

コロナショック後の資産運用～フォワードルッキングの改訂について

新型コロナウイルス(COVID-19)の世界的な感染拡大により、投資環境は大きく変わりました。弊社ではこの大きな市場環境の変化を受けて、今後5年、今後10年の期待リターンを改訂しました。本稿では、この改訂について解説します。

期待リターンの考え方とは

期待リターンは、投資を行うことで期待される収益率のことで、ポートフォリオの資産配分を決定する際の重要なパラメーターの一つです。

この期待リターンの求め方のうち最も初歩的な手法は、過去の収益率の平均(あるいは加重平均)を利用する過去法です。この手法は、後ろ(過去)のデータを主に利用するため、バックワードルッキングな期待リターンと言われます。それに対して、将来の経済・投資環境を考慮し、策定する期待リターンはフォワードルッキングな期待リターンと言われます。

弊社では、フォワードルッキングな期待リターンをその時点の見通しに従って、レポート「フォワ

ードルッキング」として発行しています(図表1は弊社が定期的に発行する期待リターンに関するレポートの一覧)。通常、年2回ですが、2020年4月24日に臨時で改訂版を発行しました。本稿では、この改訂版について①なぜ改訂したのか、②どう値が変わったのか、を中心に解説します。

改訂の理由

改訂の理由は、大きく経済環境、投資環境が変わったためです。

2020年2月以降、世界中の様々な都市が新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するために、ロックダウン(都市封鎖)などのいわゆるソーシャルディスタンス(社会的距離)政策をとりました。

図表 1 弊社が提供している期待リターンに関するレポートとその考え方

レポート名	フォワードルッキング	マーケットビジョン	わが国の年金運用におけるアセットクラス毎の期待リターン調査
発行頻度	半年ごと	四半期ごと	1年ごと
数値の推定方法	過去データや経済指標の予測をもとに、リターン推計を実施。モデルおよび定性的な判断により算出	過去データに基づき算出(バックワードルッキング)	運用機関のコンセンサス
投資想定期間	5年および10年	—	1年および5年

(出所) 野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

感染拡大の抑制を目的とするこの施策は、経済活動とのトレードオフの関係となっています。そのため、2020年の世界の経済成長率の大幅な低下は不可避と見られます。

新型コロナウイルスの影響は感染がさらに拡大するか、ワクチンの開発・接種などにより集団免疫が獲得されれば、終わりが来るため、「一時的」な現象ではあります。しかし、その影響を与える期間は、従前の想定よりもはるかに拡大してしまいました。これがフォワードルッキングを改訂した理由です。

主な数値の変化

主な資産の今後5年、今後10年の期待リターンの変化は図表2の通りです。

特に外国株式の期待リターンが最も大きく低下しました。理由は企業の利益成長(EPSの伸び)および物価上昇の伸びが低下したためです。なお、株式の期待リターンは以下のモデルに従って、算出しています。

株式の中長期の期待リターン=希薄化後EPS

成長率+物価上昇率+修正配当利回り

一方で、期待リターンが上昇したのは、ハイールド債、バンクローンやダイレクトレンディングなどのクレジット(信用リスク)資産です。

これは上乗せ金利が大きく上昇したことを反映したためです。企業のデフォルトも一定程度上昇すると想定していますが、デフォルトに伴うコスト(デフォルトコスト)の上昇よりもスプレッド拡大の方が上回りました。

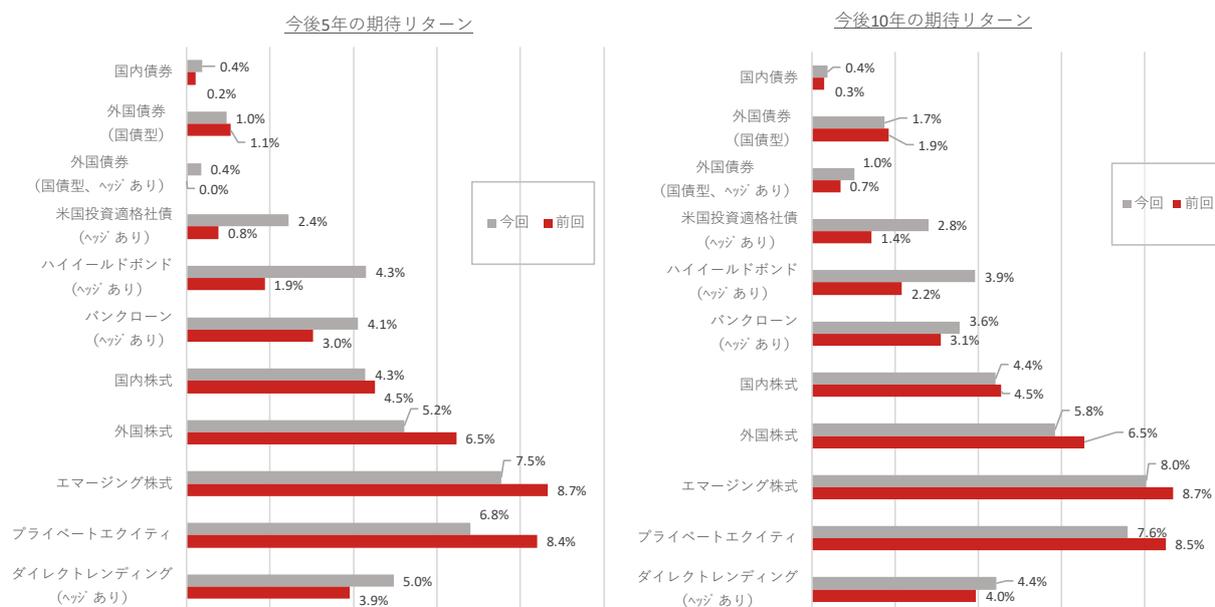
外国債券(為替ヘッジあり)も期待リターンが上昇しました。金利は従前と比べるとより長い期間、低金利で据え置かれると予想を修正したことに加え、内外金利差が縮小し、為替ヘッジコストが低下したためです。

最適資産配分の変化

この改訂された期待リターンを利用し、伝統的4資産(内外債券、内外株式)のみで最適化した資産配分は図表3の通りです(平均分散アプローチを利用)。

図表3の左は横軸をリスク(標準偏差)、縦軸を

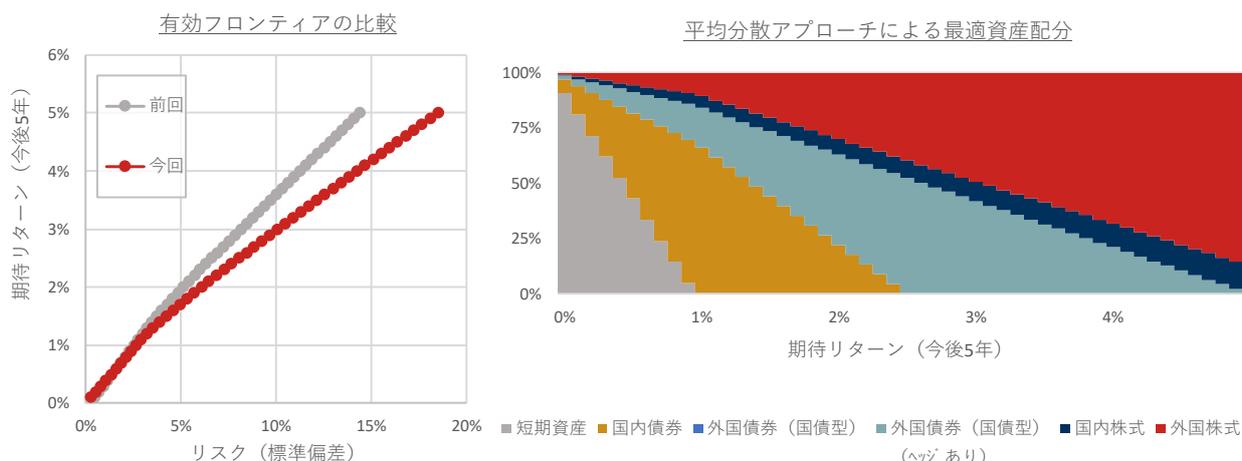
図表2 期待リターンの変化



(注) 前回とは2020年2月14日発行版。策定の考え方などについてはレポート「フォワードルッキング」をご参照下さい
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表3 最適資産配分(平均分散アプローチ)



(注) 平均分散アプローチによる最適化結果は、2020年4月発行のフォワードルッキングの期待リターン・リスクなどを利用した計算結果

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター

期待リターンとした有効フロンティアを示しています。以前と比べて、有効フロンティアが右下に移っており、伝統的4資産のみのポートフォリオでは、同じリスクをとっていても、過去と比べて期待される収益率が低下することを示唆しています。

このような結果となる原因は、低金利が持続することで依然として債券の期待リターンが低いことに加えて、リターン獲得のドライバーと考えられる株式の期待リターンが低下したためです。

そのため、収益達成、リスク抑制のため、以下のようなより一層の工夫が必要とされると思われます。

<収益達成の手段>

- ✓ パッシブ運用だけではなく、アクティブ運用を活用し、アクティブリターンを獲得する
- ✓ 社債などの信用リスク資産を活用する
- ✓ 低流動性資産の中でも景気後退局面で強い資産・戦略を活用する
など

<リスク抑制の手段>

- ✓ 株式リスクを削減する
- ✓ 株式などのリスク性資産との相関係数が

低い安全資産の組み入れ比率を増やす

- ✓ 分散効果が高いオルタナティブ資産を活用する
など

なお、あくまでこの期待リターンは、2020年4-6月に投資を開始して、5年あるいは10年程度、投資を続けるとした場合の期待収益率です。依然として不確実性は高く、状況は大きく変わる可能性が高いことには留意が必要です。

今後の注目点

新型コロナウイルスによる経済への打撃は、先進国では、政府や中央銀行による積極的な政策投入により、緩和されるとの見通しから、2020年4月は株価が上昇しました。しかし、以下のような懸念も引き続き、潜んでいます。

- ✓ 感染拡大の第二波
経済活動の再開に伴い、感染拡大の第二波が発生し、再度、経済活動を縮小せざるを得なくなるリスク
- ✓ 一部のセクターの企業の破綻リスク
レジャーやフィットネスなど経済活動が再開された後でも収入がすぐには復活しないと考えられるセクターの破綻のリスク

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

- ✓ 自国通貨でのファイナンス能力が限定的な国(特に新興国)の財政懸念
世界中の政府が財政赤字を拡大させており、政府の財政破綻の可能性が高まるリスク
- ✓ 消費者行動や経済構造の変化
いわゆる非接触経済と呼ばれるビジネスが拡大する一方で、従来型の接触型経済の規模は縮小せざるを得ないと考えられます。
- ✓ 企業の株主還元への考え方への影響

より保守的な経営が志向されると株主への配当や自社株買いなどが減少する可能性があります。

引き続きリスクに留意した資産運用が必要とされると考えられます。

このように、コロナショックを受けて投資機会、リスクは大きく変わったと考えられます。新しい資産運用の枠組みを考慮する必要があるのではないのでしょうか。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月1日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2

アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。