

2021年夏号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



NOMURA
Connecting Markets East & West

野村アセットマネジメント



『インベストメント・アウトック2021年夏号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。
今号より、『投資環境見通し』と『インベストメント・ストラテジー(前回改称)』を合冊し、投資責任者であるCIO等による投資戦略と、エコノミスト・チームによるマクロ環境見通しを、本誌1冊で表現することといたしました。

世界では引き続き新型コロナのワクチン接種が進んでおり、欧米の多くの国や地域では今夏の本格的な経済再開（行動制限の全面解除）が予定されています。マーケットはこうした動きを織り込んできましたが、実際に全面解除となった後の世界をマーケットがどう評価していくのかなどについて、弊社のプロフェッショナルが考えてみました。

なお、各意見は2021年6月中旬時点での見解であり、また、一部は会社としての統一見解ではないものもあります。お客様の投資目標達成の一助になれば幸いです。

CONTENTS 2021年 夏号

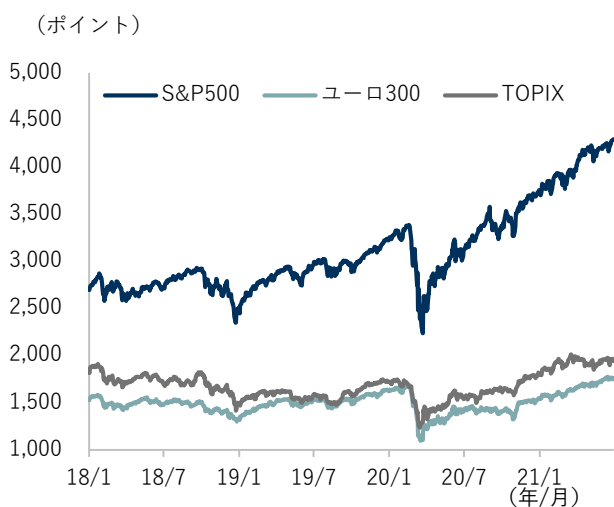
02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	20 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	21 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	22 景気循環
06	債券・為替	23 米国
09	日本株式市場	24 ユーロ圏
12	外国株式市場	25 日本
	トピック	26 中国
17	J-REIT市場	27 新興国
		28 各国経済・市場見通し

金融市場の動き

グローバル景気の回復の中、株式市場は堅調な推移を継続しました。また、リスクセンチメントの改善などを背景に米ドル安が進行したものの、期末にかけてはタカ派的な米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて米ドルが反発しています。債券市場は、米国債利回りが低下する一方、ドイツ国債利回りが上昇するなど、まちまちな動きとなりました。

日米欧の株価指数の推移

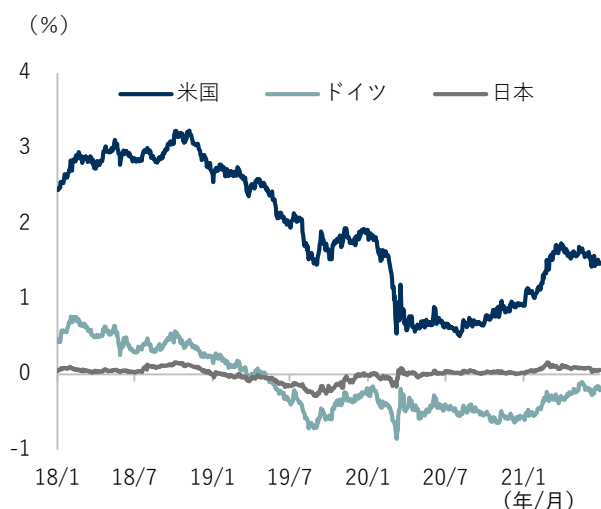
(2018年1月2日～2021年6月30日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移

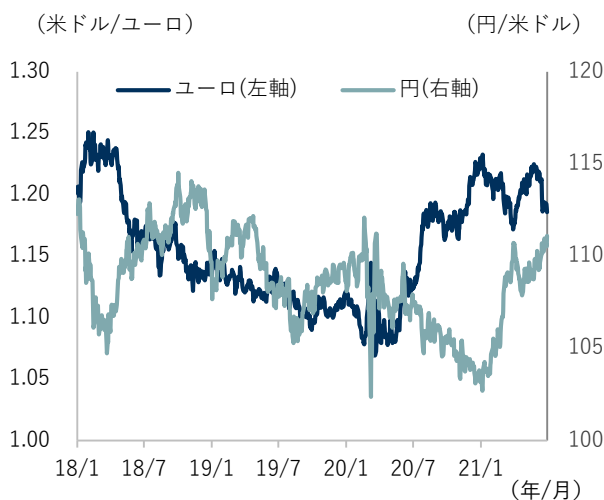
(2018年1月2日～2021年6月30日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

円・ユーロの対米ドル相場の推移

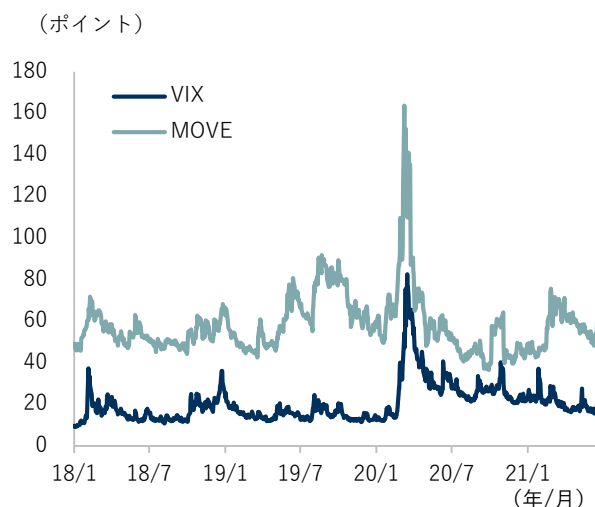
(2018年1月2日～2021年6月30日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX・MOVEの推移

(2018年1月2日～2021年6月30日、日次)



(注) VIXは米国株、MOVEは米国債の先行きの変動リスクを示す指数
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

投資環境見通し

金利は小幅上昇、景気・物価・株価の上昇モメンタムは鈍化へ



常務執行役員・CIO
荻原 亘

経済・物価の上振れが意識される中、FRBの金融政策に注目が集まる

年央にかけて米欧でワクチン接種が進み、経済は正常化に向かうと考えてきました。6月半ば時点のワクチン接種率は米国やドイツで50%超、英国で60%超に至っており、コロナに対する警戒感は緩和されてきています。これをもって、「集団免疫」獲得によって感染再拡大は起きないとは言い切れないものの、徐々に経済活動が正常化に向かい、金融・財政政策の効果も相俟って、経済のリバウンド期待が増しています。そうした中、米国においては、前年のインフレ率が低かったことによるベース効果や、一時的な供給制約によって、当面インフレ率は高止まりするでしょう。

このように、経済正常化期待、米国のインフレ加速観測、そしてこれらを受けた米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の行方に関する思惑が足もとの金融市場の主要な変動要因となりました。

3月末にかけて上昇した米国10年債利回りは、ある程度の経済・物価の上振れリスクを織り込んだこと、インフレ率上昇は一時的との見方も根強いことに加え、FRBの早期金融正常化期待も長期金利の上昇抑制に繋がったため、6月には低下に転じました。

株式市場においては、FRBの金融引き締め観測を背景に調整は生じましたが、基調としては上昇を続けています。

債券利回りは小幅上昇を見込む

経済や物価の下振れリスクが小さくなる下で、FRBは金融緩和度合いの調整を図り、資産買入れの縮小（テーパリング）を2022年初には実行に移すと考えています。6月のFOMCで、参加者の金融政策見通し中央値は2023年に2回の利上げを示唆する水準となりました。米国10年債利回りは世界経済の回復やテーパリングを背景に、小幅に上昇すると見えています。経済・物価の回復に対してFRBがハト派スタンスを続けると、「ビハインド・ザ・カーブ」の行き過ぎ懸念から長期金利が大幅に上昇するリスクもありましたが、この可能性は後退したと考えています。

なお、FOMC参加者が示唆するように、テーパ

リング終了後、あまり間を置かずに、金融引き締めとなる利上げを決定できるかは不確実性が高いと見えています。経済正常化に伴う供給制約の緩和を背景に、インフレ率は足もとをピークに鈍化し始め、2022年にはFRBが重視するコアPCEデフレータの前年比が2%を割り込む可能性があるためです。2021年のインフレ率が2%目標をオーバーシュートする見込みであるとはいえ、景気と物価のモメンタムが悪化する最中での金融引き締めは難しいかもしれません。

また、日欧の国債利回りも米国債利回りに連れて若干上昇するでしょうが、マイナス金利政策からの脱却が見込めないことから低水準で推移し続けると予想しています。

株価の上昇ペースは鈍化へ

経済活動が正常化に向かい、主要中銀が緩和スタンスを維持する中、リスク資産価格の堅調な推移が見込まれます。ただし、主要国経済がコロナ禍からのリバウンド局面を迎え、米国の財政刺激効果もピークは今年の年央と考えていることから、その後はモメンタムの鈍化に伴い、株価の上昇ペースも鈍ってくるでしょう。

また、特に大企業については、税制や規制が強化されるとの観測が高まり、株価の重石になる可能性もあります。米国ではインフラ投資計画をファイナンスする目的で、法人税率の引き上げ等が俎上にあります。また、長年の懸案事項だった国際課税ルールの策定についても直近で

大きな前進がありました。トランプ政権下で米欧対立が目立った分野ですが、多国籍企業の超過利益の市場国への分配、グローバルミニマム課税を15%以上とすることなどで合意に至りました。この合意に沿った徴税を開始するにはいくつもハードルが残されているものの、5月下旬に欧州委員会が企業の租税回避を阻止するロードマップを示したことなども勘案すれば、特に積極的な租税回避を行ってきた多国籍企業については、節税が困難になり、将来的に増税の影響が大きくなる可能性に注意すべきでしょう。

主要3通貨はレンジ圏での推移を予想

6月FOMC後、市場参加者のインフレ期待が低下し、米国の名目金利からそれを控除した実質金利は上昇しました。相対的な米国経済の強さや実質金利上昇が円、ユーロに対する米ドル高に繋がってきた模様です。ごく短期的には、この動きがもう一段進む、あるいは継続する可能性があるでしょう。

その後、年後半にかけて、ユーロ圏や日本の経済正常化観測が高まる下で米国との景況感格差は縮小に向かい、米ドル高要因が剥落すると考えています。リスクオンの局面では安全資産である米ドルが減価する傾向もあることから、米ドル高が一層加速するとまでは見ていません。

なお、主要3通貨については、金融政策の実質的な方向性が概ね一致していること、そして同様に2%のインフレ目標を掲げていることなどから、見通し期間内において、ある一つの通貨が大幅に増価ないし減価するというよりは、比較的狭いレンジで推移すると予想しています。

債券・為替

債券、為替市場は物価上昇の持続性を確認する局面へ



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航

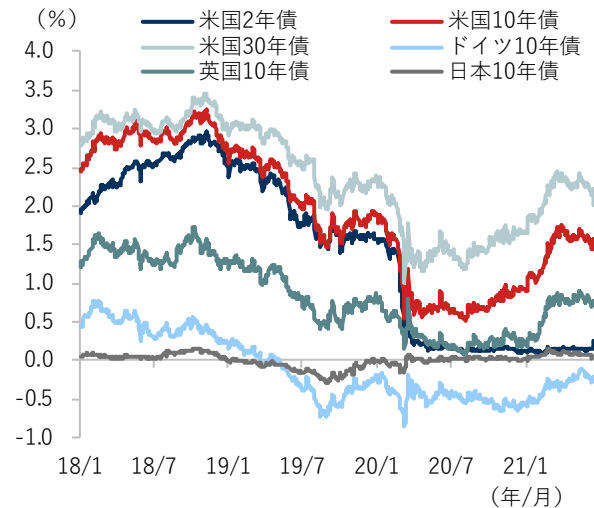


ヘッド・オブ・フィクスト・インカム
野村AM-UK
前田 有司

債券利回りは上昇基調で推移した

年明け以降、債券利回りは上昇基調で推移しました。米国10年国債利回りは一時1.7%を超える水準まで上昇し、多くの国の長期債利回りと同様に新型コロナウイルス感染が急拡大する前の水準を回復しました。ワクチン接種の進展などから経済活動の正常化が各国で進んだことで、順調な景気回復が見られました。さらに米国では、個人への現金給付を柱とする追加経済対策が実施され、個人消費が回復を牽引しました。景気回復の進展に伴い、FRBや欧州中央銀行（ECB）など主要中銀による大規模な金融緩和が縮小されていくのではないかと懸念が高まったことが、利回りを押し上げる展開となりました。

各国国債利回りの推移
(2018年1月2日～2021年6月18日、日次)



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

FRBの緩和縮小は慎重な足取りで進む見込み

新型コロナウイルスの感染拡大以降、各国で積極的な金融緩和策が採られてきました。しかし足元では、一部の中央銀行が未曾有の金融緩和の縮小に向けて動き始めています。カナダ中央銀行は、国債購入額の減額に踏み切るとともに、2022年後半での利上げを示唆しました。またノルウェー中央銀行も今年後半の利上げを示唆しました。

FRBは6月のFOMCで、メンバーが想定する政策金利の中央値において、2023年での2回の利上げを示唆しました。パウエル議長は記者会見で、市場の一部で思惑が強まっていたテーパリング（量的緩和の縮小）について議論の開始を

認めつつ、政策変更による市場の反応回避のために必要な行動を取ると述べました。

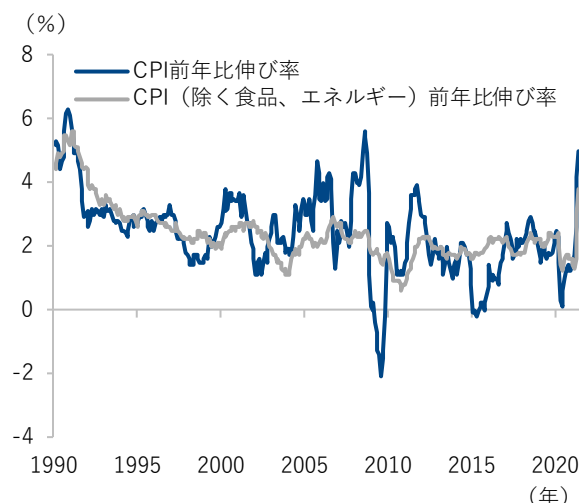
私共は、雇用の回復などをを受けて、FRBが今年後半のどこかでテーパリングの実施を決定し、来年前半にも開始すると想定しています。ただし長期金利急騰への警戒から、テーパリングを発表する際には、低金利政策を当面の間、継続することを強調するなど極めて慎重なコミュニケーションに終始すると想定しています。

ただし、FRBをはじめとする今後の主要中銀の金融政策を見据える上では、足元で急加速している物価の動向に注意を払う必要があると考えています。

米国のインフレ率はおよそ30年ぶりの水準まで上昇

米国経済は、2021年に入っても経済活動の再開などから順調な景気回復を継続してきました。景気回復は広範なセクターへと広がりを見せ始めており、新型コロナウイルスのワクチン接種が進行するにつれて、製造業に加えて外食や旅行といったサービス業においても、力強い回復が示されました。半導体など一部の製品では景気回復を受けた需要の急増に供給が追いつかず、さらには原油など一次産品の価格が上昇基調にあることで、市場の一部ではインフレの加速が懸念がされています。5月の米国消費者物価指数（CPI）（除く食品、エネルギー）の前年比伸び率は+3.8%に到達し、1992年以来の高水準となるなど足元のインフレ率は急加速しました。

米国のインフレ率の推移
(1990年1月～2021年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

債券利回りは上昇基調で推移すると見る

FRBのパウエル議長は、経済再開で消費が持ち直すにつれて物価には上昇圧力がかかるとしつつも、インフレ率の急上昇は一時的だとしています。確かに今後のインフレ率の動向については不透明な要素が多く、過去数十年間にわたって継続してきたデフレーションの傾向が続く可能性も否定できません。しかしながら、足元で生じている期待インフレ率や資源価格の上昇、そして今後も継続すると見込まれる需給ギャップのタイト化など、これらの要因を考慮すると米国ではインフレ率が高止まりし続けるリスクがあると考えています。

年明け以降に上昇してきた債券利回りは一旦は横ばい圏での推移となっています。しかし、経

済活動の正常化を背景にした世界的な景気回復に加えてインフレ率の高止まりの可能性を踏まえると、私共は、引き続き米国を中心にグローバルな債券利回りには上昇圧力がかかりやすいと考えております。

ただし、物価の上昇を背景にした債券利回りの上昇が、低金利の恩恵を受けて拡大してきた住宅市場を中心とした实体经济に悪影響を及ぼすことも考えられます。利回りの上昇が景気を冷やすことで、長期債利回りについては上昇余地が限られる可能性には留意しております。

米ドルはレンジ内での値動き

為替市場では、年明け以降、資源価格の上昇などを受けてカナダドルや南アフリカランドが上昇した一方で、円が売られる展開となりました。米ドルについては、米国でのワクチン接種の早期の進展や民主党政権下での大規模な追加経済対策に支えられた力強い景気回復を受けて、昨年の下落から一転して多くの通貨に対して上昇する局面がありました。しかし、FRBから金融緩和の早期縮小に慎重な姿勢が示され、ユーロ圏など米国以外の地域の景気回復が確認された際には、米ドルが下落に転じるなど、今年に入ってから明確な方向感の無い動きとなっています。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移
(2008年1月2日～2021年6月18日、日次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

米ドル安の持続を見込むが、インフレの動向には留意

米国の力強い景気回復や物価上昇を受けてもなお、FRBが低金利政策の継続を志向していることに鑑みると、米ドルは多くの通貨に対して下落圧力がかかりやすいと判断しています。加えて、米国では他国に比べても大規模な財政政策が採られていることも、将来的な米ドル安の火種になりうると考えています。

基調としての米ドル安を想定しているものの、米国のインフレ率が高止まりするシナリオには留意しております。FRBは足元での物価上昇の加速は一時的であるとのスタンスを崩していません。しかしインフレ率が2%台後半から3%台で推移し続けると見込まれた場合などには、物価の安定を図ってFRBがより早期に利上げに向

かうと考えられます。利上げが織り込まれていく過程で、為替市場では、米国国債利回りの上昇とともに、米ドル高が生じる可能性があります。

コロナ・ショックという未曾有の事態に対処すべく打ち出された財政政策と金融緩和は、経済活動の正常化が進むにつれて大きめの物価上昇をもたらす可能性があります。持続的なインフレ率の上昇は、過去数十年のディスインフレ環境に浸った債券、為替市場を含めた金融市場全体のボラティリティを高める可能性があります。今後の市場動向を見通すうえでは、インフレの動向に留意する必要があると考えています。

日本株式市場

コロナ後の出遅れ修正に期待



執行役員・CIO
村尾 祐一

出遅れが顕著であった2021年上半期

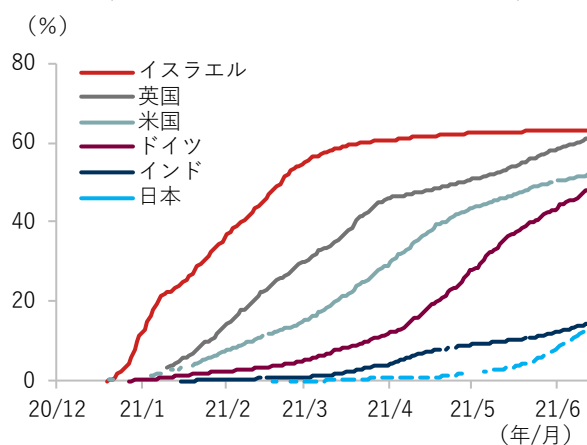
2021年上期のTOPIXは8.58%（6月22日時点）のリターンとなり、主要各国の株式市場に対して出遅れる結果となりました。新型コロナウイルスのワクチン接種が進み、経済活動が正常化する他の先進各国に対して、日本の新規感染者数は改善の兆しを見せず、ワクチン接種率の遅れがそのまま株価にも反映された形となりました。特に国内需要は弱い状況が続き、消費者信頼感指数や、外食売上、海外からの旅行者数の推移など、個人消費関連の景気指標は弱い状況が続きました。一方、足元での接種回数は急速に増加しており、経済活動が年末に向けて正常化することが期待されます。回復で先行した米国での緩和的な金融政策の転換が株式を含めた金融市場全般の上値抑制要因となるリスクはあ

企業収益は既にコロナ前の水準を回復見込み

一方、企業収益は、昨年度前半を底に顕著な回復傾向を見せました。かつてない規模の金融・財政政策が各国の景気を下支えしましたが、企業部門においては、需要の急速な減少に対応した費用削減の効果が想定以上に顕在化しました。また、通信需要の増加に伴う電気機器の販売増加や、中国、米国など回復が先行した国の自動車販売の顕著な回復が、関連する産業において幅広い業績回復をもたらしました。結果として、年度当初は2割～3割程度の減益を予想していた昨年度の増益率は、前年度に比べてほぼ横ばいという実績になりました。今期は約2割の増益が予想されていますが、これは既に新型コロナが発生する以前の企業収益をほぼ回復する見通しになります。ただし、内容的には製造業が過去ピークを上回る予想となっているのに対し、国内を中心とす

りますが、景気回復、金融政策転換の面でまだ初期の段階にある日本株は相対的には堅調な動きを想定します。

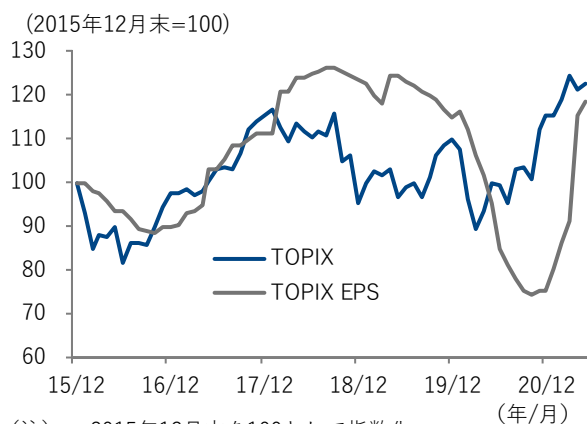
各国のワクチン接種率
(人口比、少なくとも1回接種)
(2020年12月1日～2021年6月14日、日次)



(出所) Our World in Dataのデータを基に
野村アセットマネジメント作成

る非製造業はまだ過去の利益水準回復は見込まれていません。今後どの程度の上振れが期待できるかは、ワクチン接種の進捗と新規感染の収束状況次第と言えるでしょう。

東証株価指数（TOPIX）と一株当たり利益（EPS）
(2015年12月末～2021年5月末、月次)



(注) 2015年12月末を100として指数化
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

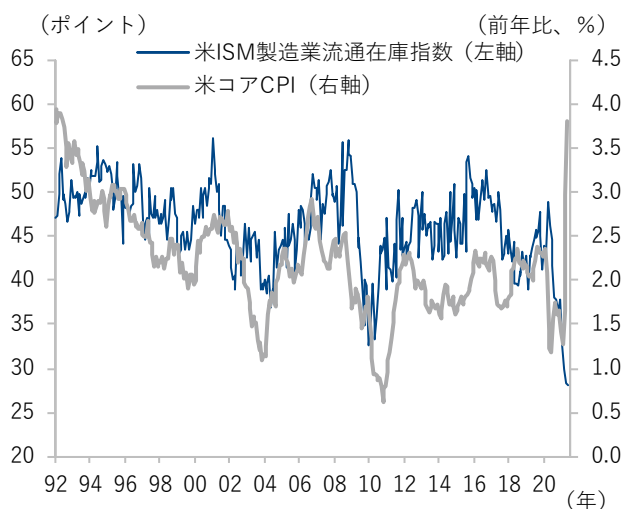
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

供給不足が生む新たな需要とその反動

新型コロナウイルスの感染拡大が与えた影響の一つに、在宅勤務などの働き方の変化があげられます。遠隔地間の通信の増加や、自宅でのPCやモニター、エアコンなどの家電製品に対する需要増加が、半導体などの電子部品の需要を押し上げました。こうした需要増加は、5Gと呼ばれる次世代移動通信サービスの開始や、自動車の電動化の進展とも重なり、予想を大幅に上回る半導体部品の供給不足を起こしています。その影響の及ぼす製品の裾野は広く、結果として多くの製造業のサプライチェーンにおける在庫はかつてない水準にまで低下しました。部品不足のために生産計画を引き下げる動きがある一方で、供給が不足している部品については、調達を前倒しで行ったり、生産能力引き上げのため半導体メーカーが設備投資計画を引き上げるなどの動きが見られました。こうした動きがどの時点でピークを迎えるのかは、

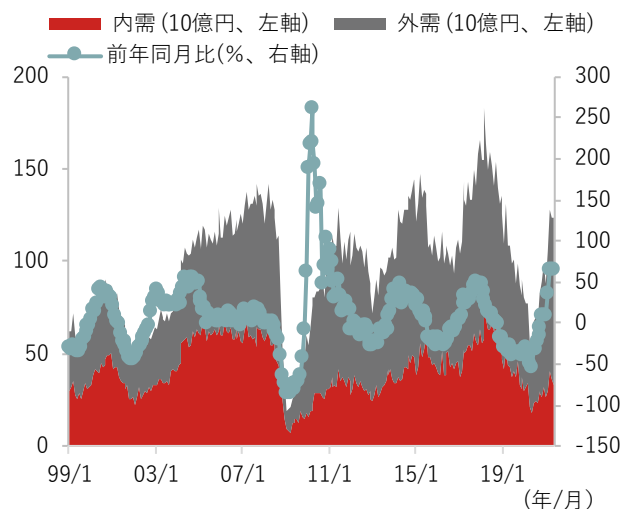
産業やセクターにより異なり、企業収益全般に与える影響を推測する事は困難です。工作機械受注の前の循環局面のピークの水準との比較では、足元の水準はまだ伸びる余地を残していますし、半導体設備投資も、売上との比較ではまだ過去ピークよりも低い状況にあります。したがって、今期はこれらの投資活動が企業業績をそれなりに下支えすると想定されますが、来期はそうした動きの一巡による減速局面を迎えると想定するのが妥当に思われます。また、短期的には、在庫不足を補うための過剰な部品発注や在庫積み増しが起きている可能性があります。最終需要の変動に加え、在庫循環が関連産業の活動の振幅を大きくしている点は注意が必要です。

米ISM（サプライマネジメント協会）
製造業流通在庫指数とコアCPI
(1992年1月～2021年5月、月次)



(出所) CEICデータを基に野村アセットマネジメント作成

工作機械受注推移
(1999年1月～2021年5月、月次)



(注) 2021年5月データは速報値

(出所) 野村証券資料を基に野村アセットマネジメント作成

コーポレートガバナンスコード改定と東証市場区分見直し

2021年6月のコーポレートガバナンス（CG）コード改定の特徴は、東証市場区分の見直しと連動する形で、議論が進められてきた点です。プライム市場に上場する企業は①取締役会の3分の1以上は独立社外取締役を選任する。（子会社上場の場合は独立社外取締役を半数以上とするか、または利益相反管理のための委員会を設置する。）②指名・報酬委員会を設置し、各委員会の半数以上を独立社外取締役とする。③気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）又は同等の国際的枠組みに基づいて気候変動に関わる情報の充実をはかる、などが求められています。また、上場企業全体に対し、取締役会の多様性の確保やスキルマトリックスの公表に加え、環境、人権の尊重、労働環境への配慮など、サステナビリティをめぐる課題への積極的な対応を促すものとなりました。

野村アセットマネジメントは、2020年11月の議決権行使基準改定の際に、事業会社に対して、執行と監督の分離をより明確にする「モニタリングボード」の導入を求めていく姿勢を明確にしました。こうした我々の考え方は、今回のCGコード改定と同じ方向を目指すものです。また、気候変動への取り組み、多様な人材の活用や人権保護などは、数年程度の短期的な企業収益に与える影響という観点で捉えるのではなく、長期的に持続可能な社会の実現と利益成長を達成する上で不可欠なものとして考える要素です。それらの要素が、東証の市場改革における重要な論点として織り込まれたことは、日本の株式市場の長期的なリターンの改善に貢献するものとして、その効果を期待したいと考えます。

外国株式市場



株式担当SIO
中山 貴裕

新型コロナワクチン開発と各国政府の財政政策を背景に景気感応度の高いシクリカル銘柄や資源関連の多い新興国株が注目される。ただし、シクリカル銘柄の業績回復は、コロナ禍で進んだDXなどの構造的変化の流れを変えるものではない。

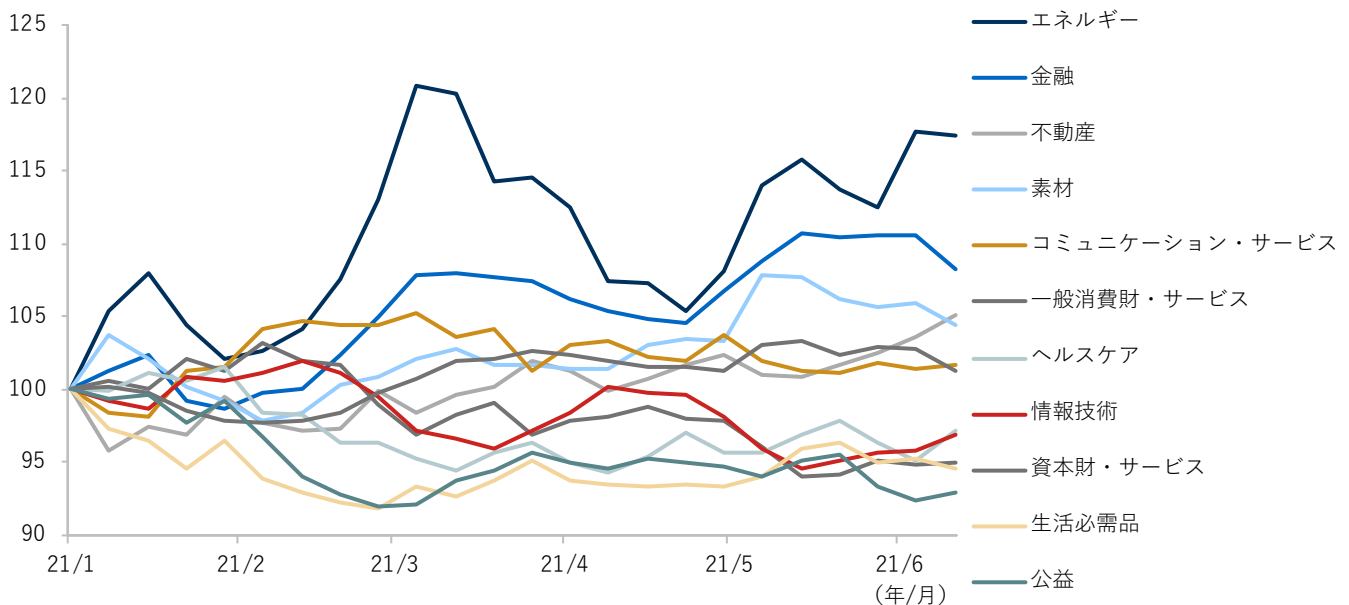
年初来の株式市場の推移と注目すべき視点

MSCI ACWI（オール・カントリー・ワールド・インデックス）でみた世界の株式市場は、昨年11月の新型コロナワクチン開発のニュースや、今年1月の米国ジョージア州における上院決選投票以降、民主党政権の政策を期待したインフラ関連銘柄や、金利上昇期待から金融セクターなど、業績回復期待が高いシクリカル銘柄が市場の牽引役となりました。一方、コロナ禍の不透明感を背景に、それまで市場を牽引してきた最先端分野で独自の高い技術力をもつテクノロジー企業を中心とした成長株は、弱含んで推移しています。

世界の2021年国内総生産（GDP）成長率予想は、

市場平均で6.0%程度（Bloombergコンセンサス予想）と予想されていますが、在庫水準が依然低いことなどを考慮すると、上振れリスクもあると考えられ、シクリカル銘柄への注目は当面続くことも想定されます。一方で、足元で起こっているシクリカル銘柄の業績回復がコロナ禍で進んだデジタルトランスフォーメーション（DX）などの構造的変化の流れを変えるものではないという視点も重要です。当面は、政府の政策から恩恵を受けるシクリカル銘柄と、構造的な成長ストーリーを持つテクノロジー企業を中心とした成長株という二つの視点に注目することが重要だと考えています。

MSCI ACWIに対する各セクターの株価推移
(2021年1月1日～2021年6月11日、週次)



(注) 2021年1月1日を100として指数化
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

テクノロジーセクターのファンダメンタルズとバリュエーション

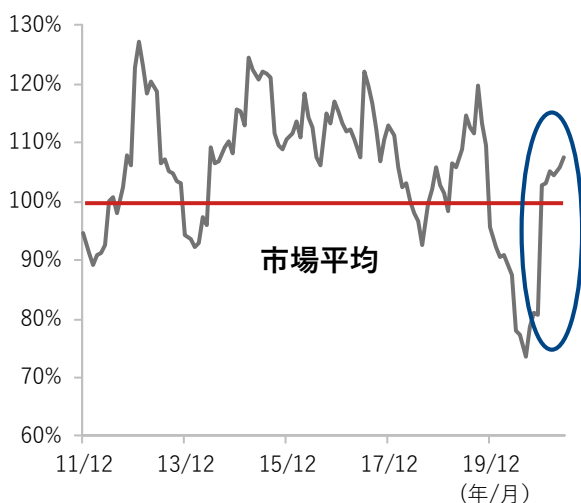
コロナ禍で注目されたテクノロジーセクターのバリュエーションは、FCF（フリー・キャッシュフロー）イールドでみると一時市場平均を20%以上下回る水準まで低下し割高感が意識される場面もありましたが、足元では、すでにその割高感は解消されています。

市場では、シクリカルセクターの業績回復に注目が集まっておりますが、2021年第1四半期決算からは、テクノロジーセクターが引き続き高

い成長率と市場平均を大きく上回る利益率水準を維持しており、堅調なファンダメンタルズが確認できます。

現在のテクノロジーセクターを構成する企業の中心は、収益性や成長性などの観点から優良企業に分類できる企業が多く、2000年のITバブル期に多く存在した赤字企業とは全く異なるといえます。

S&P500 ITセクターの相対FCFイールドの推移
(2011年12月～2021年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

各セクターの売上げ成長率と利益率
(2021年1～3月期実績)

S&P500 GICS11セクター	売上げ成長率 (前年同期比)	利益率 (純利益/売上)
情報技術	22.0%	24.6%
一般消費財・サービス	20.6%	7.6%
コミュニケーション・サービス	17.2%	14.1%
公益	15.8%	13.0%
素材	12.0%	11.7%
ヘルスケア	9.8%	11.4%
金融	9.5%	22.3%
エネルギー	4.0%	4.4%
生活必需品	3.0%	6.7%
不動産	1.4%	35.6%
資本財・サービス	-0.4%	6.8%
単純平均	10.4%	14.4%

(注) GICS (世界産業分類基準)

(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

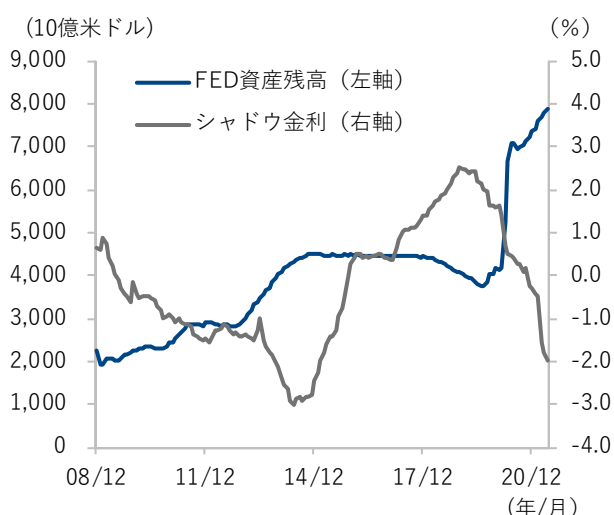
当面リスクオフとなる市場環境は想定しにくい

年初来の各セクターの株価推移（P12）をみると、生活必需品、公益などのディフェンシブセクターが市場平均を下回っています。

コロナ禍での、積極的な金融緩和政策を背景に量的緩和の効果などを加味した実質的な金利水準を示唆するシャドウ(潜在)金利は、QE3（量的金融緩和第3弾）が実施されていた2014年当時に匹敵する緩和状態になっています。

また、金融市場全体のリスクを鮮明に反映するといわれるクレジットスプレッドや株式相場の急激な変動を示唆するといわれるVIX指数（ボラティリティ・インデックス）も低位で安定的に推移していることから、市場全体が急速にリスク回避姿勢を高める環境は想定しにくいと考えられます。

FED（連邦準備制度）
資産残高とシャドウ金利の推移
(2008年12月～2021年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

VIX指数とクレジットスプレッドの推移
(2019年12月31日～2021年6月11日、日次)



クレジットスプレッド:
BarCap US Corp HY YTW-10 Year Spread
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

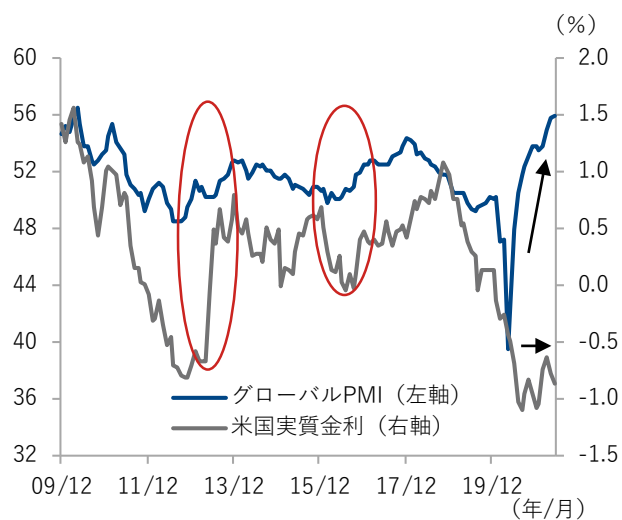
バリューストックが中長期的な優位性を確立する条件

10年以上にわたるグロース優位の市場環境の中で、2013年、2016年に、現在のようなバリューストック指数が優位になった時期があります。この時に共通していたのが、①景気が拡大基調であったことと、②実質金利の上昇が期待されていたことです。

現在も、コロナ禍で発表された各国政府による積極的な財政政策を背景に、景気の急速な回復

が予想されています。一方で、各国中央銀行は緩和的な金融政策を維持し、米FEDは昨年インフレ率が「一時的に」2%を上回ることを容認する姿勢を表明するなど、実質金利が上昇しにくい環境となっています。したがって、近い将来において、実質金利が中長期的な上昇トレンドに転換していくことは想定しにくく、持続的なバリューストック相場への転換もすぐには期待しにくいと考えられます。

グローバルPMI（購買担当者景気指数）と米国実質金利の推移
(2009年12月～2021年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

S&P500バリューストック指数/グロース指数の推移
(2009年12月～2021年5月、月次)



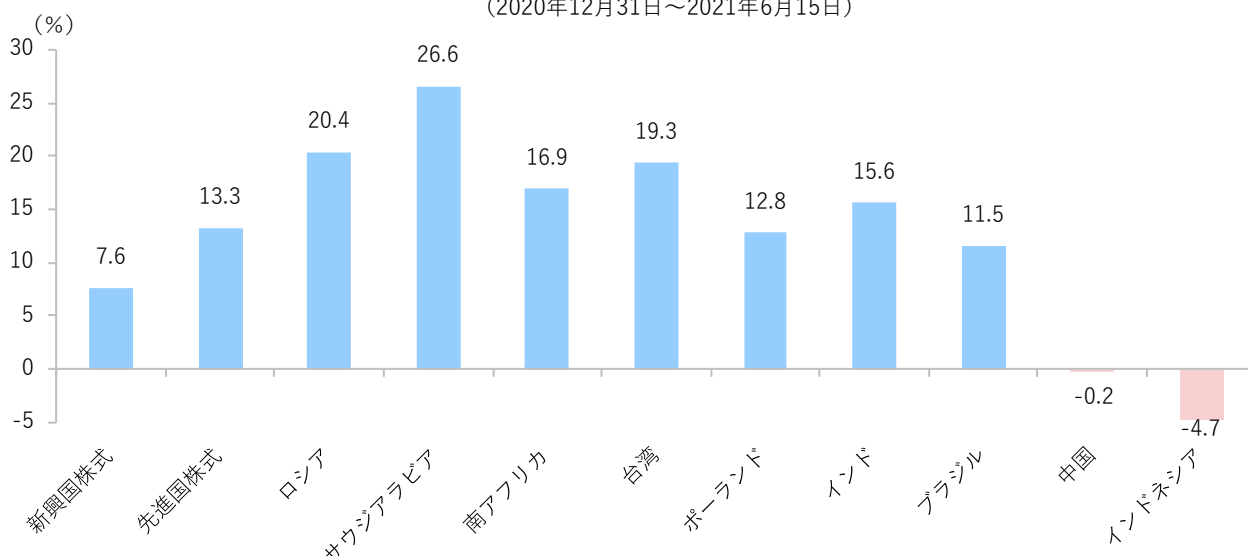
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

新興国株式：商品市況高が下支えとなり、構造改革を進める国に注目

新型コロナウイルスによる経済危機から中国经济に続いて、ワクチン接種の普及を背景に欧米諸国の経済も回復しつつあります。工業製品への世界的な需要が急回復していますが、銅や原油といったコモディティから半導体といった中間財まで供給が需要に追い付かず、当該商品の価格が高騰しています。こうした投資環境はシクリカル株や資源株が多い新興国株式には良好であり、個別では台湾やロシア、南アフリカの株式市場が堅調に推移し、先進国株式市場と比べても年初来リターンは大きくなっています。また、米国では新政権が大型インフラ投資計画を掲げ、欧州連合（EU）の復興基金が資金配布の準備を進め、多くの新興国がワクチン接種を加速させるなど、世界の景気回復がまだ早い段階にあると考えます。商品市況の需給ひっ迫が続く、新興国株式市場の資源株やシクリカル株には有利な投資環境が続くとみています。

新興国の個別市場については全般的に良好な経済環境の下で経済成長の潜在力を高める構造改革を進める国に注目します。例えば、南アフリカでは非効率に経営された国営電力公社による大規模な停電が常態化しているので政府が民間の発電設備の規制を大胆に緩和しました。発電設備への民間投資の加速および経済の足かせとなった停電問題の解決は期待されます。また、ポーランドではEUの環境規制強化を背景に石炭発電の運営コストが高まり、電力の卸価格も上昇しました。政府が電力会社から石炭資産を分離すると提案しました。分離によって電力会社に資金力が復活し、コスト安が進む再生可能エネルギーへの投資が進み、中長期的に電力価格の抑制が同国の製造企業の競争力に繋がると期待されます。他に、新型コロナウイルスの感染が抑えられた後に、ブラジルやインド政府が当初に掲げた構造改革を進めるかに注目します。

株式市場の年初来収益率（米ドルベース:配当込み指数）
（2020年12月31日～2021年6月15日）



新興国株式：MSCI EM (Emerging Market) Index、先進国株式：MSCI World Index、各国：MSCI各国Index
(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

J-REIT市場

市場はコロナ禍後を視野に入れた展開へ

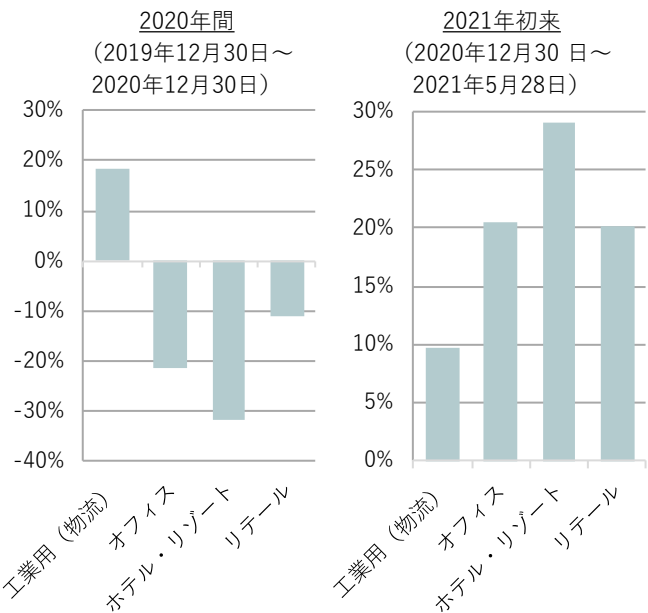


シニア・エクイティ
アナリスト
延原 知行

市場はコロナ禍後を織り込み始めた

2020年間と2021年初来のJ-REIT市場のセクター別パフォーマンスの傾向は大きく異なっています。2020年間ではコロナ禍でもキャッシュフローが安定的で巣ごもり需要によるeコマース拡大に伴う需要が期待された物流セクターが堅調でした。一方で2021年初来では市場は経済活動正常化を視野に入れ始めたことから、オフィス、ホテル、リテールといったコロナ禍でマイナス影響を大きく受けたセクターが反発する展開となっています。これらのセクターのファンダメンタルズはまだ回復感に乏しい状況ですが、市場は徐々にコロナ禍後を織り込み始めています。

東証REIT指数のセクター別リターン



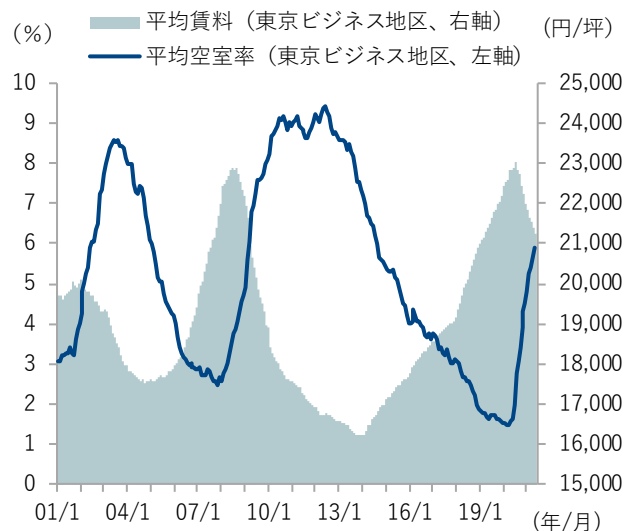
(注) 時価総額加重平均、業種分類はGICSの産業サブセクター分類
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

働き方の多様化とオフィス需要への影響

コロナ禍以降、2020年に供給された新築ビルへのテナント移転による2次空室の顕在化やテレワークとの親和性が高いIT関連企業、業況の厳しい中小企業によるオフィス解約の影響により空室率は上昇傾向で推移しています。一方で多くの大企業は依然様子見の状況でオフィス移転の動きは限定的です。今後働き方の多様化が進むことでオフィス需要が減少する可能性はありますが、テレワークによるコミュニケーション面での課題も指摘されており、経済活動正常化に伴いコロナ禍で一旦潜在化した需要の戻りも期待されます。オフィス市況は悪化一辺倒ではなく、これらの要素を消化しながら均衡点を探る展開になると予想されます。

オフィス市況

(2001年1月～2021年5月、月次)



(注) 東京ビジネス地区
(都心5区：千代田・中央・港・新宿・渋谷区)
(出所) 三鬼商事のデータを基に野村アセットマネジメント作成

※個人の見解であり、会社としての統一見解ではありません。

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

物流施設に対する旺盛な需要は継続するか

物流施設に対するテナント需要はこれまでも好調でしたが、コロナ禍後は通販などeコマースは更に拡大しており、それを支える物流施設への需要もより高まっているため空室率は低水準で推移しています。一方で新築物流施設の供給量は近年大幅な増加傾向で推移しており、様々な企業が物流事業へ参入しています。開発競争が激化した結果、用地価格など開発コストは上昇傾向にあり、テナントへ物流施設を賃貸する際の賃料も上昇しています。先進的物流施設の活用により賃料上昇負担を補ってあまりあるビジネス機会や合理化効果をテナントが得られなければ、需要減退にもつながりかねないため動向が注目されます。

東京圏の物流施設市況
(2008年7月～2021年4月、四半期)



(注) 東京圏(茨城県・埼玉県・千葉県・東京都・神奈川県)
(出所) 一五不動産情報サービスのデータを基に野村アセットマネジメント作成

経済活動の正常化が待たれる商業・ホテル

コロナ禍以降厳しい環境に直面している商業セクターですが、2020年はテナントの自助努力によるコスト削減や、政府による支援の活用、物件所有者による一時的な賃料減免などにより、J-REITが保有する商業施設の稼働率は大幅な低下を回避することができました。また生活必需品を中心に扱う商業施設の売上は安定的に推移しています。このように商業セクター全体としてはファンダメンタルズは大崩れしていないものの、度重なる緊急事態宣言の影響により居酒屋などの業態の経営は苦しい状況が続く、J-REIT保有物件でも飲食ビルの稼働率が低下するケースが出てきています。

ホテルセクターもテレワーク関連や感染対策の徹底による需要取り込みに注力しているものの、インバウンド需要は消滅している上に国内需要も限定的なため厳しい状況です。多くのホテルは賃料を負担するだけの十分な収益を上げられていないため、ホテルREITの分配金は総じて低水準で推移しています。ワクチン接種が進捗し始めたことから投資口価格は持ち直していますが稼働率は依然低位にとどまっています。

コロナ禍の長期化はテナントやホテルオペレーターの経営体力低下による賃貸需要回復の遅れにつながるため、早期の経済活動の正常化が待たれる状況です。

※個人の見解であり、会社としての統一見解ではありません。

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

コロナ禍後の均衡点を探る展開へ

新型コロナウイルス感染拡大から1年以上が経過しており、J-REIT市場への短期的な影響はこれまで見てきた通り概ね明らかになりつつあります。

一方でコロナ禍をきっかけに中期的に構造的な変化が生じるセクターが出てくる可能性もあります。具体的には、①大企業を中心にテレワークを含めた働き方の多様化がどの程度進むのか、②コロナ禍によるeコマースの更なる拡大加速が商業施設にどの程度影響を及ぼすのか、③東京都心部への人口流入の減速が都心部の賃貸住

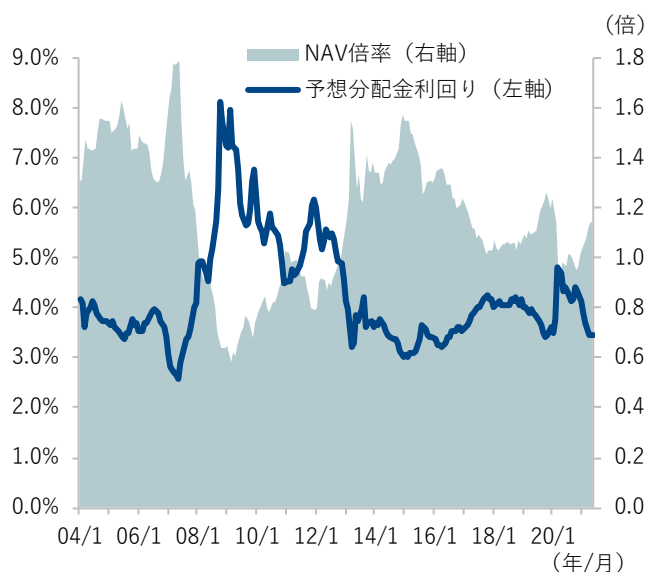
宅や商業施設に影響を及ぼす可能性があるのか、④飲食店舗やアパレル、レジャー関連などコロナ禍で大きく影響を受けた業態は今後商業施設において存在感を維持することができるのか、などが注目されます。各セクターともにコロナ禍によってプラスとマイナス両方の影響を受けていますが、今後経済活動の正常化が進むにつれて均衡点を探る展開になると予想されます。

不動産価格の調整が限定的な点は投資口価格の下支え

J-REIT市場はコロナ禍で大きな影響を受けましたが、世界的な金融緩和を背景に不動産価格の調整が限定的に止まっている点は投資口価格の下支えになっています。

J-REIT市場は2021年に入り大きく回復しましたが、NAV（純資産に保有物件の含み損益を加えた金額）は不動産価格が安定推移していることから低下していないため、NAV倍率は過去との比較でも割高感は高くない状況です。J-REIT市場の回復が続けば、物件取得が加速することによって分配金増加に寄与することも期待されます。

J-REIT配当利回りとNAV倍率
(2004年1月～2021年5月、月次)



(注) J-REIT全銘柄のNAV倍率 (投資口価格 ÷ 1口当たりNAV)の時価総額加重平均値

(出所) 不動産証券化協会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

※個人の見解であり、会社としての統一見解ではありません。

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

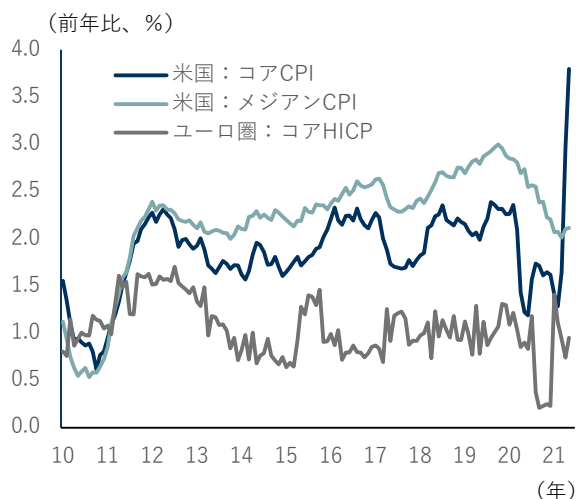
世界経済の基本シナリオ

経済は正常化に向かい、インフレ上昇圧力は後退・中銀は金融緩和を調整

経済の不確実性は縮小、インフレ上昇は「一時的」

主要先進国でワクチン接種が進むとともに、1.9兆ドル規模の「米国救済計画」による消費浮揚効果が世界経済にある程度波及し、年央に景気の本格的な回復が見られるとの見方を維持しています。コロナ禍によって抑制されていた需要は、経済正常化の過程で一旦オーバーシュートするものの、次第に落ち着いていくと見られ、財政出動による経済押し上げ効果も逡減していく中で、2022年の成長ペースは鈍化するでしょう。足もとでベース効果や供給制約などを背景にインフレ率は上昇しましたが、今後は供給制約が緩和されていく中で、落ち着いていくと考えています。

米欧インフレ率
(2010年1月～2021年5月、月次)

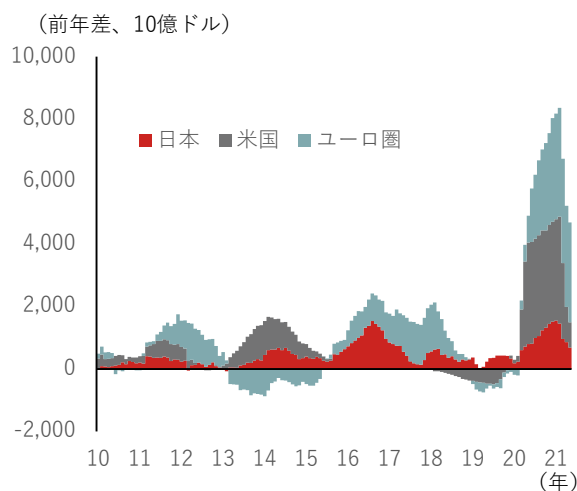


(出所) CEIC、Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

主要中銀は資産買入れ縮小へ

日米欧の主要中銀は事実上、2%超のインフレ率を一旦は許容するスタンスです。足もとで米欧ともにインフレ率は2%を超えたものの、中銀はこれを「一時的」と評価しています。インフレ率が賃金やインフレ期待と共にスパイラル的に上昇する兆しが出てこない限り、早期の金融引き締めには至らないでしょう。他方で、新型コロナウイルス感染症がもたらす経済の不確実性が低下していく中で、主要中銀は資産買入れ額の縮小に向かうと考えています。FRBの「テーパリング」が注目されますが、日銀は実態としては既にテーパリングの状態にあり、欧州中央銀行（ECB）も追随すると見えています。金融環境は緩和的なままですが、その緩和度合いが調整される局面が近付いてきています。

日米欧の主要中銀バランスシートの変化
(2010年1月～2021年5月、月次)



(注) 当社にて米ドル換算

(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

世界経済のリスクシナリオ

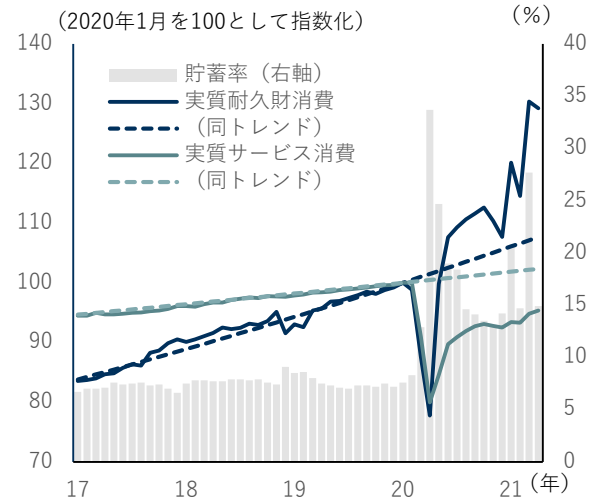
リスクバランスは均衡

アップサイドリスク：サービス消費の「ペントアップ」需要

コロナ禍で対面型サービス消費に制限がかかる国が多くありましたが、ワクチン接種の進展によって行動様式がコロナ前に戻り、サービス消費の「ペントアップ」需要が表出し、当社予想以上の成長加速・インフレ上昇に繋がる可能性もあります。特に現金給付が行われ、貯蓄率や手元資金が高水準にある日米の家計は支出拡大余地が大きいと言えるでしょう。

また、気候変動へのコミットメント強化を背景に、民間設備投資が加速し、世界貿易量が拡大するなど好循環が生じるといったアップサイドリスクも考えられます。

米国の実質財・サービス消費と貯蓄率
(2017年1月～2021年4月、月次)



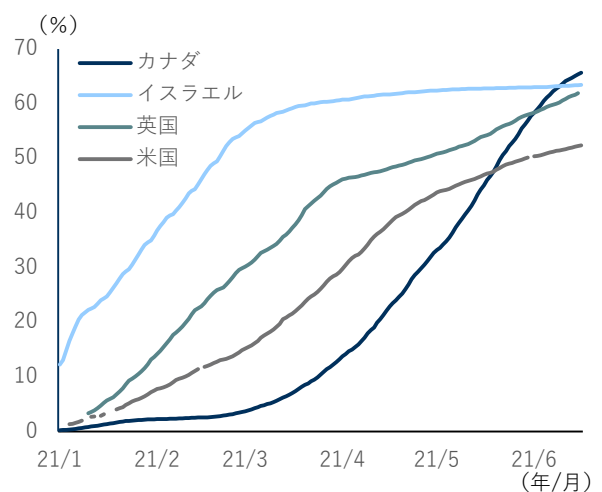
(注) トレンドは2017-2019年の平均的な増加ペースを仮定
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダウンサイドリスク：感染症への懸念が再浮上

ワクチン接種が進んでいる国の一部では、接種率が6割程度で頭打ちになる傾向があり、ウイルスが変異を繰り返していることを勘案すれば、「集団免疫」が獲得できていない可能性があります。一旦コロナが収束したように見えた国でも再び感染拡大が繰り返され、広範囲の経済活動制限に至れば、家計や企業の期待成長率が低下し、中期的にも経済が下押しされるリスクがあるでしょう。

また、感染症の影響が長期化する下で、企業の債務不履行が急増すれば、金融システムや金融市場を通じて实体经济を一段と悪化させるかもしれません。

新型コロナワクチン接種率の推移
(2021年1月1日～2021年6月16日、日次)



(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

景気循環

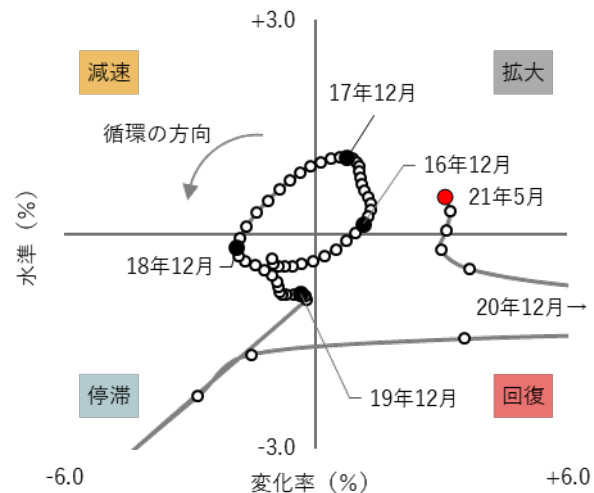
拡大局面後の世界景気の持続性に注目

4年余りの期間を経て景気拡大局面に

世界景気は、昨年年明けには一度は停滞局面を脱しかけたものの、コロナで後退を余儀なくされました。その後回復期間を経て拡大局面に進んできました。この世界景気循環は3年半程度で一巡する傾向がありますが、今回は4年余りの期間を要しました。

景気循環が遅延した主因がコロナであったのはいうまでもありませんが、その後の英国やフランス、スペインなどの欧州主要国を中心とした回復のもたつきも大きく影響しました。それらの国でも足元に向け、徐々に経済正常化が進んできたことで、世界全体の景気は一段と改善に向かいました。

世界景気先行指数の循環図
(2016年1月～2021年5月、月次)



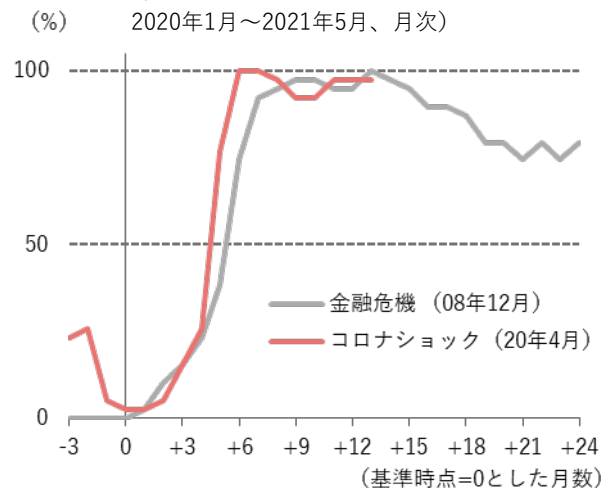
(注) 変化率は6ヵ月前比(年率)、水準は長期トレンドからの乖離率。

(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

実体経済の減速と地域間格差に注意

一方、今年後半の実体経済の成長鈍化は不可避であることから、世界景気も半年程度の短期間で一旦減速局面に移る可能性が高いと考えられます。加えて、今後は地域間の格差も生じやすくなるでしょう。今回のショックは影響が世界全土に及んだことから、景気の改善も一様に進みました。この傾向は2008年の金融危機後と非常によく似ています。注意すべきは、当時は危機から1年ほど経過したあたりから地域間格差が生じてきたことです。景気が悪化した国の中には、中国も含まれていました。今回も、中国景気は世界景気の先導的な役割を果たしています。そのため、中国が今後拡大局面にどれだけ留まることができるかが重要なカギになると考えられます。

回復・拡大局面の国の比率
(2008年9月～2010年12月および
2020年1月～2021年5月、月次)



(注) 49ヵ国を対象に集計。比率が50%を超えると、半数を超える国で景気が改善していることを示す。凡例の()は基準時点。

(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国

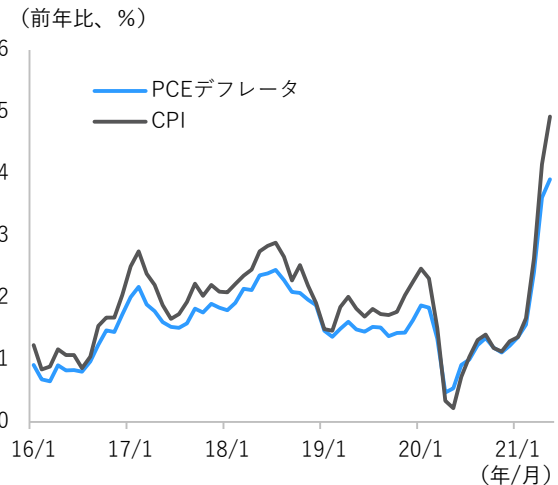
インフレと金融政策の動向が焦点に

インフレ率が大きく加速

米国経済は急ピッチで回復を続けています。大規模な財政刺激策やFRBによる金融緩和策に加えて、ワクチン接種の進展に伴う経済活動再開などが背景にあると考えられます。今後は、財政刺激策の効果剥落やサービス支出の回復ペースの鈍化などにより、米国経済は徐々に巡航速度へ減速するでしょう。

好調な景気や供給制約などを背景に、米国のインフレ率は大きく加速しました。今後は、コロナ禍の正常化に伴い供給制約の緩和が期待されることや、米国経済の成長ペース鈍化が想定されることなどからインフレ上昇のペースは減退することが予想されますが、インフレ動向に金融市場および金融当局者の注目が集まる展開はしばらく続きそうです。

インフレ率の推移
(2016年1月～2021年5月、月次)

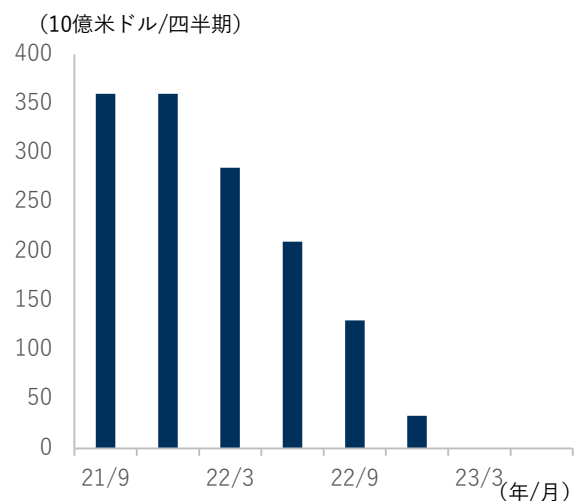


(出所) CEIC のデータを基に野村アセットマネジメント作成

インフレ動向を受けたFRBの対応に注意

FRBパウエル議長は6月のFOMCにおいて、資産買入のペース減額（テーパリング）に関する予備的な議論を行ったことを明らかにしました。また、6月に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しでは、3月時点と比較して利上げが前倒しされることが示唆されています。テーパリングについては、市場参加者は2022年初前後からの実施を既に織り込んでみるとみられ、このスケジュールに沿った形となれば市場の波乱要因となる可能性は低いでしょう。一方で、足もとのインフレ上昇が持続的なものとなる公算が高まれば、金融市場やFRB高官がさらなる利上げの前倒しを織り込む（主張する）可能性があり、この場合には債券市場をはじめとする金融市場への影響に注意が必要となるでしょう。

FRBの資産買入額見通し
(2021年7-9月～2023年4-6月、四半期)



(注) ニューヨーク連銀による2021年4月プライマリーディーラー調査の中央値（米国債およびMBSの合計）を示している。
(出所) ニューヨーク連銀資料を基に野村アセットマネジメント作成

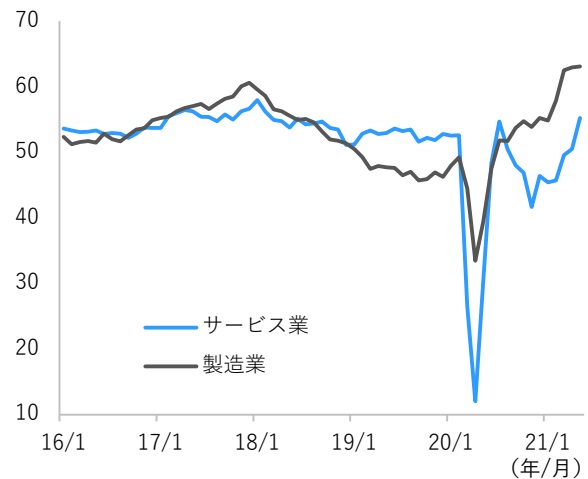
ユーロ圏

景気回復が視野に入る

景気回復が視野に入るユーロ圏経済

新型コロナウイルスのワクチン接種の遅れや、感染再拡大に伴う行動制限措置の再導入などにより、ユーロ圏経済は2021年の1-3月期に再び前期比でマイナス成長を記録しました。しかし、足もとでは米国の景気刺激策などを背景とした堅調な外需に支えられた製造業に加えて、ワクチン接種の進展や行動制限措置の解除に伴ってサービス業の景況感も大きく改善しており、ユーロ圏における景気回復が視野に入っている状況と言えるでしょう。観光業など、コロナ禍による悪影響を受けやすい産業が大きな割合を占める南欧諸国の景気回復は、他のユーロ圏諸国と比較してやや遅れるとみられるものの、欧州復興基金に基づく設備投資の増加がこうした国々の景気を下支えするとみられます。

購買担当者景気指数（PMI）の推移
(2016年1月～2021年5月、月次)



(出所) IHS Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

9月の独連邦議会選挙に注目

ECBは、6月の理事会においてパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）に基づく資産買入のペースを維持することなどを決定しました。今年後半にかけて、ECBはコロナ禍に伴う緊急措置と位置付けられているPEPPの終了を図るとみられます。その一方で、インフレ目標の達成が2023年まで見通せない状況であることなどを踏まえ、ECBはより恒久的な政策手段である資産買入プログラム（APP）の拡充といった政策対応を検討するでしょう。

9月に連邦議会選挙を控えるドイツでは、現与党であるCDU・CSUと緑の党の支持率が拮抗するなど、先行きの不透明感が高まっています。メルケル首相の引退および政権交代の可能性が金融市場に及ぼし得る影響に注意が必要です。

インフレ率の推移
(実績値は2017年1月～2021年4月、月次)



(注) 2021年～2023年のECB見通しは年間の平均値を表示
(出所) CEICデータ、ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

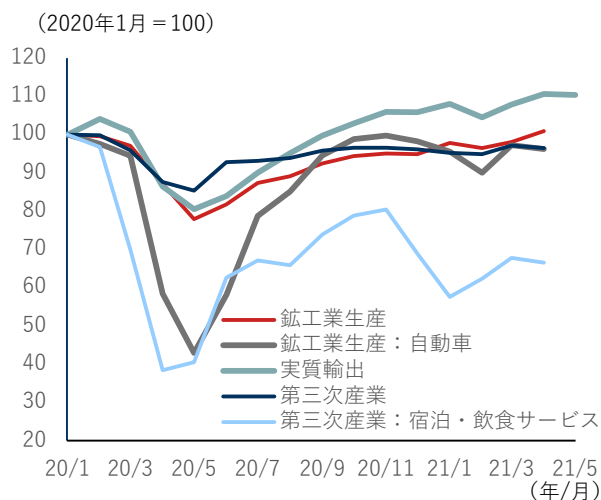
日本

コロナが制御可能になれば内需の回復に繋がると予想

外需から内需へ

昨年コロナショックから、世界の製造業はいち早く改善に向かい、日本も生産・輸出は増加基調にある一方、サービス消費は3回目の緊急事態宣言の影響で低調なままです。ただし、足もとで加速しつつあるワクチン接種によって重症化率が低下していけば、政府・民間ともにコロナに対する警戒感が緩和すると見られ、サービス消費が上向いていくでしょう。感染症が制御可能となれば、Go Toキャンペーン事業など需要喚起策の再開もあり得ます。従って、製造業・外需中心の回復とワクチン効果がサービス業・内需に波及していくと考えられます。ただし、ワクチン接種率が高い国の一部で感染再拡大が生じている例などを参照すると、先行き不確実性は高いままとなるでしょう。

経済活動の回復状況
(2020年1月～2021年5月、月次)



(注) 第三次産業とは第三次産業活動指数を指す
(出所) CEIC、経済産業省のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日銀は現状維持

日銀が掲げる2%の物価安定の目標に、インフレ率の実績値は遠いままですが、携帯電話通信料引き下げといった一時的な影響も反映されており、それらを除けば、これほどの経済ショックの下でもインフレ率は底堅く推移しているといえそうです。供給制約の影響もあって企業の価格見通しが下振れていないことなども日銀の安心材料となっているようです。6月の金融政策決定会合では企業の資金繰り支援策を半年延長するとともに、気候変動対応投融資のバックファイナンスを決定しました。直近の当局者発言なども勘案すると、現行政策の枠組みを維持し、インフレ率の上昇を待つほかはないというスタンスが読み取れます。

最近の日銀当局者発言
(2021年5-6月の主な発言を抜粋)

黒田総裁 (5/19)	・物価が全般的かつ持続的に下落していくようなデフレに再び戻ることはない。 ・2%の「物価安定の目標」が重要であることは論を俟たない。
鈴木委員 (5/26)	・（長期金利の変動が小さいのは）個人的には残念な思いもするところ。 ・（ETF、J-REITについて）どんどん残高が増えるということは望ましくないのではないか。
安達委員 (6/2)	・物価の上がるスピードをサポートして加速させるといったツールは、少なくとも私個人では思いつかない状況。

(出所) 日本銀行の資料を基に野村アセットマネジメント作成

中国

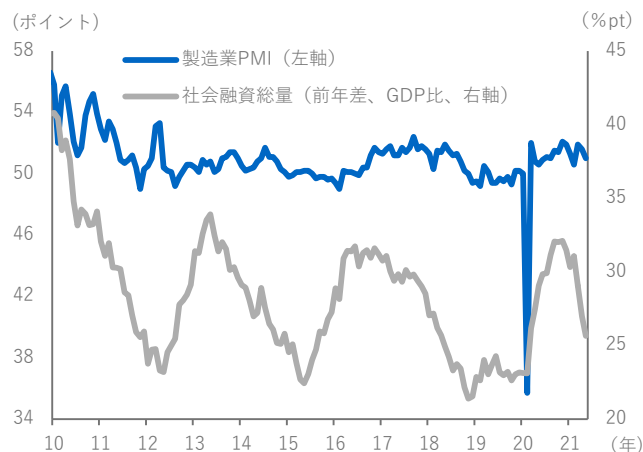
景気の牽引役が変わりながら、巡航速度へ

反発による高成長は一巡し、安定成長に向かう

中国経済は強い輸出等に支えられ、好調を維持しています。しかし、景気の勢いは緩やかな減速に向かっています。これは、金融リスクの抑制に向けて、当局が地方政府や不動産セクターの債務管理を強化したためです。昨年、成長を牽引した不動産・インフラ投資は政策引き締めにより、鈍化しました。一方、消費は今後の改善が期待されます。雇用・所得環境の改善に加えて、ワクチン接種の進展が回復を促すでしょう。

コロナショックからの反発による高成長は一巡しつつあります。今後は、政策引き締めによる投資の減速を消費の回復が相殺し、安定的な成長に向かうでしょう。

社会融資総量と製造業PMI
(2010年1月～2021年5月、月次)



(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

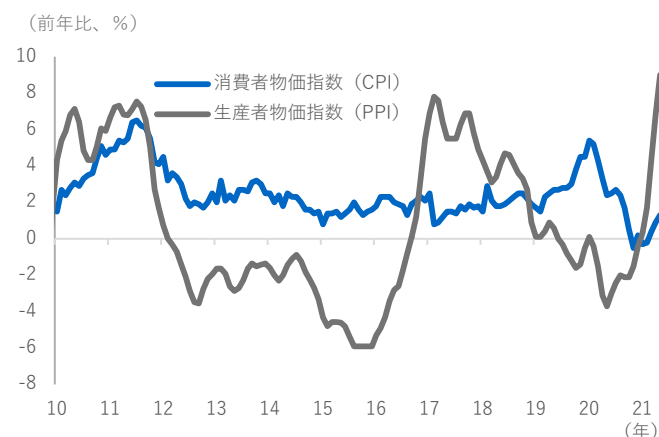
インフレ圧力には金融引き締めではなく、行政措置で対応

生産者物価は商品価格の上昇を受けて大きく上昇していますが、消費者物価の上昇は限定的となっています。将来的な消費者物価への転嫁に警戒する必要があるものの、当局は商品価格の高騰に対し、備蓄の放出や投機的取引の監視強化で対応する方針を示しています。

こうした中、中国人民銀行は主に規制を通じて、債務リスクの高い地方政府や不動産セクターに的を絞った金融引き締めを継続するでしょう。利上げなどの本格的な金融引き締めは、年内は行われないと予想します。

巨額の貿易黒字や、中国金融市場への海外からの資金流入を受けて、引き続き人民元には上昇圧力が働きやすいと見られます。

CPIとPPI
(2010年1月～2021年5月、月次)



(出所) CEIC のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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

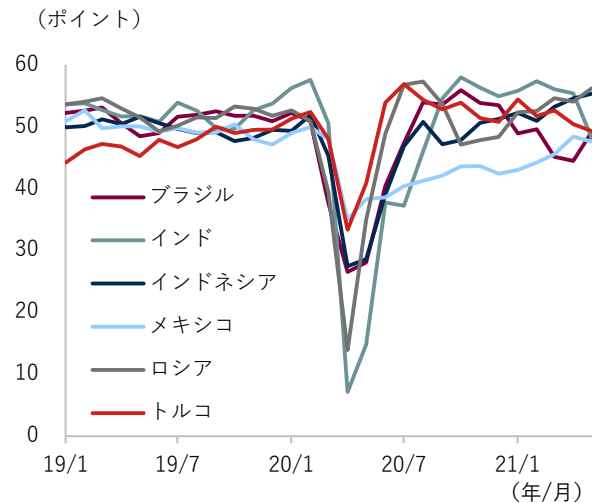
新興国

景気回復とインフレ抑制を天秤にかけながらも、金融政策は正常化へ

景気回復とともにインフレも加速

新興国経済は、新型コロナウイルスの断続的な感染再拡大の影響を受けながらも、着実な回復を続けています。感染拡大とそれに伴う行動制限措置を受けた経済活動の落ち込みは、第一波の時よりも小さくなっており、先進国と同様に、ウイルスに対する経済の耐性が出来つつあることがうかがえます。また、国によって差はあるものの、新興国でもワクチン接種が進んでいることから、感染拡大を背景に景気が大きく下振れるリスクは軽減していると見ています。一方で、景気回復による需要の拡大が、サプライチェーンの混乱や国際的な商品価格の上昇とともに、新興国のインフレ加速を招いています。今後も、景気回復とともに、高インフレが継続するリスクに注意すべきでしょう。

購買担当者景気指数 (PMI)
(2019年1月～2021年5月、月次)

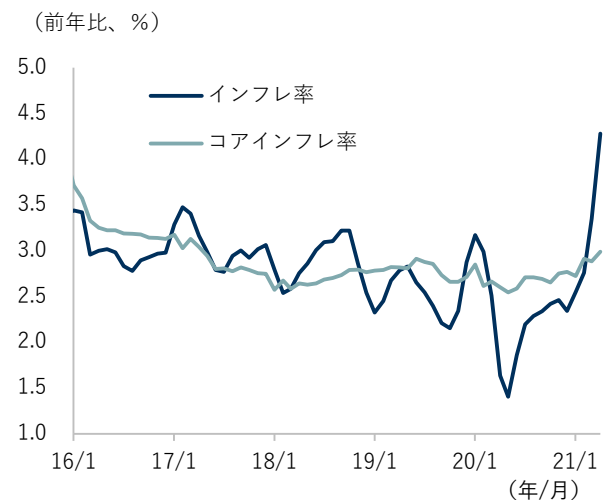


(注) インドネシア、メキシコ、トルコは製造業PMI
その他はコンポジットPMIを使用
(出所) IHS Markitのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融政策は正常化へ

また、インフレ率の上昇を受けた中央銀行の対応にも注目しています。多くの中央銀行は、インフレ率の上昇は一時的な要因によるものだとし、緩和的な金融政策を維持しています。しかし、ブラジルやロシアなど、インフレ率の上昇を懸念して金融政策の正常化に動き出した国もあり、今後は他の国でも同様の動きが見られることが考えられます。確かに景気回復は進んでいるものの、感染再拡大等による下振れリスクが残る中で、中央銀行は、景気下支えとインフレ抑制とを天秤にかけながらの難しい政策運営を迫られることとなります。景気回復の度合いやインフレ動向を注視しながらも、ワクチン接種が進み、景気の下振れリスクが軽減した国から、徐々に正常化に向かっていくと見ています。

新興国 (除く中国、トルコ) のインフレ率
(2016年1月～2021年4月、月次)



(注) 主要新興国のインフレ率の単純平均を表示
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

各国経済・市場見通し

			2021				2022		2019	2020	2021	2022
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測
				予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.7	11.9	5.2	5.1	5.2	4.8	2.6	-3.4	6.1	4.4
	先進国	*2	2.1	8.0	6.6	4.7	3.2	3.0	1.6	-5.0	5.4	4.0
	新興国	*1,*3	8.9	10.6	5.5	4.9	4.5	5.4	4.3	-0.9	7.3	4.9
	米国		6.4	9.4	5.8	5.1	3.7	3.6	2.2	-3.5	6.4	4.4
	ユーロ圏		-1.3	5.8	7.9	4.0	3.2	2.9	1.3	-6.7	4.3	3.8
	日本		-3.9	0.5	5.1	4.8	1.6	1.7	0.0	-4.7	2.5	2.5
	中国	*1	18.3	8.5	6.0	5.3	5.6	5.6	6.0	2.3	8.9	5.4
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	1.6	2.9	2.6	2.7	2.0	1.9	2.2	1.6	2.4	1.9
	先進国	*2	1.3	2.7	2.3	2.3	1.7	1.6	1.5	0.8	2.2	1.6
	新興国	*3	2.2	3.0	3.1	3.3	2.4	2.5	3.3	3.0	2.9	2.5
	米国		1.9	3.9	3.1	3.0	2.1	1.9	1.8	1.2	3.0	1.9
	ユーロ圏		1.1	2.1	1.9	1.9	1.5	1.2	1.2	0.3	1.7	1.3
	日本	*5	-0.4	-0.4	0.5	0.6	-0.1	0.4	0.6	-0.2	0.1	0.4
	中国		0.0	1.4	1.7	2.6	1.4	2.0	2.9	2.5	1.4	1.7
政策金利 (%)	米国	*6	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	0.25	0.25	0.25
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	4.15	3.85	3.85	3.85
10年債利回り (期末値、%)	米国		1.74	1.47	1.80	1.80	1.70	1.70	1.92	0.91	1.80	1.70
	ドイツ		-0.29	-0.21	-0.20	-0.20	-0.30	-0.30	-0.19	-0.57	-0.20	-0.30
	日本		0.10	0.06	0.15	0.15	0.20	0.20	-0.01	0.02	0.15	0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		3,973	4,298	4,300	4,400	4,400	4,570	3,231	3,756	4,400	4,800
	ユーロ300		1,654	1,749	1,770	1,800	1,810	1,860	1,624	1,537	1,800	1,910
	TOPIX		1,954	1,944	2,000	2,050	2,050	2,110	1,721	1,805	2,050	2,200
	MSCI EM (\$)		1,316	1,375	1,400	1,480	1,480	1,540	1,115	1,291	1,480	1,600
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.17	1.19	1.20	1.20	1.20	1.20	1.12	1.22	1.20	1.18
	日本円/米ドル		110.7	111.1	108.0	108.0	108.0	108.0	108.6	103.3	108.0	108.0
	日本円/ユーロ		129.9	131.7	130.0	130.0	130.0	130.0	121.7	126.2	130.0	127.0
	人民元/米ドル		6.55	6.46	6.40	6.40	6.40	6.40	6.96	6.53	6.40	6.55

		2019	2020	2021	2022
				予測	予測
為替レート	インドルピー	71.2	73.0	72.0	76.0
(対米ドル、	インドネシア	13,846	13,913	14,200	14,800
期末値)	ブラジル	4.0	5.2	5.0	5.2
	メキシコ	18.9	19.9	19.5	20.5
	ロシア	61.9	74.0	72.0	76.0
	トルコ	5.9	7.4	9.2	10.8
政策金利	インド	5.15	4.00	4.00	4.50
(%)	インドネシア	5.00	3.75	3.50	4.50
	ブラジル	4.50	2.00	6.00	6.00
	メキシコ	7.25	4.25	4.75	5.00
	ロシア	6.25	4.25	6.25	6.25
	トルコ *6	11.43	17.03	15.00	15.00

(注) 見通しは2021年6月21日時点。1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント

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

当資料に関するお知らせ

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

特定の有価証券への言及は、説明目的のみのためであり、有価証券の購入または売却を推奨するものではなく、また価格などの上昇や下落を示唆するものでもありません。

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

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

当資料で使用した指数

- 東証株価指数（TOPIX） ● 東証REIT指数
- MSCI ACWI Consumer Discretionary Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Consumer Staples Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Financials Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Health Care Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Communication Services Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Materials Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Industrials Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Utilities Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Energy Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Information Technology Net Total Return USD Index
- MSCI ACWI Real Estate Net Total Return USD Index
- MSCI AC World Index
- MSCI World Index
- MSCI EM (Emerging Market) Index
- S&P500エネルギー/S&P500金融/S&P500コミュニケーション・サービス/
S&P500資本財・サービス/S&P500素材/S&P500不動産/S&P500ヘルスケア/
S&P500情報技術/S&P500一般消費財・サービス/S&P500生活必需品/S&P500公益事業
- S&P500株価指数
- S&P500グロース指数
- S&P500バリュー指数

- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標、「東証REIT指数」の指数値及び「東証REIT指数」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」「東証REIT指数」に関するすべての権利及び「TOPIX」「東証REIT指数」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「MSCI ACWI Consumer Discretionary Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Consumer Staples Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Financials Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Health Care Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Communication Services Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Materials Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Industrials Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Utilities Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Energy Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Information Technology Net Total Return USD Index」、「MSCI ACWI Real Estate Net Total Return USD Index」、「MSCI Information Technology Index」、「MSCI USA Value Net Total Return USD Index」、「MSCI USA Growth Net Total Return USD Index」、「MSCI AC World Index」、「MSCI World Index」、「MSCI EM (Emerging Markets) Index」および「MSCI 各国Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P500株価指数」、「S&P500エネルギー」、「S&P500金融」、「S&P500コミュニケーション・サービス」、「S&P500資本財・サービス」、「S&P500素材」、「S&P500不動産」、「S&P500ヘルスケア」、「S&P500情報技術」、「S&P500一般消費財・サービス」、「S&P500生活必需品」、「S&P500公益事業」、「S&P500グロース指数」および「S&P500バリュースコア指数」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・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービス・グループに帰属しております。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

投資信託に係る費用について

2021年7月現在

ご購入時手数料 上限3.85%（税込み）	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 上限2.222%（税込み）	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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

《ご注意》

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

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

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