

NOMURA

Connecting Markets East & West

2025年夏号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック



野村アセットマネジメント



『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。2025年夏号では以下の点について分析してみました。

米国トランプ政権の関税政策の行方やそれによる実体経済への影響について、不確実性が高い状況にあります。そのような状況において、米国を中心とする実体経済や各国の金融政策、各市場・各資産がどのように動いていくのか、それぞれの注目すべきポイントを採り上げながら分析を進めました。エコノミストによるマクロの視点からの見解や、債券・為替、日本株式、外国株式、J-REIT市場の各分野のプロフェッショナルによる解説を紹介しています。

なお、各意見は2025年6月中下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

2025年 夏号

P3 金融市場の動き

投資戦略 |

P4 投資環境見通し

P8 債券・為替

P11 日本株式市場

P14 外国株式市場

トピック |

P17 J-REIT市場

参考情報 |

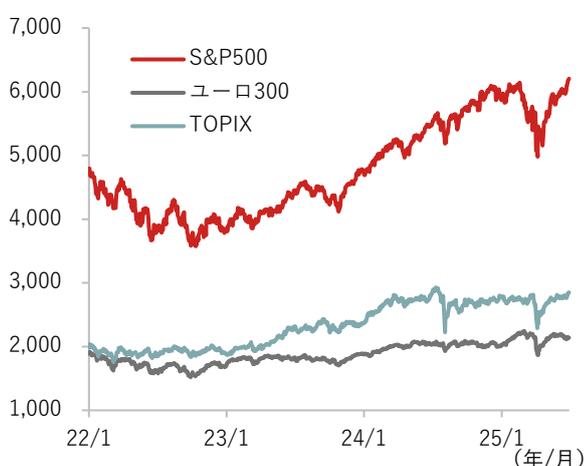
P20 各国経済・市場見通し

金融市場の動き

2025年4-6月期の金融市場は、トランプ政権の通商政策や中東情勢を見極める展開となりました。4月初にトランプ政権が相互関税を発表し、中国との間で報復関税引き上げがエスカレートすると、米株式、米国債、米ドルがいずれも下落する「トリプル安」となりました。その後、米国が主要国に対する上乘せ関税の発動を延期し、中国と関税引き下げで暫定合意すると、株価は反転しました。6月には、中東情勢をめぐって緊張が高まりましたが、株価下落や金利低下は一時的にとどまりました。月末にかけては、FRB（米連邦準備制度理事会）による利下げ期待が高まったこともあり、前期末比で見ると、株価は上昇、米長期金利は横ばい圏、米ドルは下落となりました。

日米欧の株価指数の推移

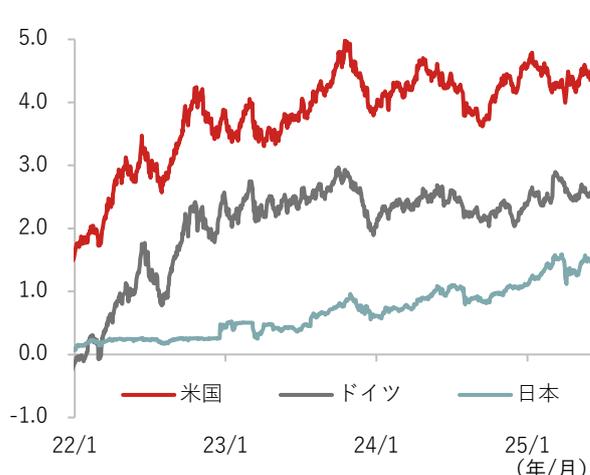
(2022年1月3日～2025年6月30日、日次)
(ポイント)



(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

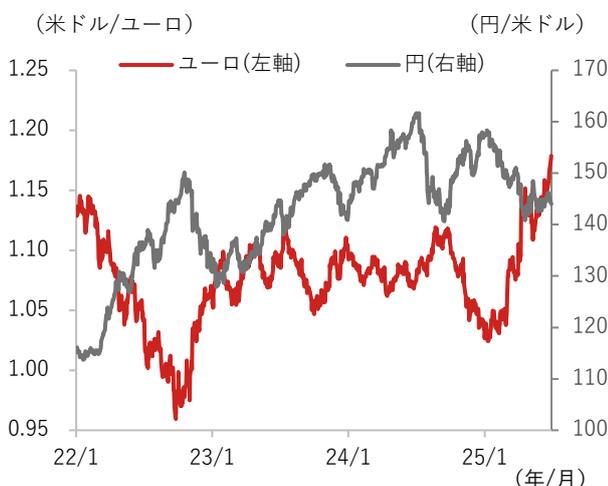
(2022年1月3日～2025年6月30日、日次)
(%)



(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

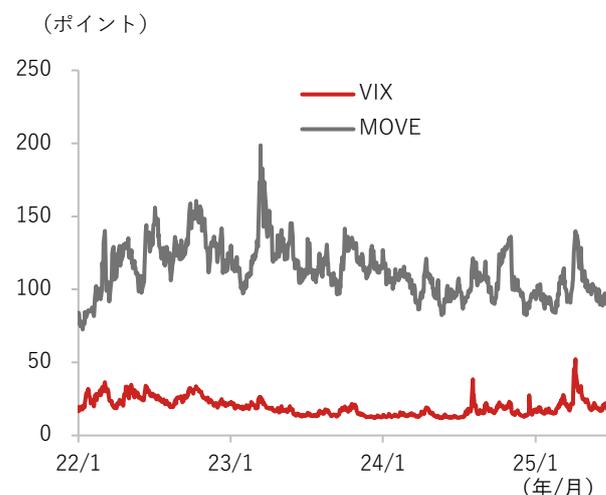
(2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



(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

(2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



(注) VIXは米国株の、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

2025年後半の成長減速を見込むが、インフレ期待上振れも警戒される下、FRBの利下げは年内見送りと予想



シニア・
エコノミスト
江口 朋宏



チーフ・
エコノミスト
胡桃澤 瑠美



常務・
CIO
村尾 祐一

2025年後半の投資環境：米国の関税引き上げの影響が実体経済に表出へ

米国トランプ政権による関税引き上げの実体経済への影響は、2025年後半に表出すると見えます。

ニューヨーク連銀の調査によれば、関税によるコスト上昇に直面する企業の75%程度は、少なくともその一部を顧客に転嫁すると回答しており、コスト上昇を受けてから3ヵ月以内に値上げを決定するとの回答が大多数でした。

関税発動直後に様子見をしていた企業も徐々に価格転嫁を進め、その実体経済への影響が夏から秋にかけて経済指標で確認されていくと見えています。

また、米国の関税政策などがもたらす不確実性

が完全に払拭されるとは考えにくく、家計や企業のセンチメントの重石になるでしょう。

関税政策そのものの帰趨、関税政策を含む米国の経済政策がもたらす実体経済への影響、いずれも不確実性が高く、金融市場は、新たな情報やデータに左右され、ボラティリティが高まる可能性があります。

5-6月の米中交渉などからは、「トランプ政権が米国の製造業の復活を目指し、目先の経済や金融市場への悪影響を全く顧みない」というテールリスクの実現確率は低いと言えそうです。しかし、楽観論に傾き過ぎないことも重要な局面だと考えています。

マクロ経済見通し：2025年後半の成長減速を予想

当社予想通り、ここから関税引き上げの影響が最終物価に表出してくるとすれば、米国では実質所得の悪化につながり、個人消費に下押し圧力がかかると見えています。今後の政策や経済について、先行き不確実性が高い下、企業は設備投資に対し慎重になるでしょう。

主要国・地域は数四半期に亘って低成長となり、米国では2026年に入ると失業率がやや上昇すると予想します。一方、ユーロ圏では雇用調整よりも賃金上昇率の抑制が生じやすく、インフレ低下圧力になると見えています。日本では企業収益悪化が賃上げにとってマイナスになる一方で、構造的な人手不足を背景に、2026年の春闘賃上げ率は2025年と比べて大きく鈍化するという状況にまでは至らないと考えています。

米国の通商政策不確実性指数と製造業景況感
(2016年1月～2025年5月、月次)



(注) ISM：米サプライマネジメント協会
(出所) “Measuring Economic Policy Uncertainty” by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at www.PolicyUncertainty.com、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。

金融政策見通し：日米中銀は2025年後半に動きにくい

日米中銀はともに、2025年後半は関税政策の影響を見極める局面となり、次の政策金利変更時期は2026年春と予想しています。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、関税引き上げを背景にインフレが再加速したり、インフレ期待が不安定化したりするリスクがある下で、失業率の上昇で示される労働需給の悪化が見えてくるまで様子見スタンスとなるでしょう。

日本銀行は、当社同様、年後半の実体経済の悪化を予想しており、それが賃金・物価に大きな影響を与えないか注視している模様です。

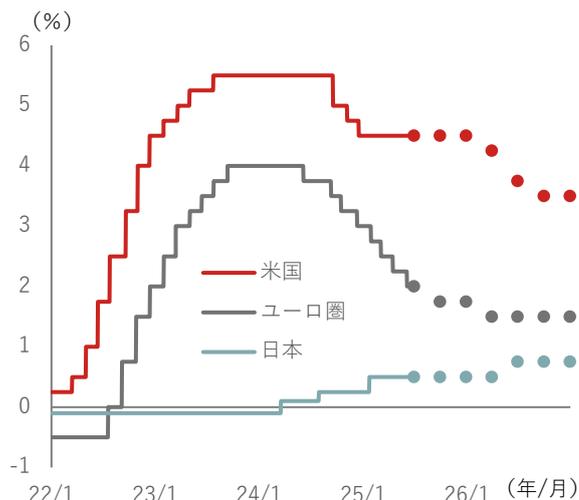
一方、欧州中央銀行（ECB）は年内に、中立金利のレンジまで利下げした後、賃金・物価の下振れに対応し、2026年に追加利下げを決定すると考えています。

金利見通し：長期金利の低下は緩やかにとどまる

米国債利回りは、関税による経済への悪影響が表出し、FRBによる利下げが視野に入ることによって緩やかに低下すると予想します。ただし、金利の低下幅は限定的になるでしょう。金融市場では、すでに一定の利下げが織り込まれています。また、米国の財政懸念や政策不透明感を背景に、投資家は従来よりも高いタームプレミアムを要求するでしょう。

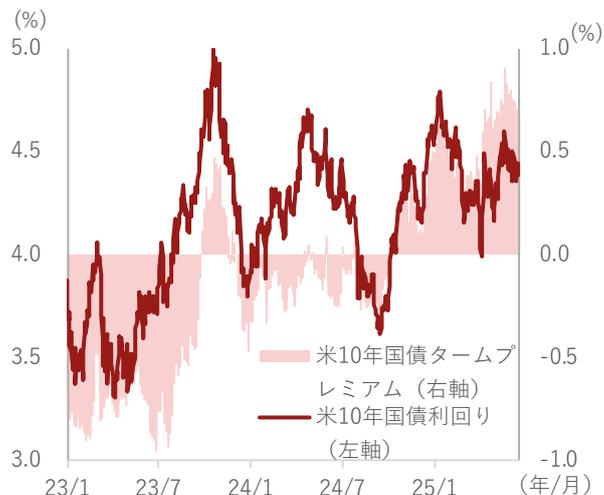
ドイツ国債利回りは、ECBの利下げへの期待が強まることで低下すると予想します。一方、国債増発に伴う需給悪化が想定されるため、米国同様にタームプレミアムは高い水準にとどまると考えます。

日米欧の政策金利と当社予想
(実績値は2022年1月3日～2025年6月20日、日次)



(注) 2025年6月末以降のドットは各四半期末時点の当社予想を示す。
(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10年国債の利回りとタームプレミアム
(2023年1月2日～2025年6月18日、日次)



(注) タームプレミアムとは、投資家が長期債を保有するリスクに対し求める上乗せ金利。上図では、ニューヨーク連銀が公表する値を使用。
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

為替見通し：米国の利下げ再開や「米ドル離れ」が米ドル安圧力に

ユーロの対米ドル相場は、当面横這い圏で推移した後、2026年に増価すると予想します。年内は、市場の期待に反してFRBが利下げを見送ることで米ドル高圧力が生じる一方、米国の政策不透明感を背景とした「米ドル離れ」が緩やかに進むことで、ユーロは方向感が出にくい展開を見込みます。2026年はFRBが利下げを再開する一方、ECBは年初で利下げサイクルを終了することから、ユーロ高が進むと見ています。

円の対米ドル相場は、日米金利差の縮小を反映しながら増価すると予想します。構造的な円安圧力はあるつつも、世界的な「米ドル離れ」の動きが円の需要を一定程度支えるでしょう。

日米金利差と円の対米ドル相場
(2022年1月3日～2025年6月20日、日次)



(注) 日米金利差は米国10年債利回りから日本10年債利回りを引いて算出している。

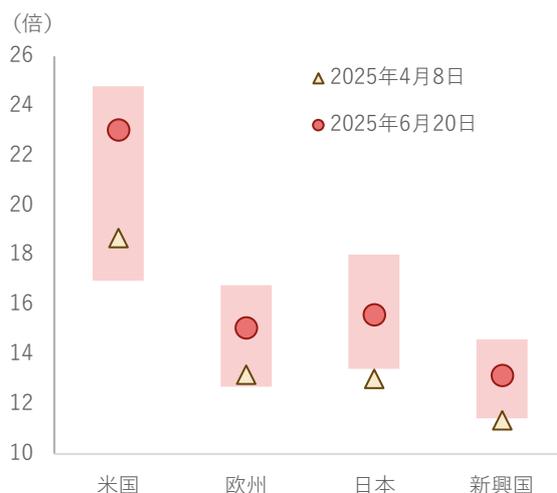
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

株値見通し：年内の上昇余地は限られる

米国の通商政策の不確実性が高まる中、株値は一時大きく下落しましたが、トランプ政権の政策修正もあって、上昇に転じました。米国株の予想PERは過去10年で見ても高い水準まで戻っています。当社は、関税率は年初に想定されていたよりも高い水準にとどまり、インフレ懸念によってFRBの利下げが遅れると考えています。年後半の株値は緩やかな上昇となり、本格的な上昇は来年以降に持ち越されると予想します。

日本株は、関税や円高の影響が重しになると考えられます。ただし、株値の割高感は限定的で、悪影響は一定程度織り込まれたとみられることから、底堅さを維持すると予想します。

主要国・地域の予想株価収益率 (PER)



(注) 棒グラフは過去10年の10%-90%タイルを示している。米国はS&P500、欧州はユーロ・ファースト300、日本はTOPIX、新興国はMSCI新興国(米ドル建て)。2025年4月8日は、米国の相互関税発表後、S&P500が最も低かった日。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

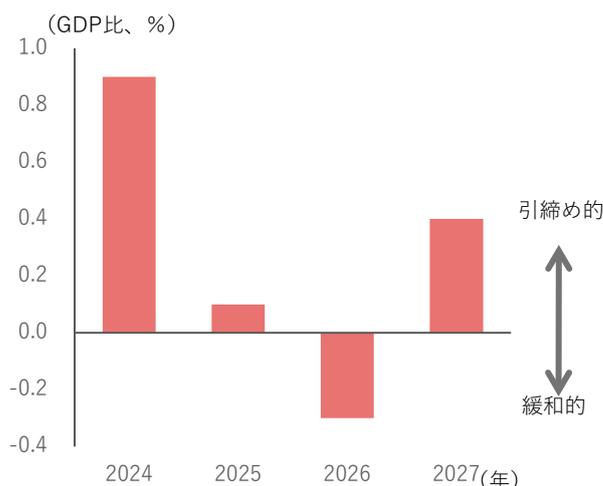
アップサイドシナリオ：グローバルで財政が成長を支える

米国の関税政策そのものの先行き不確実性が高い中で、これに起因する上下双方のリスクシナリオが考えられますが、それ以外のアップサイドリスクとしてはグローバルな財政拡張が成長を支える可能性があるでしょう。

例えば、ECBはドイツの2026～2027年における防衛およびインフラ支出の増加を主因に、2026年にユーロ圏の財政スタンスが緩和的になるとの試算を示しています。

また、米国では減税の延長などを含む「一つの大きく美しい法案」が審議されており、その帰趨によっては、特に2026年に当社予想を上回る財政拡張効果が出る可能性があります。

ユーロ圏の財政スタンス見通し
(2025年6月時点)



(注) 金融部門への政府支援を差し引いた景気循環調整後のプライマリーバランスの変化。2025年以降はユーロシステムのスタッフによる見通し。

(出所) ECB資料を基に野村アセットマネジメント作成

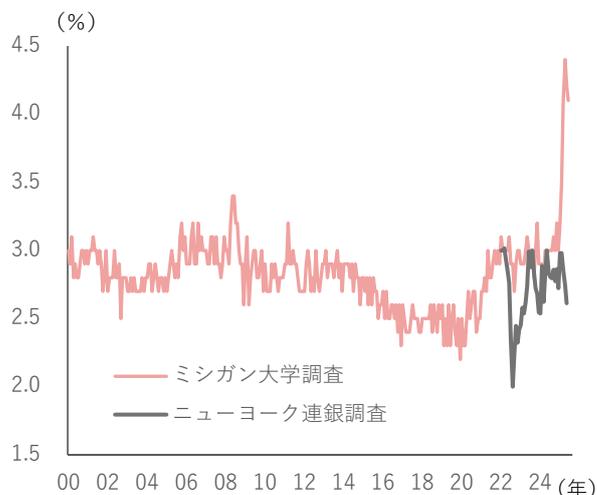
ダウンサイドシナリオ：関税によるインフレ期待の不安定化

米国の関税引き上げによって、インフレ率が高まり、それが家計の中長期のインフレ期待の上振れに繋がるリスクがあります。

米国の関税や地政学リスクによって企業のコストが増え、企業収益は圧迫されやすくなるとみられます。

その上、インフレ期待の不安定化を背景に、FRBは利下げに慎重にならざるを得なくなれば、リスク資産価格はバリュエーションの観点からのサポートも受けにくくなるといったリスクシナリオが考えられます。

米国家計の5年先インフレ期待
(ミシガン大学調査：2000年1月～2025年6月、月次)
(ニューヨーク連銀調査：2022年1月～2025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。

債券・為替

FRBの利下げ再開を見据えて債券利回りは低下へ



シニア・ポートフォリオマネージャー
加藤 航



シニア・インベストメント・オフィサー
前田 有司

債券利回りはまちまちな展開

年明け以降、主要国の債券利回りは地域や年限ごとにまちまちな動きとなりました。米国10年国債利回りはやや低下（価格は上昇）してきた一方で、ドイツや日本の10年国債利回りは上昇（価格は下落）基調で推移しました。年限別で見ると、短期債の利回りは利下げの継続が意識されたことで、多くの国で低下基調で推移したものの、10年を超える年限については、財政支出の拡大が意識されたことなどから上昇圧力にさらされてきました。特に日本の30年国債利回りは、年明け以降で一時1.0%ポイント弱の大幅な上昇となりました。

各国国債利回りの推移
(2021年1月4日～2025年6月13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は利下げ再開へ

FRBは2024年12月に利下げを実施して以降、政策金利を4会合連続で据え置いています。関税の不透明感を嫌気してか景況感を示す指標を中心に経済指標は悪化しています。加えて、依然として現在の政策金利は中立金利よりも高く引き締め的な水準にあると考えられるものの、パウエル議長は様子見を続ける姿勢を示しています。

6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、パウエル議長は関税による不確実性を強調し、数ヶ月の間は様子見をする可能性を示唆しながらも、将来は利下げが適切になる状況に到達する可能性が高いと述べました。私共も、関税の影響によりインフレが加速する局面がありながらも、雇用市場の減速を受けて、FRBが利下げの再開に向けて舵を切る可能性が

高いと見ています。

積極的な利下げを続けてきた一部の中央銀行は、一段の利下げには慎重な姿勢を示し始めています。ECBは6月の理事会で利下げを実施しました。しかし会合後の記者会見でラガルド総裁は、今の金利水準は良いところにあると思うと述べ早期の追加利下げには及び腰となっています。カナダ中央銀行は政策金利を7会合連続で引き下げましたが、4月以降の会合では今後の景気やインフレの動向を見極めるべく政策金利を据え置いています。私共は、このように一段の利下げに慎重な姿勢を示している中央銀行についても、米国の関税賦課による景気への悪影響を踏まえれば、依然として利下げを継続する可能性が高いと考えています。

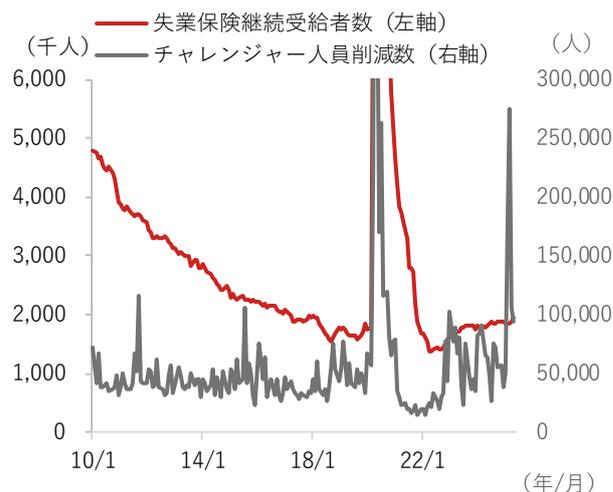
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

米国経済は減速基調が強まると見る

足元の米国景気は依然として底堅く推移しています。しかし関税賦課が物価上昇による個人消費の減速や投資の抑制を招くことで、景気は減速に向かう可能性が高いと判断しています。実際に足元では失業保険継続受給者数が増加基調にあり失業後の再就職が困難になっている可能性があります。

今後、実際にどの程度の関税が課されるかについては、各国との交渉や米国の国際貿易裁判所の差し止め命令なども影響するため依然として着地点は見えにくい状況です。しかし、こうした政策の不確実性自体が企業の設備投資意欲を減退させることで、景気の重石となる可能性があると考えています。

米国の雇用関連指標
(2010年1月～2025年5月、月次)



(注) グラフを見やすくするために2020年について一部非表示にしています。
(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の利下げ再開を見据えて、米国債券利回りは低下へ

FRBが、景気の減速を背景に利下げを再開することで米国債券利回りは低下しやすいと見ています。インフレについては、一部のFRB高官が懸念している通り、長い目で見て関税賦課による期待インフレの上昇が持続的な物価上昇圧力につながるかを見極める必要があります。しかし私共は関税によるインフレへの影響は一過性にとどまり、景気が減速することでインフレには将来的に低下圧力がかかると想定しています。景気や、将来の基調的なインフレの減速が債券利回りを低下させると考えています。

ただし、財政支出の拡大が長期債を中心に利回りを押し上げるリスクには留意が必要と考えています。米国では減税法案が審議されており、法案が成立した場合には財政収支の悪化基調が継続すると考えられます。その他の国に目を転じるとドイツ、カナダ、オーストラリアなども財政支出の拡大を計画しています。このような先進国の財政収支の悪化により、長い年限の債券利回りには持続的に上昇圧力がかかるリスクには留意が必要です。

足元の米ドル安は長期的なトレンドの始まり

為替市場では、年明け以降、米ドルが多くの通貨に対して下落してきました。米国の経済指標が軟調に推移したことや、ドイツを中心に欧州で大規模な財政出動が発表され、欧州の景気回復が意識されたことなどが米ドル安の要因として働きました。加えて、4月2日にトランプ米大統領が相互関税を発表すると、米ドル安は多くの通貨に対して一段と進みました。その中でもユーロは、2021年以来となる1ユーロ=1.15米ドルを回復し、大きく上昇しました。私共は足元の米ドルの下落は、あくまで今後の長期的な米ドル安トレンドの始まりに過ぎないと考えています。



米国の経常収支赤字が意識されやすい局面に

私共は経常収支が為替の値動きを決定づける重要な要因の一つと考えています。しかし、2020年のコロナ禍以降、米国の旺盛な個人消費を背景に米国の経常収支赤字が拡大してきたものの、米ドルは寧ろ底堅く推移してきました。これは、米国が相対的に良好な景気を背景に国外の投資家を呼び寄せてきたことが背景にあると想定しています。しかし、不透明な関税政策などトランプ氏による施策は、これまで米国が呼び寄せてきた資金を海外に還流させてしまう転機となった可能性が高いと見ています。海外への資金還流と慢性的な経常収支赤字により、米ドルは幅広い通貨に対して下落しやすいと判断しています。



日本株式市場



日本株アクティブCIO
原田 信太郎

上昇局面入りのカタリストは業績か？還元か？ROEか？

トランプ関税と日本株市場の動向

2024年11月のトランプ氏の大統領選挙勝利以降、対外貿易不均衡、貿易赤字の解消に向けたトランプ氏の動静は活発になってきたものの、2025年1月の大統領就任直後の関税賦課はなく、特段のネガティブ視はされませんでした。

ただし4月2日の関税賦課発表を前後して、その想定以上の内容に市場は大きく反応し、2024年8月以来の日経平均株価31,000円台を付けました。これまで世界経済を牽引してきた枠組みである自由貿易体制を否定するような内容に市場は震撼しました。

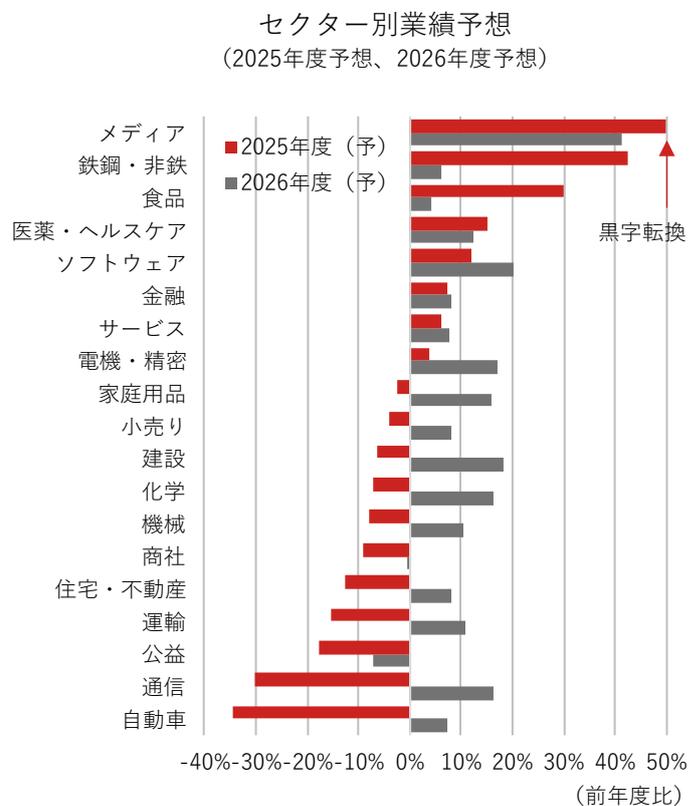


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

今来期業績予想

右グラフは野村証券のセクター別業績予想です (Russell/Nomura Large Cap、2025年6月時点)。全体では2025年度は7%減益、26年度は10%増益との予想で、25年度はマクロの不透明感と関税影響で減益を余儀なくされますが、26年度は24年度の利益水準に戻る想定です。

25年度のセクター別業績予想は、黒字転換のメディア、国内の構造改革を中心に利益拡大が見込まれる鉄鋼・非鉄が上位にあります。ただしそれ以外は食品、医薬・ヘルスケア、ソフトウェア、金融、サービスなどの内需セクターが増益となっている一方、シクリカル系中心に減益が想定されています。特に自動車の減益は大きくなっていますが、こちらは今後の関税交渉次第での変動が予想されます。このような傾向に違和感はありませんが、これらの状況が今後どう変化するか、また株価にどう織り込まれるかが重要と考えます。

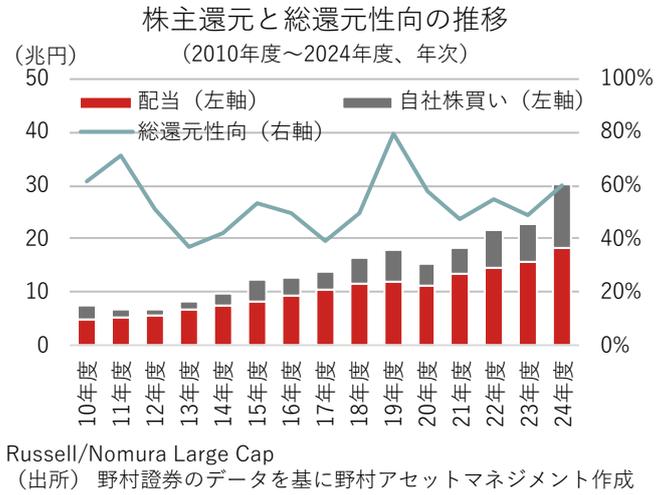


(注) メディアは黒字転換のため、2025年度予想の一部を非表示にしています。
(出所) 野村証券のデータを基に野村アセットマネジメント作成

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ください。

株主還元強化の推移

右グラフは株主還元および総還元性向の推移です。コロナ禍によるイレギュラーな影響を除くと、株主還元は継続的に増加してきましたが、2024年度の自社株買いは前年度比約80%増と足元その勢いは加速しています。一方で総還元性向は企業業績が好調であったことから、上昇基調ではあるもののそのペースは緩やかなものでした。なお2024年度は自社株買いの大幅増加により総還元性向は60%に上昇しています。



2025年下期株式市場の考え方

下記グラフの通り、リーマンショック以降TOPIXのPERは平均約14倍、楽観が織り込まれると16倍、悲観が織り込まれると12倍となっています。月末株価グラフであるため示されていませんが、2024年8月および2025年4月の大幅下落局面ではPERが12倍まで切り下がっています。ただし、いずれも月末にかけては株価は戻り、一時的な調整に留まりました。

足元では関税影響の不透明感が残っているもののPERは14-15倍に戻っています。したがって

現状株価はバリュエーション面では妥当な水準と考えられます。関税影響が企業業績に明示的に表れる7-9月期決算実績が出る年後半にかけては不透明材料の顕在化が懸念されますが、状況次第ではその局面がボトムとなる可能性もあります。また来年度の増益の確度が高まってくれば、年明け以降上昇基調に転じる可能性もあると考えています。いずれにしても当面は業績の不透明感から株価はレンジでの推移、半年後がボトムアウトの目途と予想します。

TOPIX（東証株価指数）とPER（株価収益率）バンド、BPS（1株当たり純資産）の推移
(BPS：2005年度～2024年度、年次)



※2025年6月末以降のPERの予想部分は、12ヵ月先予想EPS（2025年6月6日時点のBloomberg予想）を基に計算。

(注) グラフを見やすくするためにグラフの一部を非表示にしています。

(出所) Bloombergと野村証券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。

ROEシミュレーション

日本株市場の見方については前ページで触れましたが、それと同様もしくはそれ以上に重要であるのが日本株市場のROE水準と考えます。右上グラフの通り日本株市場のROEはリーマンショックやコロナ禍を除けば総じて上昇基調にあります。10%超えをチャレンジしては押し返されてきました。業績は好調であるものの、為替の円安や株式市場の上昇などで自己資本が増加しているという要因に加え、やはりレバレッジ不足および海外比較での低マージンということが影響しています。

右テーブルは日本株市場のROEを3つのシナリオでシミュレーションしたものです（5%増収ペースを前提）。1番目は、マージン（当期利益率）は変わらず自社株買いの増加は緩やかに続き総還元性向が現在の60%から70%に増加するケース。ただしこれではなかなかROEが10%には届きません。2番目はマージンは変わらずですが自社株買いの増加は高水準が続き総還元性向が80%まで上昇するケース。この場合は5年後にROEが10%を超えます。ただし時間はかかることが分かります。3番目はマージンが上昇する中で高水準な還元が続くケース。この場合は3年後に10%が射程に入ります。総還元性向が何%が適正かは議論が分かれるところです。保有現金を取り崩し自社株買いを行えば総還元性向が100%を一時的に超えることもあり得ます。ただし結論としては、適正なレバレッジ（株主還元強化）と収益性改善がセットであることが重要です。特に事業構造改革は時間を要しますが、粘り強い投資先企業とのコミュニケーションが必要と考えます。

ROE（株主資本利益率）の推移

（期間：1980年12月末～2024年12月末、年次）



シナリオ別シミュレーション

シナリオ①	25/3	26/3	27/3	28/3	29/3	30/3
当期利益 (前年度比)	63,451	66,624	69,955	73,453	77,126	80,982
当期利益率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
配当	25,535	26,812	28,153	29,560	31,038	32,590
自社株買い (前年度比)	12,500	15,625	17,969	19,766	21,742	23,916
総還元	38,035	42,437	46,122	49,326	52,781	56,507
総還元性向	60%	64%	66%	67%	68%	70%
自己資本	710,148	734,334	758,168	782,295	806,640	831,115
ROE	9.1%	9.2%	9.4%	9.5%	9.7%	9.9%

シナリオ②	25/3	26/3	27/3	28/3	29/3	30/3
当期利益 (前年度比)	63,451	66,624	69,955	73,453	77,126	80,982
当期利益率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
配当	25,535	26,812	28,153	29,560	31,038	32,590
自社株買い (前年度比)	12,500	16,875	21,094	25,313	29,109	32,020
総還元	38,035	43,687	49,247	54,873	60,148	64,611
総還元性向	60%	66%	70%	75%	78%	80%
自己資本	710,148	733,084	753,793	772,373	789,351	805,722
ROE	9.1%	9.2%	9.4%	9.6%	9.9%	10.2%

シナリオ③	25/3	26/3	27/3	28/3	29/3	30/3
当期利益 (前年度比)	63,451	68,446	73,781	79,478	85,561	92,053
当期利益率	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.6%	6.8%
配当	25,535	26,812	28,153	29,560	31,038	32,590
自社株買い (前年度比)	12,500	16,875	21,094	25,313	29,109	32,020
総還元	38,035	43,687	49,247	54,873	60,148	64,611
総還元性向	60%	64%	67%	69%	70%	70%
自己資本	710,148	734,906	759,440	784,046	809,459	836,902
ROE	9.1%	9.5%	9.9%	10.3%	10.7%	11.2%

(出所) 弊社データベース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。

外国株式市場

中期的には、AI（人工知能）革命の着実な進展とドイツの政策転換による米欧成長率格差の縮小に注目。短期的にはトランプ政権の政策や地政学的リスクによる不確実性の高止まりには注意が必要。



執行役員・CIO
中山 貴裕



チーフ・ポートフォリオマネージャー
齋藤 芳暁

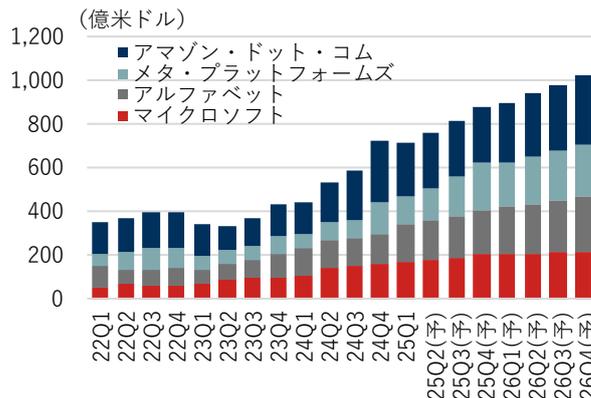
継続する巨額のAI関連投資

過去数年にわたり拡大が継続しているハイパースケラーと呼ばれる大手クラウド事業者のAI関連投資は、引き続き市場予想を上回るペースで拡大しています。今後も、生成AIがもたらす世界的な技術革新の進展を背景にAI関連の巨額な投資は継続すると考えられます。世界のAI市場規模（売上高）は2031年までに1兆米ドル以上に拡大することが予想される中、個別企業の動きも非常に活発です。

例えば、アマゾン・ドット・コムはAI関連ビジネスでの競争優位性構築を目指し、生成AIスタートアップの米Anthropic社との戦略的提携を発表しています。また、マイクロソフトは、ChatGPTの開発で知られるOpenAI社との提携を軸に、AI領域での優位性強化を目指しています。さらに、同社は、量子コンピューティング分野にも積極的な投資を行いAI関連事業での中長期的な競争優位性の確立を目指しています。

生成AIは、学習する元のデータ次第で、非常に幅広い分野の知的作業をこなせる可能性があり、経済全体の生産性が上昇することが期待できます。生成AIが経済全体にもたらす変化は、非常に大きなものであると想定されることから、関連企業の業績成長が期待されるだけでなく、中長期にわたり幅広い企業の収益力を向上させることが期待されます。

大手クラウド事業者の投資額
(2022年第1四半期～2026年第4四半期、四半期)



・25Q2以降は弊社予想
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

堅調な2025年1-3月期企業業績

2025年1-3月期企業決算に対する事前予想は、①トランプ政権の関税引き上げによるインフレ懸念、②ローン金利高止まりによる家計購買力の悪化、③政府関連雇用の削減による労働市場の悪化などを背景に、慎重なものでしたが、実績は、事前予想の7.2%増を上回る13.3%増と2四半期連続で2桁成長となり、企業業績の底堅さが示されました。業種別では、米国の堅調な内需や、AI関連投資などの恩恵を受ける業種を中心に、業績拡大が確認されました。良好な1-3月期決算の反動から、4-6月期の予想EPSは下

方修正が進んでいますが、2025年年間では、9%の増益が想定されています。今後、市場の注目は、トランプ政権の関税政策から、減税や規制緩和など成長を後押しするための政策に移行していくことが期待されます。関税政策に伴う経済および市場の不確実性の高止まりには注意が必要ですが、今後貿易協定を巡る協議が進展し、関税政策が見直された場合、主力企業の業績見通しが上方修正される可能性も考えられます。

※銘柄例は企業例の紹介を目的としており、実際に当該銘柄に投資を行うことを保証するものではありません。特定銘柄の売買などの推奨、また価格の上昇や下落を示唆するものではありません。

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。

注目される欧州の政策転換

AI革命が進展するなか、欧州で進む歴史的な政策転換も注目されます。欧州最大の経済規模を誇るドイツは、欧州債務危機対策などで財政が悪化したことから、2009年に財政赤字の上限を国内総生産（GDP）の0.35%以内とすることをドイツ憲法にあたる基本法に盛り込んでいます。このため、不透明な環境下でも、米国のように大規模な財政政策を行うことが難しい状況が続いてきました。しかし、2025年3月独メルツ次期首相（当時）は、基本法改正により、借り入れ制限緩和による政策転換を発表しました。今後、ドイツでは防衛費の増額に加え、5,000億ユーロ以上のインフラ関連投資が想定されています。ドイツの政策転換が、他の欧州諸国に広

がることも想定され、欧州地域全体の経済見通しに対する市場の見方が修正されることも期待されます。今後も、米国はAI革命の主導権を維持すると思われませんが、欧州の財政政策転換が欧州域内の内需や投資機会の拡大を通じ、米国と欧州の成長率格差が縮小することが期待できると考えています。



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

中央銀行が進める準備資産としての金保有

また、中央銀行の行動様式にも変化が見られます。2025年6月に発表されたECBの年次報告書によると、世界の中央銀行は2024年に3年連続で年間1,000トン以上の金を取得し、金が米ドルに次ぎ世界第2の準備資産となりました。また、中央銀行などの世界の公的機関による金保有総量も約36,000トン（1トロイオンス=約30グラム）に達し、ブレトンウッズ体制時代の1966年のピークに迫る水準となっています。この変化は、

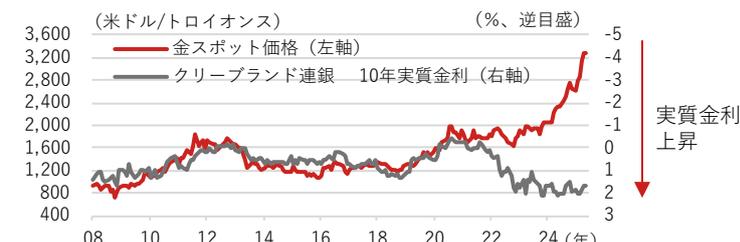
金価格の動きにも反映されていると考えられます。これまで、金価格は、実質金利との強い逆相関が確認されてきましたが、2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻以来、実質金利が上昇する中で金価格の上昇が続いています。この背景には、地政学および政治的な不透明感の高まりが影響していると考えられますが、これが中期的な変化につながるか注目されます。

世界の公的機関による金保有量
(1957年1月～2025年4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

金価格と10年実質金利
(2008年1月～2025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

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。

新興国株式：米ドル安と商品市況に支えられ堅調な推移

米国の関税引き上げが実物投資の同国への回帰を通じて、米ドル高や米国株の優位性の継続、新興国市場からの資金の引き揚げに繋がると想定されていましたが、相互関税が発表された米国の「解放の日」以降に世界の金融市場が真逆の展開となりました。投資家による米金融資産離れが見られる中、新興国株が米国株をアウトパフォームし、さらに今後も底堅い推移が予想されます。

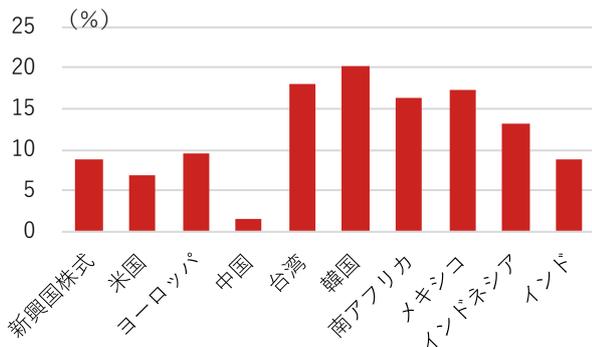
新興国の中で景気減速に加え、貿易摩擦の主要対象となった中国の低調な株式市場が例外となり、韓国や台湾の大幅な上昇（米ドルベース）が新興国市場をけん引しました。米政権の米ドル安志向が報道された途端に両国の通貨が急騰しました。輸出株が多い株式市場にもかかわらず、株価も上昇しました。長年の経済成長、貿易黒字の動向や輸出企業の先端技術を考慮すると、株高通貨高が両方継続する可能性は高いと考えられます。

貿易摩擦による世界景気の減速が懸念される中、商品市況は意外な底堅さを見せており、背景に

は米ドル安が影響しているものと見ています。そのため、資源株が多い新興国市場も堅調に推移しており、南アフリカ等で上昇が目立ちます。多くの金鉱株が上場しているため、金高米ドル安の局面が有利になりますが、プラチナ価格の急騰を受けた貴金属株の上昇も寄与しています。プラチナは商品の中で需給ひっ迫の可能性が高いとみられるコモディティです。昨今の金価格の上昇を背景に中国の宝飾市場で代替品としてプラチナの需要が高まっていることに加え、電気自動車の普及が遅れているため、内燃機関自動車の排気触媒に使われるプラチナ需要が想定より減少していない一方、長年にわたる価格低迷で貴金属の鉱山が設備投資を抑えた結果、生産が減ると見込まれています。需給ひっ迫によって価格上昇の余地はまだ残っているとみています。

このように新興国株式には先進国株式との相関が低い投資機会が存在しており、投資のリスク分散を可能にするよい手段を提供しうると考えています。

「解放の日」以降の株式市場の収益率
(米ドルベース:配当込み指数)
(2025年4月2日～2025年6月10日)



新興国株式：MSCI EM (Emerging Market) Index、ヨーロッパ：MSCI Europe Index、各国：MSCI各国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

金とプラチナの価格推移
(2025年4月2日～2025年6月10日、日次)



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



チーフ・ポートフォリオ
マネージャー
延原 知行

幅広いセクターで賃料上昇が鮮明化しており
金利上昇等のコスト増を相殺することは可能だろう

金利上昇が進む一方で賃料上昇も鮮明化

日銀の金融政策変更による影響や物価が上昇基調で推移していることから、国内長期金利は上昇しています。金利上昇はREIT分配金利回りの相対的な魅力度低下や借入コスト増加につながるため、短期的には懸念材料と考えられます。一方で、全般的な市況改善によりREIT保有物件においても幅広いセクターで賃料上昇が鮮明化しており、今後金利上昇等のコスト増を相殺することは可能と考えられます。このような見方を背景にJ-REIT市場は底堅く推移しています。またトランプ関税実施など不透明感が強い市場環境下においては、キャッシュフローが安定的なJ-REITは選好されやすいと考えられます。

東証REIT指数と日本の新発10年物国債利回り
(2005年1月末～2025年5月末、月次)

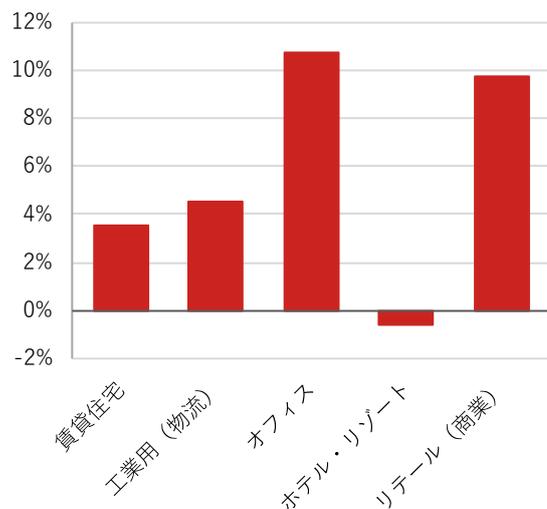


(出所) Quickのデータを基に野村アセットマネジメント作成

賃料上昇が期待できるセクターのリターンが好調

2025年初来のセクター別リターンによると、オフィスやリテール（商業）が好調です。オフィス市況はコロナ禍後の従業員のオフィス回帰や人材確保の観点から、都心好立地のオフィスニーズが高まっており改善傾向です。リテール（商業）はインバウンド需要拡大による都心部商業施設の賃貸市況改善、インフレに伴う売上歩合賃料増加など事業環境は良好です。ホテル・リゾートは為替変動やトランプ関税実施による不透明感の高まりにより投資口価格は伸び悩んでいます。稼働率や宿泊料は堅調に推移しており大きな懸念材料はないと考えられます。

J-REIT市場のセクター別リターン
2025年初来
(2024年12月30日～2025年5月30日)



(※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

※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。

投資指標面での割安感は強い

2024年末頃にかけてJ-REIT市場全体が下落基調で推移してきた結果、2025年5月末時点でJ-REIT予想分配金利回りは5%台へ上昇し、NAV倍率は0.8倍台前半へ低下しています。過去NAV倍率が継続的に1倍以下の水準で推移した局面は、リーマンショックや東日本大震災など不動産市場に大きな下方圧力がかかったタイミングに限られます。金利は上昇しているものの賃料上昇も鮮明化しており不動産価格も安定推移していることから、J-REIT市場のファンダメンタルズは堅調と評価でき、投資指標面での割安感は強まっています。

※NAV = 純資産に保有物件の含み損益を加えた金額

J-REIT予想分配金利回りとNAV倍率
(2004年1月末～2025年5月末、月次)

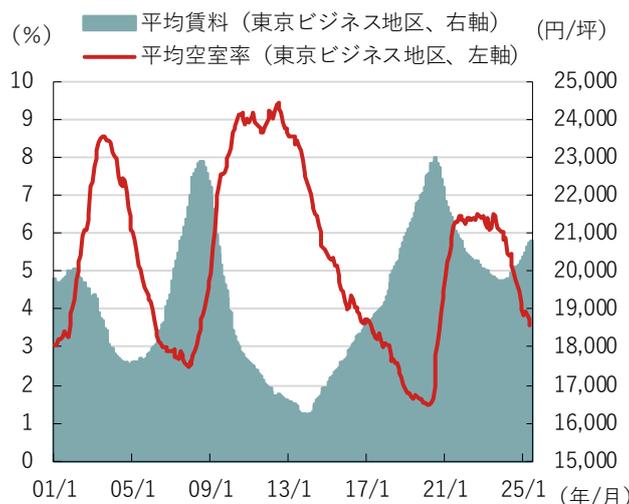


(注) J-REIT全銘柄のNAV倍率 (投資口価格 ÷ 1口当たりNAV) の時価総額加重平均値
(出所) 不動産証券化協会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

オフィス市況は改善が加速

人手不足の解消と優秀な人材の確保が喫緊の課題となる中、従業員確保に必要な良質なオフィスに支払う賃料をコストではなく投資として捉える考え方が広がりつつあります。また建設業の労働力不足の影響等から竣工が遅延するオフィスビルが増加しており、供給減による需給バランス改善も期待できます。このような背景からオフィス市況は改善が加速している状況です。今後竣工するオフィスビルについても順調にテナントが決まっている模様で、景気動向に大きな変動がなければオフィス市況は中期的にも好調維持が期待されます。

オフィス市況
(2001年1月～2025年5月、月次)



(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

※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。

ホテルの宿泊料や賃貸住宅の家賃も上昇傾向

ホテル・リゾートセクターは、為替変動やトランプ関税の影響を見極めたいとする見方から、投資口価格は一旦伸び悩む状況となりましたが、一方で宿泊料や稼働率に目立った悪影響は出ておらず、REITが保有するホテルの経営指標は昨年対比で見ても改善基調で推移しています。

賃貸住宅セクターは、都心部への人口流入回復や分譲マンション価格の高騰に伴い賃貸住宅を選択する入居者の増加等の要因により、家賃は上昇傾向で推移しています。賃貸住宅REITの決算資料などによると、賃貸住宅は今後着工量が減少するため新規供給は低水準となることが想定され、それに加えて賃金など所得環境の改善が続けば、今後も賃料上昇の継続が期待されます。

不動産価格は堅調推移

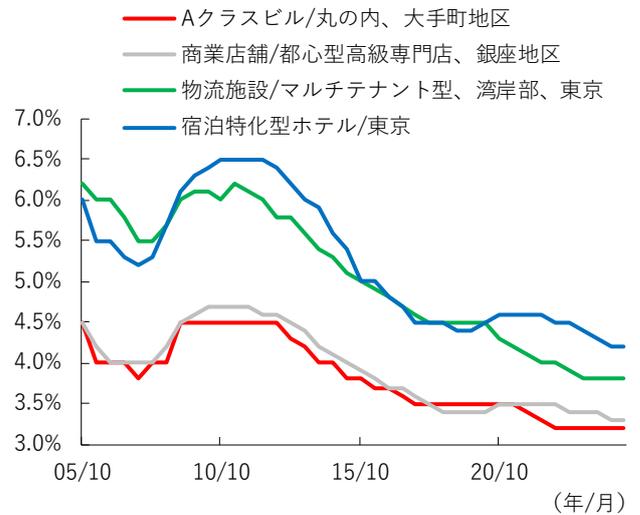
金利上昇は教科書的には不動産投資に対する期待利回りの上昇を通じて不動産価格の下落要因となりますが、期待利回りは引き続き安定推移しています。背景としては一定の金利上昇を見込んだとしても、依然として借入コストに対して高い収益不動産利回りが期待できることがあります。また賃料上昇によるキャッシュフロー増加も期待できるため、仮に期待利回りが上昇したとしても不動産価格への影響は緩和されます。堅調な不動産価格は、既に保有資産対比（NAV倍率）で割安な水準で推移しているJ-REIT市場の下支え要因になると考えられます。

消費者物価指数（東京都区部/品目別）
（2019年1月～2025年5月、月次、前年同月比）



（出所）総務省統計局（<https://www.e-stat.go.jp/>）のデータを基に野村アセットマネジメント作成

不動産期待利回りの推移
（2005年10月～2025年4月、半期）



（出所）一般財団法人 日本不動産研究所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、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。

各国経済・市場見通し

			2025				2026		2023	2024	2025	2026
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			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	2.8	2.4	2.1	1.6	1.9	2.1	3.0	2.8	2.2	2.2
	先進国	*2	0.8	1.3	1.2	1.0	1.1	1.5	1.9	1.8	1.4	1.3
	新興国	*1,*3	4.2	3.7	3.2	2.6	3.0	3.5	4.6	4.4	3.4	3.4
	米国		-0.2	2.8	1.5	1.4	1.2	1.6	2.9	2.8	1.8	1.6
	ユーロ圏		2.5	0.1	0.5	0.7	0.7	1.1	0.6	0.8	1.2	0.8
	日本		-0.2	0.9	0.3	-0.1	0.9	0.7	1.4	0.2	0.9	0.6
	中国	*1	5.4	5.1	3.8	3.2	3.2	3.5	5.4	5.0	4.3	3.6
	消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.8	2.5	2.6	2.8	2.6	2.5	4.2	3.0	2.7
	先進国	*2	2.7	2.3	2.6	2.7	2.6	2.6	4.6	2.7	2.6	2.5
	新興国	*3	2.9	2.9	2.7	2.9	2.6	2.4	3.6	3.6	2.9	2.2
	米国		2.7	2.4	3.1	3.4	3.3	3.3	4.1	3.0	2.9	3.1
	ユーロ圏		2.3	2.0	1.9	1.7	1.5	1.5	5.4	2.4	2.0	1.6
	日本	*5	3.1	3.2	1.9	1.9	1.7	1.7	3.1	2.5	2.5	1.8
	中国		-0.1	0.0	-0.1	0.5	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	-0.3
政策金利 (%)	米国	*6	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	5.50	4.50	4.50	3.50
	ユーロ圏	*6	2.50	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	4.00	3.00	1.75	1.50
	日本	*6	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	-0.10	0.25	0.50	0.75
	中国	*6	3.10	3.00	2.80	2.80	2.80	2.80	3.45	3.10	2.80	2.80
10年債利回り (期末値、%)	米国		4.21	4.23	4.30	4.30	4.30	4.20	3.88	4.57	4.30	4.20
	ドイツ		2.74	2.61	2.60	2.50	2.50	2.40	2.02	2.37	2.50	2.40
	日本		1.49	1.43	1.60	1.60	1.60	1.60	0.61	1.10	1.60	1.60
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		5,612	6,205	6,050	6,120	6,270	6,430	4,770	5,882	6,120	6,770
	ユーロ300		2,126	2,142	2,200	2,230	2,270	2,310	1,889	2,016	2,230	2,390
	TOPIX		2,659	2,853	2,690	2,720	2,760	2,790	2,366	2,785	2,720	2,950
	MSCI EM (\$)		1,101	1,223	1,220	1,240	1,270	1,290	1,024	1,075	1,240	1,330
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.08	1.17	1.14	1.15	1.15	1.15	1.10	1.04	1.15	1.17
	日本円/米ドル		149.5	144.4	143.0	143.0	142.0	140.0	141.0	157.2	143.0	140.0
	日本円/ユーロ		161.5	169.6	163.0	164.0	163.0	161.0	155.7	162.7	164.0	164.0
	人民元/米ドル		7.25	7.17	7.30	7.30	7.30	7.30	7.09	7.30	7.30	7.30

		2023	2024	2025	2026
				予測	予測
為替レート	インドルピー	83.2	85.6	85.0	84.5
(対米ドル、	インドネシアルピア	15,397	16,095	16,000	15,600
期末値)	ブラジルリアル	4.9	6.2	5.4	5.4
	メキシコペソ	16.9	20.8	19.5	20.5
	南アフリカランド	18.3	18.9	17.8	17.0
	トルコリラ	29.5	35.4	44.0	52.0
政策金利 (%)	インド	6.50	6.50	5.25	5.00
	インドネシア	6.00	6.00	5.00	5.00
	ブラジル	11.75	12.25	15.00	12.00
	メキシコ	11.25	10.00	7.50	7.00
	南アフリカ	8.25	7.75	7.00	7.00
	トルコ *6	42.50	48.13	38.00	25.00

(注) 見通しは2025年6月23日時点（経済指標はその前日時点で取得可能な値）。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) 日本は無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標（ただし、2023年末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。

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の著作権等

- 「東証株価指数（TOPIX）」 「東証REIT指数」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「東証株価指数（TOPIX）」 「東証REIT指数」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証株価指数（TOPIX）」 「東証REIT指数」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）」 「東証REIT指数」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。
- 「日経平均株価（日経225）」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
- 「S&P500株価指数」はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーの所有する登録商標です。
- 「FTSEユーロファースト300インデックス」におけるすべての権利はFTSEに帰属します。「FTSE®」はLSEGの商標であり、ライセンスに基づき、FTSEにより使用されています。
- 「MSCI Emerging Market Index」 「MSCI各国Index」 「MSCI Europe 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。
- Russell/Nomura Large Cap インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびフランク・ラッセル・カンパニーに帰属します。なお、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびフランク・ラッセル・カンパニーは、Russell/Nomura Large Cap インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を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

2025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。

NOMURA
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