

日本経済・株式のご参考資料  
「ジャパン・イン・モーション」  
2022年新春号

お知らせ

当資料は、今回の「2022年新春号」より、  
刊行サイクルを季刊に変更しました。

発行は、1月、4月、7月、10月の年4回と  
なります。



2022年1月作成

日興アセットマネジメント

日興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 368 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



- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、日銀は20年、ETF購入の積極化、国債買い入れの上限撤廃、社債・CPの買い入れ枠拡大など、資金繰り支援策の導入・拡充を決定、21年には、機動的な長短金利の引き下げを可能とすべく、金融機関に上乗せ金利を付ける新制度を設けました。
- また、21年3月には、ETFの購入について、原則年6兆円の目安を削除し、買い入れ対象をTOPIX連動型のみとしました。なお、資金繰り支援策については、社債・CPの買い入れを期限の22年3月で終了する一方、中小企業向け支援については同年9月まで延長することを決定しました。

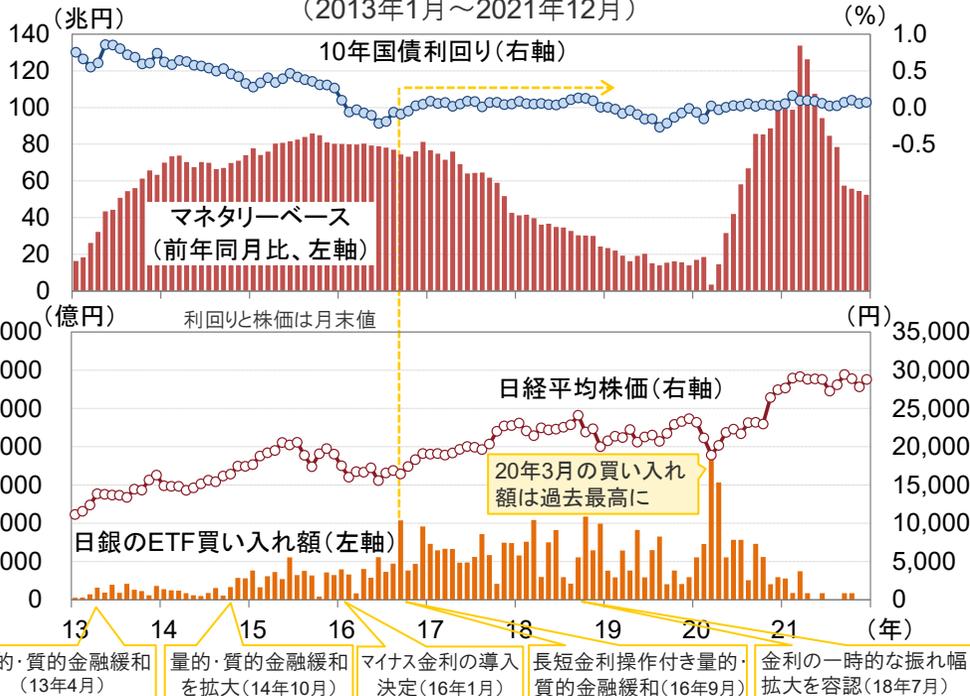
コロナ禍を受け、量的緩和が再拡大

23年末まで現行並みの金利水準との見方が優勢

(上場投資信託)

(コマ-シャル・ペ-パ-)

＜「量的・質的金融緩和」から「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」へ＞  
(2013年1月～2021年12月)



＜金利見通しの分布\*＞

長短金利 (%) の予想水準	▲0.3 ~ ▲0.2 未満	▲0.2 ~ ▲0.1 未満	▲0.1 ~ 0.0 未満	0.0 ~ 0.1 未満	0.1 ~ 0.2 未満	0.2 ~ 0.3 未満	0.3 ~ 0.5 未満
	政策金利	22年末		36			
	23年末	1	31	3			
長期金利の誘導目標	22年末			35	1		
	23年末		1	31	1	1	

(単位: 人) 注: 色塗り部分は現行の金利水準

\*民間エコノミスト約35人(機関)による予測の集計 (2022年1月13日発表、回答期間:2021年12月24日～2022年1月7日)

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」より日興アセットマネジメントが作成

日本銀行などのデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 岸田政権は、「成長と分配の好循環」と「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとした新しい資本主義の実現に向け、15名の有識者を構成員とする「新しい資本主義実現会議」を設け、具体策の協議を行なっています。
- 21年11月にまとまった経済対策には、同会議の提言を踏まえ、成長・分配戦略が盛り込まれました。これとは別に、持続的な賃上げを促すべく、企業に対する優遇税制を抜本的に強化する一方、賃上げに積極的でない大企業が投資減税を受けられないような措置を導入する方向です。

「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」

分野と主な支出	財政支出	事業規模
<b>新型コロナウイルス感染症の拡大防止</b> 病床確保などの緊急包括支援交付金 最大250万円の事業者向け支援金 実質無利子・無担保融資の延長などの資金繰り支援* 住民税非課税世帯への10万円給付金	22.1兆円程度	35.1兆円程度
<b>「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え</b> 「新たなGoToトラベル事業」* コロナ対応予備費(21年度残額、22年度当初予算案の合計)	9.2兆円程度	10.7兆円程度
<b>未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動</b> 10兆円規模の大学ファンド マイナポイント第2弾 先端蓄電池の生産拠点への補助金 看護師、介護士、保育士らの賃上げ 18歳以下への10万円相当の給付金	19.8兆円程度	28.2兆円程度
<b>防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保</b>	4.6兆円程度	5.0兆円程度
合計	55.7兆円程度	78.9兆円程度

\*繰越金を活用

成長戦略	
<b>科学技術立国の実現</b>	・ 10兆円規模の大学ファンドの2021年度内実現 ・ デジタル、グリーン、AI(人工知能)、バイオなどの研究開発の支援 ・ いわゆる6G(ビヨンド5G)やワクチンの開発支援などの推進 ・ クリーンエネルギー自動車・インフラ導入の支援 ・ 蓄電池や半導体の国内生産基盤確保に向けた大規模投資の促進 ・ スタートアップの徹底支援 など
<b>地方を活性化し、世界とつながる「デジタル田園都市国家構想」</b>	・ テレワーク、ドローン宅配、自動配送などデジタルの地方からの実装 ・ DX(デジタルトランスフォーメーション)の推進 ・ 教育のICT(情報通信技術)環境の整備 ・ 地方活性化に向けた積極的投資 など
<b>経済安全保障</b>	・ 経済安全保障を推進するための法案の策定 ・ 戦略技術の特定・育成、技術流出の防止等に向けた取組の推進 ・ 先端半導体に関する国際共同開発支援と半導体工場の我が国への立地支援、国内拠点工場の刷新 ・ データセンター等の地方分散によるデジタルインフラ強靱化 など
分配戦略	
	・ 賃上げを行なう企業に対する税制支援の強化など、賃上げの推進 ・ 3年間で4,000億円の施策パッケージなど、労働移動の円滑化・人材育成の強力な推進 ・ 働き方改革等による多様な働き方の推進、多様な人材の活躍などの支援 ・ 看護、介護、保育、幼児教育など現場で働く人の収入の引き上げ等 ・ 「こども・子育て支援」の推進 など

政府の発表や報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 21年9月3日、菅首相は自民党総裁選挙に立候補しないと表明しました。同選挙では、決選投票の末、岸田氏が勝利し、10月4日に衆参両院の指名を受け、首相に就任しました。また、同月末の衆院選では、自民党は議席を減らしたものの、絶対安定多数を単独で確保しました。
- 岸田首相は、経済対策の迅速な執行に向け、補正予算案の成立を急ぐほか、「成長と分配の好循環」を掲げ、所得増と経済成長の両立を目指す考えを示しています。なお、金融所得課税の見直しについて、経済や市場の状況を踏まえ、22年以降に検討する模様です。

<注目される主なスケジュール>

2022年	
1月1日	RCEP(地域的な包括的経済連携)協定発効
1月17日	通常国会召集
2月	北京冬季五輪(4日~20日)
3月中	2022年度予算成立
4月	東証再編
春	新しい資本主義実現に向けた具体策をとりまとめ
6月15日	通常国会の会期末
6月26~28日	ドイツでG7(先進7カ国)首脳会議
7月10日?	参院選の投開票
2025年	
5~11月	大阪で国際博覧会(万博)開催

政府は、新型コロナウイルス対策や、岸田首相が掲げる新しい資本主義の重要性を訴え、予算案の早期成立に全力をあげる方針。

東証1部などの既存4市場を廃止し、新たに、グローバル企業向けの「プライム」、中堅企業向けの「スタンダード」、新興企業向けの「グロース」の3市場を開設するほか、「プライム」の上場基準を厳しくする。

東京オリンピック・パラリンピック後の景気浮揚としての寄与が期待される。開催地となる大阪の人口島・夢洲は、大阪府・市がカジノを含む統合型リゾート施設の誘致も目指しており、実現すれば、万博との相乗効果も期待される。

※スケジュールは変更される場合があります。

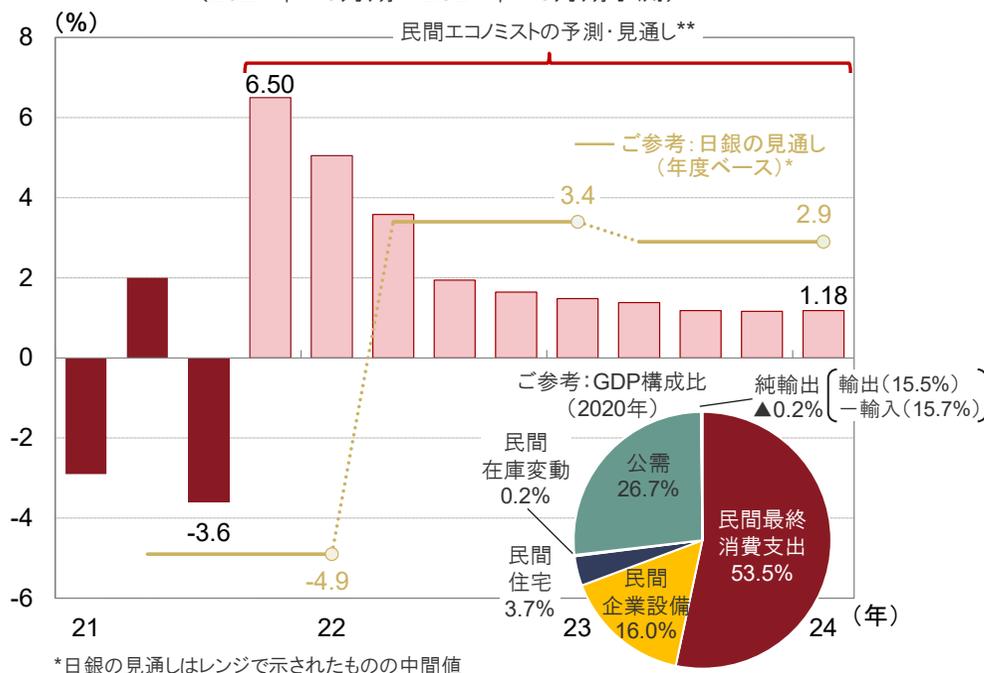
報道など、信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 新型コロナウイルスの感染拡大などから、GDP成長率は20年4-6月期に戦後最大のマイナスとなりました。同年後半に持ち直した成長率は、感染の再拡大などから、再度、マイナスに振れる局面もあったものの、21年10-12月期には急回復し、その後、緩やかな回復を続ける見通しです。
- 物価については、消費者物価指数の前年同期比で20年10-12月期にかけて▲1%弱まで落ち込んだものの、その後、21年10-12月期にはプラスを回復し、22年前半にかけて伸びが高まると予想されています。

21年10-12月期に急回復後、持ち直しペースは緩やかに

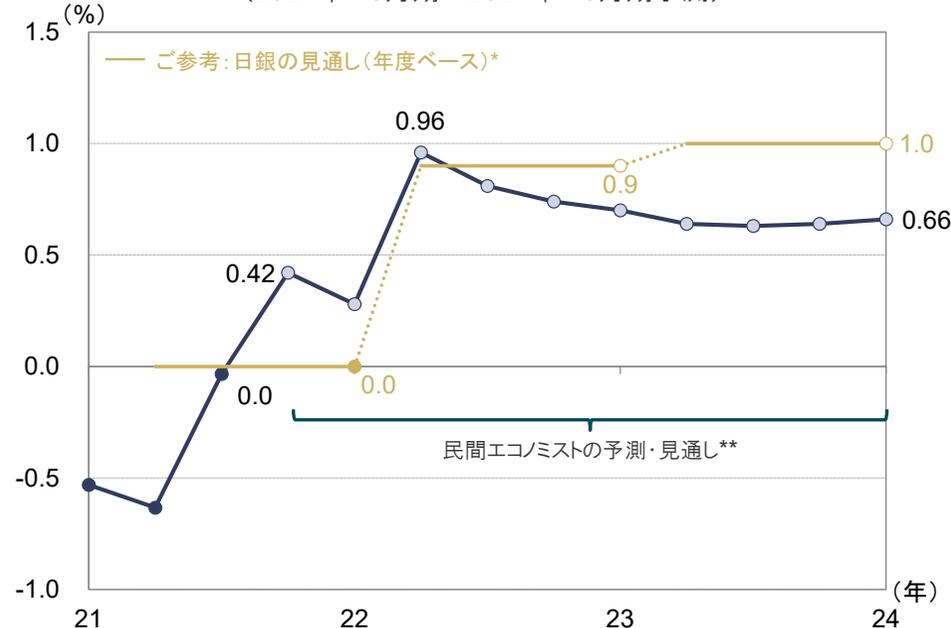
＜実質GDP成長率(前期比年率換算)の推移＞  
(2021年1-3月期～2024年1-3月期予測)



\*日銀の見通しはレンジで示されたものの中間値

物価は上昇局面に

＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同期比)の推移＞  
(2021年1-3月期～2024年1-3月期予測)



\*\*民間エコノミスト約35人(機関)による予測の集計  
(2022年1月13日発表、回答期間:2021年12月24日～2022年1月7日)

日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」などをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予測・見通しであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 新型コロナウイルスの感染拡大や原油価格の大幅下落の影響などから、物価は20年春以降、下落基調となりました。ただし、原油価格の持ち直しに加え、Go Toトラベルが一時停止となったことなどに伴ない、21年に入るとマイナス幅は縮小に向かい、9月にはプラスに転じました。
- 足元では、携帯電話料金の低下が物価の押し下げ要因となっているものの、原油価格の回復に伴うエネルギー価格の上昇に加え、前年にGo toトラベルの割引で宿泊料が下がったことの反動などもあり、物価の上昇傾向は続くと見込まれます。

## プラスに転じた物価の伸びは、上げ幅を拡大する見通し

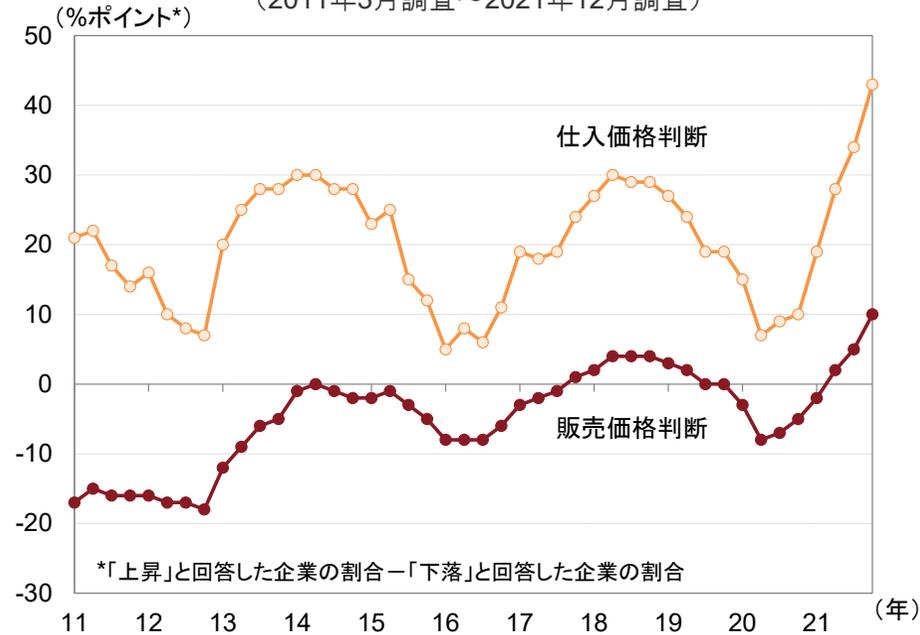
＜消費者物価指数(除く生鮮食品、前年同月比)の推移＞  
(2011年1月～2021年11月)



(出所)総務省

## 企業の仕入・販売価格判断は上振れ

＜企業(全規模・全産業)の価格判断の推移＞  
(2011年3月調査～2021年12月調査)



(出所)日銀

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 個人消費は、19年10月の消費税率引き上げ前後に大きく振れた後、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で20年春に急減しました。その後、政府の需要喚起策などを受けて回復に転じたものの、サービス消費の低迷が続く中、持ち直しの動きは足踏み状態となっています。
- 国内でも新型コロナウイルスのワクチン接種の普及が進んでおり、今後、経済活動の再開が進めば、消費の回復が進むと見込まれます。なお、雇用・所得環境については、感染症の影響が残っているものの、求人などに持ち直しも見られ、今後は底堅く推移すると見込まれます。

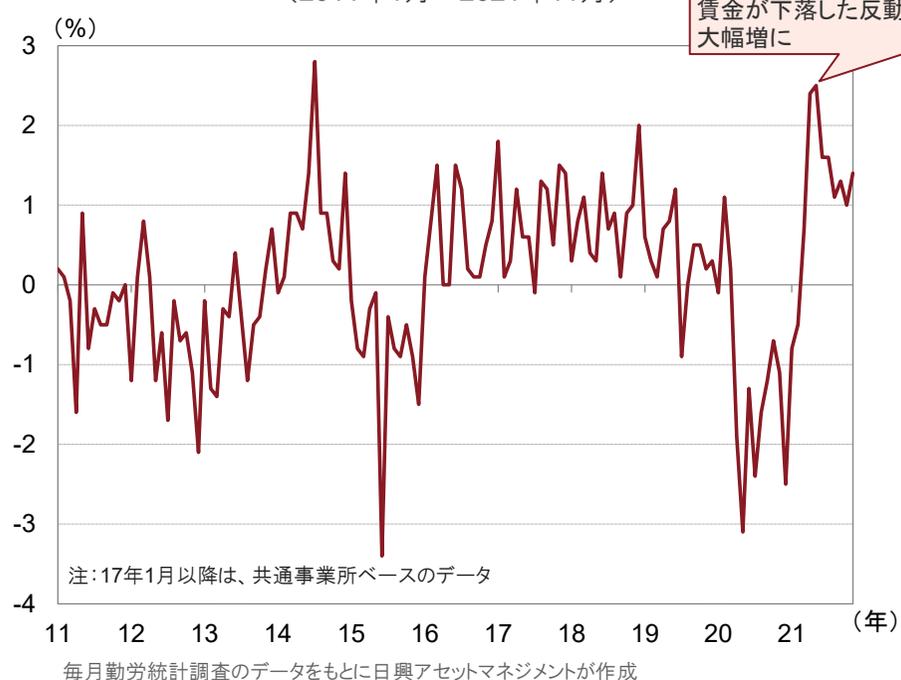
緊急事態宣言の全面解除を受け、消費の回復が期待される

賃金は持ち直し

<実質個人消費\*と失業率の推移>  
(2011年1月～2021年11月)



<現金給与総額(前年同月比)の推移>  
(2011年1月～2021年11月)



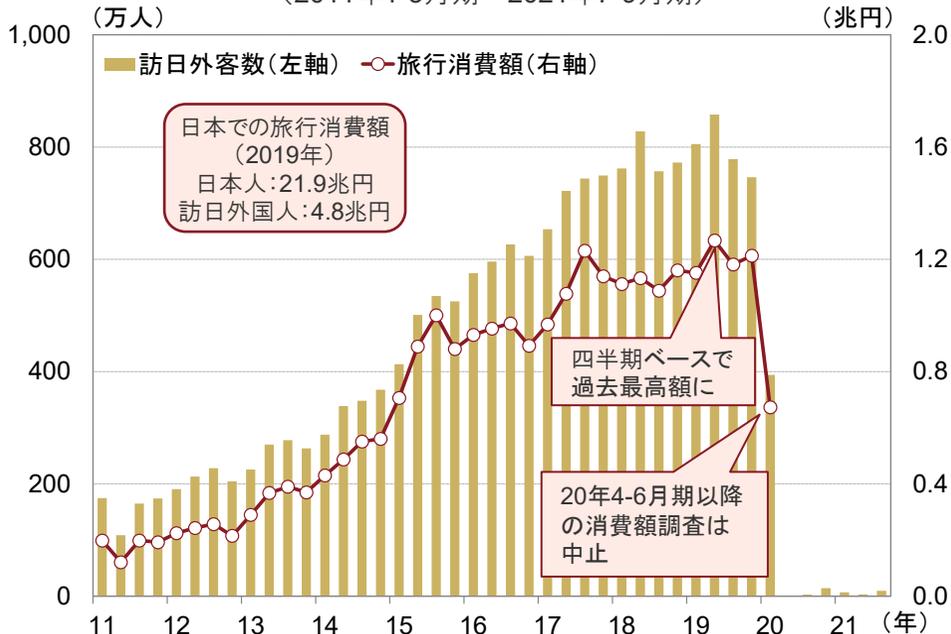
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- インバウンド需要に関しては、19年に訪日外国人観光客数および消費額が揃って7年連続で過去最高を更新しました。しかし、新型コロナウイルス感染拡大の影響から、20年の訪日外国人観光客数は前年比▲87%の411万人強、旅行消費額は▲85%の7,446億円(試算値)となりました。
- 一方、輸出は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で20年4、5月に急減したものの、世界で経済活動の再開が広がるに連れて持ち直し、コロナ禍前の水準を回復しました。なお、21年秋には、供給網上の制約の影響などから再度、下振れしたものの、11月には持ち直しました。

20年のインバウンド(訪日客)数、98年以来の低水準

＜訪日外国人の観光客数および旅行消費額の推移＞  
(2011年1-3月期～2021年7-9月期)



日本政府観光局(JNTO)、観光庁のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

実質輸出はコロナ禍前の水準を回復

＜実質輸出入と円相場の推移＞  
(2007年1月～2021年12月\*)



日銀などの信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

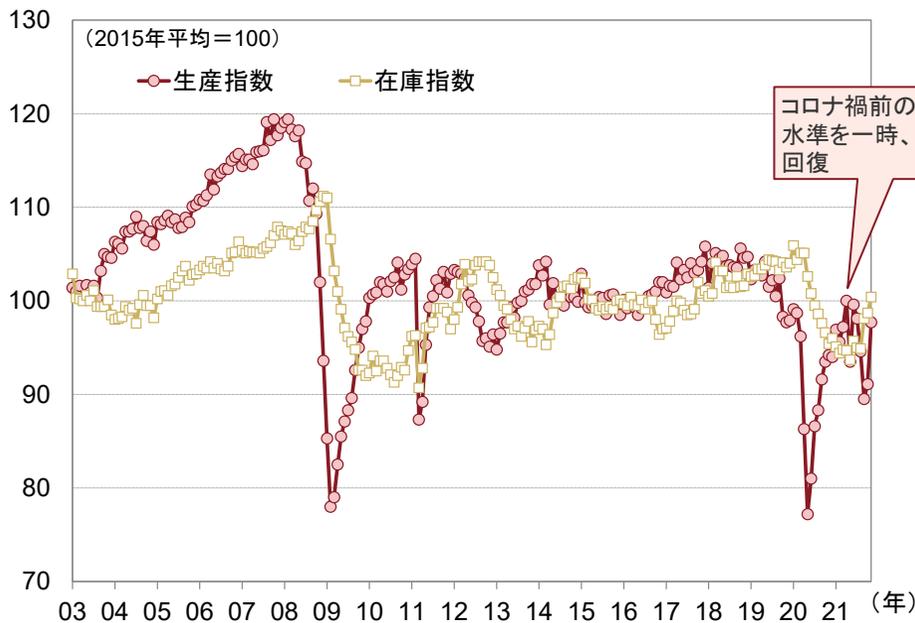
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 生産は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、20年4、5月に急低下したものの、その後、輸出の回復などを背景に持ち直し、21年4月にはコロナ禍前の水準を回復しました。しかし、足元では、半導体不足や東南アジアからの部材調達の停滞などから、足踏みとなっています。
- 設備投資は、コロナ禍の影響で前年に急減した反動もあり、足元は2四半期連続で前年比増となりました。デジタル化など、企業の投資意欲は強いとみられ、行動制限の緩和の進展や供給網上の制約の改善などに伴い、設備投資の持ち直しが進むと期待されます。

生産は足元で再度、持ち直し

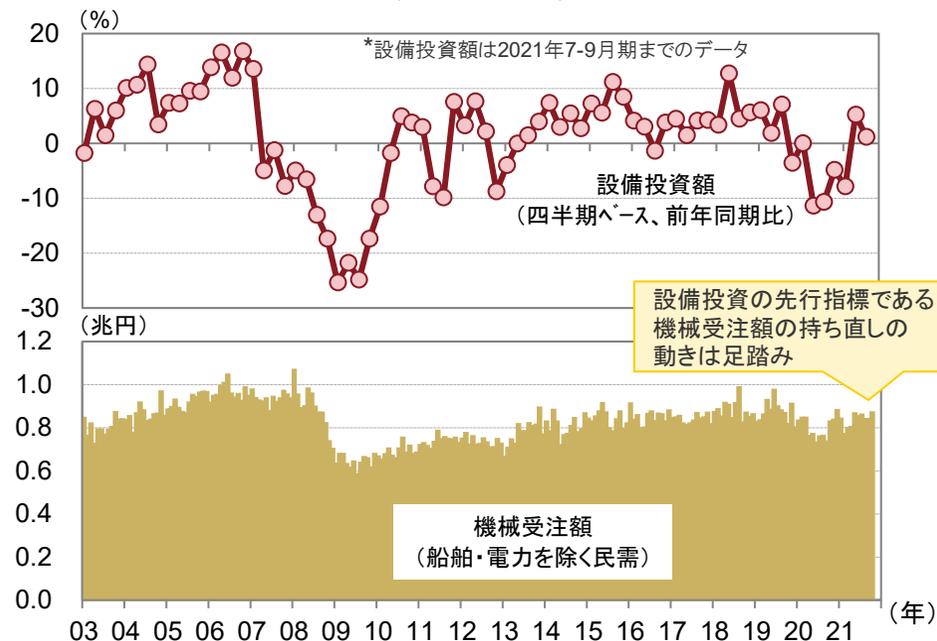
＜鉱工業生産指数と在庫指数の推移＞  
(2003年1月～2021年11月)



(出所)経済産業省「鉱工業指数」

設備投資の先行指標の持ち直しは足踏み

＜設備投資と先行指標の推移＞  
(2003年1月～2021年10月\*)



法人企業統計調査および機械受注統計をもとに日興アセットマネジメントが作成

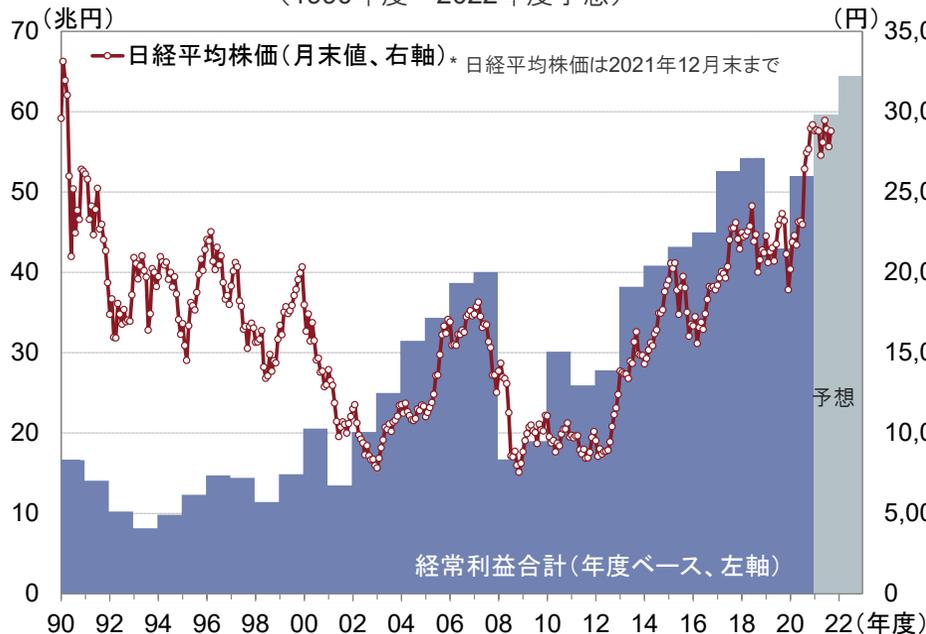
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 日本企業(東証一部銘柄、除く金融ベース)の経常利益は、世界経済の減速に加え、新型コロナウイルス感染拡大の影響もあり、19年度に8年振りの減益となりました。20年度は、上期に大幅減益となったものの、下期には、自動車や巣ごもり関連の好調などを背景に製造業を中心に急回復したほか、大手情報・通信会社の投資事業利益の拡大が寄与し、通期では増益となりました。
- 21年度は、売上の拡大と収益性の改善などから、経常利益は過去最高を更新し、翌22年度も連続して最高益を更新すると見込まれます。

企業業績の回復が株価の上昇を牽引

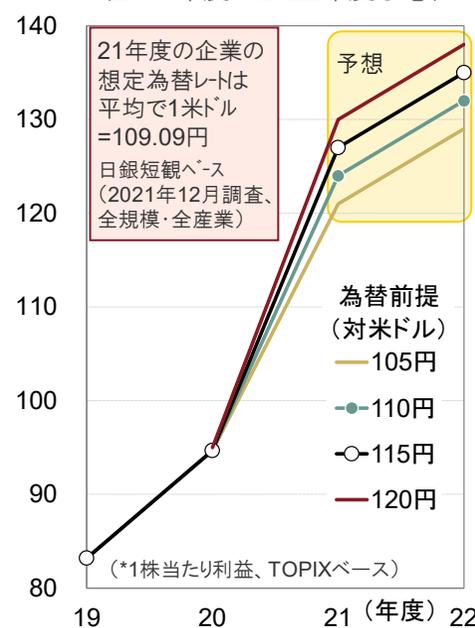
＜東証一部銘柄(除く金融)の経常利益合計の推移＞  
(1990年度～2022年度予想)



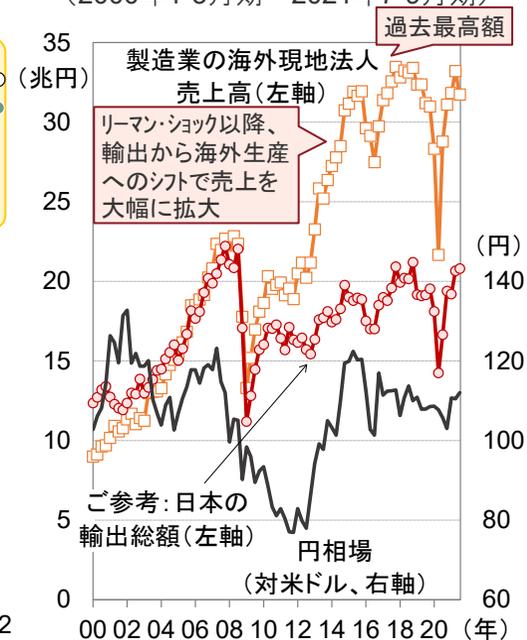
(予想はいずれも日興アセットマネジメントの2021年12月時点のもの)

海外生産の拡大などで高まった為替への耐性

＜為替前提別の予想EPS\*水準＞  
(2019年度～2022年度予想)



＜海外現地法人売上高の推移＞  
(2000年1-3月期～2021年7-9月期)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

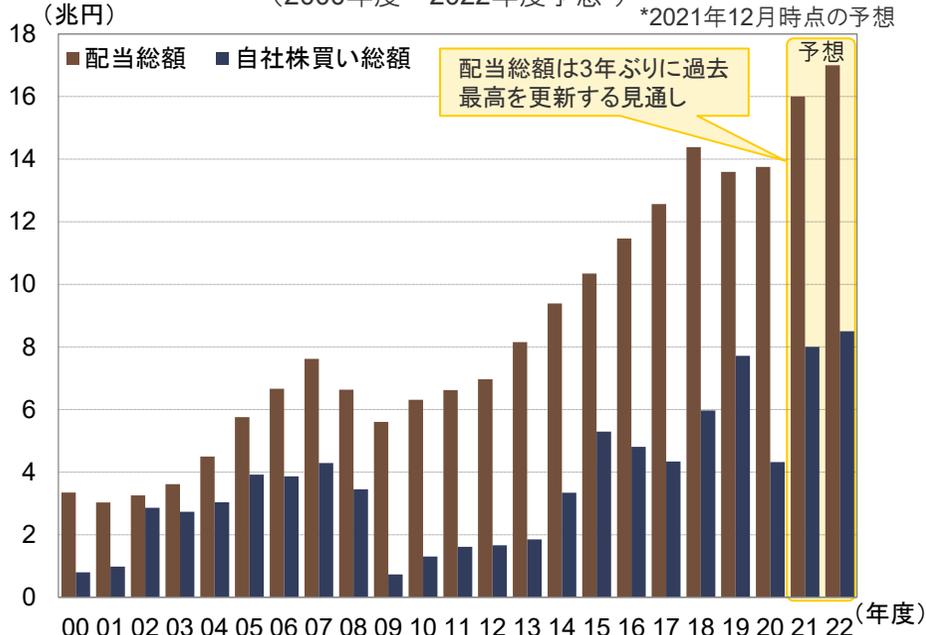
当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 企業統治強化の流れの中、株主還元に対する意識の高まりや業績拡大などを背景に、配当は拡大傾向、自社株買いは高水準です。20年度は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から自社株買いが減少したものの、21年度以降は拡大基調に戻ると見込まれます。
- また、資本効率を重視する流れに加え、内需型企業が海外に成長の活路を求める動きの強まりなどもあり、日本企業による海外企業を対象としたM&A(合併・買収)が活発化しました。

株主還元は20年度に減少も、21年度には回復へ

＜配当および自社株買い総額の推移＞  
(2000年度～2022年度予想\*)

\*2021年12月時点の予想



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

M&Aも20年に減少したが、21年には増加に転じた

＜日本企業の海外M&Aの金額と件数の推移＞  
(2000年～2021年)



(出所)レコフ「マール」

※上記は過去のものおよび予想であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 安倍政権の下、日本の「稼ぐ力」の強化に向けた施策が相次いで導入されると、企業の間で収益性・生産性向上に向けた気運が広がったものの、企業の収益性のグローバル指標であるROE(自己資本利益率)の改善は限定的でした。
- しかし、コロナ・ショックにより、企業は生産性向上やコスト削減などに向け、デジタル化等の変革を促されるようになっており、これを機に、シェア重視から収益性重視に転じる企業が増えることで、欧米に見劣りがちな日本のROEが改善に向かうと期待されます。

企業は収益力を重視する方向に

コロナ禍を契機とした姿勢の変化などにより、ROEは持ち直し

<企業に変革を促す施策など>

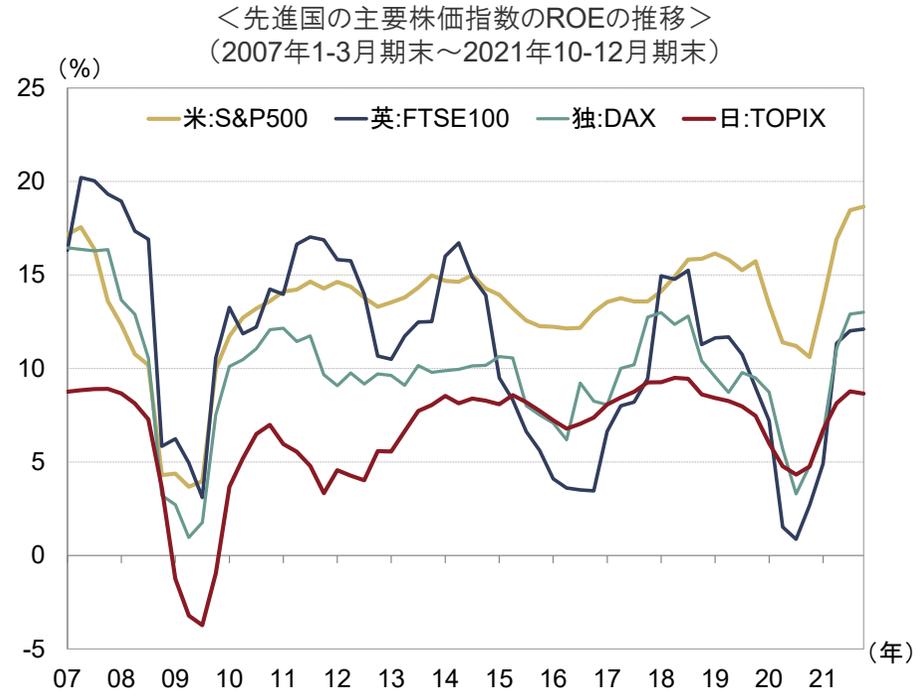
<想定される企業の行動>

- 日本版「スチュワードシップ・コード」の導入
- 「コーポレートガバナンス・コード」の導入・改訂
- 公的年金\*の運用等見直し
- JPX日経インデックス400の算出開始・普及
- 議決権行使助言会社がROE5%基準を導入\*\*
- スピノフ税制の導入\*\*\*



<国の支援>  
法人税減税、イノベーションの推進

- 売上高、市場シェアより利益率を重視
- 事業効率向上などに向けての設備投資
- 競争力強化に向けてのM&A(合併・買収)
- 不採算事業からの撤退、グループ再編
- 株主還元、自社株買いの拡大
- 多様性の確保、人権・気候変動問題への対応



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

\* GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)  
 \*\* 米インスティテューショナル シェアホルダー・サービス<sup>®</sup>(ISS)は、過去5年平均および直近決算期のROEがいずれも5%を下回る場合、当該企業の取締役選任議案に反対するよう投資家に推奨  
 \*\*\* 2017年4月導入

『「日本再興戦略」改訂2014』などをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- デフレ脱却を視野に、今後、家計の金融資産や公的年金が目減りを回避し、資産形成や成長資金の提供に向かうよう、①企業統治改革や、②公的年金資金の運用目安の見直しなどが進められており、「株式文化」が根付く契機になると期待されます。
- ①は、企業の資本有効活用や収益の向上、内外投資家の日本株式への投資拡大などにつながると見込まれます。また、②により、公的年金の国内株式運用比率が1%高まれば、単純計算で1兆円超の資金が株式市場に流れ込むとされています。

海外に遅れる企業統治にも変化の可能性

＜日本の企業統治改革に向けての取り組み＞

「スチュワードシップ・コード」の導入による、  
機関投資家の責任の明確化

投資先企業との建設的な対話などを通じ、機関投資家に当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すよう努めさせる

期待される効果：  
中長期的な投資リターン  
の拡大

「コーポレートガバナンス・コード」の導入による、  
上場企業の統治原則の明確化

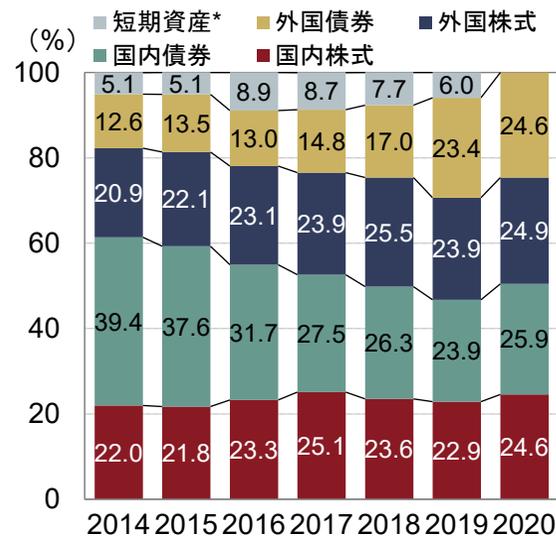
株式持ち合いの解消や社外取締役の導入などを促し、外部の声を経営に反映し易くさせる

期待される効果：  
設備投資、従業員の賃金引き上げ、株主優遇、経営の透明性や効率性の向上など

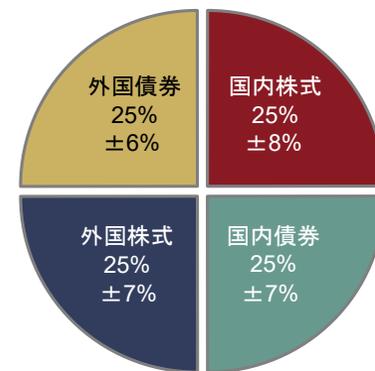
各種報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

国内債券から外国株式・債券へシフトした公的年金

＜日本の主要公的年金の運用資産構成割合の推移＞



＜新基本ポートフォリオ＞  
(運用の目安)



(2020年4月1日適用)

2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020\*\* (年度末)

\* 2020年度は、外国債券ないし国内債券に区分

\*\* <運用資産額：約192兆円(年金特別会計で管理する積立金を除く)>

(出所) GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人)

注：四捨五入の関係で合計が100%にならない場合があります。

公的年金以外に、国債を中心に運用してきたゆうちょマネー(2021年3月末運用資産合計約220.5兆円)も、外国証券などのリスク資産への投資を拡大している

※上記は過去のものおよび目安であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- JPX日経インデックス400は、14年に算出が始まった新しい株価指数です。銘柄選定に際して収益や資本生産性を重視することから、普及が進むにつれ、同指数への採用などを意識して、企業が収益性の向上などに取り組むと見込まれます。
- また、法人税改革およびイノベーションの推進は、企業立地としての日本の魅力を高めることとなり、既存企業の収益の押し上げに寄与するだけでなく、新興企業の登場などの後押しにもつながると期待されます。

## JPX日経400は投資魅力の高い銘柄で構成

＜日本の主要株価指数の比較＞

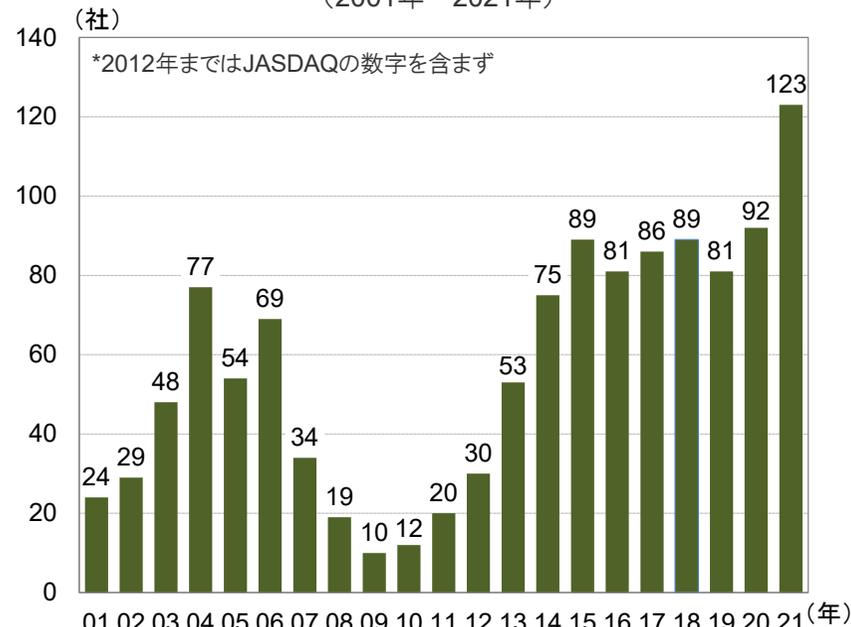
	TOPIX (東証株価指数)	日経平均株価 (日経225)	JPX日経 インデックス400
対象	東証一部上場の内国普通株式全銘柄(新規上場まもない銘柄等は除外)	東証一部上場銘柄から選定された225銘柄	東証上場銘柄(一部、二部、マザーズ、JASDAQ)から選定された400銘柄
主な銘柄選定基準	該当なし	・業種バランス (産業構造の変化) ・市場流動性の高さ	・3年平均ROE* ・3年累積営業利益 ・選定基準日時点における時価総額 *自己資本利益率
銘柄入れ替え	該当なし	原則年1回 (10月の第1営業日)	原則年1回 (8月の最終営業日)
算出方法	時価総額加重平均	株価平均	時価総額加重平均 (1.5%の上限あり)
主な特徴	時価総額の大きい銘柄の株価変動の影響を受け易い	株価の高い銘柄(値がさ株)の株価変動の影響を受け易い	収益や生産性を重視した銘柄選定により、投資魅力の高い銘柄で構成されている

なお、2017年3月には、JPX日経インデックス400と同じコンセプトを適用し、中小型株から選出した200銘柄で構成される「JPX日経中小型株指数」の算出が始まりました。

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

## 新規株式公開は増加

＜東京証券取引所におけるIPO(新規株式公開)の推移＞  
(2001年～2021年)



東京証券取引所のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

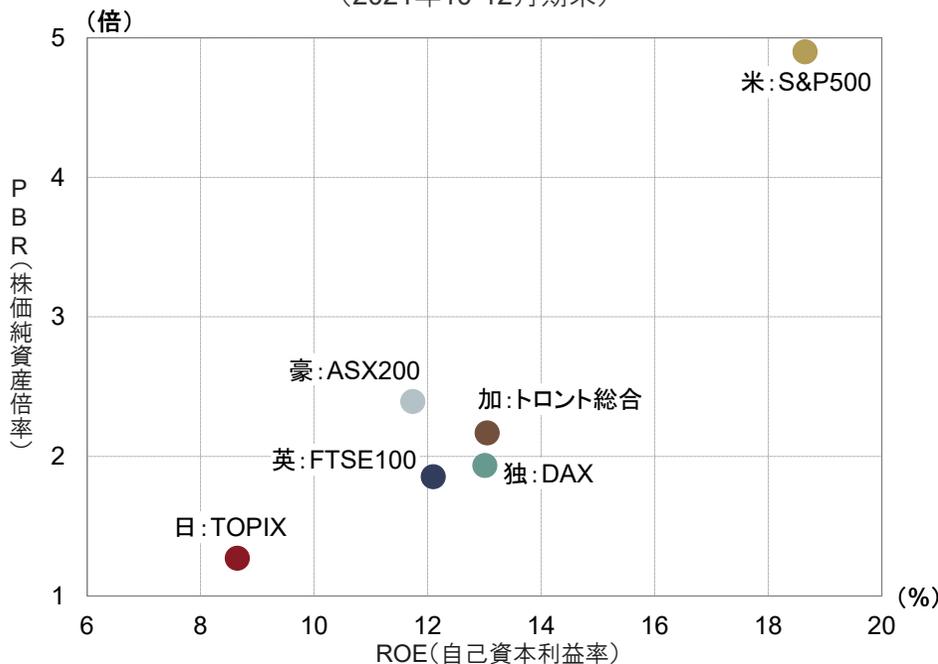
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

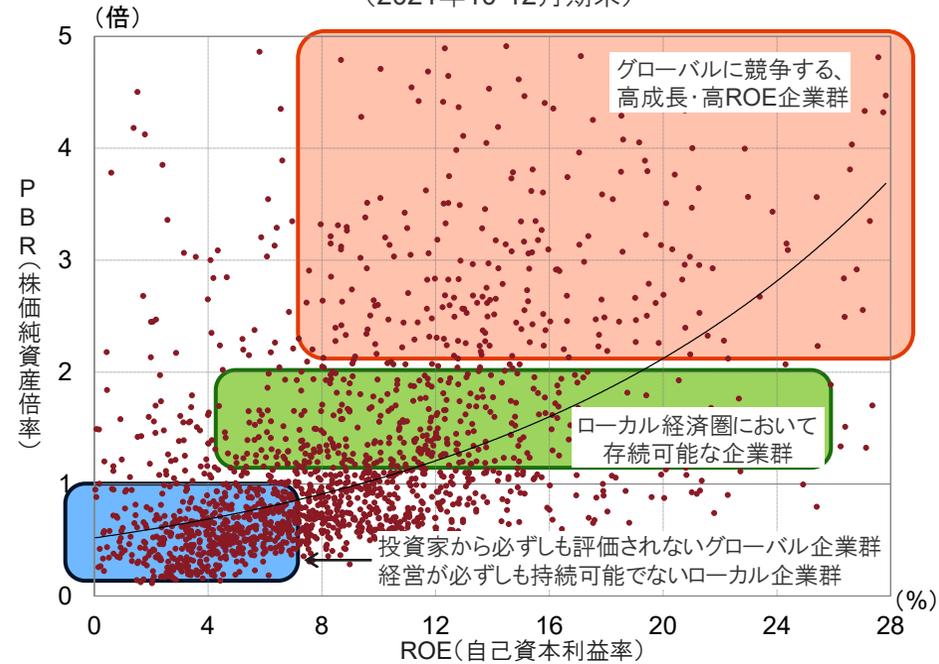
- ROE(自己資本利益率)と、代表的な株価指標の1つであるPBR(株価純資産倍率)との関係を見ると、世界の主要株価指数や個別銘柄のいずれにおいても、概ね、ROEが高いほどPBRも高い、つまり、株価が高いという傾向があります。
- 新型コロナウイルス感染拡大の収束後、日本企業の業績拡大はもとより、「稼ぐ力」の強化に向けた機運の高まりなどを背景にROEが向上すれば、日本株式の上昇は新たな局面を迎えると期待されます。

ROEが高いほど、PBRも高い傾向に

＜先進国の主要株価指数のROEとPBRの関係＞  
(2021年10-12月期末)



＜東証一部上場銘柄\*のROEとPBRの関係＞  
(2021年10-12月期末)



\*全上場2,182社中、PBR:5倍未満、且つ、ROE:0%超～28%未満の1,694社

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

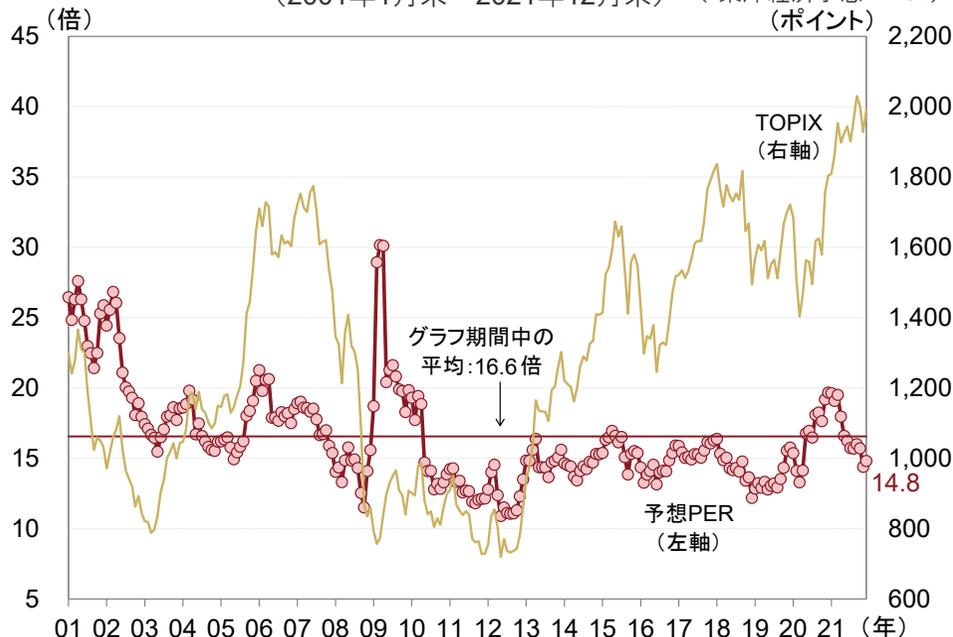
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

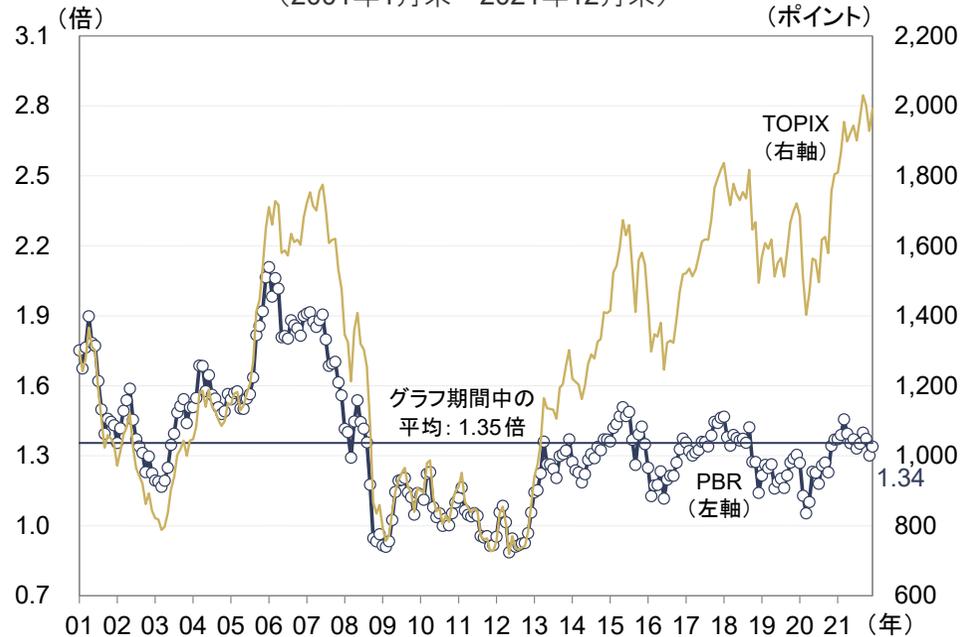
- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴ない、予想EPS(1株当たり利益)が減額修正された一方、強力な金融・財政政策や経済活動再開の動きが広がるにつれ、景気回復期待が高まり、株価が回復したことなどから、予想PER(株価収益率)は20年春以降、上昇しました。
- しかし、足元では、ワクチン接種の普及もあり、経済活動再開などを視野に株価が堅調に推移する一方で、業績見通しの改善も進んでいることから、予想PERは過去の平均水準を割り、日本株式が割安であることを示唆しています。

予想PERおよびPBRは過去の平均的な水準を下回る

< 予想PER\*の推移(TOPIXベース) >  
(2001年1月末～2021年12月末) (\*東洋経済予想ベース)



< PBRの推移(TOPIXベース) >  
(2001年1月末～2021年12月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

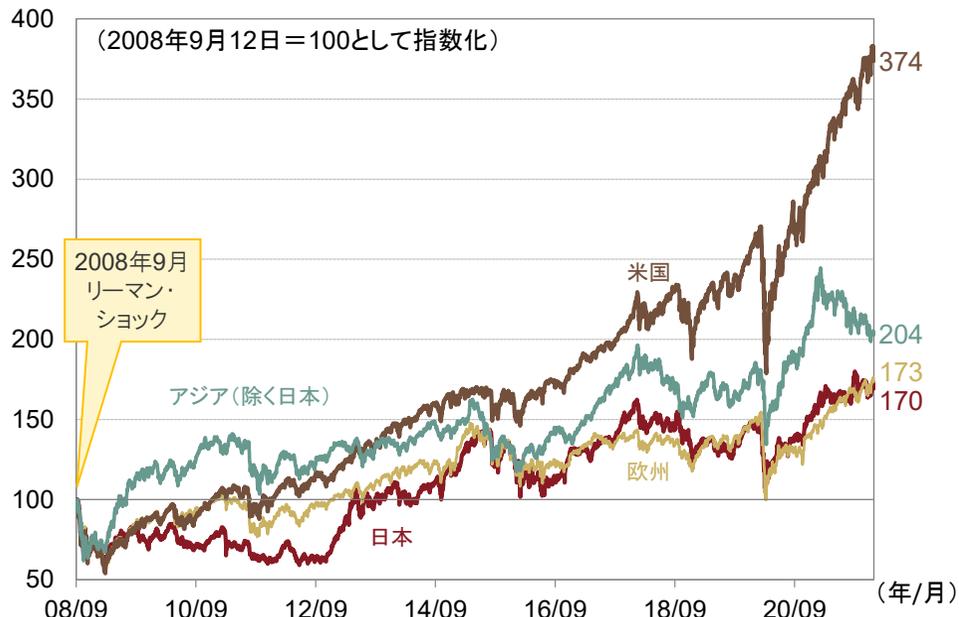
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- リーマン・ショック以降の株価推移を見ると、日本株式はアジア(除く日本)株式と比べて出遅れ感があるほか、米国株式との比較では、なお一層、出遅れ感が強い状況です。
- また、主要国・地域のいずれの場合も、業績見通しが上方修正される傾向にあり、予想PERは足元で総じて低下しています。中でも、日本株式の予想PERは米国と比べて低く、相対的な割安感があります。

米国株式に比べてかなり出遅れ感がある日本株式

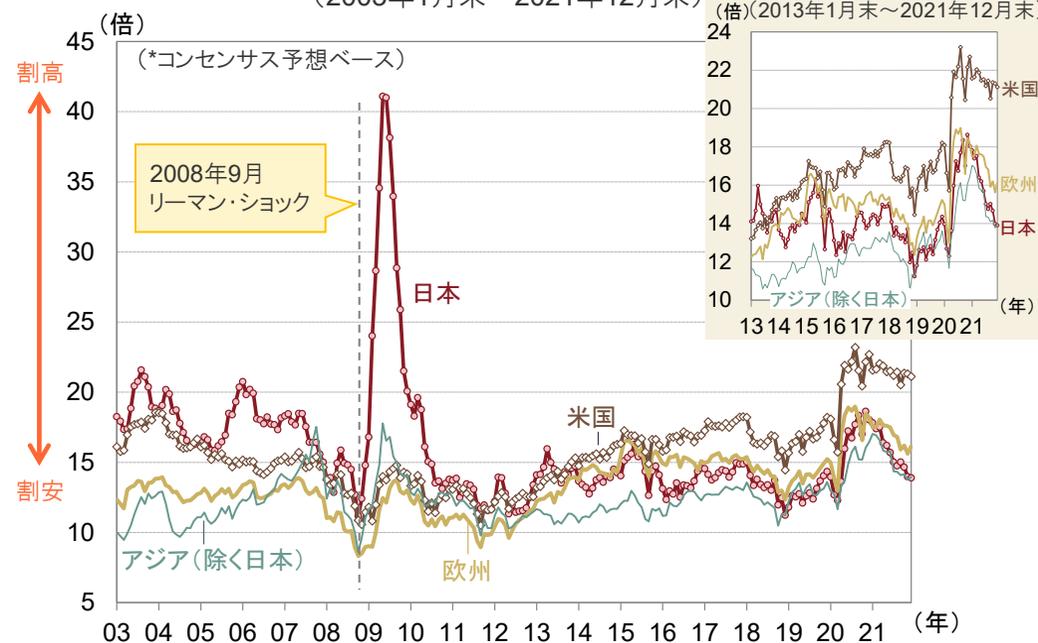
＜主要国・地域の株価推移＞  
(2008年9月12日～2022年1月7日)



株価指数：日本=TOPIX(東証株価指数)、欧州=ストックス・ヨーロッパ600、米国=S&P500、アジア(除く日本)=MSCI ACアジア(除く日本)  
いずれも現地通貨ベース(ただし、ストックス・ヨーロッパ600はユーロベース)

日本株式のバリュエーションは米国株式より低位(良好)

＜主要国・地域の予想PER\*の推移＞  
(2003年1月末～2021年12月末)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

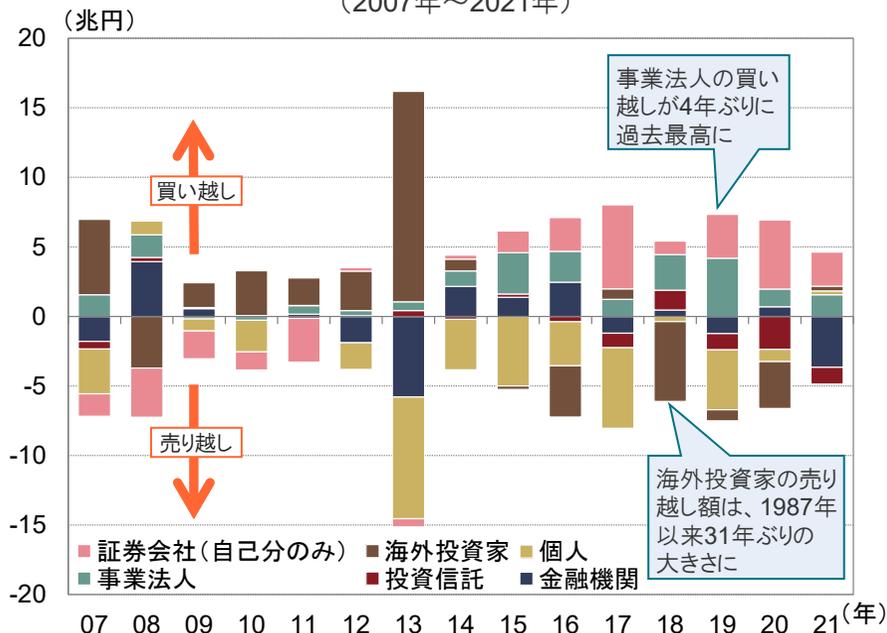
※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 20年は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界景気の後退懸念を受け、海外投資家の売り越しが膨らんだほか、事業法人の買い越しが減少した一方、個人の売り越しは減少しました。さらに、日銀のETF(上場投資信託)買入れが約7.1兆円に拡大しました。
- 21年は、海外投資家や個人投資家が買い越しに転じた一方、金融機関が13年以来の大幅売り越しとなりました。さらに、日銀がETFの買入れを控え、約8,730億円にとどまりました。

## 近年、事業法人が日本株式の主要な買い主体だった

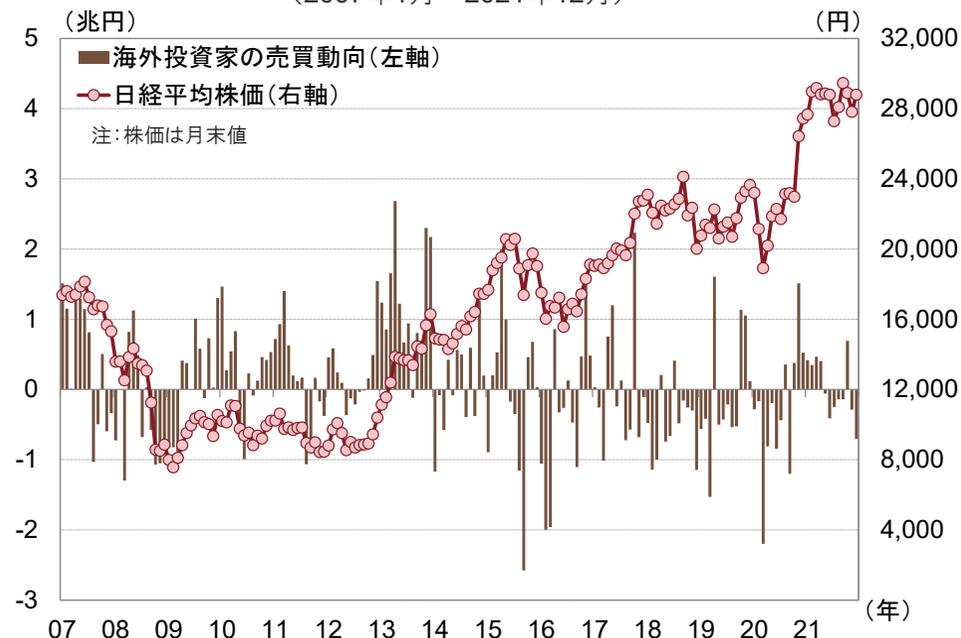
＜日本株式の主要投資部門別売買状況(差し引き額)の推移＞  
(2007年～2021年)



(出所)東京証券取引所

## 海外投資家は足元で再度、売り越し

＜海外投資家の日本株式売買動向と株価の推移＞  
(2007年1月～2021年12月)



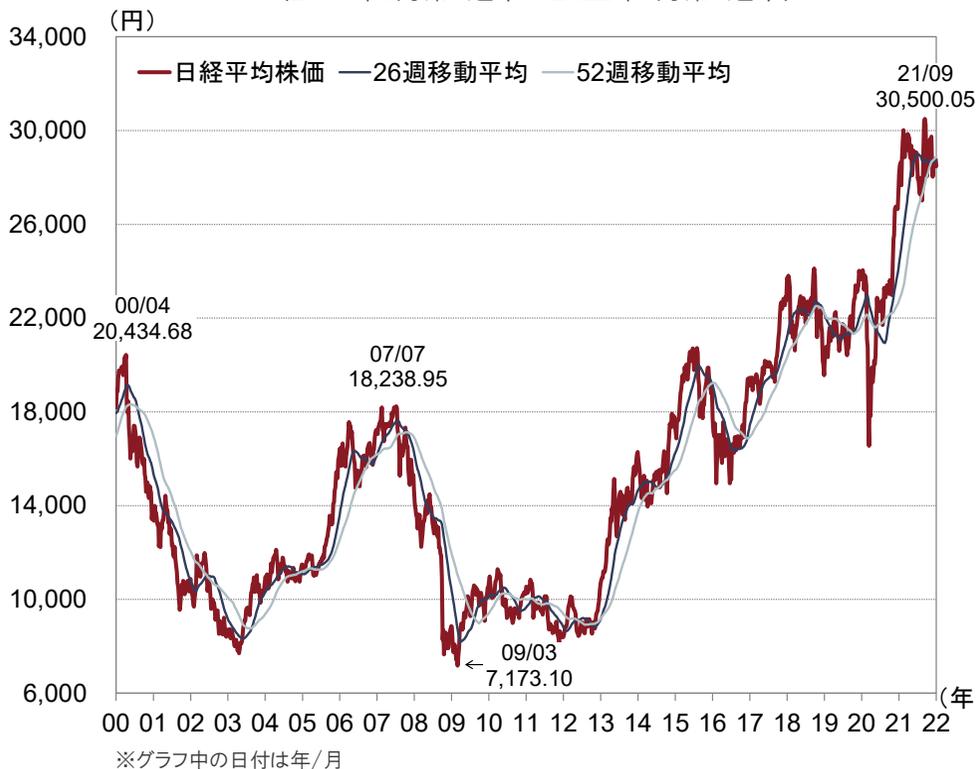
東証など信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ご参考(2021年12月末時点): 28,791.71円

＜長期(週次ベース)の推移＞  
(2000年1月第1週末～2022年1月第1週末)



＜短期(日次ベース)の推移＞  
(2014年1月初～2022年1月7日)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

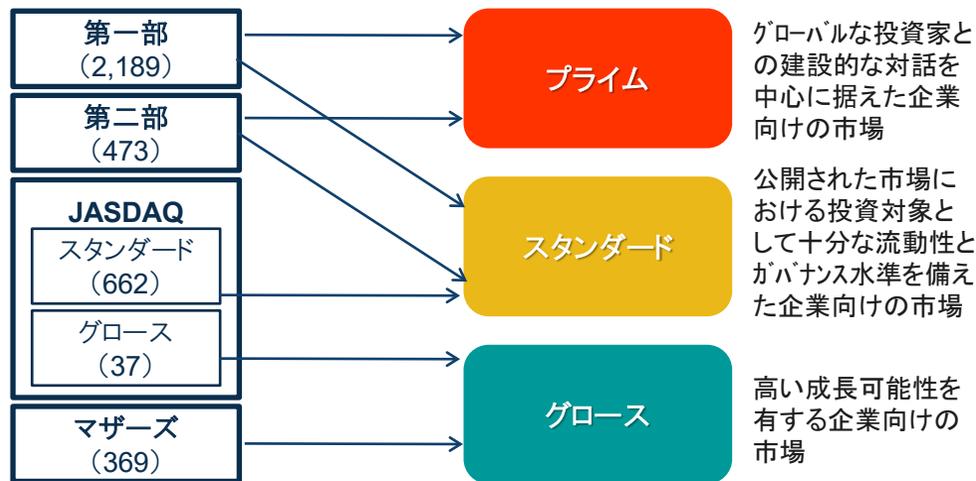


- 東京証券取引所は22年4月4日、従来の4つの市場区分を廃止し、「プライム」「スタンダード」「グロース」の3市場に再編します。最上位の「プライム」市場では、ESG(環境・社会・企業統治)に関する開示強化を求めるなど高い基準を設け、海外の投資マネーの取り込みなどを狙っています。
- また、同時に行なわれるTOPIX(東証株価指数)改革では、22年4月1日時点の構成銘柄が新市場区分移行後も継続採用されます。ただし、流通株式\*時価総額100億円未満の銘柄は、22年10月末以降、段階的に構成比率を下げられ、25年1月の最終営業日に除外される予定です。

\*上場株式の数から、主要株主・役員等の所有株式、自己株式、持ち合い株式等の政策保有株式などの数を除いた、市場で売買可能な株式で計算した時価総額

東証の区分は従来の4市場から3市場へ

＜市場区分移行のイメージと新市場各区分のコンセプト＞



( )内は21年6月末時点の上場企業数

＜新市場区分への移行スケジュール＞

時期		内容
21年	7月	適合する市場区分を上場企業に通知
	9月1日～12月30日	各社が上場する市場を自ら選択
22年	1月11日	上場会社が所属することになる市場を公表
	4月4日	新市場区分へ一斉移行

(出所)東京証券取引所の発表や報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成

新規上場基準と上場維持基準は原則、共通化

＜新市場各区分における上場基準の概要＞

	プライム	スタンダード	グロース
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数	2万単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	5億円以上
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
時価総額、 売買取金	時価総額250億円以上 (上場維持基準: 1日平均売買取金 0.2億円以上)	— (上場維持基準: 売買取金が月平均 10単位以上)	— (上場維持基準: 上場10年経過後の 時価総額 40億円以上、 売買取金が月平均 10単位以上)
収益基盤	最近2年間の 利益合計25億円以上 または 売上高100億円以上かつ 時価総額1,000億円以上 (上場維持基準:—)	最近1年間の 利益1億円以上 (上場維持基準: —)	—
財政状態	純資産50億円以上 (上場維持期基準: 純資産額が正)	純資産額が正	—

新規上場基準と上場維持基準が異なる項目のみ、上段は新規上場基準、( )は上場維持基準

(国際通貨基金)

- IMFは21年10月に発表した世界経済見通しで、コロナ禍からの堅調な回復を引き続き想定しているものの、感染力の強い変異株が経済活動の完全な正常化を妨げており、回復の勢いが衰えているとして、同年の世界全体のGDP予測を僅かながら下方修正しました。
- 全体の下方修正は限定的ながら、世界的な供給網の制約が長引いている影響などを背景に、米国を中心に先進国の見通しがやや大きく下方修正されました。一方、新興国については、一次産品価格の上昇に伴ない、関連輸出国の見通しが上方修正されました。

今年の世界の成長率は1980年以降で最高に

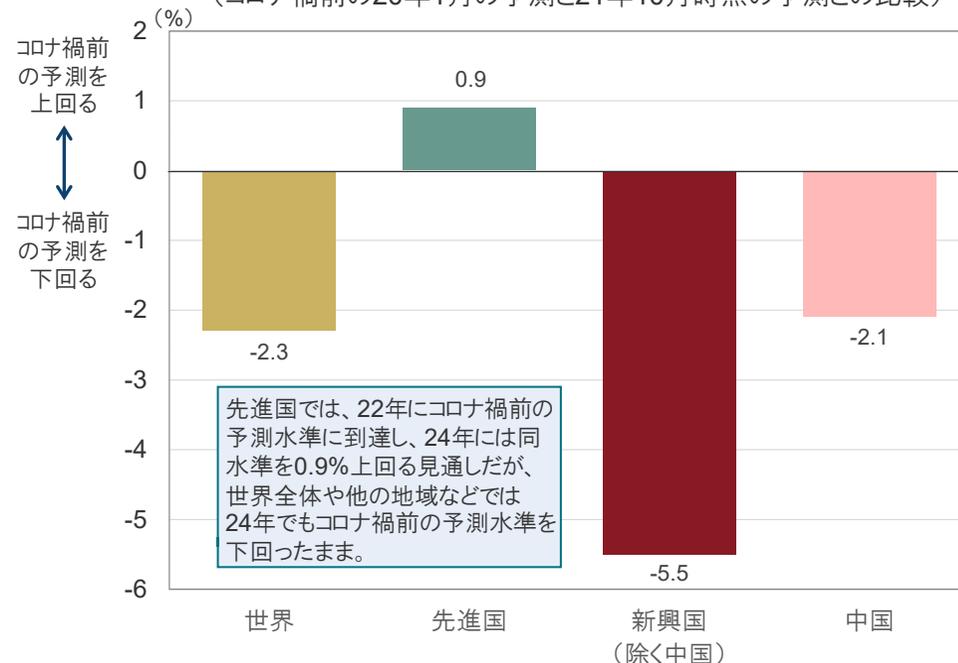
＜IMFの世界経済見通し(年間ベースの実質GDP成長率)＞  
(白背景部分は2021年7月時点の予測との比較)

	2019年	20年	21年予測	22年予測		
世界	2.8%	▲ 3.1%	5.9%	-0.1	4.9%	0.0
先進国	1.7%	▲ 4.5%	5.2%	-0.4	4.5%	0.1
米国	2.3%	▲ 3.4%	6.0%	-1.0	5.2%	0.3
ユーロ圏	1.5%	▲ 6.3%	5.0%	0.4	4.3%	0.0
ドイツ	1.1%	▲ 4.6%	3.1%	-0.5	4.6%	0.5
日本	0.0%	▲ 4.6%	2.4%	-0.4	3.2%	0.2
英国	1.4%	▲ 9.8%	6.8%	-0.2	5.0%	0.2
新興国	3.7%	▲ 2.1%	6.4%	0.1	5.1%	-0.1
アジア	5.4%	▲ 0.8%	7.2%	-0.3	6.3%	-0.1
中国	6.0%	2.3%	8.0%	-0.1	5.6%	-0.1
インド*	4.0%	▲ 7.3%	9.5%	0.0	8.5%	0.0
ASEAN5カ国**	4.9%	▲ 3.4%	2.9%	-1.4	5.8%	-0.5
中・東欧	2.5%	▲ 2.0%	6.0%	1.1	3.6%	0.0
ロシア	2.0%	▲ 3.0%	4.7%	0.3	2.9%	-0.2
中南米ほか	0.1%	▲ 7.0%	6.3%	0.5	3.0%	-0.2
ブラジル	1.4%	▲ 4.1%	5.2%	-0.1	1.5%	-0.4
メキシコ	▲ 0.2%	▲ 8.3%	6.2%	-0.1	4.0%	-0.2
中東・北アフリカ	1.0%	▲ 3.2%	4.1%	0.0	4.1%	0.4
サハラ以南のアフリカ	3.1%	▲ 1.7%	3.7%	0.3	3.8%	-0.3

\*年度ベース(上記各年の4月から翌年3月まで)、\*\*インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

コロナ禍後の回復において、先進国と新興国は二極化

＜総生産の2024年予測の変化度合＞  
(コロナ禍前の20年1月の予測と21年10月時点の予測との比較)



出所：IMF「World Economic Outlook, October 2021」、IMFブログ

※上記は過去のものおよび予測であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 米中両政府は20年1月、「第1段階」の通商合意の文書に署名しました。ただし、その後も、産業補助金などの中国の産業政策やハイテク分野に加え、人権や安全保障の面などで米中の対立は続いています。
- バイデン米政権下でも、安全保障を理由にハイテク分野で対中制限が課される可能性はあるものの、供給網の寸断は回避されるとみられています。また、対中政策は外交の基本ルールに沿って行なわれると考えられています。

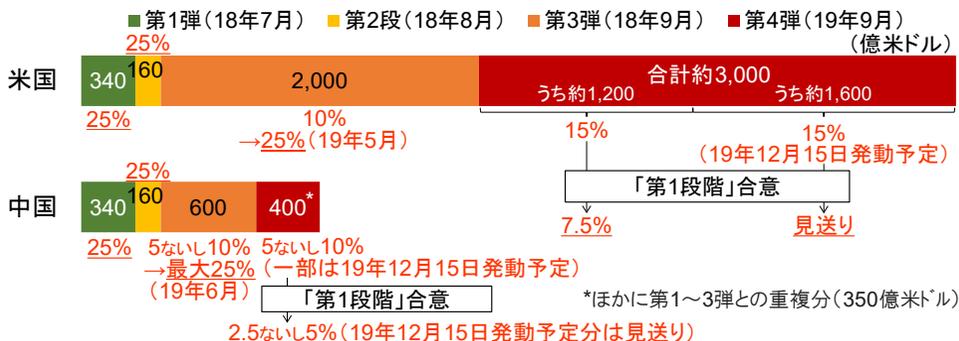
## 「第1段階」合意後も制裁関税の大部分は継続

## 「第1段階」合意後の動向が注目される貿易・生産

＜「第1段階」の合意で中国側が約束した内容と今後の注目点＞

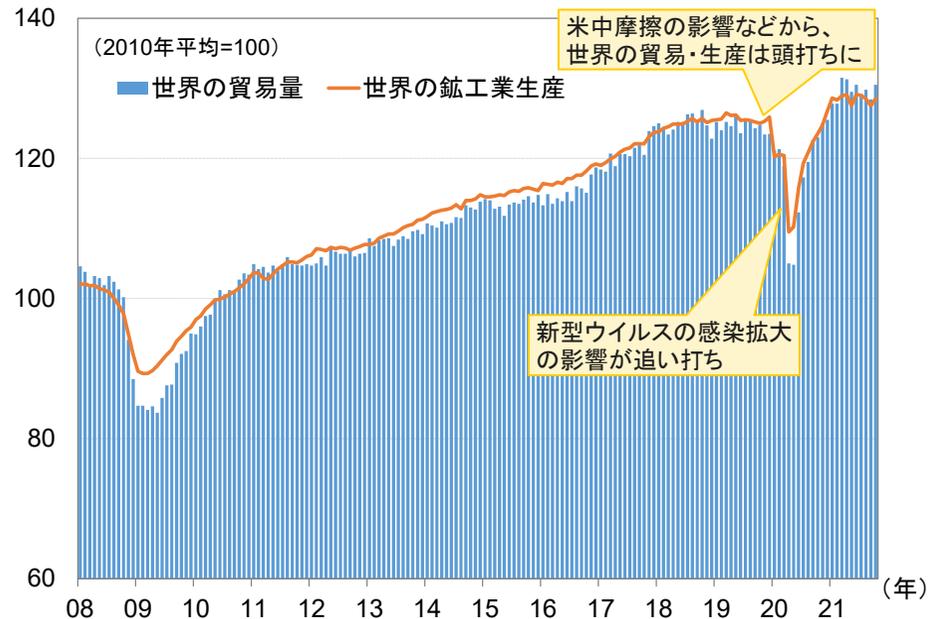
合意内容	今後の注目点
知的財産権の保護	・中国は米国からの輸入を貿易戦争前の水準から2年で2,000億米ドル増やすことになったが、その実現性
技術移転の強要禁止	
農産品の非関税障壁の削減	・「技術移転の強要禁止」が盛り込まれたが、どのように実効性を持たせるか
金融サービス市場の開放	
通貨安誘導の抑制	・産業補助金など、中国の産業政策やハイテク分野での米中対立の行方 など
輸入拡大	
履行状況の検証	

＜米中が相互に課した制裁関税の対象商品の規模・税率＞



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

＜世界の貿易量・鉱工業生産の推移＞  
(2008年1月～2021年10月)



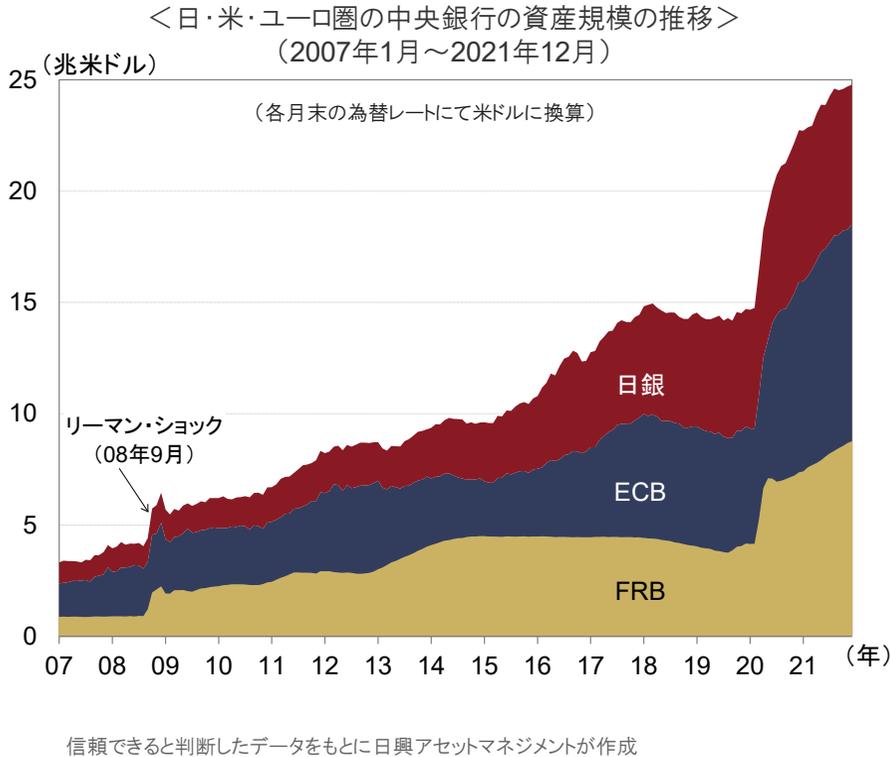
(出所) CPB(オランダ経済政策分析局)

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 米国では、新型コロナウイルス・ワクチン接種の普及に伴う経済活動の再開やバイデン新政権下での大型経済対策の成立見通しなどを背景に、景気回復が進んでおり、21年4-6月期にはGDPがコロナ禍前の19年10-12月期の水準を回復するに至りました。
- こうした中、FRBは11月初めのFOMC(連邦公開市場委員会)で、量的緩和の縮小を同月から開始することを決定しました。その後、高インフレへの警戒感を強め、12月には量的緩和の縮小ペースを上げ、従来の想定よりも早く緩和の縮小を終わらせることを決定しました。

量的金融緩和で膨らんだ、主要中央銀行の資産規模



インフレ加速が続く中、米長期金利は足元で再び上昇



＜日・米・ユーロ圏の中央銀行の政策会合開催予定日など＞

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
2022年	17・18: 日銀 25・26: FRB	3: ECB	10: ECB 15・16: FRB 17・18: 日銀	14: ECB 27・28: 日銀	3・4: FRB	9: ECB 14・15: FRB 16・17: 日銀
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
	20・21: 日銀 21: ECB 26・27: FRB		8: ECB 20・21: FRB 21・22: 日銀	27: ECB 27・28: 日銀	1・2: FRB	13・14: FRB 15: ECB 19・20: 日銀

下線=日銀:「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」公表、FRB:景気・金利見通し公表  
(出所)日銀、FRB、ECBの各ホームページ

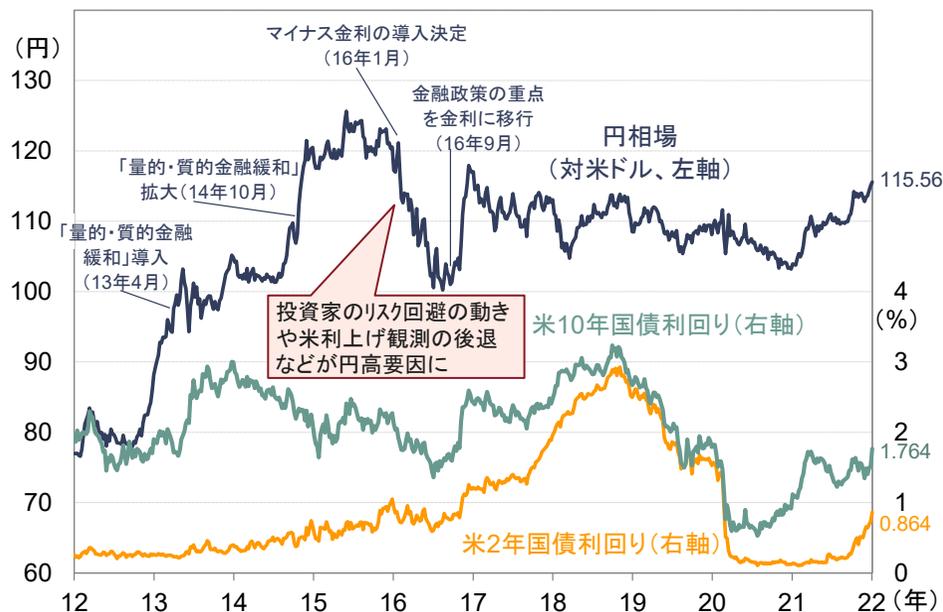
※上記は過去のもの予定であり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 足元では、欧米で物価上昇が続く中、インフレへの警戒感が強まりつつあるほか、中国での産業規制強化や景気鈍化懸念などもあり、世界的に株価が不安定となる局面も見られます。
- ただし、米国を中心に世界景気の回復が進む中、企業収益の回復も続くと期待されます。予想PERの拡大といった、株価バリュエーションの悪化を伴うような株価上昇は難しくとも、企業業績の回復・拡大に伴った株価上昇には十分、期待できると考えられます。

株価は下振れを交えながらも、堅調に推移

＜米国の金利と円相場(対米ドル)の推移＞  
(2012年1月第1週末～2022年1月第1週末)



＜日経平均株価と円相場(対米ドル)、米ドル指数の推移＞  
(2016年1月初～2022年1月7日)



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 指数に関する著作権・知的財産権その他一切の権利は、当該指数の算出元または公表元に帰属します。

**nikko** **am**  
Nikko Asset Management