

インベストメント・アウトルック

Investment outlook

2019年 秋号

野村アセットマネジメント



野村アセットマネジメント

Investment Platform

野村アセットマネジメント

2019年3月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
5.0兆円 108名 - 日本 コア / バリュア / グロース / 小型 / インカム / テーマ / ESG - グローバル コア / マルチテーマ / バリュア / インカム / ESG 米国/グローバル/新興国(ACI*) - アジア 小型 / インカム / テーマ 単一国 / 地域特化 - REIT 国内 / アジア グローバル/米国 (ACI*) - ロング・ショート/ 集中投資/ カバードコール - コンセプト型運用/ソリューション * American Century Investments®	14.0兆円 76名 - 日本 総合 / 国債 / クレジット - グローバル 総合 / 国債 / クレジット/ ハイ・イールド(NCRAM*) - アジア ドル建 / 現地通貨建 - 新興国 高金利通貨運用 /ドル建 (NCRAM*)/ 現地通貨建 - アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型(NGA**) - コンセプト型運用/ソリューション - ESG債券 - キャッシュ・マネジメント * Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** Nomura Global Alpha LLC.	24.9兆円 28名 - 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式/債券/コモディティ - インデックス / "Funds-i" 株式:先進国/新興国 債券:総合 / 国債/クレジット/ 新興国 REIT/商品 - 株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム/ クオリティ マルチ・スマートベータ ESG - 債券スマートベータ RAFI - コンセプト型運用/ソリューション	6.9兆円 41名 - コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー(NFR&T*) - オルタナティブ ヘッジファンド/CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産 *野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社

マルチアセット&ソリューションズ
1.0兆円 21名 オールウェザー・ファクター・アロケーション/スマートプレミアム戦略 マルチ・ベータ・バランス戦略 日本株スタイルアロケーション マルチ・アセット・インカム戦略 システムティック・マクロ戦略 オルタナティブ・リスク・プレミアム

(注) 上記のプロフェッショナル数は、海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャーは対象外です。運用資産残高は、重複等から巻末の数値とは異なります。

Contents

『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。

今回2019年秋号では、各資産のポートフォリオ・マネージャー等のプロフェッショナルが登場し、各自の運用の考え方や市場の見方などについて、それぞれのユニークなアイデアを述べています。

なお、各意見は9～10月上旬時点での見解であり、また、会社としての統一見解ではありません。お客様の投資目標達成の一助になれば幸甚です。

03 | 利下げ転換と当面の投資環境

7月に米国は10年ぶりの利下げに転じた
資産運用の観点からは、景気後退が回避できるかがポイントとなるだろう

06 | 厳選投資が可能にする長期投資

高い競争力を維持し高ROEを持続できる優良
銘柄への厳選投資が長期投資を可能にする

09 | J-REIT市場

着実なインカム収益の蓄積により、安定的な成長が期待できるマーケット

12 | グローバル株式厳選投資の魅力

クオリティの高い企業に割安で投資することは、
長期及び短期的に投資利益をもたらす傾向がある

15 | オルタナティブ

世界のインフラストラクチャーファンド
公的セクターの財政難によるインフラ整備への
民間資金導入のために形成・発展した投資市場
オルタナの新たな投資分野として拡大基調

19 | 新たな上昇が始まった日本株式

日本企業の収益体質は改善が進行中、その中で、約2年間の調整を経て、日本株は新たな上昇が始まった

利下げ転換と当面の投資環境

7月に米国は10年ぶりの利下げに転じた
資産運用の観点からは、景気後退が回避できるかが
ポイントとなるだろう



シニア・エコノミスト

池田 琢磨

利下げへの転換と市場の反応 景気後退の可否がカギ

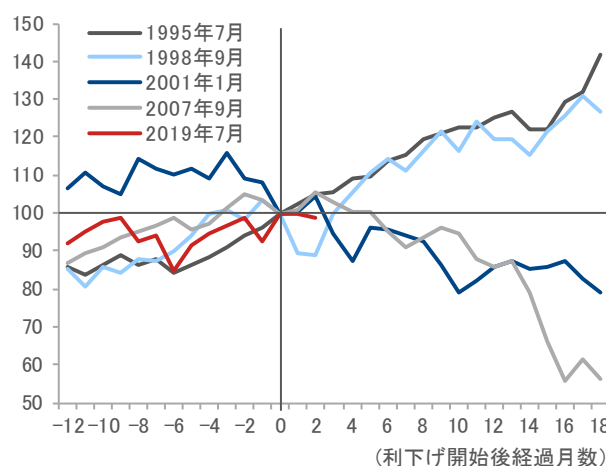
米国経済は7月で景気拡大11年目に入り、第二次世界大戦後最長記録を更新しました。他方、FRB（米連邦準備制度理事会）は、通商摩擦に伴う世界経済の減速や景気の先行きに対する不確実性の増大に対応して、約10年ぶりの利下げを決定、金融政策の方向性は緩和に転じました。また、9月にも追加利下げを決定しました。

激しいインフレが鎮静化した90年代以降の利下げ開始と、それ以降の米国株価の反応を見ると、結果的に景気後退を回避し株価が上昇した1995年や98年のケースと、大幅利下げにもかかわらず景気後退に陥り株価が下落した2001年や07年の場合に分かれます。利下げをするくらいですから、景気の先行きに不安があるのは事実なのですが、投資の

観点から重要なのは景気後退回避の可否だと考えます。

米国の利下げとS&P500株価指数

(利下げ開始直前=100)



(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

景気後退回避がメインシナリオ

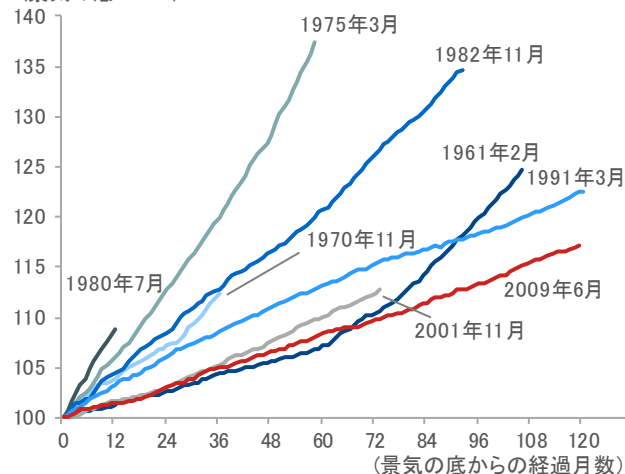
こうした中、景気後退回避を最も確率が高いメインシナリオに考えています。理由は以下の三点です。

第一に、利下げの背景です。結果的に景気後退を回避できた95年や98年の利下げのきっかけはメキシコ通貨危機や、アジア通貨危機などの海外の混乱でした。これに対して、01年のITバブル崩壊や、07年のサブプライム危機など、米国内の過度な信用膨張がはじけたケースでは景気後退に陥っています。

今回も米国企業の債務が経済規模と比較して過去最大になるなど過度な信用膨張の兆候はあるのですが、今のところ問題は顕在化していません。

米国の景気拡大の長さと言インフレ

(景気の底=100)



(注) 景気基準日付はNBER

(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

景気後退回避がメインシナリオ つづき

第二に、インフレが抑制されていることです。過去を振り返ると、インフレが抑制されているほど景気拡大の息が長いことがわかります。景気の拡大に伴って企業などの債務は膨らんでいきますが、これがインフレなどに伴う金利上昇で元利払いが困難となり債務縮小に転じるのが景気後退の典型的パターンです。特に今回は、後述するように金融危機後に長期間にわたって異例な低金利政策が続けられ、米国の企業部門の債務はGDP（国内総生産）比でみて過去最大となっているので注意が必要です。

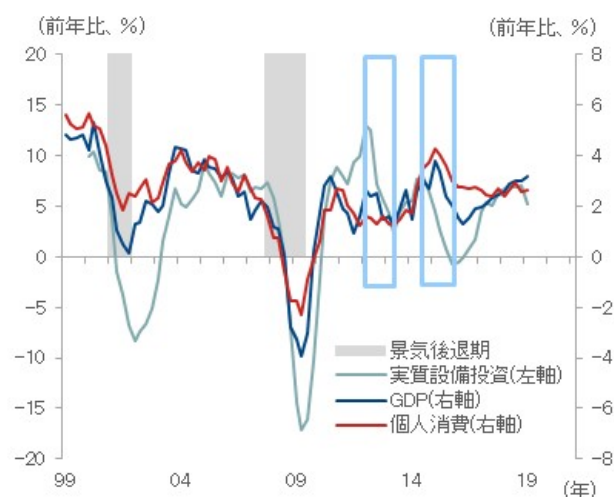
ところが、今回は景気拡大11年目に入っているにもかかわらずインフレが抑制され、金利は低下しており、このようなことが起こりにくい状況に変わりつつあります。それどころか、低インフレが定着する恐れや、通商摩擦による世界経済の減速や景気の先行きの不確実性の高まりに対応して、利下げに転じたのは先ほど見たとおりです。

債務が蓄積したことを、異例に寒く長い冬（長期にわたる異例な低金利）の間に、山の上にたくさん雪が積もったことに例えると、春が来て（景気が回復して）気温が高くなってきた（利上げが進んだ）ために、雪崩（元利払いが困難になり債務縮小に転じる）を心配すべき状況でした。ところが、再び気温が下がり始め（利下げに転換した）、雪崩（債務圧縮）の恐れは多少小さくなったと考えられるでしょう。

第三に、雇用・所得環境が良好なことです。通商摩擦の激化や景気の先行きについての不確実性が高まる中、各国で製造業の不調や設備投資の鈍化がみられています。米国についても、設備投資は景気に先行して動く注目すべき項目です。

しかし、2012年の欧州債務危機や、15年のチャイナショックの際にも景気に対する懸念は深刻で、設備投資も落ち込みましたが、結果的には景気後退は回避されました。これは、個人消費がクッションとなって景気を下支えたためです。今回も米国の雇用の伸びは堅調で、賃金も上昇しており、所得の伸びが消費を下支えすることが期待できます。

米国の景気後退と消費、設備投資
(1999年1-3月期～2019年1-3月期、四半期)



- (注) 実質設備投資は2000年1-3月期から
(注) 青枠は2011-12年は「欧州債務危機」で、2015-16年は「チャイナショック」で景気が悪化したものの景気後退を回避した局面を示す
(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

債務の蓄積に注意

もっとも、手放しに楽観論を主張するつもりはありません。金融危機後10年に及んだ超金融緩和局面の下で蓄積された債務、運用難に伴うリスク選好度の高まり、資産価格上昇に伴うリスクプレミアムの圧縮は、信用膨張の行き過ぎを示唆しているかもしれません。メインシナリオが実現すれば、緩和的金融環境が続く中でさらに債務は蓄積され、将来の潜在リスクはさらに高まることに注意が必要でしょう。雪崩のたとえに戻れば、雪がさらに降り積もるということです。

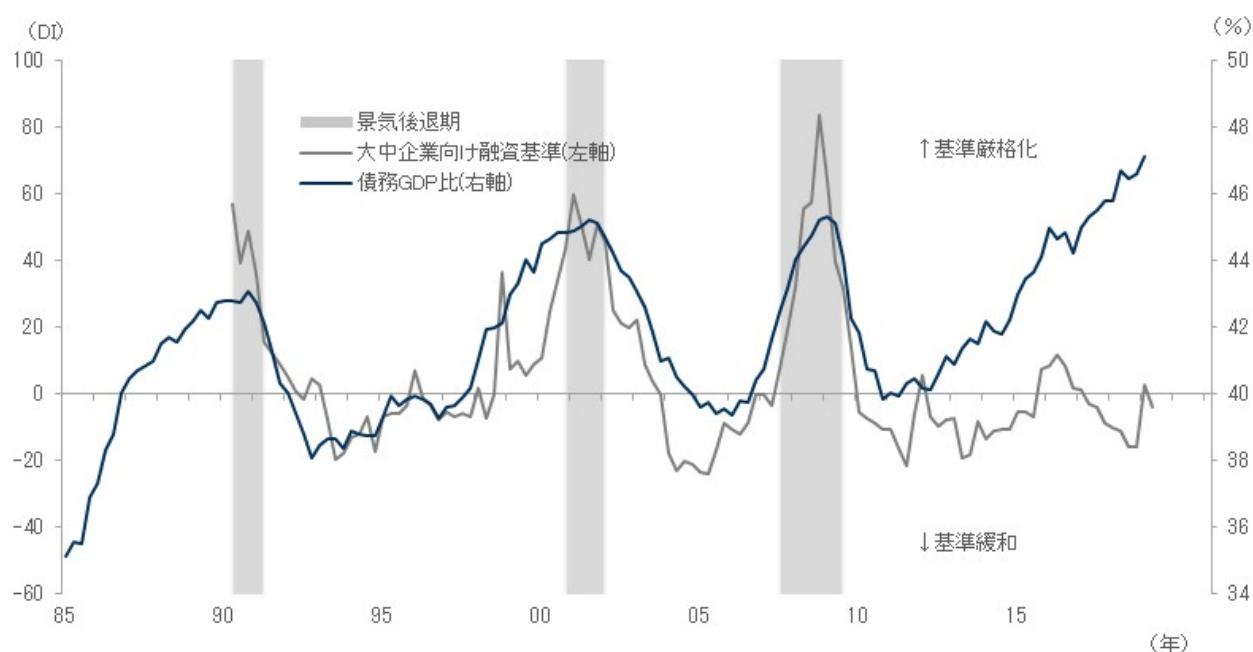
債務の蓄積は、それだけでは問題として顕在化しません。金利が上昇して元利払いが増えたり、何らかの理由で元利払いに充てる収入

が足らなくなった時に問題があらわになります。前者については、前述のように米国をはじめ主要国の金融政策が緩和方向に転じ、市中金利は大きく低下し始めています。

しかし、通商摩擦や地政学的イベント、大規模な自然災害などが、収入の落ち込みを通じて元利払いを困難にするリスクはなお残っています。雪崩は気温（金利）が上がる時だけではなく、地震（通商摩擦）でも起こる可能性があるのです。

景気後退回避をメインシナリオに据えつつも下振れリスクに対する注意は怠れないでしょう。

米国の非金融企業部門の債務と融資基準
(1985年1-3月期～2019年4-6月期、四半期)



- (注) 大中企業向け融資基準は1990年4-6月期～2019年4-6月期
(注) 債務GDP比は1985年1-3月期～2019年1-3月期
(注) 景気基準日付はNBER
(出所) Datastreamのデータを基に野村アセットマネジメント作成

厳選投資が可能にする長期投資

高い競争力を維持し高ROEを持続できる
優良銘柄への厳選投資が長期投資を可能にする



チーフ・ポートフォリオマネージャー
原田 信太郎

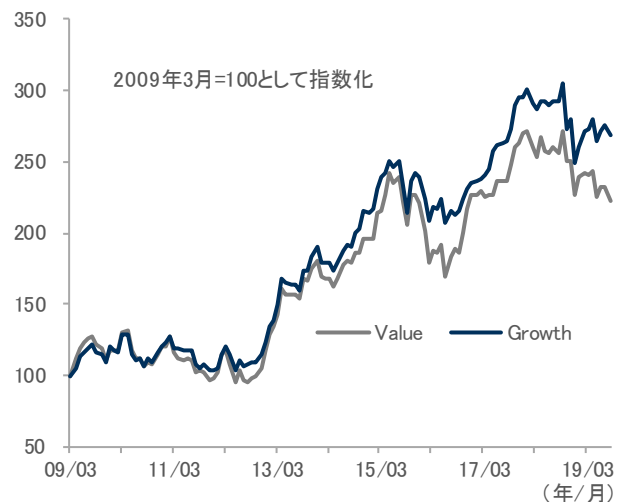
日本株厳選投資とは

日本株厳選投資運用は、高ROE（自己資本利益率）の持続性に投資するという非常にシンプルな運用です。

クオリティーに重点を置いたポートフォリオであるが故に、近年のグロース優位相場の追い風を受けているのではないかと、追い風が止まってしまったらどうなるのかという心配もされます。

我々は厳選された高ROE30銘柄のポートフォリオはそういった市場の潮流に押し流されることなく、独自の競争優位性、それに裏打ちされた収益性をベースにした株価形成が『長期』という時間を味方にして為され続けると信じて投資をしています。

Russell/Nomura日本株インデックス
(2009年3月～2019年8月、月次)



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

ROEフォーカス

日本の株式市場においてROEへの関心が高まったのはアベノミクス、*伊藤レポート以降であると考えています。

ただし、ROEは必要以上に取り沙汰された感もあり、また財務レバレッジをコントロールしてROEを高くすれば良いという向きもあり、手放しで喜ぶべきか疑問に思うこともあります。既にROE至上主義への批判的な論調も散見され、JPX日経インデックス400を見るにつけROEのファクターとしての有効性に疑問符も付くでしょう。

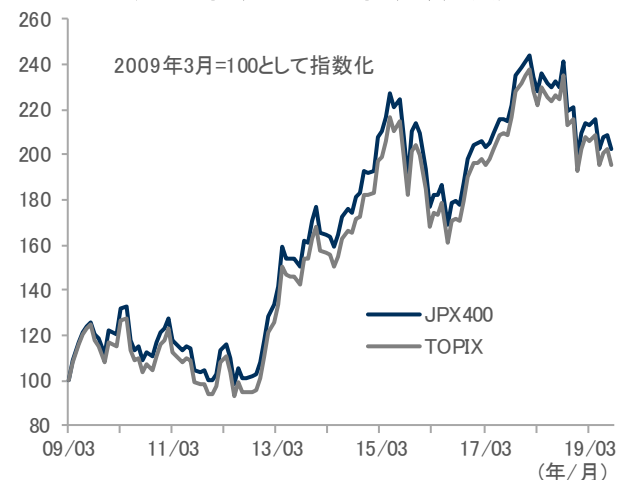
それでも、高ROEは翌年の株主資本を大きく持ち上げる、この事実是不変です。高ROEが持続すれば株主資本増加フェーズも持続します。よって「高ROEの持続性」、これをどう見極め判断していくかが重要なのです。

*伊藤レポート

2014年8月に公表された伊藤邦雄一橋大学教授(当時)を座長とする経済産業省のプロジェクトによる最終報告書のこと。

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

TOPIXとJPX日経インデックス400の推移
(2009年3月～2019年8月、月次)



(注) JPX日経インデックス400とは、東京証券取引所の第一部、第二部、マザーズ、JASDAQ上場銘柄の中からROE等を基に選定された400銘柄で構成される時価総額加重株価指数

(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ファンドセレクション

話は変わりますが、投資家はどのように運用戦略・商品を選ぶのでしょうか。年金基金等機関投資家が新規にファンドを選ぶ場合、パフォーマンスの悪い方から選ぶというのは聞いたことがありません。個人投資家にしても、ファンドを選定するにあたりWEBでパフォーマンス順にスクリーニングをすると聞きます。すなわち、投資家は実績パフォーマンスが良いユニバースからファンドを選択するのであり、悪いユニバースから選ぶことは稀と考えるべきでしょう。

厳選投資の銘柄選択手法

一般的な株式の運用戦略は割安株を組入れることが多いのに対し、足元割高な銘柄でも過去実績の優れた銘柄を組入れる厳選投資の運用戦略は、このファンドセレクションの手法と似ています。高ROEを達成してきた銘柄には何らかの構造的な理由があり、それが続く可能性が高いと考えます。逆に「低ROEであった銘柄が高ROEに急変することは容易ではない」、「企業というものはそう簡単に変われない」という認識です。今まで低収益に甘んじていたところから、競争の激しい領域から逃れ新たなポジションを発見しなくてはならない、その意思決定をリーダーがなくてはならない、メンバー、社員の意識改革なくしては何も進まない、このような高いハードルを越えることの出来る企業は一体どの位あるのでしょうか。

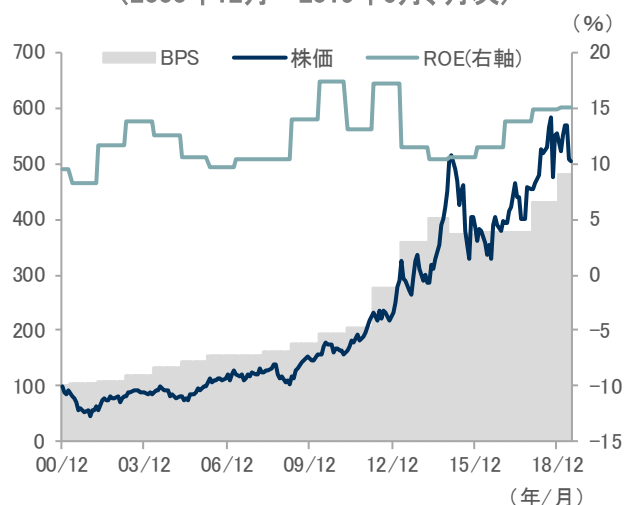
我々は、それならば元からその立ち位置にいる会社を選ぶという選択をしています。変わるよりも維持する方が難易度は低いと思うのです。でもそんな会社が多く存在する訳はな

逆張りの発想の方が良いような気がしますがそうならないのは、これまで悪いパフォーマンスであるファンドが将来反転して良くなる可能性は低いと考えるためではないでしょうか。一方実績の良いファンドは、たまたま追い風に乗って短期間だけパフォーマンスがよく見えるというものもあるかもしれませんが、その中には確固とした信念で、あるいは有効な運用戦略によって、高パフォーマンスの再現性が高いと思われるファンドも存在すると考えられるのです。

い、故に銘柄を絞り込んでいます。

図はユニ・チャームの例ですが、高ROEを維持しBPS（一株あたり純資産）が積み上がると、それに応じた株価形成が長期間で実現できると考えます。

ユニ・チャームの株価・BPS・ROEの推移
(2000年12月～2019年6月、月次)



(注) 株価・BPSは2000年12月＝100として指数化
(出所) QUICK及びNRIのデータを基に野村アセットマネジメント作成

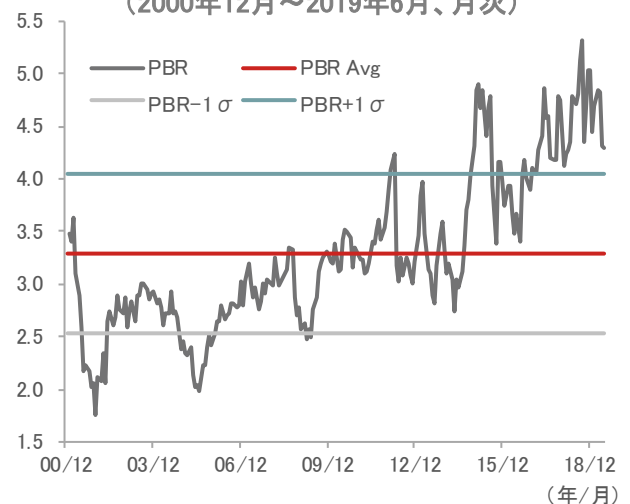
バリュエーション一考

厳選投資では「バリュエーションが割安だから投資する」という考え方はしません。割安な銘柄に投資するのは、将来何らかの理由で株価が上昇しその割安感が解消されることを期待するからでしょう。バリュエーションの平均回帰という言葉もよく用いられます。逆に「割高な銘柄は株価が下落し割高感が解消されると認識されるため保有されない」といった考えを否定するつもりはありませんし、市場から循環物色という行動原理がなくならない限り、上がったものは下がるという循環的な要素を市場から排除することは出来ません。

ただし、その平均回帰論を突破できる銘柄もあるのではないのでしょうか。それは競争に勝ち続ける銘柄です。右図はユニ・チャームのPBRの推移です。前頁でBPSと株価の動きが似ていることから分かる通り、過去20年間のPBRは3～5倍程度で推移し常に「割高な」

株です。半年、1年程度のサイクルではアンダーパフォームする場面はあるものの、競争力があり、生き残って行けるプレミアム維持可能銘柄には長期投資すべきではないでしょうか。

ユニ・チャームのPBR推移
(2000年12月～2019年6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

提供したい付加価値

一個人のポートフォリオマネージャーがマクロ動向を当てるのはなかなか難しく、個別銘柄においても今期業績をピタリと予想することも容易ではありません。四半期決算なら尚更ですし、月次販売の予想は簡単なものではありません。我々ができるのは、会社の実力を過去から学び、将来の再現性・持続性の高さを予想すること、これが顧客に提供できる付加価値であると信じています。

非常にシンプルな投資戦略であるため、回転率は20～25%と非常に低回転です。このような運用で本当に儲かるのかという疑問もあるかもしれませんが、ユニ・チャームのようなグローバルで活躍できる企業が日本から登場

してきているという事実がこの運用を可能にしていると考えます。日本が人口減少社会に突入していく中、企業の長期的な成長を達成するには海外に出ていくしかない、海外企業と戦わないといけない、その中で勝ち組が出てきているという事実です。

日本企業全体で見た場合の収益性はまだ米国はじめ他先進国市場には及びませんが、個別で企業を見ていくと高収益を維持し、プレミアムを維持している銘柄は確かに存在します。日本株厳選投資はそのような銘柄に厳選して長期投資することで、付加価値獲得を追求していきたいと考えます。

J-REIT市場

着実なインカム収益の蓄積により、
安定的な成長が期待できるマーケット



シニア・エクイティアナリスト

延原 知行

着実なインカム収益の蓄積が好パフォーマンスの源泉

J-REITは、保有する賃貸用不動産から生まれる安定的なインカム収益を投資家に分配する商品です。一般の不動産会社と異なり法人税は課税されませんので分配金の支払い余力はその分増加します。収益の大部分を分配することが義務付けられているため安定的な分配金が期待できます。

インカム収益の蓄積によるリターンの改善効果は大きく、長期的にみれば配当込みの東証REIT指数のパフォーマンスは配当なしを大きく上回ります。保有期間が長くなればなるほどインカム収益が蓄積されるため、長期投資に適した商品と言えます。

東証REIT指数の推移
(2003年3月～2019年8月、月次)



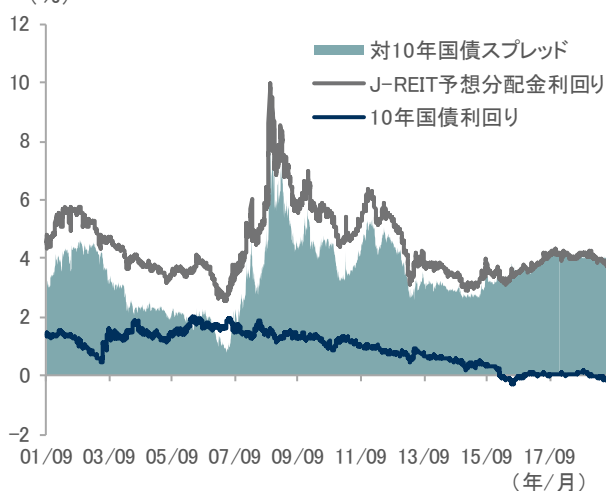
(出所) 東京証券取引所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

国債対比での利回り格差は依然として大きい

J-REIT市場はこれまで上昇基調で推移してきたことから、分配金利回りは緩やかな低下傾向となっております。しかし2019年8月末時点でもJ-REIT市場全体の予想分配金利回りは3.6%、国債対比での利回り格差は3.9%と依然高水準が維持されております。

背景としては、経済環境の先行き不透明感から日本の長期金利はマイナス圏へ低下していること、堅調な不動産市況や物件取得の寄与、低金利による借入コスト減少などによりJ-REIT各社の分配金は全体として増加基調で推移していること、が挙げられます。過去との比較でも利回り面での魅力度は失われておりません。

J-REIT分配金利回りと国債利回りの利回り格差
(2001年9月10日～2019年8月30日、日次)



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

J-REIT各社は投資主価値向上に向けた動きを積極化

従来J-REITの投資口価格が保有物件の含み損益を考慮した1口当たりNAV(純資産)を下回る状況が続いた場合でも是正する手段は限られましたが、制度改革が行なわれたことにより2017年6月に初めて*自己投資口取得が実施されました。J-REIT各社は規模拡大のみを追求するのではなく、資本コストを踏まえた適切な資本政策により投資主価値向上に取り組むことが可能となりました。

また不動産価格の上昇が続く市場環境を考慮して、やみくもに高値で物件取得を行なうのではなく物件売却も積極的に進めており、

J-REIT市場全体での物件売却金額は2018年には過去最高水準となりました。収益性が劣る物件は売却し売却益の投資主への還元とポートフォリオの質向上を進めています。

最近の動きでは、敵対的M&Aなどを仕掛ける動きも出てきております。運用能力が見劣りしたり投資主価値向上に積極的ではないJ-REITに対しては、経営改善や再編圧力が高まることが予想され、市場全体の活性化につながることを期待されます。

ディフェンシブセクターとしての地位を確立

J-REITの収入は保有不動産の賃貸収益が主体となるため本来はディフェンシブな特徴を有するセクターです。

最近ではJ-REITの安定性が市場全般に広く認識された結果、リスクオフが意識される局面ではJ-REITのパフォーマンスが改善する傾向が強まりました。特に2018年後半以降はその傾向が顕著に表れ、株式市場全般が調整局面を迎える一方でJ-REIT市場は堅調に推移しました。

今後市場環境が不透明感を増す場合でも、ディフェンシブセクターとしての地位を確立したJ-REITは安定的なパフォーマンスを残すことが期待されます。

TOPIXと東証REIT指数の推移
(2014年1月～2019年8月、月次)



(出所) 東京証券取引所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

*自己投資口取得

不動産投資法人が、自社の投資口を取得すること。上場企業の自社株買いに相当する。

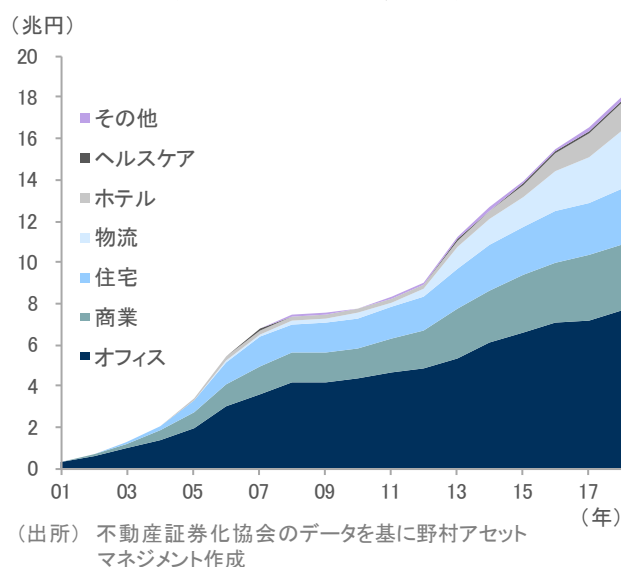
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成した参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

市場拡大に伴い様々なタイプの不動産へ投資が可能に

J-REIT市場は、市場創設当初はオフィスセクター中心の構成でしたが、銘柄数の増加に伴い商業施設、賃貸住宅、物流施設、ホテルなど様々なタイプの不動産に投資を行なうJ-REITが現れました。オフィス賃料は景気変動をより反映しやすいですが、一方で賃貸住宅はテナント分散度が高く、物流施設は長期賃貸契約が主体となりますので賃料動向は安定的です。

このような様々な特徴を持った不動産を組み合わせることで外部環境の変化に対応した最適なポートフォリオを組成することが可能となり、J-REIT市場全体としての安定感が高まっております。

J-REIT保有物件のタイプ別推移
(2001年～2018年、年次)



インカム収益に加えて配当成長も期待できる市場環境

J-REITは現在でも3%台半ばの分配金利回りが維持されており、潤沢なインカム収益が期待できる状況です。

また低い失業率など堅調な雇用環境や働き方改革による良質なオフィスへの需要の高まりなどによりオフィス市況は好調が維持されております。都心部への人口流入が継続する一方で賃貸住宅の供給は少なく、首都圏の賃貸住宅の賃料は緩やかな上昇傾向が続いております。物流施設の供給は大幅に

増加しておりますが、eコマース拡大に伴う先進的物流施設への需要も大きく伸長し、空室率の上昇は限定的に止まっております。財務面では低金利による借入コストの削減効果も継続しています。このような環境からJ-REIT市場全体として分配金は緩やかな成長が期待できます。

ディフェンシブな特徴と潤沢なインカムに加えて分配金自体の成長も期待できる良好な市場環境と言えます。

グローバル株式厳選投資の魅力

クオリティの高い企業に割安で投資することは、
長期及び短期的に投資利益をもたらす傾向がある



ヘッド・オブ・インベストメント
グローバル・エクイティNAMUK
トム・ワイルドグース

長期投資は「クオリティ（品質）」銘柄が有利

MSCIワールド・クオリティ指数とMSCIワールド指数のパフォーマンスを1982年から2019年8月までの約40年で比較したところ、年間ベースで約265bpと大きく上回っています。「クオリティ」指数は、ワールド指数を、全期間で約57%、又、下落した月の74%において平均45bp上回りました。一方で、相場が上昇した月の53%はクオリティ指数のリターンは劣後するものの、その差はわずか平均22bpでした。金融危機以降は、クオリティ指数のリターンの長期平均と比較して優位性が明確に見られますが、金融危機以前においても、同様にワールド指数を上回っていることは注目に値します。つまり、クオリティ指数の長期に亘る優位性は、金融危機以降の金融政策による特性を表すだけでなく質の高い

企業への長期投資が信頼性の高い運用方法であることを示唆しています。

MSCIワールド・クオリティ指数 対 ワールド指数
(1981年12月～2019年8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

「クオリティ」が示す特性以上に我々に何ができるか？

短期的なリターンの低迷は投資家を不安にさせます。では「クオリティ」投資のリターンのボラティリティを低くするにはどうすれば良いのでしょうか。MSCIワールド・バリュー指数に注目すると、当該指数においてもワールド指数を上回るリターンを提供しており、「バリュー」の投資概念を組み合わせることで、リターンの低下リスクを軽減しつつ、平均的な長期投資よりも優れた結果を出す可能性があります。クオリティ指数は、計測期間中ワールド指数を3ヵ月連続で50bp以上下回る機会が22回もありました。

しかし、クオリティ指数とバリュー指数を75:25の配分で組み合わせた場合、同様のリターンの下回りは、14回(約▲40%減)となり、クオリティ指数のみへの投資よりも月次相対リターンの標準偏差が約30%低下しました。

長期的相対リターンは低くなりますが、同様に、リスクも比較的低位で推移することが読み取れます。

MSCIワールド・クオリティ指数 対
MSCIワールド・クオリティ指数 + MSCIワールド・バリュー指数
(1981年12月～2019年8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

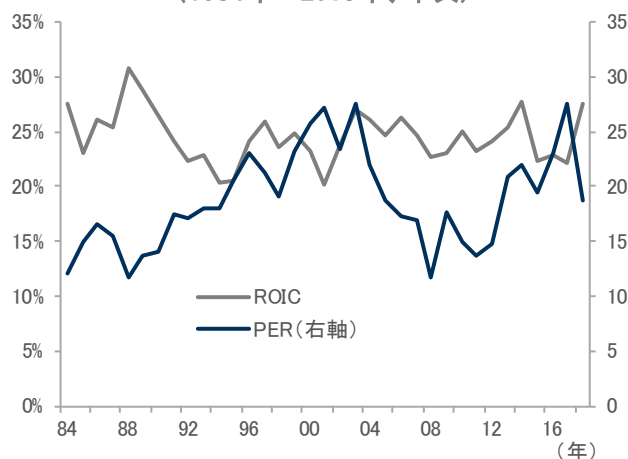
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投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

「クオリティ（品質）」に相反する市場バイアスが、個別銘柄選択によるリターンの更なる向上をもたらす

企業の「本源的価値」は企業が生み出す将来のキャッシュフローに左右される一方、企業の価格である「株価」は将来のキャッシュフローに対する投資家の「意見」に左右されます。それらにギャップが生じるところに投資機会があります。平均以上の資本収益率は時間の経過と共に資本コストに向かって収れんすると仮定する場合、投資家の意見には偏りが生じます。しかし、質の高い企業にとっては、それが当てはまらないことが多く、このような企業は株式市場で体系的に過小評価される可能性があります。その一例として米国の3Mが挙げられます。同社は1984年以降、一貫して約25%のROIC（投下資本収益率）を達成してきましたが、同社の株価の相対的なバリュエーションは投資家の意見が変わるたびに大きく変動しました。このような価格変

動を受け、銘柄を選別して投資する場合に、「クオリティ」の高い銘柄を割安なバリュエーションで買う機会がえられます。

3MのROICとPER(株価収益率)
(1984年～2018年、年次)

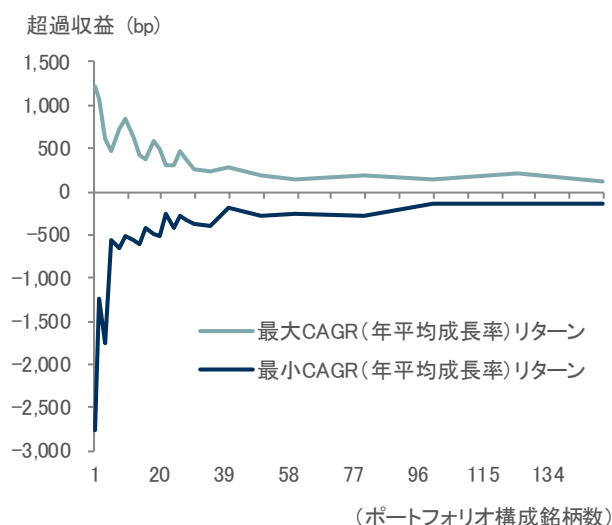


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ではどのような投資方法が最善になり得るのでしょうか

方法としてポートフォリオを構成する銘柄数を減らし、最良の投資アイディアに集中することが考えられます。野村アセットマネジメントが2015年に実施した調査において、リターンの大幅な向上の実現に必要な銘柄数は40未満であり、更に分散投資によるリターンの95%はわずか20銘柄で達成されているという分析結果を得ました。異なる銘柄数の複数のポートフォリオに*モンテカルロ・シミュレーションを用いて最高と最低のリターンを見ると、40銘柄超のポートフォリオでは指数のリターンから大きくかい離することはありませんが、20～25銘柄でのリターンの最大化が示されています。この概念を「クオリティ」および「バリュー」と組み合わせることで、各々のメリットを生かした運用が可能となります。

ポートフォリオ構成銘柄数ごとの超過収益率
(2004年12月～2015年11月、月次)



(出所) Factsetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

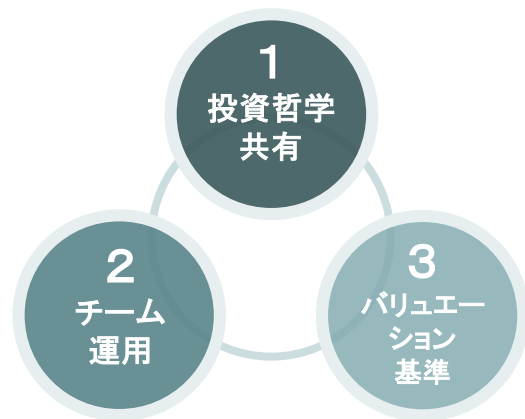
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資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

投資哲学「クオリティの高い企業への割安投資」

野村アセットマネジメントのグローバル株式チームの投資哲学は、「クオリティの高い企業への割安投資」の機会を捉えることです。高い競争優位性、株主への一貫したキャッシュ・リターン、熟練した経営陣、魅力的なROICを達成し、再投資する魅力を有するのは「クオリティ」の高い会社の特徴であると捉えています。これらのクオリティ企業は、市場が認識しているよりも長期に亘り優れた収益性を維持することが多いか、あるいは収益性が不可逆的に低下する可能性が低いと考えられます。

割安度とは、株式を本源的価値以下で購入する魅力度を意味します。投資家の行動バイアスによる投資機会の到来、それを捉える

チームの運用哲学およびプロセス、チーム体制・人材や運用ツールを活用し実践することにより、優れたパフォーマンスを達成する可能性を高められます。



グローバル株式厳選投資における教訓の取り込み

グローバル株式厳選投資においては、野村アセットマネジメントの中核を成すグローバル運用プラットフォームを活用した、集中的且つ制約のない運用戦略を実現します。

この運用ストラテジーを通じて、グローバル・エクイティ・チームによる「割安な魅力度の高いクオリティの高い企業への投資」を理念とした、「クオリティ」と「バリュー」の両方の投資メリットを最大限に生かした運用を目指します。グローバル株式運用チーム約20名のベスト・アイデアを集約、95%近くのアクティブ・シェアを保持しつつ、投資家の皆様にグローバル株式市場における真にアクティブな

運用に基づく優れたリターンの提供を目指します。



*モンテカルロ・シミュレーション

確率的事象を解析するための手法で、大量の乱数(規則性のないランダムな値)を用いて何度もシミュレーションを行なうことによって近似解を求める計算手法

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。当資料は市場全体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。

オルタナティブ

世界のインフラストラクチャーファンド
公的セクターの財政難によるインフラ整備への
民間資金導入のために形成・発展した投資市場
オルタナの新たな投資分野として拡大基調



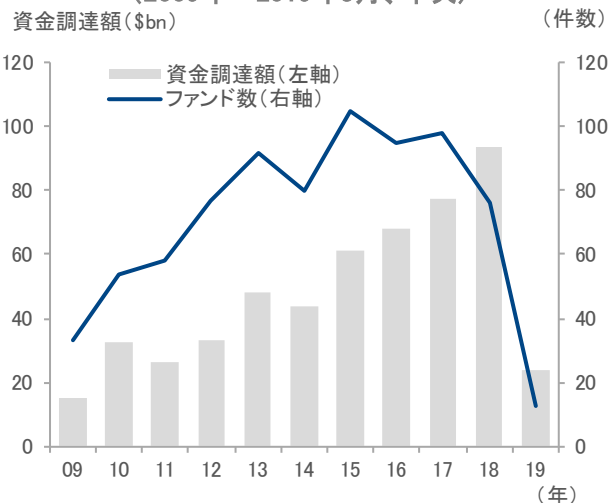
シニア・ポートフォリオマネージャー
寒河江 弥生

インフラストラクチャーファンド

インフラストラクチャーファンドとは、インフラ投資案件に対するエクイティ持分や融資・債券に対して投資を行ない、保有するインフラ資産が稼働することにより得られる運営収入や売却によるキャピタルゲインをリターンの源泉とします。既存の上場インフラファンドは、エネルギー関連投資の割合が多く、原油価格や株式市場動向に左右されやすい一方で、非上場の私募インフラ・ファンドは、幅広い分野のインフラ資産に投資を行っており、長期に安定した利回りが期待できる新たな投資分野として、海外の年金基金などを中心に投資家の資金流入が続いています。また、このトレンドに追随してインフラ・デット・ファンドも増加しており、債券投資分散の観点から保険会社や金融機関から資金を集めています。近年、優良ファンドに資金が集中し、一部のファンドはアクセス困難となっており、これは、

業界プレーヤーが限定されること、上位四分位の運用者の超過リターンが依然高い分野であることが理由に挙げられます。

インフラファンド資金調達額及びファンド数の推移 (2009年～2019年3月、年次)



(出所) Preqinデータを基に野村アセットマネジメント作成

インフラストラクチャーファンドの特徴

水道・電気・交通施設等に代表されるような地域社会や経済活動に不可欠なインフラに投資を行ない、政府・地方自治体等との中長期に亘る運営契約に基づく収入を収益の源泉とすることが一般的となるため、長期に亘って安定したキャッシュフロー収益が期待

できます。一方で、長期投資が前提となるために、ファンドは約10～15年間の運用期間を持つクローズド・エンド型で組成されるものが多くなります。なお、数は限定的ですが、オープン・エンド型のインフラ・ファンドもあります。

- 安定したキャッシュフロー収益
- 低いボラティリティ
- 高い分散効果
- インフレヘッジ効果
- 資産陳腐化リスクの低さ

- ✓ 高い参入障壁
- ✓ 投資規模の大きさ
- ✓ 長期の運用・契約
- ✓ 地域・産業別の規制
- ✓ 生活・経済活動に不可欠
- ✓ 景気変動に左右されにくい需要の安定性

(出所) 各種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。当資料は市場全体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。

インフラ投資の種類

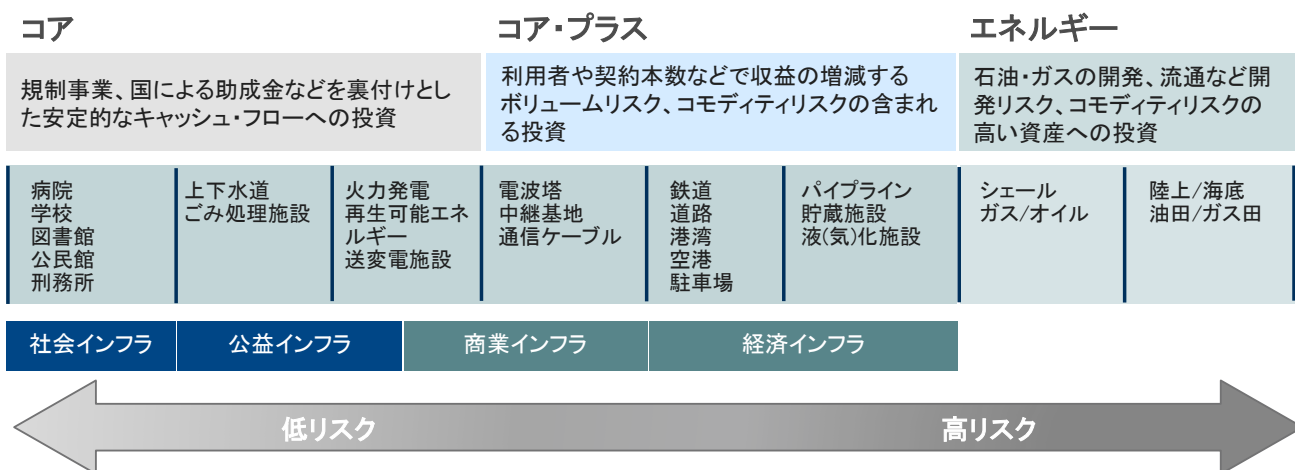
投資対象となるインフラ資産は、収益特性やリスク・リターン特性が異なり、それにより主にコアとコア・プラスに区分されます。

コアは、病院、学校などの社会インフラ、水道・ごみ処理・発電・送電などの公益インフラや一部の空港等が含まれ、法令による規制事業や固定買取制度、施設運営権など国や地方自治体等からの助成金や長期契約に基づくインカム型収入を有するインフラ資産が中心となります。

コア・プラスは、鉄道・道路・パイプライン施設などに代表され、一定の運営収入があるものの、経済情勢によって収入が変動するボリュウムリスクや開発リスクを伴います。経営効率化や他社買収などの事業拡大を通じて積極的に価値向上を図り、インカム型収入に加えキャピタルゲイン獲得を目指す戦略となります。

目標リターンは、投資案件獲得の競争が激しいため低下傾向にあり、グローバルではコア・ファンドは6～10%、コアプラス・ファンドは8～15%程度となっています。

インフラ資産の種類



(出所) 各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

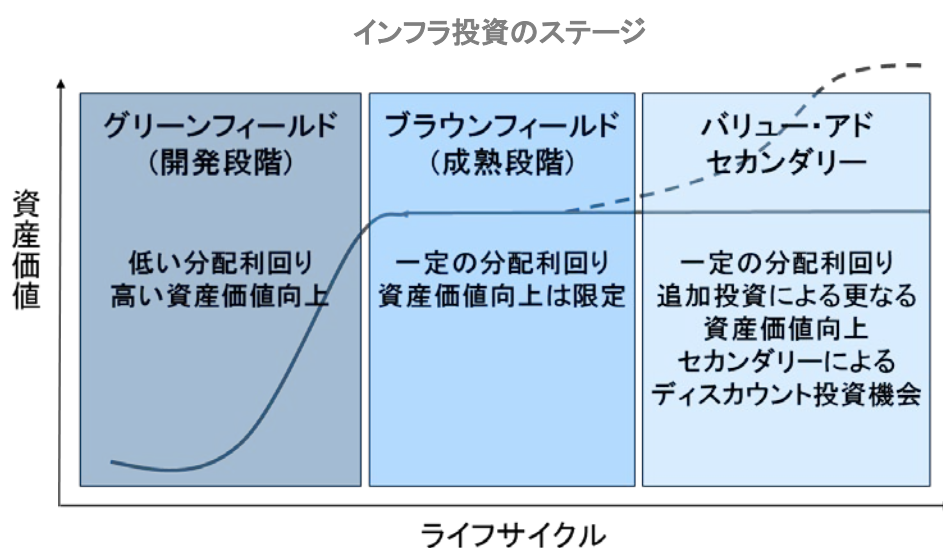
インフラ投資の投資ステージとリスク

インフラの開発・発展段階別に、グリーンフィールド、ブラウンフィールド、バリュー・アド等と分類されます。

グリーンフィールドは、インフラ設計・開発から稼働までを行ない、完工後の高い資産価値向上を目指します。そのため、開発リスクや工事完工リスクなどの高いリスクを負う点に注意が必要となります。

ブラウンフィールドは、既に施設が稼働し、安定した収入のあるインフラ資産を指します。リスクとしては、昨今の投資価格の高騰に加え、政府等の助成金・契約条件変更など政治・規制リスク、運営契約相手先のカウンターパーティリスク、需要変動リスクがあります。

バリュー・アドセカンダリーは、積極的に追加開発・投資で更なる資産価値向上を目指す戦略となります。



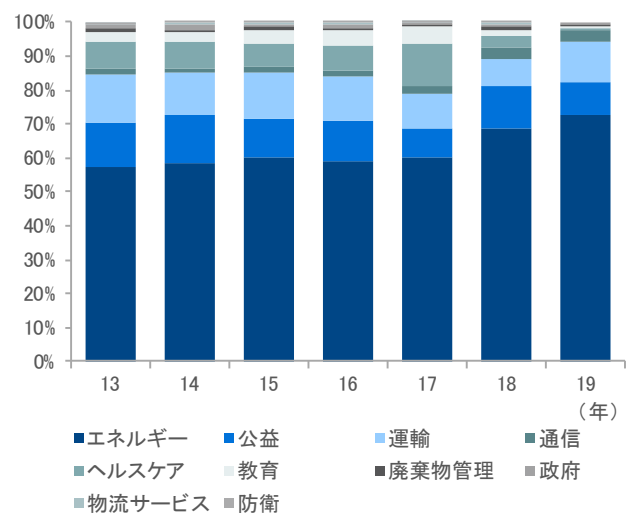
(出所) 各種資料を基に野村アセットマネジメント作成

グローバル・インフラの投資環境

投資金額については、2016年に5,000億米ドル超でピークを打っており、直近2年は減少傾向にあります。1件当たりの投資金額は、直近で約5.5億米ドルと増加傾向となっています。これは、投資案件獲得の競争激化が投資価格の高騰を招き、魅力的な投資機会が減少しているものと思われます。更に、この数年で投資時のEBITDA倍率が平均13～16倍になるなど、プライベートエクイティと比べても高くなってきています。産業別の投資動向としては、依然、エネルギー分野が大勢を占めており、特に欧州を中心に政府が調達目標割合を設定している再生可能エネルギー分野が構成比を押し上げています。次いで、公益、運輸の分野は、投資規模が大きいこともあり、継続して一定の投資割合を占めています。今後の新たなトレンドとして、自動運転やIoT、デジタルエコノミーの進展により、世界中のデータ量増大を見込んで、5Gや電波塔、データセンター、通信設備などのデジタルインフラ分野への投資が急拡大してお

り、同分野に特化したファンドの設立が増えています。また、世界的な人口高齢化を背景に、介護施設やヘルスケア分野の増加も見られ、従前では不動産ファンドの分野だった対象への投資も拡大しています。

インフラ投資 産業別構成比の推移(件数ベース)
(2013年～2019年3月、年次)



(出所) Preqinデータを基に野村アセットマネジメント作成

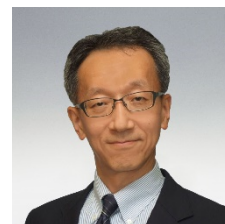
優良マネージャーの選定とアクセス力の重要性

インフラ・ファンドは、2008年の世界金融危機以降に急拡大しており、比較的歴史が浅い一方で投資価格が急激に上昇しています。そのため、今後のマネージャー選定においては、投資規律を堅持してリターンを確保しながらも、新規投資案件を積み上げていけるかどうか、また、将来の経済環境の変化時においても、継続してリターンを創出できる能力があるかどうか、に注視することが必要となります。更に、即時で募集超過となるファンドにおいては、投資家は非常に限られた時間

と開示情報で、10年以上の長期に亘る投資決定を行なう必要があり、またマネージャーとの強固なリレーションも求められ、インフラ・ファンド投資に習熟したゲートキーパーを利用しなければ、投資家にとってハードルが高いと言えます。更に加えて、新規投資家にとって、より投資がしやすいものとしては、優良マネージャーへの分散投資が可能なインフラFoFや、既にポートフォリオや運用実績があるオープン・エンド型ファンドも選択肢として挙げられます。

新たな上昇が始まった日本株式

日本企業の収益体質は改善が進行中、その中で
約2年間の調整を経て、日本株は新たな上昇が始まった



シニア・ストラテジスト

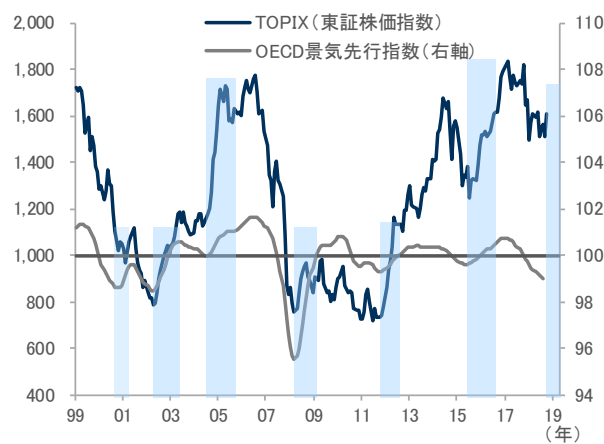
阪井 徹史

日本株は新たな上昇局面入り

日本株は世界景気動向に敏感に反応してきました。右上図はOECD（経済開発協力機構）の世界の景気先行指数と日本株（TOPIX）の推移を重ね合わせたものですが、水色シャドーで示した局面、つまり、世界の景気先行指数が底入れ後の回復局面で日本株が急上昇してきたことがわかります。

2019年7月現在、景気先行指数は未だ右肩下がりであり、底入れは確認できていませんが、水準的には過去の落ち込み局面と概ね同水準に到達しており、年内には底入れ反転上昇が期待できるのではないかと考えています。なお、景気先行指数は2～3ヵ月遅れで判明するため、早めの判断が必要です。

世界の景況感と株価の推移
(1999年12月～2019年9月、月次)



(注) TOPIXは2019年9月18日まで

(注) 景気先行指数は2019年7月まで

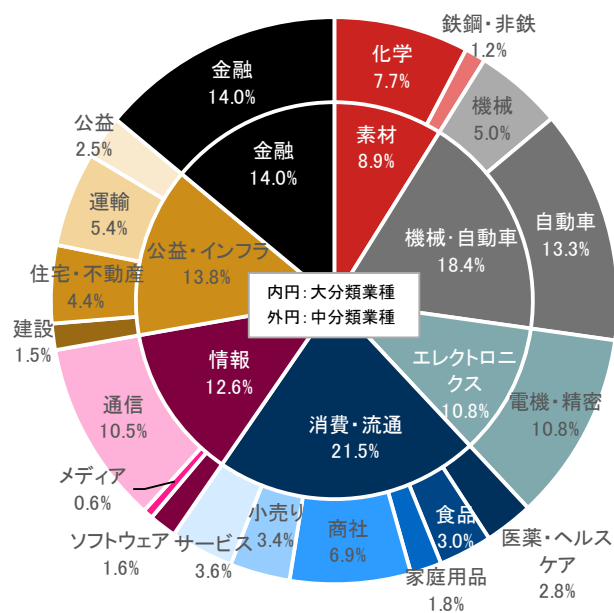
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

世界で稼ぐ日本企業

日本株が世界の景気に敏感に反応している背景には、日本企業が全体としては世界市場を主戦場として利益を稼いでいるという構造にあります。右下図はTOPIX（東証株価指数）全体の経常利益（2019年度予想分）の業種構成を見たものですが、右側の素材、機械・自動車、エレクトロニクスなどは海外事業への利益依存度が高い業種です。また、消費・流通に属するサブセクターでも、医薬・ヘルスケアや食品、家庭用品、商社なども同様です。ここまでで概ね半分の産業が外需依存度が高いことがわかります。

左側の産業は内需産業にも見えますが、運輸（JR等）や不動産は訪日外国人によるインバウンド需要に支えられており、これらの産業も「成長」という観点では世界経済への依存度が高いと言えます。

TOPIXの経常利益の業種構成比
(2019年度予想)



(注) 予想は2019年8月26日時点

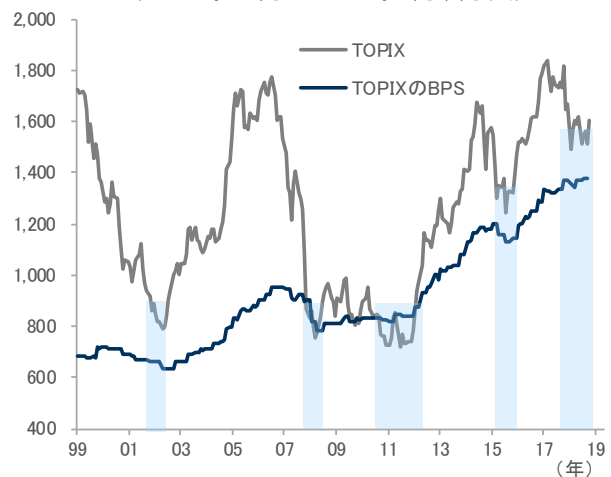
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

株価バリュエーションも底入れの可能性

右上図はTOPIXとTOPIXのBPSの推移を見たものです。過去20年程度を振り返ると、株価のボトムではBPSにかなり接近するものの、完全に一致する水準（つまり、PBR1倍）まで下げたのは2008年のリーマンショック時と、その後しばらくの間に限られました。

リーマンショック時とその後の局面は、前ページの景気先行指数の水準も極端に低く、この例外的局面を除いた通常の停滞局面ではBPSと同水準にまでは下落していませんでした。このように、過去と比較する限りは、今回の調整水準は妥当な水準と言え、バリュエーション調整は進んだものと判断します。

株価とBPSの推移
(1999年12月～2019年9月、月次)



(注) 株価は2019年9月18日まで

(注) BPSは2019年8月まで

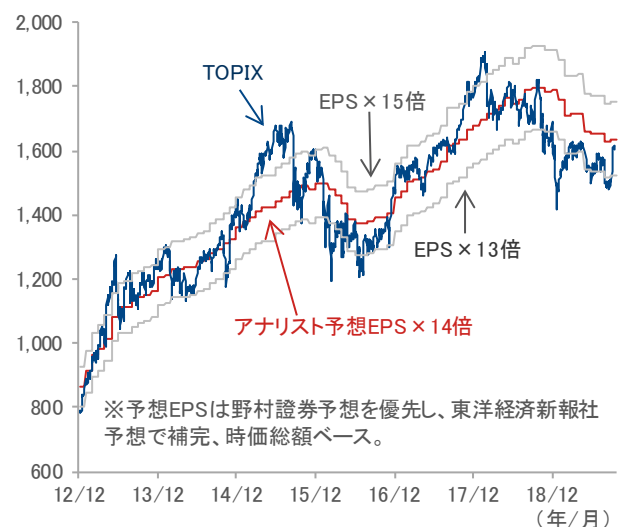
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

反発した際の当面のメドはTOPIXで1,775ポイント

右下図はアベノミクス相場におけるTOPIXと、TOPIXのEPSを13、14、15倍したものです。この期間の平均PERが概ね14倍のため、このようなグラフにしてみました。日本株は見通しが悪化して売られると13倍のラインを割り込み、逆に見通しが良くなると15倍のラインを超えるという循環を繰り返してきました。

このところは見通しが悪い局面だったことで13倍のラインを挟んだ動きをしてきましたが、足元で株価が急反発しており、今後は世界景気が持ち直せば上向きに修正される可能性があると考えています。そして、現状予想ベースでの15倍のラインは1,775ポイントです。また、その先を見据えると、業績が上向きになった場合は15倍のライン自体も上方シフトが期待できることから、1,800ポイント以上も狙えると考えています。

TOPIXと企業業績の推移
(2012年12月3日～2019年9月18日、日次)



※予想EPSは野村証券予想を優先し、東洋経済新報社予想で補完、時価総額ベース。

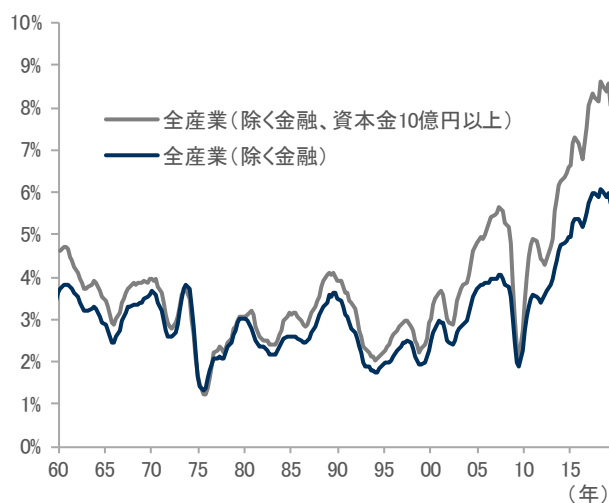
(出所) Quick、野村証券のデータを基に野村アセットマネジメント作成

日本企業の収益性は近年になって大幅に改善している

右上図は法人企業統計における日本企業の収益性(売上高経常利益率)の推移を見たものです。ご覧の通り、長らく3%前後で低迷し続けた収益性が2000年過ぎから上昇し始め、リーマンショック以降は急速に上昇、足元では8%超えの水準までになっています(資本金10億円以上の企業)。

この背景には、コーポレートガバナンスなどの自助努力によるところが大きいことは確かですが、中国をはじめとした近隣諸国経済が巨大化し、従来の先進諸国以外でのビジネス拡大が貢献した面も大きいと見ています。また、何と云っても、為替水準が長い時間を経て適正化したことで、海外事業が収益化しやすくなったことも重要だと考えます。

日本企業の経常利益率の推移
(1960年第1四半期～2019年第2四半期、四半期)



(注) 資本金10億円以上は1960年第2四半期から
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

30年の年月を経て為替水準が適正化

右下図は米ドル円レートとその購買力平価(以下、PPP)を見比べたものです。1985年のプラザ合意によって米ドル相場は大幅な円高米ドル安に動き、輸出物価PPP(水色線)を下回る水準まで円高米ドル安が進行しました。つまり、輸出では利益が出ない状況でした。

しかし、日米インフレ率格差が徐々にPPP水準を円高米ドル安方向に動かし、企業物価PPP(赤色線)がプラザ合意当時の200円程度から足元では100円弱に低下しました。1993年頃からの米ドル円相場は100円を挟んだ横ばい水準でしたが、PPP低下が進み、足元相場は30年ぶりに企業物価PPPを超えました。つまり、長い年月を要しましたが、ようやく企業が利益を出しやすい米ドル円レートになったのです。

米ドル円レートと購買力平価の推移
(1973年1月～2019年8月、月次)



(注) 輸出物価は1983年9月から
(出所) 国際通貨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

- S&P500株価指数
- Russell/Nomura日本株インデックス
- 東証株価指数（TOPIX）
- 東証REIT指数
- J P X日経インデックス400
- MSCIワールド・インデックス、MSCIワールド・クオリティ・インデックス、
MSCIワールド・バリュー・インデックス

当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード・アンド・プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーに帰属しております。
- Russell/Nomura日本株インデックス及びそのサブインデックスはラッセル・インベストメントと野村證券株式会社が作成している株式の指数で、当該指数に関する一切の知的財産権その他一切の権利はラッセル・インベストメントと野村證券株式会社に帰属しております。また、ラッセル・インベストメントと野村證券株式会社は、当該指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、ファンドの運用成果等に関して一切責任を負うものではありません。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標、「東証REIT指数」の指数値及び「東証REIT指数」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」「東証REIT指数」に関するすべての権利及び「TOPIX」「東証REIT指数」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「J P X日経インデックス400」は、株式会社日本取引所グループ及び株式会社東京証券取引所（以下、総称して「J P Xグループ」という。）並びに株式会社日本経済新聞社（以下「日経」という。）によって独自に開発された手法によって算出される著作物であり、「J P Xグループ」及び「日経」は、「J P X日経インデックス400」自体及び「J P X日経インデックス400」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有している。「J P Xグループ」及び「日経」は、「J P X日経インデックス400」を継続的に公表する義務を負うものではなく、公表の誤謬、遅延又は中断に関して、責任を負わない。
- 「MSCIワールド・インデックス」、「MSCIワールド・クオリティ・インデックス」および「MSCIワールド・バリュー・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

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

2019年10月現在

ご購入時手数料 上限4.4%（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、「組入価値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。

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

Global Network

野村アセットマネジメント

Europe

- London
- Frankfurt

Middle East

- Dubai

Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

Japan

- Tokyo
- Osaka
- Fukuoka
- Wealth Square

Australia

- Sydney

Americas

- New York
- NGA
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

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

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

Expertise to Exceed¹⁾

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

設立

1959年



運用資産残高

51.4兆円



グローバルの陣容

1,451人



※2

世界第**5**位のETF運用残高

国内シェア **45**%



※1

113兆円の
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 **27.6**%

運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12.8 年※3



(出所) 野村アセットマネジメント。2019年3月末時点。

※1: 投資信託協会データより野村アセットマネジメント作成。

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

※3: 野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント