利下げの道が拓かれ、景気は比較的早期に回復に向かうと見られます。中国景気が安定に向かうことも、新興国に対する逆風を徐々に緩和するはずで、新興国では、2024年末にかけて景気、インフレ、政策金利がいずれも正常化に向かうと考えます。

財・サービスの輸出  
(2022年)



(出所) 世界銀行のデータを基に野村アセットマネジメント作成

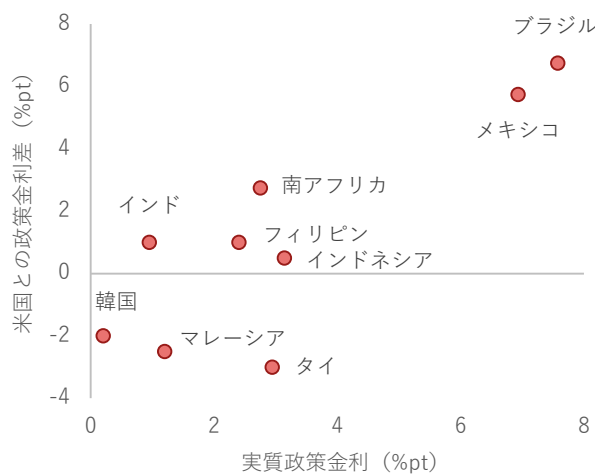
## 外需依存度と利下げの余地に注目

新興国内で注目したいテーマは、外需依存度と利下げ余地です。

外需依存度の高いマレーシア、タイなどは、グローバル景気の変動による影響を受けやすいと考えられます。一方、ブラジル、インドのように内需の比率が高い国では、比較的安定した成長が続きやすいでしょう。

利下げの余地を、国内金融環境の引き締め度合い（実質政策金利）と資本流出懸念（米国との政策金利差）という2つの観点から見た場合、中南米を中心に利下げ余地が大きくなっています。アジアでは、インフレ率低下に伴い、金融引き締めの度合いを調節する余地は生まれているものの、米国との金利差を踏まえると、利下げの開始は、米国が緩和に転じたのを確認してからになると思われます。

実質政策金利と米国との政策金利差  
(2023年11月末時点)



(注) 実質政策金利は、名目政策金利からインフレ率を引いて算出。米国の政策金利は、FF金利誘導目標の上限値を用いている。  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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ます投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。



# 各国経済・市場見通し

		2023				2024		2021	2022	2023	2024	
		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	2.4	3.1	2.8	2.7	2.0	1.8	6.3	2.9	2.8	1.7
	先進国	*2	1.9	1.6	2.2	0.9	-0.6	-0.1	5.6	2.6	1.7	0.5
	新興国	*1,*3	3.7	5.2	4.6	4.4	3.7	3.6	7.4	3.4	4.5	3.6
	米国		2.2	2.1	5.2	1.8	-0.7	-0.4	5.8	1.9	2.5	1.0
	ユーロ圏		0.4	0.5	-0.5	-0.5	-0.9	0.0	5.9	3.4	0.5	-0.3
	日本		5.0	3.6	-2.9	1.1	0.5	0.8	2.6	1.0	2.0	0.5
	中国	*1	4.5	6.3	4.9	5.1	4.1	4.5	8.4	3.0	5.2	4.3
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.9	4.2	4.0	3.5	3.3	3.4	3.2	7.0	4.4	3.2
	先進国	*2	6.5	4.9	4.1	3.2	3.1	2.8	3.3	7.5	4.7	2.7
	新興国	*3	4.9	3.1	3.7	3.8	3.8	4.5	3.0	6.2	3.9	4.1
	米国		5.8	4.1	3.6	3.3	3.2	3.0	4.7	8.0	4.1	3.0
	ユーロ圏		8.0	6.2	4.9	2.9	2.6	2.2	2.6	8.4	5.5	2.0
	日本	*5	3.5	3.3	3.0	2.8	2.7	2.5	-0.2	2.3	3.1	2.4
	中国		1.3	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	1.0	0.9	2.0	0.3	1.1
政策金利 (%)	米国	*6	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	0.25	4.50	5.50	4.50
	ユーロ圏	*6	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	-0.50	2.00	4.00	2.00
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	中国	*6	3.65	3.55	3.45	3.45	3.45	3.45	3.80	3.65	3.45	3.45
10年債利回り (期末値、%)	米国		3.47	3.84	4.57	3.88	3.90	3.80	1.51	3.87	3.88	3.60
	ドイツ		2.29	2.39	2.84	2.02	2.00	2.00	-0.18	2.57	2.02	1.90
	日本		0.35	0.40	0.77	0.61	0.60	0.60	0.07	0.42	0.61	0.80
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,109	4,450	4,288	4,770	4,610	4,760	4,766	3,840	4,770	5,120
	ユーロ300		1,811	1,832	1,785	1,889	1,840	1,880	1,890	1,678	1,889	1,970
	TOPIX		2,004	2,289	2,323	2,366	2,230	2,260	1,992	1,892	2,366	2,380
	MSCI EM (\$)		990	989	953	1,024	960	980	1,232	956	1,024	1,030
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.09	1.09	1.06	1.10	1.09	1.08	1.14	1.07	1.10	1.11
	日本円/米ドル		133.1	144.5	149.2	141.0	142.0	138.0	115.2	131.9	141.0	133.0
	日本円/ユーロ		144.6	157.7	158.0	155.7	155.0	149.0	131.0	140.8	155.7	148.0
	人民元/米ドル		6.87	7.26	7.30	7.09	7.20	7.20	6.37	6.95	7.09	7.10

		2021	2022	2023	2024
					予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インドルピー	74.3	82.7	83.2	82.0
	インドネシアルピア	14,253	15,568	15,397	14,800
	ブラジルリアル	5.6	5.3	4.9	4.8
	メキシコペソ	20.5	19.5	16.9	17.0
	南アフリカランド	16.0	17.0	18.3	18.0
	トルコリラ	13.3	18.7	29.5	40.0
政策金利 (%)	インド	4.00	6.25	6.50	6.00
	インドネシア	3.50	5.50	6.00	5.00
	ブラジル	9.25	13.75	11.75	9.00
	メキシコ	5.50	10.50	11.25	9.00
	南アフリカ	3.75	7.00	8.25	7.50
	トルコ *6	14.00	9.04	42.50	35.00

(注) 見通しは2023年12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）」 「東証REIT指数」の指数値及び「東証株価指数（TOPIX）」 「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）」 「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）」 「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）」 「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」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。
- 「FTSEユーロファースト300インデックス」、「FTSE EPRA/NAREIT US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 Emerging Market Index」 「MSCI World Index」 「MSCI AC World Index」 「MSCI EM Eastern Europe Index」 「MSCI各国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。

# 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

2024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のうえ、ご自身でご判断下さい。

**NOMURA**  
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