

2022年秋号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



NOAMURA

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LOOK2022年秋号』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。
欧米でのインフレですが、賃金上昇などにも伝播し始め、粘着性が高まってきたこともあり、日本や中国を除いた世界中の中央銀行が金融引き締めを急いでおり、景気やマーケットは難しい局面を迎えております。今号では、こうした難しい局面を踏まえ、いつも通りにマクロの視点からの経済分析を続ける一方、短期的には難しい局面だからこそ、先端技術を活用した投資アプローチやターゲットイヤー運用戦略のご紹介をしたり、今後の長期的なテーマと見られている「人権問題」や「エンゲージメント活動」など、短期的な相場動向から離れた話題を取り上げてみました。
なお、各意見は2022年9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の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 2022年 秋号

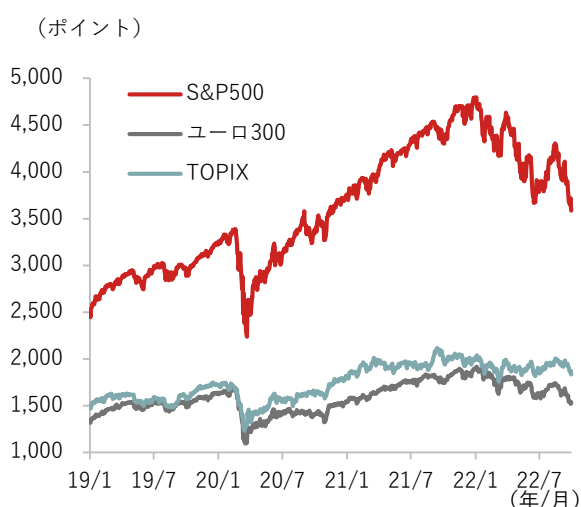
02	目次	マクロ環境見通し
03	金融市場の動き	19 世界経済の基本シナリオ
	投資戦略	20 世界経済のリスクシナリオ
04	投資環境見通し	21 景気循環
06	先端技術活用の絶対収益型運用	22 米国
09	ターゲットイヤー型ファンドの魅力	23 ユーロ圏
	トピック	24 日本
13	人権問題への取組み	25 中国
16	気候変動・エンゲージメント	26 新興国
		27 各国経済・市場見通し

金融市場の動き

2022年7-9月期の金融市場では、利上げ幅縮小や将来の利下げ期待から、一時、金利低下・株高となりました。しかし、パウエル議長の講演や8月の米CPIの上振れを背景に、金融引き締め懸念が再度強まり、長期金利は上昇、株式市場は下落しました。米国の金融引き締め懸念から米ドル高が進行しました。ユーロは約20年ぶりに1ユーロ＝1米ドルを下回り、日本円は対米ドルで約24年ぶりの水準まで下落しました。

日米欧の株価指数の推移

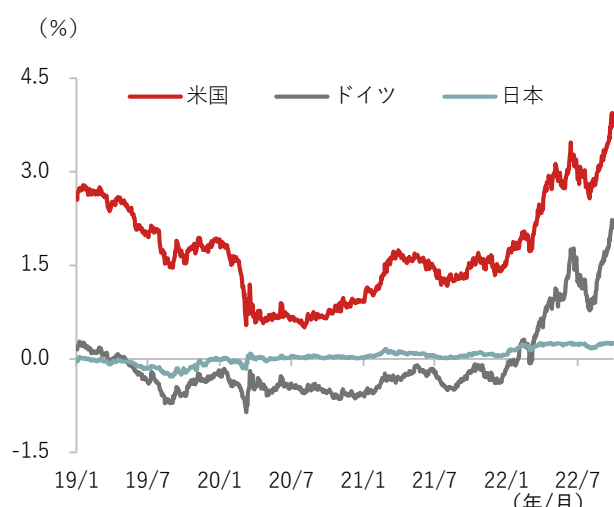
(2019年1月2日～2022年9月30日、日次)



(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

(2019年1月2日～2022年9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

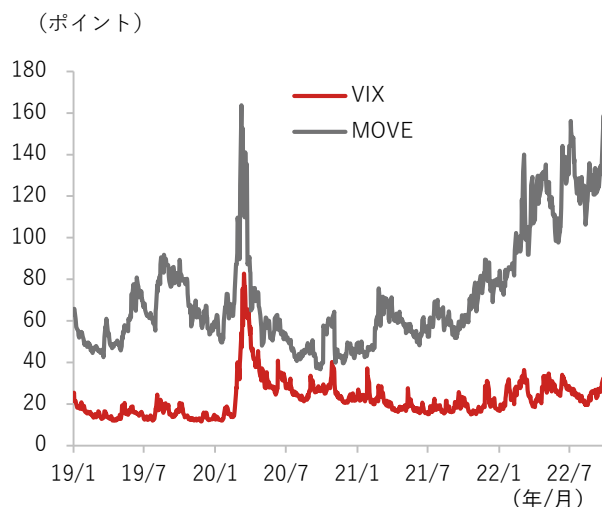
(2019年1月2日～2022年9月30日、日次)



(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

(2019年1月2日～2022年9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

2023年の局面変化を見込む



チーフ・エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・CIO
本間 隆宏

「インフレ退治」最優先の米欧中銀

世界的にインフレ率が高止まる中、賃金・物価スパイラルや中長期的なインフレ期待の不安定化が懸念される国・地域の中銀は、「インフレ退治」を最優先事項とする姿勢を明確化しました。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は8月26日、先行き利上げペースが緩やかになる可能性を認めつつも、しばらくの間、金融引締め的な政策スタンスを維持する必要があるとして、一部で生じていた早期利上げ観測を牽制しました。

供給制約の緩和が続く中、金融引締めによる需要抑制効果が表出すれば、需給バランスが改善し、インフレ率が低下基調となると考えられるものの、これまで中銀や市場参加者のインフレ

見通しは繰り返し上方修正されてきました。労働供給の回復が想定を下回る場合やエネルギーを巡る供給ショックが発生する場合などを含め、現在の予想以上に高インフレ期が長期化するリスクは相応にあります。

当社は2023年1-3月期頃に米欧中銀が利上げサイクルを一旦終わるとの予想を維持しています。ただし、中銀も市場参加者もインフレ動向に確信を持ってない下では、中銀の金融政策を巡る観測に振れが生じ、金融市場が不安定化する局面が当面続くと考えています。その後、予想通りに高インフレに対する警戒感が後退すれば、利下げが視野に入ること金利は低下し、株価は支えられるでしょう。

2023年の長期債利回りは低下傾向と予想

2022年9月は欧州中央銀行（ECB）もFRBも0.75%ポイントの大幅な利上げを決定しました。今後は経済と物価のモメンタムが鈍化する下で、利上げペースは緩やかになると見込まれます。利上げの最終到達地点（ターミナルレート）についてのコンセンサスが形成されると長期債利回りは上げ止まると考えています。

ただし、コロナ禍前の平均的なインフレ率と比べて、構造要因なども背景に、2023年もインフレ率は高めに推移すると見られます。また、失業率の上昇を伴うマイナス成長が数四半期続く景気後退になったとしても、世界金融危機時のようなバランスシート調整を要する深刻な景気

後退にはならないとの予想が実現すれば、長期債利回りは大幅な低下にはならないでしょう。

なお、リスクシナリオとして、インフレ率が高止まりし続け、現在の予想を大きく上回る金融引締めが必要になる場合に加え、供給要因によってインフレ低下が急速に進むというシナリオも考慮しておく必要があります。ターミナルレートが予想よりも低くなる、あるいは予想よりも早期に利下げに転じることで、景気に対する楽観的な見方が広がり、イールドカーブがスティープ化する可能性もあります。

2023年の株価は金利低下に支えられると予想

主要中銀のターミナルレートに関する市場予想も上方修正されてきており、株価のバリュエーション調整が進みました。今後もインフレや金融政策に関して不透明感が残る下では、リスクセンチメントが安定的に改善するとは考えにくく、株価は不安定な動きを続けるでしょう。

利上げ局面では株価収益率（PER）の上昇は想定しにくく、景気減速が企業業績に影響し、1株当たり利益（EPS）の下方修正に繋がる可能性があります。当面、PER、EPSとともに株価上昇の重石になると考えられます。

ただし、当社の経済・物価見通しが実現すれば、2023年以降は主要中銀のハト派化がリスク資産

価格を支えるでしょう。一旦世界的な景気減速が株価に織り込まれた後、深く長い景気後退にはならないとの観測が高まれば、金利低下によるPERの回復とともに株価は上昇基調に回帰すると見えています。

なお、エネルギーのロシア依存が強いユーロ圏については、相対的にスタグフレーションの長期化リスクが高いと見做されることで、日本や米国に比べて株価の回復が遅れる可能性があるかと予想しています。

2023年の為替市場は米ドル高の若干の揺り戻しへ

日米欧主要3地域で比較すると、米国が金融引き締め先頭を行くこと、エネルギー産出国でありエネルギー高の影響が純輸入国の日欧とは異なること、などを背景に、当面は米ドル高基調が続くでしょう。ユーロ圏は米国に追随して利上げを急いでいますが、特にエネルギー供給に課題があり、スタグフレーションの長期化リスクが相対的に高い地域です。また、一部のユーロ圏加盟国では政治情勢も安定的ではないことから、ユーロも当面は対米ドルで弱含むと見えています。

その後、2023年のFRBの利上げ休止や利下げへの転換が視野に入ると、主要3地域間の金融政策

スタンスの格差が縮小し、これまでの米ドル高に揺り戻しが生じると考えています。

一時1米ドル=145円付近まで円安が進んだ円相場ですが、日本側の要因による円安是正は難しいでしょう。ただし、日本の水際対策緩和によって海外からの旅客数が増加する場合、インバウンドのための円買い需要が生じるとの思惑から、円安修正要因になる可能性があります。

ユーロ相場については、米ドル高の修正という文脈で2023年にややユーロ高になると予想していますが、スタグフレーション的な経済・物価情勢が際立つ場合はユーロ安が続くかもしれません。

先端技術活用の絶対収益型運用

市場βに影響を受けにくいピュアα型戦略の研究と実践



リサーチフェロー
中川 慧



シニア・ポートフォリオ・マネージャー
今長谷 拓

先端技術活用の意義

『深層学習（ディープラーニング）』をご存知でしょうか。

スマホの普及やコロナ禍の生活様式の変化も相まって、ここ10年ほどはビジネスから人々の生活に至る広い範囲で、次々に新しい技術が登場している時代だと言えるかと思えます。

『深層学習』という先端技術も、その中で中心的な役割を占める要素の一つです。人間が事前にプログラムを全て作り込まなくても、対象の隠れたパターンを見つける助けをしてくれるのが『深層学習』の特徴です。

この「パターンを見つける」という作業は、資産運用の分野において、運用収益を獲得するために日々取り組んでいる、金融市場のパターン

の分析にも通じます。その意味で、資産運用においても『深層学習』は取り組むべき有用な技術と考えています。

そして、深層学習に限らず、こういった先端技術を資産運用会社が積極的に取り入れていこうとする努力は、下記のような理由から現在では不可欠であると考えています。

- ①運用パフォーマンスの向上
 - ②新しい運用プロダクトの開発
 - ③社内の人材の能力向上
 - ④社外から優秀な人材を獲得する上での優位性
- 当社としても、先端技術を取り込んで活用できないか、様々な取り組みを進めています。

株式会社Preferred Networksとの協業

その一つとして、株式会社Preferred Networks（以下、PFN社）と当社が協業して進めている取り組みについてご紹介いたします。

PFN社は、深層学習など先端技術の研究開発と実用化に高い知見を有する会社です。当社は、2019年10月から、先端技術を資産運用に活用する共同研究をPFN社と行なっています。

共同研究の狙いとして、当社だけでは解決できない資産運用分野の課題について、PFN社の先端技術に係る人的・計算能力的リソースをお借りして解決策を探りたいという事がまず挙げられます。

また、当社だけでは思いつかないような、先端

技術を資産運用分野に適用する新しいアイデアが生まれることも期待しています。

これまでのPFN社との共同研究の成果の一部をまとめた論文は、既に国際的に評価の高い学会でも採択されています。

少し専門的な内容で恐縮ですが、共同研究の内容について、下記プレスリリースの内容に基づいて、次項でご紹介いたします。

ご参考のプレスリリース 1: [Preferred Networks社との共同研究論文が、人工知能分野の国際学会AAAIおよびAAMASで採択](#) 2020年12月21日

https://www.nomura-am.co.jp/news/20201221_9FFE3ECC.pdf

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

共同研究の成果のご紹介①

“Deep Portfolio Optimization via Distributional Prediction of Residual Factors” (AAAI)

株価に代表される金融商品の価格時系列データ（以下、金融時系列）は一般に、金融市場全体に共通して説明付けられる要因と、銘柄固有にみられる要因に区別して考えることができます。

本研究では、銘柄固有の要因（残差リターン）を基準にポートフォリオを構築することによって、特定の相場局面に依存しない、より安定的な運用ができる手法を提案しています。

残差リターンの予測は深層学習によって行ない

ますが、モデルの構築にあたっては、金融時系列に見られる次の2つの特徴を加味しています。

一つが、価格の変動性（ボラティリティ）が高い（または低い）局面では、ボラティリティが高い（低い）相場が暫く継続する傾向があること（ボラティリティ・クラスタリング）。もう一つが、金融時系列を様々な時間スケールで見た時に共通の特徴が見受けられる傾向があること（金融時系列のフラクタル性）。これら2つの特徴を捉えることができる独自の深層学習モデルを構築し、そのモデルの予測から構築されたポートフォリオの収益性を実際の市場データを用いて検証しました。

共同研究結果の成果のご紹介②

“Trader-Company Method: A Metaheuristics for Interpretable Stock Price Prediction” (AAMAS)

金融市場の価格形成に影響を与える要因は、日々生じる経済事象や市場参加者の思惑等を背景に時々刻々と変化し、そのため最適な予測手法自体も変化していきます。

本研究では、このような金融市場の性質に注目し、市場の変化とともに予測手法自体をダイナミックに変化させていく手法(Trader-Company法)を提案しています。この手法ははじめに様々な種類の価格予測アルゴリズムそれぞれを一人の仮想的なトレーダー(Trader)として大量に生成します。次に、それらトレーダーの集合体を

仮想的な会社(Company)とそれぞれ見立てて、会社は、市場の変化とともにトレーダーの予測手法を評価しつつ、評価が低いトレーダーを解雇し、新たな価格予測アルゴリズムを持つトレーダーへの入替を行ないます。最後に複数のトレーダーの予測手法の組み合わせによって将来価格の予想を行ないます。単一のアルゴリズムではなく、複数のアルゴリズムの適合的な組み合わせで予測を行ない、モデル全体の表現力を高めました。また、各アルゴリズム(Trader)が予測全体にどの程度寄与しているのかを可視化し、価格予測プロセスについての説明力・透明性を向上させるとともに、本手法の有効性の検証を実際の市場データを用いて検証を行ないました。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

パイロットファンドを用いた運用戦略の実証研究

PFN社との共同研究の成果は、論文だけでなく、パイロットファンド（当社自己資金での試験ファンド）として実運用での実証研究に進んでいます。

このパイロットファンドで採用している運用戦略は、マルチアセットを投資対象とし、レバレッジやショートポジションも利用して市場の方向性（ β ）に影響を受けないことを目指すタイプ（『ピュア α 型』）の戦略を、複数組み合わせる『マルチストラテジー』戦略です。

戦略の構造としては、ピュア α 型の「個別の戦略」と、それらにどう配分するかを決める「リスク・バジェットイング」の2要素から成ります。その両方の部分で先端技術を活用した戦略

の開発と改善を進めています。

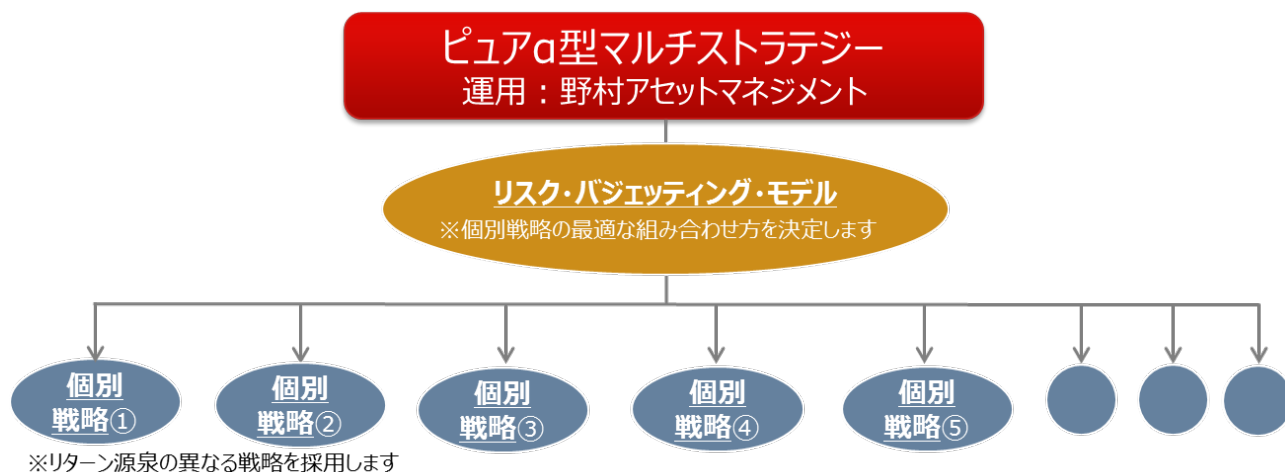
クオンツファンドの常として、過去のシミュレーションで上手くいった戦略が、実際にはたまたまそう見えただけであったり、あるいは市場環境や他の市場参加者の行動の変化で上手くいなくなったりする事があります。

そういった壁を乗り越え、先端技術の活用が投資家の皆様への付加価値提供につながるよう、取り組みを進めています。

ご参考のプレスリリース 2：[Preferred Networksとの共同研究を活用したパイロットファンドの設定について](#) 2021年12月10日

https://www.nomura-am.co.jp/news/20211210_NAM.pdf

戦略全体のイメージ



既存戦略の有効性検証に加え、新たな投資機会を捉える戦略を開発・検証

野村アセットマネジメント
NOMURA ASSET MANAGEMENT



Preferred Networks

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

ターゲットイヤー型ファンドの魅力



シニアインベストメントオフィサー
上崎 勲

ライフサイクルを考慮したターゲットイヤー型ファンドで豊かな老後に向け長寿化時代の資産形成をサポート

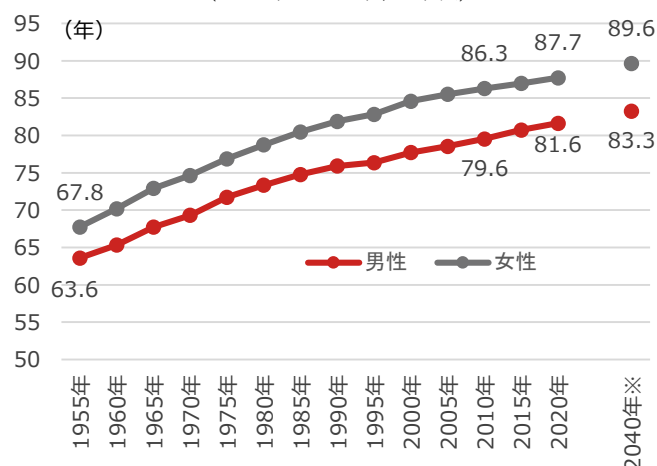
長寿化時代の本格到来と資産形成

「簡易生命表」（厚生労働省）によれば、日本の平均寿命は2020年の男性81.6歳、女性87.7歳から、2040年には男性83.3歳、女性89.6歳となり、その後さらに伸長が見込まれています。人生100年時代の本格到来を迎え、豊かな老後生活を送る上でも、計画的な資産形成により資産寿命も同時に伸ばしていく重要性が増しています。

このために、現役世代の資産形成に加え、退職後においても適切に運用を継続していくことが大きなポイントとなります。

日本の平均寿命の推移

(1955年~2020年、5年次)



※2040年は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成29年推計）」における出生中位・死亡中位推計（出所）厚生労働省簡易生命表（<https://www.mhlw.go.jp/>）より野村アセットマネジメント作成

ターゲットイヤー型ファンドとは

ターゲットイヤー型ファンドは、決められた目標年（ターゲットイヤー。退職年齢など）に向かって、資産配分比率を自動的に変更していくバランス型ファンドです。

年齢の若いうちは現役世代として収入を得ながら資産形成に取り組むことができます。また、ターゲットイヤーまでの時間的余裕があり、将来に向けての投資において十分に時間分散ができることから、株式などのリスク性資産に多く配分することが合理的な選択となります。

他方で、年齢を重ね、特に現役を退いた以降は積み立てた資産のリスクに配慮して取り崩しをしていくことが想定されます。

ターゲットイヤー型ファンドは、各年齢で取るべきリスク量を適切に変更して資産形成の重要な役割を担うことが期待されています。

制度面でも、2022年5月から、iDeCo（個人型確定拠出年金）においても65歳まで拠出可能とし、75歳まで運用指図を行なうことができるようになりました。これらのニーズに応えるべく開発されたのがターゲットイヤー型ファンドです。

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、ご自身でご判断ください。

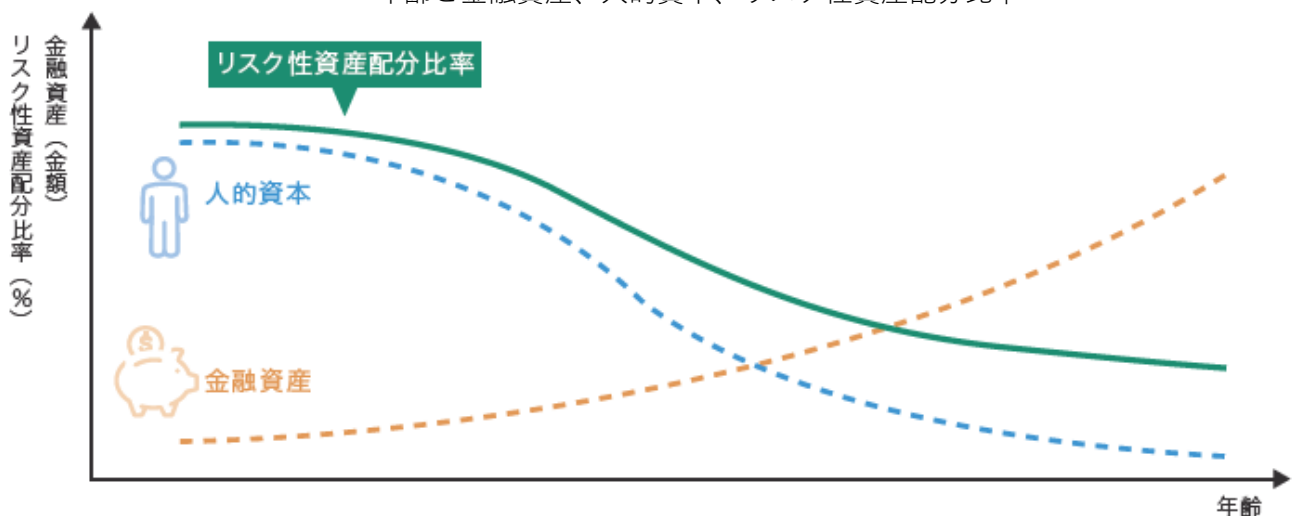
リスク資産への配分（グライドパス）と構造変化への対応

前述のように、リスク資産への配分は、若年時には多く、年齢を重ねるにつれ少なくしていくことが合理的になります。各年齢で取るべきリスク量（株式などのリスク資産への配分割合）をグラフで表したものをグライドパスと呼びます。グライドパスは、現役世代が有する人的資本、つまり、将来にわたる所得の現在価値の合計と金融資産の関係から導くことができます。しかし、実際のファンドにおけるリスク性資産の配分を決定する場合には、今後の経済・家計の変化を考慮する必要があります。例えば、従来は終身雇用制度により、年齢とともに賃金が増加していましたが、経済のグローバル化の進展に伴い、賃金は年齢ではなくスキルによって支払われるものになりつつあります。このため、賃金カーブのピークが、より若い年齢へとシフトすると考えられます。また、晩婚化によって、住宅ローンや教育費の支出予定年齢が

今までより高年齢化することが考えられます。これらはいずれも、若年層からの資産形成がより重要になることを示唆しており、理論モデルで算出されるパスをベースに、働き盛りの年代でよりリスクを取る補正を行なうことが必要になります。このように長期で資産形成を伴走するターゲットイヤー型ファンドでは、日本のマクロ経済環境や社会の構造変化を定期的にチェックし、必要に応じ補正をする仕組みを兼ね備えていることが重要となります。

なお、組み入れ資産については、長期の資産形成において、リスク資産への投資も十分な時間分散を図ることが可能であることから、分かりやすさと投資対象資産の流動性や安定性を考慮した上で決定していくことが望ましいこととなります。

年齢と金融資産、人的資本、リスク性資産配分比率



(注) 上記グラフは年齢と金融資産、人的資本、リスク性資産配分比率の関係のイメージを示したものであり、実際と異なる場合があります。

(出所) 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、ご自身でご判断ください。

長寿化社会の本格到来に備えた商品性

長寿化社会が一層進展する中、金融庁の金融審議会市場ワーキング・グループの報告書「高齢社会における資産形成・管理」においても、長寿化に応じた資産寿命の長期化の重要性が指摘されています。

その一方、一層の長寿化社会の進行により、公的年金の所得代替率は今後さらに低下することが見込まれています。また、公的債務の増大による円安の加速や、高水準のインフレーション継続により、実質的な資産が目減りする懸念があります。

このような状況を踏まえ、ターゲットイヤー型ファンドで当社が重視する商品性は以下の2点です。

①ターゲットイヤー到達後の継続運用

長寿化により、想定以上に生活資金が不足するリスクを考慮

②下値保全機能の付加

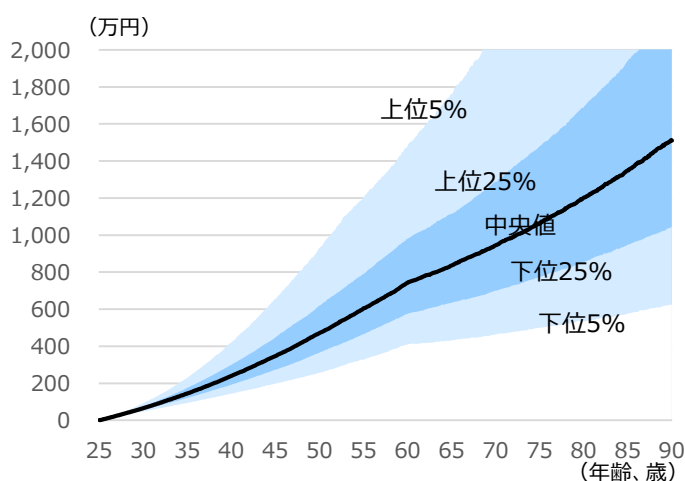
ターゲットイヤー到達後は、想定外のリスク（継続的な市場下落など）に対応

ターゲットイヤー到達後の継続運用

資産形成にとっては、ターゲットイヤーはひとつの通過点に過ぎません。ターゲットイヤー到達後のセカンドライフ期間も適度なリスクテイクの運用を継続することで、資産寿命の伸長を目指すことが可能です。

25歳から60歳まで毎月1万円の積立投資を行ない、90歳まで継続運用する場合を考えます。ターゲットイヤー到達の5年前以降に、保守的な資産配分比率（内外株式30%、内外債券70%）で運用を継続した場合、ターゲットイヤーの60歳時点での運用資産額は744万円（中央値）となり、その後も継続運用をすると、90歳時点では1,510万円（同）となります。

積立投資と継続運用による運用資産額推移



（注）資産の取り崩しがない前提で試算。代表的なターゲットイヤー型ファンドの毎月末の資産配分に基づき、60歳まで毎月1万円投資したと仮定し、モンテカルロシミュレーションにより計算。各資産のリターンはGPIFが公表しているリスクおよびリターンを用い、10,000回の乱数サンプリングを繰り返し試算しています。上記データは野村アセットマネジメントが算出したシミュレーション結果であり、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）野村アセットマネジメント作成

下値保全機能による積立資産保全機能

ターゲットイヤー到達前後になると、相応の金額の資産が積みあがっています。しかし、大切な老後資産が想定外の市場変動により、大きく減ってしまう可能性があります。そこで、下値保全機能を付加することにより、資産の大きな値下がりを防ぎつつ、安定性な成長を目指すことで、更に資産寿命を延ばすことができます。

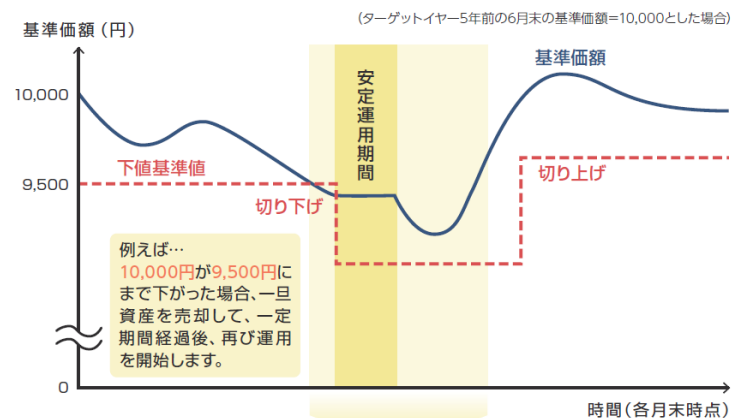
下値保全に配慮した運用、いわゆる「安心機能」、具体的には、ターゲットイヤー到達の5年前から、基準価額が一定水準を下回る場合には、投資対象を短期有価証券運用などに変更する安定運用に切り替えます。

過去の市場に当てはめると、この「安心機能」が機能を発揮するのは1987年のブラックマンデー、90年の湾岸戦争・バブル崩壊、2001年米国同時多発テロ、08年サブプライム・ショック、および20年のコロナ・ショック時に、下値保全

運用に切り替えている試算となります。

長期的な分析においても、安心機能が有効であることを確認しています。なお、この下値基準値は定期的に見直し、基準価額が上昇していけば、それに応じ引き上げていく仕組みです。

下値保全機能（安心機能）のイメージ



(出所) 野村アセットマネジメント作成

投資家の資産運用の中心に

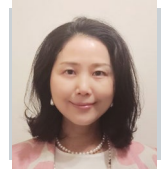
ターゲットイヤー型ファンドは、時間の経過に伴うライフサイクルに応じて、自動的にリスク資産の配分比率を変更する機能を持ったファンドです。リスク資産の配分を表すガイドパスは、一般的に個人が有する金融資産と、人的資本を組み合わせた資産全体で理論的アプローチに基づいて導出しています。

また、ターゲットイヤー型ファンドの資産配分を確認・決定するプロセスにおいて、日本のマ

クロ経済・社会の構造変化を取り込みや、長寿化時代に対応した継続運用や下値保全機能を有することで、安心して長期の資産形成に活用することができます。

現役世代の積立による資産形成として、また、退職後の継続運用を担うものとして、投資家のみなさまの資産運用の中心的な役割を担うことができるものと考えています。

人権問題への取り組み



シニアESGスペシャリスト
河合 若葉

持続的な企業価値向上に向けた人権リスク管理の重要性

人権デューディリジェンス義務化の動き

欧州委員会は2022年2月、「コーポレート・サステナビリティ・デューディリジェンス指令案」を発表しました。企業による人権及び環境デューディリジェンスを義務化させる内容であり、欧州議会とEU（欧州連合）理事会で審議・承認後、加盟国が2年以内に国内法制化することを目指しています。

人権問題に関しては、人権に関する意識の高まりを背景に、過去多くの原則や法令が導入されています。2011年に国連で「ビジネスと人権に関する指導原則」が採択され、企業には人権を尊重する責任があることが明記されました。指導原則は、企業が人権デューディリジェンス（人権リスクを特定、リスクを低減するためのシステムの構築、モニタリング、その結果の公表）を行なうことを求めており、人権問題にお

ける最も重要な国際的枠組みの一つとなっています。

その後、英国やフランス、オランダなど欧州を中心に各国で企業の人権配慮を義務付ける法律が制定されてきましたが、各国の対応の均一化を図るために、EUレベルで統一されたデューディリジェンスの義務化法が導入されることになりました。

今回発表されたEU指令案の対象は、EUを拠点とする法人、およびEUで事業活動を行なうEUを拠点としない法人、ですので、日本企業もEU諸国企業と取引をしていたり、EUに事業拠点がある場合、企業規模によっては対象になりますし、自社の事業だけでなく、バリューチェーンも対象となります。対象企業が違反した場合には罰金などの責任を負うこととなります。

企業の人権ヘッドラインリスク

企業が関係する人権問題には大きく分けて3種類あります。1つはサプライチェーン上流の原材料調達で発生する人権侵害です。直近、新疆ウイグル自治区の強制労働問題疑惑を背景に、米国の税務当局から一部商品の輸入を差し止めされた大手アパレル企業の例や、アフリカにおけるココア農園における児童労働等が当てはまります。2つ目は業務委託先やサプライヤーの工場で起きる人権侵害です。2013年にバングラディッシュのアパレル縫製工場が崩壊し、多数の死者・負傷者を出す大惨事が起きましたが、アパレル企業や電子機器企業など、委託生産の多い産業は、リスクが高くなります。3つ目は

自国内で発生する外国人労働者などの強制労働の問題です。マレーシアの医療用ゴム手袋製造企業では、外国人労働者の強制労働疑惑を背景に、米国の税務当局から輸入差し止めをされました。日本でも技能実習生には同様のリスクがあります。

このように企業およびそのサプライチェーンにおける人権侵害がもたらす経営リスクは非常に大きく、当社はグローバルに広く投資を行なう責任ある投資家として、投資先企業の人権リスクを注意深く評価し、エンゲージメントやESGインテグレーションを通じて取り組みを強化しています。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

野村アセットマネジメントの人権リスク管理

当社では、投資対象ユニバース銘柄の人権リスクを継続的にモニタリングし、ポートフォリオの人権侵害リスクの低減を目指しています。調査は特にサプライチェーンが複雑になっているセクターや生産地や原材料調達地において、人権リスクが高い商品を生産するセクター（食品・日用品・小売り、ICT、自動車、アパレル、鉱業、商社）を中心に行なっています。

人権ハイリスク銘柄は重要エンゲージメント対象企業として管理するとともに、企業の人権リスク評価は投資意思決定に反映します。

野村アセットマネジメントの人権リスク管理プロセス

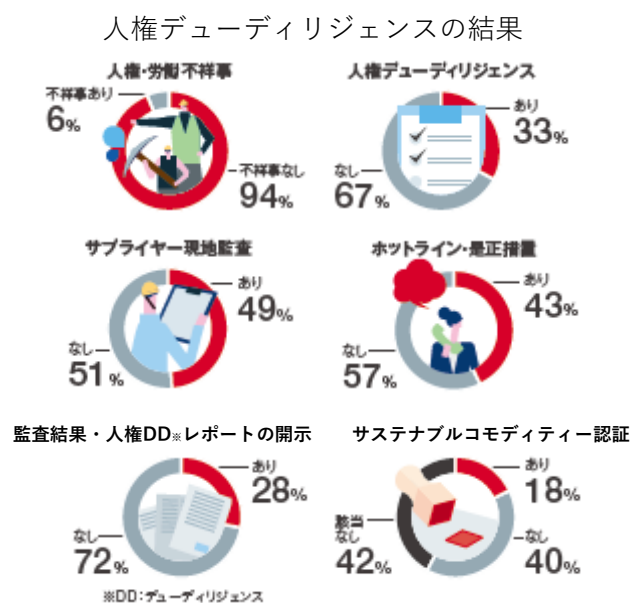


人権デューデリジェンス結果

当社における、投資対象銘柄の人権デューデリジェンス（リスクモニタリング）は、対象銘柄の開示情報、人権・労働者権利の不祥事を確認し、エンゲージメント対象を選定しています。

MSCI ジャパン構成銘柄のうち、人権リスクの高いセクターについて、人権デューデリジェンスを行なったところ、人権・労働不祥事のある企業は6%と限定的でした。ただし、包括的な人権デューデリジェンスを実施している企業や、人権デューデリジェンスの結果やサプライヤー監査の結果を開示している企業は、対象企業の約30%に留まります。また人権遵守を含む持続可能性要件を満たす認証制度を利用したコモディティを調達している企業は対象銘柄の18%に留

まっており、これらの点で、日本企業の取り組み改善が期待されます。



(出所) 野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

人権をテーマとした協働エンゲージメント

国連責任投資原則（PRI）は、ESG投資のSの重要な要素の一つとして人権を位置付けています。2022年4月にスタートしたPRIの人権・社会課題に関する協働イニシアティブ（advance）は、企業に人権尊重を促し、社会的課題の解決に向けた投資家の取り組みを最大化することを目標に掲げています。

Advanceイニシアティブにおける協働エンゲージメント対象企業は、金属・鉱業セクターから25銘柄と再生可能エネルギーセクター15銘柄が選出されました。両セクターともに人権リスクが高いことに加え、クリーンエネルギーへの移行にあたり、関連鉱物の需要拡大や再生可能エネルギー需要の拡大が見込まれ、人権リスクへの対応が必要とされることが理由です。このイニシアティブにおいて、弊社は日本で唯一のadvisory committeeメンバーとなっており、選定された個別企業との協働エンゲージメントにおいて、主導的な役割を担っていきます。

当社の外国株式のエンゲージメントにおけるエンゲージメント・パートナーであるサステナリティクス社との協働エンゲージメントにおいても、人権に関連した多くのエンゲージメントを実施しています。国際規範に違反し、重大事象と判定される企業についてエンゲージメントを実施している「グローバル・スタンダード・エンゲージメント」では、人権に関して違反の

有った企業に対して、事件への対応に留まらず、将来の再発防止に向けて、企業に戦略構築を促しています。テーマを絞って対象企業とエンゲージメントを行なうテーマ別エンゲージメントでも人権の問題を扱っており、「ココア児童労働に関するエンゲージメント」では、ココア・チョコレート企業や関連のサプライチェーン企業を対象に、アフリカのココア農園の児童労働撲滅とその根源となっている貧困の問題の解決に向けた取り組みを促進しています。また、「現代奴隷制に関するエンゲージメント」では強制労働のリスクが高いアパレル・建設企業を対象に、人権リスク管理の改善を促す対話を行っています。強制労働問題は、時には表面化せずに隠れたまま継続するといった性質があることから、多次元にわたる戦略を立てることが重要です。労働者の搾取に繋がらないようなビジネスモデルを構築し、ステークホルダーとの適切なエンゲージメントや、堅牢なデューデリジェンスを行ない、犠牲者に救済を提供すること、などの人権ガバナンスを企業に促し、リスク管理強化を求めています。

人権侵害の撲滅を目指す運用会社として、今後も投資先企業の人権リスク対応の強化のために、積極的なエンゲージメントを実施していきます。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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、ご自身でご判断ください。

気候変動・エンゲージメント



エンゲージメント推進室長
内田 陽祐

気候変動・エンゲージメントは不可逆的な潮流へ

エンゲージメントの主要テーマは気候関連に

エンゲージメント推進室（以下、推進室）では、当社が実施したエンゲージメント件数をテーマ別にモニターしています。右図にあるように、今期に入り環境をテーマとしたエンゲージメント・対話の伸長が著しいです。その中でも、気候変動と国際イニシアティブへの参加が太宗を占めます。気候変動対応はメガトレンドとなっており、もはや不可逆的な潮流になっていることは疑いの余地はありません。推進室では企業調査部や責任投資調査部とともにエンゲージメントのマイルストーンにおいて原則全投資先企業に対してSBT（Science Based Targets）の取得・コミットメントをゴール設定し、推奨しています。今回はSBTに関するエンゲージメントの取組みと課題について紹介します。

日本企業に対するエンゲージメント実績

		2022年 1月～6月		2021年 1月～6月	
エンゲージメント件数	(件)	542		425	
(テーマ別)	(件)		構成比		構成比
事業戦略		199	15%	169	19%
財務戦略		165	13%	104	12%
環境		249	19%	124	14%
社会		177	13%	94	10%
ガバナンス		382	29%	311	35%
議決権行使関連		146	11%	95	11%
テーマ数合計		1,318		897	

(注) エンゲージメント件数は、テーマをもって行なったミーティング。複数のテーマを含む場合もある。

(出所) 野村アセットマネジメント作成

SBTとは数あるイニシアティブの一つ

SBT（一般的にNear-term SBT）とは、CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）、国連グローバル・コンパクトなどが中心となり2015年に設立されたイニシアティブで、パリ協定が求める水準に科学的に適合した5～10年先の温室効果ガス（GHG）排出削減目標です。

具体的には、総量削減では10年先の目標としてGHG排出量を年率4.2%以上削減していくことが求められます。特徴としては、原則スコープ1、2（企業が直接、間接的に排出するGHG）だけでなく、スコープ3（企業がスコープ1、2以外で間接的に排出するサプライチェーンでのGHG排出量）を含めたサプライチェーン全体の

排出量の削減を追求していくことが挙げられます。

気候変動に関するイニシアティブには、企業の気候変動、水、森林に関する世界最大の情報開示プログラムを運営するCDP、特に排出量の多いグローバル企業へのエンゲージメントを主要な目的とするClimate Action100+、主に再生エネルギーへの代替を推進するRE100や気候変動に伴うリスク及び機会の財務的インパクトの開示を推奨するTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）などがありますが、SBTはパリ協定に沿ったGHG排出削減量という、単純で理解されやすい目標設定から認定取得・コミットする企業数は直近5年でほぼ10倍に急拡大しています。

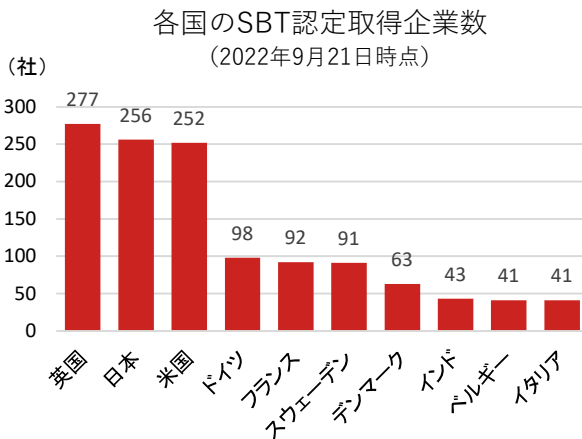
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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、ご自身でご判断ください。

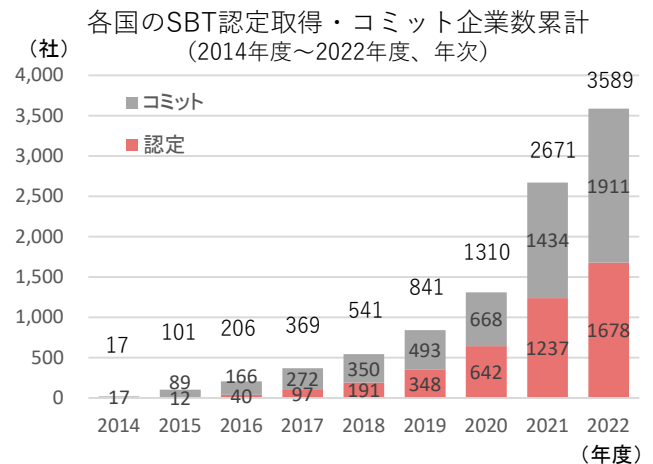
リーダー的なポジションにある日本

日本では2022年9月現在で316社がSBTの認定を取得するか、コミットしており2018年以降一貫して取り組みは積極化されています。国別参加数でも認定においては米国、英国に並んでトップ3の一角を占めており、この分野ではリー

ダー的な位置にあります。当社が重点的にエンゲージメントを進める重点300社のうちでも約100社が既に認定取得ないしコミットしており、現在30社程度に対してエンゲージメントを始めています。



(注) SBT認定取得企業数の多い上位10カ国のみ。
(出所) SBTiより野村アセットマネジメント作成



(注) コミットとは2年以内にSBT認定を取得すると宣言すること。
(注) 2022年度は9月1日現在。
(出所) SBTiホームページより環境省が調査した数値を基に野村アセットマネジメント作成
https://www.env.go.jp/earth/ondanka/supply_chain/gvc/files/SBT_syosai_all_20220901.pdf

SBT認定取得のメリット

一方で、電力・ガス、石油産業や鉄鋼・セメント・ガラスなどエネルギー多消費産業からはSBT認定取得にメリットを感じない、認定取得は構造的に困難との声も聞かれます。

以下、SBT認定取得のメリットについて考えてみます。第一に、投資家、顧客、サプライヤーに対してGHG排出量削減に取り組むことで持続可能な企業として認識される点です。具体的には、機関投資家が重きを置くCDPの質問状（CDPが取組み内容に応じたスコアリングを付与。企業価値を測る重要な指標）の採点においてSBT認定が加点項目となるため、機関投資家から高く評価されやすいことです。また、SBT認定にはスコア3の削減目標を設定する必要があることから調達元などのリスク意識に高いユーザーの要望に応えることになり、サプライチェーン全体の調達リスクの低減、イノベーションの促進に

もつながります。

実際、認定取得後も高いハードルを課される上、継続的な取組み促進と進捗管理が実施されるため、従来型のビジネスモデルを抜本的に変革することが求められます。これによりDXやCXなど企業変革を加速させることも期待できます。

さらに、投資家や金融機関の中には、投資先融資先の脱炭素を求める国際イニシアティブに参加する動きもみられます。ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブは2050年までに投資先企業のGHG排出量を実質ゼロにすることを目標とする資産運用会社によるグローバルな枠組みですが、2030年に中間目標を公表することが義務付けられ、SBTは目標設定における参考とすべきメソドロジーとなっており、ネットゼロ適合資産比率の目標達成の主要な手段となっています。

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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。

脱炭素への取組み：中間目標的なアプローチ

今年の株主総会の特徴として、株主提案が大幅に増えたことが挙げられます。その中で気候変動関連の株主提案が目を引きました。賛成比率も2~3割となり株主から最も関心度が高いテーマでもあります。今後も投資先企業の気候変動における先進的な取組みに対する強いコミットメントが求められるでしょう。

推進室では気候変動対応のエンゲージメントとして、SBT認定取得・コミットメントを最重要課題として位置付けています。その上で、以下のアプローチを取る方針です。

第一に、GHG排出量などデータに基づき、気候変動が深刻な問題となっている企業群の抽出です。電力ガス産業に加え自動車産業などが挙げられます。これらに対してはSBTの認知度が依然として低い現況を鑑み、まずは認知度向上、周知などが求められます。第二に、構造的に取得が困難と考えている企業やメリットを感じない企業には、まずは内外の他社事例を紹介することで認定取得を模索してもらうことが必要です。

SBT認定取得に伴うハードルや障害は同じ業種・産業で共通している場合が多いと想定されます。同業種の他社の取組みやアプローチを参考にすることも有効でしょう。下図の事例にあるように海運業界ではGHG排出量削減という業界共通の課題を各社がそれぞれに取り組み、現在ではSBT認定取得などにおいて先行している業界の事例として見る事ができます。

即SBT認定取得に取り組むことができない企業に対しては、これまでの延長線上における取組みを評価することに努めています。社内カーボンプライシングの導入、TCFDに沿ったシナリオ分析、CDP評価などへの取組みもその一環であり、段階的なGHG削減への取組みを後押しすることを考えています。

実際のエンゲージメントにおいてもカーボンニュートラルに向けた情報開示、TCFD賛同、RE100への取組み、CO2削減貢献技術の情報開示、社内炭素税の導入などの対話を進めており、これらは段階的な取組みの事例と言えるでしょう。

SBT認定取得が一般的になりつつある日本の海運業界

2017年 川崎汽船株式会社
がSBT認定を取得

2018年 日本郵船株式会社
がSBT認定を取得

両社の動きを受けて
株式会社商船三井も
SBT認定取得をIRで
表明

- ・同社の気候変動に関するCDPは6年連続Aランク
- ・CDPの気候変動 6年連続A継続は、日本企業では同社を含め2社しか存在しない

- ・その後、同社もCDP気候変動 Aランクを取得した
- ・現在までに2年連続Aランクを継続

(出所) 各社公表資料を基に野村アセットマネジメント作成

※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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

2023年は景気・物価のモメンタム鈍化の下、金融政策スタンスも転換へ

エネルギー高と金融引き締め効果が経済成長を抑制へ

製造業購買担当者景気指数（PMI）は直近、欧州やアジアを中心に50ポイント割れとなる国が増えるなど、景況感は悪化傾向にあります。

主要中銀の多くがインフレ抑制のために金融引き締めを進めており、実体経済は2023年前半にかけてもう一段の減速が生じると見ています。一部では在庫調整も起こるでしょう。特に欧州ではエネルギー価格の高騰が経済活動の重石になると見られます。

この間、供給制約の緩和が進めば、需要・供給両サイドから物価上昇圧力が緩和すると考えています。

製造業PMIの推移
(2015年1月～2022年8月、月次)



(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

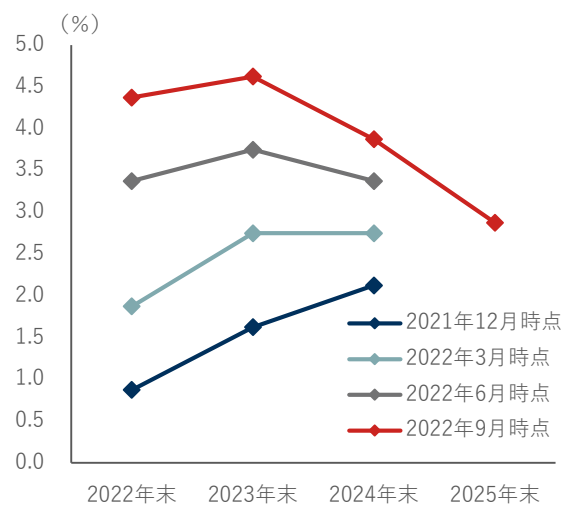
金融引き締め加速から減速へ

1970年代を中心とする“Great Inflation”の教訓を踏まえ、FRBは、インフレが十分抑制される前に、多少の景気減速に反応した利下げ転換をすべきではないと慎重な姿勢を繰り返し示しています。

当社は2023年1月にFF金利は4%程度まで引き上げられると見ており、高インフレ警戒感が後退するまで半年程度この水準を維持すると考えています。その後、金融引き締めの程度を調整するという意味で、中立金利に向けて小幅に利下げに転じると見ています。

世界的に高インフレ警戒感が落ち着いていき、金融引き締め領域から中立に戻すことができれば、2023年終盤以降の景気は安定化する可能性があります。

FOMC参加者のFF金利見通し（中央値）



(出所) FRB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

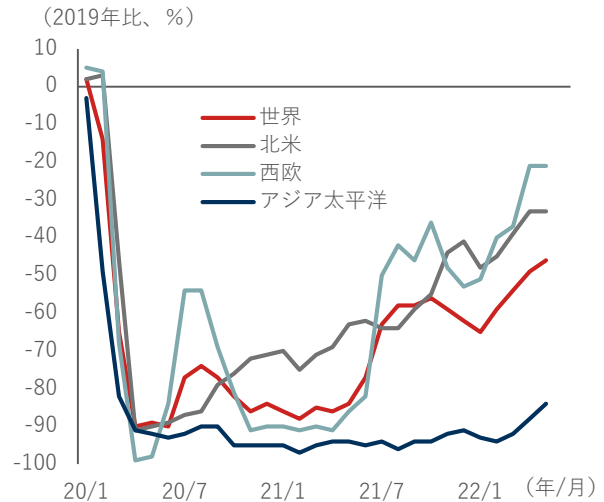
ダウンサイドリスクに注意

アップサイドリスク：サービス消費・設備投資の急回復

コロナ禍で大幅に減少したサービス消費の回復は道半ばです。国際観光客到着数で見れば、北米や西欧の回復が顕著になってきた一方、アジア太平洋の遅れが目立ちます。水際対策の程度などによって地域差はあるものの、ウィズ・コロナが浸透し、旅行需要が大きく回復するなどした結果、基本シナリオ以上にサービス消費が急回復する可能性もあるでしょう。

また、ウクライナ情勢の悪化を受け、エネルギーの純輸入国は再生可能エネルギーのウェイトを高めるべく、研究開発や設備投資を加速させるかもしれません。米国など賃金上昇が顕著な国・地域では省人化投資が進むことも考えられます。

国際観光客到着数
(2020年1月～2022年5月、月次)



(出所) 国連世界観光機関のデータを基に野村アセットマネジメント作成

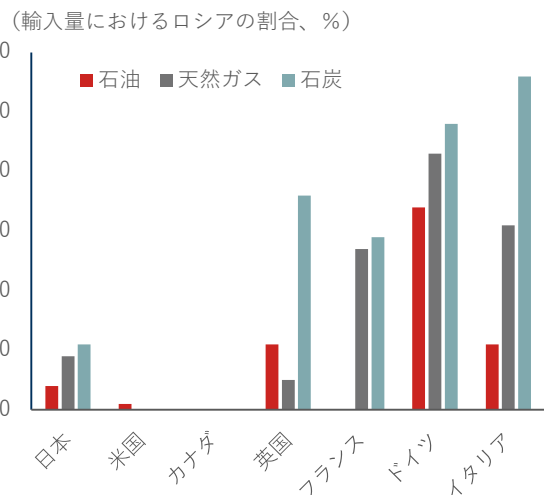
ダウンサイドリスク：金融引き締め効果とエネルギー供給を巡るリスク

9月には米国とユーロ圏の中銀が共に0.75%ポイントの大幅利上げを決定するなど世界的に金融引き締めが進んでいます。米国では利上げと共に量的引き締め(QT)も加速させています。こうした金融引き締め効果が予想以上に大幅な景気減速に繋がるリスクがあるでしょう。

また、新型コロナウイルス感染症も引き続きリスク要因です。ゼロコロナ政策を掲げる中国の主要都市で、感染拡大によるロックダウンが繰り返される可能性には注意を要します。

そして、エネルギーのロシア依存がスタグフレーションの長期化リスクを高めています。特にロシアが欧州向け天然ガスの供給を停止するような場合、欧州の生産活動は大きな打撃を受けることになるでしょう。

エネルギーのロシア依存度
(2020年、日本のみ2021年)



(出所) 資源エネルギー庁の資料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。

景気循環

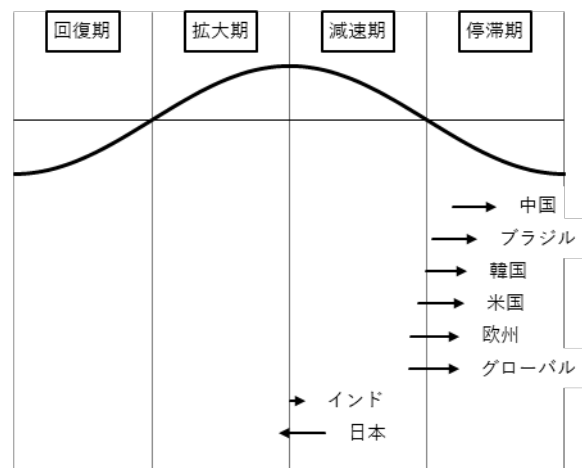
グローバル景気は今後改善に向かうが、リスク資産が有利となるかは不透明

世界景気は停滞期を推移

グローバル景気は景気循環の中で最も弱い停滞期に入りました。過去の停滞期は、金融危機やコロナ・ショックなど实体经济に大きく影響を及ぼした期間や、実際に影響が軽微だった期間などさまざまです。しかし、いずれにしても、経済成長率などの实体经济は今後数四半期間は弱まりやすいと考えられます。

一方、中国が景気の底に近づいてきた点はプラス材料です。近年では例外なく、中国景気がグローバル景気を先導する形で推移してきたことから、中国景気の低下に歯止めが掛ければグローバル景気の改善もより確実なものとなるでしょう。日本がインフレの悪影響が小さいことにより、拡大期を維持している点も特徴的です。

世界景気の推移
(2022年2月～2022年8月)



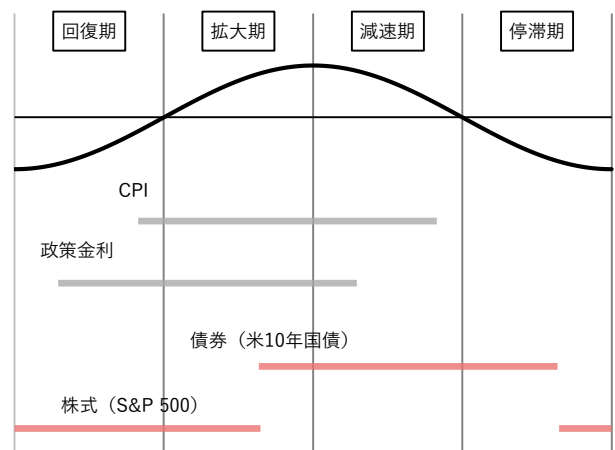
(出所) OECD のデータを基に野村アセットマネジメント作成

景気停滞期のインフレが金融市場に及ぼす影響

金融市場にとっては、景気停滞期は債券から株式に投資をシフトする適当な時期であるといえます。しかし、この傾向は景気の循環とインフレの循環が近い関係であることが前提であり、当面は割り引いて見ていく必要がありそうです。米国債券は、従来であれば景気減速期に有利になるはずですが、今回はそうはならなかった代表的な金融資産です。景気循環の位置に対して、インフレや政策金利が高止まりしている点が主因であることは間違いないでしょう。

今後、景気とインフレのずれが収まるには、景気の進みが遅くなるか、インフレの循環が速くなるかのいずれかです。その間は債券をはじめ、金融市場も過去の傾向どおりにならない推移をする可能性が十分高いと考えられます。

従来の各指標の上昇期間（米国）
(2022年8月までの過去15年を推計期間とした傾向)



(注) CPI (前年比) および政策金利は基準時点までの6ヵ月の変化幅、債券および株式は将来6ヵ月の投資収益率を基に定量的手法により算出。債券は利回りではなく、投資収益率である点に注意。

(出所) Datasteram 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。

米国

FRBは利上げを継続。景気下振れの回避よりも高インフレ定着の回避を優先

景気減速の裾野が広がっている模様

米国景気は減速しています。ローン金利上昇を背景に住宅販売の減少が続いていることに加え、製造業企業の景況感が軟化しており、景気減速の裾野が広がっている模様です。サービス業企業の景況感は総じて良好ですが、一部からは景気について慎重な指摘が聞かれるようになりました。もっとも、労働市場は好調です。解雇に動く企業は限定的であり、米国全体でみると企業の採用意欲は強く、賃金上昇に繋がっています。こうした中、インフレ圧力は強いまです。8月のインフレ率（消費者物価指数の前年比）は8%台となり、直近ピークの9%台からは鈍化したものの、FRBが目標とする2%を大きく上回りました。サービス物価については賃金上昇が、財物価に関しては川上価格の上昇が、各々、押し上げ要因になっているようです。

米国の企業景況感
(2018年1月～2022年8月、月次)



(注) 米国サプライマネジメント協会が公表するISM指数。
直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

高インフレ定着を回避すべく、FRBは利上げを継続する方針

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、9月に0.75%ポイントの利上げを決定しました。同時に公表されたFOMCメンバーの経済見通しでは、国内総生産（GDP）成長率の予測が下方修正、失業率の予測が上方修正され、金融引締めが景気を下押しする構図が示されました。それでも、パウエル議長は「物価安定の回復に失敗すれば、より大きな痛みをもたらす」と述べ、景気下振れの回避よりも高インフレ定着の回避を優先する姿勢を示し、更なる利上げの必要性に言及しました。FOMCメンバーの予想通り、利上げ効果で米国景気は減速感を強めていくでしょう。しかし、金融政策が効かない要因もインフレに影響していることは議長も認める通りです。大幅利上げが高インフレ沈静化に繋がるかは楽観できず、FRBは難しい舵取りを迫られそうです。

FOMCメンバーによる経済見通し
(2022年9月のFOMCと同時に公表)

(単位：%)

		2022	2023	2024	2025
GDP 成長率	今回 (9月)	0.2	1.2	1.7	1.8
	前回 (6月)	1.7	1.7	1.9	-
失業率	今回 (9月)	3.8	4.4	4.4	4.3
	前回 (6月)	3.7	3.9	4.1	-
インフレ率	今回 (9月)	5.4	2.8	2.3	2.0
	前回 (6月)	5.2	2.6	2.2	-

(注) 各年の10-12月期に関する予測値。
(出所) FRB資料を基に野村アセットマネジメント作成

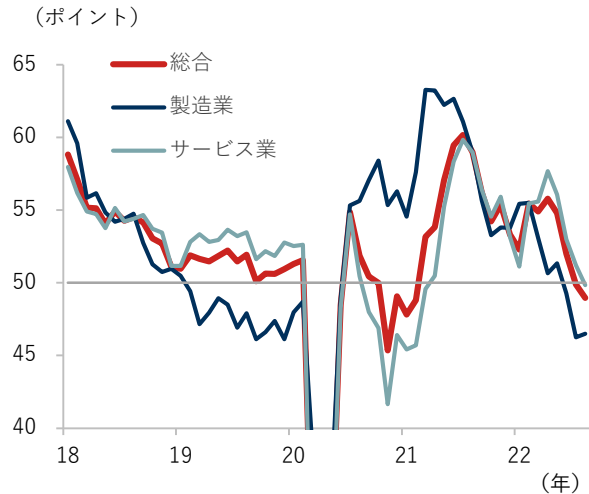
ユーロ圏

「二次的波及効果」を懸念して、ECBは利上げを継続

高インフレによる実質購買力の悪化が重石となり、景気は減速

ユーロ圏景気は減速しています。8月には、景気との連動性の高いPMIが節目の50を割り込んでいます。また、商業施設への人の移動の回復ペースは鈍化し、消費減速を示唆しています。コロナ関連制限の緩和・撤廃による追い風が和らぐ一方、高インフレによる実質購買力の悪化が逆風となっている模様です。実際、8月のユーロ圏インフレ率は前年比9%台と、ユーロ圏発足以来の最高値を更新し、ECBが目標とする2%を大幅に上回りました。ロシアによるウクライナ侵攻を背景とする商品市況の上昇や部品・部材価格の上昇、ユーロ安による輸入価格の上昇などが、圏内物価へと転嫁されている状況です。商品市況の動向を踏まえると、2023年入り後も高インフレが続く可能性が高そうです。

ユーロ圏PMI
(2018年1月～2022年8月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年の一部を非表示にしている。
(出所) S&P Globalのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ECBは利上げサイクルを開始。今後も利上げ継続の方針

ECBは、7月理事会で0.50%ポイント、9月理事会で0.75%ポイントの利上げを決定しました。新たに公表された経済見通しでは、2023年のGDP成長率が下方修正され、2022年末から2023年初にかけて景気停滞が見込まれています。しかし、「どのくらい景気が悪化すれば利上げを停止するか」と問われたラガルド総裁は「我々は職責を全うする覚悟がある」と述べ、高インフレ沈静化への決意を示しました。ユーロ圏の高インフレは商品市況の影響を強く受け、利上げで沈静化できるか（米国以上に）楽観できません。それでも高インフレがインフレ期待加速や賃金上昇に繋がるという「二次的波及効果」を懸念し、ECBは利上げを継続する見込みです。結果、景気悪化と高インフレが併存するスタグフレーションのリスクが強まるでしょう。

ECBによる経済見通し
(2022年9月のECB理事会と同時に公表)

(単位：%)

		2022	2023	2024
GDP成長率	今回(9月)	3.1	0.9	1.9
	前回(6月)	2.8	2.1	2.1
HICPインフレ率	今回(9月)	8.1	5.5	2.3
	前回(6月)	6.8	3.5	2.1

(出所) ECB資料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。

日本

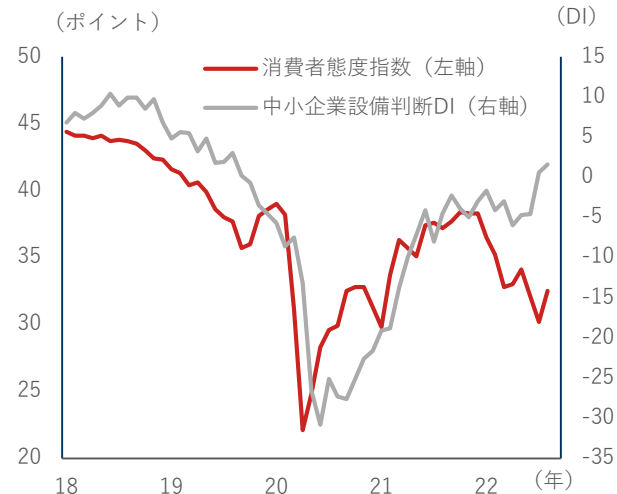
タイトな労働需給とインフレ上昇の下、賃金上昇率の行方に注目

サービス消費と設備投資の回復

過去最大を更新し続けていた日本の新型コロナウイルス感染者数は8月下旬にピークアウトした模様であり、一部の経済指標は好転しました。食品・エネルギーといった生活必需品の価格上昇を受け、家計が防衛的な支出行動をとる可能性はあるものの、感染者数の減少によるサービス消費の回復が生じ、更にそれを政府による観光需要喚起策が一段と後押しする可能性もあります。

また、企業の設備投資意欲は強く、日本政策投資銀行による2022年度設備投資計画調査では前年比+26.8%の大幅増の計画となりました。中小企業設備判断DIが2ヵ月連続で「不足」超となるなど、当面の設備投資回復が見込まれます。

家計・企業の景況感
(2018年1月～2022年8月、月次)



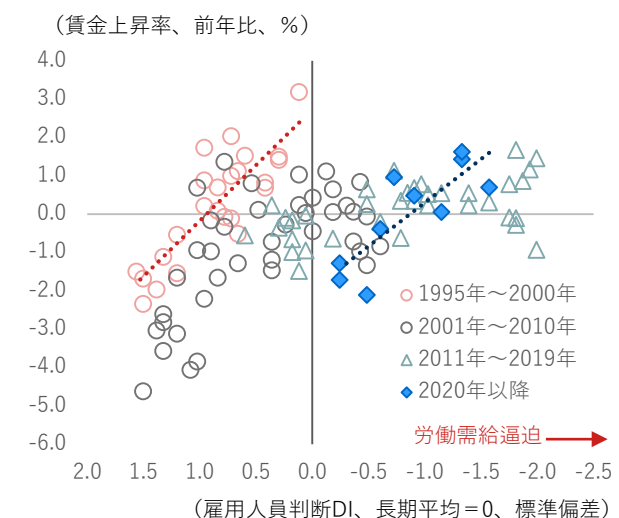
(注) 中小企業設備判断DIは「不足」企業割合から「過剰」企業割合を引いて算出。
(出所) 内閣府、日本政策金融公庫のデータを基に野村アセットマネジメント作成

「持続的・安定的な物価安定目標の達成」に必要な賃金上昇

8月の消費者物価指数は前年比+2.8%（生鮮食品を除くベース）となり、5ヵ月連続で前年比+2%を上回りました。ただし、日銀は2%の物価安定の目標を安定的・持続的に達成するには賃金上昇を伴う必要があるとしており、金融緩和の縮小に慎重な姿勢を示しています。黒田総裁は2%のインフレ率に整合的な賃金上昇率は3%としています。見通し期間内に到達するのは難しく、金融政策変更はないとの予想を維持します。

ただし、労働力人口の減少が続くと見られる下、労働需給の逼迫が続く中でコスト・プッシュインフレが生じ、人々の賃金・インフレに対する注目が高まる中、来年の春闘に向け、予想を超える賃上げが起こる可能性に注目しています。

労働需給と賃金
(1995年1-3月期～2022年4-6月期、四半期)



(出所) 日本銀行、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。

中国

コロナと不動産市場を巡る混乱で、回復は力強さに欠ける

コロナと不動産市場の混乱が本格的な回復を妨げている

上海など主要都市でのロックダウンの影響から、4-6月期のGDPは前年比+0.4%と1-3月期の同+4.8%から急減速しました。その後、ロックダウン緩和とともに景気は回復方向に向かっているものの、製造業PMIは拡大・縮小の分かれ目である50を下回っています。

中国経済が本格的な回復に向かえないのには、いくつか理由があります。1つは、感染抑制を最優先するゼロコロナ政策が維持されていることです。8月頃から感染は再び大きく拡大し、成都などの大都市でもロックダウンが実施されました。重要な政治イベントである10月の共産党大会を控えて厳しい措置が維持された後、ゼロコロナ政策は緩和に向かうと思われていますが、緩和は段階的にならざるを得ないでしょう。

景気対策の規模は不十分

2つ目の理由として、不動産市場の混乱が長期化していることがあります。不動産開発業者の資金不足により、一部の建設プロジェクトが停止し、未完成物件の購入者が住宅ローンの返済を拒否する事態が発生しました。住宅価格の値下がりや購入物件の引き渡しリスクが懸念される中、住宅販売と不動産投資は低迷し、関連する産業にも悪影響を与えています。

景気下支えのため、政府は政策銀行の与信枠を拡大するなどしてインフラ投資を拡大しています。中国人民銀行（中央銀行）は、8月に今年2度目となる利下げを実施しました。しかし、これらの景気対策の規模は控えめであり、コロナや不動産による混乱も短期的解決は見込めないため、景気回復の足取りは重いものにならざるを得ないでしょう。

中国の製造業PMIと社会融資総量
(2010年1月～2022年8月、月次)



(注) 直近の動きを見やすくする都合上、2020年、2022年の一部を非表示にしている。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

不動産の販売と投資
(2012年1月～2022年8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

新興国

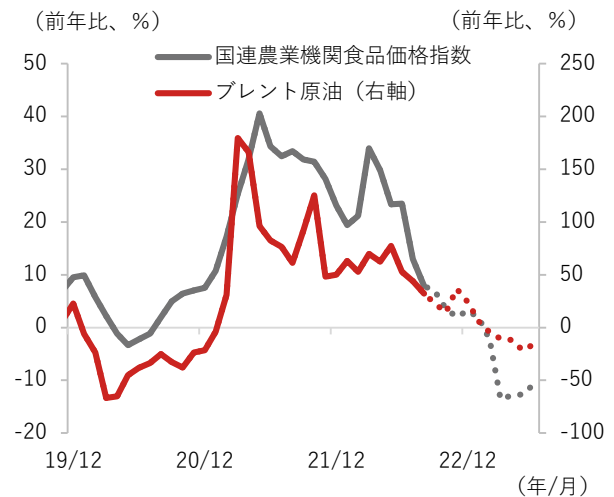
金融引き締めは停止へ。ただし、緩和への転換は遠い

インフレ率はピークアウト、金融引き締めは停止へ

多くの新興国では、高インフレや金融引き締め、外需の減速などを受けて、景気減速が続いています。また、インフレ率は依然高水準を維持していますが、食品・エネルギー価格の前年比の伸び率が低下に向かうことで、今後は低下に転じるでしょう。その結果、先んじて金融引き締めを進めてきた国を中心に、2022年内にも金融引き締めを停止し、様子見姿勢に転じる中央銀行が出てくると見えています。

これまで政策金利は急ピッチで引き上げられてきており、様子見姿勢に転じた後は、景気浮揚のためにも利下げを模索することになるでしょう。しかし、国内外の状況を考慮すると、利下げに向かうにはしばらく時間がかかると見えています。

食品・エネルギー価格の推移
(2019年12月～2023年6月、月次)

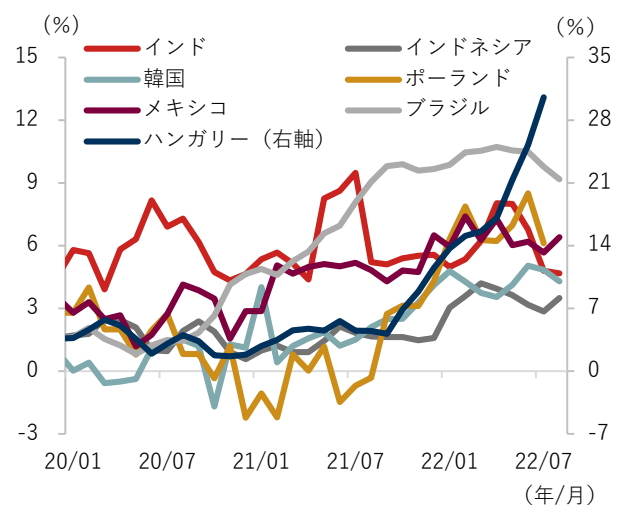


(注) 2022年8月までは実績値(実線)。9月以降(点線)は食品価格指数や原油価格の水準が横ばいで推移した場合の前年比を表示。
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

金融緩和への距離はまだ遠い

まず、国内では、依然、基調的なインフレ率が高いため、インフレ率がピークアウトしても、インフレ目標までは低下しないリスクがあります。この状況では中央銀行も利下げをためらうと見えています。今後、景気減速が基調的なインフレをどの程度押し下げるかに注目しています。また、国外要因として、主要中銀の金融引き締めがあります。FRBをはじめとする主要中銀が金融引き締めを継続する場合、資本流出を懸念して、新興国の中央銀行は利下げに向かいにくいでしょう。以上の2点は、インフレ率がピークアウトしてからも当面続くと見えています。そのため、多くの新興国の中央銀行は、様子見姿勢に転じた後も当面は利下げに踏み切れず、2023年半ばにかけては高水準の政策金利を維持すると見込んでいます。

基調的インフレの推移
(2020年1月～2022年8月、月次)



(注) 基調的インフレは、季節調整済前月比(年率)の3ヵ月移動平均を使用。ハンガリーのみ2022年7月までのデータを表示。
(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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し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。ご自身でご判断ください。

各国経済・市場見通し

			2022				2023		2020	2021	2022	2023
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			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	4.2	2.6	2.4	1.5	1.3	1.8	-3.3	5.8	2.6	1.7
	先進国	*2	0.5	1.2	0.7	0.2	0.4	0.2	-4.8	5.1	2.3	0.5
	新興国	*1,*3	4.4	2.4	3.3	2.7	2.3	4.0	-0.8	7.0	3.2	3.5
	米国		-1.6	-0.6	0.9	0.3	-0.9	-0.9	-3.4	5.7	1.6	-0.1
	ユーロ圏		2.7	3.1	0.0	-0.5	-1.0	-1.2	-6.5	5.2	3.2	-0.3
	日本		0.2	3.5	1.5	3.0	1.5	1.0	-4.6	1.7	1.7	1.7
	中国	*1	4.8	0.4	3.3	3.5	3.6	7.4	2.2	8.1	3.0	5.3
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	5.8	7.3	7.6	7.1	5.7	4.2	1.6	3.2	7.0	4.0
	先進国	*2	6.4	7.7	7.8	7.5	5.6	4.1	0.8	3.3	7.3	3.8
	新興国	*3	5.0	6.6	7.3	6.6	5.8	4.5	3.0	3.0	6.3	4.3
	米国		8.0	8.6	7.6	6.9	5.4	3.9	1.2	4.7	7.8	3.7
	ユーロ圏		6.1	8.0	9.3	9.1	7.0	5.4	0.3	2.6	8.2	4.7
	日本	*5	0.6	2.1	2.7	3.0	2.5	2.1	-0.2	-0.2	2.1	1.8
	中国		1.1	2.2	2.6	2.6	2.7	2.4	2.5	0.9	2.1	2.4
政策金利 (%)	米国	*6	0.50	1.75	3.25	4.50	5.00	5.00	0.25	0.25	4.50	4.50
	ユーロ圏	*6	-0.50	-0.50	0.75	2.00	2.50	2.50	-0.50	-0.50	2.00	2.25
	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	3.70	3.70	3.65	3.60	3.60	3.60	3.85	3.80	3.60	3.60
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.34	3.01	3.83	4.00	3.70	3.40	0.91	1.51	4.00	3.00
	ドイツ		0.55	1.34	2.11	2.00	1.90	1.80	-0.57	-0.18	2.00	1.70
	日本		0.22	0.23	0.24	0.25	0.20	0.20	0.02	0.07	0.25	0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		4,530	3,785	3,586	3,570	3,590	3,640	3,756	4,766	3,570	3,860
	ユーロ300		1,783	1,604	1,537	1,550	1,560	1,570	1,537	1,890	1,550	1,610
	TOPIX		1,946	1,871	1,836	1,920	1,930	1,950	1,805	1,992	1,920	2,080
	MSCI EM (\$)		1,142	1,001	876	910	920	930	1,291	1,232	910	970
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.11	1.05	0.98	0.95	1.00	1.00	1.22	1.14	0.95	1.04
	日本円/米ドル		121.4	135.9	144.7	145.0	140.0	135.0	103.2	115.2	145.0	135.0
	日本円/ユーロ		135.0	142.0	141.8	138.0	140.0	135.0	126.3	131.0	138.0	140.0
	人民元/米ドル		6.34	6.69	7.09	7.20	7.00	7.00	6.54	6.37	7.20	6.80

		2020	2021	2022	2023
				予測	予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インドルピー	73.1	74.3	80.0	82.0
	インドネシアルピア	14,050	14,253	15,000	15,000
	ブラジルのリアル	5.2	5.6	5.2	5.0
	メキシコのペソ	19.9	20.5	21.5	21.5
	ロシアのルーブル	74.0	75.0	65.0	65.0
	トルコのリラ	7.4	13.3	24.0	31.0
政策金利 (%)	インド	4.00	4.00	6.40	6.65
	インドネシア	3.75	3.50	5.25	5.50
	ブラジル	2.00	9.25	13.75	10.00
	メキシコ	4.25	5.50	10.00	9.00
	ロシア	4.25	8.50	7.50	7.00
	トルコ *6	17.03	14.00	12.00	30.00

(注) 見通しは2022年9月26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のうえ、ご自身でご判断ください。

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

- MSCI Emerging Market Index
- S&P500 Index
- 東証株価指数（TOPIX）

当資料で使用した指数の著作権等

- 「MSCI Emerging Market 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 Index」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シーズエルエルシーに帰属しております。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「東証株価指数（TOPIX）」に係る標章又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証株価指数（TOPIX）」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数（TOPIX）」に係る標章又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、「東証株価指数（TOPIX）」の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

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

2022年10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