

2020年 夏号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

遠い水平線を眺めれば

「コロナ後の世界」では低インフレ・低金利は終わるのか。「戦争」と「ウイルスとの戦争」の相違点をヒントに考えてみます。

「ウイルスとの戦争」を受けて、日米欧主要先進国では大規模な財政拡大と同時に中央銀行による国債などの資産大量購入、いわば「ヘリコプターマネー政策」が行なわれています。このような政策は、「戦時」に巨額の戦費を低コストで調達するためにしばしば行なわれてきました。これが平時に「禁じ手」とされるのは、敗戦後のドイツや日本などで激しいインフレを引き起こした経験があるためです。それがあっさりと実行されているのは、「ウイルスとの戦争」に不可欠だと広く認められているためでしょう。

では、「ウイルスとの戦争」も「ヘリコプターマネー」の結果、インフレを招くでしょうか。「ウイルスとの戦争」と「戦争」には類似点がありますが、大事な相違点もあります。「戦争」では、軍需や戦後の復興需要が高まる一方、戦災で工場などが破壊され供給能力が著しく低下します。そこへ「ヘリコプターマネー」でお金が多量にばらまかれたわけですから、インフレになるのは当然です。一方、「ウイルスとの戦争」では、工場が壊されることはありませんし、膨大な復興需要も望み薄で、必ずしもインフレ的ではありません。

より長期的観点からは、「戦後」のベビーブームが起こるのにも注目です。高齢化は長生きリスクに対する備えとして貯蓄をさらに積み上げる動機となります。生産年齢人口の伸び鈍化は、潜在成長率と実質金利の低下要因です。もし、「ウイルスとの戦争」後にベビーブームが起こるなら、これは覆りますが、そうした兆しは見られないようです。足元では「第二波リスク」をめぐって波が逆巻いていますが、遠い水平線を眺めれば、需要不足・貯蓄超過にともなう低インフレ・低金利基調に変わりはないでしょう。

2020年夏
シニア・エコノミスト
池田 琢磨



Contents

『インベストメント・アウトLOOK』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。

今回2020年夏号では、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、特に今号では新型コロナウイルスが及ぼす中長期的な影響に絡めて述べています。

なお、各意見は2020年6月上旬から中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。

01 | 巻頭言

02 | 目次

03 | マクロ経済環境

感染症がもたらす中長期的な影響に注目

06 | 債券・為替

米ドルは下落局面入りへ

09 | 日本株式市場

先行き見通しは不透明ながらもコロナ後の世界を織り込み始める

11 | 外国株式市場

コロナ危機後の株式市場の見通し
危機後の社会で様々な技術開発を主導するテクノロジー企業は、ますます経済活動の中心となり市場の注目がいっそう高まるだろう

15 | J-REIT市場

短期的なコロナからの回復動向に加えて
中長期的な構造変化にも注目

マクロ経済環境

感染症がもたらす中長期的な影響に注目

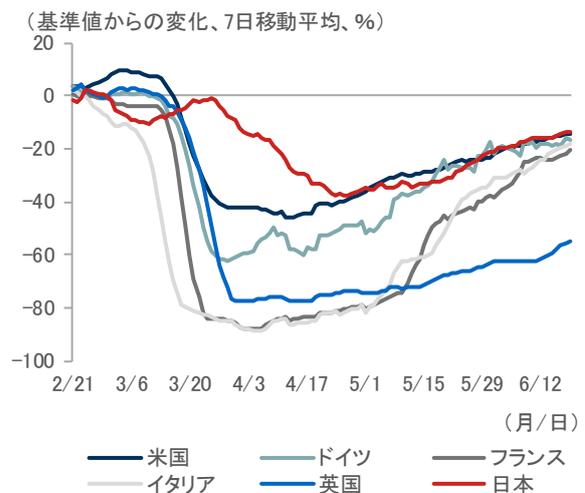


シニア・エコノミスト
胡桃澤 瑠美

世界経済は緩やかな回復へ

新型コロナウイルス感染症の拡大を抑制するための経済活動停止策により、世界経済は2020年前半に大きく縮小しました。足もとでは先進国・地域を中心に、段階的な制限緩和に向かっており、年後半にはプラス成長に回帰すると見られます。ただし、①感染状況に地域差があり、貿易・生産活動の重石になる可能性、②人々は一定期間移動や密集を伴うサービス消費に慎重になる可能性、③雇用削減による景気への二次的な負の影響がある可能性、などを勘案するとウイルス拡大前の経済規模を回復するには相応の時間がかかるでしょう。

小売・娯楽施設への訪問件数
(2020年2月21日～2020年6月19日、日次)



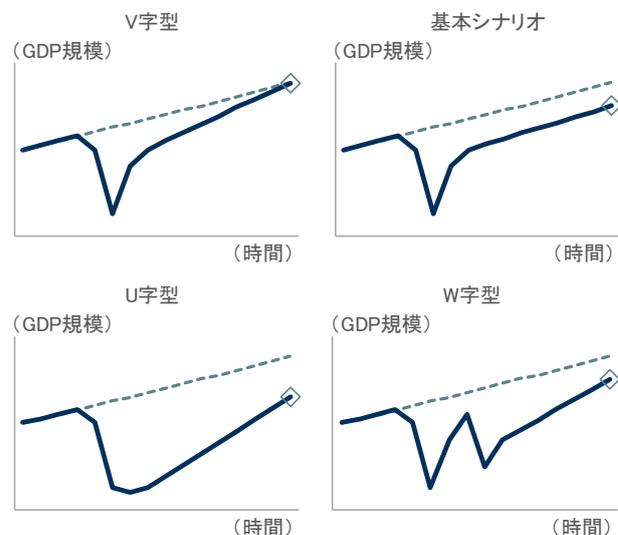
(注) 基準値は、2020年1月3日～2月6日の5週間における該当曜日の中央値

(出所) Google LLC「Google COVID-19 Community Mobility Reports」
(<https://www.google.com/covid19/mobility>) (2020年6月24日現在)
のデータを基に野村アセットマネジメント作成

「下振れリスク」を警戒

景気回復パターンについて、前期比などの「変化」ではなく、経済規模「水準」で分類すると、①過去の成長経路の延長線上に回帰するには時間がかかる、②一定のペントアップ需要や挽回生産がある、と見ており、右図の基本シナリオのようになると考えています。その上で、例えば米国でインフラ投資や減税など追加の経済対策が出る場合、予想以上の成長になる可能性(V字型)、感染拡大の「第二波」が来て、再び政府が経済活動停止を選択する可能性(W字型)もあるでしょう。新興国の感染拡大や季節性、さらに過去のパンデミックのパターンなどを勘案すると、後者のリスクに注意したいところです。

景気回復パターン



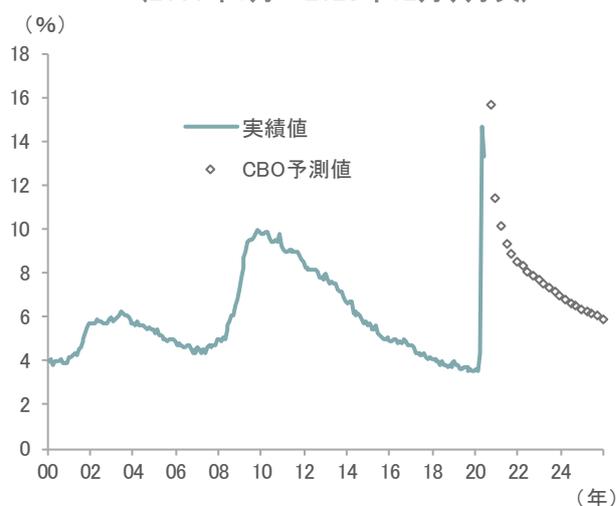
(注) 点線は過去の成長経路が持続されていた場合のGDP(国内総生産)規模を示す。

(出所) 野村アセットマネジメント作成

低インフレ長期化の下で金融緩和政策の継続を予想

新型コロナウイルス感染症対策としてのNPI（公衆衛生的介入）は供給力を落とすものであり、その結果、需給が逼迫し、インフレ的となると考えることもできます。しかし、今回は供給制約が、主に代替が難しいサービス業で発生し、需要も同等に減少したであろうことや、労働環境の急激な変化を経験したことで賃上げよりも雇用の安定を望む人々が増える可能性があることなどを勘案すると、持続的なインフレ上昇が見込みがたいと考えます。低インフレが持続する下では、中央銀行は緩和的な金融施策スタンスを維持するでしょう。

米国の失業率
(2000年1月～2025年12月、月次)



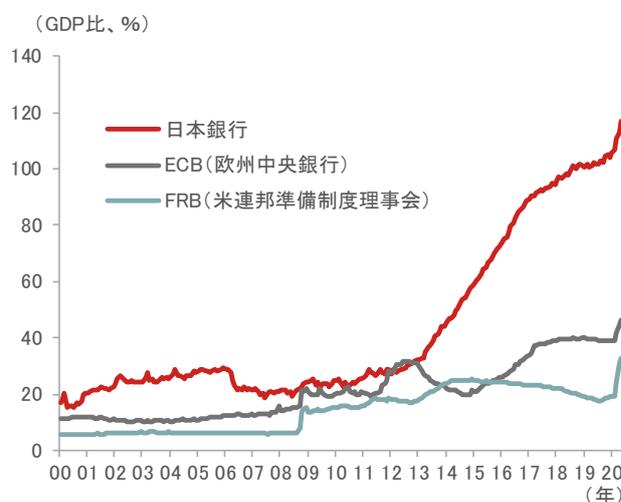
(注) 2020年7-9月期～2025年10-12月期はCBO(米議会予算局)による2020年5月時点の予測値(四半期)。

(出所) CEIC、CBOのデータを基に野村アセットマネジメント作成

政府・金融当局の影響力が増す金融市場

各国政府は、財政拡張による景気下支えに動いています。財政赤字や政府債務の拡大が見込まれ、国債の需給バランス悪化、あるいは要求されるリスクプレミアムによる金利上昇圧力があると考えられます。金利が大幅に上昇すれば景気回復の重石となり得ますが、日銀が2016年9月に導入したイールドカーブ・コントロールが世界に波及しつつあるなど、中銀は大幅な金利上昇を抑制するスタンスのようです。緩和的な財政・金融政策の中で金利を低位で安定させ、リスク資産価格をサポートする意図が感じられます。

日米欧中銀のバランスシート
(2000年1月～2020年5月、月次)



(注) GDPが未公表の場合は前期の値を用いて算出した。

(出所) CEICのデータを基に野村アセットマネジメント作成

注目点1：「グローバル化」の反転を加速させるリスク

以下では、やや長い目で見た新型コロナウイルス感染症がもたらす影響について考えています。

今回、効率性を追求して構築されてきたグローバル・サプライチェーンが感染症によって寸断され、供給途絶リスクに直面することが明示的になりました。一部医療物資には輸出制限がかけられるなど、いざという時に安定的な調達ができないリスクに対し、国内回帰を含むサプライチェーンの再構築による対応を模索する動きも出てきています。

米国の保護主義的な通商政策に象徴されるように、既にグローバル化の反動は見えていましたが、今回のコロナ危機が一層これに拍車をかける可能性があります。

直近では再び米中対立が激化しています。米国大統領・議会選挙の結果次第では、本格的かつ急速なサプライチェーン再構築が進展することも考えられるでしょう。国際政治情勢に左右されにくいサプライチェーンの構築が模索されていけば、生産コストの上昇、生産性の低下に繋がると見られ、世界の潜在成長率を下押しするかもしれません。

注目点2：「履歴効果」に注意

特に米国では失業率が急速に上昇した後、直近では労働市場の改善が見えつつあります。しかし、「コロナ前」と比較して格段に高失業である状況に変わりありません。一般に、失業期間が長期化すれば人々のスキルは低下すると考えられます。加えて、多くの国で学校休校措置が採られたことも、中長期的に見てスキル低下に繋がるとの指摘もあります。今回の「コロナ・ショック」が長期的にも経済に負の影響をもたらす「履歴効果」を発現させないか、注意すべきでしょう。

一方で、「コロナ・ショック」はデジタル化・リモート化を促し、それを「定着」させる可能性が高いと見られます。「コロナ前」に予期されたペースを上回る場合、特定産業・分野におけるイノベーションを加速させるというプラスの効果を持ち得る可能性もあります。これがある程度、「履歴効果」によるマイナスを相殺することも考えられます。

新型コロナウイルスは経済に「大きな傷跡」を残しつつも、急速な変化を促す面もあります。この「変化」が生産性向上に寄与することが期待されますが、一時的な混乱が生じるリスクもあります。

債券・為替

米ドルは下落局面入りへ



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
加藤 航



ヘッド・オブ・
フィクスト・インカム
野村AM-UK 前田 有司

米国など一部主要国の債券利回りは大きく低下した

2020年に入ってから半年間で米国や英国など一部主要国の債券利回りは大きく水準を切り下げました。

昨年末に2%弱の水準にあった米国10年国債利回りは、主要国で大幅な利下げが実施される中で一時0.3%台まで低下しました。新型コロナウイルスの急速な感染拡大を背景にした株式市場などリスク資産価格の急落や景気後退を受けて、FRBはゼロ金利政策を改めて採用しました。米国と同様に他の主要国でも利下げが相次ぎ、主要国の政策金利は概ねゼロ近辺まで引き下げられました。

各国国債利回り
(2017年1月2日～2020年6月12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

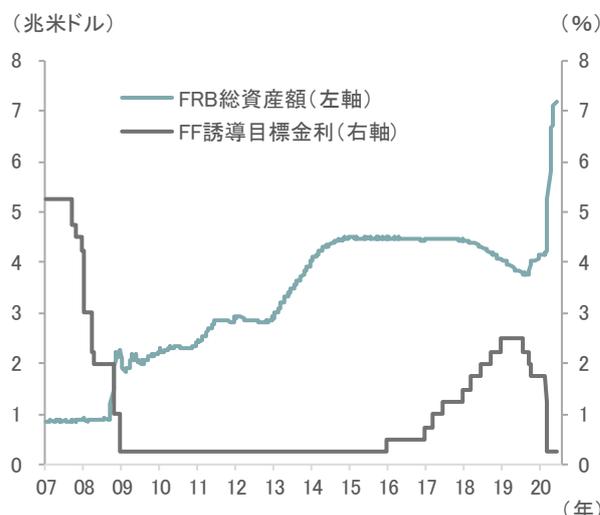
FRBは当面の間、政策スタンスを維持

6月のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、2022年末までゼロ金利を維持するというメンバーの見通しが示されました。量的緩和政策は米国債についてそれまでの1日あたり40億米ドルの買入れペースを少なくとも維持するとし、1ヵ月あたり800億米ドルという購入目標を明示しました。これにより既に歴史的な高水準となっているFRBのバランスシートは、ペースを落としつつも拡大が続いていくこととなります。

私共は、都市封鎖による景気への長期的な影響や新型コロナウイルス感染再拡大の可能性など不確実性が高いことから、FRBは当面の間、極めて緩和的な現状の金融政策を

維持する可能性が高いと見ています。

米国の政策金利とFRB総資産額
(2007年1月3日～2020年6月10日、週次)

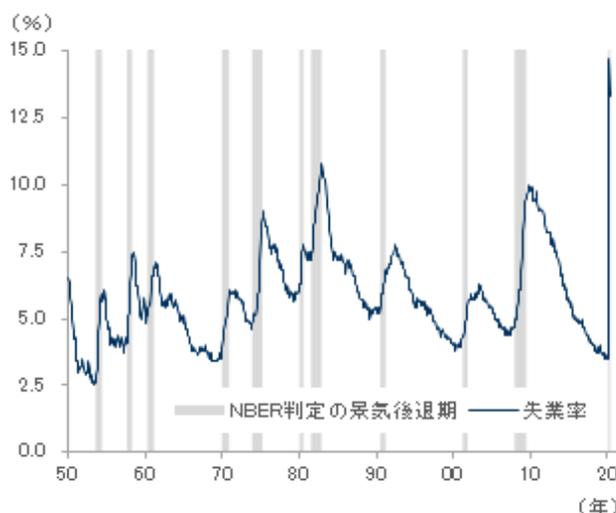


(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国経済は2009年以来の景気後退入り

NBER(全米経済研究所)は2009年6月から続いてきた景気拡大が今年2月で終了したと発表しており、米国経済はリーマンショック期以来となる景気後退入りとなりました。FRBの金融緩和策や巨額の財政出動にもかかわらず景気の落ち込みは深刻化しており、都市封鎖により一時解雇が急増したことで4月の失業率はリーマンショック時を上回る14.7%まで跳ね上がりました。小売売上高や鉱工業生産が前月比10%を超えて落ち込むとともに、急激な需要低迷により物価も下落するなど、経済全体に甚大な影響が出ました。

米国の失業率と景気後退期
(1950年1月～2020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

経済活動再開の本格化につれて債券利回りは上昇へ

しかしながら、足元では都市封鎖が段階的に解除され経済活動が再開するにつれて、早くも景気底打ちの動きが見えてきております。ISM(サプライマネジメント協会)製造業景況感指数が反発に転じるとともに、4月に大きく減少した非農業部門雇用者数は5月には増加に転じました。

新型コロナウイルス感染拡大を経て、景気先行き不安などから、長期的に人々の消費行動が慎重になるなどの影響が出る可能性は残ります。しかし、経済活動の本格的な再開が進むとともに、景気動向を反映しやすい長期債利回りについては、徐々に反発していくと想定しております。

米国の製造業景況感と雇用の伸び
(2007年1月～2020年5月、月次)



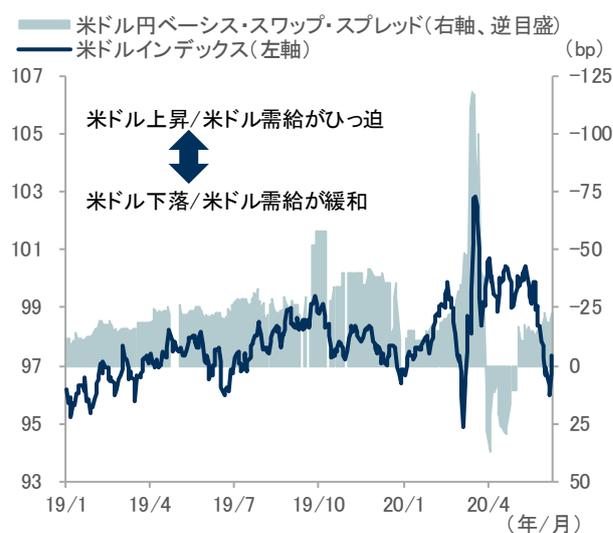
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

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定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。

為替市場は非常にボラティリティの高い展開となった

この半年間は、為替市場でも非常にボラティリティの高い展開となりました。世界的な景気後退が意識されて株式市場などリスク資産が急落する環境では、米ドルに対する需要が急激に高まることとなり、一時米ドルは幅広い通貨に対して上昇しました。その後、FRBによる米ドル資金供給策により需給のひっ迫懸念が解消されたことなどから、米ドルは一時の高値からは反落しています。更には、各国の都市封鎖が徐々に緩和され経済活動再開への期待感が高まる中で、市場のリスクセンチメント改善が米ドルを押し下げました。

米ドル指数と米ドル円ベース・スワップ・スプレッド
(2019年1月4日～2020年6月12日、日次)



(注) 米ドル円ベース・スワップ・スプレッドは、3カ月物
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

強力な金融緩和を背景に米ドルは高値圏から反落していくと見る

米ドルは、主要通貨の中で高めの金利を有していたことなどを背景に実質実効為替レートで見て歴史的な高値圏で推移していました。しかし、3月に実施された大幅な利下げにより、これまで米ドルを下支えしていた金利差の魅力が失われたことで、米ドルは下落基調で推移すると考えております。

ただし、新型コロナウイルスの感染拡大の第二波が到来して、主要都市が再度、封鎖されるような場合には、市場のリスク回避姿勢が

高まることで米ドルが改めて上昇すると考えられます。新型コロナウイルスの感染動向は引き続き実体経済、金融市場に大きな影響を与える可能性があることから、段階的な経済活動の再開が感染拡大に繋がらないかを注視していく必要があると考えております。

日本株式市場

先行き見通しは不透明ながらもコロナ後の世界を織り込み始める



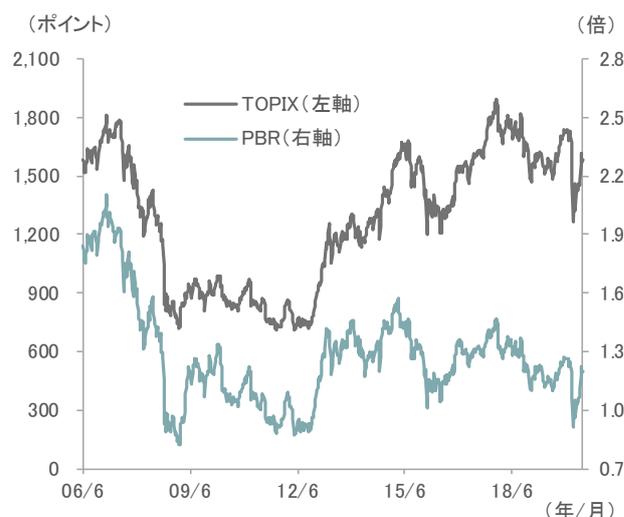
株式担当 SIO
村尾 祐一

パンデミックに襲われた株式市場

日本の株式市場は、今年の年初には循環的な景気減速の一巡、米中貿易摩擦後の業績回復を織り込みつつありました。しかし、その後予想もされなかった新型コロナウイルスの世界的蔓延と、感染拡大を防ぐための移動規制、外出制限などによる経済活動の急減速を受け大幅に下落しました。

TOPIXは、一時2008年の金融危機時に並ぶPBR(株価純資産倍率)で1倍を割る水準まで売り込まれましたが、その後は各国当局の緊急金融緩和や財政支出による企業支援、失業対策を受け、徐々に値を戻しつつあります。

東証株価指数(TOPIX)とPBR
(2006年6月26日～2020年6月15日、週次)



(出所) Quickのデータを基に野村アセットマネジメント作成

不透明感が残る企業収益見通し

今回の危機の特徴は、各国の移動制限、外出禁止令、国内における非常事態宣言などにより、経済活動が急激に抑制され、需要が文字通り瞬間蒸発したことと言えます。直接的な影響は、小売り、外食産業、空運、陸運などの輸送業、観光業などに大きく見られましたが、感染防止のための消費、生産活動の停止は、その他の多くの産業にも少なからぬ影響を与えました。結果として、若干の減益を見込んでいた、2019年度の企業収益の実績は、20%程度の減益に終わりました。問題は、2020年度の業績予想が、不透明な環境から非常に困難になっていることです。通常、多くの企業は4月から5月の年度決算発

表時に、今年度の業績ガイダンスについても発表しますが、今年は約半数の会社が、ガイダンスの発表を見送りました。こうした背景もあり、市場参加者の間での利益見通しがばらつき、コンセンサスが形成されにくくなっています。そうした状況で、大まかな見通しをあえて作るとすると、過去の経済危機時の変化を参考にすることができます。

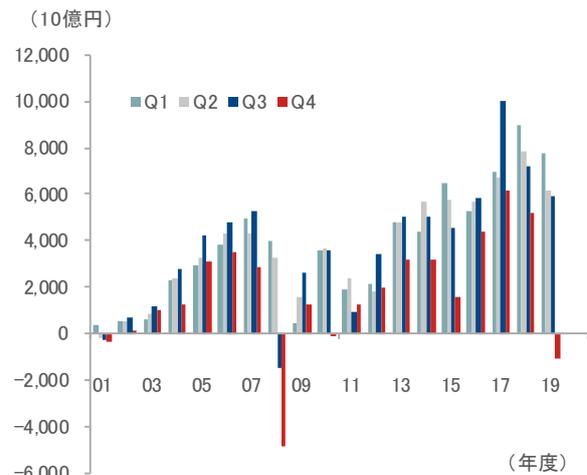
売上高が急減すると固定費負担が一気に高まるので、利益を出しにくくなりますが、過去の日本企業の危機時の動向を見ると、売上が5%程度減ってしまうと、営業利益は20%～30%の減益になると見込まれます。

中期的な視点では耐久性が増した日本企業の収益体質

一方、中期的な観点で日本企業の業績を俯瞰すると、環境悪化に対する対応力が増している、とも言えます。

2008年の金融危機時には、四半期で見た税引利益は一時大幅な赤字に陥りました。しかし、今回の局面では、赤字の幅はかなり低く抑えられそうです。これは、損益分岐点売上高が、過去10年で大幅に低下していることから推測できます。為替が当時と比べてかなり円安の水準にあることも一因ではありますが、変動費、固定費の増加を抑制し、利益率を改善させてきたことも要因としてあげられます。また、借入比率が他国と比べて低いこともプラスと言えます。

ラッセル野村大型株(除く金融)
四半期当期利益推移
(2001年度～2019年度、四半期)



(出所) 野村証券株式会社のデータより野村アセットマネジメント作成

環境変化が後押しするデジタルトランスフォーメーション

新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための政策面、企業活動の面での取り組みは、短期的な業績の悪化と同時に、新たな課題を解決するための、新技術やサービス導入の機会を生み出しているとも言えます。サプライチェーンの最適化や、テレワーク、遠隔診療、オンライン教育など、外出規制がある中で求められた生活様式の変化は、これまでに既に存在していたDX(デジタルトランスフォーメーション)の流れを一気に加速させていると言えます。これらの変化は、データ

センター投資、5Gを含めた通信ネットワークインフラ構築、クラウド、AIの活用、先端半導体の開発など、IT分野で幅広い投資活動を誘発します。また、それらのデジタル技術を活用し、競争力を強化できる企業と、そうでない企業の間で、将来の成長力や収益力の格差が広がることも予想されます。株式投資においては、「コロナ後」の社会を見据えて、個別企業の選別がますます重要になってきています。

外国株式市場

コロナ危機後の株式市場の見通し
危機後の社会で様々な技術開発を主導するテクノロジー企業は、ますます経済活動の中心となり市場の注目がいっそう高まるだろう



シニア・ポートフォリオ
マネージャー
斎藤 芳暁



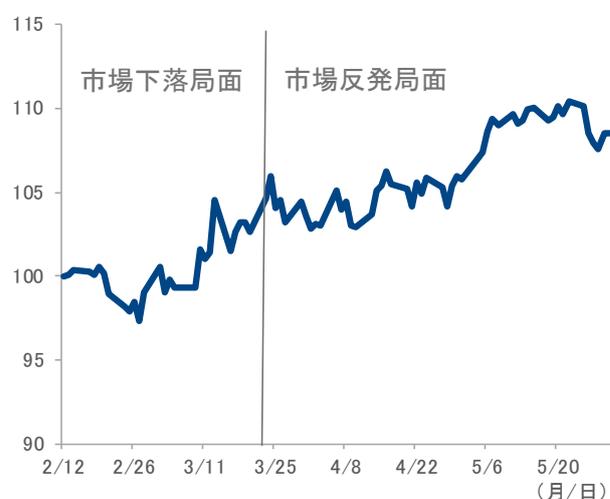
シニア・ポートフォリオ
マネージャー
民部田 康裕

コロナ危機前後の市場動向の特徴

MSCI ACWI(オール・カントリー・ワールド・インデックス)でみた世界の株式市場は、2月12日に史上最高値を更新しましたが、新型コロナウイルスの感染拡大や原油価格の大幅な下落などが懸念材料となり、3月23日にかけて30%以上下落しました。しかしその後は、主要国政府による経済対策や世界各国の中央銀行による金融緩和策の発動が支援材料となり、急速に回復しています。

この間の市場動向の特徴として、IT(情報技術)セクターの動きがあげられます。2月12日からの下落局面において、同セクターは市場全体をアウトパフォームして推移しましたが、3月23日以降の反発局面においても市場をアウトパフォームしました。

MSCI ACWIに対するMSCI ITセクターの株価推移
(2020年2月12日～2020年6月1日、日次)



(注) 2020年2月12日を100として指数化
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

テクノロジーセクターの収益性は大きく改善①

3月23日以降の反発局面において、新型コロナウイルスの感染拡大による先行きの不透明感から、株式市場上昇の牽引役が最先端分野で高い技術力を誇るテクノロジー関連株を中心とする成長株に限定された傾向が一層強まりました。

実際、大型テクノロジー株を多く含むNASDAQ100指数と幅広い中小型銘柄で構成されるラッセル2000指数の相対株価は、2000年のITバブル期の水準に近づいています。

ラッセル2000指数に対するNASDAQ100指数の推移
(1998年12月30日～2020年6月1日、日次)



(注) 1998年12月30日を100として指数化
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

テクノロジーセクターの収益性は大きく改善②

市場では、この点を懸念する向きもありますが、ここで重要なことは今日のNASDAQ100指数に含まれるテクノロジー企業の多くは、収益性、成長性、バランスシートの健全性などの観点から優良企業に分類できる企業であり、2000年のITバブル期に多く存在した赤

字企業とは全く異なるという事実です。

また、S&P500のITセクターのFCF（フリー・キャッシュフロー）利回りは、現在4.2%（2020年5月末）で1%を下回る米国10年債の利回り水準を大きく上回っています。

テクノロジーセクターが経済活動の中心に

AI（人工知能）や自動化といった技術革新のトレンドは、これまでの歴史で経験してきた以上のスピードで進み、その影響は一企業の業績だけではなく経済全体あるいは、社会全体に及んでいくことが想定されます。

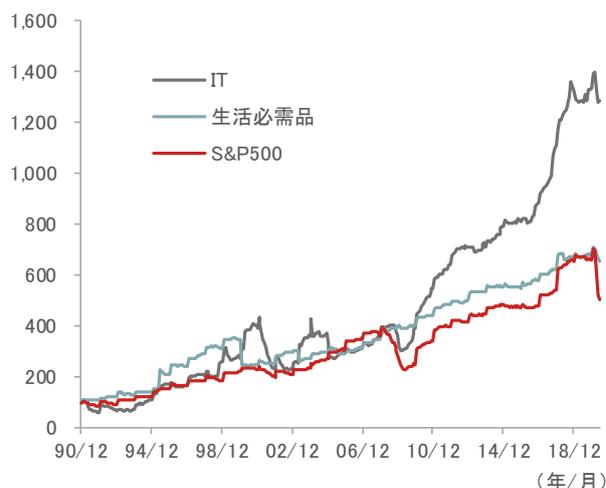
AIが人間を超えるには、まだまだ時間がかかるでしょうが、クラウド、IOT（Internet of Things）あるいはブロックチェーンなどの新技術は、すでに企業の事業戦略や経済構造自体を変化させています。

これらの技術開発を主導している企業は、今後ますます経済活動の中心となっていくことが期待されると同時に、成長の持続性（成長期間の長期化）を高めていくことが予想されます。

一般に、株価は「遠い将来の業績」を織り込むと言われます。つまり、成長期間の長

期化は、現在、技術開発をリードしているテクノロジー企業に対して、より高いバリュエーションが正当化される可能性があると考えられます。

予想EPS（一株あたり利益）の推移
（1990年12月～2020年5月、月次）



（注） 予想EPSの推移は、1990年12月末を100として指数化

（注） IT: S&P500情報技術株指数

生活必需品: S&P500生活必需品株指数

（出所） Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

グロス株からバリュース株のシフトはいつ起こるのか

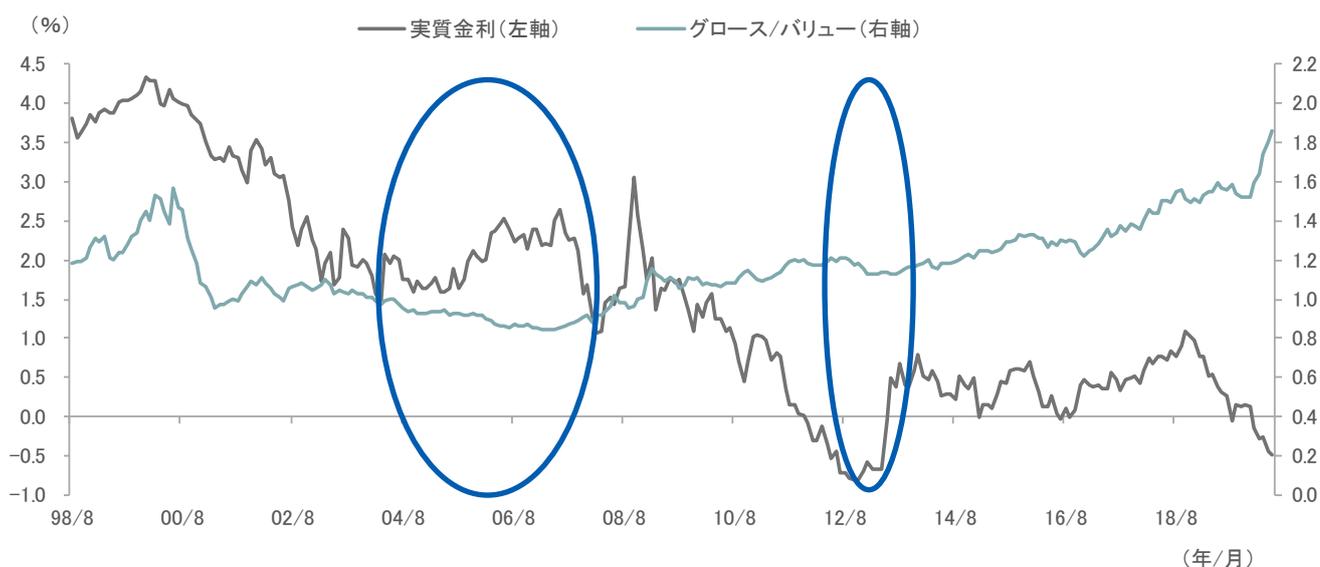
前述のように、これまでの株式市場の上昇は、テクノロジー企業を中心とするグロス株が牽引役となってきました。確かに、過去の株式市場において、グロス株からバリュース株へのシフトは継続的に起こってきました。また、足元で、グロス株のバリュエーションが大きく上昇していることも事実です。

しかしこれまで、グロス株からバリュース株へ持続的なシフトが起こる際のきっかけは、バリュエーション水準自体ではなく実質金利

の反転上昇でした。足元では、グローバルな経済成長見直しには、下方修正圧力が続き、主要国の中央銀行も、インフレ圧力が高まらない中で緩和的な金融政策の維持を表明しています。

このような環境下で、近い将来において、実質金利が上昇に転換していくことは想定しにくいいため、持続的なバリュース株相場への転換も、すぐには期待しにくいと考えられます。

S&P500グロス指数/S&P500バリュース指数と実質金利の推移
(1998年8月～2020年5月、月次)



- (注) 青い囲みは、実質金利上昇期
- (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

新興国株式：課題に取り組み、収益機会を切り開く

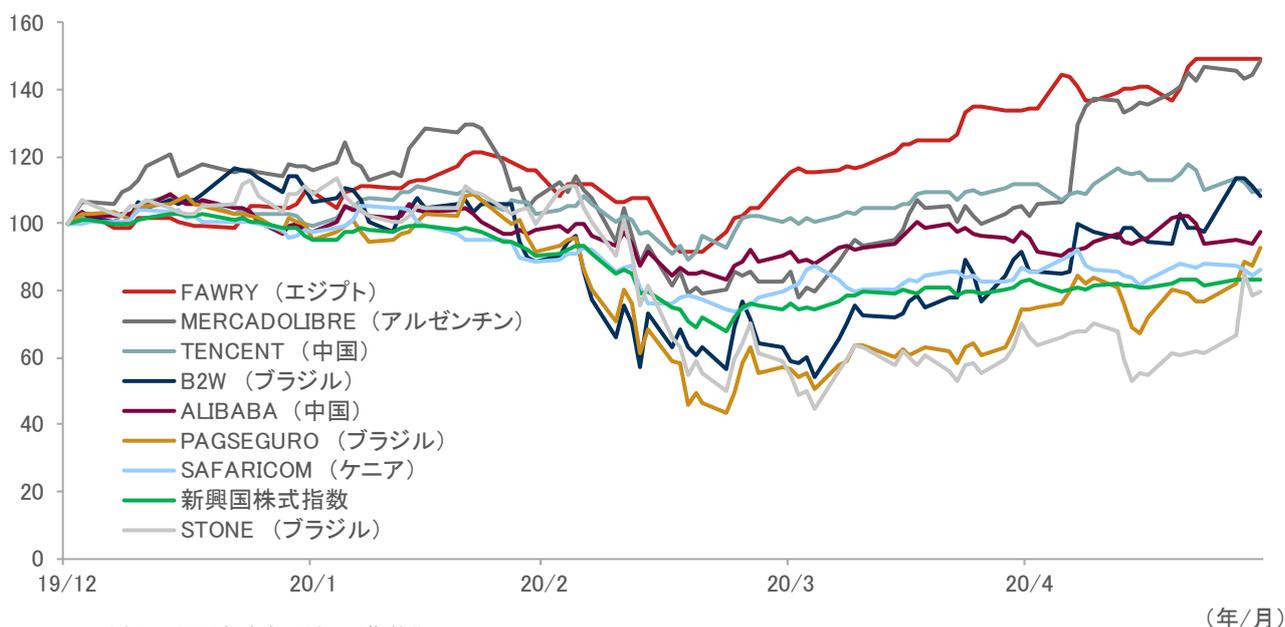
新型コロナウイルス感染収束後も新しい生活様式、いわゆるニューノーマルが定着することが予想されています。そうした変化の一つが新しい決済方式の普及です。感染防止対策として現金の受け渡しに伴う接触を減らすという点も重要ですが、新興国においては、実は新型コロナウイルス発生以前から、デジタル技術を用いた新型決済がもたらす恩恵が注目されてきました。

新興国では未だ多くの労働者・消費者がクレジットカードや銀行口座を保有していないことは珍しくありません。所得水準自体が余り高くなく且つ不安定であったりすることもあります。金融機関への物理的アクセスの遠さ、

利用コストが高いことが普及の妨げになってきました。しかし、デジタル技術の進展が、これまで金融サービスから疎外されてきた人々を取り込むことを可能にしています。

デジタル決済といったものは、新興国の労働者にとっては海外で稼いだお金を母国に送金するというニーズにも応えられますし、更なる普及が予想されるオンライン・ショッピングとも親和性が高いと考えられます。少額ローンや貯蓄・投資商品など、これまで手の届かなかった金融サービスを提供することを通じて、疎外されてきた人々の生活や事業を支援すれば事業機会の拡大だけでなく社会的貢献にもつながると期待されます。

新興国で決済事業を手掛ける企業の株価推移(米ドル建て)
(2019年12月31日～2020年5月29日、日次)



(注) 2019年末を100として指数化

(注) 新興国株式指数: MSCI EM (Emerging Market) 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

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

短期的なコロナからの回復動向に加えて
中長期的な構造変化にも注目



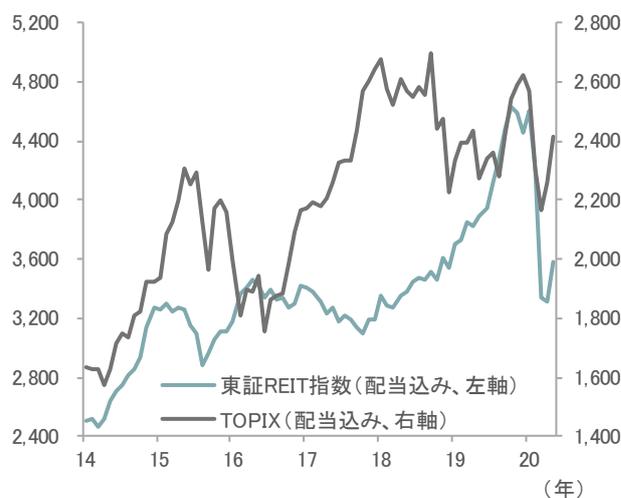
シニア・エクイティアナリスト
延原 知行

コロナの影響により市場は大幅下落

J-REIT市場は賃貸収益中心のディフェンシブな特徴が評価され、昨年は普通株と比較しても堅調に推移しました。

しかし国内外で新型コロナウイルス感染症が拡大し金融市場がリスクオフ局面に移行した今年3月には地方銀行など金融機関による売りが膨らんだことから投資口需給は悪化し、J-REIT市場は大幅に調整しました。一方ファンダメンタルズ対比で投資口価格は割安と判断した海外投資家や個人からは積極的に買いが入りました。4月に入り金融機関による売りは縮小し市場は回復傾向で推移しています。

TOPIXと東証REIT指数の推移
(2014年1月～2020年5月、月次)



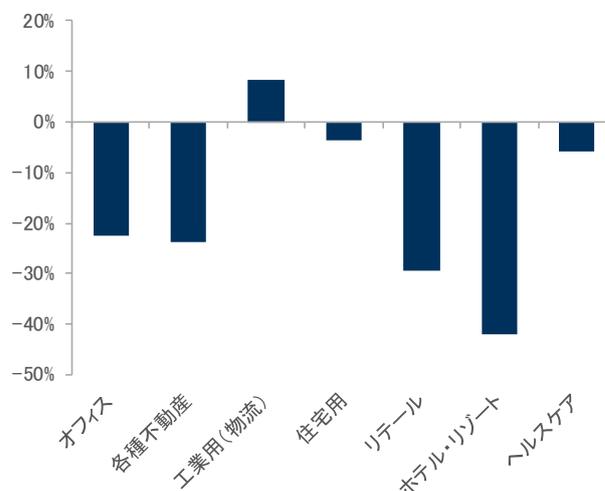
(出所) 東京証券取引所のデータを基に野村アセットマネジメント作成

サブセクターのパフォーマンスは二極化

コロナ拡大による影響はサブセクターによって大きく異なります。例えば物流施設は外出自粛を余儀なくされたことからネット通販に対するニーズが高まっており商品配送の需要は増加しています。一方で商業施設は飲食店や衣料品等のテナント売上の低迷により運営状況は悪化しています。ホテルについては国内需要に加えてインバウンド需要も期待できない状況のため稼働率は大幅に低下しています。

このような背景から物流REITの投資口価格は堅調に推移する一方で、商業(リテール)やホテルREITは大きく下落しています。

東証REIT指数のセクター別年初来リターン
(2019年12月30日～2020年5月29日)



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

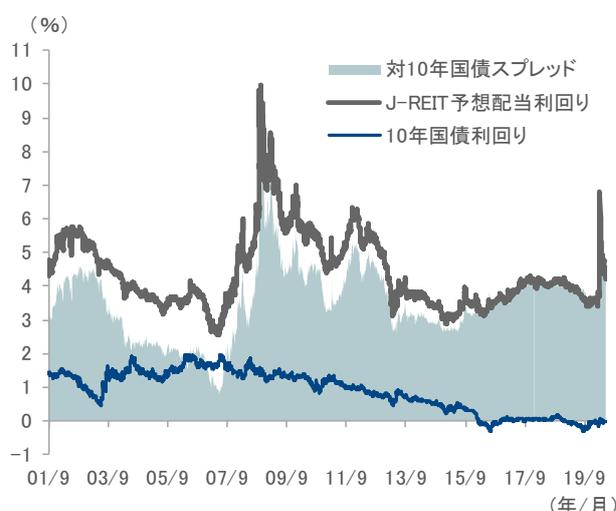
経済活動の回復期待に伴い市場は緩やかに回復

大幅な下落に見舞われたJ-REIT市場ですが、経済活動の回復期待に伴い直近では緩やかな回復傾向へ転じております。

緊急事態宣言の解除により商業施設では店舗の営業再開が進んでおり、今後外出や地域間の移動自粛の緩和が進むような状況となればホテルにもプラスとなります。J-REIT市場全体の予想配当利回りは3月には5%を大きく上回る水準へ上昇しましたが、5月末では4%台前半まで低下し市場も落ち着きを取り戻しております。

当面は感染第二波への懸念等から市場は一進一退を続ける可能性はありますが、基調としては回復傾向が続きそうです。

J-REIT予想配当利回りと10年国債利回りの利回り格差
(2001年9月10日～2020年5月29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

中長期的な構造変化にも注目

今回のコロナショックが終息した後に中長期的な構造変化につながるかどうかにも注目されます。

感染拡大以降は多くの商業施設が営業休止となり自宅でネット通販を利用する機会が大きく増加しました。これまで利用頻度が低かった層にもコロナを契機にeコマースが更に浸透しその利便性が認識されたと考えられ、今後も継続的に利用される可能性がでてきました。

在宅勤務は感染拡大の防止効果のみならず生産性向上や様々な働き方に対応できる点が評価されており、コロナ後も在宅勤務前提の雇用制度の継続を検討する企業も出始めております。

今後物流施設はeコマースに関連した需要が更に拡大し、オフィスは新しい働き方に対応可能な設備を備えた物件へのニーズが高まることが予想されるため、そのような良質な物件を多く保有するJ-REITが高く評価される展開となりそうです。

当資料に関するお知らせ

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

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

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

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

当資料で使用した指数

- 東証株価指数（TOPIX）
- Russell/Nomura大型株（除く金融）
- MSCI AC World Index
- MSCI Information Technology Index
- Russell 2000 Index
- NASDAQ 100 Index
- S&P500株価指数
- S&P500情報技術株指数
- S&P500生活必需品株指数
- S&P500グロース指数
- S&P500バリュー指数
- MSCI EM（Emerging Market） Index
- 東証REIT指数

当資料で使用した指数の著作権等

- 「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。
- 「Russell/Nomura大型株（除く金融）」、「Russell 2000 Index」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証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証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証券株式会社は、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。
- 「MSCI AC World Index」、「MSCI Information Technology Index」及び「MSCI EM (Emerging Market) Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「S&P500株価指数」、「S&P500情報技術株指数」、「S&P500生活必需品株指数」、「S&P500グロース指数」および「S&P500バリュースコア指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード・アンド・プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エル シーに帰属しております。
- NASDAQ100指数（Nasdaq 100 Index）は、米国のNasdaq上場の国内外の非金融銘柄のうち時価総額と流動性が最も高い銘柄で構成される調整時価総額加重平均指数です。

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

2020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のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号
加入協会：一般社団法人投資信託協会 /
一般社団法人日本投資顧問業協会 /
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Investment Platform

野村アセットマネジメント

2020年3月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p>4.0兆円 105名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリュース / 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 / バリュース / 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 <p>* American Century Investments®</p>	<p>13.4兆円 95名</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 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 <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.</p>	<p>25.0兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / REIT / 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 / 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 	<p>5.9兆円 30名</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 <p>*野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社</p>

マルチアセット&ソリューションズ

0.9兆円
23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

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

(注) 2020年3月末時点の数値。上記の投資プロフェッショナル数は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社、Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.が対象。ジョイントベンチャーは対象外です。

Global Network

野村アセットマネジメント

Europe

- London
- Frankfurt

Americas

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

Japan

- Tokyo
- Osaka
- Fukuoka
- Wealth Square

Middle East

- Dubai

Asia

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

Australia

- Sydney

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

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.

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

49.3兆円



グローバルの陣容

1,472人



※2

世界第5位のETF運用残高

国内シェア 45%



※1

106兆円の
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 28.2%

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。運用資産残高、ETF残高国内シェア、国内公募投信市場におけるマーケットシェアは2020年3月末時点。本社・拠点の従業員数は2019年12月末時点。運用調査関連業務従事者の平均経験年数は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。