



nuveen

A TIAA Company

グローバル投資委員会の視点
2024年第4四半期の展望

景気後退との闘い

FRBの動きは遅きに失したか

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

主なポイント

- 金利は低下し、経済成長は鈍化している。しかし、それはポートフォリオ・スタンスをリスクオフに転じる理由にはならない。
- 当社ポートフォリオ構築テーマは、引き続き、より質の高い株式に注目し、債券投資においてはクレジットリスクを選別し、リアル・アセットの活用をすることである。
- 米国の選挙が注目を集める中、投資家はボラティリティのさらなる上昇と様々な政策変更に備える必要がある一方で、この機会を利用してキャッシュからリスク性資産への配分変更を行うべきでもある。

グローバル投資委員会メンバー

サイラ・マリク

株式および債券統括責任者
CIO (最高投資責任者)

ビル・ハフマン

Nuveen CEO (最高経営責任者)

ドナルド・ホール

不動産

エイミー・オブライエン

責任投資

ジャスティン・オルソ

プライベート・リアル・アセット

アンダース・パーソン

グローバル債券

マイク・セールス

リアル・エステートおよびリアル・アセット
CEO (最高経営責任者)

ネイザン・シェティ

マルチアセット投資責任者

エミリア・ウィーナー

TIAA一般勘定CIO (最高投資責任者)

景気後退との闘い

1

ポートフォリオ構築のテーマと
当社が最も確信を持つ市場見通し

2

経済と市場：知っておくべき重要ポイント

6

当社が考える最善の投資アイデア

8

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

景気後退との闘い

FRBの動きは遅きに失したか



サイラ・マリク 最高投資責任者、 株式および債券統括責任者

株式および債券統括責任者、NuveenのCIOおよびグローバル投資委員会のリーダーとして市場や投資に関する洞察を通じ、顧客のアセット・アロケーションに対する考察を提供するとともに、当社を代表するシニア投資リーダーを統括しながら、最善の知見と実行可能な投資アイデアをお届けしています。また、Nuveenの株式投資委員会の議長を務め、複数の主要な投資戦略のポートフォリオ・マネジャーも担当しています。

陸上競技（トラック&フィールド）における最大のイノベーションは、おそらく躓きやフライングを防ぎ、全員が（文字通り）平等に競走できるようにしたスターティング・ブロックが1930年代に導入されたことでしょう。2024年の米国FRBにあてはめると、「スターティング・ブロック」は別の意味合いを持つこととなりました。すなわち、作家のライターズ・ブロック（新しい作品を生み出す力を失った状態）と似ていますが、白紙ページは書けなかった言葉ではなく、政策決定を待っているというのがその違いです。

経済および投資家にとって幸いだったのは、(1) コアインフレがFRBの目標である年率2%に手が届く範囲まで低下したことと、(2) 経済、特に労働市場が景気後退懸念を引き起こすほどに弱まったという裏付けをもとに、FRBが遂に利下げを開始する機運に恵まれたということです。

FRBによる9月の50bpの利下げは、確かに金融市場で好感されましたが、当社では、FRBの方向転換決定は景気後退回避には「too little, too late（小さ過ぎる、遅過ぎる）」だったかもしれないと引き続き懸念しています。こうした厳しい環境下、ポートフォリオの調整を行う必要があるものの、自分なりの「スターティング・ブロック」を抱えている投資家は以下のテーマに（方策を与えてくれる）女神を見出せるかもしれません。

うさぎとかめの中間的なちょうどいい投資先を見つけだす。 景気減速が迫っている時には、保守的な戦略に出たい衝動に駆られます。しかし、「ゆっくり着実」も度が過ぎれば、それがハードルになる可能性もあります。結果、当社では、条件付きではあるものの全般的にはリスクオンのスタンスを維持することにしました。市場は実際に中期的に実現するよりも大幅な金融緩和を織り込んでいると当社は考えています。当社の債券投資における選好アイデア（全体として中立的なデュレーション・スタンス、変動金利よりは固定金利、質の高いハイイールド債、証券化資産を 선호）はこうした見方に基づくものです。株式では、米国大型株が攻守双方での魅力を兼ね備えています。日本株にも投資機会があると考えます。より多くのリスクテイクが可能な投資家にとっては、米国小型株ではなく新興国市場株を検討することもできると考えます。他の分散投資先として考えられるのは、オルタナティブ投資、プライベート市場そしてリアル・アセットなどがあります。

プライベート・クレジットの投資機会はまだ続く。 プライベート・クレジットは、当社が固定金利への投資を 선호する中で際立った例外ですが、投資家の強い需要、ディールの増加傾向、予想されるM&Aの拡大に支えられています。さらに、金利低下によりカバレッジ・レシオが改善し、より魅力的になる取引も出てくる可能性があります。プライベート・クレジットでの当社のポジショニングは、景気後退が予想されることからディフェンシブに傾いていますが、アセット・クラスとしてのファンダメンタルズは依然として強固です。

考慮すべきもう一つの闘い：米国選挙。 米国政治の行方は金融市場およびポートフォリオ構築に対してどのような影響を与えるのでしょうか。税制変更、債務上限に関する議論、政府閉鎖、世界的な地政学的紛争における米国の今後の役割などの点から、投票に向けて（そしてその後）市場ボラティリティの高まりが予想されます。過去の選挙サイクルを見てみると、キャッシュから債券および他のアセット・クラスへの配分変更が賢明だと示唆されます。その判断は11月に向けての堅実な戦略であるだけでなく、過去数四半期にわたり当社が推奨してきたステップでもあります。

景気後退との闘いはスピードと強さが求められ、勝者は写真判定でテープを切ることになるでしょう。たとえ、FRBによる動きが実際に遅すぎたとしても、その後の景気後退は想定ほど厳しくならず、過去の低迷期よりも短いかもしれません。その間に、投資家はポートフォリオを軌道に乗せるための方策を講じることができます。ランナーの皆さん、準備はいいですか？

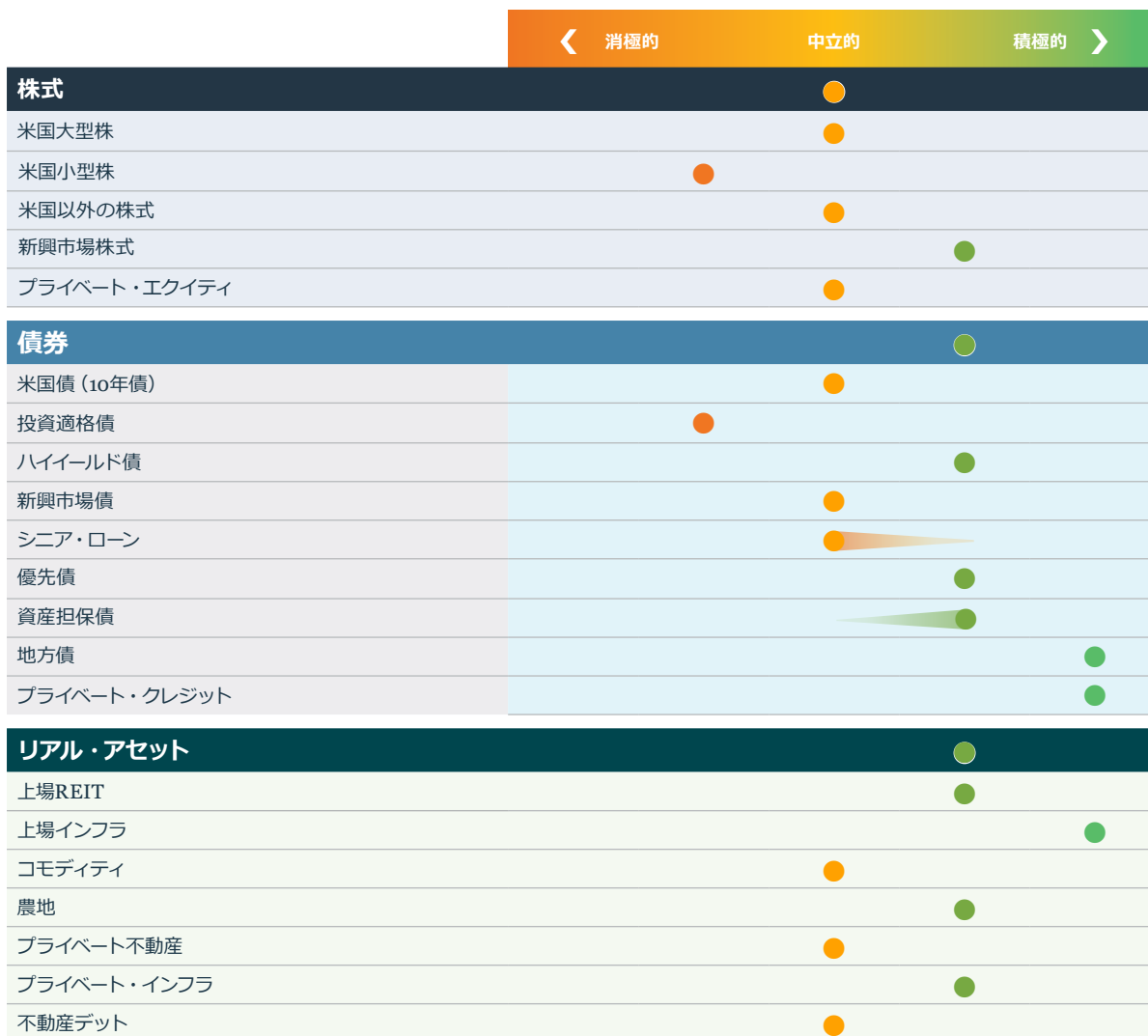
ポートフォリオ 構築テーマ

市場はほぼ1年前にFRBの利下げ可能性を織り込み始めました。そして、FRBの政策がようやく転換された今、投資家は米国およびグローバル経済が景気後退に向かっているかどうか注目しています。それと同時に、現在の金利環境が市場にどのような影響を与えるのか、まもなく行われる米国選挙のインパクトがどのようなものになるのか、多くの人が疑問に思っています。確かに、未知数な部分はたくさんありますが、当社では引き続き、**グローバルマクロ経済環境の展開に合わせ、様々なリスクのバランスを取り、分散化を図り、投資機会を捉えるポートフォリオを構築する**ための投資戦略は数多くあると考えています。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

アセット・クラスの「ヒートマップ」

各アセット・クラスに対する当社の見方を示すクロスアセットの見解は、当社が、グローバルな金融市場において、相対的に最も有望な機会がどこにあると考えているのかを示します。特定のポートフォリオについての見解を示すものではなく、「新たな資金を投入するにあたり、当社の確信度が最も高い見解は何か?」という質問に答えるものです。これらの見解は、1年間の投資期間で、長期的な成長を求める米ドル・ベースの投資家を想定しています。



前四半期から
見通しを
引き下げ

前四半期から
見通しを
引き上げ

上記の見解は情報提供のみを目的としたものであり、Nuveenのグローバル投資委員会による総合的な評価に基づき、各アセット・クラスの相対的メリットを比較しています。Nuveenが提供する商品またはサービスの経験を反映するものではありません。見通しの引き上げと引き下げは、見解の四半期毎の変化を反映しています。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

主要なポートフォリオテーマ

うさぎとかめの中間的なちょうどいい投資先を見つけます。市場は2023年12月には既にその後のFOMCでの利下げを織り込み始めていました。金利低下の恩恵に期待して過度にディフェンシブなポートフォリオにシフトした投資家は、今日、努力の甲斐もない結果に終わっていることでしょう。

過去1年において、当社では金利の展開のタイミングを計ろうとすることについて警鐘を鳴らしてきました。その代わりに、歴史的な高水準の債券利回りを利用し、クレジット投資全般においてリバランスを行って戦略的資産配分に戻し、リアル・アセットで分散化を図るよう推奨してきました。同様に今回も、景気減速が予想される中、過度に保守的になることには注意喚起をしたいと思えます。全体として、当社のヒートマップからもわかるように、(重要な条件つきではあるものの) 概ねリスクオンのポジショニングに価値があると引き続き考えています。

債券については、市場は利下げという新しい環境について既に織り込んでしまったと考えています。結果、当社では、全体としてはデュレーションニュートラルなポジショニングで、一般的には変動利付よりも固定利付を 선호することを推奨します。具体的なクレジットのセクターでは、投資適格社債については全般的に妙味が薄いという見方を継続します。スプレッドがタイトであり、デュレーション・プロファイルは当社が適切と考える水準よりも長くなっているように思われます。それとは対照的に、過去平均よりもスプレッドが拡大している証券化資産に対する見方を引き上げました。金利低下局面ではシニア・ローンのパフォーマンスが良好になる可能性もありますが、変動金利であ

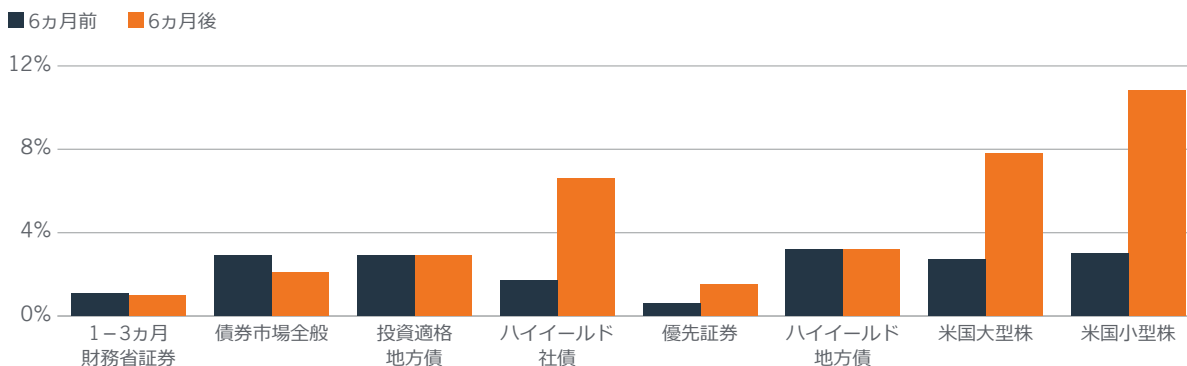
るため(依然として相対的に高い固定金利利回りを固定することが可能な) ハイイールド債と比較すると若干魅力が薄れます。

株式については、米国大型株がディフェンシブとグロース両方の特性を兼ね備えていると考えます。それ以外の先進国市場では、日本株に機会が生じています。追加的なリスクテイクを行いたい投資家にとっては、(景気後退に先立ちアンダーパフォームする傾向がある) 米国小型株よりも新興国株に対する選別的な投資を推奨します。さらに、オルタナティブ投資、プライベート市場そしてリアル・アセットへと幅広く分散を進め、リスクへのエクスポージャーを幅広く拡大することを推奨します。パブリック・インフラ、プライベート・インフラおよびパブリック不動産は魅力的と考えます。プライベート不動産は上昇基調が見込まれ、プライベート・クレジットおよび農地にも投資機会があるとみています。

プライベート・クレジットの上昇はまだ終わっていない。ここ数年でプライベート・クレジット市場に流入した資産の大きさ(とリターン)の大きさを見て、上昇局面はもう終わったのではないかと考える投資家も増えていますが、しかし、その疑念に対する当社の答えは「ノー」です。現時点で当社は一般的には固定金利の投資先を選好しているものの、プライベート・クレジットだけは大きな例外です。投資家の関心は引き続き高く、需要は強く、ボリュームの拡大は継続しており、M&Aが増加すると考えています。これは引き続き追い風になるでしょう。また、プライベート・クレジットの取引の中には金利低下に伴いレバレッジ・レシオを引き上げられるものも出てくると当社は考えており、それによりこうしたディールの魅力がさらに増す可能性があります。また、金利が低下すれば、事業の元金返済カバー率も改善するでしょう。

図表1：結果に関係なく、過去の選挙後のリスク資産は好パフォーマンスだった

大統領選の前と後のパフォーマンス (%)



出所：Bloomberg, L.P. (1996年から2020年) 掲載データは過去7回の米国大統領選挙の6カ月前および6カ月後の平均リターン。提示したパフォーマンスデータは過去のパフォーマンスであり、将来の結果を予想するもしくは保証するものではありません。代表的な指数：1-3カ月財務省証券：Bloomberg U.S. Treasury Bills: 1-3 Months; 債券市場全般：Bloomberg U.S. Aggregate TR Index; 投資適格地方債：Bloomberg Municipal Bond TR Index; ハイイールド社債：Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond TR Index; 優先証券：ICE BofA Fixed Rate Preferred Securities TR Index; ハイイールド地方債：Bloomberg High Yield Municipal TR Index; 米国大型株：S&P 500 Index; 米国小型株：Russell 2000 Index。定義および指数の詳細については nuveen.com の用語集にアクセスしてください。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

当社のグローバル経済の成長が減速するとの見通しに基づくと、プライベート・クレジット投資においては、よりディフェンシブなポジショニングに重点を置くことを推奨します。当社ではキャッシュフロー創出力が高く、価格決定力を持つ企業を嗜好し、ミドル・マーケットのサービスに特化したビジネスに特に妙味があると考えています。先行きの景気後退が予想される中、プライベート・クレジット市場に一定の懸念を持つのは理にかなっているものの、当社では緩やかな景気減速であれば、市場のファンダメンタルズは乗り切れると考えています。

考慮すべきもう一つの関い：米国選挙。世界中の投資家が米国大統領選挙および連邦議会議員選挙の結果が金融市場およびポートフォリオ構築に与える影響について思案しています。当社では、政治よりも投資のファンダメンタルズの方が重要だと考えてはいるものの、選挙シーズンと予想される政策変更がいくつかの影響を及ぼす可能性があるかと予想しています。

- 市場ボラティリティは高水準で推移する可能性が高い（おそらく選挙戦終了後も）。今回の選挙サイクルにおいては、世界各地で勃発している複数の軍事紛争が金融市場を揺るがす可能性に加え、(AIブームにより加速した) フェイクニュースの増加によりボラティリティが高まると予想。選挙後も、地政学的紛争や、税制変更の可能性、財政政策や連邦債務上限を巡る議論、その他根強く残っている諸問題により、不透明感が続く可能性がある。
- 税制の変更はほぼ確実に起こることであり、一般的な増税が見込まれる。2017年の減税・雇用法の条項の多くが2025年に失効を迎えることを考えると、税制が焦点となる。様々な結果が考えられるが、今後数年間で、多くの米国人がより厳しい税負担に直面すると予想される。これはすなわち現在計画を立てておくことの重要性を強く示している。
- 選挙サイクルはキャッシュからの乗り換えを示唆している。過去数四半期において当社では、不確実性の高まりを受けて高水準のキャッシュを持ち続けていた投資家に対し、債券やその他の資産に再配分することを推奨してきた。選挙シーズンによってキャッシュからリスク資産にシフトすることがさらに求められている。過去7回の米国の選挙サイクルでは、キャッシュ(1-3か月財務省証券)は他の債券セクターおよび株式に対してアンダーパフォームしている(図表1)。

選挙関連の追加的な考慮事項に関する洞察については、Nuveenの担当リレーションシップマネジャーにコンタクトください。

注目点：地方債への投資は引き続き魅力的

地方債を選好すべき理由は、魅力的なインカムを提供(特に税引き後リターン)の獲得を目指す投資家向け)、信用ファンダメンタルズが強固であるのが特徴、テクニカルな背景がしっかりしている、などいくつかあります。

年末に向かうにつれ、当社では短期金利が若干低下し、地方債のイールドカーブがスティープ化すると予想しています。これが地方債のデュレーションを長期化させることのメリットを物語っています。また、金利環境の変化による追い風が期待できないとしても、地方債の利回りは歴史的に高く、これはすなわち現在のインカムは金利低下やスプレッドの縮小がなくても魅力的なリターンを獲得するための一助となることを意味します。

また、課税地方債も、米国外の投資家、機関投資家、またはこの市場セグメントに注力するその他の投資家にとって魅力的であると考えています。スプレッドはグローバル債券市場の他の分野と比較して魅力的でファンダメンタルズは引き続き非常に健全です。

当社が最も確信を持つ見解

- **インフラ**は経済成長鈍化が見込まれる中で持ちこたえられる可能性と、依然根強いインフレを乗り越えるという二つの利点があります。パブリック・インフラとプライベート・インフラ双方とも魅力がありますが、特にパブリック・インフラではバリュエーションに妙味があります。
- **プライベート・クレジット**は引き続き魅力的です。投資家の需要は旺盛で、投資ファンダメンタルズは力強い様相を呈しています。当社では、景気低迷時を乗り切ることができるとされる、よりディフェンシブなセグメントを引き続き選好しています。
- **地方債**は税引き後のリターンを追求している米国個人投資家のみならず、クロスオーバー投資を行っている機関投資家および米国外の投資家にとって、引き続きいくつもの利点があると考えます。

経済と市場

知っておくべき重要ポイント

最終局面が勝負となる可能性

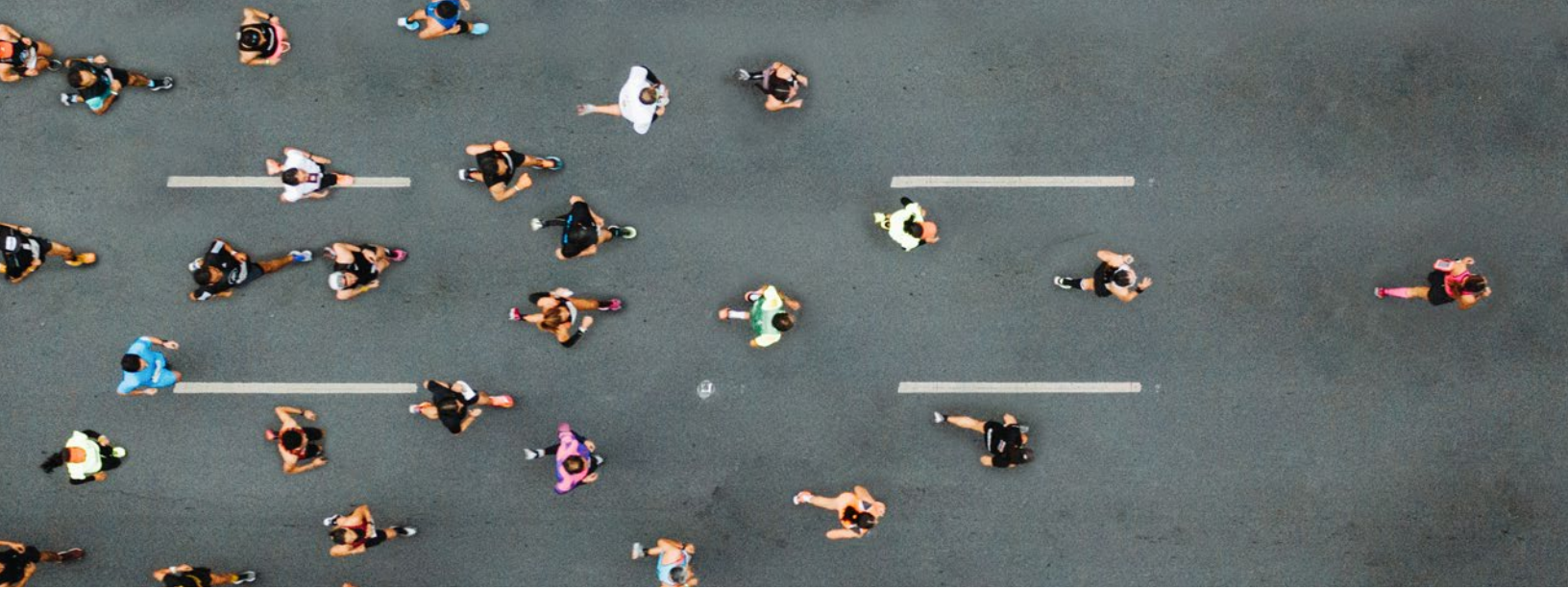
通常のスピード競争と違い、景気後退とのレースには、あらかじめ決められたゴール地点がありません。戦後米国史上最短の景気拡大は、1980年から1981年のたった12か月間でした。コロナ禍の景気後退により終焉を迎えた拡大期は128か月という記録的な長さでした。前回の2020年4月の景気後退以降、米国経済は驚異的なペースで前進してきました。このレースの観客は、今こそ「ゴールは近いのか。それとも十分なランウェイがあるのか。そして今何をすべきなのか」と尋ねるべきでしょう。

当社では2025年の米国およびグローバル経済の基本シナリオは、緩やかな景気後退であると想定しています。それはすなわち、現在は景気拡大の最終局面ではあるが、投資家が積極的にリスクオフ・シナリオにあわせたポジションをとるには早すぎるということを意味します。歴史的に、株式市場は景気後退が始まる2か月前まで上昇していました（図表2）。経済は最終局面にある可能性が高いものの、現在のマクロ環境は健全なレベルのリスクエクスポージャーを持つには問題ないことが示唆されています。

労働市場の問題は深刻化している

金融引き締めの効果により、米国労働市場の問題は深刻化し、拡大しています。既に雇用創出のペースはコロナ禍前のトレンドを下回る水準まで低下しており、失業率も上昇傾向です。上昇の一因はポジティブなサプライサイド・ダイナミクスで、働き盛りの世代の労働参加率が過去20年以上の期間の最高水準に到達していることです。しかし、これは労働力需要の減少という悪い要因も反映しています。雇用は減速し、失業状態で過ごす人々の数が増えています。求人数や自発的離職率など、将来の労働市場の状況に関する最良の先行指標の一部は軟化しています。当社では、今後数四半期にわたり失業率は上昇し、これが全体的な経済成長の足かせになると考えています。

**経済は最終局面にある可能性が高いものの、
現在のマクロ環境は健全な水準での
リスクエクスポージャーを正当化できると考えられます。**



インフレ懸念からの脱却

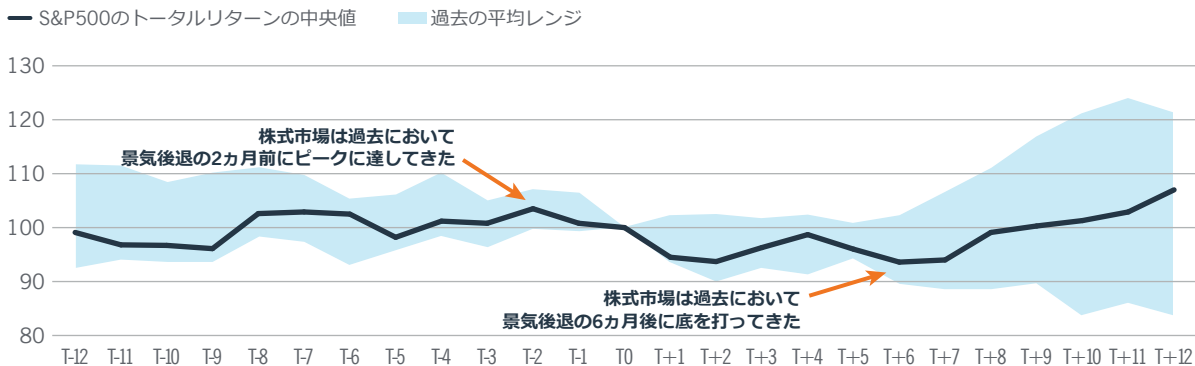
全体のコアインフレ率は、いくつかの要因により、3カ月年率ベースFRBの目標値である2%水準に近づいています。第1に、引き締め政策が労働市場に緩和圧力をもたらしています。賃金インフレは年率6%近辺でピークを迎え、現在は4%近傍まで低下し、コアサービス価格の軟化につながりました。第2に、住宅関連は目標を上回るペースで推移しているものの、今年に入ってから大幅に減速しており、先行指標はさらなる改善を示しています。第3に、グローバル経済の成長率は全体的に軟化しており、欧州は前年比約+0.5%、中国は1990年代以降で最も弱い成長率（コロナ禍のロックダウン期を除く）となっています。最後に、地政学上の懸念は依然リスクではあるものの、ここ数カ月は悪化しておらず、グローバルな輸送費用は12月のピークから40%程度低下しています。

FRBは素早いというよりは ゆっくりとした動き

成長が鈍化し、インフレは目標値に到達し、景気後退のリスクが高まる中でFRBが利下げを開始したことは理にかなっていません。しかし、今回の利下げサイクルが50bpという大幅な引き下げとともに開始されたにもかかわらず、市場の今後の利下げについての見方は楽観的すぎるかもしれません。FRB高官は、加速もしくは一時停止の柔軟性をもちつつも、着実な動き（すなわち各FOMC会合で25bpの引き下げが行われる可能性を示唆）が望ましいというスタンスを示してきました。これは、3.25%から3.50%近辺で中立的なスタンスに移行するにあたり、利下げの効果を測る時間の余裕を持つことを可能にします。当社では、FRBはそうした水準に来年半ばに到達するだろうとみています。

図表2：景気後退が迫っているからといって市場から撤退する必要はない

過去における米国の景気後退前後のS&P500指数のトータルリターン



出所: Bloomberg, L.P. データは1953年以降（コロナ禍による景気後退期を除く）の各景気後退期前後のS&P 500指数の12カ月トータルリターン。リターンは各景気後退期のスタート時点をもとに指数化。過去の平均レンジは各期間の中間値50%を中心に（25%から75%）図示したもの。表示したパフォーマンスデータは過去のパフォーマンスであり、将来の結果を予想したり保証したりするものではありません。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。



株式

サイラ・マリク

投資ポジショニング

- 株式市場は、今年前半の底堅い景気と堅調な企業業績を背景に、年初来で力強いパフォーマンスを見せています。しかし、景気減速を示唆する経済指標の発表により、夏場はボラティリティが高まりました。それと同時に、バリュエーションが以前ほど好ましくはなくなり、金利は相対的に高水準で推移しました。これらを総合すると、グローバル株式市場に対する当社のスタンスは、全体として中立的な見方を維持しています。当社は、バリュエーションとファンダメンタルズの追い風の両方をもたらす業界や地域に着目し、より質の高いセグメントを選好しています。同様に、景気もしくは金利に対する感応度が高い分野についてはあまりポジティブな見方をしていません。
- 地域別では、米国株がディフェンシブ特性と成長機会の最善の組み合わせを備えていると考えています。米国についてはAI関連の成長トレンドが（テクノロジー株は下落したものの）引き続き構造上の強い追い風になっています。米国株の中では、小型株（景気減速時にはあまりパフォーマンスがよくない傾向がある）よりも大型株を選好しており、配当成長銘柄やインフラ銘柄のようなディフェンシブな分野に注目するのが良いと考えています。
- 米国以外では、デフレからの脱却局面にあり、実質賃金の堅調な上昇がみられる日本株に妙味があるとみています。リスク許容度の高い投資家向けには、例えば、ブラジルなど一部の新興市場に投資機会があると考えます（ブラジルもAIの加速による恩恵が期待される）。
- プライベート・エクイティ市場は引き続き厳しい状況が続いていますが、金利低下の恩恵を受けると考えられます。特に、当社では、需要が強く、今後も拡大が見込まれるセカンダリー市場のプライベート・エクイティを選好しています。

ベスト・アイデア： 高いクオリティを有し、収益性の高い企業に注目。特に配当成長株には投資妙味があると考えており、これらはフリーキャッシュフロー水準が高く、利益率が安定している傾向がある。また、インフレ上昇と景気減速をうまく乗り切れるインフラ企業にも注目。



債券

アンダース・パーソン

投資ポジショニング

- マクロ経済環境および市場ファンダメンタルズはともに債券投資に有利であると考えます。インフレは引き続き世界のほとんどの地域でゆっくりと低下しており、FRBは遂に他の中央銀行と同様に利下げに踏み切りました。これはグローバル債券市場には追い風となるでしょう。来年に向けては劇的な金利低下は想定していないものの、2025年を通じて利回りは緩やかに低下していくとみています。金利が高水準で推移したとしても、現状の利回りは依然として魅力的なインカムを提供しています。
- こうした環境においては、一般的にデフレーション・スタンスを中立的に保つことが理にかなっていると考えます（重要な点として、依然としてキャッシュ水準が高い投資家はデフレーションを長期化することを検討する必要があります）。現時点では、市場は金利低下を概ね織り込んでいるとみており、そのためデフレーションの長期化には賛成できません。しかし、地方債においてはデフレーションの長期化が理にかなっています。地方債のイールドカーブは米国債のイールドカーブよりもスティーブな状態にあり、現状のインカムが高い上に、金利低下局面におけるトータルリターンも狙えるからです。
- 金利環境が変化するにつれ、（他の条件が同じであるならば）変動金利債の魅力は固定金利債と比較して薄れると考えています。歴史的に、シンジケートローンはFRBの利下げサイクルにおいては良好なパフォーマンスを示してきました。しかし、現時点で投資家は相対的に高い固定金利を固定できるハイ・イールド債を選好しています。特に、当社では、経済成長が鈍化する中でも相対的に持ちこたえられるとみられる、より質の高い（格付けBB/Bの）ハイ・イールド債に注目しています。また、資産担保証券や商業用不動産ローン担保証券などの証券化資産にも妙味を感じています。
- 地方債は、クレジットも良好で、安定しています。州政府や地方自治体は健全なバランスシートと十分な流動性を有しており、地方債市場は魅力的な需給動向を特徴としています。当社は、米国外の投資家向けには課税地方債に大きな投資機会があると考えており、地方債市場の中でもハイ・イールドおよび特別税や固定資産税を裏付けとした地方債に注目しています。

- 当プライベート・クレジット市場についても引き続き前向きな見方をしています。緩やかな景気減速や景気後退の底が浅いのであればなおさらです。

ベスト・アイデア: 当社の最も確信度の高いテーマは柔軟で分散されたマルチ・セクターアプローチ。スプレッドの縮小を追求するのではなく、魅力的な利回りに注目。地方債については、魅力的な利回りを提供し、割安感のあるハイ・イールド地方債を 선호。



不動産

ドナルド・ホール

投資ポジショニング

- プライベート不動産はテクニカルな逆風が解消することにより底打ちして浮上すると当社では考えています。金利低下は不動産にとって有利に働き、投資家需要の増加も見られています。投資家間の新規案件に対する競争も激化しており、これはこのアセット・クラスに対する健全なサインといえます。
- セクターの観点から見ると、オフィスセグメントは引き続き問題含みで、空室率がピークに達したとは考えていません。オフィス価格はやがては下落して価値を提供できるでしょうが、まだその水準には達していないと考えます。それとは対照的に、住宅用、工業用、オルタナティブ不動産に関しては幅広い機会があると考えています。医療機関や高齢者向け住宅施設は長期的な人口動態の恩恵を受けることから魅力があると考えます。生成AIからの需要が強いため、データセンターも優れた投資先と考えます。
- 当社では金利低下と資金の借り手側の価格決定力の強さという組み合わせから株式よりもプライベートの不動産デットを 선호しています。

ベスト・アイデア: 教育を受けた多様性のある人口が増加中のグローバル都市に引き続き注目。ヘルスケア、工業用、住宅用セクターは特に注目。



リアル・アセット

ジャスティン・オルソ

投資ポジショニング

- パブリック・インフラ投資が引き続きスイートスポットだと考えます。そうした分野は依然として根強いインフレと相対的に高い金利の恩恵を受け、必要不可欠なサービスという性質から、今後予想される景気減速を前にして良い位置にいるといえるでしょう。当社が最も 선호しているのは、データセンター（AIによる利益を獲得）、北米の公益企業（魅力的なバリューと強い経済レジリエンス）、パイプライン（国内のエネルギー保障に注目）です。
- パブリック不動産については、ファンダメンタルズおよび収益の見通しが強固であり、市場のこのエリアは金利低下の恩恵が期待できます。特に妙味があるのは、データセンター（AIトレンドに注目）とニアショアリングの増加の恩恵を受けるサンベルトの工業不動産だと考えています。
- プライベート・リアル・アセット全般にも魅力的な投資機会があると考えます。当社のインフラ投資テーマは進行中のデジタイゼーション（例えばAI駆動のデータセンター）やクリーンエネルギーへの転換（太陽光発電、蓄電池、オフショア風力による発電に注目）です。当社ではクイックサービス方式のレストラン（当該市場での成長エリア）における店内労働力削減を可能にする食材処理に注目した投資を含むアグリビジネスに投資機会があると考えます。
- マクロ経済のファクターと地政学的リスクの影響を相対的に受けにくい農地投資を引き続きポジティブにみています。穀類作物の収益率及び利益は低下したものの、当社では、米国北西部など、作物の多角化が進んでいるエリアへの投資に妙味があると考えています。当社ではまた、需要が上昇している柑橘類やアボカドなど米国外での永久作物投資にも価値があると考えます。

ベスト・アイデア: パブリック市場における当社のベストアイデアは北米の高齢者向け住宅（人口動態のトレンドに加え業界の統合が見込まれる）とAI関連のインフラ、特に潜在的な恩恵をまだ十分に享受していない電力などのエリア。プライベート市場では、引き続きクリーンエネルギーの発電やデータセンターといった気候変動及びデジタルトランスフォーメーション関連の投資とグローバルで需要の高いタンパク質や健康食品に関する投資に注目。

Nuveenのグローバル投資委員会について

Nuveenのグローバル投資委員会（GIC）は、すべてのパブリック市場およびプライベート市場を含め、当社の中核となる専門能力のプラットフォーム全体を代表した、最も上席の投資プロフェッショナルによって構成されています。GICは四半期毎にミーティングを行い、以下のような展望を発表しています。

- 参加メンバーのコンセンサスを得たマクロおよびアセット・クラスの見解
- GICとゲスト専門家（市場、リスク、地政学、人口動態など）によるテーマ別に議論を「掘り下げて」得られた洞察
- 定期的な論評やコミュニケーションを通じて、洞察を投資行動に移すためのガイダンス

詳細についてはnuveen.comをご覧ください。

出所

市場・経済データはすべてブルームバーグ、ファクトセット、モーニングスターから引用しています。

重要なお知らせ

ヌベーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼すると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌベーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌベーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第3132号

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加入

nuveen

A TIAA Company