

**NOMURA**

Connecting Markets East & West

# インベストメント・アウトLOOK

2018年夏号

**野村アセットマネジメント**

© Nomura

# 野村アセットマネジメント

## 投資プラットフォーム

2017年12月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p><b>5.4兆円</b> <b>87名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本 コア / バリューストック / グロース / 小型インカム / テーマ / ESG</li> <li>グローバル マルチテーマ / バリューストック / インカム / 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*)</li> <li>アジア バリューストック / インカム / テーマ / 単一国 / 地域特化</li> <li>REIT 国内 / アジア / グローバル / 米国 (ACI*)</li> <li>ロング・ショート / 集中投資 / カバードコール</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> </ul> <p>* American Century Investments®</p>	<p><b>12.5兆円</b> <b>54名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本 総合 / 国債 / クレジット</li> <li>グローバル 総合 / 国債 / クレジット / ハイ・イールド (NCRAM*)</li> <li>アジア ドル建 / 現地通貨建</li> <li>新興国 高金利通貨運用 / ドル建 (NCRAM*) / 現地通貨建</li> <li>アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型 (NGA**)</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> <li>キャッシュ・マネジメント</li> </ul> <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** * Nomura Global Alpha LLC.</p>	<p><b>21.8兆円</b> <b>29名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / コモディティ</li> <li>インデックス / "Funds-i" 株式: 先進国 / 新興国 債券: 総合 / 国債 / クレジット / 新興国 REIT / 商品</li> <li>株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム / クオリティ マルチ・スマートベータ ESG</li> <li>債券スマートベータ RAFI</li> <li>コンセプト型運用 / ソリューション</li> </ul>	<p><b>9.1兆円</b> <b>29名</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー (NFR&amp;T*)</li> <li>オルタナティブ ヘッジファンド / CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産</li> </ul> <p>*野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社</p>

### マルチアセット&ソリューションズ

**0.9兆円**  
**18名**

オールウェザー・ファクター・アロケーション / スマートプレミアム戦略  
マルチ・ベータ・バランス戦略  
日本株TAA / スタイルアロケーション

マルチ・アセット・インカム戦略  
システムティック・マクロ戦略  
オルタナティブ・リスク・プレミアム

(注) 上記は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社のケイパビリティ毎の運用資産残高、投資プロフェッショナル数、主要戦略を表記しています。海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャー等は対象外です。このため、巻末の運用資産残高等とは異なります。

# インベストメント・アウトルック

## 2018年夏号

『インベストメント・アウトルック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。

前2018年度上期号ではエコノミストやCIOが投資環境や投資戦略を幅広く議論しましたが、今2018年夏号では各資産のポートフォリオ・マネージャーやストラテジストが登場し、各自の運用の考え方や市場の見方などについてそれぞれのユニークなアイデアを述べています。なお、各意見は6~7月時点での見解であり、また、会社としての統一の見解ではありません。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

### 頁・コンテンツ

---

## 3 グローバル投資環境

当面、米国の段階的利上げが続く  
中長期的には低インフレ、低金利環境に戻る

---

## 6 新興国債券

マクロ不均衡の是正が進み跛行色が強まる新興国  
持続可能な経済を見極めることが重要

---

## 9 インド株式市場

経常赤字拡大を背景としたルピー安に注意  
良好な人口動態を背景とした中長期的な成長に期待

---

## 12 日本小型成長株

日本市場は眠る小型成長株の宝庫  
AIでは捉えきれないことを「足を運んで肌で感じる」

---

## 15 日本株式市場の長期見通し

日本株は完全復活、長期投資で報われる市場として生まれ変わった  
2027~28年頃に史上最高値更新

# グローバル投資環境



チーフ・ストラテジスト 榎 茂樹

当面、米国の段階的利上げが続く  
中長期的には低インフレ、低金利環境に戻る

米国は3ヵ月ごとに0.25%の利上げを続ける模様

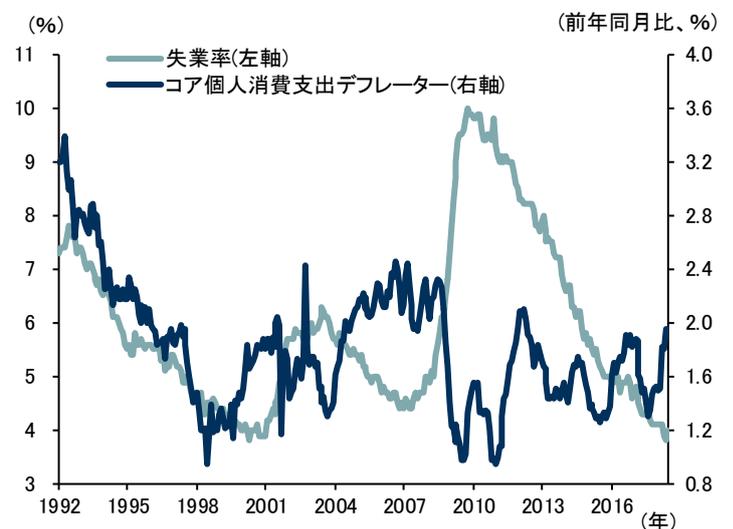
6月12、13日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、政策金利であるフェデラルファンド金利の目標値が1.50~1.75%から1.75~2.00%に引き上げられました。FOMC参加者の見通しの中央値によれば、今年中にさらに0.50%、来年には0.75%の利上げが見込まれています。

振り返ってみると、FRB(米連邦準備制度理事会)は、2016年12月以降、2017年9月を除いて3ヵ月ごとに0.25%ずつの利上げを続けてきました。2017年9月もFRBの保有資産の縮小計画が決定され、利上げの代わりになったとも言えます。その点から見れば、FRBは利上げを加速化させるのではなく、当面、これまでと同じペースでの利上げを続けようとしていると見られます。

FRBが利上げを続ける背景には、米国の失業率が4%前後まで低下して、事実上労働需給が均衡すると考えられる4%台半ばを大幅に下回っていることと、エネルギー、原材料の価格上昇が波及して、FRBが金融政策運営上重視するエネルギー、食料品を除いたコア個人消費支出デフレーター(注)のインフレ率が、FRBの目標である概ね2%に達したことが挙げられます。

失業率が連続的に上昇するほど景気が鈍化しない限り、今後FRBは3ヵ月ごとに0.25%ずつの利上げを続けるでしょう。

米国の失業率とインフレ率  
(1992年1月~2018年6月、月次)



(注) コア個人消費支出デフレーターはエネルギー、食料品を除く直近値は2018年5月  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

日欧では金利の変更は当面見送られる可能性が高い

一方、ECB(欧州中央銀行)は6月14日の理事会で、国債などの資産を大量に購入する量的金融緩和を今年末に終了させる方針を示しました。ただ、政策金利の引き上げは少なくとも来年夏まで行わないとしています。

日本銀行は6月14、15日の政策決定会合で金融政策の変更を見送りました。しかし、年80兆円を目処にした国債の購入は実際には既に大幅にペースダウンしており、量的緩和の意味は薄れて

います。一方、10年国債利回りを0%近辺に維持するイールドカーブ・コントロール政策の変更は、当面ないものと見られます。

日米欧の金融政策を比較すると、量的緩和策が終了に向かっている点ではある程度共通しているようです。しかし、金利面では、段階的な利上げを進めようとする米国と、当面政策変更を見送る姿勢の日欧の差は顕著です。

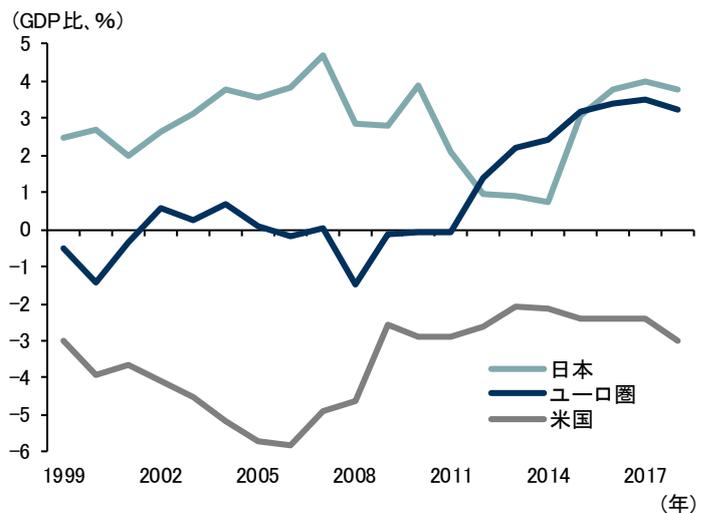
## 米国景気は当面減速しない模様

米国で利上げが続けば、米国株価の上昇が鈍り、やがて米国経済は減速するでしょう。しかし、昨年末から今年初めに決定された減税や歳出拡大が景気を刺激するため、少なくとも来年半ばまで、米国景気は大きく減速しないと見られます。

一方、ユーロ圏や日本では利上げが当面見送られることから、金融政策は景気減速要因にはならないでしょう。対米金利差拡大によりユーロや円が米ドルに対して下落すれば、ユーロ圏や日本の景気や株式市場にはプラスに働くでしょう。

但し、ユーロ圏や日本が経常収支黒字を記録し、ユーロや円には割安感があることや、米トランプ政権が米国の貿易・経常収支赤字を問題視し、保護主義圧力を強めるなか、ユーロや円は米ドルに対して大幅には下落しないでしょう。

日米欧の経常収支  
(1999年～2018年、年次)



(注) 2018年はIMF(国際通貨基金)による予測  
(出所) IMFのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 米金利上昇の影響は新興国に出やすい

米国の利上げの影響は、米国自身や日本やユーロ圏などの他の先進国より、新興国に出やすいでしょう。新興国の多くでは、国内金融市場が未発達なため、資金の運用も調達も海外市場、特に米ドル建て市場に依存する所が大きいようです。そのため、米金利が上昇すると、企業などの資金調達コストが上昇しやすくなります。また、国際的な投資家や金融機関も、米ドルを調達して新興国の株式や債券に投資したり、新興国向けに融資をしたりしているため、米金利が上昇すると新興国向け投融資が手控えられ、新興国の通貨、株価、債券価格が下落しやすくなります。さらに通貨が米ドルに対して下落すると、米ドル建て債務の返済負担が増大するため、中央銀行は通貨防衛のために金融引き締めを迫られることもあります。

先進国においても、新興国の景気減速や通貨下落によって新興国向け輸出が鈍化することで影響を受ける可能性があります。

もちろん、新興国の中でも米金利上昇の影響の大小はあるでしょう。経常収支や財政収支の赤字が大きく、海外資金にそのファイナンスを依存し、高めのインフレが続いて、国民の本国通貨に対する信認が弱い国は、影響を受けやすいと考えられます。一方、経常収支や財政収支が長期的に黒字基調で、海外資金にあまり依存せず、もともとインフレ率が低位で安定していた国は、影響は受けにくいでしょう。

ただし、保護主義圧力が高まって世界貿易が鈍化すれば、輸出依存度の高い国は影響を受けやすい点にも注意は必要です。

## 米金利の上昇が止まれば、新興国市場は注目を集める

もっとも、米金利の上昇が当面続くと言っても、過去の米国の金利上昇期に比べると、金利のピークは低い水準に留まると見られます。

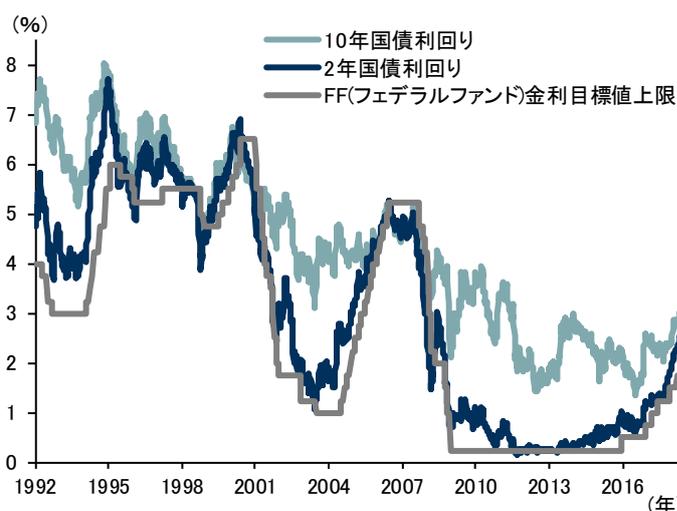
エネルギー、原材料の価格上昇のインフレ率への波及が一巡し、段階的利上げによって米景気が徐々に減速すれば、政策金利は、来年半ば頃に3%前後でピークを打つと予想されます。インフレ率と政策金利などの短期金利の上昇に限界が見えれば、米10年国債利回りのような長期金利は現在の水準からそれほど上昇せず、長短金利差は縮小するでしょう。

日米の失業率は既に歴史的低水準まで低下しています。それでもインフレ率があまり上昇していない背景には、経済の国際化や情報・通信・運輸等の技術進歩があるようです。インターネットなどを通じて価格などの情報が広く伝わり、世界中の財・サービスが利用可能になったことで市場競争圧力が強まり、企業は値上げがしにくくなっていると考えられます。

先進国のインフレ率の安定はこうした構造的要因に基づく所が大きいと見られ、労働力人口や労働生産性の鈍化によって経済成長率の基調も低めに留まると予想されることから、先進国の金利は中長期的に低水準に留まるでしょう。

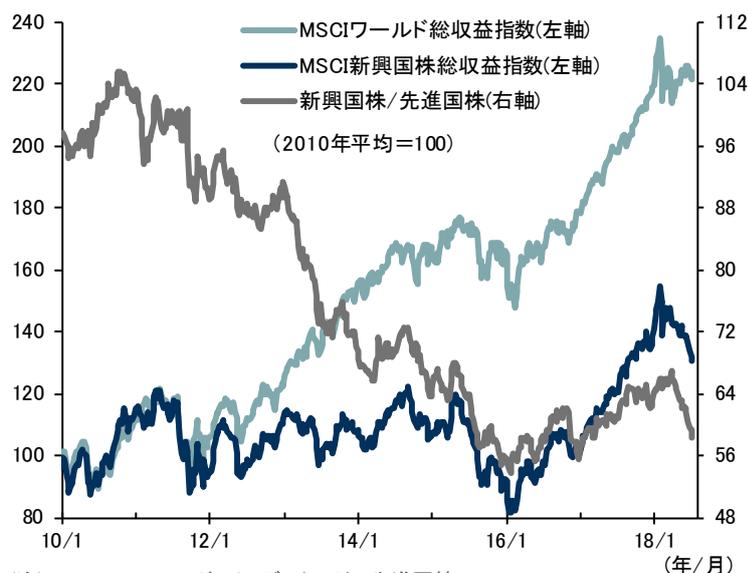
そのため、米国の金利上昇が止まれば、ある程度リスクを取ってリターンを得ようとする投資家の資金が株式や債券などの投資に戻ってくるでしょう。その中でも長期的に先進国よりも経済成長率が高いと考えられる新興国の市場が、再び投資家の注目を集めるようになると考えられます。

米国の金利動向  
(1992年1月3日～2018年7月6日、週次)



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

先進国株と新興国株の相対パフォーマンス  
(2010年1月1日～2018年7月6日、週次)



(注) MSCI ワールド・インデックスは、先進国株  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 新興国債券

マクロ不均衡の是正が進み跛行色が強まる新興国  
持続可能な経済を見極めることが重要



シニア・ポートフォリオ・マネージャー  
谷内 則仁

Q：資本流出懸念で新興国市場が揺れています

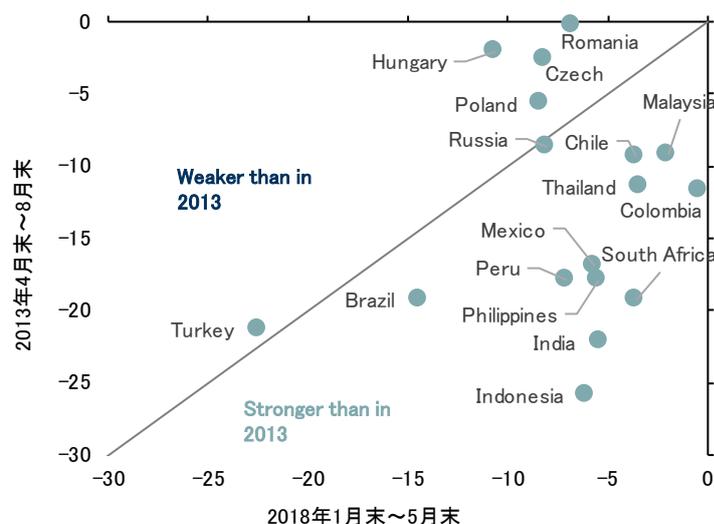
谷内：2013年、当時のバーナンキ米FRB議長が資産買い入れの段階的縮小を示唆した、いわゆる「テーパー・タントラム（量的緩和縮小をめぐる混乱）」を受け、国際金融市場が大きく混乱しました。米国の金融緩和の恩恵に預かってきた新興国も例外ではなく、ファンダメンタルズが脆弱な国を中心に資本流出が懸念され、リスクプレミアムは拡大、資産価格が大きく下落しました。

翻って2018年初来では、堅調な米経済や原油価格の復調を受け米国債利回りが上昇しており、それに伴い新興国資産価格が広範に調整していますが、危機的な様相は見られません。経常収支を始めとする対外収支の改善、外貨準備の増加、インフレ率の安定化、財政の健全化など、新興国の多くがファンダメンタルズの改善に注力した結果、外的ショックに対する耐性が向上したことが背景にあります。

危機に対する抵抗力を高めた新興国資産は、先進各国が秩序だった金融政策正常化を志向する中で、長期投資の機会を安定的に提供すると考えており、足元の調整はむしろ好機ではないかと思えます。

新興国は人口動態や発展余地などの初期条件の観点から、今後さらなる経済規模の拡大が期待されます。一方で、世界金融危機以降低下してきた先進国のタームプレミアムは、早々に危機以前の水準を回復することはなく、世界的に長期金利が抑制された環境が続く結果、新興国資産は魅力的な資金の流入先であり続けると考えています。

現地通貨建て債券のリターン比較  
(対ドル・%)



(注) 各国：JPM GBI-EM Global USD Unhedged Index  
インドのみ：JPM GBI-EM Broad USD Unhedged Index  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国のタームプレミアムと新興国の資金流入  
(2005年1月~2018年5月)



(注) 新興国債券資本純流入額は2017年12月まで  
(出所) NY連銀、IIF(国際金融協会)のデータを基に野村アセットマネジメント作成

Q：新興国債券投資についての基本的な考え方を教えてください

谷内： 新興国債券に投資するにあたっては、経済に必要な構造改革を推進し、マクロ不均衡の是正に取り組んできた国を選別することが重要です。

急速な経済発展には国際収支や経済・社会構造の歪みが伴うのが常であり、こうした国ごとに異なる課題に向き合い、持続可能な経済成長の基盤を整えることに意欲的な投資国を見極めることが、信用力を収益の源泉とする債券投資の本質と考えています。

2018年下半期には、米ドルや原油価格の上昇が、輸入物価やエネルギー価格の上昇を通じてインフレ圧力を高め、一部の新興国は緩和的な金融政策の修正を迫られるでしょう。金融環境の引き締まりが景気回復の逆風となる一方、選挙や外交・地政学的問題など、固有リスクを抱える国もあります。

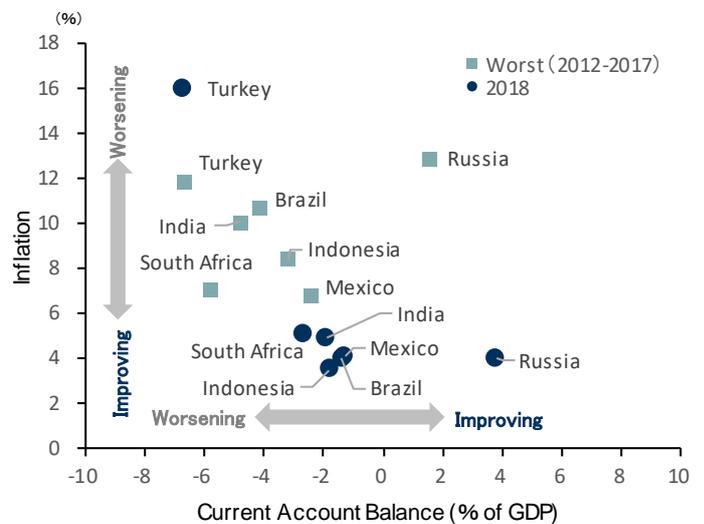
しかし、こうした要因による調整がファンダメンタルズから乖離した一時的なものである場合には、有望な新興国への投資に際し貴重な買い場を提供すると見ています。

Q：注目している新興国はありますか

谷内： はい、新興国の中でも堅実な経済運営と開放的な市場経済を標榜してきたメキシコに注目しています。ファンダメンタルズのリスクに対して、バリュエーションに十分投資妙味があります。

2012年に発足したペニャ・ニエト政権は主要政党との間に「メキシコのための協約」なる政策協調の枠組みを形成しました。以降、国营企業による非効率な運営が問題となってきたエネルギーセクターを外資に開き、石油関連収入が国家財政の3割を占める財政構造の転換を主導、その他通信・教育・労働など多岐にわたる改革を推進してきました。

格差が広がる新興国のファンダメンタルズ  
(インフレ率と経常収支)



(注) 2018年はMoody'sの予想値  
(出所) Moody'sのデータを基に野村アセットマネジメント作成

一方で、2014年以降の原油価格下落や、2016年の米大統領選におけるトランプ現大統領の当選など、メキシコ経済は外部環境の悪化に翻弄され思うように成長を実現できなかったのが現状です。また、国内では今年7月の選挙で政権交代が実現し、これまで進められた改革の巻き戻しやNAFTA（北米自由貿易協定）再交渉を含めた対米関係の進展に対して懸念が高まっているのも事実です。

しかしながら、長期的視点に立つと、こうした不確実性の中にファンダメンタルズの強みを享受する投資機会が存在していると考えます。

Q：その他の主要新興国の見通しを教えてください

南アフリカ共和国

谷内：南アフリカはアフリカ大陸有数の経済規模を誇る資源国でありながら、アパルトヘイト廃止以降、人種間の経済格差や硬直的な労働市場の是正に苦戦し、長らく低成長に甘んじてきました。しかし2018年2月にラマポーザ大統領が就任して以降、見通しが大きく改善しています。

ラマポーザ政権は汚職根絶、財政収支の立て直し、慢性的な業績不振に喘ぐ国有企業の改革などを

公約に掲げました。実際に5月には労働改革法案が議会を通過しており、当初の懐疑を払拭するに足る政策執行能力を示しています。

ようやく抜本的な改革に舵を切り、生産性の向上ひいては潜在成長率引き上げの道筋が整ってきた南アフリカのパフォーマンスは、紆余曲折を経ながらも長期で安定するでしょう。

ブラジル

谷内：ブラジルは過去数年、半ば強制的ではあるものの、マクロ不均衡の是正に取り組んできました。結果として、インフレ率は低位で落ち着き、国際収支は直接投資など安定的な資本流入に支えられ、中央銀行による利下げも可能となりました。

一方、かつて資源価格高騰時に醸成された財政赤字体質の是正が急務であるにも関わらず、足

元では年金改革法案の成立が断念されました。痛みを伴う経済調整を断行してきた傍ら、政治の腐敗が明るみに出たことで、現行政権の構造改革への国民の支持が失われているのです。

政界の既成勢力に対する国民の失望が、ストライキの頻発や治安悪化という形でさらに顕在化しつつあります。底打ちの兆しが見える経済を回復軌道に乗せられるか、見極めが必要です。

トルコ

谷内：多くの新興国がファンダメンタルズの改善に取り組む中、トルコの対外脆弱性は一際目立っています。慢性的な経常赤字は足元で対GDP比6.0%を超え、インフレ率は恒常的に二桁の伸びを記録しています。政治の介入からトルコ中央銀行の政策対応は後手に回っており、市場参加者のトルコに対する信頼感低下は、構造的に貯蓄率が低く、したがって対外債務を多く抱えてきたトルコの民間部門に打撃となるでしょう。

財政支出や政府の景気対策に過度に依存した経済成長は、2018年下半期に減速を始めると見えています。原油価格の上昇もエネルギー純輸入国であるトルコ経済の向かい風となるでしょう。実質金利の高さが、外部環境が好転する際には資金流入を促す可能性があるものの、トルコ経済の持続性に関しては、一貫して慎重に見ています。

# インド株式市場



経常赤字拡大を背景としたルピー安に注意  
良好な人口動態を背景とした中長期的な  
成長に期待

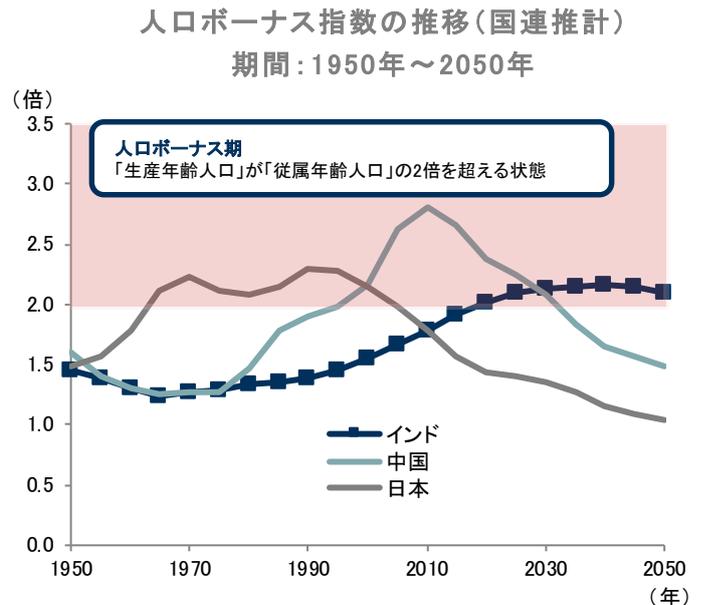
(左)ヘッドオブインベストメント ヴィプール・メタ  
(右)シニア・プロダクト・マネージャー 長尾 智史

長尾：インドの中長期的な見通しを教えてください

**ヴィプール：**インドは世界の主要国で最高水準の経済成長率を達成し、中長期的にもその傾向が継続すると見えています。人口動態上の優位性(右図)が最たる理由ですが、これに加え、各種政治改革や銀行不良債権問題への取り組みなど政策的な寄与も大きいと見えています。

ただしここ半年程度の期間においては、原油価格上昇を背景とした経常赤字拡大、米長期金利上昇を背景とした新興国市場全体からの資金流出など、短期的な逆風が存在することも確かです。

このような環境下ではあるものの、中長期の保有を前提とすれば、短期的な調整はインド株式を割安に購入する良い機会ではないかと考えられます。



(注) 人口ボーナス指数=生産年齢人口÷従属年齢人口  
生産年齢人口:15歳～64歳  
従属年齢人口:0歳～14歳および65歳以上

(出所) 国連「World Population Prospects :The 2017 Revision」のデータを基に野村アセットマネジメント作成

長尾：人口動態を背景としたインドの成長性について教えてください

**ヴィプール：**よく指摘されることではありますが、インドは生産年齢人口の割合が増加し、いわゆる人口ボーナス期にあります。これに加え近年、消費性向の高い中間所得層が都市部を中心に拡大しています。

従って、自動車や家電などいわゆる裁量的支出の増加が期待されます。保険や投信、住宅ローンなど、現状低普及率の金融サービスも、浸透余地が大きいでしょう。

また現政権は、農産物を買取る最低価格を引き上げるなど、農村向けサポート政策に力を入れており、農業従事者の所得が上昇傾向にあります。インドで農民は人口の半数と多くを占め、裾野が広い生活必需品の消費拡大が期待されます。

他方で、この優位性ある人口動態を国家としての成長・繁栄につなげるべく、目に見える形/見えない形、両面でのインフラ整備が実施されています。前者は、電力普及、高速鉄道整備、ブロードバンド網普及、などが代表例です。後者は、各種制度改革です。倒産法の整備やGST(日本の消費税にあたる)の全国統一、銀行不良債権問題の抜本的解決、などに代表されます。

このような内需拡大やインフラ整備を中心的な投資テーマに据えており、「個人向け金融サービス(銀行、保険、投信)」「生活必需品」「資本財」「一般消費財」などに重点的に投資しています。

長尾：インド経済のリスク要因について教えてください

**ヴァーナル：** 中長期的には非常に有望視されるインド経済・金融市場ですが、短期的には逆風がいくつか存在します。

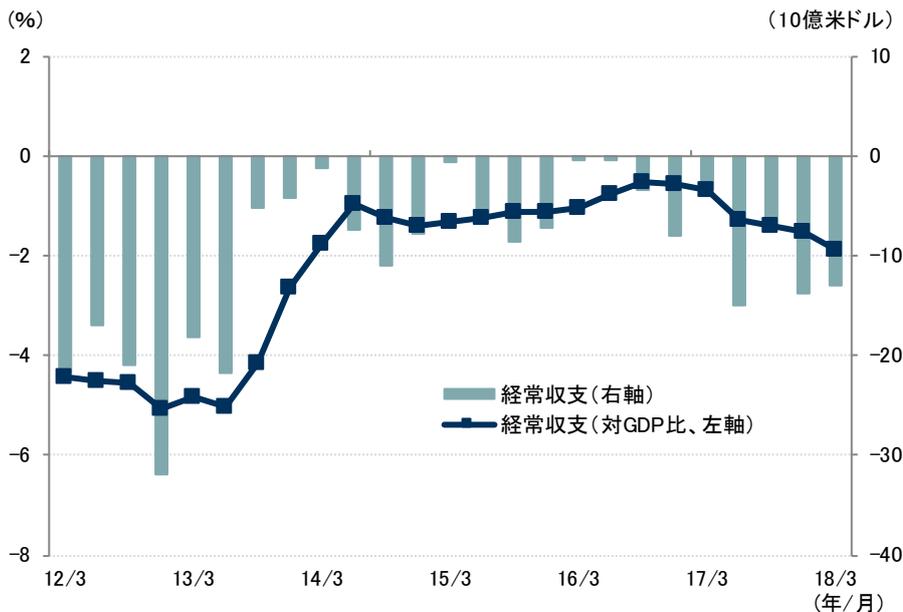
第一に、経常赤字が拡大傾向です(下図)。インドは原油輸入依存度が高く、昨今の原油価格上昇を受け、貿易収支が悪化しました。輸出サイドでも伸び悩んでおり、世界的な貿易量拡大の“波”に乗れない形となっています。インドの弱点のひとつである製造業の弱さが表れたと言ってよいでしょう。この経常赤字拡大を受け、通貨ルピーには短期的に強い下落圧力がかかっています。ただし、悪材料ばかりではないと見ています。

まず、豊富な外貨準備高を背景にしたルピー買い介入が挙げられます。インドの外貨準備高は直近5年間で1,000億米ドル程度も増加しており、介入余地は高いと考えられます。

また、RBI(インド準備銀行)による利上げも通貨の観点ではプラスに見ています。一義的には上昇傾向にある消費者物価に対応した行動ではありますが、海外投資家を引き付ける契機になるでしょう。

尚、今後の消費者物価の動向については、バスケットの半分を占める食料品価格に影響を与える、モンスーンの動向に注意が必要でしょう。

経常赤字  
(2012年～2018年、四半期)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

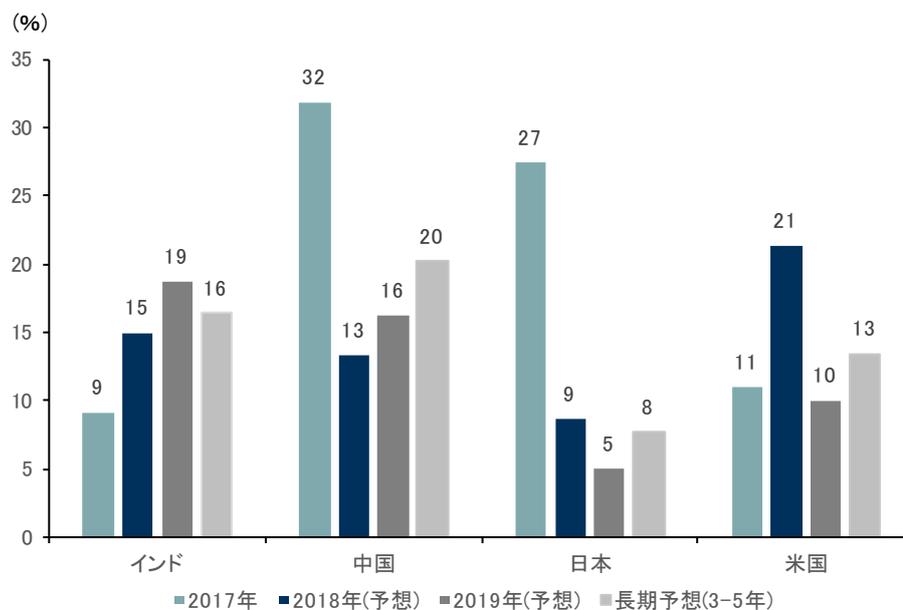
## 長尾：インドの企業業績や株式市場の資金フローはいかがですか

**ヴァーナル：** 通貨ルピーに関連した悲観的な側面から述べましたが、インド株式をとりまく投資環境は、短期的にも好材料が多いと考えます。

例えば、企業決算。2018年1-3月期の結果は概ね良好でした。GST導入による一時的な落ち込みが許容された昨年と異なり、今年は15%程度のEPS成長率が期待されます(下図)が、ひとまず達成した形です。

また、国内投資家による資金フローは引き続き堅調に推移しています。SIPと呼ばれる定期定額方式の購入契約(いわゆるファンド累投)の増加が背景と見られ、市況に依存しない資金流入が今後も期待されます。株式のバリュエーション(予想PER(株価収益率)など)も、過去推移や高い利益成長率を鑑みると、適切な水準であると考えています。

### 各国EPS(1株当たり純利益)成長率



(注) 2018年以降はFactSetコンセンサス予想値(2018年6月末時点)

(注) 各国EPS成長率はMSCI オールカントリーワールド・インデックス

(出所) FactSetデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 日本小型成長株



シニア・ポートフォリオマネージャー  
榎 重人

日本市場は眠る小型成長株の宝庫  
AIでは捉えきれないことを「足を運んで肌で感じる」

Q：日本の小型成長株の魅力について教えてください

榎：「小型成長株は経済成長の著しい新興国など海外に多く存在し、日本のような高齢化が進んだ成熟国で見つけるのは難しい」という投資家からの意見をよく耳にします。しかし、私はそうは思っていません。日本は、経済が複雑化し、産業の裾野が広く、社会構造や消費者行動の急速な変化に伴い新しい業態がどんどん誕生しています。新興国に比べ企業の栄枯盛衰のサイクルが早い日本はむしろ成長株の宝庫だと思っています。

例えば「消費財」というテーマにおいて、その販売チャネルでは、実店舗からスマホへと変化する中で、「生まれる市場」もあれば「失われる市場」もあり、その差が利益成長に直結します。「その差が大きいものはどこか」また「製造業では新しい需要を満たす最終製品、それを作るための部品、その部品を作るための機械、その機械を作るための部品などのうちどこに日本企業の競争力があるか」などを考えることで、様々な成長株を発掘することができるのです。

よく購入する店舗の名前  
(アパレル販売チャネル変化)  
2017年6月時点

ルミネ	128
ゾゾタウン	120
パルコ	106
イオンモール	92
ラフォーレ	87
メルカリ	44
伊勢丹	36
109	36
ルクア大阪	34
HEPファイブ	34
ららぽーと	33
プレミアウムアウトレット	30
ランウェイチャンネル	29

(注) 上記は、特定銘柄の推奨や株価の上昇・下落を示唆するものではありません。また、過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

(注) 紺色は2016年調査ではあげられなかった店舗  
(出所) 2017年6月21日 織研新聞「ファッション意識調査」を基に  
野村アセットマネジメント作成

Q：IPO市場についてはどうお考えですか

榎： 小型成長株市場は社会を映す鏡です。特にIPO(新規公開株)市場を見ていると、社会からの要請によって新しく需要が拡大する産業、企業が見えてきます。

時代の変化と言いますか、産業構造、消費者行動の変化による需要をいち早くとらえた事業を行う企業として、例えば、「情報過多のインターネット業界において氾濫する情報を交通整理する企業」や、「訪日外国人を通じて日本の消費財が世界に認め

られ、海外展開のチャンスを見出した企業」などが新たに生まれています。

一方、日本は少子高齢化など、避けて通れない社会問題を抱えており、その解決に貢献できる企業として、「高齢者や女性などの社会進出を後押しできる企業」や、「家庭や病院などにおいて単身で生活をしている高齢者を支援する企業」なども生まれているのです。

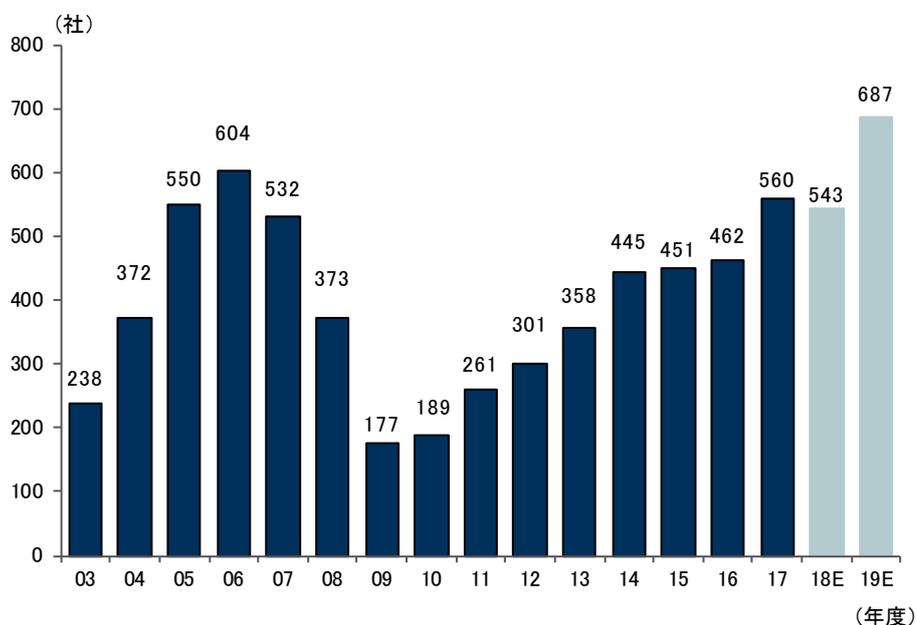
Q：日本の小型成長企業の特徴について教えてください

榎：日本の中小型株を調べていると、競争力のある日本企業は、大企業が作っている最終製品の最も重要な部分を作っているという特徴があるように思います。グローバルで活躍する建設機械メーカーは、絶対に故障が許されない重要部分については日本製品を採用したり、アジアで高層ビルを建設する企業は、エレベータなど「人の命にかかわるもの」は日本製のものが多いといわれています。

このように、日本の中小型株の中には世界のブランド企業にとってなくてはならない戦略的パートナー企業が非常にたくさんあるように思います。

小型成長株とは、最初のころは、作っているものが、①あったらいい製品から始まるのですが、徐々に存在価値を高め、②なくてはならない製品へ発展し、最終的に、③この会社を作ったものじゃなければならない「なくてはならない企業」へと重要度を高め、企業自体が成長していくものだと感じています。

経常利益ベース 過去最高益更新企業数  
(各時点で、当該年度を含む6期以上の実績データ)



- (注) 最高益更新の定義は、12ヵ月換算した経常利益が、85年度以降の過去最高金額を上回ること、あるいは上回ると予想されていること。ただし、過去6期以上の実績財務データが利用できない企業は対象外。
- (注) 17年度までは、年度末(3月末)の時価総額が100億円以上2,000億円未満の企業。18,19年度予想は、17年5月31日の時価総額が100億円以上2,000億円未満の企業。
- (出所) 野村証券株式会社のデータを基に野村アセットマネジメント作成  
17-19年度は、実績、野村予想、東洋経済予想の順に優先

Q：成長企業の経営者の特徴について教えてください

榎：メディアなどでは、カリスマ社長が中長期の大きな目標を語っているのが「成長企業のお手本」のような形でよく取り上げられますが、実際は、中長期の大きなピクチャーばかり考えている経営者よりも、「今日よりも明日の会社が良くなっているためには何をすべきか」と、毎日足元のことに必死になっている経営者の方が、結果的には中長期で伸びている会社に成長させることが多いというのが私の実感です。

ある製造小売業で人気ブランドを育てた企業があります。5年間何度も社長にお会いして、「御社が中長期で成長していくにあたって今一番気になっていることは何ですか」と聞いたところ、毎回、「今一番気になっているのは先々のことよりも今日の売上目標を達成できるかだ」という答えをいただいていたことがあります。やはり、長期の利益成長というものは、毎日の細かい目標達成を着実に続けた企業のみが結果として成し得るものであると考えていらっしゃるからだと考えています。

Q：今はAIの時代と言われていますが直接取材は大切なのですか

榎：確かに、運用業界ではAI(人工知能)という言葉が流行していて、すべてを機械化、効率化することが善しとされ、「汗をかく昔ながらの地道な努力は無駄だ」という声を多く聞きます。実際、情報化の進展によって運用者が企業への個別取材をあまりしないファンドが増えているようでして、常に自ら企業コンタクトを取り、現場に足を運んで、徹底したボトムアップリサーチを続ける私のリサーチの方法は時代遅れだといわれることがあります。

社長の人間性は企業訪問で話してみても初めてわかるし、会社の雰囲気の変化は何度も訪問しないとわかりません。AIによる運用がブームですが、このような肌感覚の投資判断は人間にしかできないと考えています。

直接取材を通じ、将来性を見極めて投資判断をする「目利き力」、これは人間であるファンドマネージャーの専売特許であり、これからも更に経験を積んで能力を上げていくしかないと思っています。

しかし、私は投資先を決める際に、財務諸表には記載されていない『社長の思い』や『社員のやる気』も大切にしています。この「思い」や「やる気」などの変化はAIが分析するものになる財務諸表には一切載っていません。しかし、将来の企業価値を大きく左右する「企業の見えない重要な資産」であり、直接対話が必要になります。

これらの事例などから思うことは、AIの活用などにより運用に効率化が進めば進むほど、実は、逆に「ファンドマネージャーが靴底を減らした分、ファンドのリターンが増える」という逆説的な世界が広がってきているのではないかと考えています。

# 日本株式市場の長期見通し



シニア・ストラテジスト 阪井 徹史

日本株は完全復活  
長期投資で報われる市場として生まれ変わった  
2027～28年頃に史上最高値更新

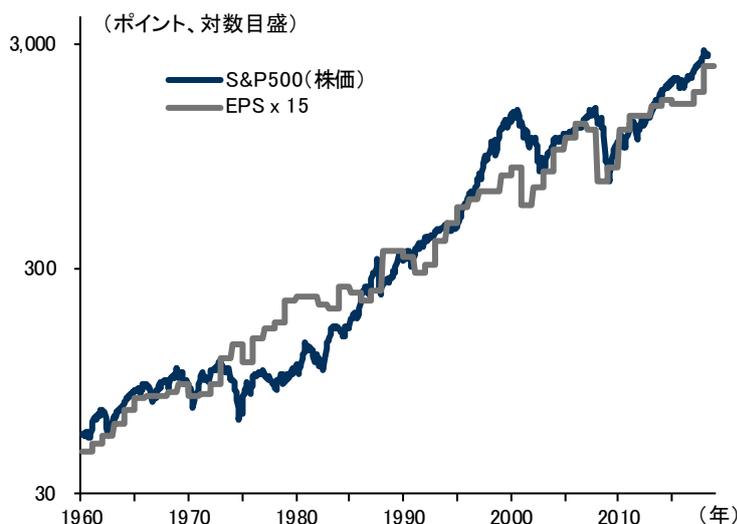
本来の株式投資とは“長期投資”が報われるもの

「株式に長期投資すれば報われる」とは一度は耳にしたことがあるフレーズではないでしょうか。著名投資家のウォーレン・バフェット氏は、一般の米国人投資家に対し、「S&P500に連動するインデックスファンド」への長期投資を薦めています。

過去60年間ほどのS&P500のパフォーマンスを振り返って見たところ、1960年1月から2018年5月までに同株価指数は約48倍に値上がりしていました。また、同期間の企業利益（S&P500のEPS=1株当たり利益）は約51倍に成長していました。年率換算すると概ね7%弱です。要するに、企業利益が伸びたから、その分だけ株価も上がったに過ぎないのです。（右図参照）

米国株式市場が長期的に上昇を果たした背景には、上記のような企業利益の大きな成長があります。企業がしっかりと稼いだことで、株式投資家が報われたのです。

米国株式市場の推移  
(1960年1月～2018年12月)



(注) S&P500株価指数は、2018年5月まで  
(出所) Bloomberg、NY大学のデータを基に野村アセットマネジメント作成

本来の株式市場は企業利益と株価が概ね同じように動く

右上図でもう一つ言える重要なことがあります。それは、企業利益と株価が概ね同じように動いてきたことです。図の全期間のPER(株価をEPSで割ったもの)の平均は16倍ですが、きりの良い数字の15倍で灰色線を描いてみました。この水準を企業利益から見た妥当株価水準と呼ぶことにします。株価(紺色線)はこの妥当水準の周辺をたどりながら上昇してきました。

時々株価が妥当水準から大きく離れる局面もありましたが、ここで特筆すべきことは、米国株式

市場では、市場参加者(投資家)が妥当水準を意識した行動をとっていることです。妥当水準を超えて大きく買い上げたり、逆に売り込んだりする度合いが少ないのです。投資家が節度をもって市場と向き合った結果なのでしょう。企業経営もしっかりしていましたが、投資家のレベルも高かったことが、こうした株価形成を作り出したのだと考えています。

“長期投資”が報われなかった日本株式市場

本題の日本株について分析してみましょう。右上図は株価（日経平均株価、紺色線）と企業利益（米国株同様にEPSを15倍した妥当水準、灰色線と赤線（予想ベース））を描いたものです。米国株とは様子が異なることがわかります。

まず、バブルとバブル崩壊と言われている期間①を見てみると、1980年代のバブル時には、妥当株価水準から株価がどんどん離れてしまい、株価が史上最高値を付けた1989年末には3.5倍もの乖離が発生してしまいました。1990年代になると、株価が暴落し、妥当水準との乖離が一旦は縮小しましたが、バブル崩壊とともに企業利益が大幅に落ち込んで妥当水準も低下したことで、株価と妥当水準の乖離はなかなか縮まらず、1990年代を平均すると4倍近い乖離が続きました。しかし、2000年代初頭にその差が一気に縮小しました。



“長期投資”が報われるように生まれ変わった日本株式市場

次に、2003年以降の期間②を見てみます（右下図は拡大版）。2003年、日経平均株価は8,000円も割り込んで大きく下落しましたが、この時によりやく株価と妥当株価水準が概ね一致し、長らく続いた大きな乖離が解消されました。その後は米国株式のように株価は妥当水準の周辺をたどりながら動くようになり、日本の株式市場はようやく正常化したと考えています。

近年では、2008年のリーマンショックを乗り越えて、2012年終盤以降の「アベノミクス」と呼ばれる強気相場が始まり、企業利益が増大、妥当水準が上昇した通りに株価が上昇しています。



## 世界で稼いで企業利益は成長が続く

日本株式市場は、企業利益が伸びれば株価が上がるという「正常なマーケット」に戻りました。では、この先も企業利益は増え続けるのでしょうか。日本は人口が減るし、生産年齢人口は一足早く減少に転じています。そんな国の企業の利益が伸びるのでしょうか。

前述したような厳しい経済環境下で利益を伸ばしてきた日本企業を見ていると、「得意分野」に磨きをかけて、「世界」で稼いでいるという共通点があるように感じます。右図は日本電産（電子部品企業）の株価と内外売上高の推移です。2000年度には売上高が約2,500億円で内外売上高比率が概ね半々という企業でしたが、その後、海外売上高を約10倍に伸ばし、2017年度の売上高が約1兆5,000億円の企業に成長しました。モーターに特化し、コンピューターから自動車まで、幅広い業界にモーターを供給し、世界シェアNo.1になりました。

トヨタ自動車（海外売上比率75%）や精密機器のキヤノン（同78%）などが海外で稼いでいることは有名ですが、最近では、消費財メーカーの資生堂（同55%）がアジアで売上を伸ばしたり、アパレル

のユニクロ（同43%）も海外売上高を伸ばしています。

日本経済の低成長が続くことにしっかり対応している企業が益々増加しており、日本経済が低成長だからといって、日本株式市場も低成長とは必ずしも言えない時代になってきたと考えています。

日本電産の株価と内外売上高の推移  
（株価：2000年4月～2018年5月  
/売上高：2000～2017年度）



(注) 上記は、特定銘柄の推奨や株価の上昇・下落を示唆するものではありません。また、過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

(出所) Bloombergデータと会社データを基に野村アセットマネジメント作成

## 企業利益が6%成長すれば2027～28年頃に史上最高値更新

IMF（国際通貨基金）などの予測によれば、世界経済は名目ベースで年率6%程度は伸びていくと見られています。

日本企業の多くが世界で活躍できるようになっていけば、また、自社株買いなどでEPSを少しでも増やす努力を続ければ、日本株式市場全体としての企業利益は長期平均で見て年率6%程度は伸びるのではないのでしょうか。ちなみに、リーマン

ショックを挟んだ2003～2017年度の利益成長率は年率で約8%でした。

そして、平均で年率6%程度の成長が続けば、計算上では、2027～28年頃に日経平均は38,915円の過去最高値を抜けてくるのではないかと考えています。

## 当資料で使用しているデータについて

### 当資料で使用した指数

- MSCI ワールド・インデックス、MSCI オールカントリーワールド・インデックス、MSCI エマージング・マーケット・インデックス
- JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス－エマージング・マーケット・グローバル、JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・ブロード
- S&P500株価指数
- 日経平均株価

### 当資料で使用した指数の著作権等

- MSCI ワールド・インデックス、MSCI オールカントリーワールド・インデックスおよびMSCI エマージング・マーケット・インデックスは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。
- JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス－エマージング・マーケット・グローバル、JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・ブロードは、J.P.Morgan Securities LLCが公表している現地通貨建ての新興国の国債等を対象としたインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エル シーに帰属しております。
- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体及び「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。また、「日経」及び「日経平均株価」を示す標章に関する商標権その他の知的財産権は、全て株式会社日本経済新聞社に帰属しています。株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」を継続的に公表する義務を負うものではなく、公表の誤謬、遅延又は中断に関して、責任を負うものではありません。株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」の構成銘柄、計算方法、その他「日経平均株価」の内容を変える権利及び公表を停止する権利を有しています。

### 当資料に掲載した銘柄

記載内容は、資料作成時点で確認できるものを使用しており、今後修正される場合があります。参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

## 当資料に関するお知らせ

---

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

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

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

# 【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

## ■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。

なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

## ■ 投資信託に係る費用について

2018年7月現在

ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

## 野村アセットマネジメント

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会/

一般社団法人日本投資顧問業協会/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



# 野村アセットマネジメント

## 拠点ネットワーク



- Office
- AM Division Affiliates
- Joint Venture
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.  
NGA : Nomura Global Alpha LLC.

# Expertise to Exceed<sup>1</sup>

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。  
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、  
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

50.7兆円



グローバルの陣容

1,440人



※1

世界第5位の  
ETF運用残高

国内シェア 45%



※1

111兆円の



国内公募投信市場に  
おいてマーケットシェア

首位 26.9%

運用調査関連業務従事者  
の平均経験年数

12年 ※2



(出所) 野村アセットマネジメント。 ※2以外2017年12月末時点。

※1: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。

※2: 2017年9月末時点。野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント