



**NOMURA**

Connecting Markets East & West

2026年新春号

# 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。2026年新春号では以下の点について分析してみました。

2025年はトランプ米政権の関税政策に金融市場が大きく動揺する局面もありましたが、内外の実体経済は底堅く、金融市場も概ね落ち着きがみられました。もっとも、経済や市場の先行きを巡る不確実性は高い状況が続いています。そのような状況において、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12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

2026年 新春号

### 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

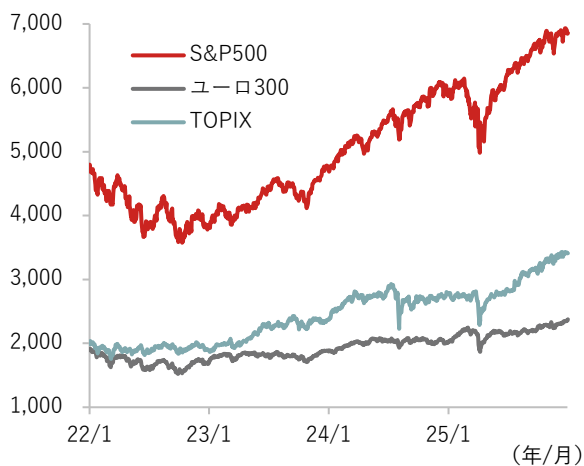
# 金融市場の動き

2025年10-12月期の金融市場は、米国が政府閉鎖に突入し、経済指標の発表が一時的に停止される中、中央銀行の金融政策スタンスや企業業績を見極める展開となりました。米連邦準備制度理事会（FRB）は9月に利下げを再開し、10月、12月も追加利下げを決定しました。しかし、パウエルFRB議長が先行きの利下げに慎重な見解を示したことなどから、米長期金利、ユーロの対米ドル相場は、ともに横ばい圏で推移しました。株式市場では、企業業績が市場予想を上回る中、S&P500は最高値を更新しました。日本では、高市政権が誕生し、拡張的な財政スタンスがとられるとの思惑などから、円安、長期金利上昇、株高の動きとなりました。

## 日米欧の株価指数の推移

(2022年1月3日～2025年12月31日、日次)

(ポイント)

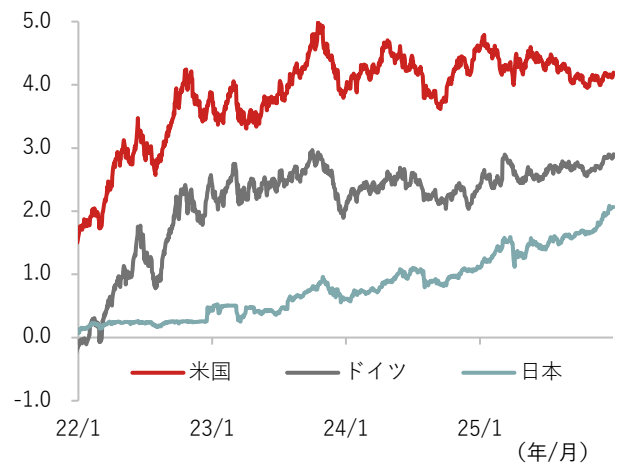


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 10年国債利回りの推移

(2022年1月3日～2025年12月31日、日次)

(%)



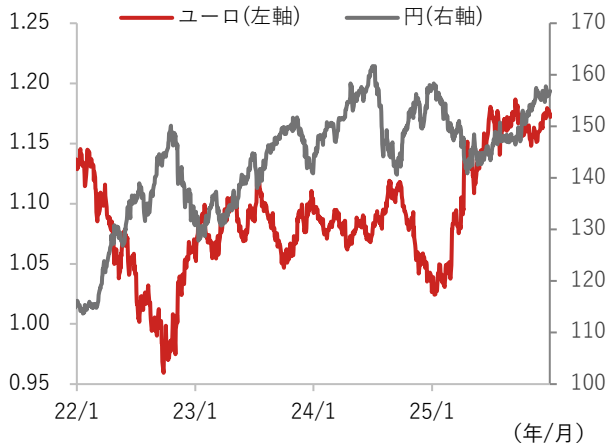
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 円・ユーロの対米ドル相場の推移

(2022年1月3日～2025年12月31日、日次)

(米ドル/ユーロ)

(円/米ドル)

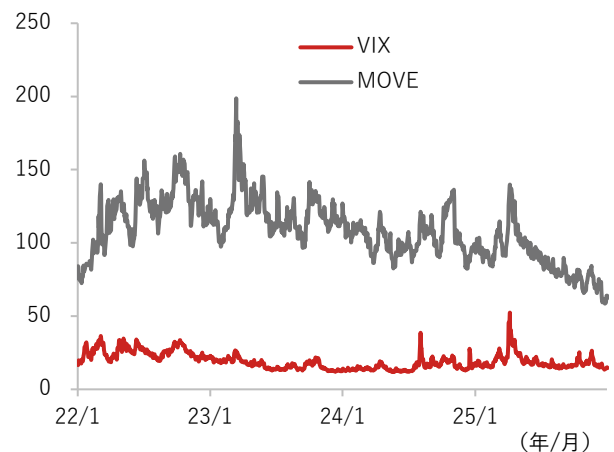


(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## VIX・MOVEの推移

(2022年1月3日～2025年12月31日、日次)

(ポイント)



(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。

# 投資環境見通し

2026年前半は中銀人事にも注目、年後半には緩やかな成長に回帰へ



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

## 2026年の投資環境：主要中銀の金融政策、そして人事に注目

2025年は米国トランプ政権の関税政策そのものとその影響を巡る不確実性が、経済・物価見通しや金融市場の変動に大きな影響を与えました。2026年は関税政策の影響が逡減していくとみられる一方、一部の主要国・地域で財政拡張に向かうことになります。2025年に利下げ局面にあった米欧中銀ですが、利下げ局面の終了が意識される時期が来ると考えています。

こうしたファンダメンタルズの観点に加えて、日米中銀の人事も金融市場の注目を集めるでしょう。

米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、2026年5月に議長の任期満了となります。パウエ

ル氏がFRB理事として残るのか、またクック理事は解任されるのか、新議長のスタンスとともに理事の人事に関しても、多数決で決定される金融政策にとって重要な意味を持ちます。

一方、日本銀行では2026年3月に野口審議委員、6月に中川審議委員が任期満了になります。高市政権から任命される新たな審議委員が、リフレ派に近いのか否か、政権の現在の金融政策や金融市場に対する見解をはかる試金石となるでしょう。

## マクロ経済見通し：2026年後半に緩やかな成長に回帰

米国トランプ政権による関税引き上げの米国経済への影響は今のところ限定的となっています。当面、緩やかに関税の価格転嫁が進み、実質的な所得環境の悪化が消費を下押しするとみられます。ただし、（1）通商政策の不確実性がピークを越えたとみられる中、（2）大きく美しい一つの法案（OBBBA）による景気押し上げ効果や（3）FRBによる利下げ効果が発現していく、米国経済は緩やかな成長に回帰していくでしょう。

ユーロ圏、日本はともに当面は関税の悪影響が残るものの、その影響が減衰していくに従って、景気回復軌道に戻ると予想しています。ドイツの財政拡張、日本の物価高対策等も景気を支えると考えています。

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11月、月次)



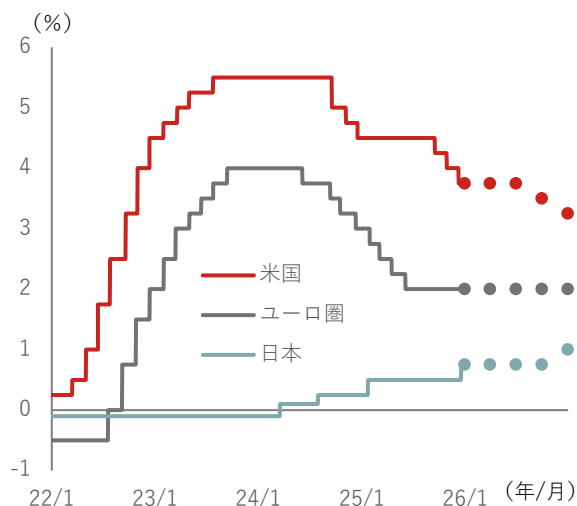
(注) ISM：米サプライマネジメント協会  
(出所) “Measuring Economic Policy Uncertainty” by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com)、CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 金融政策見通し：米国は年央以降に利下げへ

FRBのパウエル議長は、3会合連続で利下げを決定した2025年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後、「政策金利は推定される中立金利のレンジ内にあり、今後の景気動向を見極めていく体制は整っている」と述べ、利下げペースの鈍化を示唆しました。新体制での早期利下げが意識される下、労働市場の悪化が止まれば現体制で利下げを急ぐ必要はないと考えられます。新体制でデシインフレを確認して2026年半ば以降2回の利下げを決定すると予想しています。

欧州中央銀行（ECB）は財政拡張効果を様子見る局面に入ったと見ています。2025年12月に追加利上げを決定した日本銀行は、2026年後半に再度利上げをし、2026年末の政策金利は1%に到達すると見込んでいます。

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12月19日、日次)



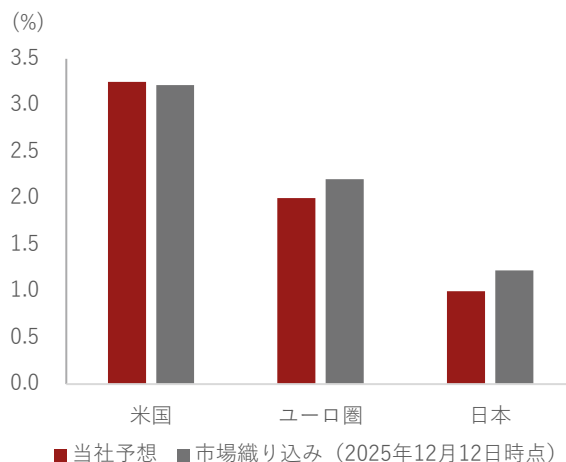
(注) 2025年12月以降のドットは各四半期末時点の当社予想を示す。  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 金利見通し：長期金利は年前半に低下し、後半に上昇に転じる

金融政策の方向性は、米国、欧州、日本で異なりますが、政策金利はいずれも2026年末に中立に近づく見込みです。こうした見方は、概ね市場の織り込みと一致しています。見通し通りとなれば、長期金利の水準は大きく変化しないものの、短期的には景況感や需給が変動要因となるでしょう。

米国では、雇用の悪化が意識される中、年初から年央にかけて長期金利が低下しやすいでしょう。しかし、景気の底打ちが確認され、FRBの利下げ終了が意識されると、年末にかけて長期金利は上昇に転じると見ています。欧州も米国に連動した動きを想定します。日本は、日銀の利上げやバランスシート縮小に沿って、緩やかに長期金利の水準を切り上げていくと予想します。

2026年末の政策金利水準



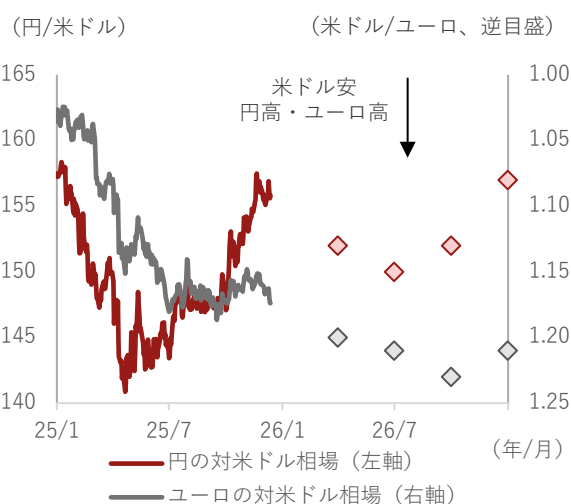
(注) 市場織り込みは、オーバーナイト・インデックス・スワップ (OIS) 市場の1年先1か月金利。米国の政策金利はFF金利誘導目標上限に換算して表示している。  
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 為替見通し：米ドル安基調の中でも、円高にはなりにくい

ユーロの対米ドル相場は、増価基調で推移すると予想します。米欧の金利差縮小やグローバル景気の回復期待が、ユーロの主な上昇要因になると考えます。2026年末にかけては、FRBの利下げ終了が意識されることで、やや米ドル高の動きを見込みます。

円高の動きは限られるでしょう。日米金利差の縮小という観点では、円高圧力がかかると想定されます。しかし、対外証券投資や対外直接投資など、需給要因は円安圧力をもたらしやすいと考えられます。円の対米ドル相場は、前半に円高となった後は円安に転じ、年間では概ね横ばいになると予想します。

円、ユーロの対米ドル相場  
(実績値は2025年1月1日～2025年12月12日、日次)



(注) 図中のマーカーは当社予想を示す。

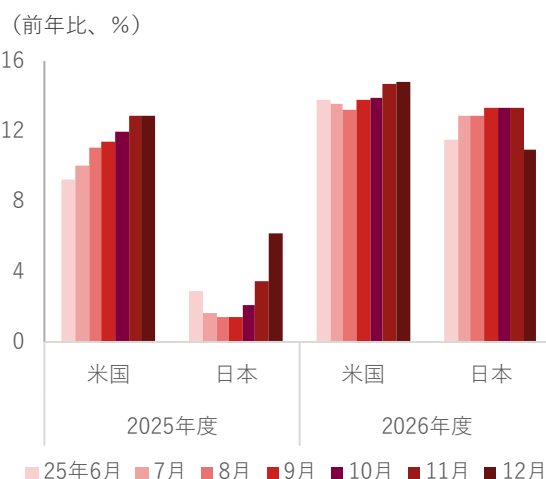
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 株価見通し：高い利益成長が株価を牽引する

米国企業の利益は、2026年も15%程度の高い成長率が予想されています。株価収益率（PER）は過去対比で高水準にとどまるものの、高い利益成長が達成されれば、過熱感はやや和らぐでしょう。市場では、人工知能（AI）関連企業の巨額投資が将来に十分な収益を生むかという懸念もあります。こうした懸念は残りながらも、AI企業の業績への失望は、2026年中は起こりにくいと考えます。

日本企業の業績見通しも、2025年度を中心に上方修正されています。2026年度も10%超の成長が続く中、米国株に沿って上昇基調が続くと思われます。円高になりにくいとの当社予想通りとなれば、為替も株価の支えになるでしょう。

日米の増益率見通し



(注) 凡例時点の税引き利益予想を示す。米国は暦年、日本は年度。

2025年12月は、12月17日時点のデータ。

米国はS&P500、日本は東証株価指数（TOPIX）

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

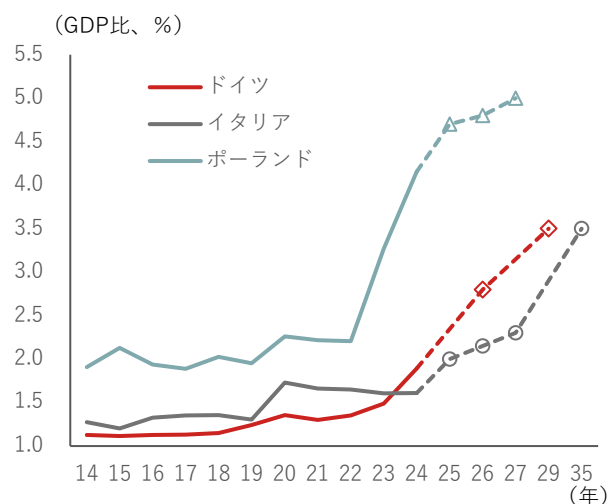


## アップサイドシナリオ：財政による景気押し上げ

米国ではOBBBAによる景気押し上げ効果が発現するとともに、2026年秋の中間選挙を見据えた追加的な景気支援策が採用される可能性もあります。一方、欧州では防衛費の拡大が進むと見られます。北大西洋条約機構（NATO）は、2035年までに国防関連支出を国内総生産（GDP）比5%（うち国防費3.5%、関連支出1.5%）へ引き上げる目標を新たに設定しました。一部の国は今後の国防費拡大の計画を示しています。また、日本でも防衛費のGDP比2%目標達成を前倒しで実現し、さらなる拡大の可能性もあります。

こうした動きが同時に起きることで、予想以上の経済押し上げ効果をもたらすというアップサイドリスクが考えられます。

欧州の国防費の見通し  
（実績値は2014年～2024年、年次）



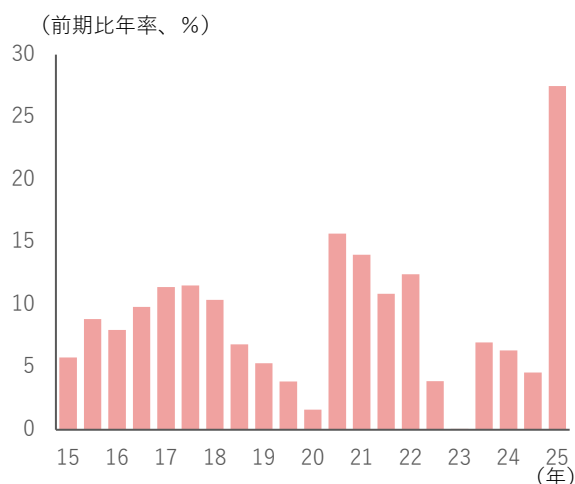
（注）2025年以降は推計値や各国の計画値を表示。  
（出所）経済協力開発機構（OECD）のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## ダウンサイドシナリオ：リスク資産価格の調整による逆資産効果

世界的にAIの成長期待が高まる中で、2025年前半の米国において、情報処理機器及びソフトウェア投資が経済成長に寄与しました。AI関連銘柄は株価の上昇を牽引し、資産効果を通じて個人消費の拡大にもつながったとみられます。

AIはバブルか否か、様々な見方があります。仮に投資に対する収益性に懐疑的な見方が広がる場合、投資の縮小とともに株価の調整が生じるリスクもあります。そして、逆資産効果を通じて、消費を下押しするといった、ダウンサイドシナリオが考えられます。

米国の情報処理機器及びソフトウェア投資  
（2015年上半期～2025年上半期、半期）



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

# 債券・為替

FRBの利下げ継続により債券利回りの低下を想定



シニア・ポートフォリオマネージャー  
加藤 航

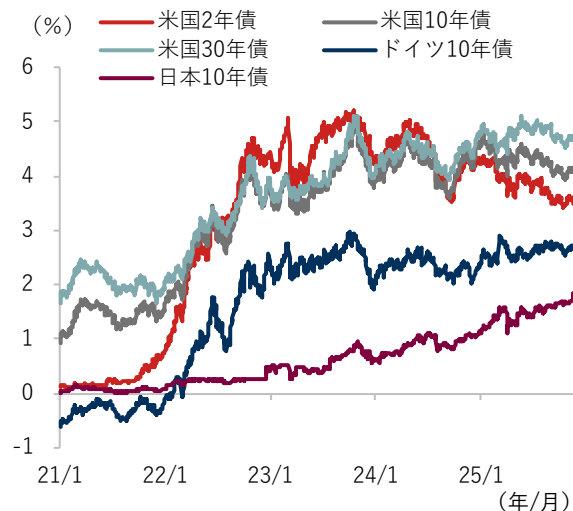


シニア・インベストメント・オフィサー  
前田 有司

## 債券利回りは国や地域ごとに異なる動き

2025年後半に、主要国の債券利回りは地域や年限ごとに異なる動きを示しました。米国10年国債利回りはFRB（米連邦準備制度理事会）の利下げを背景にやや低下（価格は上昇）した一方で、ドイツではECB（欧州中央銀行）の将来の利上げ転換すら意識されながら上昇（価格は下落）基調で推移しました。特に日本では日銀の利上げや財政支出の拡大を背景に大きめに上昇し、10年国債利回りは26年ぶりとなる水準に達しました。年限別で見ると、グローバルにイールドカーブ（利回り曲線）はスティープ化（長短金利格差の拡大）しており、主要国の財政の悪化がより長い年限の債券利回りに上昇圧力をかける展開となりました。

各国国債利回りの推移  
(2021年1月4日～2025年12月19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の利下げ継続を見込む

FRBは、12月に3会合連続となる利下げを決定しました。12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）後の記者会見で、パウエル議長は関税によるインフレへの影響は一時的であること、労働市場の下方リスクに言及し、次の一手が利上げとなる可能性は低いと述べました。FOMCの政策金利見通しの中央値では、引き続き将来の利下げが想定されています。

対照的に一部の中央銀行は、追加利下げに慎重な姿勢を示しています。ECBは4会合連続で政策金利を据え置いており、一部のタカ派な高官は次の金利の動きが利上げになりうると述べています。オーストラリア準備銀行は、ブロック総裁が会合後の記者会見で利上げが必要となりそうな状況について議論したと述べたことから、市場では2026年内の利上げが見込まれています。

カナダ、スウェーデン、ニュージーランドの中央銀行についても、市場では2026年内の利上げ開始を見込む向きがあります。

私共は、一部の中央銀行については追加利下げのハードルは高いものの、FRBやBOE（イングランド銀行）などは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。FRBについては現在の政策金利は依然として、中立金利のレンジの中でも上限付近にあると考えられることから、雇用の伸びが冴えない状況において利下げにより労働市場をサポートする姿勢を示す可能性が高いと考えています。他の中央銀行についても、関税の悪影響について不透明感が残存する中で早期の利上げに踏み切ることができる中央銀行は限られると見ています。



## 米国経済は減速に向かう

足元の米国景気は、消費を中心に依然として底堅く推移しています。その背景として、K字型経済と称されるように、株高を通じた資産効果により存在感を増す富裕層の消費意欲が個人消費を下支えしていると考えています。一方で、いくつかの指標は労働市場の緩やかな減速を示しています。たとえば、27週間以上失業状態にある長期失業者の比率は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、労働市場の緩やかな冷え込みは、徐々に中低所得者層の消費に対して悪影響を与え、経済全体で見た際には景気の下押し圧力となる可能性がありますと見ています。



## FRBの利下げ継続を背景に米国の債券利回りは低下へ

FRBが、労働市場の減速を背景に利下げを継続することで、米国の債券利回りは当面は低下しやすいと見ています。関税によるインフレの押し上げ効果が限定的にとどまる中では、月間の雇用の伸びがマイナスとなるなど一段の雇用の下振れがあった場合には債券利回りは大きく低下することも想定されます。

ただし、FRBの利下げが徐々に景気を浮揚させることで、年後半には債券利回りに上昇圧力がかかりやすくなる可能性があります。

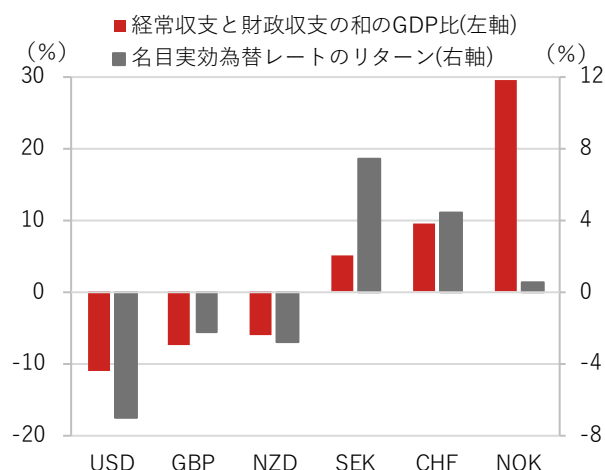
また、これまでのグローバルな金融緩和と財政

支出の拡大が景気を押し上げることで、インフレを再加速させるリスクには留意する必要があります。グローバルにインフレが比較的高い水準にとどまる環境において、米国含め主要国の政府は中低所得者層の支援のために財政支出を拡大する姿勢を示しています。過去には、金融緩和及び財政緩和の後には、インフレが加速しやすい傾向がありました。関税によるインフレ上昇圧力は一時的と考える一方で、財政拡張によるインフレ高進のリスクは長い目で見て無視することはできないと考えています。

## 為替相場では経常収支と財政収支が意識された可能性

2025年の為替市場は、財政収支や経常収支が為替のリターンを決定づける主要な要因の一つとなりました。右のグラフにあるように、米ドルや英ポンドのように経常収支や財政収支の赤字幅が大きい通貨ほど、リターンが低迷する結果となり、米ドルは軟調に推移しました。各国政府が財政支出を大きく拡大するスタンスを示し、財政への懸念が高まったことが、この背景にあると考えられます。加えて、不透明な関税政策をきっかけに米国の政策への不信感が広がり、米ドルの代替となりうる通貨を求める過程で経常収支黒字の通貨が選好された可能性も考えられます。

G10通貨内の財政収支と経常収支の合計が赤字上位3通貨と黒字上位3通貨、及び当該通貨のパフォーマンス  
(リターンは2024年12月31日から2025年12月19日まで、  
財政収支・経常収支対GDP比率は2024年12月時点)



(注) 名目実効為替レートはBIS (国際決済銀行) 発表のレートを使用。  
(出所) Bloomberg のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 米ドルは引き続き下落しやすい

2026年についても、引き続き基調として米ドルが下落しやすいと考えています。政策金利を据え置く中央銀行が多い一方でFRBが利下げを継続することや、米国の大規模な双子の赤字が、2025年と同様に基調的な米ドルの下落圧力となると想定します。

加えて、FRBの独立性への懸念が高まっていることも、米ドルの重しとなると見ています。トランプ政権はFRBの政策や人事に介入を強めています。2025年4月の米国による相互関税の導入以降、米ドルの信認に対して懸念が高まる局面がありましたが、中央銀行の政策及び人事への露骨な介入が最終的には米ドルの信認を弱めることで米ドル安につながると想定しています。

米ドル/円及びユーロ/米ドルの推移  
(2021年1月4日～2025年12月19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

# 日本株式市場



日本株アクティブCIO  
原田 信太郎

2026年の市場動向：日経平均株価5万円の持続性は？

## 2025年の日本株市場

2025年の株式市場はマクロ、ミクロは堅調ながらもトランプ政権による米国の貿易政策リスクが重石となり、年初から日経平均株価は30,000円台後半の推移となり、4月の関税政策発表で一時31,000円台まで急落しました。その後は関税政策の緩和が継続、一旦下を見に行った企業業績も回復基調となり、また日本の政局の変化も好感される形で日経平均株価は50,000円を超える大きな上昇となりました。右図は2000年以降の年間騰落率と高値・安値の比率です。高値/安値が50%以上で年間騰落率がプラスの年を橙色で網掛けしていますが、2025年の特徴としては年間上昇率の高さもさることながら、ボラティリティの大きさがより目立っています。

日経平均株価の推移（2000年～2025年）

年	始値	高値	安値	終値	年間騰落率	高値/安値
2025	39,307	52,411	31,137	50,168	25.8%	68.3%
2024	33,288	42,224	31,458	39,895	19.2%	34.2%
2023	25,717	33,753	25,717	33,464	28.2%	31.2%
2022	29,302	29,332	24,718	26,095	-9.4%	18.7%
2021	27,258	30,670	27,013	28,792	4.9%	13.5%
2020	23,205	27,568	16,553	27,444	16.0%	66.5%
2019	19,562	24,066	19,562	23,657	18.2%	23.0%
2018	23,506	24,271	19,156	20,015	-12.1%	26.7%
2017	19,594	22,939	18,336	22,765	19.1%	25.1%
2016	18,451	19,495	14,952	19,114	0.4%	30.4%
2015	17,409	20,868	16,796	19,034	9.1%	24.2%
2014	15,909	17,936	13,910	17,451	7.1%	28.9%
2013	10,688	16,291	10,487	16,291	56.7%	55.3%
2012	8,560	10,395	8,296	10,395	22.9%	25.3%
2011	10,398	10,858	8,160	8,455	-17.3%	33.1%
2010	10,655	11,339	8,824	10,229	-3.0%	28.5%
2009	9,043	10,640	7,055	10,546	19.0%	50.8%
2008	14,691	14,691	7,163	8,860	-42.1%	105.1%
2007	17,354	18,262	14,838	15,308	-11.1%	23.1%
2006	16,362	17,563	14,219	17,226	6.9%	23.5%
2005	11,518	16,344	10,825	16,111	40.2%	51.0%
2004	10,825	12,164	10,365	11,489	7.6%	17.4%
2003	8,713	11,162	7,608	10,677	24.5%	46.7%
2002	10,871	11,980	8,303	8,579	-18.6%	44.3%
2001	13,691	14,529	9,504	10,543	-23.5%	52.9%
2000	19,003	20,833	13,423	13,786	-27.2%	55.2%

2025年は12月15日時点、高値・安値は日次終値ベース。  
（出所）Quickデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 2025年度上期の業績動向

下図は野村証券による2025年度上期業績の集計データになります。第1四半期の全産業（除く金融・公益・SBG（ソフトバンクグループ））経常利益は関税影響と前年為替水準の要因から橙網掛けの通り16%減益でしたが、第2四半期ではそれらの要因が一巡し22%増益、上期としては前年比ほぼ横ばいという結果になっています

す。また第1四半期に引き続き第2四半期も想定比では堅調な決算となっており、上期コンセンサス予想は上振れ、通期会社計画も上方修正が優勢です。セクターでは建設業、銀行業、非鉄金属など、内需やAI関連業種において上方修正が目立っています。

2025年度上期業績動向

	FY25 1Q			FY25 2Q			FY25 上期			上期経常利益vs コンセンサス		FY25通期会社予想			通期会社予想 経常利益の修正		FY25上期vs通期 会社予想達成率
	売上 YoY:%	経常利益 YoY:%	純利益 YoY:%	売上 YoY:%	経常利益 YoY:%	純利益 YoY:%	売上 YoY:%	経常利益 YoY:%	純利益 YoY:%	上振れ 社数	下振れ 社数	売上 YoY:%	経常利益 YoY:%	純利益 YoY:%	上方修正 社数	下方修正 社数	
全産業	0.4	-9.8	-13.9	2.5	52.0	58.4	1.5	16.9	17.3	804	427	0.6	-0.4	-0.8	352	151	57.4
全産業（除く金融・公益・SBG）	0.5	-16.1	-16.8	2.7	21.7	25.7	1.6	0.5	1.3	695	406	0.3	-5.7	-6.0	295	148	51.6
製造業	-0.6	-22.9	-24.6	2.2	33.4	38.8	0.8	0.2	0.4	414	216	-0.3	-8.2	-7.2	196	103	50.8
非製造業	1.9	2.7	-3.2	2.8	67.0	73.3	2.3	31.7	32.3	390	211	1.8	6.8	5.0	156	48	62.8
非製造業（除く金融・公益・SBG）	2.1	-2.0	0.4	3.5	56.2	66.4	2.8	22.2	26.9	281	190	2.4	-1.8	-4.2	99	45	55.2

（出所）野村証券データを基に野村アセットマネジメント作成

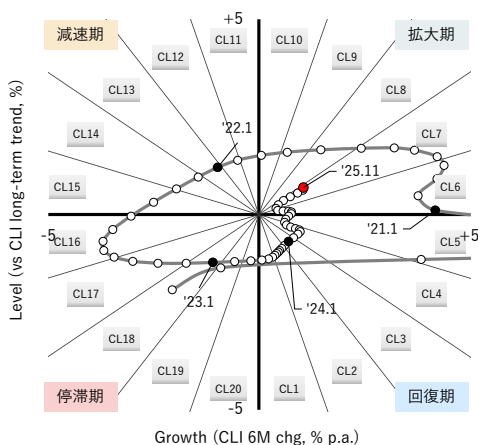
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投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



## 景気動向とセクターローテーション

左図はOECD景気先行指数から分析したG7の景気の位置で右上にある現在は拡大期にあたります。ただし過去分析によると現在の位置は半年後には減速期に入る可能性が相応に高くなりま

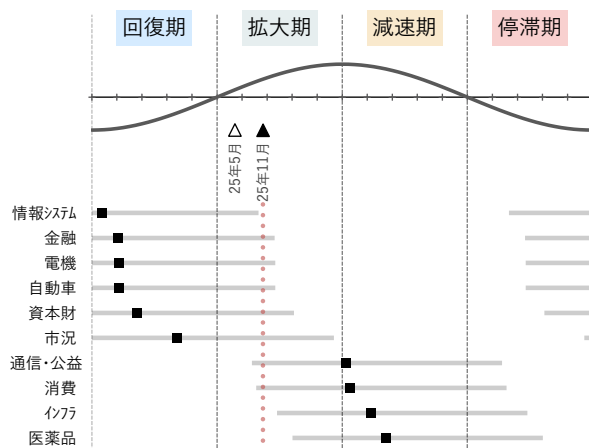
グローバル景気循環（G7先行指数）  
（2025年11月）



（注）4局面（OECDに準拠）、20局面（当社設定、角度で20等分）により設定。  
（出所）OECD（経済協力開発機構）、LSEG Datastream を基に野村アセットマネジメント作成

す。セクターとしては右図のように、今後は通信・公益、消費、インフラ、医薬品等のディフェンシブセクターが有利な局面となります。

景気循環とセクターローテーション（翌6ヵ月）

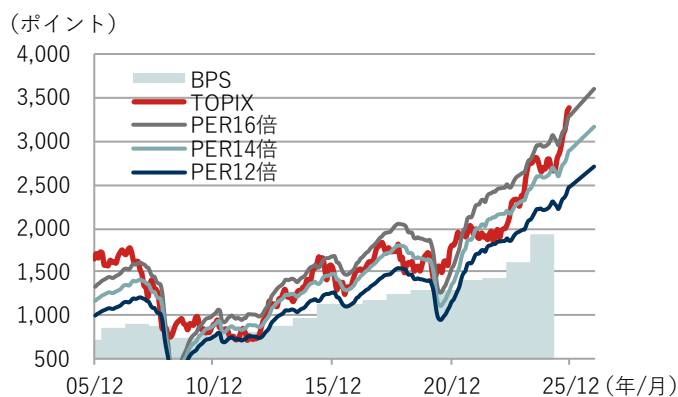


（注）各セクターについて、市場平均の投資収益率を上回る傾向のある局面を網がけで表記。過去15年間の傾向。■は特に有利な局面。  
（出所）LSEG Datastream および社内データベースを基に野村アセットマネジメント作成

## 日本株市場の足下バリュエーション

右グラフの通り、リーマンショック以降、東証株価指数（TOPIX）のPER（株価収益率）は12倍から16倍のレンジとなっていますが、足下の株価上昇で16倍を超えてきています。PBRも1.6倍程度まで上昇してきており、PER、PBRとも過去比較では割安感はあるとは言えず、今年度スピード違反的な上昇を遂げてきた日本株市場は一旦踊り場にあると言えるでしょう。ただしグローバルの株式市場は全体的に上昇してきており、世界主要指数比較ではまだ割安と判断し日本株に注目する海外投資家も多いようです。

TOPIXとPERバンド、BPS（1株当たり純資産）の推移  
（BPS：2005年度～2024年度、年次 その他：2005年12月末～2026年12月末、月次（TOPIXは2025年11月末まで））



※2025年12月末以降のPERの予想部分は、12ヵ月先予想EPS（2025年12月1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と野村證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。

## 市場見通しとコーポレートガバナンスコード改定

右上図はNT倍率の推移になりますが、過去から見ると11倍から16倍レンジで平均値は13倍程度、直近の16倍はかなりAI関連値がさ銘柄が買われた影響によるものと思われ、前述の内容と合わせ市場は短期的にはそれなりに買われ、次の展開への移行期とも見て取れます。

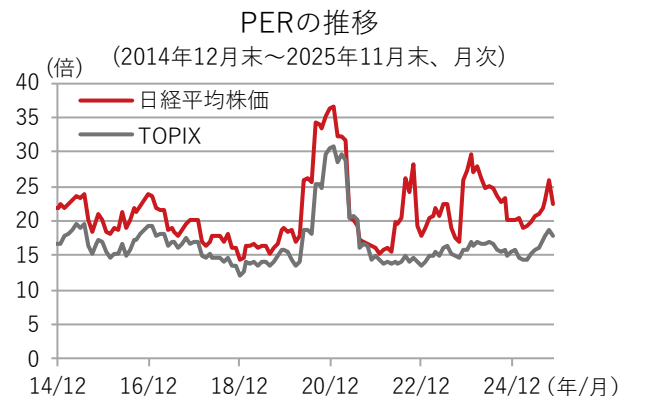
ただし10月までのAI関連一極集中相場から第2四半期決算以降物色動向が広がってきたこと、来期業績は現状為替動向を勘案すると再度1桁後半の利益成長に回帰する可能性が高いことを考えると、バリュエーション低下がすぐに起こる可能性は低いと考えます。また右中図の通り日本株のPERは説明不可能なほど割高ではなく、ディフェンシブへのローテーションにもやや時間を要するかもしれず、ディフェンシブvsシクリカル、モメンタムvsクオリティの方向性が出ていく展開が予想されます。スタイルに関係なく、利益の短期的な確度に加え中期的な方向性の説得力が高い銘柄が評価される局面と考え、来年は利益成長並みの株価上昇を想定します。

右下図は低PBR銘柄群とキャッシュリッチ銘柄群の株価推移です。先般コーポレートガバナンスコードの改定議論の中で、保有現預金についての説明を求める話が出てきました。東証改革当初は赤線の低PBR銘柄が買われましたがそのモメンタムは次第に鈍化しています。一方で灰線のキャッシュリッチ企業は長らく物色の圏外でしたが、近い将来何らかの対応をしてくる可能性が高まっており、これらの銘柄群にも投資機会が訪れる可能性も出てくるかもしれません。

※TOPIX500銘柄のうち、各月PBR（株価純資産倍率）および現金・総資産比率をそれぞれを5分位に分け、「低PBR銘柄群」は最も割安のグループと最も割高のグループそれぞれの平均株価上昇率の格差、「キャッシュリッチ銘柄群」は現金・預金比率の最も高いグループと最も低いグループそれぞれの平均株価上昇率の格差を比率で示したものの。



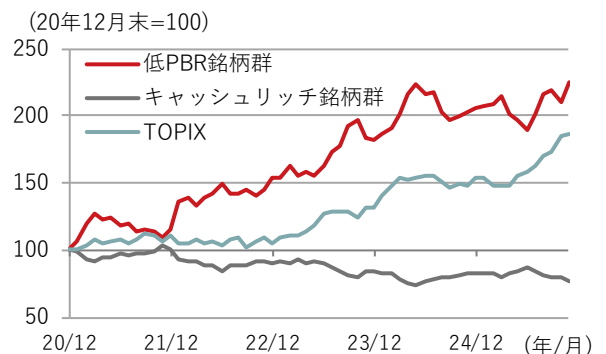
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成



(注) 各指数の構成銘柄の直近12ヵ月利益額を基にBloombergが算出したもの。

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

### 低PBR銘柄群とキャッシュリッチ銘柄群※の株価推移 (2020年12月末～2025年11月末、月次)



(出所) ファクトセット、LSEG Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

# 外国株式市場

トランプ政策の悪影響が緩和されることで引き続き堅調な展開を予想する。市場のテーマとなるAI関連投資はその収益性が維持されるかに注目



執行役員・CIO  
中山 貴裕



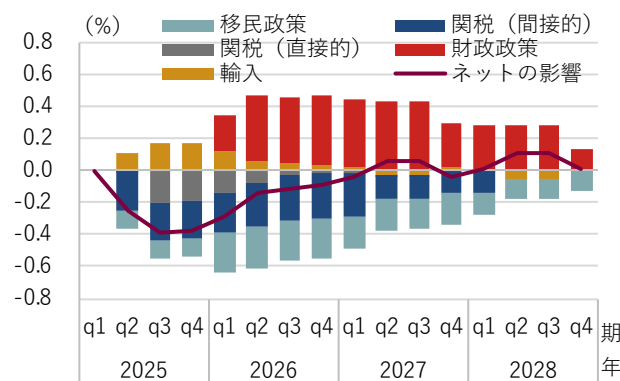
チーフ・ポートフォリオ  
マネージャー  
浦山 大輔

## 2026年の米国は景気と企業業績が加速する局面か

2025年の米国はトランプ政権の移民政策や関税政策の悪影響が経済の下押し要因となりましたが、2026年はトランプ政権の減税政策の効果が現れることで、その下押し圧力が緩和され、緩やかに景気が加速するものと見ています。昨年夏以降、懸念材料となっている雇用市場の減速については、移民政策の影響か、企業の雇用マインドの低下か、AIによる効率化の影響か評価が分かれています。足元では、FRBは予防的な利下げを進めており、通商協議が進んだことで関税政策の不確実性が後退しています。企業の雇用マインド改善に伴い、2026年の雇用市場は回復に向かうことが期待されています。トランプ米大統領が提案する2,000米ドルの給付案（いわゆる関税配当）については、その実現可

能性は不透明なままですが、もし実現に向かえば、家計の消費を支える重要な政策となり、景気のさらなる押し上げ要因になるものと考えています。

トランプ政策のGDP成長率（前期比年率）への影響  
（政策変更なしのシナリオからの乖離幅）  
（2025年第1四半期～2028年第4四半期）



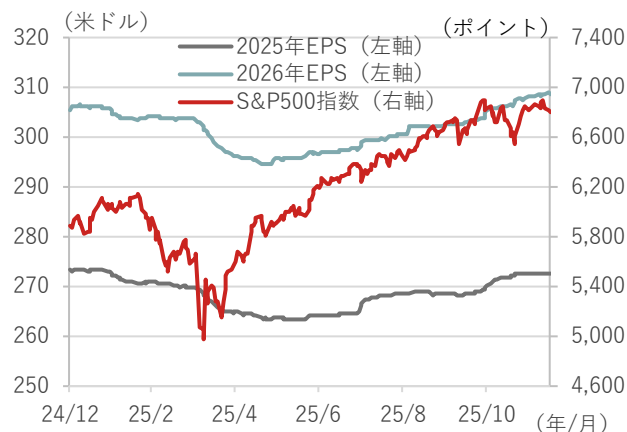
（出所）野村アセットマネジメント予想

## 米国の企業業績は減速から回復、さらなる成長へ

2025年の企業業績見通しは相互関税が発表されて以降、下方修正が続きましたが、その後の関税実施の延期、通商合意、企業の在庫調整や流通網の最適化などにより当初の懸念ほどの影響は出ませんでした。関税政策の不透明感が後退した夏場以降、業績見通しは回復の傾向を示しており、2025年のS&P500指数の業績は10%の利益成長を達成できそうな状況となっています。2026年はそうした悪材料が払しょくされ、大型成長株の成長が全体の業績を牽引する形ではあるものの、13%の利益成長が見込まれています。2026年の業績をベースに足元の株価を見てみると、PERは過去のレンジの範囲内となっているため過熱感は見られず、企業業績の拡大に沿っ

た株価展開になるものと見ています。

S&P500指数のEPS（1株当たり利益）予想と株価推移  
（2024年12月31日～2025年12月16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

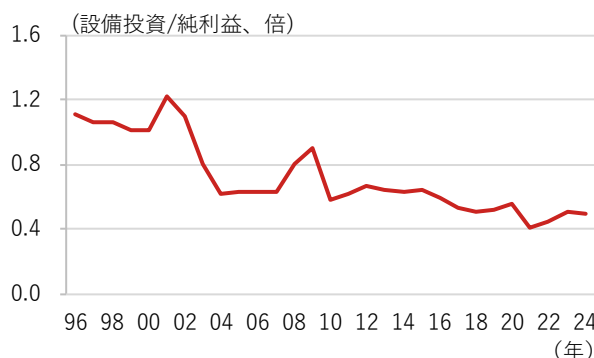


## AI投資ブームの持続性

AIに対する巨額の投資が続いており、その持続性が市場の関心となっています。ITバブル期と状況を比較すると、AI投資を行なっているのがハイパースケーラーを中心とする大企業であり、すそ野が広がっているわけではないので、トップダウンで見た過熱感はありません。投資の中心となっているハイパースケーラーについても業績拡大とともに設備投資を増やしている状況であり、潤沢な手元資金を保有していること

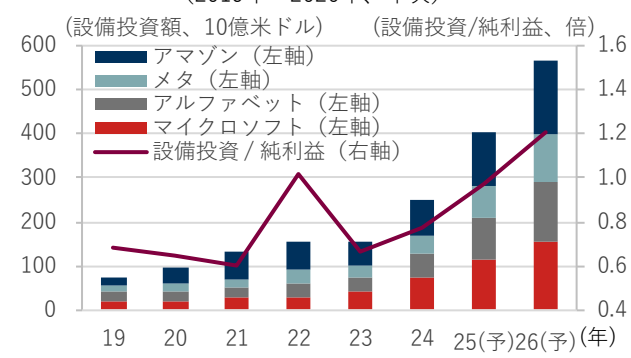
もあって、依然として持続可能な状況に見えます。ただし、懸念されている収益性の低下については、利用者の集中度が高く相対での交渉となることもあり、これまでのクラウド事業と比較すると低下する可能性はあると考えられます。それでも、すぐに投資が止まってしまうというよりは、足元でAI専用のカスタム半導体が注目されているように、より投資効率を高める方法を模索しながら大規模な投資が継続していくのではないかと考えています。

S&P500指数採用銘柄の設備投資/純利益比率推移  
(1996年～2024年、年次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ハイパースケーラーの設備投資額と  
設備投資/純利益比率推移  
(2019年～2026年、年次)



(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 主役が交代する可能性も

足元ではアルファベットが開発した大規模言語モデル「Gemini3」とその開発に利用されたAI専用のカスタム半導体が市場の注目を集めています。Gemini3の性能が高く評価されユーザー数が増加していることに加え、競合他社が同社のAI半導体の導入を進める方針を示すなど、これまでOpenAIとNvidiaが関心の中心であったところから変化が出始めました。これに対してOpenAIは社内で非常事態宣言を出して言語モ

デルの改良を進めているとの報道もあり、AI業界の競争の激しさと進化の速さが意識されます。AI開発競争の勝者が変わるかもしれないということが意識されると注目される半導体や関連機器、パートナーシップや長期契約のあり方まで大きな変化が予想されます。また、それにより株式市場の注目が変化したり物色のすそ野が広がるような展開も予想され、業界の動向に注目していききたいところです。

※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、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

当資料は、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。

## 新興国株式：リスクは残るも中期的なアップサイドに期待

MSCI 新興国株式指数（米ドルベース）は年初来プラス圏で推移しましたが、各国の収益率には大きな差があります。堅調な米国のIT投資の恩恵を享受し、また政府による株主価値向上策が評価された韓国、実質賃金の高い伸びから家計消費への好循環が期待された一部東欧諸国、クレジットリスクが低下したギリシャなどが大きく上昇しました。一方で原油価格の下落が嫌気されたサウジアラビア、汚職疑惑などを背景に政治不安が懸念されたフィリピンなどは劣後しました。

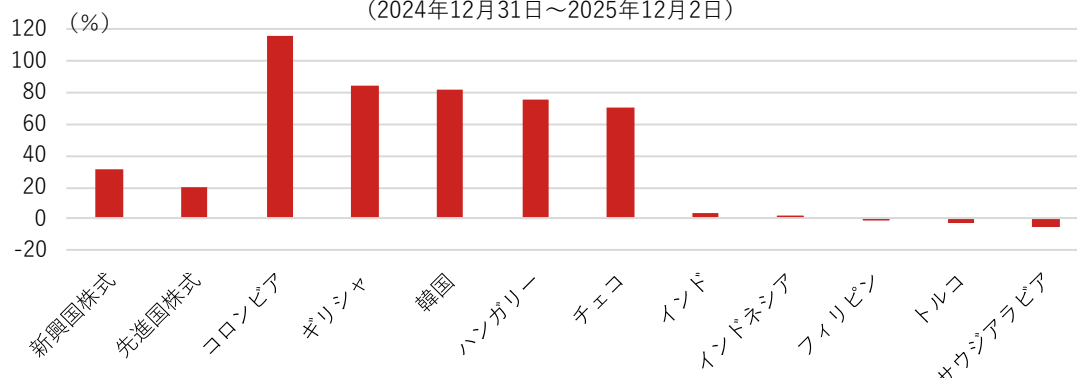
2026年の新興国株については、バリュエーション（投資価値評価）面では、過去対比での割安感は一薄れておりますが、先進国株対比での割安感はまだ残されていると考えております。また米国の金融緩和が続き、米金利がさらに低下するような環境が続けば新興国通貨ならびに新興国株は下支えされうるとも考えます。

一方でダウンサイドリスクとしては、米中対立が再び激化するなどにより中国のバリュエーションが切り下がること、世界的なインフレ圧力が再び高まること、新興国の政治リスク、な

どが挙げられます。

そのような中、国としては韓国、インド、インドネシアなどに注目しております。また中国のIT株や高配当株についても注目しております。韓国については、引き続き米国のIT投資の恩恵の享受が期待されることに加え、政府による追加的な株主価値向上策が議論されており、バリュエーションの押し上げが期待されます。インド、インドネシアについては、短期的にはインフレが低水準にある中でさらなる金融緩和/景気刺激余地があること、中期的には人口動態の魅力が高いことに注目しております。これらの国ではいわゆる人口ボーナスのステージが今後も続くことが予想されており、若年人口が労働力となることで経済成長を牽引することが期待されます。また中国については、マクロ経済は低迷が続いておりますが、国策としてAIを発展させようとしており、一部IT株はその恩恵を享受することが期待されます。また中国政府は2024年以降、企業に対して株主還元を促す取り組みを徐々に始めており、高配当株も注目されます。

株式市場の年初来収益率（米ドルベース:配当込み指数）  
（2024年12月31日～2025年12月2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。

# J-REIT市場

インフレ定着により賃料上昇は加速



チーフ・ポートフォリオ  
マネージャー  
延原 知行

## 賃料上昇の加速によりJ-REIT市場は堅調推移

日銀の金融政策変更やインフレ定着により国内長期金利は上昇しています。金利上昇はREITの借入コスト増加につながりますが、オフィスを中心とした全般的な賃貸市況の改善に加え、REITなどの不動産所有者は金利を含めたインフレに伴うコスト増を積極的に賃料へ転嫁しています。建築コストや人件費の上昇により賃貸用不動産の開発コストも上昇しているため、今後計画されている新築オフィスビルはより高い賃料でのテナント誘致を行う必要があり、賃料には上昇圧力となります。このような様々な背景から賃料上昇は加速しており、J-REIT市場は堅調に推移しています。

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11月末、月次)

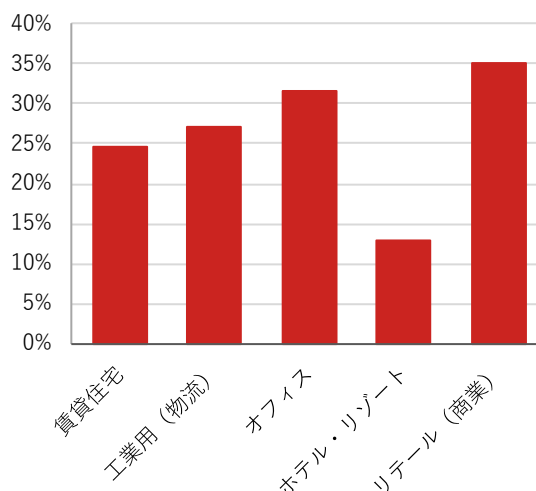


(出所) Quickのデータを基に野村アセットマネジメント作成

## 賃料上昇が顕著なセクターのリターンが特に好調

2025年初来のセクター別リターンは全てのセクターがプラスとなっていますが、特にオフィスやリテール（商業）が好調です。オフィス市況は、人手不足が強まる中で新卒採用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、大きく改善しています。リテール（商業）は、都心部商業施設の賃貸市況改善やインフレに伴う売上歩合賃料の増加など、事業環境は良好です。工業用（物流）や賃貸住宅は、リターンの水準はやや劣後していますが、物流施設は新築物件の供給鈍化が視野に入りつつあり、今後物流市況へのプラス効果が期待できることや、賃貸住宅は賃料上昇が加速しておりファンダメンタルズは良好です。

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11月28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、会社としての統一の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。



## NAV倍率は底入れから上昇へ

低迷が続いてきたJ-REIT市場は2025年に入り回復へ転じ、NAV倍率も底入れから上昇基調で推移しています。昨年は金利上昇によるマイナスの側面が注目されましたが、今年に入りコスト増を上回る賃料上昇が実現しつつあることや、不動産価格が安定推移していることがNAV倍率上昇の背景です。NAV倍率は上昇に転じたとは言え依然として1倍を割り込んでおり、本格的なインフレ局面を迎える中で不動産はインフレヘッジの有効な手段としても期待されることから、依然として回復余地は残ると考えられます。

※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11月末、月次)

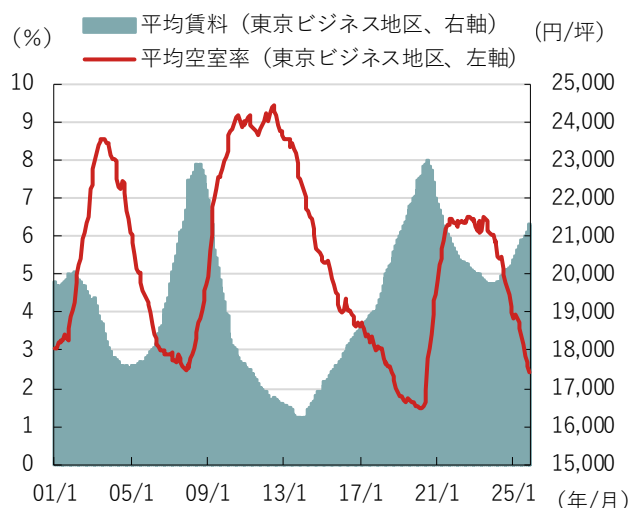


(注) J-REIT全銘柄のNAV倍率（投資口価格÷1口当たりNAV）の時価総額加重平均値  
(出所) 不動産証券化協会のデータを基に野村アセットマネジメント作成

## オフィス市況はコロナ禍前への回復も視野に

人手不足の解消が多くの企業にとって課題となる中、人材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っています。また労働力不足や開発コスト上昇の影響から、竣工が遅延したり計画が白紙となるオフィスビルが増加しており、今後供給減少による需給バランス改善も期待できます。今後竣工する新築オフィスビルも順調にテナントが内定している模様で、オフィス市況は中期的にも好調維持が期待されます。このような背景からオフィス賃料は大きく上昇しており、市況改善が順調に進めばコロナ禍前への回復も視野に入る状況です。

オフィス市況  
(2001年1月～2025年11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

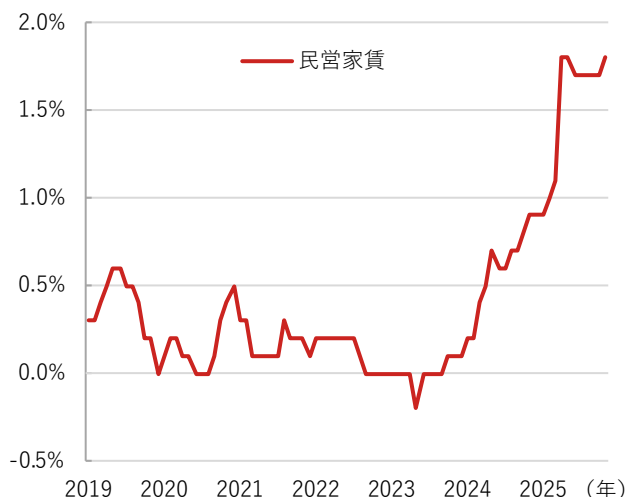
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

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、ご自身でご判断ください。

## 賃貸住宅の家賃も上昇が加速

賃貸住宅セクターは、都心部への人口流入や、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。オフィスビル等と同様に、インフレ定着により賃貸住宅の管理コストにも上昇圧力がかかっているため、不動産所有者は従来よりも積極的に家賃引上げを進めると見られます。一方で賃金上昇など所得環境の改善も続いていることから、入居者の負担力も改善しており、今後も持続的な家賃の上昇が期待されます。

消費者物価指数（東京都区部/品目別）  
（2019年1月～2025年11月、月次、前年同月比）

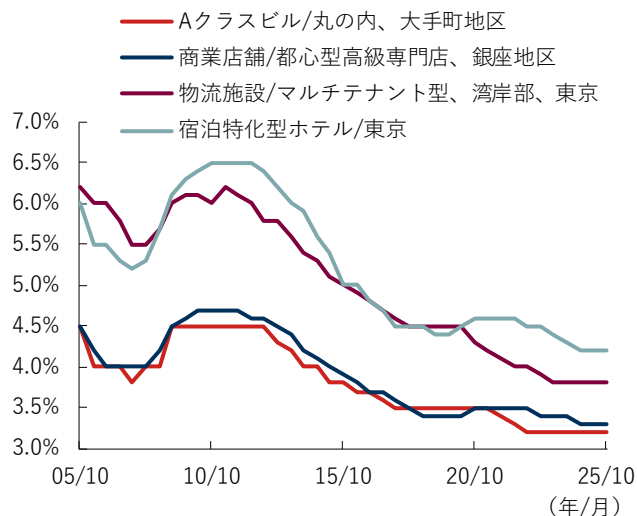


（出所）総務省統計局（<https://www.e-stat.go.jp/>）のデータを基に  
野村アセットマネジメント作成

## 不動産価格は安定的に推移

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上昇を通じて不動産価格の下落要因となりますが、直近でも期待利回りは安定的に推移しています。背景としては、一定の金利上昇を前提としても、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や、不動産賃貸市況が堅調に推移していることから、今後キャッシュフロー拡大が期待できることがあります。安定的な不動産価格はREITが保有する不動産の鑑定評価やNAVの安定性にもつながるため、J-REIT市場の下支え要因になると考えられます。

不動産期待利回りの推移  
（2005年10月～2025年10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
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.8	2.8	2.5	2.3	2.3	2.2	3.0	2.8	2.6	2.3
	先進国	*2	0.6	2.3	1.4	1.3	1.5	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5
	新興国	*1,*3	4.3	4.4	4.0	3.7	3.5	3.5	4.6	4.4	4.1	3.6
	米国		-0.6	3.8	2.5	1.2	1.9	1.7	2.9	2.8	1.9	1.9
	ユーロ圏		2.3	0.6	1.1	1.0	1.1	1.3	0.6	0.8	1.4	1.1
	日本		1.5	2.1	-2.3	1.7	0.9	1.1	0.7	-0.2	1.2	0.8
	中国	*1	5.4	5.2	4.8	4.5	3.9	4.3	5.4	5.0	4.9	4.2
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	4.2	3.1	2.7	2.5
	先進国	*2	2.7	2.4	2.7	2.7	2.5	2.7	4.6	2.7	2.6	2.5
	新興国	*3	3.0	2.9	2.5	2.5	2.7	2.7	3.6	3.6	2.7	2.6
	米国		2.7	2.5	2.9	2.9	2.9	3.3	4.1	3.0	2.7	3.0
	ユーロ圏		2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	1.7	5.4	2.4	2.1	1.8
	日本	*5	3.1	3.5	2.9	2.5	1.7	1.8	3.1	2.5	3.0	1.8
	中国		-0.1	0.0	-0.2	0.4	0.4	0.5	0.2	0.2	0.0	0.2
政策金利 (%)	米国	*6	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	5.50	4.50	3.75	3.25
	ユーロ圏	*6	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	4.00	3.00	2.00	2.00
	日本	*6	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	-0.10	0.25	0.75	1.00
	中国	*6	3.10	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.45	3.10	3.00	3.00
10年債利回り (期末値、%)	米国		4.21	4.23	4.15	4.17	4.00	3.80	3.88	4.57	4.17	4.00
	ドイツ		2.74	2.61	2.71	2.86	2.70	2.60	2.02	2.37	2.86	2.80
	日本		1.49	1.43	1.65	2.07	1.90	1.90	0.61	1.10	2.07	2.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		5,612	6,205	6,688	6,846	6,970	7,150	4,770	5,882	6,846	7,540
	ユーロ300		2,126	2,142	2,219	2,360	2,360	2,400	1,889	2,016	2,360	2,480
	TOPIX		2,659	2,853	3,138	3,409	3,410	3,510	2,366	2,785	3,409	3,730
	MSCI EM (\$)		1,101	1,223	1,346	1,404	1,390	1,410	1,024	1,075	1,404	1,460
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.08	1.17	1.18	1.17	1.20	1.21	1.10	1.04	1.17	1.21
	日本円/米ドル		149.5	144.4	147.7	156.7	152.0	150.0	141.0	157.2	156.7	157.0
	日本円/ユーロ		161.5	169.6	173.5	184.1	182.0	182.0	155.7	162.7	184.1	190.0
	人民元/米ドル		7.25	7.17	7.12	6.99	7.00	7.00	7.09	7.30	6.99	6.90

		2023	2024	2025	2026
		予測			
為替レート	インドネシア	83.2	85.6	89.9	90.0
(対米ドル、	インドネシア	15,397	16,095	16,675	16,800
期末値)	ブラジル	4.9	6.2	5.5	5.6
	メキシコ	16.9	20.8	18.0	18.5
	南アフリカ	18.3	18.9	16.6	17.0
	トルコ	29.5	35.4	43.0	50.0
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	4.75	4.25
	ブラジル	11.75	12.25	15.00	13.00
	メキシコ	11.25	10.00	7.00	6.50
	南アフリカ	8.25	7.75	6.75	6.50
	トルコ *6	42.50	48.13	38.00	25.00

(注) 見通しは2025年12月15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 World 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。

## 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

2026年1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た費用です。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。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