

野村ワールドスター オープン

運用報告書(全体版)

第36期（決算日2015年1月26日）

作成対象期間（2014年7月25日～2015年1月26日）

受益者のみなさまへ

平素は格別のご愛顧を賜り、厚く御礼申し上げます。
当作成対象期間の運用状況等についてご報告申し上げます。
今後とも一層のお引立てを賜りますよう、お願い申し上げます。

●当ファンドの仕組みは次の通りです。

商品分類	追加型投信／内外／資産複合／特殊型(ロング・ショート型)	
信託期間	1995年1月25日から2020年1月24日までです。	
運用方針	世界各国の株式および債券ならびに野村ワールドスター オープンと実質的に同一の運用の基本方針を有する親投資信託である野村ワールドスター オープン マザーファンド受益証券に投資し信託財産の成長を目標に積極的な運用を行うことを基本とします。運用にあたっては、次の投資視点に留意し積極的に運用を行うことを基本とします。 ③ グローバルにみた成長性 ④ 先進国市場では投資タイミングに機敏に対応 ⑤ 各国の景気サイクルの相異に着目した資産別アロケーション ⑥ 時宜を得たテーマや投資対象	
主な投資対象	野村ワールドスター オープン	主として世界各国の株式および債券ならびに野村ワールドスター オープン マザーファンド受益証券を主要投資対象とします。
	野村ワールドスター オープン マザーファンド	世界各国の株式および債券を主要投資対象とします。
主な投資制限	野村ワールドスター オープン	株式への実質投資割合には制限を設けません。
	野村ワールドスター オープン マザーファンド	株式への投資割合には制限を設けません。外貨建て資産への投資割合には制限を設けません。
分配方針	年2回の毎決算時に、原則として繰越分を含めた利子、配当収入と売買益（評価益を含みます。）等から基準価額水準、市況動向、残存信託期間等を勘案して分配します。留保益の運用については、特に制限を設けず、元本部分と同一の運用を行います。	

野村アセットマネジメント

東京都中央区日本橋1-12-1



サポートダイヤル 0120-753104

〈受付時間〉 営業日の午前9時～午後5時

ホームページ <http://www.nomura-am.co.jp/>

○最近5期の運用実績

決算期	基準価額			株式組入比率	株式先物比率	純資産総額	騰落率(6ヵ月間)		
	(分配落)	税込み	期中騰落率				期間末	基準価額	ベンチマーク
	円	円	%	%	%	百万円		%	%
32期(2013年1月24日)	5,716	0	14.4	49.7	63.2	4,195	2012年12月末	10.5	9.7
33期(2013年7月24日)	6,539	0	14.4	50.1	51.0	4,411	2013年6月末	14.5	10.6
34期(2014年1月24日)	7,078	0	8.2	51.2	62.9	4,328	2013年12月末	15.0	13.6
35期(2014年7月24日)	7,691	0	8.7	49.8	55.3	4,412	2014年6月末	6.3	4.4
36期(2015年1月26日)	8,312	0	8.1	50.2	44.2	4,532	2014年12月末	9.4	4.2

* 株式組入比率には、新株予約権証券を含みます。

* 当ファンドはマザーファンドを組み入れますので、「株式組入比率」、「株式先物比率」は実質比率を記載しております。

* 株式先物比率は買い建て比率-売り建て比率。

<p>* 当ファンドのベンチマーク(=MSCI ワールド インデックス フリー(円ヘッジベース))は、営業日前日のMSCI World Index Free(現地通貨ベース)をもとに、当社が独自にヘッジコストを考慮して、営業日当日の米ドル為替レート(対顧客電信売買相場仲値)で円換算したものです。</p> <p>MSCI World Index Free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。</p> <p>* ベンチマークの騰落率の算出については、ベンチマークデータ取得の都合上、月末ベースにしております。</p> <p>(出所：MSCI、ブルームバーグ)</p>

○当期中の基準価額と市況等の推移

年月日	基準価額		株式組入比率	株式先物比率	騰落率(2014年6月末比)		
		騰落率				基準価額	ベンチマーク
(期首)	円	%	%	%		%	%
2014年7月24日	7,691	—	49.8	55.3			
7月末	7,680	△0.1	50.4	54.6	2014年7月末	1.0	0.5
8月末	7,761	0.9	49.9	49.9	2014年8月末	2.1	1.2
9月末	7,769	1.0	50.9	46.4	2014年9月末	2.2	0.3
10月末	7,760	0.9	50.8	50.5	2014年10月末	2.1	0.0
11月末	8,255	7.3	51.6	51.0	2014年11月末	8.6	4.2
12月末	8,319	8.2	51.0	47.3	2014年12月末	9.4	4.2
(期末)							
2015年1月26日	8,312	8.1	50.2	44.2	—	—	—

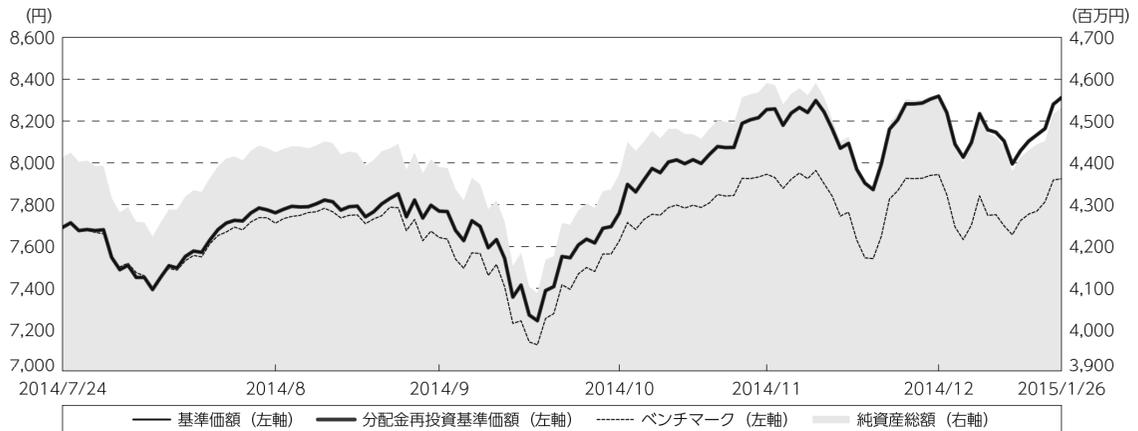
* 騰落率は期首比、および2014年6月末比です。

* 当ファンドはマザーファンドを組み入れますので、「株式組入比率」、「株式先物比率」は実質比率を記載しております。

* 株式先物比率は買い建て比率-売り建て比率。

◎運用経過

○期中の基準価額等の推移



期 首：7,691円

期 末：8,312円 (既払分配金(税込み)：0円)

騰落率： 8.1% (分配金再投資ベース)

- (注) 分配金再投資基準価額は、分配金(税込み)を分配時に再投資したものとみなして計算したもので、ファンド運用の実質的なパフォーマンスを示すものです。作成期首(2014年7月24日)の値が基準価額と同一となるように指数化しております。
- (注) 分配金を再投資するかどうかについてはお客様がご利用のコースにより異なり、また、ファンドの購入価額により課税条件も異なりますので、お客様の損益の状況を示すものではありません。
- (注) ベンチマークは、MSCI ワールド インデックス フリー(円ヘッジベース)です。ベンチマークは、作成期首(2014年7月24日)の値が基準価額と同一となるように計算しております。
- (注) 上記騰落率は、小数点以下第2位を四捨五入して表示しております。

○基準価額の主な変動要因

世界株指数を運用ベンチマークとする当ファンドの基準価額は株式市場上昇の恩恵を受けて、期中におよそ8%の上昇を実現しました。債券や外国為替への投資も基準価額押し上げに寄与しています。

ファンドの基準価額変動の主な要因を以下に記します。

- (株式運用／＋) 世界的に株式市場が上昇したことは、これを主要投資対象資産とする当ファンドにとって大きなプラスとなりました。個別銘柄選択効果を除く株式運用による基準価額押し上げ効果は3%弱となりました。
- (債券運用／＋) 世界的に債券価格が上昇した当期に、債券にも投資を行ったことがプラスとなりました。加えて地域の選択や満期年限の構成が良好だったことも基準価額の押し上げに寄与しました。個別銘柄選択を除く基準価額押し上げ効果は、2%強程度に上りました。
- (通貨運用／＋) 円安が顕著に進んだ当期に、小幅ながらも外国通貨比率をプラスに維持した効果が0.05%程度のプラスとなりました。それよりも、日本円に対して上昇幅の大きかった米ドルを買い持ちとする一方、円に対して下落したユーロや北欧通貨を売り持つことが多かった通貨選択の効果が大きなプラス効果となり、通貨運用全体では基準価額を3%弱押し上げる結果となりました。
- (銘柄選択／＋) 株式の個別銘柄選択に関しては、主に日本で当該地域の株価指数を上回るリターンを上げたことが、ファンドに追加的利益をもたらした一方、その他の地域においては逆に地域株価指数を下回るリターンとなったため全体では0.49%程度基準価額を押し下げる結果となりました。一方、債券投資においては当期に価格が顕著に上昇したドイツやイタリア等の欧州国債を多く保有していたこと等がプラスに働きました。その他、日本の事業債投資は軽微ながらプラス効果を上げました。個別銘柄選択効果全体では1%弱の基準価額押し上げ効果となりました。

○投資環境

世界的に緩和的な金融政策が採られる環境の下、株式・債券価格はともに上昇しました。債券に関しては景気堅調との評価が高く利上げすら視野に入っている米国も含めて、日欧を中心とする緩和的な金融政策や世界的なインフレ率鈍化等を背景に金利はほぼ一方向に低下（債券価格は上昇）しました。ただし、株価に関しては順調に上昇を続けたわけではありません。2014年9月中盤から10月後半にかけてはそれまで続いた上昇の反動とも推測されるものの、欧州や新興国の景気減速懸念の高まりを背景とした世界的な株安・金利低下が生まれました。またこの間、ウクライナをめぐる対ロシア経済制裁が発動されるなど世界的に地政学的リスクの高まりが意識されました。その後、10月末に日本銀行による追加緩和策の発表をきっかけに世界的に株価は上昇に転じ、その後もECB（欧州中央銀行）による追加緩和策を示唆する要人発言等に反応して株式・債券価格とも上昇を続けました。12月以降には原油価格の急落を発端とする株安・債券高の所謂「リスクオフ」の動きが見られたものの、原油価格の反発がないにも関わらず株価は反発しました。為替市場では米国景気の堅調さに注目が集まり米ドルは多くの通貨に対して上昇しました。一方、10月の日銀追加緩和策、11月の消費増税先送りのニュースに反応して円は多くの通貨に対して下落、その後も円安基調が継続しました。また1月後半にはECBが量的金融緩和策の実施を発表したことを受けてユーロが多くの通貨に対して下落しました。

○当ファンドのポートフォリオ

当ファンドは[野村ワールドスター オープン マザーファンド]の受益証券を主要な投資対象としています。なお、運用経過中の組入比率、為替ヘッジにつきましては、野村ワールドスター オープンが保有する実質比率を記載しています。

●資産配分

前期末時点の資産配分は、株式106.2%、債券-13.7%でした。

・実質株式組入比率

前期末

	現物(%)	先物(%)	合計(%)
日本	20.9	-8.1	12.9
北米	7.9	56.7	64.7
欧州	12.6	12.5	25.0
アジア・オセアニア	9.4	-5.8	3.6
合計	50.9	55.3	106.2

当期末

	現物(%)	先物(%)	合計(%)
日本	22.8	-13.2	9.6
北米	7.3	50.7	57.9
欧州	11.5	8.7	20.1
アジア・オセアニア	9.3	-1.9	7.4
合計	50.9	44.2	95.1

(注) DR（預託証券）は国籍の国に含めています（以下同じ）。

(注) 株式には投資信託証券を含みます。

・実質債券組入比率

前期末	現物 (%)	先物 (%)	合計 (%)
日本	16.0	-33.1	-17.1
北米	1.2	-19.2	-18.0
欧州	11.4	5.3	16.7
アジア・オセアニア	0.0	4.8	4.8
合計	28.5	-42.2	-13.7

当期末	現物 (%)	先物 (%)	合計 (%)
日本	11.1	0.0	11.1
北米	2.6	-4.6	-2.0
欧州	8.3	-9.1	-0.9
アジア・オセアニア	0.0	-7.2	-7.2
合計	22.0	-20.9	1.1

・債券デュレーション

	前期末	当期末
日本	-1.97	0.13
北米	-1.07	0.28
欧州	1.09	1.18
アジア・オセアニア	0.37	0.02
合計	-1.57	1.61

	前期末	当期末
日本	96.3%	96.9%
北米	14.9%	12.0%
欧州	-8.0%	-10.3%
アジア・オセアニア	-3.2%	1.5%
その他	0.0%	0.0%

(注) デュレーションとは金利がある一定の割合で変動した場合、債券の価格がどの程度変化するかを示す指標です。この値が大きいほど金利変動に対する債券価格の変動率が大きくなります。

【株式】

今期中の平均実質投資比率 (ETFを除く) は約100%でした。7月末から期末までのほとんどの期間において株式の投資比率を95-105%の比較的狭い範囲で推移させました。ベンチマークの株式への投資比率100%に対してほぼ中立の姿勢を維持したのは、世界景気に対して強気材料と弱気材料が混在かつ拮抗していることから、株式市場においては方向感の出にくい展開が続く可能性が高いと判断していたことが背景です。世界景気に対する最大の強気材料は、米国景気の順調な回復です。米国においては2014年後半も幅広い業種において雇用環境の改善が続くとともに、自動車販売をはじめとする個人消費が堅調に推移しました。一方、世界景気に対する主な弱気材料は、①欧州および新興国をはじめとする米国以外の国々の景気低迷の長期化、②中東やウクライナにおける地政学的リスクの高まり、の2点です。

2014年11月の後半から期末にかけては、原油をはじめとする資源価格急落の影響の顕在化が市場の混乱を招くリスクが高まりつつあるとの見方を強めたことから、世界景気に対する判断をやや下方修正しました。その結果、株式への投資比率を11月末の102%から期末にかけて95%程度まで引き下げました。

【債券】

今期中の平均デュレーションはプラス1.1年でした。期初こそデュレーション換算でマイナス1.6年の債券弱気戦略を取っていたものの、8月半ばまでにはこれを解消、その後は一貫して債券に対する強気戦略を維持しました。

債券に対して強気に転換した理由は以下の2点です。ひとつ目は、世界景気の上振れリスクの後退です。主要国の中で景気が明確な回復基調にあるのが米国のみという状況が続く中で、米国向けの輸出増等を通じた米国景気の好調さの他国景気に対する波及効果の顕在化が遅れています。このことから米国の景気回復は世界景気の底割れを防ぎこそすれ、その波及効果によって世界景気を大幅に押し上げるような牽引力を期待するのは難しいとの見方を強めました。ふたつ目は、世界的な期待インフレ率の低下とそれに伴う主要国の中央銀行の緩和的姿勢の強化・継続です。原油をはじめとする資源価格の下落を背景に主要国のインフレ率の低下基調は当面続くと判断しました。また、インフレ率の低下は、欧州および日本においては中央銀行の金融緩和策の強化を、米国においては金融引き締め策の導入（利上げ）タイミング前倒し懸念の後退、につながることから金利には当面下押し圧力がかかり続けるとの見方を強めました。

期末時点でのデュレーションはプラス1.6年程度となっています。資産配分上、外国債券投資比率がマイナスとなっているのは後述するように、短期債を多めに売り持ちながら、長期債を買い持つ戦略を行っているためです。

期末の資産配分は、ベンチマークの株式100%に対して株式95.1%、債券1.1%となっています。

●株式・債券の地域別配分等**【株式】**

総じてベンチマークの100%に対してほぼ中立の株式投資比率を維持する一方、各国の金融政策や政治情勢、地域間の景況感格差等に着目した地域配分戦略を実行しました。

7月後半から期末にかけての大半の期間において、米国株の買い持ち戦略（対ベンチマークで多めの組入比率とする戦略）、欧州株を売り持つ戦略（対ベンチマークで少なめの組入比率とする戦略）を維持しました。米国株の買い持ちは、米国経済の基調的な回復が続くことに対して比較的高い確信を維持したことがその背景です。欧州株の売り持ちは、①ロシア向けを中心に輸出が伸び悩んでおり、外需主導の緩やかな景気回復シナリオの下振れリスクが高まりつつあると判断したこと、②資金ニーズが不足している現状においては、追加的な金融緩和による実体経済の押し上げ効果は限定的と見ていたこと、がその背景です。

一方、円安を背景に企業収益の堅調な推移が見込めると判断した日本株については、大半の期間で買い持ち戦略を続けました。ただし、消費増税後の景気の落ち込みが想定以上で回復も遅れていることが徐々に明らかになってきたことに加え、10月後半の日本銀行による追加金融緩和策の発表後に株価が円安を伴って大きく上昇したことから、期末にかけて日本株の買い持ち戦略を縮小しました。他方、中国をはじめとする新興国経済については、その景気回復に関

して懐疑的な見方を維持したことから、期を通じて新興国株の組入比率を控えめな水準にとどめました。

【債券】

FRB（米連邦準備制度理事会）による量的緩和政策の出口戦略およびECB（欧州中央銀行）の追加的な金融緩和政策に対する憶測から、金利の変動性が高まりやすく市場の不確実性が高い局面が続くと判断していたことから債券戦略で取得するリスクを控えめな水準に維持しました。具体的には、デュレーションをマイナス1年台後半からプラス2年台後半の比較的狭い範囲で推移させることによって、世界全体の金利変動に対する感応度を抑えました。一方、地域配分の濃淡を濃くすることによって、各国の景況感格差や金融政策差を収益化できるよう機動的な地域配分戦略を行いました。

まず円債については、日銀の大規模な金融緩和政策を織り込む形ですでに十分に低くなった金利がさらに低下する余地は限定的である一方、物価動向次第では金利が大幅に上昇する可能性を排除できない、との判断から、7月後半から10月末にかけて売り持つ戦略を維持しました。しかし、消費税増税による景気の落ち込みが想定以上で期待インフレ率の上昇が当面見込めないとの判断から10月末から期末にかけて円債の売り持ち戦略を縮小、期末時点では若干の買い持ちとしました。

一方、米国債については、期初こそ売り持つ戦略をとっていたものの、資源価格の低下や米国ドル高を背景にインフレ率が当面低位で安定的に推移するのと判断から、8月半ば以降は買い持ち戦略に転換しました。欧州債においては、これまで経済を牽引してきた住宅市場にピークアウトの兆候が見られた英国の国債を売り持つ戦略から買い持つ戦略に転換する一方、インフレ率鈍化が鮮明でECB（欧州中央銀行）の追加的な金融緩和政策に対する期待が高まりつつあったユーロ圏の国債を買い持つ戦略を維持しました。特に、ECBの金融政策への期待により金利低下余地が大きいと判断したイタリア国債については比較的大きな買い持ちを維持しました。

最後に投資年限の構成では、一貫して短中期債よりも長期債を選好する姿勢を維持しました。主要国のインフレ率の低位安定が見込まれる現在の環境では、大半の主要国でゼロ近傍まで低下している短期金利に対して、長期金利の水準が必ずしも低過ぎるわけではないとの判断がその背景です。

●実質外貨比率、通貨配分

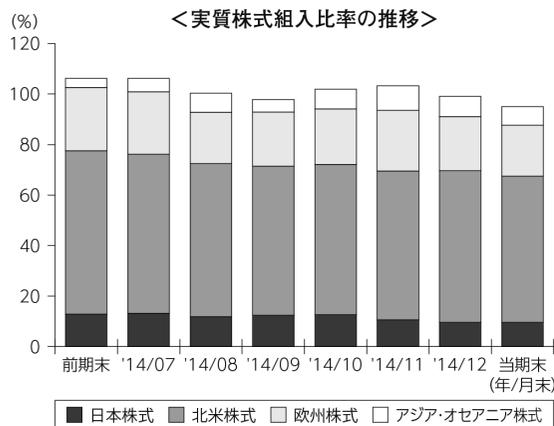
前期末時点の為替ヘッジ後実質外貨比率は3.7%でした。

今期の期中平均での外貨比率はほぼ2%と、比較的低い水準になりました。日本の貿易赤字の定着や日本銀行の追加緩和政策への思惑から円安基調が継続する可能性が高いとみていたものの、市場でリスク回避姿勢が強まる局面（いわゆる「リスクオフ」の局面）における円高への警戒や、円安メリットを享受できる日本株投資比率をやや高くする株式戦略とバランスをとる目的から、円の売り持ちを控えめな水準にとどめました。

外国通貨側の配分の特徴は、米国ドルの買い持ち戦略です。前期に引き続き米国経済の相対的な堅調さが次第に市場で評価されていく過程で、米国ドルが選好されやすい局面が当面続くとの判断を維持しました。米国ドルの買い持ち幅は、前期末の18%から期末時点の17%まで一貫して比較的大幅な買い持ちを維持しました。

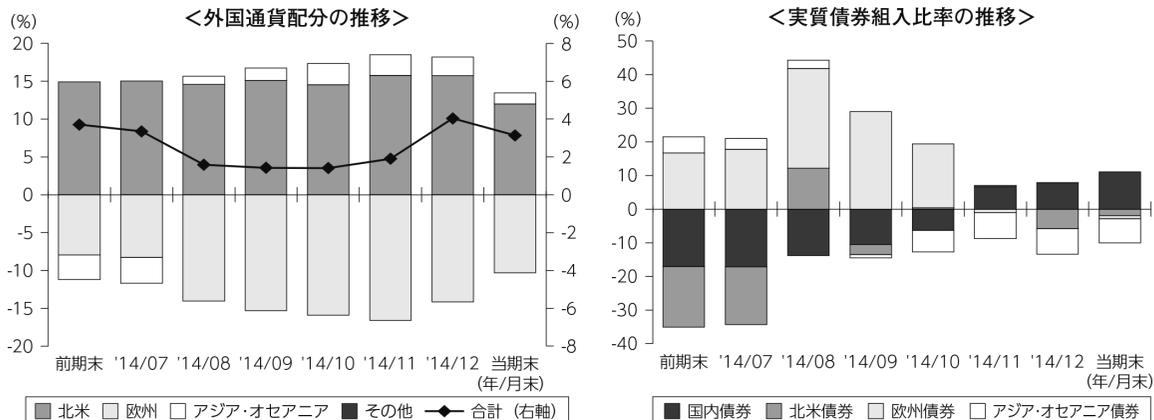
期末の為替ヘッジ後実質外貨比率は3.1%となっています。

今期の〔野村ワールドスター オープン〕における〔野村ワールドスター オープン マザーファンド〕の平均組入比率は99.9%でした。



(注) 図は期首、期末（または月末）の資産・地域別配分です。

(注) 先物を用いて組入比率を調整しています。



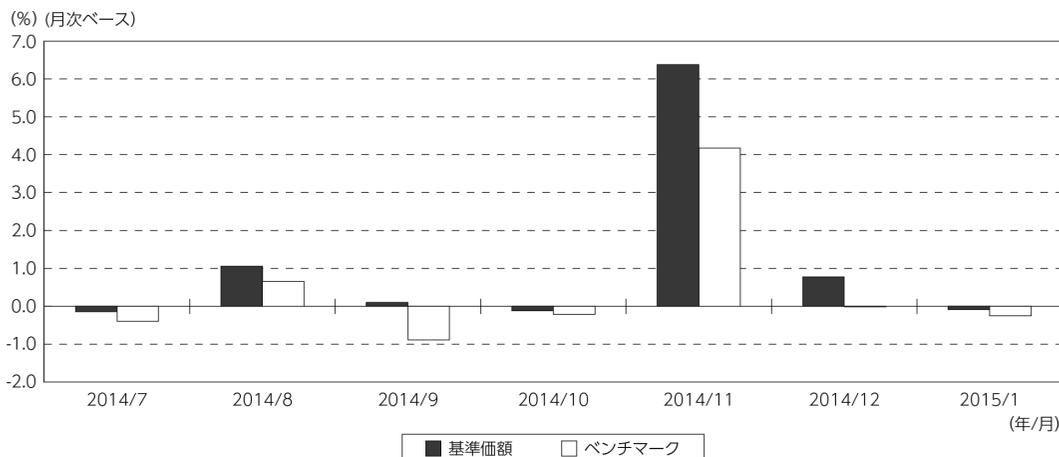
○当ファンドのベンチマークとの差異

○ベンチマーク (MSCI ワールド インデックス フリー (円ヘッジベース)) との差異

*ベンチマーク対比では5.05%ポイントのプラス

2014年7月25日から2015年1月26日までの基準価額の騰落率は8.07%と、ベンチマークであるMSCI ワールド インデックス フリー (円ヘッジベース) のリターン3.03%をおよそ5.05%ポイント上回りました。

基準価額とベンチマークの対比 (月次騰落率)



(注) 基準価額の騰落率は分配金込みです。

(注) ベンチマークは、MSCI ワールド インデックス フリー (円ヘッジベース) です。

(注) 2014年7月は期首から当期末まで、2015年1月は月初から期末までの期間で計算。

【主な差異要因】**(プラス要因)**

- ・金利低下が顕著だった欧州を中心に、債券投資を積極的に行ったこと。
- ・債券投資において、金利低下が顕著だった長期債に重心を置いた満期年限構成を維持したこと。
- ・通貨戦略において、ドル圏通貨の買い持ちと欧州通貨の売り持ちを組み合わせた戦略を維持したこと。
- ・通貨戦略において、特に12月にオーストラリア・ドルやカナダ・ドル等の資源国通貨を売り持ちとしていたこと。

(マイナス要因)

- ・株式投資において、実質投資比率のコントロールが適切でなかったこと。具体的には一時的に株式市場が下落した7月下旬や12月上旬における投資比率が、他の期間に比べて高かったこと。
- ・株式投資の地域選択において、特に1月以降上昇が顕著なユーロ圏地域を少な目の配分としていたこと。
- ・欧米、アジア地域における株式の個別銘柄選択が当該地域の株価指数リターンに比べて揮わなかったこと。

【アクティブリスクの取得について】

主要投資対象である株式については基準配分である100%を中心に上下5%程度の変動に留めるなどベンチマークとのかい離は小幅で株式戦略におけるリスク取得を慎重に行いました。

むしろ当ファンドのベンチマークには含まれない債券投資を活発化（最大投資比率35%強）させるなど債券戦略におけるリスク取得を積極的に行いました。また、外貨についてはベンチマークの外貨比率が0%に対してファンドの期中平均外貨比率を2%程度とベンチマークとのかい離は小幅であったものの、その内訳では20%程度の通貨の買い持ちと売り持ちを組み合わせるなど通貨選択においては積極的なリスク取得を行いました。

◎分配金

- (1) 今期の収益分配については、基準価額が10,000円を下回っていることを考慮して見送らせていただきました。
- (2) 留保益の運用については、特に制限を設けず、元本部分と同一の運用を行います。

○分配原資の内訳

(単位：円、1万円当たり・税込み)

項 目	第36期
	2014年7月25日～ 2015年1月26日
当期分配金 (対基準価額比率)	— —%
当期の収益	—
当期の収益以外	—
翌期繰越分配対象額	1,007

(注) 対基準価額比率は当期分配金(税込み)の期末基準価額(分配金込み)に対する比率であり、ファンドの収益率とは異なります。

(注) 当期の収益、当期の収益以外は小数点以下切捨てで算出しているため合計が当期分配金と一致しない場合があります。

◎今後の運用方針

[野村ワールドスター オープン マザーファンド]

●投資環境見直し

2014年における地域別株価指数の変化(いずれも概算)を振り返ってみましょう。まず先進国では北米11%、欧州2%、日本8%、太平洋地域2%、新興国全体は3%と計算されます。景気回復が伝えられることの多い米国が大半を占める北米でさえ、この程度の上昇率であることもさることながら、増税後の景気下ブレから浮上できない日本が北米に近い値上がり記録していることや、1990年代の日本よろしくデフレリスクが囁かれる欧州も株価は上昇していること、成長率低下が毎四半期のニュースになりつつある中国や景気後退色の濃いブラジルを含む新興国でさえ同様であることをどう解釈すべきでしょうか。これを解く鍵は為替市場における米ドルの独歩高にあると考えています。即ち世界共通通貨を米ドルと見立てて各国株価の変化を計算すればユーロ安やポンド安が生じた欧州では9%の値下がり、円安が進んだ日本も6%の値下がりなど、世界全体では2%値上がりしたに過ぎない“株式低調”が2014年の真の姿であったと考えています。世界経済は米国に牽引されて前進しているのではなく、米国のおかげで後退を免れているという脆弱な状態であるという米ドル建て株価のメッセージを出発点に今後1年程度の投資環境を考察します。

想起しやすいのは、米国と他国の景況を現状維持とするシナリオでしょう。勢いを欠く株価と、長期金利の漸進的低下、米ドル上昇という推論が昨年の学習効果として導かれるはずです。

もしも数か月という短い投資ホライズンであればこのシナリオに大きな誤りはないでしょう。しかし、1年となれば今後どこに変化が生じるかを見通す必要があります。恐らく平均的な市場参加者が想定する次の変化は“米国景気がもう一段ギアを上げる”というものではないでしょうか。これにより世界全体の成長率も加速、米ドル高と金利反転を伴いながら株価堅調というシナリオです。しかし筆者は、米国経済は現在程度の成長率が精一杯で世界経済全体の景色を変えるだけの力はなく、次の変化はむしろ欧州や中国など他国の安定化による世界景気の前進だろうと想定しています。

米国景気に対する慎重な投資判断、他国への期待感、その根拠を以下に記します。

米国経済の回復を私たちに印象付けている代表的なものは、失業率低下に代表される雇用関連統計でしょう。金融政策当局の言及も多く、5年程度に渡ってほとんど休みなく改善してきているため、これを個人消費加速に結びつけ、延いては企業投資も喚起されるだろうと連想することが典型です。しかしながら筆者は、これまでの雇用回復のピッチが極めて遅かったことを重視するため、次に起きる事象の想定には過去のタイムラインを当てにすべきではないと考えています。例えば失業率が〇〇%を下回ると半年後には労働参加率が加速を始めるなどの経験則です。特に、消費の鍵を握る賃金の早期回復には懐疑的で、たとえ雇用市場自体が改善しても、現在のようにインフレ率が賃金上昇率を明確に下回っている状況や、労働者ひとり当たりの生産性の伸びが低迷している状況下では容易に賃上げは行われないうらと考えています。消費喚起材料として挙げられることが日に日に増すガソリンの値下がり効果にも懐疑的で、多くを期待していません。それは過去の記録を注意深く観察すると、ガソリン価格が消費に影響を与えるのは不況下でこそ顕著であることが分かるからです。何よりすでに値下がりが始まってから相応の時間が経過したにも関わらず、消費活動活発化のニュースはあまり届きません。

もっとも、筆者は米国景気の失速を想定しているわけではなく、インフレ率上昇を伴うような本格的な回復にはこれからも相当な時間を要するだろうという見地に立っているのです。同時に、過去の物差しで測った“本格”を期待することはもはや難しいほど米国の潜在成長力が低下してしまった可能性も考察し続けるべきと考えています。勿論、昨年来の長期金利低下の効果で、今は鳴りを潜めている住宅市場が息を吹き返す可能性も低くはないでしょう。しかしながら、外需に期待できない今、内需の主役である個人消費を主体に米国が世界景気を牽引する姿が、筆者には想像できません。

むしろ、世界景気の景色が変わるのは、ユーロ圏を筆頭に米国以外の地域が昨年からの減速から立ち直るシナリオであろうと考えています。市場参加者の期待を満たせない米国景気と、予想を良い意味で裏切って立ち直るユーロ圏景気という意外な組み合わせの実現を、今年中盤頃をめどに筆者は想定します。

まず、大陸欧州の景気指標を観察すると、昨年秋には悪化が止まり、中には持ち直し始めているものが少なくないことに気づきます。住宅関連指標、企業景況観指数などを例に、むしろ弱含む米国とは対照的です。欧州中央銀行による量的金融緩和政策の導入が、ユーロ圏景気があたかも景気後退の瀬戸際にあるかのような印象を与えている可能性を否定できないのではな

いでしょうか。現在の金融政策はインフレ率引き上げを目標に決定されている色彩が濃く、GDP等に代表される実体景気を反映するバロメーターと見なすべきではないと考えています。むしろ景気悪化を伴わずに下がった金利やこれも手伝って下落した為替レートが思わぬ景気浮揚効果を発揮しうることを念頭に置くべきでしょう。

ユーロ圏ばかりでなく、欧州ではスウェーデン、北米ではカナダでもインフレ率への配慮がなされて金融政策が緩和方向に明らかに傾きました。先進国、新興国を問わずこのような国が今後も続々と現れることでしょう。したがって、米国以外の国々の景況は、一部の産油国を除けば改善することこそあれ世界景気の足の引っ張り役であり続ける可能性は低いと判断しています。

このように、米国の牽引ではなく他国の立ち直りという、市場の虚をつく形での世界景気前進は、株式市場ではボラティリティを高めながらも追い風に、債券市場にとってはこれまで大きく広がった欧米の先行きの金利観格差の縮小に、為替市場では米国独り勝ちを前提としたドル高の見直しとして今後1年程度の市場を支配すると考えられます。

このような基本想定の下、資産別では以下の投資方針をすすめています。

●株式

当初は100%をやや下回る水準に実質投資比率を下げた慎重姿勢で臨んだ後、年中盤以降に100%をやや上回る水準に高めていく方針です。

「●投資環境見通し」の冒頭部分で紹介したように、基準通貨を揃えて測った世界株式のリターンは概ね世界景気の強弱に支配されます。この見地にたつて昨年と今後1年を比較すれば、株式リターン向上の可能性が高いと結論付けられます。米国の力強さが増すという一般に想定されている形ではなく、他国が持ち直す形であっても昨年の脆弱さが解消する点において結論は変わりません。

ただし、これをもって初めから強気スタンスで臨むのも得策ではないと考えています。理由はふたつあります。ひとつは昨年夏からの原油価格急落に端を発するリスクイベント勃発の可能性をしばらくは無視できないからです。例えばシェール油田開発企業の倒産や、債務返済遅延が小規模で散発的に起きる程度であれば強い懸念は不要と思われるものの、こうした企業に対する債務者の連鎖倒産や、部品供給企業の業績悪化、最も警戒すべきエネルギー輸出国財政の悪化に拡散した場合の株式市場のネガティブな反応を軽視できないからです。投資の世界では“リスクが去った”ことを確認することは困難な作業ゆえ、ファンドでは「原油価格の半値戻し」、「1バレル50ドル割れからの半年経過」という機械的ながらもはっきりした条件のいずれかが達成されるまではリスクを意識し続ける方針です。

もうひとつ、当初より積極姿勢をとるべきでないとする理由は、筆者が想定する非米国地域の景気立ち直りよりも早く、米国景気に対する一般投資家の期待収縮が生じる可能性が高いと考えているからです。

一方地域配分に関しては、昨年広がった欧米景気格差に関する市場の評価が縮小することで生じるだろうドル反落ユーロ反発が鍵になるとみています。景気が悪いにも関わらず通貨安の

恩恵を受けて上昇した欧州株が通貨反発の煽りで伸び悩む一方、景気が期待外れながらもドル反落で米国株は昨年並みのリターンを確保できるだろうという見立てです。また、日本を含むアジア太平洋地域に関しては、中国景気の安定化、原油安メリットを受けやすいこと、東南アジア景気が比較的堅調であることなどから欧米よりも投資妙味が高いと判断しています。

したがって、アジア太平洋地域をやや多めの配分に保ちながら、ベンチマークにおける比率の高い欧米に関しては、後述する通貨戦略とのバランスを図りながらも米国を優先した配分を今後の方針とします。

●債券

当初は米国債投資を主体に強気姿勢で臨んだ後、中盤までには投資姿勢を中立化、その後は弱気戦略転換も選択肢とする方針です。

「●投資環境見通し」で述べた、期待以下の米国景気回復と期待以上の欧州景気という図式に加え、一向に上がらない米国インフレ率と欧州デフレ懸念の解消が、今後1年程度の債券市場のテーマであろうと考えています。

昨年後半以来、債券市場の主役はドイツを始めとするユーロ国債である印象を強く抱きます。債券市場において「欧州の日本化」は、将来のシナリオではなく既成事実とみなされた結果、5年程度の満期の国債までマイナス利回りで取引される状態です。これに対して米国では依然として今年中に利上げサイクルに移行することが国債利回りに織り込まれています。このようなコントラストは、何度も述べた欧米景気に対する市場の評価の格差に加え、インフレ率に関しても欧州では下がるもの、米国では上がるものという投資家の認識差に起因しています。否、こうしたファンダメンタルズ差ではなく、それぞれの中央銀行が「昨日」何を語ったかに執着する市場参加者の思考回路に起因しているとも言えるかもしれません。

しかし、ファンドでは中央銀行が「将来」何を語るか、言い方を変えるとファンダメンタルズがどのように当局を変えていくかを想定して投資戦略を練っています。現在想定しているのは、もとより加速感に乏しい景気指標に加えて、ドル高や原油安の足かせで低下さえしかねないインフレ率が、米国金融当局の描いていた利上げスケジュールを後倒しさせるシナリオです。その場合、すでに将来の政策金利到達水準見通しの下方修正を始めている米国長期債であっても、さらに買い進まれる余地が十分であると踏んでいます。これが当初の債券強気戦略の最大の根拠です。

逆に、現在の主役であるユーロ国債投資には慎重な姿勢を当初よりとる方針です。ドイツなどユーロ圏の景気に対して楽観的であることもさることながら、量的金融緩和が参照する域内のインフレ率は現在がボトムに近く、マイナス域に滞留する可能性は低いと考えているからです。原油安の影響もあって落ち込んだインフレ率も内容を子細に分析すると、元来変動率が安定的な品目群の価格上昇率は今でも安定していることや、全体を先行しやすい品目群のそれに至っては逆に反発傾向にあることが分かりました。こうした事実は、いずれデフレ懸念を沈静化させ、中央銀行の「永遠の緩和」に疑念を抱く投資家を生むであろうと考えています。結果的には未だに実現していない利上げを2年前に当時のバーナンキFRB議長が投資家に想起させ

ただで米国長期金利が跳ね上がった事実を忘れてはなりません。

最近、ドイツ国債との利回り比較で、米国債を魅力的と結論付ける解説が増えています。このような時、主役のドイツ国債に変調が生じた場合、脇役の米国や日本もその影響から逃れられないだろうと思われま。年中盤以降の債券投資に慎重なのはこのような反動を強く意識していることが理由です。

●通貨

年中盤までは、米国ドルの買い持ちをユーロ等に部分シフトしながら外国通貨比率自体は抑製、その後は日本円の売り持ちを少しずつ構築していく方針です。

筆者が想定する欧米景気評価の反転シナリオが、最も表面化しやすいのが為替市場とみられます。まず生じる変化を米国への期待感低下と想定しているため、昨年来続けてきた米国ドル買い持ち戦略の縮小が当初の課題となります。その受け皿と考えているのが日本円とユーロの主要通貨です。日本円に関しては「●株式」で述べたリスクシナリオ勃発時の避難通貨として最も効果的と見なしていることに加え、過去2年に進行した円安やにわかに生じた原油安の効果で貿易収支が急ピッチで改善する可能性を念頭に置いているからです。

ただし、当ファンドは日本円の買い持ちを制限しているため、もうひとつの受け皿としてユーロを充てます。「●債券」で述べたユーロ圏金利の先高観回復の際には、金利同様に為替市場ではユーロが上昇する可能性が高いと考えられます。その到来を見込むのは年中盤以降としても、それまでにさらにユーロが対米国ドルで下落する余地は限られると判断しています。

また、その他の通貨を受け皿として有望視できないのは、北欧、カナダ、オーストラリアでは利下げ余地があることに注目が集まって通貨安を生じる可能性があること、英国では米国同様、利上げ観測後退とともにやはり通貨安を生じる可能性があることが理由です。ことによると、このような米国ドルの代わりとなる有望通貨の不足は世界的に金価格上昇を喚起しかねません。そのため、現在は抑制している金投資も今後は代替的通貨戦略として検討します。

尚、年中盤以降の日本円売り持ち方針は、ユーロの立ち直りや、インフレ率低下に伴う日本での追加金融緩和期待の高まり、世界的に株価が安定することによるリスクテイクムードの高まりが再び円安を招くと想定しているためです。

(文責：運用担当チーフポートフォリオマネージャー)

[野村ワールドスター オープン]

主要投資対象であります[野村ワールドスター オープン マザーファンド]の組み入れを高位に維持することによって、基準価額の向上に努めます。

引き続き、当ファンドをご愛顧賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

○ 1 万口当たりの費用明細

(2014年7月25日～2015年1月26日)

項 目	当 期		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 信 託 報 酬	62	0.781	(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率
（ 投 信 会 社 ）	(23)	(0.292)	ファンドの運用とそれに伴う調査、受託会社への指図、法定書面等の作成、基準価額の算出等
（ 販 売 会 社 ）	(35)	(0.440)	購入後の情報提供、運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理および事務手続き等
（ 受 託 会 社 ）	(4)	(0.050)	ファンドの財産の保管・管理、委託会社からの指図の実行等
(b) 売 買 委 託 手 数 料	4	0.053	(b) 売買委託手数料＝期中の売買委託手数料÷期中の平均受益権口数 ※売買委託手数料は、有価証券等の売買の際、売買仲介人に支払う手数料
（ 株 式 ）	(2)	(0.027)	
（ 投 資 信 託 証 券 ）	(0)	(0.001)	
（ 先 物 ・ オ プ シ ョ ン ）	(2)	(0.025)	
(c) 有 価 証 券 取 引 税	0	0.005	(c) 有価証券取引税＝期中の有価証券取引税÷期中の平均受益権口数 ※有価証券取引税は、有価証券の取引の都度発生する取引に関する税金
（ 株 式 ）	(0)	(0.005)	
（ 投 資 信 託 証 券 ）	(0)	(0.000)	
(d) そ の 他 費 用	4	0.046	(d) その他費用＝期中のその他費用÷期中の平均受益権口数
（ 保 管 費 用 ）	(3)	(0.044)	保管費用は、海外における保管銀行等に支払う有価証券等の保管及び資金の送金・資産の移転等に要する費用
（ 監 査 費 用 ）	(0)	(0.002)	監査費用は、監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用
（ そ の 他 ）	(0)	(0.000)	信託事務の処理に要するその他の諸費用
合 計	70	0.885	
期中の平均基準価額は、7,924円です。			

* 期中の費用（消費税等のかかるものは消費税等を含む）は、追加・解約により受益権口数に変動があるため、簡便法により算出した結果です。

* 各金額は項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

* 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、このファンドが組み入れているマザーファンドが支払った金額のうち、当ファンドに対応するものを含みます。

* 各比率は1万口当たりのそれぞれの費用金額（円未満の端数を含む）を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第3位未満は四捨五入してあります。

○売買及び取引の状況

(2014年7月25日～2015年1月26日)

親投資信託受益証券の設定、解約状況

銘柄	設 定		解 約	
	口 数	金 額	口 数	金 額
野村ワールドスター オープン マザーファンド	千口 —	千円 —	千口 150,831	千円 225,000

*単位未満は切り捨て。

○株式売買比率

(2014年7月25日～2015年1月26日)

株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

項 目	当 期	
	野村ワールドスター オープン マザーファンド	
(a) 期中の株式売買金額	1,367,190千円	
(b) 期中の平均組入株式時価総額	2,263,144千円	
(c) 売買高比率 (a) / (b)	0.60	

* (b) は各月末現在の組入株式時価総額の平均。

○利害関係人との取引状況等

(2014年7月25日～2015年1月26日)

利害関係人との取引状況

<野村ワールドスター オープン>

該当事項はございません。

<野村ワールドスター オープン マザーファンド>

区 分	買付額等 A	うち利害関係人 との取引状況B	$\frac{B}{A}$	売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況D	$\frac{D}{C}$
公社債	百万円 255	百万円 —	% —	百万円 439	百万円 135	% 30.8
為替先物取引	8,224	290	3.5	8,129	173	2.1
為替直物取引	62	8	12.9	486	172	35.4

平均保有割合 100.0%

※平均保有割合とは、マザーファンドの残存口数の合計に対する当該子ファンドのマザーファンド所有口数の割合。

利害関係人である金融商品取引業者が主幹事となって発行される有価証券

<野村ワールドスター オープン マザーファンド>

種 類	買 付 額
株式	百万円 13

利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人であり、当ファンドに係る利害関係人とは野村証券株式会社、野村信託銀行です。

○組入資産の明細

(2015年1月26日現在)

親投資信託残高

銘 柄	期首(前期末)	当 期 末	
	口 数	口 数	評 価 額
野村ワールドスター オープン マザーファンド	千口 3,064,585	千口 2,913,753	千円 4,541,667

*口数・評価額の単位未満は切り捨て。

親投資信託における組入資産の明細につきましては、後述の親投資信託の「運用報告書」をご参照ください。

○投資信託財産の構成

(2015年1月26日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
野村ワールドスター オープン マザーファンド	千円 4,541,667	% 99.4
コール・ローン等、その他	26,452	0.6
投資信託財産総額	4,568,119	100.0

*金額の単位未満は切り捨て。

*野村ワールドスター オープン マザーファンドにおいて、当期末における外貨建て純資産(2,518,600千円)の投資信託財産総額(4,604,216千円)に対する比率は54.7%です。

*外貨建て資産は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。1米ドル=117.67円、1カナダドル=94.48円、1英ポンド=176.59円、1スイスフラン=134.02円、1スウェーデンクローナ=14.11円、1ノルウェークローネ=15.08円、1デンマーククローネ=17.64円、1ユーロ=131.33円、1香港ドル=15.18円、1シンガポールドル=87.47円、1ウォン=0.1094円、1豪ドル=92.82円。

○資産、負債、元本及び基準価額の状況 (2015年1月26日現在)

項 目	当 期 末
	円
(A) 資産	4,568,119,420
コール・ローン等	26,451,878
野村ワールドスター オープン マザーファンド(評価額)	4,541,667,490
未収利息	52
(B) 負債	35,470,795
未払解約金	905,477
未払信託報酬	34,492,509
その他未払費用	72,809
(C) 純資産総額(A-B)	4,532,648,625
元本	5,453,069,982
次期繰越損益金	△ 920,421,357
(D) 受益権総口数	5,453,069,982口
1万口当たり基準価額(C/D)	8,312円

(注) 期首元本額5,736百万円、期中追加設定元本額59百万円、期中一部解約元本額343百万円、計算口数当たり純資産額8,312円。

(注) 投資信託財産の運用の指図に係わる権限の全部又は一部を委託する為に要する費用、支払金額4,552,254円。(野村ワールドスター オープン マザーファンド)

○損益の状況 (2014年7月25日～2015年1月26日)

項 目	当 期
	円
(A) 配当等収益	8,906
受取利息	8,906
(B) 有価証券売買損益	372,179,005
売買益	381,691,366
売買損	△ 9,512,361
(C) 信託報酬等	△ 34,565,318
(D) 当期損益金(A+B+C)	337,622,593
(E) 前期繰越損益金	△432,060,613
(F) 追加信託差損益金	△825,983,337
(配当等相当額)	(67,484,272)
(売買損益相当額)	(△893,467,609)
(G) 計(D+E+F)	△920,421,357
(H) 収益分配金	0
次期繰越損益金(G+H)	△920,421,357
追加信託差損益金	△825,983,337
(配当等相当額)	(67,555,529)
(売買損益相当額)	(△893,538,866)
分配準備積立金	481,882,042
繰越損益金	△576,320,062

* 損益の状況の中で(B)有価証券売買損益は期末の評価換えによるものを含みます。

* 損益の状況の中で(C)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。

* 損益の状況の中で(F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。

(注) 分配金の計算過程(2014年7月25日～2015年1月26日)は以下の通りです。

項 目	第36期
	2014年7月25日～ 2015年1月26日
a. 配当等収益(経費控除後)	33,111,860円
b. 有価証券売買等損益(経費控除後・繰越欠損金補填後)	0円
c. 信託約款に定める収益調整金	67,555,529円
d. 信託約款に定める分配準備積立金	448,770,182円
e. 分配対象収益(a+b+c+d)	549,437,571円
f. 分配対象収益(1万口当たり)	1,007円
g. 分配金	0円
h. 分配金(1万口当たり)	0円

○分配金のお知らせ

1 万口当たり分配金 (税込み)	0 円
------------------	-----

※分配落ち後の基準価額が個別元本と同額または上回る場合

分配金は全額普通分配金となります。

※分配前の基準価額が個別元本を上回り、分配後の基準価額が個別元本を下回る場合

分配金は個別元本を上回る部分が普通分配金、下回る部分が元本払戻金(特別分配金)となります。

※分配前の基準価額が個別元本と同額または下回る場合

分配金は全額元本払戻金(特別分配金)となります。

○お知らせ

運用報告書（全体版）について電磁的方法により提供する所要の約款変更を行いました。

＜変更適用日：2014年12月1日＞

野村ワールドスター オープン マザーファンド

運用報告書

第14期（決算日2015年1月26日）

作成対象期間（2014年1月25日～2015年1月26日）

受益者のみなさまへ

平素は格別のご愛顧を賜り、厚く御礼申し上げます。
当作成対象期間の運用状況等についてご報告申し上げます。
今後とも一層のお引立てを賜りますよう、お願い申し上げます。

●当ファンドの仕組みは次の通りです。

運用方針	運用にあたっては、次の投資視点に留意し積極的に運用を行うことを基本とします。 ③ グローバルにみた成長性 ⑤ 先進国市場では投資タイミングに機敏に対応 ⑦ 各国の景気サイクルの相異に着目した資産別アロケーション ⑧ 時宜を得たテーマや投資対象
主な投資対象	世界各国の株式および債券を主要投資対象とします。
主な投資制限	株式への投資割合には制限を設けません。 外貨建て資産への投資割合には制限を設けません。

野村アセットマネジメント

東京都中央区日本橋 1-12-1

<http://www.nomura-am.co.jp/>

○最近5期の運用実績

決算期	基準価額 騰落率	株式組入比率	株式先物比率	純資産額	騰落率(1年間)			
					期間末	基準価額	ベンチマーク	
10期(2011年1月24日)	円 9,275	% 15.0	% 49.9	% 59.5	百万円 5,020	2010年12月末	% 10.8	% 7.4
11期(2012年1月24日)	9,191	△ 0.9	48.1	64.8	4,297	2011年12月末	△ 5.4	△ 8.7
12期(2013年1月24日)	10,401	13.2	49.9	63.5	4,177	2012年12月末	13.8	12.4
13期(2014年1月24日)	13,071	25.7	51.4	63.2	4,307	2013年12月末	33.6	25.6
14期(2015年1月26日)	15,587	19.2	50.1	44.1	4,541	2014年12月末	18.1	8.8

*株式先物比率は買い建て比率-売り建て比率。

*ベンチマークとの対比の都合上、月末ベースで1年間の期間比較をしております。

*ベンチマーク(=MSCI ワールド インデックス フリー (円ヘッジベース))は、営業日前日のMSCI World Index Free (現地通貨ベース)をもとに、当社が独自にヘッジコストを考慮して、営業日当日の米ドル為替レート(対顧客電信相場仲値)で円換算したものです。

MSCI World Index Free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。

(出所: MSCI、ブルームバーグ)

○当期中の基準価額と市況等の推移

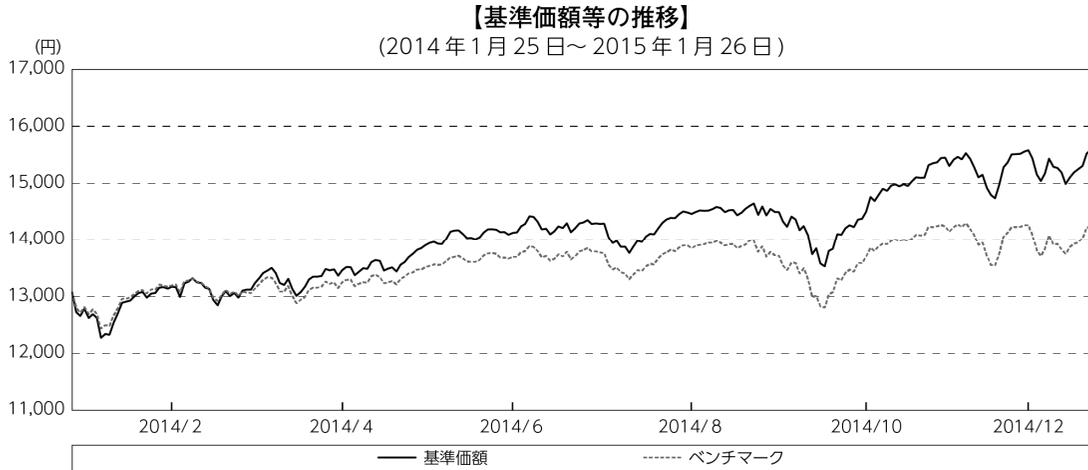
年月日	基準価額 騰落率	株式組入比率	株式先物比率	騰落率(2013年12月末比)			
				期間末	基準価額	ベンチマーク	
(期首) 2014年1月24日	円 13,071	% -	% 51.4	% 63.2		% -	% -
1月末	12,688	△ 2.9	51.6	58.9	2014年1月末	△ 3.8	△ 2.6
2月末	13,169	0.7	50.8	62.8	2014年2月末	△ 0.2	0.6
3月末	13,234	1.2	51.6	64.5	2014年3月末	0.3	0.2
4月末	13,458	3.0	50.0	63.6	2014年4月末	2.0	1.0
5月末	13,902	6.4	49.1	68.2	2014年5月末	5.4	3.0
6月末	14,130	8.1	49.5	64.0	2014年6月末	7.1	4.4
7月末	14,294	9.4	50.7	55.0	2014年7月末	8.4	4.9
8月末	14,463	10.6	50.1	50.1	2014年8月末	9.6	5.6
9月末	14,498	10.9	51.1	46.5	2014年9月末	9.9	4.7
10月末	14,500	10.9	50.9	50.6	2014年10月末	9.9	4.4
11月末	15,444	18.2	51.6	50.9	2014年11月末	17.1	8.8
12月末	15,582	19.2	50.9	47.2	2014年12月末	18.1	8.8
(期末) 2015年1月26日	15,587	19.2	50.1	44.1	-	-	-

*騰落率は期首比、および2013年12月末比です。

*株式先物比率は買い建て比率-売り建て比率。

◎運用経過

○期中の基準価額等の推移



(注) ベンチマークは、MSCI ワールド インデックス フリー(円ヘッジベース)です。期首の値が基準価額と同一となるように計算しております。

○基準価額の主な変動要因

〈前半 期首～7月中旬〉

世界株指数を運用ベンチマークとする当ファンドの基準価額は株式市場上昇の恩恵を受けて上昇しました。

ファンドの基準価額変動の主な要因を以下に記します。

- (株式運用／＋)世界的に株式市場が上昇したことは、株式を主要投資対象資産とする当ファンドにとって大きなプラスとなりました。加えて組入比率を高めに維持した戦略や先物を利用した地域配分も概して良好で、個別銘柄選択効果を除く株式運用による基準価額押し上げ効果は8%弱となりました。
- (債券運用／＋)債券全体への投資配分調節は必ずしも効果的ではなかったものの、地域の選択や年限の構成が良好だったことから債券運用はプラスに寄与しました。個別銘柄選択を除く基準価額押し上げ効果は、1%弱に上りました。
- (通貨運用／－)日本円に対して下落幅の大きかった欧州通貨の配分を少な目とした戦略自体は0.2%程度のプラス効果となったものの、円高が進行した当期において外貨比率を小幅ながらプラスに維持した戦略や、2月から3月にかけてオーストラリア・ドルを売り持ちとしていたこと、5月から6月にかけてカナダ・ドルを売り持ちしていたことなどの通貨選択が揮わず、前述のプラス効果を相殺して尚余るマイナスの効果となりました。

通貨運用全体では基準価額を0.2%程度押し下げる結果となりました。

- (銘柄選択／+)株式の個別銘柄選択に関しては、主に日本と欧州で当該地域の株価指数を上回るリターンを上げたことが、ファンドに追加的利益をもたらしました。一方、債券投資においては当期に価格が顕著に上昇したイタリア等の南欧国債や北欧国債を保有していたことがプラスに働きました。その他、日本の事業債投資やETFを利用した商品投資の効果も軽微ながらプラス効果を上げました。個別銘柄選択効果全体の基準価額押し上げ効果は1%弱でした。

<後半 7月下旬～期末>

世界株指数を運用ベンチマークとする当ファンドの基準価額は株式市場上昇の恩恵を受けて、この期間にもおよそ8%の上昇を実現しました。債券や外国為替への投資も基準価額押し上げに寄与しました。

ファンドの基準価額変動の主な要因を以下に記します。

- (株式運用／+)世界的に株式市場が上昇したことは、これを主要投資対象資産とする当ファンドにとって大きなプラスとなりました。個別銘柄選択効果を除く株式運用による基準価額押し上げ効果は3%弱となりました。
- (債券運用／+)世界的に債券価格が上昇した当期に、債券にも投資を行ったことがプラスとなりました。加えて地域の選択や満期年限の構成が良好だったことも基準価額の押し上げに寄与しました。個別銘柄選択を除く基準価額押し上げ効果は、2%強に上りました。
- (通貨運用／+)円安が顕著に進んだ当期に、小幅ながらも外国通貨比率をプラスに維持した効果が0.05%程度のプラスとなりました。それよりも、日本円に対して上昇幅の大きかった米ドルを買い持ちとする一方、円に対して下落したユーロや北欧通貨を売り持つことが多かった通貨選択の効果が大きなプラス効果となり、通貨運用全体では基準価額を3%弱押し上げる結果となりました。
- (銘柄選択／+)株式の個別銘柄選択に関しては、主に日本で当該地域の株価指数を上回るリターンを上げたことが、ファンドに追加的利益をもたらした一方、その他の地域においては逆に地域株価指数を下回るリターンとなったため全体では0.49%程度基準価額を押し下げる結果となりました。一方、債券投資においては当期に価格が顕著に上昇したドイツやイタリア等の欧州国債を多く保有していたこと等がプラスに働きました。その他、日本の事業債投資は軽微ながらプラス効果を上げました。個別銘柄選択効果全体では1%弱の基準価額押し上げ効果となりました。

○投資環境

〈前半 期首～7月中旬〉

世界の株式市場は、2014年初こそ寒波の影響とみられる米国景気指標の下ぶれや、新興国景気減速懸念を背景に一時動揺する場面があったものの、春以降は米国景気の底堅さが次第に確認され、緩やかな上昇基調を取り戻しました。

また、欧州では追加的金融緩和策期待を背景に、米国では早期の利上げ観測が後退したことを背景にそれぞれ金利が低下したことも追い風に、5月から7月にかけては上げ幅を広げました。

〈後半 7月下旬～期末〉

世界的に緩和的な金融政策が採られる環境の下、株式・債券価格はともに上昇しました。債券に関しては景気堅調との評価が高く利上げすら視野に入っている米国も含めて、日欧を中心とする緩和的金融政策や世界的なインフレ率鈍化等を背景に金利はほぼ一方向に低下（債券価格は上昇）しました。ただし、株価に関しては順調に上昇を続けたわけではありません。2014年9月中盤から10月後半にかけてはそれまで続いた上昇の反動とも推測されるものの、欧州や新興国の景気減速懸念の高まりを背景とした世界的な株安・金利低下が生じました。またこの間、ウクライナをめぐる対ロシア経済制裁が発動されるなど世界的に地政学的リスクの高まりが意識されました。その後、10月末に日本銀行による追加緩和策の発表をきっかけに世界的に株価は上昇に転じ、その後もECB（欧州中央銀行）による追加緩和策を示唆する要人発言等に反応して株式・債券価格とも上昇を続けました。12月以降には原油価格の急落を発端とする株安・債券高の所謂「リスクオフ」の動きが見られたものの、原油価格の反発がないにも関わらず株価は反発しました。為替市場では米国景気の堅調さに注目が集まり米ドルは多くの通貨に対して上昇しました。一方、10月の日銀追加緩和策、11月の消費増税先送りのニュースに反応して円は多くの通貨に対して下落、その後も円安基調が継続しました。また1月後半にはECBが量的金融緩和策の実施を発表したことを受けてユーロが多くの通貨に対して下落しました。

○当ファンドのポートフォリオ

○期中の主な動き

●資産配分

期首の資産配分は、株式115.7%、債券-35.2%でした。期中のそれぞれの動きを前半後半に分けて振り返ると以下の通りです。

〈前半 期首～7月中旬〉

【株式】この期間の平均実質投資比率（ETFを除く）は約113%でした。期首から6月末までのほとんどの期間において株式の投資比率を110%超のやや高い水準で維持しました。このような強気の投資姿勢を続けた最大の理由は、米国が牽引する形で世界的な景気拡大が当面続くとの見通しに対して相応の確信を持っていたことです。期首から数ヵ月間は米国においてやや軟調な経済指標の発表が相次いだものの、①これらは主に寒波による一時的要因によるものに過ぎず、基調的な回復局面にあることには変わりがない

いと判断していたこと、②低迷の続いていた欧州においても景気の緩やかな改善を示唆する指標が増えつつあったこと、③日本において景気の回復基調が鮮明となりつつあったこと、から強気の姿勢を維持しました。

ただし、6月末から期末にかけては、①ウクライナや中東における地政学的リスクの高まり、②欧州における景気回復ペースの鈍化、③新興国経済の低迷長期化、などに対する懸念が株価を押し下げる可能性を無視できないとの判断から、投資比率を100%台の半ばまで引き下げました。

【債券】この期間の平均デュレーションはマイナス0.6年でした。期初こそデュレーション換算でマイナス3.5年の大幅な債券売り持ち戦略を取っていたものの、その後は売り持ち幅を徐々に縮小、一時は買い持ちに転じるなど大半の期間において、世界的な金利の上下動に対する感応度を抑えた戦略をとりました。これは、以下にあげる2つの理由により、先進国金利については当面比較的狭いレンジで推移する可能性が高い、と判断していたことが理由です。1つ目は、米国において量的金融緩和政策縮小が継続する環境下では、主要国の金利が大きく、或いは長期間低下する可能性は高くないと考えたこと。2つ目は、インフレ率が当面低水準に留まる見通しである以上、2013年の後半に見られたような急ピッチでの金利上昇は生じにくいと判断したことです。

〈後半 7月下旬～期末〉

【株式】この期間の平均実質投資比率（ETFを除く）は約100%でした。7月末から期末までのほとんどの期間において株式の投資比率を95-105%の比較的狭い範囲で推移させました。ベンチマークの株式への投資比率100%に対してほぼ中立の姿勢を維持したのは、世界景気に対して強気材料と弱気材料が混在かつ拮抗していることから、株式市場においては方向感の出にくい展開が続く可能性が高いと判断していたことが背景です。世界景気に対する最大の強気材料は、米国景気の順調な回復です。米国においては2014年後半も幅広い業種において雇用環境の改善が続くとともに、自動車販売をはじめとする個人消費が堅調に推移しました。一方、世界景気に対する主な弱気材料は、①欧州および新興国をはじめとする米国以外の国々の景気低迷の長期化、②中東やウクライナにおける地政学的リスクの高まり、の2点です。2014年11月の後半から期末にかけては、原油をはじめとする資源価格急落の影響の顕在化が市場の混乱を招くリスクが高まりつつあるとの見方を強めたことから、世界景気に対する判断をやや下方修正しました。その結果、株式への投資比率を11月末の102%程度から期末にかけて95%程度まで引き下げました。

【債券】この期間の平均デュレーションはプラス1.1年でした。7月下旬から8月こそデュレーション換算でマイナス1.6年の債券弱気戦略を取っていたものの、8月半ばまでにはこれを解消、その後は一貫して債券に対する強気戦略を維持しました。

債券に対して強気に転換した理由は以下の2点です。ひとつ目は、世界景気の上振れリスクの後退です。主要国の中で景気が明確な回復基調にあるのが米国のみという状況が続く中で、米国向けの輸出増等を通じた米国景気的好調さの他国景気に対する波及効果の顕在化が遅れています。このことから米国の景気回復は世界景気の底割れを防ぎこそすれ、その波及効果によって世界景気を大幅に押し上げるような牽引力を期待するのは難しいとの見方を強めました。ふたつ目は、世界的な期待インフレ率の低下とそれに伴う主要国の中央銀行の緩和的姿勢の強化・継続です。原油をはじめとする資源価格の下落を背景に主要国のインフレ率の低下基調は当面続くと判断しました。また、インフレ率の低下は、欧州および日本においては中央銀行の金融緩和策の強化を、米国においては金融引き締め策の導入（利上げ）タイミング前倒し懸念の後退、につながることから金利には当面下押し圧力がかけられ続けるとの見方を強めました。期末時点でのデュレーションはプラス1.6年程度となっています。資産配分上、外国債券投資比率がマイナスとなっているのは後述するように、短期債を多めに売り持ちながら、長期債を買い持つ戦略を行っているためです。

期末の資産配分は、ベンチマークの株式100%に対して株式94.9%、債券1.0%となっています。

●株式・債券の地域別配分

〈前半 期首～7月中旬〉

【株式】 総じて高い株式投資比率を維持する戦略に加えて、各国の金融政策や政治情勢、地域間の景況感格差等に着目した地域配分戦略も並行して実行しました。

期首から6月上旬までは、欧州経済が最悪期を脱して着実に回復経路をたどるだろうという、市場の平均的な見方よりもやや楽観的な見通しに基づき、欧州株を買い持ち戦略の中心に据えました。もっとも、この判断に対する確信がやや揺らいだ6月半ばから7月後半にかけては、かねてより景気の底堅さを高く評価していた米国を中心とする北米株に、買い持ちの一部をシフトしました。

一方、中国をはじめとする新興国経済については、ややその景気回復に関して懐疑的な見方を維持したことから、期を通じて新興国株の組み入れ比率を控えめな水準にとどめました。他方、消費増税後の景気減速懸念はあったものの、デフレからの脱却が後押しして企業収益の堅調な推移が見込めると判断した日本株については、買い持ち戦略を続けました。

【債券】 この期間はデュレーションをゼロ付近に留めることによって、世界全体の金利変動に対する感応度を下げる一方、地域配分の濃淡を濃くすることによって、各国の景況感格差や金融政策差を収益化できるよう積極的な地域配分戦略を行いました。

まず円債については、日本銀行の大規模な金融緩和政策を織り込む形ですでに十分に低くなった金利がさらに低下する余地は限定的である一方、物価動向次第では金利が大幅に上昇する可能性を排除できない、との判断から、一貫して売り持つ戦略を維持しました。一方、米国債については、寒波の影響等から軟調な経済指標の発表が相次いだ2月後半から3月半ばにかけて買い持ち幅を拡大、その後は買い持ち戦略を徐々に縮小して期末時点では若干の売り持ちに転じました。また欧州債においては、4月以降、住宅市場を中心に経済が堅調な英国の国債を売り持つ戦略を維持しました。一方で、物価の上昇率鈍化が鮮明でECB（欧州中央銀行）の追加的な金融緩和策に対する期待が高まりつつあったユーロ圏の国債については、3月後半以降買い持つ戦略を拡大しました。特に、ECBの金融政策への期待により金利低下余地が大きいと判断したイタリア国債については比較的大きな買い持ちを行いました。

最後に投資年限の構成では、一貫して短中期債よりも長期債を選好する姿勢を維持しました。主要国のインフレ率の低位安定を背景に金利の変動幅が小さい現在の環境では、低下したとはいえ、今の長期金利水準が必ずしも低過ぎるわけではないとの判断がその背景です。

〈後半 7月下旬～期末〉

【株式】総じてベンチマークの100%に対してほぼ中立の株式投資比率を維持する一方、各国の金融政策や政治情勢、地域間の景況感格差等に着目した地域配分戦略を実行しました。

7月後半から期末にかけての大半の期間において、米国株の買い持ち戦略（対ベンチマークで多めの組入比率とする戦略）、欧州株を売り持つ戦略（対ベンチマークで少なめの組入比率とする戦略）を維持しました。米国株の買い持ちは、米国経済の基調的な回復が続くことに対して比較的高い確信を維持したことがその背景です。欧州株の売り持ちは、①ロシア向けを中心に輸出が伸び悩んでおり、外需主導の緩やかな景気回復シナリオの下振れリスクが高まりつつあると判断したこと、②資金ニーズが不足している現状においては、追加的な金融緩和による実体経済の押し上げ効果は限定的と見ていたこと、がその背景です。

一方、円安を背景に企業収益の堅調な推移が見込めると判断した日本株については、大半の期間で買い持ち戦略を続けました。ただし、消費増税後の景気の落ち込みが想定以上で回復も遅れていることが徐々に明らかになってきたことに加え、10月後半の日本銀行による追加金融緩和策の発表後に株価が円安を伴って大きく上昇したことから、期末にかけて日本株の買い持ち戦略を縮小しました。他方、中国をはじめとする新興国経済については、その景気回復に関して懐疑的な見方を維持したことから、期を通じて新興国株の組入比率を控えめな水準にとどめました。

【債券】FRB（米連邦準備制度理事会）による量的緩和策の出口戦略およびECB（欧州中央銀行）の追加的な金融緩和策に対する憶測から、金利の変動性が高まりやすく市場の不確実性が高い局面が続くと判断していたことから債券戦略で取得するリスクを控えめな水準に維持しました。具体的には、デュレーションをマイナス1年台後半からプ

ラス2年台後半の比較的狭い範囲で推移させることによって、世界全体の金利変動に対する感応度を抑えました。一方、地域配分の濃淡を濃くすることによって、各国の景況感格差や金融政策差を収益化できるよう機動的な地域配分戦略を行いました。

まず円債については、日銀の大規模な金融緩和政策を織り込む形ですでに十分に低くなった金利がさらに低下する余地は限定的である一方、物価動向次第では金利が大幅に上昇する可能性を排除できない、との判断から、7月後半から10月末にかけて売り持つ戦略を維持しました。しかし、消費税増税による景気の落ち込みが想定以上で期待インフレ率の上昇が当面見込めないとの判断から10月末から期末にかけて円債の売り持ち戦略を縮小、期末時点では若干の買い持ちとしました。

一方、米国債については、期初こそ売り持つ戦略をとっていたものの、資源価格の低下や米国ドル高を背景にインフレ率が当面低位で安定的に推移するのと判断から、8月半ば以降は買い持ち戦略に転換しました。欧州債においては、これまで経済を牽引してきた住宅市場にピークアウトの兆候が見られた英国の国債を売り持つ戦略から買い持つ戦略に転換する一方、インフレ率鈍化が鮮明でECB（欧州中央銀行）の追加的な金融緩和政策に対する期待が高まりつつあったユーロ圏の国債を買い持つ戦略を維持しました。特に、ECBの金融政策への期待により金利低下余地が大きいと判断したイタリア国債については比較的大きな買い持ちを維持しました。

最後に投資年限の構成では、一貫して短中期債よりも長期債を選好する姿勢を維持しました。主要国のインフレ率の低位安定が見込まれる現在の環境では、大半の主要国でゼロ近傍まで低下している短期金利に対して、長期金利の水準が必ずしも低過ぎるわけではないとの判断がその背景です。

●実質外貨比率、通貨配分

前期末時点の為替ヘッジ後実質外貨比率は2.4%でした。期中の動きを前半後半に分けて振り返ると以下の通りです。

<前半 期首～7月中旬>

この期間の外貨比率は平均2%台半ば程度と、比較的低い水準になりました。日本の貿易赤字の定着や日本銀行の追加緩和政策への思惑から円安基調が継続する可能性が高いとみていたものの、株式戦略において一貫して日本株を買い持つ戦略をとっていたことから、日本株との連動性が高く景気に慎重な見通しが広がる局面（いわゆる「リスクオフ」の局面）で上昇しやすい円の売り持ちを控えめな水準にとどめました。

外国通貨側の配分の特徴は、米国ドルの買い持ち戦略です。米国経済の相対的な堅調さが市場参加者に認識されていく過程で、米国ドルが上昇しやすい局面が当面続くとの判断がその根拠です。米国ドルの買い持ち幅は、前期末の6%台半ばから7月中旬時点では17%と徐々に引き上げました。

〈後半 7月下旬～期末〉

後半の平均外貨比率は2%程度と、比較的低い水準になりました。日本の貿易赤字の定着や日本銀行の追加緩和政策への思惑から円安基調が継続する可能性が高いとみていたものの、市場でリスク回避姿勢が強まる局面（いわゆる「リスクオフ」の局面）における円高への警戒や、円安メリットを享受できる日本株投資比率をやや高くする株式戦略とバランスをとる目的から、円の売り持ちを控えめな水準にとどめました。

外国通貨側の配分の特徴は、米国ドルの買い持ち戦略です。前期に引き続き米国経済の相対的な堅調さが次第に市場で評価されていく過程で、米国ドルが選好されやすい局面が当面続くとの判断を維持しました。米国ドルの買い持ち幅は、前期末の18%から期末時点の17%まで一貫して比較的大幅な買い持ちを維持しました。

期末の為替ヘッジ後実質外貨比率は3.1%となっています。

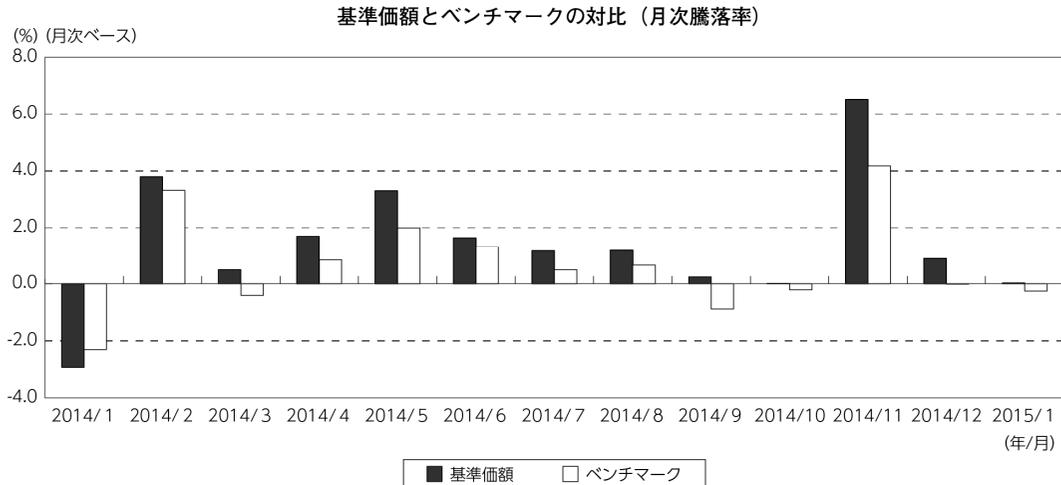
〔 野村ワールドスター オープンの実質保有比率を考慮して、野村ワールドスター オープンマザーファンドの株式・債券の組入比率、株式・債券の中での国別投資配分、為替ヘッジ比率を決定いたしました。 〕

○当ファンドのベンチマークとの差異

○ベンチマーク（MSCI ワールド インデックス フリー（円ヘッジベース））との差異

*ベンチマーク対比では10.37%ポイントのプラス

‘14年1月25日から’15年1月26日までの基準価額騰落率は+19.25%と、ベンチマークであるMSCI ワールド インデックスフリー（円ヘッジベース）のリターン+8.88%を10.37%ポイント上回りました。



(注) ベンチマークは、MSCI ワールド インデックス フリー(円ヘッジベース)です。

(注) 2014年1月は期首から当月末まで、2015年1月は月初から期末までの期間で計算。

【主な差異要因】

(プラス要因)

- 株式投資において、主に株価が上昇した前半において高めの投資比率であったこと、また地域配分も概ね適切であったこと。
- 債券投資において、デュレーションのコントロール（債券への投資姿勢）や年限選択、地域選択が概ね適切であったこと。
- 外国通貨の配分戦略において、円に対して下落しがちであった欧州通貨を少な目の配分として上昇幅の大きい米国ドルを多めの配分としがちであったこと

(マイナス要因)

- 外国株式の個別銘柄選択において、各地域の株価指数リターンを下回ったこと。

※デュレーションとは金利がある一定の割合で変動した場合、債券の価格がどの程度変化するかを示す指標です。この値が大きいほど金利変動に対する債券価格の変動率が大きくなります。

◎今後の運用方針

●投資環境見直し

2014年における地域別株価指数の変化（いずれも概算）を振り返ってみましょう。まず先進国では北米11%、欧州2%、日本8%、太平洋地域2%、新興国全体は3%と計算されます。景気回復が伝えられることの多い米国が大半を占める北米でさえ、この程度の上昇率であることもさることながら、増税後の景気下ブレから浮上できない日本が北米に近い値上がりを記録していることや、1990年代の日本よろしくデフレリスクが囁かれる欧州も株価は上昇していること、成長率低下が毎四半期のニュースになりつつある中国や景気後退色の濃いブラジルを含む新興国でさえ同様であることをどう解釈すべきでしょうか。これを解く鍵は為替市場における米ドルの独歩高にあると考えています。即ち世界共通通貨を米ドルと見立てて各国株価の変化を計算すればユーロ安やポンド安が生じた欧州では9%の値下がり、円安が進んだ日本も6%の値下がりなど、世界全体では2%値上がりしたに過ぎない“株式低調”が2014年の真の姿であったと考えています。世界経済は米国に牽引されて前進しているのではなく、米国のおかげで後退を免れているという脆弱な状態であるという米ドル建て株価のメッセージを出発点に今後1年程度の投資環境を考察します。

想起しやすいのは、米国と他国の景況を現状維持とするシナリオでしょう。勢いを欠く株価と、長期金利の漸進的低下、米ドル上昇という推論が昨年の学習効果として導かれるはずです。もしも数か月という短い投資ホライズンであればこのシナリオに大きな誤りはないでしょう。しかし、1年となれば今後どこに変化が生じるかを見通す必要があります。恐らく平均的な市場参加者が想定する次の変化は“米国景気がもう一段ギアを上げる”というものではないでしょうか。これにより世界全体の成長率も加速、米ドル高と金利反転を伴いながら株価堅調というシナリオです。しかし筆者は、米国経済は現在程度の成長率が精一杯で世界経済全体の景色を変えるだけの力はなく、次の変化はむしろ欧州や中国など他国の安定化による世界景気の前進だろうと想定しています。

米国景気に対する慎重な投資判断、他国への期待感、その根拠を以下に記します。

米国経済の回復を私たちに印象付けている代表的なものは、失業率低下に代表される雇用関連統計でしょう。金融政策当局の言及も多く、5年程度に渡ってほとんど休みなく改善してきているため、これを個人消費加速に結びつけ、延いては企業投資も喚起されるだろうと連想することが典型です。しかしながら筆者は、これまでの雇用回復のピッチが極めて遅かったことを重視するため、次に起きる事象の想定には過去のタイムラインを当てにすべきではないと考えています。例えば失業率が〇〇%を下回ると半年後には労働参加率が加速を始めるなどの経験則です。特に、消費の鍵を握る賃金の早期回復には懐疑的で、たとえ雇用市場自体が改善しても、現在のようにインフレ率が賃金上昇率を明確に下回っている状況や、労働者ひとり当たりの生産性の伸びが低迷している状況下では容易に賃上げは行われまいだろうと考えています。消費喚起材料として挙げられることが日に日に増すガソリンの値下がり効果にも懐疑的で、多くを期待していません。それは過去の記録を注意深く観察すると、ガソリン価格が消費に影

響を与えるのは不況下でこそ顕著であることが分かるからです。何よりすでに値下がりが始まってから相応の時間が経過したにも関わらず、消費活動活発化のニュースはあまり届きません。

もっとも、筆者は米国景気の失速を想定しているわけではなく、インフレ率上昇を伴うような本格的な回復にはこれからも相当な時間を要するだろうという見地に立っているのです。同時に、過去の物差しで測った“本格”を期待することはもはや難しいほど米国の潜在成長力が低下してしまった可能性も考察し続けるべきと考えています。勿論、昨年来の長期金利低下の効果で、今は鳴りを潜めている住宅市場が息を吹き返す可能性も低くはないでしょう。しかしながら、外需に期待できない今、内需の主役である個人消費を主体に米国が世界景気を牽引する姿が、筆者には想像できません。

むしろ、世界景気の景色が変わるのは、ユーロ圏を筆頭に米国以外の地域が昨年の減速から立ち直るシナリオであろうと考えています。市場参加者の期待を満たせない米国景気と、予想を良い意味で裏切って立ち直るユーロ圏景気という意外な組み合わせの実現を、今年中盤頃をめどに筆者は想定します。

まず、大陸欧州の景気指標を観察すると、昨年秋には悪化が止まり、中には持ち直し始めているものが少なくないことに気づきます。住宅関連指標、企業景況観指数などを例に、むしろ弱含む米国とは対照的です。欧州中央銀行による量的金融緩和政策の導入が、ユーロ圏景気があたかも景気後退の瀬戸際にあるかのような印象を与えている可能性を否定できないのでしょうか。現在の金融政策はインフレ率引き上げを目標に決定されている色彩が濃く、GDP等に代表される実体景気を反映するバロメーターと見なすべきではないと考えています。むしろ景気悪化を伴わずに下がった金利やこれも手伝って下落した為替レートが思わぬ景気浮揚効果を発揮しうることを念頭に置くべきでしょう。

ユーロ圏ばかりでなく、欧州ではスウェーデン、北米ではカナダでもインフレ率への配慮がなされて金融政策が緩和方向に明らかに傾きました。先進国、新興国を問わずこのような国が今後も続々と現れることでしょう。したがって、米国以外の国々の景況は、一部の産油国を除けば改善することこそあれ世界景気の足の引っ張り役であり続ける可能性は低いと判断しています。

このように、米国の牽引ではなく他国の立ち直りという、市場の虚をつく形での世界景気前進は、株式市場ではボラティリティを高めながらも追い風に、債券市場にとってはこれまで大きく広がった欧米の先行きの金利観格差の縮小に、為替市場では米国独り勝ちを前提としたドル高の見直しとして今後1年程度の市場を支配すると考えられます。

このような基本想定の下、資産別では以下の投資方針をすすめています。

●株式

当初は100%をやや下回る水準に実質投資比率を下げた慎重姿勢で臨んだ後、年中盤以降に100%をやや上回る水準に高めていく方針です。

「●投資環境見通し」の冒頭部分で紹介したように、基準通貨を揃えて測った世界株式のリターンは概ね世界景気の強弱に支配されます。この見地にたって昨年と今後1年を比較すれば、

株式リターン向上の可能性が高いと結論付けられます。米国の力強さが増すという一般に想定されている形ではなく、他国が持ち直す形であっても昨年の脆弱さが解消する点において結論は変わりません。

ただし、これをもって初めから強気スタンスで臨むのも得策ではないと考えています。理由はふたつあります。ひとつは昨年夏からの原油価格急落に端を発するリスクイベント勃発の可能性をしばらくは無視できないからです。例えばシェール油田開発企業の倒産や、債務返済遅延が小規模で散発的に起きる程度であれば強い懸念は不要と思われるものの、こうした企業に対する債務者の連鎖倒産や、部品供給企業の業績悪化、最も警戒すべきエネルギー輸出国財政の悪化に拡散した場合の株式市場のネガティブな反応を軽視できないからです。投資の世界では「リスクが去った」ことを確認することは困難な作業ゆえ、ファンドでは「原油価格の半値戻し」、「1バレル50ドル割れからの半年経過」という機械的ながらもはっきりした条件のいずれかが達成されるまではリスクを意識し続ける方針です。

もうひとつ、当初より積極姿勢をとるべきでないとする理由は、筆者が想定する非米国地域の景気立ち直りよりも早く、米国景気に対する一般投資家の期待収縮が生じる可能性が高いと考えているからです。

一方地域配分に関しては、昨年広がった欧米景気格差に関する市場の評価が縮小することで生じるだろうドル反落ユーロ反発が鍵になるとみています。景気が悪いにも関わらず通貨安の恩恵を受けて上昇した欧州株が通貨反発の煽りで伸び悩む一方、景気が期待外れながらもドル反落で米国株は昨年並みのリターンを確保できるだろうという見立てです。また、日本を含むアジア太平洋地域に関しては、中国景気の安定化、原油安メリットを受けやすいこと、東南アジア景気が比較的堅調であることなどから欧米よりも投資妙味が高いと判断しています。

したがって、アジア太平洋地域をやや多めの配分に保ちながら、ベンチマークにおける比率の高い欧米に関しては、後述する通貨戦略とのバランスを図りながらも米国を優先した配分を今後の方針とします。

●債券

当初は米国債投資を主体に強気姿勢で臨んだ後、中盤までには投資姿勢を中立化、その後は弱気戦略転換も選択肢とする方針です。

「●投資環境見通し」で述べた、期待以下の米国景気回復と期待以上の欧州景気という図式に加え、一向に上がらない米国インフレ率と欧州デフレ懸念の解消が、今後1年程度の債券市場のテーマであろうと考えています。

昨年後半以来、債券市場の主役はドイツを始めとするユーロ国債である印象を強く抱きます。債券市場において「欧州の日本化」は、将来のシナリオではなく既成事実とみなされた結果、5年程度の満期の国債までマイナス利回りで取引される状態です。これに対して米国では依然として今年中に利上げサイクルに移行することが国債利回りに織り込まれています。このようなコントラストは、何度も述べた欧米景気に対する市場の評価の格差に加え、インフレ率に関しても欧州では下がるもの、米国では上がるものという投資家の認識差に起因しています。否、

こうしたファンダメンタルズ差ではなく、それぞれの中央銀行が「昨日」何を語ったかに執着する市場参加者の思考回路に起因していると言えるかもしれません。

しかし、ファンドでは中央銀行が「将来」何を語るか、言い方を変えるとファンダメンタルズがどのように当局を変えていくかを想定して投資戦略を練っています。現在想定しているのは、もとより加速感に乏しい景気指標に加えて、ドル高や原油安の足かせで低下さえしかねないインフレ率が、米国金融当局の描いていた利上げスケジュールを後倒しさせるシナリオです。その場合、すでに将来の政策金利到達水準見通しの下方修正を始めている米国長期債であっても、さらに買い進まれる余地が十分あると踏んでいます。これが当初の債券強気戦略の最大の根拠です。

逆に、現在の主役であるユーロ国債投資には慎重な姿勢を当初よりとる方針です。ドイツなどユーロ圏の景気に対して楽観的であることもさることながら、量的金融緩和が参照する域内のインフレ率は現在がボトムに近く、マイナス域に滞留する可能性は低いと考えているからです。原油安の影響もあって落ち込んだインフレ率も内容を子細に分析すると、元来変動率が安定的な品目群の価格上昇率は今でも安定していることや、全体を先行しやすい品目群のそれに至っては逆に反発傾向にあることが分かりました。こうした事実は、いずれデフレ懸念を沈静化させ、中央銀行の「永遠の緩和」に疑念を抱く投資家を生むであろうと考えています。結果的には未だに実現していない利上げを2年前に当時のバーナンキFRB議長が投資家に想起させただけで米国長期金利が跳ね上がった事実を忘れてはなりません。

最近では、ドイツ国債との利回り比較で、米国債を魅力的と結論付ける解説が増えています。このような時、主役のドイツ国債に変調が生じた場合、脇役の米国や日本もその影響から逃れられないだろうと思われれます。年中盤以降の債券投資に慎重なのはこのような反動を強く意識していることが理由です。

●通貨

年中盤までは、米国ドルの買い持ちをユーロ等に部分シフトしながら外国通貨比率自体は抑制、その後は日本円の売り持ちを少しずつ構築していく方針です。

筆者が想定する欧米景気評価の反転シナリオが、最も表面化しやすいのが為替市場とみられます。まず生じる変化を米国への期待感低下と想定しているため、昨年来続けてきた米国ドル買い持ち戦略の縮小が当初の課題となります。その受け皿と考えているのが日本円とユーロの主要通貨です。日本円に関しては「●株式」で述べたリスクシナリオ勃発時の避難通貨として最も効果的と見なしていることに加え、過去2年に進行した円安やにわかに生じた原油安の効果で貿易収支が急ピッチで改善する可能性を念頭に置いているからです。

ただし、当ファンドは日本円の買い持ちを制限しているため、もうひとつの受け皿としてユーロを充てます。「●債券」で述べたユーロ圏金利の先高観回復の際には、金利同様に為替市場ではユーロが上昇する可能性が高いと考えられます。その到来を見込むのは年中盤以降としても、それまでにさらにユーロが対米国ドルで下落する余地は限られると判断しています。

また、その他の通貨を受け皿として有望視できないのは、北欧、カナダ、オーストラリアで

は利下げ余地があることに注目が集まって通貨安を生じる可能性があること、英国では米国同様、利上げ観測後退とともにやはり通貨安を生じる可能性があることが理由です。ことによると、このような米国ドルの代わりとなる有望通貨の不足は世界的に金価格上昇を喚起しかねません。そのため、現在は抑制している金投資も今後は代替的通貨戦略として検討します。

尚、中盤以降の日本円売り持ち方針は、ユーロの立ち直りや、インフレ率低下に伴う日本での追加金融緩和期待の高まり、世界的に株価が安定することによるリスクテイクムードの高まりが再び円安を招くと想定しているためです。

(文責：運用担当チーフポートフォリオマネージャー)

引き続き、当ファンドをご愛顧賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

○ 1 万口当たりの費用明細

(2014年 1 月25日～2015年 1 月26日)

項 目	当 期		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 売 買 委 託 手 数 料	円 17	% 0.122	(a) 売買委託手数料=期中の売買委託手数料÷期中の平均受益権口数 ※売買委託手数料は、有価証券等の売買の際、売買仲介人に支払う手数料
(株 式)	(8)	(0.059)	
(投資信託証券)	(0)	(0.001)	
(先物・オプション)	(9)	(0.062)	
(b) 有 価 証 券 取 引 税	2	0.011	(b) 有価証券取引税=期中の有価証券取引税÷期中の平均受益権口数 ※有価証券取引税は、有価証券の取引の都度発生する取引に関する税金
(株 式)	(2)	(0.011)	
(投資信託証券)	(0)	(0.000)	
(c) そ の 他 費 用	14	0.101	(c) その他費用=期中のその他費用÷期中の平均受益権口数 保管費用は、海外における保管銀行等に支払う有価証券等の保管及び資金の送金・資産の移転等に要する費用 信託事務の処理に要するその他の諸費用
(保 管 費 用)	(14)	(0.101)	
(そ の 他)	(0)	(0.000)	
合 計	33	0.234	
期中の平均基準価額は、14,113円です。			

*各金額は項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

*各比率は1万口当たりのそれぞれの費用金額(円未満の端数を含む)を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第3位未満は四捨五入してあります。

○売買及び取引の状況

(2014年1月25日～2015年1月26日)

株式

		買 付		売 付	
		株 数	金 額	株 数	金 額
国 内	上場	千株 623 (△ 13)	千円 1,079,122 (-)	千株 738	千円 1,052,635
	アメリカ	百株 14 (22)	千米ドル 84 (-)	百株 199	千米ドル 1,147
外 国	イギリス	929 (100)	千英ポンド 302 (101)	1,186 (107)	千英ポンド 578 (104)
	スイス	39 (54)	千スイスフラン 158 (97)	54 (54)	千スイスフラン 431 (106)
	スウェーデン	15	千スウェーデンクローナ 121	102	千スウェーデンクローナ 915
	ノルウェー	-	千ノルウェークローネ -	10	千ノルウェークローネ 169
	ユーロ		千ユーロ		千ユーロ
	ドイツ	74 (20)	592 (3)	75 (-)	503 (3)
	イタリア	670 (7)	51 (-)	841	211
	フランス	270	436	368	543
	オランダ	19	18	44	47
	香港	1,290 (56)	千香港ドル 3,067 (-)	1,780	千香港ドル 3,071

*金額は受け渡し代金。

*単位未満は切り捨て。

*()内は株式分割、予約権行使、合併等による増減分で、上段の数字には含まれておりません。

公社債

		買付額	売付額
国内	社債券（投資法人債券を含む）	千円 401,456	千円 505,006 (300,000)
	アメリカ	千米ドル 1,031	千米ドル -
外国	ユーロ	千ユーロ	千ユーロ
	イタリア	国債証券 2,240	1,278

*金額は受け渡し代金。（経過利子分は含まれておりません。）

*単位未満は切り捨て。

*（）内は償還等による増減分で、上段の数字には含まれておりません。

*社債券（投資法人債券を含む）には新株予約権付社債（転換社債）は含まれておりません。

投資信託証券

銘柄		買付		売付	
		口数	金額	口数	金額
外国	アメリカ	口	千米ドル	口	千米ドル
	POWERSHARES DB AGRICULTURE F	2,500	64	10,000	261
	小計	2,500	64	10,000	261
国内	シンガポール		千シンガポールドル		千シンガポールドル
	PARKWAY LIFE REAL ESTATE	-	-	(-)	(1)
	小計	-	-	(-)	(1)

*金額は受け渡し代金。

*金額の単位未満は切り捨て。

*（）内は分割、合併、有償増資などによる増減分です。

*銘柄コード等の変更があった銘柄は、別銘柄として掲載しております。

先物取引の種類別取引状況

種類別		買建		売建	
		新規買付額	決済額	新規売付額	決済額
国内	株式先物取引	百万円 -	百万円 -	百万円 2,180	百万円 1,863
	債券先物取引	-	-	4,503	5,980
外国	株式先物取引	16,691	17,548	4,925	4,833
	債券先物取引	10,581	9,151	10,628	9,210

*単位未満は切り捨て。

*外国の取引金額は、各月末（決算日の属する月については決算日）の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算した金額の合計です。

オプションの種類別取引状況

種 類 別	コール・ プット別	買 建				売 建			
		新 規 買 付 額	決 済 額	権 利 行 使	権 利 放 棄	新 規 売 付 額	決 済 額	権 利 被 行 使	義 務 消 滅
国内	株式オプション取引	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円
		—	—	—	—	10	3	0.37388	8
外国	株式オプション取引	—	—	—	—	—	—	—	0.032142

*単位未満は切り捨て。ただし、金額が単位未満の場合は小数で記載。

*外国の取引金額は、各月末(決算日の属する月については決算日)の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算した金額の合計です。

○株式売買比率

(2014年1月25日～2015年1月26日)

株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

項 目	当 期
(a) 期中の株式売買金額	2,934,325千円
(b) 期中の平均組入株式時価総額	2,207,130千円
(c) 売買高比率 (a) / (b)	1.32

* (b) は各月末現在の組入株式時価総額の平均。

○利害関係人との取引状況等

(2014年1月25日～2015年1月26日)

利害関係人との取引状況

区 分	買付額等 A	うち利害関係人 との取引状況B		B A	売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況D		D C
		百万円	百万円			百万円	百万円	
株式	1,360	48	3.5	%	1,574	41	2.6	%
公社債	823	15	1.8		690	135	19.6	
為替先物取引	13,789	365	2.6		13,824	173	1.3	
為替直物取引	351	8	2.3		956	191	20.0	

利害関係人である金融商品取引業者が主幹事となって発行される有価証券

種 類	買 付 額
株式	百万円 13

売買委託手数料総額に対する利害関係人への支払比率

項 目	当 期
売買委託手数料総額 (A)	5,313千円
うち利害関係人への支払額 (B)	76千円
(B) / (A)	1.4%

利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人であり、当ファンドに係る利害関係人とは野村證券株式会社、野村信託銀行です。

○組入資産の明細

(2015年1月26日現在)

国内株式

銘柄	期首(前期末)	当 期 末		銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額		株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円		千株	千株	千円
建設業 (4.7%)				DOWAホールディングス	13	17	15,997
大東建託	1.4	1.5	20,565	金属製品 (1.2%)			
NIPPO	7	5	9,590	三和ホールディングス	12	10	8,320
大和ハウス工業	—	8.5	18,555	文化シャッター	—	4	3,772
積水ハウス	9	—	—	機械 (10.9%)			
食料品 (3.5%)				ディスコ	1.9	0.9	9,765
日本ハム	—	5	14,490	SMC	0.9	0.8	25,192
不二製油	8.5	—	—	サトーホールディングス	1	2.2	5,887
キュービー	—	4	10,572	クボタ	—	10	17,825
ニチレイ	12	19	11,210	ダイキン工業	—	1.9	15,796
日本たばこ産業	5.8	—	—	椿本チエイン	9	—	—
繊維製品 (2.1%)				ダイフク	—	4	5,332
東レ	26	22	21,736	竹内製作所	—	1.3	5,726
化学 (3.5%)				グローリー	2.3	2	6,160
日本触媒	—	12	19,788	T P R	—	3.8	11,035
三菱瓦斯化学	18	—	—	ホンザキ電機	2.3	—	—
日本ゼオン	5	9	10,485	日本精工	13	7	9,863
関西ペイント	5	—	—	マキタ	2.3	—	—
D I C	48	—	—	電気機器 (12.5%)			
富士フイルムホールディングス	2	—	—	ミネベア	22	—	—
藤森工業	—	2	6,400	東芝	21	—	—
医薬品 (1.2%)				安川電機	—	8	12,560
参天製薬	—	1.7	12,002	東芝テック	10	—	—
沢井製薬	1.2	—	—	オムロン	—	3.3	16,533
ゴム製品 (2.0%)				セイコーエプソン	—	2.8	13,706
ブリヂストン	6.4	4.5	20,999	E I Z O	2	—	—
ガラス・土石製品 (0.6%)				パナソニック	—	14	18,606
東海カーボン	15	—	—	アルプス電気	—	4.7	11,237
日本碍子	6	—	—	ヒロセ電機	—	1	13,900
日本特殊陶業	8	1.7	6,222	OBARA GROUP	—	0.8	4,592
鉄鋼 (1.7%)				カンオ計算機	—	8.6	16,443
新日鐵住金	48	62	17,837	村田製作所	1.1	1.7	21,768
日立金属	7	—	—	小糸製作所	8	—	—
非鉄金属 (2.7%)				リコー	10	—	—
住友金属鉱山	—	7	12,068				

銘柄	期首(前期末)		当 期 末	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
輸送用機器 (13.8%)				
デンソー	3	—	—	
いすゞ自動車	22	15.5	23,157	
トヨタ自動車	8.5	9.1	70,297	
日野自動車	—	5	8,485	
武蔵精密工業	—	3.3	7,471	
新明和工業	8	9	10,044	
富士重工業	2	—	—	
ヤマハ発動機	—	4.2	10,575	
シマノ	—	0.8	12,552	
精密機器 (3.1%)				
日機装	9	—	—	
ナカニシ	—	2.1	9,355	
オリンパス	2.5	4	16,300	
HOYA	—	1.4	6,017	
セイコーホールディングス	6	—	—	
その他製品 (2.6%)				
パラマウントベッドホールディングス	1.4	—	—	
パイロットコーポレーション	—	1.5	10,230	
アシックス	5.5	—	—	
ビジョン	2.5	0.9	6,606	
岡村製作所	—	12	10,140	
電気・ガス業 (2.7%)				
電源開発	—	3.3	14,173	
東京瓦斯	31	20	13,850	
陸運業 (2.1%)				
東海旅客鉄道	—	1.1	21,345	
ヤマトホールディングス	6.4	—	—	
情報・通信業 (9.1%)				
コロブラ	—	2.4	5,635	
オービック	6	3	11,310	
大塚商会	—	2	7,630	
日本テレビホールディングス	9	12.5	24,150	
KDDI	—	2.4	19,740	

銘柄	期首(前期末)		当 期 末	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
ソフトバンク	1.8	3.5	25,672	
卸売業 (1.9%)				
あい ホールディングス	—	1	2,054	
伊藤忠商事	12	—	—	
丸紅	22	26	17,451	
小売業 (4.4%)				
エービーシー・マート	—	1.9	10,545	
ジェイアイエヌ	1.5	—	—	
セブン&アイ・ホールディングス	2.8	4.4	18,638	
ツルハホールディングス	1.1	—	—	
ドンキホーテホールディングス	—	2	16,900	
しまむら	1.7	—	—	
銀行業 (4.2%)				
三菱UFJフィナンシャル・グループ	62	60	37,362	
りそなホールディングス	31	—	—	
三井住友フィナンシャルグループ	4.3	1.5	6,073	
保険業 (2.5%)				
東京海上ホールディングス	7.9	6.5	25,970	
その他金融業 (1.8%)				
オリックス	—	13.2	18,374	
不動産業 (0.8%)				
三菱地所	5	—	—	
スターツコーポレーション	—	4.8	7,920	
サービス業 (4.4%)				
電通	—	2.4	11,436	
みらかホールディングス	—	1.8	9,720	
リクルートホールディングス	—	4	13,600	
リロ・ホールディング	—	1.3	11,050	
イオンディライト	5	—	—	
合 計	株数・金額 652	524	1,034,371	
	銘柄数<比率>	64	73 <22.8%>	

*各銘柄の業種分類は、期首、期末の各時点での分類に基づいています。

*銘柄欄の()内は、国内株式の評価総額に対する各業種の比率。

*評価額欄の< >内は、純資産総額に対する評価額の比率。

*評価額の単位未満は切り捨て。

*一印は組み入れなし。

外国株式

銘柄	期首(前期末)		当 期 末		業 種 等	
	株 数	株 数	評 価 額			
			外貨建金額	邦貨換算金額		
(アメリカ)	百株	百株	千米ドル	千円		
AIRGAS INC	10	—	—	—	化学	
AMERICAN EXPRESS CO	13	13	111	13,166	消費者金融	
AMERICAN INTL GROUP	18	18	92	10,910	保険	
APPLE INC	1	11	124	14,623	コンピュータ・周辺機器	
BAXTER INTERNATIONAL INC.	—	7	50	5,883	ヘルスケア機器・用品	
CITIGROUP	15	12	60	7,151	商業銀行	
COCA COLA CO	27	20	86	10,192	飲料	
CONOCOPHILLIPS	11	11	71	8,368	石油・ガス・消耗燃料	
CORNING INC	38	20	47	5,612	電子装置・機器・部品	
DISNEY (WALT) CO	18	10	94	11,145	メディア	
EBAY INC	—	7	39	4,675	インターネットソフトウェア・サービス	
EXPRESS SCRIPTS HOLDING INC-COMMON	22	13	115	13,570	ヘルスケア・プロバイダ/ヘルスケア・サービス	
EXXON MOBIL CORP	10	10	92	10,908	石油・ガス・消耗燃料	
FREEMPORT-MCMORAN INC	29	13	25	2,943	金属・鉱業	
GENERAL DYNAMICS	9	8	113	13,303	航空宇宙・防衛	
GOOGLE INC-CL A	1	1	75	8,927	インターネットソフトウェア・サービス	
GOOGLE INC-CL C	—	1	75	8,895	インターネットソフトウェア・サービス	
HOME DEPOT	15	14	147	17,358	専門小売り	
JPMORGAN CHASE & CO	30	18	102	12,005	商業銀行	
JOHNSON & JOHNSON	22	13	132	15,633	医薬品	
MASTERCARD INC-CLASS A	10	10	84	9,930	情報技術サービス	
MERCK & CO INC	22	11	71	8,456	医薬品	
MICROSOFT CORP	50	24	113	13,324	ソフトウェア	
MOODYS CORP	7	7	65	7,724	各種金融サービス	
ORACLE CORPORATION	21	17	75	8,839	ソフトウェア	
PEPSICO INC	7	7	72	8,579	飲料	
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	12	12	99	11,694	タバコ	
QUALCOMM INC	13	10	72	8,492	通信機器	
REPUBLIC SERVICES INC-CL A	19	10	41	4,825	商業サービス・用品	
SUNCOR ENERGY INC	26	17	51	6,011	石油・ガス・消耗燃料	
TIME WARNER CABLE-A	6	6	92	10,856	メディア	
TORONTO DOMINION BANK	8	12	50	5,963	商業銀行	
WELLS FARGO CO	34	23	122	14,414	商業銀行	
XILINX INC	25	13	53	6,239	半導体・半導体製造装置	
INGERSOLL-RAND PLC	9	—	—	—	機械	
小 計	株 数 銘 柄 数 < 比 率 >	567 32	403 33	2,724 —	320,628 < 7.1% >	
(イギリス)			千英ポンド			
CRODA INTERNATIONAL PLC	—	13	35	6,290	化学	
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	47	17	64	11,380	タバコ	
STANDARD CHARTERED PLC	80	48	45	8,061	商業銀行	
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	32	—	—	—	タバコ	
COMPASS GROUP PLC	90	—	—	—	ホテル・レストラン・レジャー	
RSA INSURANCE GROUP PLC	730	—	—	—	保険	
BP PLC	310	225	97	17,180	石油・ガス・消耗燃料	
LLOYDS BANKING GROUP PLC	—	715	54	9,536	商業銀行	
SMITH & NEPHEW PLC	34	—	—	—	ヘルスケア機器・用品	
GLAXOSMITHKLINE PLC	—	47	70	12,449	医薬品	
ASTRAZENECA PLC	25	25	118	20,897	医薬品	
ANGLO AMERICAN PLC	75	51	56	9,938	金属・鉱業	
REED ELSEVIER PLC	106	65	75	13,314	メディア	

銘柄	株数	当期		業種等		
		株数	評価額			
		株数	外貨建金額	邦貨換算金額		
(イギリス)						
GLENCORE PLC	百株 320	百株 230	千英ポンド 57	千円 10,129	金属・鉱業	
ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	—	57	51	9,079	航空宇宙・防衛	
COMPASS GROUP PLC	—	93	105	18,590	ホテル・レストラン・レジャー	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	1,849	1,586	831	146,849	
(スイス)						
ZURICH INSURANCE GROUP AG	5	3	千スイスフラン 88	11,909	保険	
NOVARTIS-REG	34	23	196	26,355	医薬品	
ABB LTD	10	34	59	7,965	電気設備	
ROCHE HOLDINGS (GENUSSCHEINE)	8	7	174	23,359	医薬品	
NESTLE SA-REG	50	32	218	29,334	食品	
UBS AG-REG	54	—	—	—	資本市場	
JULIUS BAER GROUP LTD	23	16	59	7,998	資本市場	
UBS GROUP AG	—	54	82	11,051	資本市場	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	184	169	880	117,972	
(スウェーデン)						
ERICSSON LM-B	140	53	千スウェーデンクローナ 542	7,657	通信機器	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	140	53	542	7,657	
(ノルウェー)						
STATOIL ASA	40	30	千ノルウェークローネ 412	6,220	石油・ガス・消耗燃料	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	40	30	412	6,220	
(ユーロ…ドイツ)						
ADIDAS AG	7	12	千ユーロ 72	9,540	繊維・アパレル・贅沢品	
SAP SE	—	12	68	9,060	ソフトウェア	
PUMA SE	—	3	60	7,908	繊維・アパレル・贅沢品	
BASF SE	—	7	53	7,063	化学	
DRAEGERWERK AG - PFD	13	8	69	9,120	ヘルスケア機器・用品	
ALLIANZ SE	6	3	44	5,821	保険	
MUENCHENER RUECKVERSICHERUNG (REG)	—	1	17	2,341	保険	
VOLKSWAGEN AG-PREF	—	5	101	13,382	自動車	
DAIMLER AG	33	18	143	18,831	自動車	
SIEMENS AG	16	4	40	5,305	コングロマリット	
DEUTSCHE BANK AG-REG	—	20	52	6,861	資本市場	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	75	93	725	95,237	
(ユーロ…イタリア)						
ENI SPA	74	42	63	8,301	石油・ガス・消耗燃料	
SNAM SPA	250	159	68	8,958	ガス	
TELECOM ITALIA SPA	1,160	650	66	8,690	各種電気通信サービス	
TELECOM ITALIA-RNC	—	540	44	5,783	各種電気通信サービス	
ANSALDO STS SPA	91	20	17	2,341	運送インフラ	
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	1,575	1,411	259	34,074	
(ユーロ…フランス)						
MICHELIN B	14	9	76	10,016	自動車部品	
RENAULT	18	11	75	9,965	自動車	
TECHNIP SA	—	12	61	8,105	エネルギー設備・サービス	
ORANGE	17	—	—	—	各種電気通信サービス	
SANOFI	20	15	125	16,464	医薬品	
STMICROELECTRONICS NV	193	140	101	13,372	半導体・半導体製造装置	
SOCIETE GENERALE	39	30	113	14,896	商業銀行	

銘柄	株数	株数	期末		業種等
			評価額	評価額	
			外貨建金額	邦貨換算金額	
(ユーロ…フランス)	百株	百株	千ユーロ	千円	
M6-METROPOLE TELEVISION	—	30	49	6,532	メディア
AXA	—	54	111	14,676	保険
GROUPE EUROTUNNEL SE - REGR	110	12	14	1,843	運送インフラ
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	411 7	313 9	730 —	95,872 <2.1%>
(ユーロ…オランダ)					
ING GROEP NV	140	115	130	17,194	商業銀行
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	140 1	115 1	130 —	17,194 <0.4%>
ユーロ計	株数・金額 銘柄数<比率>	2,201 17	1,932 26	1,845 —	242,378 <5.3%>
(香港)			千香港ドル		
CHEUNG KONG	290	290	4,228	64,184	不動産管理・開発
ESPRIT HOLDING LTD	4	4	3	52	専門小売り
HONG KONG & CHINA GAS	562	1,568	2,794	42,423	ガス
BOC HONG KONG HOLDINGS LTD	1,540	1,540	4,119	62,534	商業銀行
SJM HOLDINGS LIMITED	1,780	—	—	—	ホテル・レストラン・レジャー
AIA GROUP LTD	—	340	1,528	23,199	保険
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	4,176 5	3,742 5	12,674 —	192,393 <4.2%>
(シンガポール)			千シンガポールドル		
UNITED OVERSEAS BANK	360	360	852	74,534	商業銀行
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	360 1	360 1	852 —	74,534 <1.6%>
(オーストラリア)			千豪ドル		
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANK	79	79	256	23,775	商業銀行
BHP BILLITON LIMITED	193	193	567	52,673	金属・鉱業
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	32	32	280	26,012	商業銀行
RIO TINTO LTD	26	26	148	13,806	金属・鉱業
FLIGHT CENTRE TRAVEL GROUP LTD	50	50	181	16,809	ホテル・レストラン・レジャー
小計	株数・金額 銘柄数<比率>	381 5	381 5	1,433 —	133,077 <2.9%>
合計	株数・金額 銘柄数<比率>	9,899 80	8,657 91	— —	1,241,713 <27.3%>

* 邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

* 邦貨換算金額欄の<>内は、純資産総額に対する各国別株式評価額の比率。

* 株数・評価額の単位未満は切り捨て。

* ー印は組み入れなし。

* 銘柄コード等の変更があった銘柄は、別銘柄として掲載しております。

国内公社債

(A) 国内(邦貨建)公社債 種類別開示

区 分	当 期				末		
	額 面 金 額	評 価 額	組 入 比 率	うちBB格以下 組 入 比 率	残存期間別組入比率		
					5年以上	2年以上	2年未満
	千円	千円	%	%	%	%	%
普通社債券 (含む投資法人債券)	500,000 (500,000)	501,758 (501,758)	11.0 (11.0)	4.4 (4.4)	— (—)	2.2 (2.2)	8.8 (8.8)
合 計	500,000 (500,000)	501,758 (501,758)	11.0 (11.0)	4.4 (4.4)	— (—)	2.2 (2.2)	8.8 (8.8)

* ()内は非上場債で内書きです。

* 組入比率は、純資産総額に対する評価額の割合。

* 金額の単位未満は切り捨て。

* ー印は組み入れなし。

* 評価については金融商品取引業者、価格情報会社等よりデータを入手しています。

* 残存期間が1年以内の公社債は原則として償却原価法により評価しています。

* スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービスによる格付けを採用しています。なお、無格付けのものが6.6%あります。

(B) 国内(邦貨建)公社債 銘柄別開示

銘 柄	当 期				末
	利 率	額 面 金 額	評 価 額	償 還 年 月 日	
		千円	千円		
普通社債券(含む投資法人債券)	%				
トクヤマ 第21回社債間限定同順位特約付	0.537	100,000	99,931	2015/9/9	
大日本スクリーン製造 第15回社債間限定同順位特約付	1.34	100,000	100,504	2016/9/26	
アプラスフィナンシャル 第2回社債間限定同順位特約付	0.45	100,000	100,165	2017/9/29	
ソフトバンク 第30回社債間限定同順位特約付	3.35	100,000	100,368	2015/3/11	
ルノー 第15回円貨社債(2014)	1.09	100,000	100,790	2016/6/6	
合 計		500,000	501,758		

* 額面・評価額の単位未満は切り捨て。

外国公社債

(A) 外国(外貨建)公社債 種類別開示

区 分	当 期 末							
	額面金額	評 価 額		組入比率	うちBB格以下 組入比率	残存期間別組入比率		
		外貨建金額	邦貨換算金額			5年以上	2年以上	2年未満
アメリカ	千米ドル 1,000	千米ドル 1,008	千円 118,661	% 2.6	% —	% 1.3	% —	% 1.3
スウェーデン	千スウェーデンクローナ 5,000	千スウェーデンクローナ 5,401	76,215	1.7	—	1.7	—	—
ユーロ	千ユーロ	千ユーロ						
イタリア	1,900	2,275	298,870	6.6	—	2.6	4.0	—
合 計	—	—	493,746	10.9	—	5.5	4.0	1.3

* 邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

* 組入比率は、純資産総額に対する評価額の割合。

* 金額の単位未満は切り捨て。

* ー印は組み入れなし。

* 評価については金融商品取引業者、価格情報会社等よりデータを入手しています。

* スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・インバスターズ・サービスによる格付けを採用しています。

(B) 外国(外貨建)公社債 銘柄別開示

銘 柄		当 期 末					償還年月日	
		利 率	額面金額	評 価 額				
				外貨建金額	邦貨換算金額			
アメリカ		%	千米ドル	千米ドル	千円			
	普通社債券 (含む投資法人債券)	CHUO MITSUI TRUST&BANKIN ORIX CORP	5.506 4.71	500 500	503 504	59,266 59,394	2049/12/29 2015/4/27	
小	計					118,661		
スウェーデン			千スウェーデンクローナ	千スウェーデンクローナ				
	国債証券	SWEDISH GOVERNMENT	1.5	5,000	5,401	76,215	2023/11/13	
小	計					76,215		
ユーロ			千ユーロ	千ユーロ				
	イタリア	国債証券	BUONI POLIENNALI DEL TES BUONI POLIENNALI DEL TES	4.25 5.0	1,200 700	1,393 882	183,000 115,869	2019/9/1 2022/3/1
小	計					298,870		
合 計	計					493,746		

* 邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

* 額面・評価額の単位未満は切り捨て。

外国投資信託証券

銘柄	口数	当 期 末				比 率
		口 数	評 価 額		比 率	
			外貨建金額	邦貨換算金額		
(アメリカ)	口	口	千米ドル	千円	%	
ISHARES GOLD TRUST	300	300	3	441	0.0	
POWERSHARES DB AGRICULTURE F	10,100	2,600	61	7,183	0.2	
UNITED STATES OIL FUND LP	200	200	3	400	0.0	
小計	口数・金額	10,600	3,100	68	8,025	
	銘柄数<比率>	3	3	—	<0.2%>	
(シンガポール)			千シンガポールドル			
PARKWAY LIFE REAL ESTATE	113,000	113,000	271	23,721	0.5	
小計	口数・金額	113,000	113,000	271	23,721	
	銘柄数<比率>	1	1	—	<0.5%>	
合計	口数・金額	123,600	116,100	—	31,747	
	銘柄数<比率>	4	4	—	<0.7%>	

* 邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

* 比率は、純資産総額に対する投資信託証券評価額の比率。

* 金額の単位未満は切り捨て。

* 銘柄コード等の変更があった銘柄は、別銘柄として掲載しております。

先物取引の銘柄別期末残高

銘柄別			当期	
			買建額	売建額
国内	株式先物取引	TOPIX	百万円	百万円
		日経225	—	476
			—	122
外国	株式先物取引	CAN60	48	—
		DAX30	—	105
		DJIAVMN	—	124
		EURO50	399	—
		FT100	167	—
		FTSE/MIB	—	26
		HANGSENG	—	113
		MSCIN	—	105
		NASDAQMN	20	—
		SP500	2,465	—
		SPI200	25	—
		SWISSMKT	—	43
		CBOEVIX	—	8
国内	債券先物取引	AU03YR	—	516
		AU10YR	192	—
		BOBL	—	1,029
		BUNDS	750	—
		CANADA	27	—
		GILTS	302	—
		SCHATZ	—	438
		TBOND	511	—
		TNOTE (10YEAR)	—	747

*単位未満は切り捨て。

*邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

*—印は組み入れなし。

オプションの銘柄別期末残高

銘柄別			コール・ プット別	当期	
				買建額	売建額
国内	株式オプション取引	日経225	コール	百万円	百万円
				—	0.7

*単位未満は切り捨て。ただし、金額が単位未満の場合は小数で記載。

*邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

*—印は組み入れなし。

○投資信託財産の構成

(2015年1月26日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
株式	千円 2,276,084	% 49.4
公社債	995,504	21.6
投資信託受益証券	8,025	0.2
投資証券	23,721	0.5
コール・ローン等、その他	1,300,882	28.3
投資信託財産総額	4,604,216	100.0

*金額の単位未満は切り捨て。

*当期末における外貨建て純資産(2,518,600千円)の投資信託財産総額(4,604,216千円)に対する比率は54.7%です。

*外貨建て資産は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。1米ドル=117.67円、1カナダドル=94.48円、1英ポンド=176.59円、1スイスフラン=134.02円、1スウェーデンクローナ=14.11円、1ノルウェークローネ=15.08円、1デンマーククローネ=17.64円、1ユーロ=131.33円、1香港ドル=15.18円、1シンガポールドル=87.47円、1ウォン=0.1094円、1豪ドル=92.82円。

○資産、負債、元本及び基準価額の状況 (2015年1月26日現在)

項 目	当 期 末
	円
(A) 資産	6,975,687,591
コール・ローン等	632,099,257
株式(評価額)	2,276,084,939
公社債(評価額)	995,504,488
投資信託受益証券(評価額)	8,025,564
投資証券(評価額)	23,721,864
未収入金	2,618,960,801
未収配当金	1,168,999
未収利息	8,341,345
前払費用	237,963
差入委託証拠金	411,542,371
(B) 負債	2,434,089,205
コール・オプション(売)	700,000
未払金	2,433,389,205
(C) 純資産総額(A-B)	4,541,598,386
元本	2,913,753,442
次期繰越損益金	1,627,844,944
(D) 受益権総口数	2,913,753,442口
1万口当たり基準価額(C/D)	15,587円

(注)期首元本額3,295百万円、期中追加設定元本額0百万円、期中一部解約元本額381百万円、計算口数当たり純資産額15,587円。

(注)当マザーファンドを投資対象とする投資信託の当期末元本額・野村ワールドスター オープン 2,913百万円

○損益の状況 (2014年1月25日～2015年1月26日)

項 目	当 期
	円
(A) 配当等収益	86,159,335
受取配当金	59,241,334
受取利息	26,158,441
その他収益金	759,560
(B) 有価証券売買損益	303,333,780
売買益	736,245,785
売買損	△ 432,912,005
(C) 先物取引等取引損益	383,905,827
取引益	787,239,398
取引損	△ 403,333,571
(D) 保管費用等	△ 4,415,972
(E) 当期損益金(A+B+C+D)	768,982,970
(F) 前期繰越損益金	1,012,142,902
(G) 解約差損益金	△ 153,280,928
(H) 計(E+F+G)	1,627,844,944
次期繰越損益金(H)	1,627,844,944

*損益の状況の中で(B)有価証券売買損益および(C)先物取引等取引損益は期末の評価換えによるものを含みます。

*損益の状況の中で(G)解約差損益金とあるのは、中途解約の際、元本から解約価額を差し引いた差額分をいいます。

○お知らせ

該当事項はございません。