

ファンド・レビュー・レポート 2023  
改善の取り組みの進捗状況

## 本レポートの位置付け

ファンド・レビュー・レポート2023において赤評価（改善すべき点が認められる）が付されたファンドについて、改善の取り組みの進捗状況をお知らせいたします。

お客様の利益に資する商品提供に向けて真摯に改善活動に取り組むとともに、お客様を中心としたステークホルダーの皆様に、その改善の取り組みをお知らせするものになります。プロダクト・ガバナンス強化の取り組みのもと、透明性を高めて、お客様本位の業務運営を徹底いたします。

ファンド・レビューによって赤評価がついたファンドのうち、ファンド・レビューの結果の公表から原則として半年間以上が経過したものについて、順次とりまとめて公表いたします。

## ファンド・レビューの結果

（評価基準日：2023年3月31日）

| ファンド名                       | パフォーマンス<br>(運用実績) | 商品性 | 情報提供 |
|-----------------------------|-------------------|-----|------|
| 1 ノムラ日本株戦略ファンド              | R                 | R   | Y    |
| 2 日本新興成長企業株ファンド             | R                 | G   | G    |
| 3 チャイナオープン                  | R                 | G   | G    |
| 4 ネクストコア                    | R                 | G   | G    |
| 5 野村ターゲットインカムファンド（年3%目標分配型） | R                 | G   | G    |

お客様への継続的な価値提供の実現に向けて

**R** (Red、赤) …改善すべき点が認められます。 **Y** (Yellow、黄) …改善を検討すべき点が認められます。

**G** (Green、緑) …価値提供に向けた取り組みが認められます。

# 1

評価対象ファンド名

## ノムラ日本株戦略ファンド (1/2)

当ファンドの投資リスク、費用等については、以下のURL（当社ホームページ）にアクセスのうえご確認ください。

<https://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140239>

- 同様の投資方針の他のファンド※ ※経費率、開示情報等が異なることから、評価結果等は評価対象ファンドと異なる場合があります。

ノムラ日本株戦略ファンド（確定拠出年金向け）



### 課題認識

2023年3月末基準におけるファンド・レビューを実施し、2023年5月にその内容を開示しました。

- 運用パフォーマンスについて、コスト控除後のリターンとリスクに基づく競合比較において、3年、5年ともに下位の水準であるために赤評価となり、改善すべき点が認められました。
- 商品性について、経費率に基づく同類ファンドとの比較において、当ファンドはその中央値に対して大きく超過しており、またそれに見合うパフォーマンスを提供できていなかったため、赤評価となりました。
- 情報提供について、当ファンドが投資対象資産から配当を受け取っている一方で、一部レポートにおいて、配当を考慮した指数との比較情報が開示されておらず、より運用実態に近い指数との比較が求められることから、黄評価となりました。



### 改善に向けた取り組み

ファンド・レビュー結果を受けて、改善に向けた活動を行っています。

- 運用パフォーマンスについて、主要な付加価値の源泉である銘柄選択において、ポートフォリオで保有する銘柄数が多かったため、リスクの取り方が不十分でした。対応策として、3つの投資スタイル専門チームによる銘柄選定において、各々の担当範囲において優位なパフォーマンスが実現する確度がより高いと判断した銘柄に絞り込み、積極的にリターンを追求することにしました。また、3つの投資スタイルへの配分比率を決める定量モデルの改良にも取り組むことにしました。
- 商品性について、上記施策の結果、経費率に見合ったパフォーマンスがお客様に提供できるようになっているか、その効果をモニタリングしていきます。
- 情報提供について、運用の実態に即し、ファンドのベンチマークを、東証株価指数（TOPIX）から配当を考慮した指数（東証株価指数（TOPIX）（配当込み））に変更することにしました。

1

評価対象ファンド名

ノムラ日本株戦略ファンド (2/2)

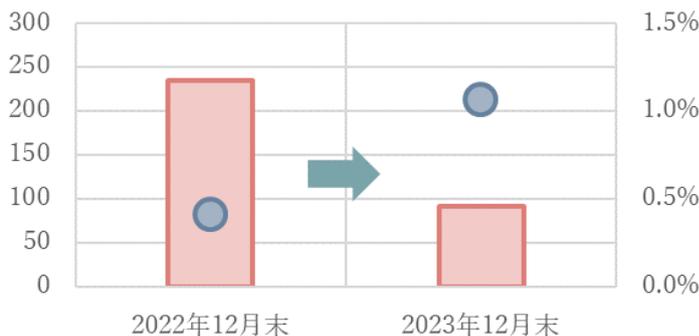


改善の取り組みの進捗状況

改善に向けた取り組みの進捗状況について、ご説明します。

- 銘柄数を絞り込んだ結果、右のグラフの通り、2022年12月末時点のポートフォリオと比較して銘柄数は大幅に減少し、1銘柄あたりの平均保有ウェイトは上昇しています。
- また、投資スタイルの判断精度を向上させるべく、投資スタイルへの配分比率を決める定量モデルについて、長期の視点に加えて短期の市場変動への対応力を高めるための指標を新たに追加し、安定的にマーケットの動向をとらえることができるように改善を行いました。

銘柄数と1銘柄あたりの平均保有ウェイトの比較



■ 銘柄数 (左軸) ● 1銘柄あたり平均保有ウェイト (右軸)

- 2023年3月末以降の実績について、2023年12月末時点までの基準価額（分配金再投資）の騰落率は+16.2%となりましたが、ベンチマークの東証株価指数（TOPIX）（配当込み）との比較では-3.5%となりました。銘柄選択はプラスに寄与したものの、投資スタイルの配分において大型割安株が市場をけん引した局面において、大中型グロースへの配分を高めにしてきたことからスタイルアロケーションがマイナスに作用し、全体ではベンチマークを下回る結果となりました。コスト控除後のリターンとリスクに基づく競合比較においても改善に至りませんでした。
- 一方、改善策の効果については、銘柄絞り込みの結果、保有上位10銘柄の配分比率（純資産比）は2022年12月末時点の26.8%から2023年12月末には36.9%まで上昇しました。また、2023年12月末時点の過去12か月の実績トラッキングエラー（年率換算値）（注）は4.3%となっており、2022年12月末時点の3.5%に対して上昇するなど、リターンの振れ幅について拡大傾向がみられています。引き続き現状の運用プロセスを継続し、リスク引き上げに応じた超過リターンの獲得の効果が認められるかモニタリングしてまいります。
- 商品性において、同類ファンドの中央値と比較して大きく超過している当ファンドの経費率に対して、お客様にパフォーマンスが提供できるだけの改善による効果が出せているか、引き続き確認してまいります。
- 目論見書および月次レポートにおいて、ベンチマークを、東証株価指数（TOPIX）から配当を考慮した指数（東証株価指数（TOPIX）（配当込み））に変更いたしました。運用報告書については、今後新たに作成されるものから同様の変更を行います。

（注）過去12か月の実績トラッキングエラー（年率換算値）は基準価額（分配金再投資）の月間騰落率と東証株価指数（TOPIX）（配当込み）の月間騰落率との差分の標準偏差を年率換算して表した値。数値の大きさにより超過リターンの振れ幅を測るために用いられる統計値。

## 2

評価対象ファンド名

### 日本新興成長企業株ファンド (1/2)

当ファンドの投資リスク、費用等については、以下のURL（当社ホームページ）にアクセスのうえご確認ください。

<https://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140749>

- 同様の投資方針の他のファンド※ ※経費率、開示情報等が異なることから、評価結果等は評価対象ファンドと異なる場合があります。

なし



#### 課題認識

2023年3月末基準におけるファンド・レビューを実施し、2023年6月にその内容を開示しました。

- 当ファンドは、上場年数の若い企業を主要投資対象としており、コロナ禍で業績が急伸した企業に着目した銘柄選択を行っていましたが、結果的に特定セクターへの投資比率が高く、その後の株価下落がパフォーマンスに大きく影響し、競合他社に劣後する結果となりました。



#### 改善に向けた取り組み

ファンド・レビュー結果を受けて、改善に向けた活動を行っています。

- 対応策としましては、2023年4月に担当者の変更を行い、新たな運用担当者は銘柄特性などの分散に注意を払い、機動的な銘柄の入れ替えを行うことで、運用成果の改善を図ることとしました。

# 2

評価対象ファンド名

## 日本新興成長企業株ファンド (2/2)

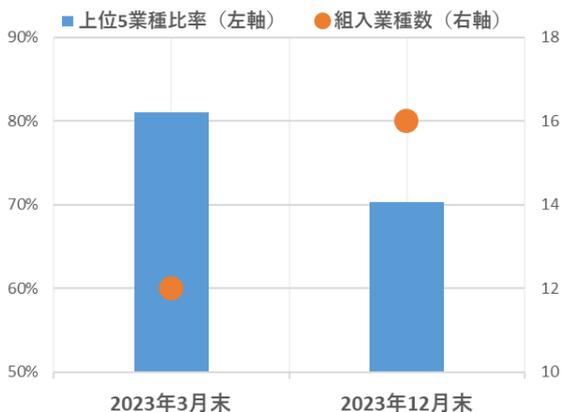


### 改善の取り組みの進捗状況

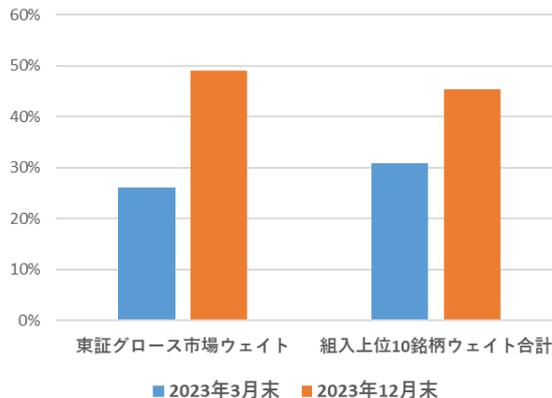
改善に向けた取り組みの進捗状況について、ご説明します。

- 新担当者の着任来、業種をはじめとする銘柄特性の分散を図っており、その結果、2023年3月末に比べて2023年12月末の上位5業種の合計ウェイトは低下し、組入業種（セクター）数も12業種から16業種に4業種増加するなど業種分散が進展しました（下グラフ1参照）。また、保有銘柄数も52銘柄から62銘柄に10銘柄増加しました。（業種は東証33業種分類による）
- パフォーマンス向上に向けて銘柄入れ替えにも積極的に取り組んでおり、2023年3月末から2023年12月末にかけて、より成長性を重視した銘柄選択の結果、東証グロス市場の組入ウェイトは上昇し、併せて、個々の銘柄の持ち方にメリハリをつけたことで組入上位10銘柄のウェイト合計も上昇しています（下グラフ2参照）。

グラフ1：上位5業種比率と組入業種数



グラフ2：東証グロス市場ウェイトおよび組入上位10銘柄ウェイト合計



- 上記取り組みの結果、2023年3月末から2023年12月末までの基準価額（分配金再投資）の騰落率は+6.1%となりました。
- 当ファンドは上場後の経過年数が10年程度までの若い成長企業を主要投資対象としており、ポートフォリオの中心は時価総額が1,000億円未満の小型成長株となっています。2023年4月以降も小型成長株市場のリターンが市場全体に比べて出遅れる状況が続いていることもあり競合比の改善に至っておりません。
- 今回の改善策では、業種をはじめとした銘柄特性の分散に留意しつつ、成長性を重視した積極的な銘柄の入れ替えと個別銘柄の保有ウェイトにメリハリをつけることで、積極的にリターンを追求することを目指しています。改善策に基づく新たなポートフォリオ運営は、現時点での寄与は未だ大きくないもののパフォーマンスにはプラスの影響をもたらしており、一定の効果は見られると考えています。これまでのところ、小型成長株市場は市場全体に対して出遅れ感が強く効果が目に見える形になってはいませんが、成長性の高い小型成長株は長期的には魅力的な投資対象であると考えられ、現在の改善策を継続し、高い成長から得られる付加価値を実現できるよう努めてまいります。

# 3

評価対象ファンド名

## チャイナオープン (1/2)

当ファンドの投資リスク、費用等については、以下のURL（当社ホームページ）にアクセスのうえご確認ください。

<https://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140139>

- 同様の投資方針の他のファンド※ ※経費率、開示情報等が異なることから、評価結果等は評価対象ファンドと異なる場合があります。

なし



### 課題認識

2023年3月末基準におけるファンド・レビューを実施し、2023年8月にその内容を開示しました。

- 中国経済の拡大と共に成長が期待できる企業に投資する運用戦略を取っていましたが、中国政府による規制の影響やマクロ経済の方向性を正しく評価できない局面があり、投資先企業の株価が市場全体と比較して劣後する結果となりました。



### 改善に向けた取り組み

ファンド・レビュー結果を受けて、改善に向けた活動を行っています。

- 今後は、重要セクターのアナリスト増員や各海外拠点運用チームとの協力体制を強化していき、より幅広い視点をもって運用成果の改善を図ります。

3

評価対象ファンド名

チャイナオープン (2/2)

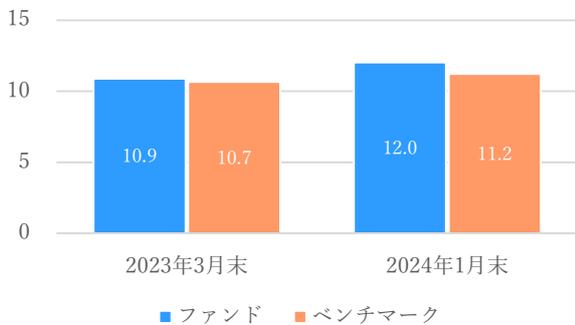


改善の取り組みの進捗状況

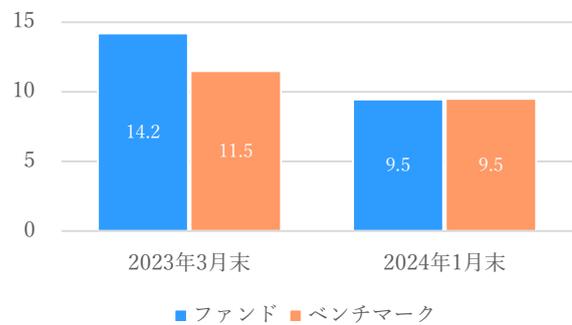
改善に向けた取り組みの進捗状況について、ご説明します。

- 当社では、中国・香港株式をカバーするポートフォリオ・マネージャーおよびアナリストを香港拠点に3名、シンガポール拠点に1名配置して当ファンドの運用にあたっています。2023年3月以降、当ファンドの運用に直接関わる人員数に変化はありませんが、アジア拠点間における会議の頻度を上げるなど協力体制の強化を積極的に推進しており、この取り組みによって、より広い視点で投資環境の判断を行い、銘柄選択に反映させることでパフォーマンスの改善を図っています。
- 近年の中国株式市場は、中国政府の規制変更の影響など、政策に大きく影響を受ける不透明な投資環境が続いており、マクロ経済の成長や個別企業の中長期的な成長性に着目した運用が難しい状況が続いています。当社は、このような投資環境に当面大きな変化はないと考えており、従来よりもクオリティ（企業の収益性）や割安度を重視した銘柄選択を行い、ポートフォリオを構築しています。その結果、2023年3月末から2024年1月末にかけて、投資先企業の収益性を示すポートフォリオ全体のROE（自己資本利益率）水準は上昇し（下グラフ1参照）、割安さの指標であるPER（株価収益率）は低下しており、その変化幅はベンチマークと比較しても大きくなりました（下グラフ2参照）。

グラフ1：ROE水準のベンチマーク対比



グラフ2：予想PERのベンチマーク対比



(出所) Factsetデータを基に野村アセットマネジメント作成

- 2023年3月末から2024年1月末にかけての基準価額（分配金再投資）の騰落率は-29.7%となりました。残念ながら、ベンチマークの騰落率である-25.0%を下回っており、これまでのところ改善に向けた取り組みは十分な成果を発揮できてはいない状況でした。しかし、当社は、マクロ経済や中国政府の政策の先行きが不透明な状況下においては、クオリティや割安度に配慮したポートフォリオを維持することが適切であると考えており、引き続き、その方針に沿って当ファンドの運用を行ってまいります。
- なお、当ファンドは、2024年10月15日に信託期間満了となる予定ですが、引き続き上記のような取り組みを継続しつつ、パフォーマンスの更なる改善に向けて努力を重ねてまいります。

ファンドは、「MSCIチャイナインデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース）※1」および「MSCI香港インデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース※2）」を80%：20%の比率で委託会社が独自に合成した指数をベンチマークとします。

※1 「MSCIチャイナインデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース）」は、MSCI China Index（現地通貨ベース）をもとに、委託会社がヘッジコストを考慮して円換算したものです。

※2 「MSCI香港インデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース）」は、MSCI Hong Kong Index（現地通貨ベース）をもとに、委託会社がヘッジコストを考慮して円換算したものです。

# 4

評価対象ファンド名

## ネクストコア (1/2)

当ファンドの投資リスク、費用等については、以下のURL（当社ホームページ）にアクセスのうえご確認ください。

<https://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140558>

• 同様の投資方針の他のファンド※ ※経費率、開示情報等が異なることから、評価結果等は評価対象ファンドと異なる場合があります。

野村DC運用戦略ファンド



### 課題認識

2023年3月末基準におけるファンド・レビューを実施し、  
2023年10月にその内容を開示しました。

- コロナ禍初期の市場の混乱を受けて更なる下落を回避するためにリスク抑制的な運用を行っていたため、その後の株式・REIT市場の回復局面における投資収益の改善が十分でなく、競合するファンドと比較してパフォーマンスが劣後しました。



### 改善に向けた取り組み

ファンド・レビュー結果を受けて、改善に向けた活動を行っています。

- 今後は引き続きリスクには十分配慮しつつも、運用モデルの改良により、市場が安定的に推移する局面ではリスクの取得量を従来より拡大させることで、運用成果の向上を図ります。

4

評価対象ファンド名

ネクストコア (2/2)



改善の取り組みの進捗状況

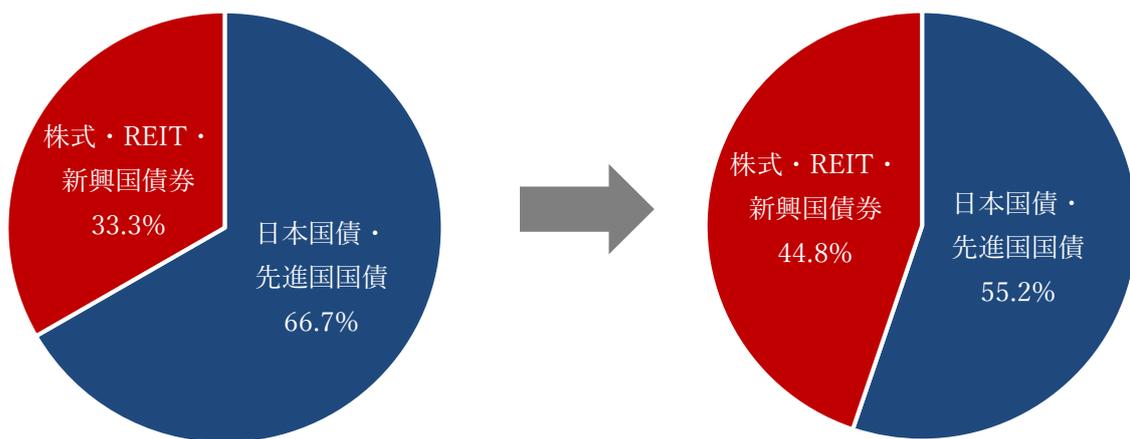
改善に向けた取り組みの進捗状況について、ご説明します。

- 当ファンドは、市場が安定的に推移する局面では、概ね株式やREIT、新興国債券などの値動きが比較的大きい資産への配分を増やし、市場が不安定化し変動性が高まる局面では、現金など安定的な資産への配分を増やしてリスクを抑制する運用を行います。このような運用方針に基づき、コロナ禍においてはリスク抑制的な運用を継続していましたが、市場が回復に転じ、株式などの相対的にリスクが高い資産が大きく上昇する局面において、その成果を十分に享受することができませんでした。
- その問題点を解決し、運用成果の向上を図るため、市場が安定的に推移する局面では従来よりもリスクを取って積極的にリターンを追求するようモデルの改良を行い、2023年10月より実際の運用に反映しています。その結果、2023年3月末のモデルポートフォリオ\*では、リスクが相対的に高い投資対象資産である、株式・REIT・新興国債券の比率が33%程度でした（下グラフ1参照）が、モデル改良後の2023年10月末のモデルポートフォリオでは、株式・REIT・新興国債券の比率が45%程度へ上昇しています（下グラフ2参照）。

※「モデルポートフォリオ」は、ネクストコアの運用において目標とするウェイトです。実際の運用では、設定解約などの理由により一部キャッシュを保有する場合があります。モデルポートフォリオと実際のウェイトは異なる場合があります。また、リスク抑制的な運用をしている場合は、実際の運用ではキャッシュ比率を上昇させるため、モデルポートフォリオと実際のウェイトは大きく異なる場合があります。

グラフ1：2023年3月末のモデルポートフォリオ

グラフ2：2023年10月末のモデルポートフォリオ



- 上記の取り組みの結果、2023年3月末から2024年1月末にかけての基準価額（分配金再投資）の騰落率は+2.1%となりました。
- 今回の改善策では、市場が安定的に推移する局面では株式など相対的にリスクが高い資産への配分を増やすことで、株式市場などの上昇を享受し、ファンドのリターンの向上につなげることを目指しています。改善策に基づく新たなポートフォリオ運営は、現時点でプラスの影響をもたらしており、一定の効果は見られていると考えています。引き続き、市場が安定的な局面ではリスクを取って積極的にリターンを追求する一方で、市場が不安定化し変動性が高まる局面ではリスクを抑えファンドの資産防衛をすることで、中長期的に安定的なリターンを実現できるよう努めてまいります。

5

評価対象ファンド名

野村ターゲットインカムファンド（年3%目標分配型） (1/2)

当ファンドの投資リスク、費用等については、以下のURL（当社ホームページ）にアクセスのうえご確認ください。

<https://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=180327>

- 同様の投資方針の他のファンド※ ※経費率、開示情報等が異なることから、評価結果等は評価対象ファンドと異なる場合があります。

野村ターゲットインカムファンド（資産成長型） / 野村ターゲットインカムファンド（年6%目標払出型）



課題認識

2023年3月末基準におけるファンド・レビューを実施し、2023年10月にその内容を開示しました。

- 昨年各国で進められた金融引締めの影響で、現在投資対象の中心となっている債券市場の下落の影響を大きく受けたこと、運用資産の安定性を鑑みて外貨エクスポージャーを抑制していたところに円安が進んだことが、競合するファンドと比較して劣位となった原因と考えます。



改善に向けた取り組み

ファンド・レビュー結果を受けて、改善に向けた活動を行っています。

- 投資判断を行う運用委員会に、各アセットクラスの運用において長期の経験を有する運用者を加えるという人員強化を行うことにより、運用成果の改善を図っています。

5

評価対象ファンド名

野村ターゲットインカムファンド（年3%目標分配型） (2/2)

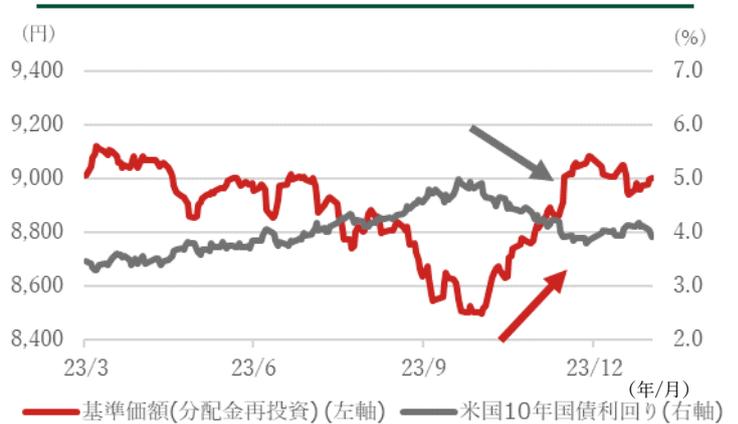


改善の取り組みの進捗状況

改善に向けた取り組みの進捗状況について、ご説明します。

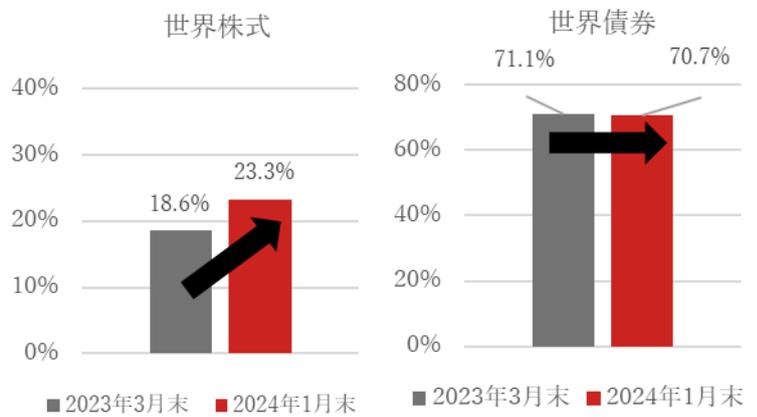
- 2023年3月末から2024年1月末までの基準価額（分配金再投資）の騰落率は-0.1%でした。2023年10月末頃までは米国を中心とした金利上昇の影響を受けて低調に推移しましたが、米国の物価上昇率が低下基調となる中で2023年11月以降は金利が低下し、金融引締めからの政策転換を見据えて債券への配分比率を高水準に保っていた当ファンドの基準価額（分配金再投資）は急回復しました。
- 当ファンドでは、コロナショック以降、債券と株式の値動きの関係性に変化が見られるなど従来の定量モデルが十分機能しない状況が生じたことから、定量モデルの改良など運用プロセスの改善に取り組んでいます。さらに、市場環境の変化をよりの確に捉えられるよう、2023年8月に投資判断を行う戦略委員会に債券と株式の各分野において豊富な運用経験を有する運用者を加え体制を強化しており、同委員会で投資戦略の検討を続けてきました。債券への配分は維持しつつ、現金への配分を引き下げ、株式への配分比率を引き上げたことは、基準価額の回復にも寄与しており、一定の成果は見られると考えています。
- 金融市場では、今後、米欧の金融政策は緩和方向に向かうと見られています。米欧の金利低下は債券価格の上昇などを通じて当ファンドのパフォーマンスに好影響を与えることが想定されます。一方、米欧の金利低下は円高につながる可能性もありますが、当ファンドは為替ヘッジを高位に保つ商品設計となっており、リスクは限定的であると考えています。なお、足下では国内外の金利差により為替ヘッジコストが高水準となっていますが、米欧の金利低下とともに為替ヘッジコストの低下も予想され、為替ヘッジ後利回りの面でも改善が見込まれます。以上のような想定のもとで、引き続き、パフォーマンス改善に努めて参ります。

基準価額（分配金再投資）と米国10年国債利回りの推移

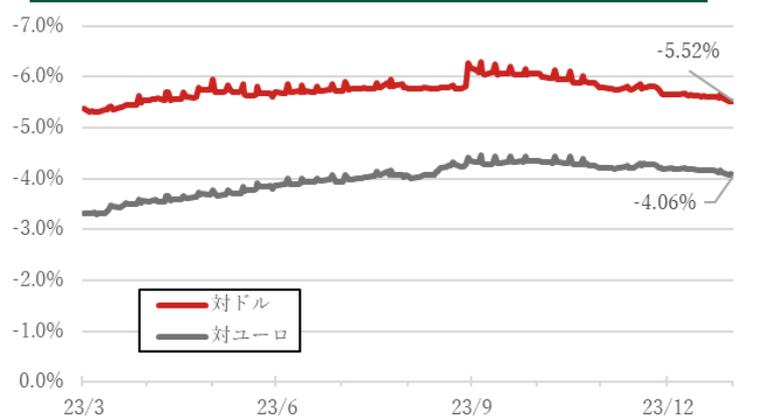


期間：2023年3月末-2024年1月末、日次  
 米国10年国債利回りはブルームバーグジェネリック  
 上記は過去の運用実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

世界株式と世界債券の資産配分比率の比較



米ドル円・ユーロ円の為替ヘッジコストの推移 (逆目盛)



各通貨のスポットレート、3か月フォワードレートを基に算出  
 期間：2023年3月末-2024年1月末、日次  
 (出所) ブルームバーグより野村アセットマネジメント作成

## 当資料で使用した指数および指数の著作権について

### ・東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

指数の著作権について：東証株価指数（TOPIX）（配当込み）の指数値及び東証株価指数（TOPIX）（配当込み）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）（配当込み）に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数（TOPIX）（配当込み）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）（配当込み）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。本商品は、J P X により提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。

### ・ MSCIチャイナインデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース）、MSCI香港インデックス（税引後配当込み・円ヘッジベース）

指数の著作権について：MSCI China Index および MSCI Hong Kong 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。

## 基準価額（分配金再投資）について

基準価額（分配金再投資）とは、当初設定時より課税前分配金を再投資したものと計算した価額であり、ファンドの収益率を測るためのものです。したがって、課税条件等によって受益者ごとに収益率は異なります。また、換金時の費用・税金等は考慮しておりません。

## Morningstar Ratings について

©2023 Morningstar, Inc. All Rights Reserved. 本レポートの情報源のひとつである Morningstar のデータは、(1) Morningstar および/またはそのコンテンツ提供者の専有情報です。(2) コピーならびに再配布はできません。(3) 情報の正確性、完全性や適時性を保証するものではありません。Morningstar およびそのコンテンツ提供者は、本レポートの情報を利用して行ったいかなる投資の損失、損害に責任を負いません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。

### 当資料について

- ・ 当資料は、ファンド・レビューの内容を開示することを目的として野村アセットマネジメントが作成したものです。
- ・ 投資勧誘を目的とした資料ではありません。
- ・ 当資料は、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。
- ・ 当資料の内容は、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。
- ・ 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ないし保証するものではありません。

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株式会社  
東京都江東区豊洲二丁目2番1号  
TEL (03)6387-5000 (大代表)

**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