

野村ワールドスター オープン

運用報告書(全体版)

第37期（決算日2015年7月24日）

作成対象期間（2015年1月27日～2015年7月24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。 ① グローバルにみた成長性 ② 先進国市場では投資タイミングに機敏に対応 ③ 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 ④ 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 額	騰 落 率（６ヵ月間）		
	(分配落)	税 込 分 配	み 金 騰 落 率				期 間 末	基 準 価 額	ベンチマーク
	円	円	%	%	%	百万円		%	%
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
37期(2015年7月24日)	8,696	0	4.6	52.1	40.9	4,537	2015年6月末	3.2	1.7

* 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。

* 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。
* 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。
(出所：MSCI、ブルームバーグ)

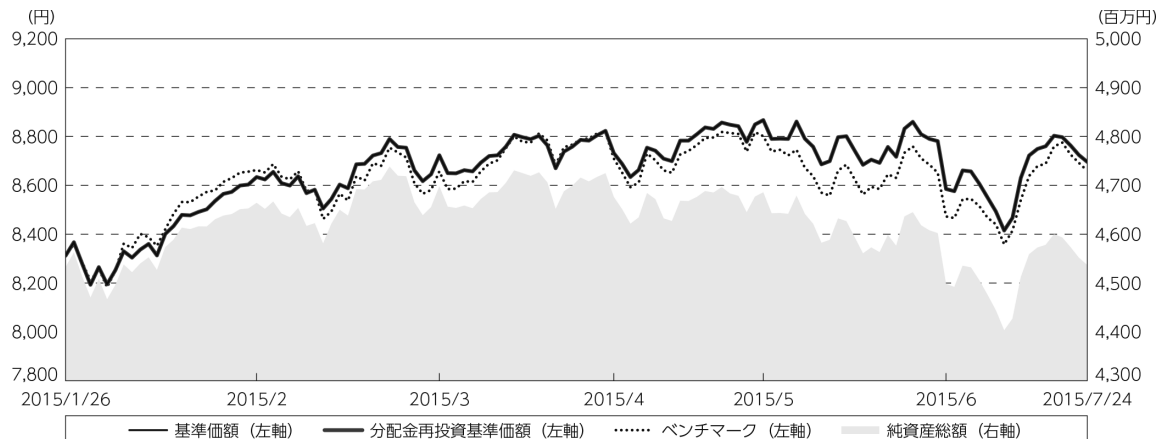
○当期中の基準価額と市況等の推移

年 月 日	基 準 価 額		株 式 組 入 比 率	株 式 先 物 比 率	騰 落 率(2014年12月 末比)		
		騰 落 率				基 準 価 額	ベンチマーク
(期 首) 2015年1月26日	円 8,312	% －	% 50.2	% 44.2		%	%
1 月末	8,265	△0.6	50.5	44.4	2015年1月末	△0.6	△0.9
2 月末	8,634	3.9	51.1	38.3	2015年2月末	3.8	4.0
3 月末	8,723	4.9	50.6	39.0	2015年3月末	4.9	3.9
4 月末	8,732	5.1	51.5	41.7	2015年4月末	5.0	4.5
5 月末	8,867	6.7	53.3	35.2	2015年5月末	6.6	5.6
6 月末	8,585	3.3	52.2	38.2	2015年6月末	3.2	1.7
(期 末) 2015年7月24日	8,696	4.6	52.1	40.9	－	－	－

* 騰落率は期首比、および2014年12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



○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5%弱の上昇を実現しました。しかし、債券や外国為替への投資は基準価額を押し下げる結果となりました。

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5%弱にのぼりました。
- (債券運用／－) 世界的に債券価格が下落した当期に、債券を売り持つ戦略をとったことはプラスとなったものの、満期年限の構成がマイナスに寄与したため、個別銘柄選択を除くと基準価額を0.4%程度押し下げる結果となりました。
- (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はプラスとなったものの、日本円に対して上昇幅の大きかった米ドルを売り持ちとする一方で日本円に対して下落したユーロや北欧通貨を買い持つことが多かった通貨選択の効果がマイナスとなったため、通貨運用全体では基準価額を0.1%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、アジア（除く日本）・北米・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、0.6%程度基準価額を押し上げる結果となりました。
また、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

米国で利上げ観測が高まる一方で欧州や日本では金融緩和が継続するという両極端な金融政策が採られる環境の下、株式市場は緩やかに上昇したものの債券価格は下落、米ドルは多くの通貨に対して上昇しました。

債券に関しては、ECB（欧州中央銀行）による量的緩和政策の導入を材料に低下を続けてきた欧州金利が、4月末以降、大幅に上昇（債券価格は下落）しました。また、年内の利上げに向けて金融当局者が歩みを進めている米国では、利上げ観測が高まったことを受けて期中の金利は上昇傾向となりました。

株価に関しては、期初から4月にかけて、金融緩和を好感した欧州株式が大きく上昇しました。その後、欧州中心の金利上昇を受けて、世界的に株式市場は弱含みました。また、ギリシャ債務問題に対する懸念が広がると、欧州を中心に株価は下落したものの、ギリシャ情勢が落ち着き始めた期末には株価は上昇に転じました。

為替市場では、欧州の金融緩和が好感された1月から4月にかけて、ユーロは対ドルで下落しました。その後、欧州金利が上昇する中でユーロが対ドルで反発したものの、6月中旬以降、ギリシャ情勢が落ち着くと市場ではリスクを取る動きがやや活発になったことからユーロを含めて低金利通貨は下落に転じました。また、商品市場では、原油価格が上昇を続けていたものの、供給過剰や中国景気の減速が意識されて6月中旬以降、下落に転じました。

○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95.1%、債券1.1%でした。期中のそれぞれの動きは以下の通りです。

・実質株式組入比率

前期末

	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

当期末

	現物 (%)	先物 (%)	合計 (%)
日本	23.9	-17.5	6.5
北米	9.3	53.5	62.9
欧州	11.3	9.9	21.1
アジア・オセアニア	9.9	-5.0	4.9
合計	54.4	40.9	95.4

(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	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

当期末

	現物 (%)	先物 (%)	合計 (%)
日本	6.6	-32.5	-25.9
北米	4.6	28.8	33.3
欧州	10.7	-13.3	-2.6
アジア・オセアニア	0.0	9.5	9.5
合計	21.9	-7.5	14.4

・債券デュレーション

	前期末	当期末
日本	0.13	-2.20
北米	0.28	0.33
欧州	1.18	-0.78
アジア・オセアニア	0.02	0.12
合計	1.61	-2.52

(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。

・通貨配分

	前期末	当期末
日本	96.9%	98.8%
北米	12.0%	-7.0%
欧州	-10.3%	5.1%
アジア・オセアニア	1.5%	3.1%
その他	0.0%	0.0%

【株式】

今期中の平均実質投資比率（ETFを除く）は約90%でした。1月末から7月後半までのほとんどの期間において株式の投資比率を85-95%程度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%を下回る投資比率を維持したのは、世界景気の先行きに対してやや弱気の見方を維持していたことが最大の理由です。世界経済を牽引する役割が期待される米国において、景気回復ペースの鈍化を示唆する経済指標が相次いで発表されたことから、世界的な景況感の下振れに対する警戒を高めました。また、①ウクライナやギリシャ問題をはじめとする地政学的リスクの高まり、②中国やブラジルをはじめとする新興国経済のさらなる減速、に対して高い警戒を保ったことも、株式への投資に慎重な姿勢を維持した背景と言えます。

【債券】

今期中の平均デュレーションはマイナス1.0年でした。期初こそデュレーション換算でプラス1.6年の強気戦略を取っていたものの、3月にはこれを解消、その後は5月半ばのごくわずかな期間を除き一貫して債券に対する弱気戦略を維持しました。

債券に対して弱気に転換したのは、主に以下の2つの理由によります。ひとつ目は、①FRB（米連邦準備制度理事会）による利上げ開始時期、②ECB（欧州中央銀行）の量的金融緩和政策の実効性、③ギリシャの政局、などに対する憶測から金利の変動性が高まりやすい状況にあると判断したことです。ただでさえ利回りの低下した債券にとって、金利変動性の高まりは継続保有の意義を減殺する十分な理由に相当するとみなしました。ただし、これだけでは弱気戦略にまで転換することを正当化するには不十分です。一時はデュレーションでマイナス5年を超える水準までの売り持ち戦略を拡大したのは、ふたつ目の理由によるものです。それは、世界的な期待インフレ率の低下や各国中央銀行による緩和的な金融政策が背景とは言え一段の金利低下余地はもはや乏しく、逆にドイツにおいて一時9年債までマイナス金利となるなど、これまでの投資尺度では正当化できない水準まで低下した金利は反転上昇する可能性が低いと判断したことです。

その後、主要国の金利が相応に上昇したことから期末にかけて売り持ち戦略を縮小しました。期末時点でのデュレーションはマイナス2.5年程度となっています。

期末の資産配分は、ベンチマークの株式100%に対して株式95.4%、債券14.4%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%に対して低めの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。

1月後半から期末にかけての大半の期間において、欧州株をアンダーウェイト（対ベンチマークで少なめの組入比率）、新興国株を売り持ち戦略を維持しました。欧州株のアンダーウェイトは、①ギリシャ債務問題をはじめとする政局の混乱が当面株価の下押し圧力となり続けると判断していたこと、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。新興国株の売り持ちは、中国経済の減速が構造的なものであり当面続くとの確信を強めたこと、がその最大の理由です。

一方、日本株および北米株については、比較的堅調な内需（日本株については加えて円安）を背景とした底堅い企業収益が期待できる一方で、過去数年にわたって株価が大きく上昇したことによってPER（株価収益率）などをはじめとするバリュエーションの観点からの魅力度は限定的である、と判断していたことから、大半の期間においてベンチマークと同程度の組入れ比率とする戦略を維持しました。

【債券】

総じて債券に弱気の戦略を維持する一方、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を行いました。

まず円債については、想定よりも緩やかな景気回復などを背景に期待インフレ率の上昇が当面見込めないとの判断から期初より買い持つ戦略を維持していたものの、政策支援なども追い風となりこれまで低迷してきた国内設備投資に回復の兆しが確認できたことから、5月末に売り持ちに転換、期末時点でも売り持ち戦略を維持しています。

一方、米国債については、景気の回復ペース鈍化およびそれに伴う早期利上げ期待の後退に対する警戒を維持したことから、大半の期間において買い持つ戦略を維持しました。

ユーロ圏国債においては、期初こそ中立としていたものの、ECB（欧州中央銀行）の追加緩和期待を背景に金利が低下する中で徐々に買い持つ戦略を縮小、量的緩和政策の発表を受けて大きく金利が低下した2月以降は明確に売り持ちに転換しました。

<実質外貨比率、通貨配分>

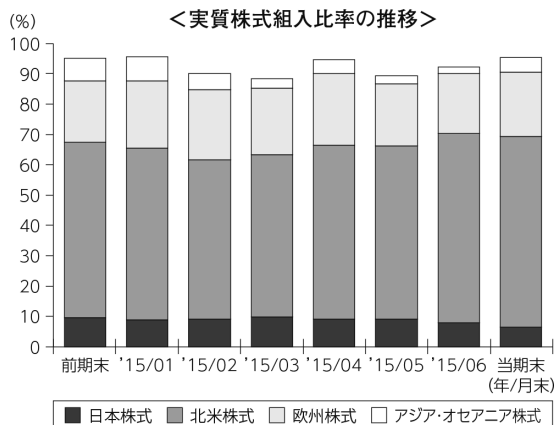
前期末時点の為替ヘッジ後実質外貨比率は3.1%でした。

今期の期中平均での外貨比率は約1%と、低い水準になりました。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を維持したことから、大半の期間において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の段階的な縮小と、期末にかけての売り持ちへの転換です。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から米国ドルの買い持ち戦略をとっていたものの、①2014年後半から急速に進んだ米国ドル高の反動を警戒したこと、②米国経済の回復ペースの減速への警戒を高めたこと、などから徐々に米国ドルの買い持ち戦略を縮小、5月後半には売り持ちに転じました。一方、ユーロについては、失業率や銀行貸出をはじめとする域内の各種景気指標において景気が緩やかながらも回復しつつあるとの判断を強めたことから買い持つ戦略を徐々に拡大しました。また、中国の景気減速ならびに資源価格の急落による悪影響が徐々に顕在化しつつあるとの判断から、オーストラリア・ドルやカナダ・ドルなどの資源国通貨、新興国通貨については、大半の期間において売り持つ戦略を維持しました。

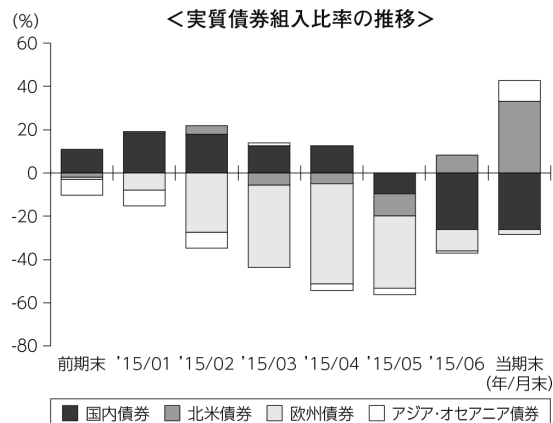
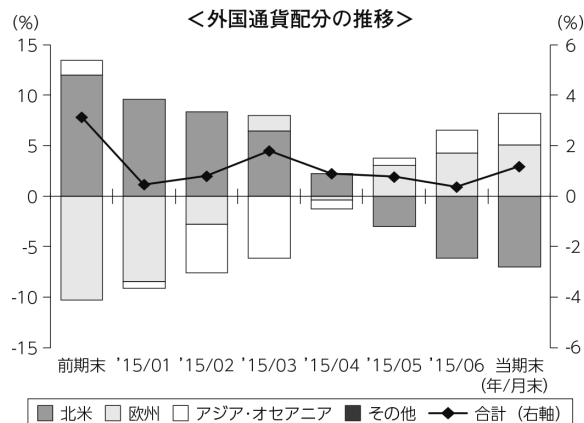
期末の為替ヘッジ後実質外貨比率は1.2%となっています。

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99.8%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。

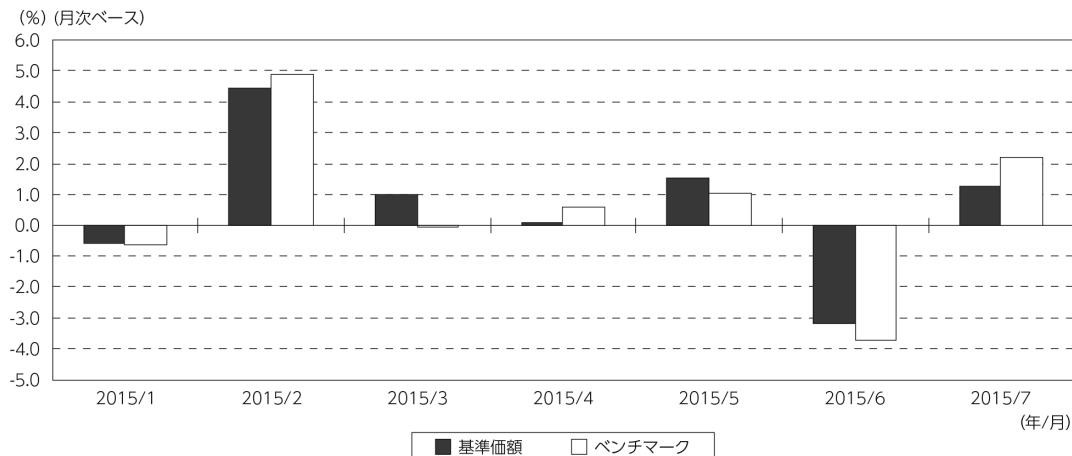


○当ファンドのベンチマークとの差異

* ベンチマーク対比では0.44%ポイントのプラス

2015年1月27日から2015年7月24日までの基準価額の騰落率は4.62%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4.18%をおよそ0.44%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) 2015年1月は期首から当月末まで、2015年7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)

- ・ 株式投資の地域選択において、期初から期中にかけて上昇が顕著な日本を多めの配分としていたことや、下落した新興国を売り持つ戦略を維持したこと。
- ・ 北米・欧州・太平洋の株式の個別銘柄選択が当該地域の株価指数リターンを上回ったこと。
- ・ 債券投資において、債券の全体デュレーションのコントロールが適切であったこと。具体的には、6月上旬の金利上昇時に売り持つ戦略をとっていたこと。

(マイナス要因)

- ・ 株式投資において、実質投資比率を少なめとする戦略を維持したこと。
- ・ 債券投資において、満期年限構成が適切でなかったこと。具体的には、5月の金利上昇時に金利上昇が顕著だった長期債よりも短期債を中心に売り持つ戦略をとっていたこと。
- ・ 通貨戦略において、ドル圏通貨と欧州通貨の配分が適切でなかったこと。具体的には5月中旬以降のドル上昇時に米ドルを売り持つ戦略をとっていたこと。

【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%に対して、株式への警戒感から控えめの配分としました。90%を中心に上下5%程度の範囲でコントロールしました。

当ファンドのベンチマークには含まれない債券投資は活発に（期中平均実質投資比率－20%程度）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1%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、1万口当たり・税込み)

項 目	第37期
	2015年1月27日～ 2015年7月24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	1,084

(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】

●投資環境見通し

山の上、空の低い位置にある太陽の写真を見ただけでは、撮影時刻が朝方であるか夕方であるかの識別は、方角という決定的情報がない場合困難でしょう。気温や湿度等の気象条件を得られれば可能なのでしょうか。

同じように、ある時点の経済指標を一瞥しただけでは、景気が上り坂にあるのか下り坂にあ

るのかを見抜くことは容易ではありません。勿論、通常は“先月に比べ改善した、悪化した”という尺度のほか、“ここ数年以内にピークらしい強さがあったか否か”をヒントにできるため、まさか自分の歩いている坂の勾配を誤解するはずがないと自信を持っている投資家は少なくないはずです。

しかし、ニュートン力学が支配する太陽の昇降と異なり、景気指標は人の生業の集計値を測定誤差つきで測ったものに過ぎず、残念ながら事前にピークの到来を知る術はありません。

前置きが長くなりましたが、世界経済が頼りとしている米国について、現在も多くの市場参加者が“景気は上り坂にある”と誤解していると、筆者は考えています。誤解を招く最大の原因は、これから利上げが行われそうだというコンセンサスと、これまで利上げに転じた際の景気がほとんど上り坂であったという状況証拠から成る推論と、坂を上り切った自覚（或いは達成感）のなさであるとみられます。

筆者が、米国景気をもはや上り坂ではないと判断する理由は、経済指標の中でも比較的先行して動くものの中に減速し始めているものが少なからずあることと、利上げこそ行われていないものの、実質的な金融引締（或いは緩和縮小）が進行中であることを想起させる変化が市場や経済の一部に確認できることです。

例えば、マネーサプライや製造業生産の伸び率、企業経営者の景気判断など、早めにピークを迎えることの多い指標には、昨年終盤以降弱まりが差しています。生産等の弱さは年初の寒波・港湾ストや昨年来の原油安・ドル高による“一時的”現象に過ぎないとみる向きがあるものの、少なくとも原油安・ドル高の条件は改善しておらず、特にドル高の生産活動へ負の影響は十分に生じていないとみられるため注意が必要です。

一方、個人消費は比較的良好で、裏付けたる労働市場は改善を続けているという認識が一般的とみられるものの、これらは逆に経済指標群の中でも遅れて動きがちであることを忘れてはいけません。加えて、消費に関しては家計がすでに債務を増やしながらの背伸び行動を始めていることから伸び代に多くを期待すべきでないほか、労働市場では失業者の減り方や新規雇用の増え方がペースダウンし始めているなど、昨年まではなかった注意シグナルが点灯しています。

勿論、“利下げ”が必要なほど、景気が急降下しているわけではないため、FRB（米連邦準備制度理事会）が本年中に利上げに踏み切る可能性は低くないとみられます。しかし、これを以て「利上げ局面に移行する」というとらえ方は表層的で、ある意味においては正しくないと筆者は考えています。

何故ならば、昨年終盤来金融市場で生じている、長短金利差の縮小・株価上昇ピッチの鈍化・為替レートの上昇・信用スプレッドの拡大等は、過去の利上げ開始前後にも生じていた景気抑制的現象で、実体景気の側でも耐久財消費比率、企業の収益力、マネーサプライの伸び率等に、あたかも利上げが行われたかのような鈍化が生じているからです。つまり、見えない部分ですすでに利上げが始まっているととらえることが可能です。

こうしてみると、他国との政策方向の違いという条件も手伝って、昨年まで着々と進められ

ていた量的金融緩和策ペースダウンは、間接経路を通じて、結果的に米国景気引締策として働いてきたと言えるのではないのでしょうか。

つまるところ筆者の目線は、下り坂にある米国景気に、あとどれだけの“追加的利上げ”の余地があるだろうか、というものです。インフレ率の低位安定が崩れることがない以上、市場参加者の目線もこれに近づき、米国景気への信頼低下と金利上昇想定の見直しが年末までに生じらるうと想定しています。

では、ここ数年世界経済の安定剤だった米国の減速は世界経済全体の失速をもたらすのでしょうか？昨年までならいざ知らず、今後についてはその可能性は高くないとみています。なぜならば、米国の埋め合わせを欧州や中国等これまでは期待外れだった地域が担うとみられるからです。

欧州に関してはすでに年初より景気は安定軌道にあるようです。春先に反発したとは言えかなり低水準に抑え込まれた金利と、ドル高の裏返しで進んだユーロ安のプラス効果は今後も持続が期待できます。思いの外、欧州経済に対する市場の評価が高まってこないのは、ギリシャ債務問題の存続、量的金融緩和の真っただ中という事実、主要貿易パートナー中国景気の低調さによるものでしょう。

このうちギリシャ問題に関しては、それ自体の帰趨を予測することはできないものの、問題の深刻化・安定化に対するギリシャ以外の欧州市場の振幅反応が徐々に小さくなってきていることは確かなようです。すでに処理されたギリシャ債務の民間から公的部門への移管を背景に、この問題はシステミックリスクを起こすような“大きな問題”ではもはやないのかも知れません。

一方で、量的金融緩和に関しては、インフレ率の急回復でも生じない限りにおいて、その出口議論がしばらくテーブルにのることはないとみられます。従って考えやすいシナリオは、景気に対する株式市場等の評価が上方に修正されつつも為替市場でのユーロの反発が勢いを欠いたものになるというものです。

中国に関しては、最近生じた上海株式市場の大幅下落が、ただでさえ低調な実体景気に今後追い打ちをかけるのではないかという心配がにわかに生じているようです。しかしながら、こうした見方には全く同意できません。それは、下落したとは言え1年ほど前に比べれば高い水準にある株価もさることながら、債券やデリバティブ市場で取引される“中国リスク”は今回の株価下落にも反応は限定的だったことと平仄を合わせるものです。

むしろ、日本株市場において顕著な中国関連銘柄の不調、国際商品価格の軟調、資源関連通貨の軟調など、以前から中国の不振を織込んできたとみられる世界中の市場が、今回の上海株式急落に後押しされて、“最悪の絵”を半ば織込んだとすれば、こうした市場への投資の好機と考えるべきで、筆者はその見地に立ち始めています。

中国経済を測る統計として、GDP（国内総生産）成長率ばかりがとりあげられがちながら、これは驚くべき安定性を伴いながら減速を続けている指標の代表格で、現実にはよりシビアな減速が“すでに”生じています。たとえば電力消費、セメント生産、鉄道貨物輸送、輸入統計などを総合するとリーマンショック直後に匹敵する落ち込みを確認できます。

ただし、こうした実体景気にさらに先行する金融政策は昨年終盤に緩和方向に転換、その後も漸進的ながら追加緩和を行っていることから、経済以外の社会・政治分野で予見不能なネガティブイベントがない限り、今年後半からは景気指標が改善に向かうとみられます。この変化は中国向け輸出の多い近隣アジア諸国や、ユーロ圏、資源産出国の景気安定化に、やがてつながっていくでしょう。

以上のように筆者が描く大局観は、“私たちは今、[米国が独り気を吐く低成長率の世界]という第1幕と、[各国がシンクロナイズする安定成長率の世界]という第2幕の幕間に、いる”というものです。主役を務めていた米国が舞台の袖に下がったことを惜しむのではなく、欧州や中国の奏でる間奏曲に耳を傾けながら、来る第2幕を心待ちにすることが、観客として相応しい行動でしょう。

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

しばらくは100%を若干下回る水準に実質投資比率を抑えた後、期末までには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」で述べたような米国景気に対する投資家目線の下方向修正が生じて、他地域の景気回復が同時に進行すれば、株式市場に大きな混乱は生じないでしょう。もっとも、世界景気全体で測れば加速が見込めないため、株式市場が年初来のレンジ相場を上方に抜け出すことも考えにくい状態です。その意味においては中立的な投資スタンスが望ましいと言えるものの、当面はダウンスайдリスクに注意を払う方針です。

理由のひとつは、欧州や中国の景気回復に先んじて米国への失望が生じる可能性への配慮です。年初に一時的要因で急ブレーキがかかった経済指標の幾つかが足下で改善していることについて、多くの投資家が景気加速の兆候ととらえている状態では、“慎重派”の筆者にとって、その揺り戻しに備えずにはいられません。また、仮に意に反して米国景気が堅調だった場合には金利の上昇が株価上昇抑止効果になってしまうと考えられることから、慎重な投資姿勢が大きな機会損失を生む可能性は比較的低いと判断しています。そして、筆者の想定通り投資家の米国に対する期待がトーンダウンし、春先に生じた長期金利上昇を帳消しにするような金利反落が生じた場合には満を持して、株式投資比率を引き上げる方針です。

当面の慎重姿勢のもうひとつの理由は、一部新興国の窮状がリスク要因としてにわかに株式市場下落要因となる可能性を頭の片隅に置いているからです。度重なる利上げもむなしく通貨安とインフレ率上昇が続く、景気後退に陥っているブラジルとその煽りを受ける周辺国、再び安値を試そうかという原油価格下落と経済制裁のダブルパンチを受け、ウクライナ問題も燃えるロシア、これら主要新興国発の悪材料に、ギリシャや中国に目を向けていた市場は虚を突かれる恐れがあるでしょう。

一方地域配分に関しては、減速が明らかになる米国から回復が明らかになる他地域へのシフ

トを念頭に置いています。ただし、昨年のように株式リターンの優劣が為替市場での優劣を鏡に映したに過ぎない結果となることも十分に考えられるため注意が必要です。具体的には、景況格差の反転が招く米国ドルの反落まで考慮した場合、オーストラリアやカナダなどと異なりドル建て一次産品価格上昇のメリットのないユーロ圏などは、域内景気の回復が直接的に株価に伝わらないことも十分に考えられます。その点において、現在緩和的な金融政策が続けられている多くの国々において、景気回復や景気安定化が中央銀行の姿勢、ひいては為替レートにどの程度変化をもたらすかには注目しています。

もうひとつ、中国景気の立ち直りや、米国ドルの反落に伴う商品価格の反発を想定した戦略を念頭に置いています。この場合、資源輸出国、中国近隣国への配分を高めとするほか、このところ控えていた商品関連ETF投資の拡大も選択肢のひとつとする方針です。

●債券

前期の弱気姿勢を解消して、米国の中長期債主体に強気戦略に転換する方針です。

「●投資環境見通し」で述べたような、景気見通しやインフレ見通しに立てば、米国の利上げがひとまずは1-2回で済む可能性も低くはないと考えられます。現在の市場がFRB自身ほどには金利先高観を有してはいないとは言え、少なくとも来年いっぱいには順調に利上げが行われていくことを織込んでみるとみられるため、金利水準には下方修正余地があるでしょう。年初の反動で好調な一部経済指標のメッキが剥がれる前に、或いは原油安由来で下がったインフレ率が明確に反転するだろうという市場の期待が萎む前にデュレーションを長期化しておくべきと考えています。

その際に注意すべきは、4月末からの世界的金利上昇がそうであったように、世界最低金利水準国の代表であるドイツ金利が誘発する攪乱です。米国とは逆に景況改善を見込んでいる以上、金利低下が期待できる余地は限られ、むしろ来年秋まで実施されるとは言えるものの、2013年の米国よろしく出口政策へ意識が向くことによる金利上昇には注意をします。今のところその導火線とみているインフレ率の力強い回復を見込まないため、警戒ゆえに強気戦略を放棄することは得策でないと考えています。

また、イタリア、スペインなどドイツ周縁国への投資も、ユーロ圏改善の想定の下でやや活発化する方針です。春先にこれら市場が受けたダメージは、元をたどればECBの金融政策に対する永続的期待を背景とする“過度の利回り指向”が原因と考えられます。しかし、同様の背景から急速かつ大きな金利上昇に見舞われたドイツの最長期金利が未だに当時よりも高い水準で取引されていることから、過度な期待は一掃されたとみられます。したがって景況改善がむしろドイツよりも明らかな周縁国債は、ドイツ国債よりも高いリターンを生む可能性が高いでしょう。

●通貨

理由こそ異なれ、前期同様に、日本円の売り持ちを抑制する方針です。また、外国通貨の中では米国ドルの売り持ちを主戦略とする方針です。

前期まで日本円の売り持ちを控えてきた理由は、市場全体でリスク回避指向が顕著化した場合の円高を想定したもので、いわば株式下落ヘッジツールとしての日本円を意識したものでした。しかしながら、今や同様の機能をユーロも担い始めていることに加え、株式投資比率を抑えて債券投資を積極化しようという今期に関しては、ヘッジ自体も必要性が乏しくなっています。

それにも関わらず引き続き日本円の売りを抑制するのは、日本円自体に値上がりの可能性が生じていると見なすからです。すべての通貨に共通の米国ドル下落という材料は別にしても、日本円にはインフレ期待の上方修正や、景気回復初期段階に生じがちな海外株式投資マネーの流入による円高が市場を賑わす可能性が低くないとみています。特に前者に関しては日銀の金融政策に対する市場の期待を一変させるポテンシャルがあるため、通貨戦略だけでなく、円建て債券投資においても重要なテーマと留意しています。

外国通貨内で米国ドル売り・他通貨買い戦略を指向する背景はこれまで繰り返し述べてきた通りです。たとえば、ユーロに関しては、ECBに対する金融緩和継続観測が揺るがない場合には、期待ほど対米国ドルでの反発が生じない可能性はあれども、昨年後半に生じた下落の三分の一程度は反発するであろうと見込んでいます。また、中国景気に対する市場の警戒感が期待感に変わることによって、資源国通貨や新興国通貨も反発の可能性が高まるでしょう。

「●株式」で述べたように、現地通貨建て株式リターンと当該通貨リターンが裏返しになりやすい状態に引き続きあるため、株式での地域配分とバランスをとりながらも、米国独り勝ちから他国の盛り返しに移るテーマを外国通貨配分でも的確にとらえていく方針です。

(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

(2015年 1 月27日～2015年 7 月24日)

項 目	当 期		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 信 託 報 酬	円 65	% 0.752	(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率
(投 信 会 社)	(24)	(0.279)	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)	(37)	(0.425)	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)	(0.048)	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	7	0.082	(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)	(4)	(0.049)	
(投 資 信 託 証 券)	(0)	(0.002)	
(先 物 ・ オ プ シ ョ ン)	(3)	(0.031)	
(c) 有 価 証 券 取 引 税	1	0.006	(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)	(1)	(0.006)	
(d) そ の 他 費 用	5	0.060	(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)	(5)	(0.055)	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)	(0.003)	信託事務の処理に要するその他の諸費用
合 計	78	0.900	
期中の平均基準価額は、8,634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

(2015年 1 月27日～2015年 7 月24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 175,383	千円 285,000

*単位未満は切り捨て。

○株式売買比率

(2015年 1 月27日～2015年 7 月24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	2,141,259千円
(b) 期中の平均組入株式時価総額	2,382,213千円
(c) 売買高比率 (a) / (b)	0.89

* (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

(2015年 1 月27日～2015年 7 月24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		売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況 D	
		B A			D C	
株式	百万円 968	百万円 9	% 0.9	百万円 1,173	百万円 10	% 0.9
公社債	400	99	24.8	200	100	50.0
為替先物取引	6,953	647	9.3	7,253	706	9.7
為替直物取引	265	—	—	235	106	45.1

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。

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)	3,811千円
うち利害関係人への支払額 (B)	17千円
(B) / (A)	0.5%

* 売買委託手数料総額は、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です。

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7月24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
	千口	千口	千円
野村ワールドスター オープン マザーファンド	2,913,753	2,738,369	4,500,784

* 口数・評価額の単位未満は切り捨て。

○投資信託財産の構成

(2015年7月24日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
	千円	%
野村ワールドスター オープン マザーファンド	4,500,784	98.4
コール・ローン等、その他	71,115	1.6
投資信託財産総額	4,571,899	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(2,792,631千円)の投資信託財産総額(4,597,567千円)に対する比率は60.7%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=124.02円、1カナダドル=95.22円、1英ポンド=192.53円、1スイスフラン=129.32円、1スウェーデンクローナ=14.49円、1ノルウェークローネ=15.18円、1デンマーククローネ=18.27円、1ユーロ=136.34円、1香港ドル=16.00円、1シンガポールドル=90.63円、1ウォン=0.1071円、1豪ドル=91.24円。

○資産、負債、元本及び基準価額の状況 (2015年7月24日現在)

項 目	当 期 末
	円
(A) 資産	4,571,899,213
コール・ローン等	71,114,784
野村ワールドスター オープン マザーファンド(評価額)	4,500,784,299
未収利息	130
(B) 負債	34,857,466
未払信託報酬	34,784,039
その他未払費用	73,427
(C) 純資産総額(A－B)	4,537,041,747
元本	5,217,554,204
次期繰越損益金	△ 680,512,457
(D) 受益権総口数	5,217,554,204口
1万口当たり基準価額(C／D)	8,696円

(注) 期首元本額5,453百万円、期中追加設定元本額88百万円、期中一部解約元本額323百万円、計算口数当たり純資産額8,696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4,521,304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 (2015年1月27日～2015年7月24日)

項 目	当 期
	円
(A) 配当等収益	9,700
受取利息	9,700
(B) 有価証券売買損益	232,615,370
売買益	244,200,639
売買損	△ 11,585,269
(C) 信託報酬等	△ 34,857,466
(D) 当期損益金(A＋B＋C)	197,767,604
(E) 前期繰越損益金	△ 88,887,926
(F) 追加信託差損益金	△789,392,135
(配当等相当額)	(72,145,520)
(売買損益相当額)	(△861,537,655)
(G) 計(D＋E＋F)	△680,512,457
(H) 収益分配金	0
次期繰越損益金(G＋H)	△680,512,457
追加信託差損益金	△789,392,135
(配当等相当額)	(72,344,615)
(売買損益相当額)	(△861,736,750)
分配準備積立金	493,558,820
繰越損益金	△384,679,142

* 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 (2015年1月27日～2015年7月24日) は以下の通りです。

項 目	第37期
	2015年1月27日～ 2015年7月24日
a. 配当等収益(経費控除後)	39,996,847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	72,344,615円
d. 信託約款に定める分配準備積立金	453,561,973円
e. 分配対象収益(a＋b＋c＋d)	565,903,435円
f. 分配対象収益(1万口当たり)	1,084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

デリバティブ取引等に係る投資制限に関する所要の約款変更を行いました。

＜変更適用日：2015年4月21日＞

○（参考情報）親投資信託の組入資産の明細

(2015年7月24日現在)

<野村ワールドスター オープン マザーファンド>

下記は、野村ワールドスター オープン マザーファンド全体(2,738,369千口)の内容です。

国内株式

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
建設業 (2.9%)			
長谷工コーポレーション	—	3.5	5,365
大東建託	1.5	—	—
N I P P O	5	—	—
大和ハウス工業	8.5	8.5	26,231
食料品 (4.9%)			
明治ホールディングス	—	0.9	15,444
日本ハム	5	5	15,400
キュービー	4	—	—
ニチレイ	19	—	—
日本たばこ産業	—	4.5	21,323
繊維製品 (0.6%)			
東レ	22	7	6,906
化学 (4.6%)			
日本触媒	12	6	10,884
三井化学	—	33	15,642
日本ゼオン	9	—	—
日東電工	—	1.7	17,068
藤森工業	2	1.7	6,060
医薬品 (—%)			
参天製薬	1.7	—	—
ゴム製品 (—%)			
ブリヂストン	4.5	—	—
ガラス・土石製品 (—%)			
日本特殊陶業	1.7	—	—
鉄鋼 (0.8%)			
新日鐵住金	62	—	—
日新製鋼	—	6	8,472
非鉄金属 (2.6%)			
住友金属鉱山	7	4	6,730
DOWAホールディングス	17	19	21,622
金属製品 (1.1%)			
三和ホールディングス	10	12	12,348

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
文化シヤッター	4	—	—
機械 (10.3%)			
ディスコ	0.9	1.6	15,792
SMC	0.8	0.7	23,537
サトーホールディングス	2.2	2.1	6,342
クボタ	10	11	22,599
ダイキン工業	1.9	—	—
ダイフク	4	7.8	14,274
竹内製作所	1.3	1.3	9,919
グローリー	2	—	—
T P R	3.8	3.8	13,509
日本精工	7	2.6	4,295
電気機器 (11.2%)			
ミネベア	—	5	9,185
日立製作所	—	25	18,872
安川電機	8	—	—
日本電産	—	1.5	15,990
オムロン	3.3	—	—
サンケン電気	—	13	9,035
セイコーエプソン	2.8	—	—
パナソニック	14	12	18,642
アルプス電気	4.7	—	—
ヒロセ電機	1	—	—
OBARA GROUP	0.8	—	—
カシオ計算機	8.6	9.2	23,110
村田製作所	1.7	1.3	25,701
輸送用機器 (10.2%)			
いすゞ自動車	15.5	13.5	21,249
トヨタ自動車	9.1	8	66,216
日野自動車	5	—	—
武蔵精密工業	3.3	—	—
新明和工業	9	8	8,936
ヤマハ発動機	4.2	—	—

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
シマノ	0.8	0.7	13,286
精密機器 (4.3%)			
ナカニシ	2.1	2.3	11,109
オリンパス	4	4	19,340
HOYA	1.4	3.3	16,224
その他製品 (1.2%)			
パイロットコーポレーション	1.5	1.2	6,096
タカラトミー	—	10	7,050
ビジョン	0.9	—	—
岡村製作所	12	—	—
電気・ガス業 (4.3%)			
電源開発	3.3	5	21,500
東京瓦斯	20	24	15,998
メタウォーター	—	2.5	8,262
陸運業 (1.5%)			
東海旅客鉄道	1.1	0.7	15,848
空運業 (2.2%)			
日本航空	—	5.2	23,998
倉庫・運輸関連業 (1.3%)			
近鉄エクスプレス	—	2.6	14,456
情報・通信業 (6.8%)			
コロブラ	2.4	—	—
オービック	3	—	—
大塚商会	2	2.1	13,650
日本テレビホールディングス	12.5	10	22,840
日本電信電話	—	6.6	30,752
KDDI	2.4	—	—
ソフトバンクグループ	3.5	0.8	5,561
卸売業 (4.6%)			
あい ホールディングス	1	—	—
伊藤忠商事	—	10	14,810
丸紅	26	32	21,472
トラスコ中山	—	2.9	12,861

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
小売業 (4.9%)			
エービーシー・マート	1.9	1.8	13,086
ドトール・日レスホールディングス	—	3.5	7,024
スタートトゥデイ	—	2.1	8,347
セブン&アイ・ホールディングス	4.4	—	—
ツルハホールディングス	—	1.2	13,332
ドンキホーテホールディングス	2	—	—
青山商事	—	1.2	5,892
ケーズホールディングス	—	1.2	4,728
銀行業 (8.7%)			
三菱UFJフィナンシャル・グループ	60	54	47,773
三井住友フィナンシャルグループ	1.5	5.5	30,008
横浜銀行	—	20	15,892
保険業 (2.8%)			
東京海上ホールディングス	6.5	5.8	29,800
その他金融業 (2.3%)			
オリックス	13.2	14.3	24,445
不動産業 (2.2%)			
スターツコーポレーション	4.8	6	12,654
イオンモール	—	5.2	11,502
サービス業 (3.7%)			
電通	2.4	2	13,820
みらかホールディングス	1.8	2.1	12,474
リクルートホールディングス	4	1.7	6,477
リロ・ホールディング	1.3	—	—
共立メンテナンス	—	0.8	6,776
合 計	株 数 ・ 金 額	524	494
	銘柄数<比率>	73	68

*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、このファンドが組み入れているマザーファンドの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。

*ー印は組み入れなし。

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	
AMERICAN EXPRESS CO		13	7	56	6,972	消費者金融
AMERICAN INTL GROUP		18	11	70	8,750	保険
AMERISOURCEBERGEN CORP		—	3	33	4,097	ヘルスケア・プロバイダー/ヘルスケア・サービス
AMGEN INC		—	4	65	8,140	バイオテク ノ ロジ ー
APPLE INC		11	8	100	12,417	コンピュータ・周辺機器
BAXALTA INC		—	4	12	1,552	バイオテク ノ ロジ ー
BAXTER INTERNATIONAL INC.		7	4	15	1,883	ヘルスケア機器・用品
CELGENE CORP		—	3	41	5,172	バイオテク ノ ロジ ー
CISCO SYSTEMS		—	16	44	5,558	通信機器
CITIGROUP		12	12	74	9,281	銀行
COCA COLA CO		20	20	81	10,129	飲料
CONOCOPHILLIPS		11	11	59	7,372	石油・ガス・消耗燃料
CORNING INC		20	20	37	4,658	電子装置・機器・部品
DISNEY (WALT) CO		10	10	118	14,733	メディア
EBAY INC		7	7	19	2,468	インターネットソフトウェア・サービス
EMERSON ELEC		—	7	36	4,472	電気設備
EXPRESS SCRIPTS HOLDING INC-COMMON		13	10	98	12,233	ヘルスケア・プロバイダー/ヘルスケア・サービス
EXXON MOBIL CORP		10	10	82	10,264	石油・ガス・消耗燃料
FREEPORT-MCMORAN INC		13	—	—	—	金属・鉱業
GENERAL DYNAMICS		8	8	115	14,366	航空宇宙・防衛
GOOGLE INC-CL A		1	—	—	—	インターネットソフトウェア・サービス
GOOGLE INC-CL C		1	1	90	11,186	インターネットソフトウェア・サービス
GRAINGER(W.W.) INC		—	1	22	2,805	商社・流通業
HOME DEPOT		14	7	80	9,948	専門小売り
JPMORGAN CHASE & CO		18	12	83	10,364	銀行
JOHNSON & JOHNSON		13	13	130	16,154	医薬品
JOHNSON CONTROLS INC		—	9	41	5,172	自動車部品
MASTERCARD INC-CLASS A		10	10	95	11,801	情報技術サービス
MERCK & CO INC		11	5	31	3,961	医薬品
MICROSOFT CORP		24	20	92	11,437	ソフトウェア
MOODYS CORP		7	7	78	9,702	各種金融サービス
ORACLE CORPORATION		17	17	66	8,222	ソフトウェア
PAYPAL HOLDINGS INC		—	7	25	3,212	情報技術サービス
PEPSICO INC		7	7	71	8,890	飲料
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL		12	9	76	9,535	タバコ
PRAXAIR INC		—	1	11	1,428	化学
PRICELINE GROUP INC/THE		—	1	122	15,241	インターネット販売・カタログ販売
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP		—	5	26	3,254	保険
PROCTER & GAMBLE CO		—	7	56	7,005	家庭用品
QUALCOMM INC		10	5	30	3,830	通信機器
REPUBLIC SERVICES INC-CL A		10	10	40	5,035	商業サービス・用品
SCHLUMBERGER LTD		—	3	25	3,200	エネルギー設備・サービ
SUNCOR ENERGY INC		17	9	23	2,876	石油・ガス・消耗燃料
3M CORP		—	3	44	5,562	コングロマリット
TIME WARNER CABLE-A		6	6	121	15,120	メディア
TORONTO DOMINION BANK		12	12	47	5,948	銀行
VALSPAR CORP		—	4	32	4,026	化学
WELLS FARGO CO		23	16	93	11,550	銀行
XILINX INC		13	6	26	3,327	半導体・半導体製造装置
小 計		403	391	2,857	354,328	
銘 柄 数 < 比 率 >		33	47	—	< 7.9% >	

銘柄	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
(イギリス)		百株	百株	千英ポンド	千円	
CRODA INTERNATIONAL PLC		13	—	—	—	化学
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC		17	17	60	11,715	タバコ
STANDARD CHARTERED PLC		48	—	—	—	銀行
BP PLC		225	200	80	15,440	石油・ガス・消耗燃料
LLOYDS BANKING GROUP PLC		715	810	69	13,456	銀行
GLAXOSMITHKLINE PLC		47	47	63	12,279	医薬品
ASTRAZENECA PLC		25	25	107	20,665	医薬品
ANGLO AMERICAN PLC		51	61	49	9,470	金属・鉱業
RELX PLC		65	75	82	15,941	メディア
GLENCORE PLC		230	256	56	10,845	金属・鉱業
ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC		57	84	63	12,185	航空宇宙・防衛
VESUVIUS PLC		—	60	24	4,782	機械
COMPASS GROUP PLC		93	93	102	19,642	ホテル・レストラン・レジャー
小 計	株 数 ・ 金 額	1,586	1,728	760	146,426	
	銘柄 数 < 比 率 >	12	11	—	<3.3%>	
(スイス)				千スイスフラン		
ZURICH INSURANCE GROUP AG		3	3	90	11,743	保険
NOVARTIS-REG		23	23	227	29,416	医薬品
ABB LTD		34	44	88	11,380	電気設備
ROCHE HOLDINGS (GENUSSSCHEINE)		7	7	195	25,301	医薬品
NESTLE SA-REG		32	32	232	30,043	食品
JULIUS BAER GROUP LTD		16	9	48	6,226	資本市場
UBS GROUP AG		54	34	73	9,528	資本市場
小 計	株 数 ・ 金 額	169	152	956	123,640	
	銘柄 数 < 比 率 >	7	7	—	<2.7%>	
(スウェーデン)				千スウェーデンクローナ		
ERICSSON LM-B		53	103	958	13,887	通信機器
小 計	株 数 ・ 金 額	53	103	958	13,887	
	銘柄 数 < 比 率 >	1	1	—	<0.3%>	
(ノルウェー)				千ノルウェークローネ		
STATOIL ASA		30	30	411	6,248	石油・ガス・消耗燃料
小 計	株 数 ・ 金 額	30	30	411	6,248	
	銘柄 数 < 比 率 >	1	1	—	<0.1%>	
(ユーロ…ドイツ)				千ユーロ		
ADIDAS AG		12	14	100	13,697	繊維・アパレル・贅沢品
SAP SE		12	12	80	10,973	ソフトウェア
PUMA SE		3	1	23	3,148	繊維・アパレル・贅沢品
BASF SE		7	11	91	12,428	化学
DRAEGERWERK AG - PFD		8	—	—	—	ヘルスケア機器・用品
ALLIANZ SE		3	3	46	6,290	保険
MUENCHENER RUECKVERSICHERUNG (REG)		1	5	85	11,677	保険
VOLKSWAGEN AG-PREF		5	6	117	15,959	自動車
DAIMLER AG		18	9	75	10,272	自動車
SIEMENS AG		4	—	—	—	コングロマリット
DEUTSCHE BANK AG-REG		20	20	61	8,444	資本市場
小 計	株 数 ・ 金 額	93	81	681	92,893	
	銘柄 数 < 比 率 >	11	9	—	<2.1%>	
(ユーロ…イタリア)						
ENI SPA		42	—	—	—	石油・ガス・消耗燃料
SNAM SPA		159	159	72	9,885	ガス
TELECOM ITALIA SPA		650	650	79	10,856	各種電気通信サービス
TELECOM ITALIA-RNC		540	840	81	11,108	各種電気通信サービス

銘柄	株数	株数	期末		業種等
			評価額	外貨建金額	
(ユーロ…イタリア)	百株	百株	千ユーロ	千円	
ANSALDO STS SPA	20	20	18	2,571	運送インフラ
小計	株数・金額	1,411	1,669	252	34,421
	銘柄数<比率>	5	4	—	<0.8%>
(ユーロ…フランス)					
MICHELIN B	9	—	—	—	自動車部品
RENAULT	11	—	—	—	自動車
TECHNIP SA	12	15	74	10,174	エネルギー設備・サービス
SANOFI	15	3	29	4,018	医薬品
STMICROELECTRONICS NV	140	110	80	10,996	半導体・半導体製造装置
SOCIETE GENERALE	30	22	100	13,692	銀行
MG-METROPOLE TELEVISION	30	—	—	—	メディア
AXA	54	54	132	18,115	保険
GROUPE EUROTUNNEL SE - REGR	12	12	16	2,202	運送インフラ
小計	株数・金額	313	216	434	59,198
	銘柄数<比率>	9	6	—	<1.3%>
(ユーロ…オランダ)					
ING GROEP NV	115	85	133	18,235	銀行
小計	株数・金額	115	85	133	18,235
	銘柄数<比率>	1	1	—	<0.4%>
(ユーロ…スペイン)					
AENA SA	—	12	117	15,992	運送インフラ
小計	株数・金額	—	12	117	15,992
	銘柄数<比率>	—	1	—	<0.4%>
ユーロ計	株数・金額	1,932	2,063	1,619	220,741
	銘柄数<比率>	26	21	—	<4.9%>
(香港)			千香港ドル		
CHEUNG KONG	290	—	—	—	不動産管理・開発
HONG KONG EXCHANGES & CLEARING LTD	—	100	2,224	35,584	各種金融サービス
ESPRIT HOLDING LTD	4	—	—	—	専門小売り
HONG KONG & CHINA GAS	1,568	1,142	1,809	28,946	ガス
GALAXY ENTERTAINMENT GROUP L	—	420	1,461	23,385	ホテル・レストラン・レジャー
BOC HONG KONG HOLDINGS LTD	1,540	760	2,435	38,972	銀行
ATA GROUP LTD	340	340	1,749	27,988	保険
CK HUTCHISON HOLDINGS LTD	—	150	1,716	27,456	コングロマリット
CHEUNG KONG PROPERTY HOLDING	—	360	2,334	37,353	不動産管理・開発
小計	株数・金額	3,742	3,272	13,730	219,687
	銘柄数<比率>	5	7	—	<4.9%>
(シンガポール)			千シンガポールドル		
DBS GROUP HLDGS	—	250	534	48,441	銀行
UNITED OVERSEAS BANK	360	—	—	—	銀行
小計	株数・金額	360	250	534	48,441
	銘柄数<比率>	1	1	—	<1.1%>
(オーストラリア)			千豪ドル		
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANK	79	79	255	23,334	銀行
BHP BILLITON LIMITED	193	51	132	12,096	金属・鉱業
TRANSURBAN GROUP	—	217	213	19,462	運送インフラ
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	32	—	—	—	銀行
RIO TINTO LTD	26	26	133	12,220	金属・鉱業
FLIGHT CENTRE TRAVEL GROUP LTD	50	—	—	—	ホテル・レストラン・レジャー
NATIONAL AUSTRALIA BANK	—	120	409	37,335	銀行
JB HI-FI LTD	—	58	117	10,763	専門小売り
WOOLWORTHS LIMITED	—	71	199	18,241	食品・生活必需品小売り
SUPER RETAIL GROUP LTD	—	157	148	13,508	専門小売り

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	
(オーストラリア)		百株	百株	千豪ドル	千円	運送インフラ
SYDNEY AIRPORT		—	195	107	9,803	
小 計	株 数	381	975	1,718	156,766	
	銘 柄 数 < 比 率 >	5	9	—	<3.5%>	
合 計	株 数	8,657	8,966	—	1,290,168	
	銘 柄 数 < 比 率 >	91	105	—	<28.7%>	

* 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。
* 邦貨換算金額欄の< >内は、このファンドが組み入れているマザーファンドの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。
* —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
普通社債券 (含む投資法人債券)	千円	千円	%	%	%	%	%
	300,000	300,744	6.7	—	—	—	6.7
合 計	(300,000)	(300,744)	(6.7)	(—)	(—)	(—)	(6.7)
	300,000	300,744	6.7	—	—	—	6.7
	(300,000)	(300,744)	(6.7)	(—)	(—)	(—)	(6.7)

* () 内は非上場債で内書きです。
* 組入比率は、このファンドが組み入れているマザーファンドの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。
* —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4.5%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
普通社債券(含む投資法人債券)		%	千円	千円	
トクヤマ 第23回社債間限定同順位特約付		0.575	100,000	99,687	2016/9/8
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	100,407	2016/9/26
ルノー 第15回円貨社債 (2014)		1.09	100,000	100,650	2016/6/6
合 計			300,000	300,744	

* 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 1,650	千米ドル 1,674	千円 207,643	% 4.6	% —	% 2.3	% 2.3	% —
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 5,360	77,670	1.7	—	1.7	—	—
ユーロ	千ユーロ	千ユーロ						
イタリア	1,900	2,233	304,496	6.8	—	2.6	4.2	—
日本	750	757	103,330	2.3	—	2.3	—	—
合 計	—	—	693,141	15.4	—	8.9	6.5	—

* 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、このファンドが組み入れているマザーファンドの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・インベスターズ・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				
			利 率	額面金額	評 価 額		償還年月日
					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)	MITSUBISHI UFJ LEASE&FIN	2.0	500	501	62,203	2018/2/28
		MITSUBISHI UFJ TR & BANK	1.6	350	348	43,247	2017/10/16
		RESONA BANK LTD	5.85	800	824	102,192	2049/9/29
小 計						207,643	
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	5,360	77,670	2023/11/13
小 計						77,670	
ユーロ				千ユーロ	千ユーロ		
	イタリア	国債証券	BUONI POLIENNALI DEL TES	4.25	1,200	1,372	187,183
			BUONI POLIENNALI DEL TES	5.0	700	860	117,312
	日本	普通社債券 (含む投資法人債券)	SUMITOMO MITSUI BANKING	4.375	750	757	103,330
							2049/7/29
小 計						407,826	
合 計						693,141	

* 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。

国内投資信託証券

銘柄		期首(前期末)	当 期 末		
		口 数	口 数	評 価 額	比 率
ジャパン・ホテル・リート投資法人 投資証券		口 —	口 130	千円 10,296	% 0.2
合 計	口 数 ・ 金 額	—	130	10,296	
	銘 柄 数<比 率>	—	1	<0.2%>	

* 比率は、このファンドが組み入れているマザーファンドの純資産総額に対する投資信託証券評価額の比率。
* 評価額の単位未満は切り捨て。
* ー印は組み入れなし。

外国投資信託証券

銘		柄	期首(前期末)	当 期 末			
			口 数	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	17,300	181	22,571	0.5
POWERSHARES DB AGRICULTURE F			2,600	6,600	145	18,040	0.4
UNITED STATES OIL FUND LP			200	14,300	230	28,624	0.6
小 計	口 数 ・ 金 額	3,100	38,200	558	69,235		
	銘 柄 数 < 比 率 >	3	3	—	< 1.5% >		
(シンガポール)					千シンガポールドル		
PARKWAY LIFE REAL ESTATE			113,000	113,000	271	24,578	0.5
小 計	口 数 ・ 金 額	113,000	113,000	271	24,578		
	銘 柄 数 < 比 率 >	1	1	—	< 0.5% >		
合 計	口 数 ・ 金 額	116,100	151,200	—	93,814		
	銘 柄 数 < 比 率 >	4	4	—	< 2.1% >		

* 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、このファンドが組み入れているマザーファンドの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	末
			買 建 額	売 建 額
国 内	株式先物取引	T O P I X	百万円 —	百万円 627
		日経225	—	164
	債券先物取引	10年国債標準物	—	1,474
外	株式先物取引	CAN60	238	—
		DAX30	—	117
		DJIAVMN	—	252
		EUR050	371	—
		FT100	127	—
		FTSE/MIB	48	—
		HANGSENG	—	243
		IBEX	31	—
		MSCIS	—	34
		NASDAQMN	—	183
		SP500	2,602	—
		SPI200	50	—
		SPEMINI	26	—
		SWISSMKT	—	12
		CBOEVIX	—	3
国	債券先物取引	TNOTE (2YEAR)	1,628	—
		TNOTE (5YEAR)	251	—
		AU03YR	560	—
		AU10YR	—	127
		BOBL	—	88
		BTP	—	184
		BUNDS	—	313
		BUXL	—	62
		CANADA	—	189
		GILTS	44	—
		TBOND	191	—
		TNOTE (10YEAR)	—	518
		T-ULTRA	—	58

* 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。

* ー印は組み入れなし。

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				騰 落 率 (1 年 間)		
		期 騰 落 率	株 組 入 比 率	株 先 物 比 率	純 資 産 額	期 間 末	基 準 価 額	ベンチマーク
	円	%	%	%	百万円		%	%
10期(2011年1月24日)	9,275	15.0	49.9	59.5	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

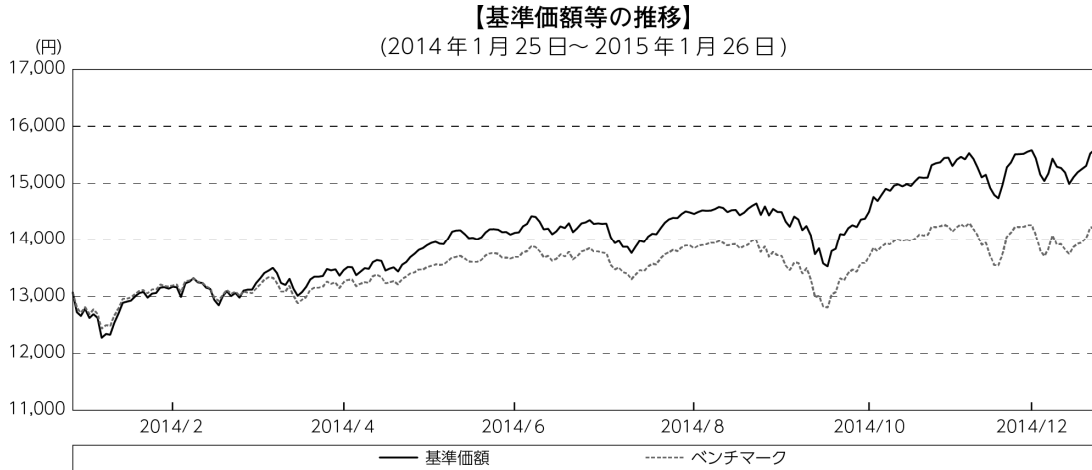
年 月 日	基 準 価 額	騰 落 率			騰 落 率 (2013年12月 末 比)		
		騰 落 率	株 組 入 比 率	株 先 物 比 率		基 準 価 額	ベンチマーク
(期 首) 2014年1月24日	円 13,071	% －	% 51.4	% 63.2		%	%
1 月末	12,688	△ 2.9	51.6	58.9	2014年1月末	△ 3.8	△ 2.6
2 月末	13,169	0.7	50.8	62.8	2014年2月末	△ 0.2	0.6
3 月末	13,234	1.2	51.6	64.5	2014年3月末	0.3	0.2
4 月末	13,458	3.0	50.0	63.6	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国債や北欧国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の良い調子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政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。

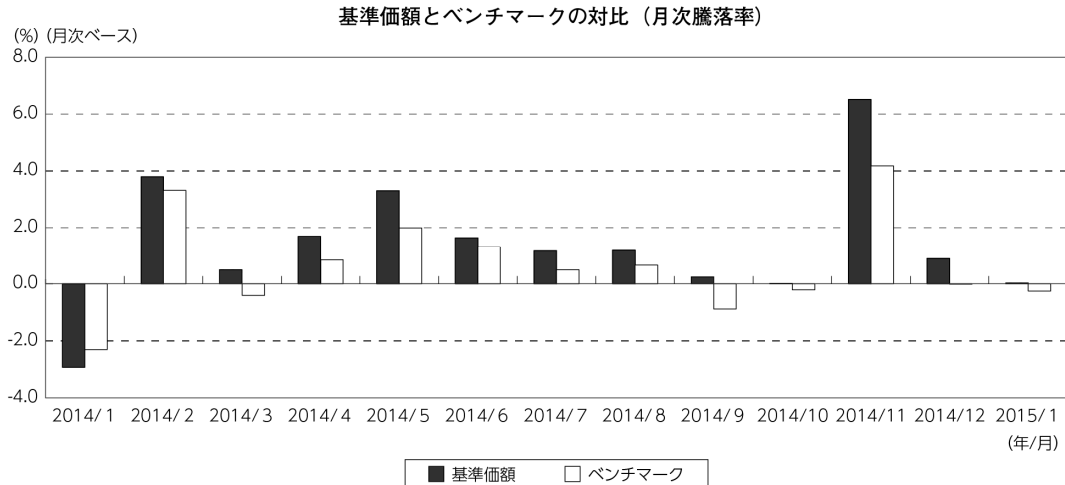
〔 野村ワールドスター オープンの実質保有比率を考慮して、野村ワールドスター オープンマザーファンドの株式・債券の組入比率、株式・債券の中での国別投資配分、為替ヘッジ比率を決定いたしました。 〕

○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	社債券（投資法人債券を含む）	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
	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
	株式先物取引	16,691	17,548	4,925	4,833
外 国	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 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 10	百万円 3	百万円 0.37388	百万円 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		売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況 D	
			$\frac{B}{A}$			$\frac{D}{C}$
株式	百万円 1,360	百万円 48	% 3.5	百万円 1,574	百万円 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	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
建設業 (4.7%)				
大東建託	1.4	1.5	20,565	
N I P P O	7	5	9,590	
大和ハウス工業	—	8.5	18,555	
積水ハウス	9	—	—	
食料品 (3.5%)				
日本ハム	—	5	14,490	
不二製油	8.5	—	—	
キュービー	—	4	10,572	
ニチレイ	12	19	11,210	
日本たばこ産業	5.8	—	—	
繊維製品 (2.1%)				
東レ	26	22	21,736	
化学 (3.5%)				
日本触媒	—	12	19,788	
三菱瓦斯化学	18	—	—	
日本ゼオン	5	9	10,485	
関西ペイント	5	—	—	
D I C	48	—	—	
富士フイルムホールディングス	2	—	—	
藤森工業	—	2	6,400	
医薬品 (1.2%)				
参天製薬	—	1.7	12,002	
沢井製薬	1.2	—	—	
ゴム製品 (2.0%)				
ブリヂストン	6.4	4.5	20,999	
ガラス・土石製品 (0.6%)				
東海カーボン	15	—	—	
日本碍子	6	—	—	
日本特殊陶業	8	1.7	6,222	
鉄鋼 (1.7%)				
新日鐵住金	48	62	17,837	
日立金属	7	—	—	
非鉄金属 (2.7%)				
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
DOWAホールディングス	13	17	15,997	
金属製品 (1.2%)				
三和ホールディングス	12	10	8,320	
文化シヤッター	—	4	3,772	
機械 (10.9%)				
ディスコ	1.9	0.9	9,765	
SMC	0.9	0.8	25,192	
サトーホールディングス	1	2.2	5,887	
クボタ	—	10	17,825	
ダイキン工業	—	1.9	15,796	
椿本チエイン	9	—	—	
ダイフク	—	4	5,332	
竹内製作所	—	1.3	5,726	
グローリー	2.3	2	6,160	
T P R	—	3.8	11,035	
ホンザキ電機	2.3	—	—	
日本精工	13	7	9,863	
マキタ	2.3	—	—	
電気機器 (12.5%)				
ミネベア	22	—	—	
東芝	21	—	—	
安川電機	—	8	12,560	
東芝テック	10	—	—	
オムロン	—	3.3	16,533	
セイコーエプソン	—	2.8	13,706	
E I Z O	2	—	—	
パナソニック	—	14	18,606	
アルプス電気	—	4.7	11,237	
ヒロセ電機	—	1	13,900	
OBARA GROUP	—	0.8	4,592	
カンオ計算機	—	8.6	16,443	
村田製作所	1.1	1.7	21,768	
小糸製作所	8	—	—	
リコー	10	—	—	

銘 柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	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	評 価 額
	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
ジェイアイエス	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。

*—印は組み入れなし。

外国株式

銘柄		株数	当期末	期末		業種等
				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・プロバイダー/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
FREEPORT-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・金額 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		期首(前期末)	当 期		業 種 等	
		株 数	株 数	評 価 額		
				外貨建金額	邦貨換算金額	
(イギリス)		百株	百株	千英ポンド	千円	
GLENCORE PLC		320	230	57	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	1,849	1,586	831	146,849	
	銘 柄 数 < 比 率 >	11	12	—	<3.2%>	
(スイス)				千スイスフラン		
ZURICH INSURANCE GROUP AG		5	3	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 (GENUSSSCHEINE)		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	184	169	880	117,972	
	銘 柄 数 < 比 率 >	7	7	—	<2.6%>	
(スウェーデン)				千スウェーデンクローナ		
ERICSSON LM-B		140	53	542	7,657	通信機器
小 計	株 数 ・ 金 額	140	53	542	7,657	
	銘 柄 数 < 比 率 >	1	1	—	<0.2%>	
(ノルウェー)				千ノルウェークローネ		
STATOIL ASA		40	30	412	6,220	石油・ガス・消耗燃料
小 計	株 数 ・ 金 額	40	30	412	6,220	
	銘 柄 数 < 比 率 >	1	1	—	<0.1%>	
(ユーロ…ドイツ)				千ユーロ		
ADIDAS AG		7	12	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	75	93	725	95,237	
	銘 柄 数 < 比 率 >	5	11	—	<2.1%>	
(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	1,575	1,411	259	34,074	
	銘 柄 数 < 比 率 >	4	5	—	<0.8%>	
(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		期首(前期末) 株数	当 期 末		業 種 等
			株数	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
AXA		—	54	111	14,676
GROUPE EUROTUNNEL SE - REGR		110	12	14	1,843
小計	株数・金額	411	313	730	95,872
	銘柄数<比率>	7	9	—	<2.1%>
(ユーロ…オランダ)					
ING GROEP NV		140	115	130	17,194
小計	株数・金額	140	115	130	17,194
	銘柄数<比率>	1	1	—	<0.4%>
ユーロ計	株数・金額	2,201	1,932	1,845	242,378
	銘柄数<比率>	17	26	—	<5.3%>
(香港)				千香港ドル	
CHEUNG KONG		290	290	4,228	64,184
ESPRIT HOLDING LTD		4	4	3	52
HONG KONG & CHINA GAS		562	1,568	2,794	42,423
BOC HONG KONG HOLDINGS LTD		1,540	1,540	4,119	62,534
SJM HOLDINGS LIMITED		1,780	—	—	—
AIA GROUP LTD		—	340	1,528	23,199
小計	株数・金額	4,176	3,742	12,674	192,393
	銘柄数<比率>	5	5	—	<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
小計	株数・金額	360	360	852	74,534
	銘柄数<比率>	1	1	—	<1.6%>
(オーストラリア)				千豪ドル	
AUSTRALIA & NEW ZEALAND BANK		79	79	256	23,775
BHP BILLITON LIMITED		193	193	567	52,673
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA		32	32	280	26,012
RIO TINTO LTD		26	26	148	13,806
FLIGHT CENTRE TRAVEL GROUP LTD		50	50	181	16,809
小計	株数・金額	381	381	1,433	133,077
	銘柄数<比率>	5	5	—	<2.9%>
合計	株数・金額	9,899	8,657	—	1,241,713
	銘柄数<比率>	80	91	—	<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。

* —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B B格以下 組 入 比 率	残存期間別組入比率		
	千円	千円	%	%	5年以上	2年以上	2年未満
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				償 還 年 月 日
	利 率	額 面 金 額	評 価 額	組 入 比 率	
普通社債券(含む投資法人債券)	%	千円	千円		
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
アブ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・インベスターズ・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			
			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
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
小	計					76,215
ユーロ				千ユーロ	千ユーロ	
	イタリア	国債証券	4.25 5.0	1,200 700	1,393 882	183,000 115,869
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		期首(前期末)	当 期 末			
		口 数	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		期末
			買建額	売建額	額
国内	株式先物取引	T O P I X	百万円		百万円
		日経 2 2 5	—		476
			—		122
外	株式先物取引	CAN60	48		—
		DAX30	—		105
		DJIAVMN	—		124
		EUR050	399		—
		FT100	167		—
		FTSE/MIB	—		26
		HANGSENG	—		113
		MSCIN	—		105
		NASDAQMN	20		—
		SP500	2,465		—
		SPI200	25		—
		SWISSMKT	—		43
		CBOEVIX	—		8
国	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。
 * ー印は組み入れなし。

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	期末
				買建額	売建額
国内	株式オプション取引	日経 2 2 5	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。
 * ー印は組み入れなし。

○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
	千円	%
株式	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。