

野村證券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
木須 貴司

### 運用会社へのアンケート調査結果より～コロナショックを受けた変化

野村證券フィデューシャリー・サービス研究センターでは、例年、わが国の年金に対して資産運用サービスを提供している運用会社へ主要な資産クラスの期待収益率に関するアンケート調査を実施しています。本年は、期待収益率に加えて、新型コロナウイルスの影響や資産クラスごとの見通しなどについても調査しました。本稿では、今年実施したアンケート調査の結果をご紹介します。

#### 調査方法

本稿では、運用機関に対して行っている期待リターンに関するアンケート調査の結果を紹介します。

- アンケート送付日: 2020年7月1日
- 回答期限: 2020年7月20日
- 回答数: 36社

調査対象とした資産クラスは以下の7資産です。

- 国内株式 (TOPIX配当込み)
- 国内債券 (NOMURA-BPI総合)
- 外国株式 (MSCI KOKUSAI 配当込み)
- 外国株式 (MSCI KOKUSAI 配当込み、為替ヘッジあり)
- 外国債券 (FTSE世界国債インデックス 除く日本)
- 外国債券 (FTSE世界国債インデックス 除く日本、為替ヘッジあり)
- 国内短期資産 (有担保コール 翌日物)

加えて、新型コロナウイルスから回復する時期、オルタナティブを含めた資産クラスごとの見通しについても調査を行いました。

#### 国内株式の期待収益率

今後1年の国内株式の期待収益率の中央値は6.4%と、昨年調査の6.0%から上昇しました。今後5年の期待収益率の中央値も5.9%と昨年の5.7%から0.2%上昇しました。

しかし、25パーセンタイル値と75パーセンタイル値の差は1年、5年いずれも拡大しており、運用会社ごとの予想のばらつきが増加しています。

図表 1 国内株式の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前回	今回	前回	今回
中央値	6.0%	6.4%	5.7%	5.9%
平均値	5.9%	7.7%	5.9%	5.9%
25パーセンタイル値(1)	8.4%	10.4%	6.6%	6.7%
75パーセンタイル値(2)	3.4%	4.5%	5.0%	5.0%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	5.0%	5.9%	1.6%	1.8%

(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。

### 国内債券の期待収益率

今後1年の国内債券の期待収益率の中央値は0.1%と、昨年調査とほぼ同水準でした。今後5年の期待収益率は、中央値では昨年から0.1%低下し、0%となりました。

今後1年、今後5年の期待収益率のばらつき(25パーセンタイルと75パーセンタイルの差)も昨年と大きくは変わっていません。国内債券はゼロ金利付近で横ばい、というのが引き続きコンセンサスであることがわかります。0%以下のマイナスの期待収益率との回答の割合は40%程でした。

図表2 国内債券の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前回	今回	前回	今回
中央値	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
平均値	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%
25パーセンタイル値(1)	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%
75パーセンタイル値(2)	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%

(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

### 外国株式(為替ヘッジ無)の期待収益率

今後1年の外国株式(為替ヘッジ無)期待収益率の中央値は、6.0%(中央値)と、昨年調査の6.2%から低下しました。今後5年の期待収益率については5.9%と昨年から0.8%低下しました。

回答のばらつきは昨年と比べると拡大しており、25パーセンタイルと75パーセンタイルの差異が今後1年では1.8%、今後5年では1.3%上昇しています。昨年と比べて新型コロナウイルスによるパンデミックの影響で不確実性が増加し、運用会社によって、見通しのばらつきが増えたものと考えられます。

図表3 外国株式(為替ヘッジ無)の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前回	今回	前回	今回
中央値	6.2%	6.0%	6.7%	5.9%
平均値	5.7%	8.5%	6.8%	6.1%
25パーセンタイル値(1)	8.7%	9.0%	7.6%	7.6%
75パーセンタイル値(2)	4.0%	2.6%	6.0%	4.7%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	4.6%	6.4%	1.6%	2.9%

(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

### 外国株式(為替ヘッジ有)の期待収益率

外国株式(為替ヘッジ有)の今後1年の期待収益率の中央値も4.0%と、昨年調査の5.0%から低下しました。一方、今後5年の期待収益率は、5.6%と、昨年調査の5.5%とほぼ同水準でした。外国株式(為替ヘッジ無)と外国株式(為替ヘッジ有)の差はおおよそ為替の収益率とヘッジコストの和と考えることができます。

なお、外国株式(為替ヘッジあり)の期待収益率を回答数は、外国株式(為替ヘッジなし)の期待収益率の回答数と比べると少数でした。したがって、外国株式(為替ヘッジ有)の回答結果については、より個別の運用会社のバイアスが反映されている点には留意が必要です。

図表4 外国株式(為替ヘッジ有)の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前回	今回	前回	今回
中央値	5.0%	4.0%	5.5%	5.6%
平均値	4.9%	4.2%	5.7%	5.6%
25パーセンタイル値(1)	7.0%	6.0%	6.5%	6.9%
75パーセンタイル値(2)	3.0%	-0.7%	4.0%	4.7%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	4.0%	6.8%	2.5%	2.2%

(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。

### 外国債券(為替ヘッジ無)の期待収益率

今後1年の外国債券(為替ヘッジ無)の期待収益率の中央値は0.1%と、昨年調査の0.9%から0.8%低下しました。また、今後5年の期待収益率の収益率も0.5%と、昨年の1.3%から0.8%低下しました。足元の金利の低下、イールドカーブのフラット化を反映しているものと考えられます。

また、昨年調査と比べると、内外株式と同様にばらつき大きさも拡大しており、金利上昇により収益率をマイナスとした回答も30%から45%ほどありました(想定期間による)。

図表5 外国債券(為替ヘッジ無)の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前年度	今年度	前年度	今年度
中央値	0.9%	0.1%	1.3%	0.5%
平均値	0.4%	-0.1%	1.3%	0.4%
25パーセンタイル値(1)	1.4%	0.7%	1.8%	1.3%
75パーセンタイル値(2)	-0.5%	-1.3%	0.6%	-0.4%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	1.9%	2.0%	1.2%	1.7%

(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

### 外国債券(為替ヘッジ有)の期待収益率

今後1年の外国債券(為替ヘッジ有)の期待収益率の中央値は-1.0%と、昨年調査の0.4%から低下しました。今後5年の期待収益率の中央値も-0.4%と、昨年調査の-0.1%から低下しました。足元の金利水準の低下と今後の金利上昇が想定されているため、今後1年、今後5年の期待リターンは低下したと考えられます。マイナスの期待収益率と回答した割合も今後1年では67%、今後5年では54%と半分を超えました。

外国債券(為替ヘッジ無)と外国債券(為替ヘッジあり)の今後5年の期待収益率の中央値の差は0.9%で、昨年調査の1.4%から低下しました。為替ヘッジコストと為替差損益の予想が全体としては縮小したことを意味しています。

図表6 外国債券(為替ヘッジ有)の期待収益率の調査結果

	今後1年		今後5年	
	前年度	今年度	前年度	今年度
中央値	0.4%	-1.0%	-0.1%	-0.4%
平均値	0.3%	-1.0%	-0.3%	-0.4%
25パーセンタイル値(1)	0.9%	0.0%	0.5%	0.5%
75パーセンタイル値(2)	-0.4%	-2.2%	-0.9%	-1.0%
50%範囲のばらつき(1)-(2)	1.3%	2.2%	1.4%	1.5%

(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

### 新型コロナウイルスによる経済への影響はどの程度、継続するか

今回の調査では、新型コロナウイルスがどの程度の期間、経済に影響を与えるかを質問しています。回答数は、24でした。

回答結果は、図表7の通りです。年内での収束を予想する回答は少なく、最頻値は2021年下半期でした(全体の37.5%)。また、2023年以降との回答も2021年下半期に次いで多く、全体の20.8%を占めていました。

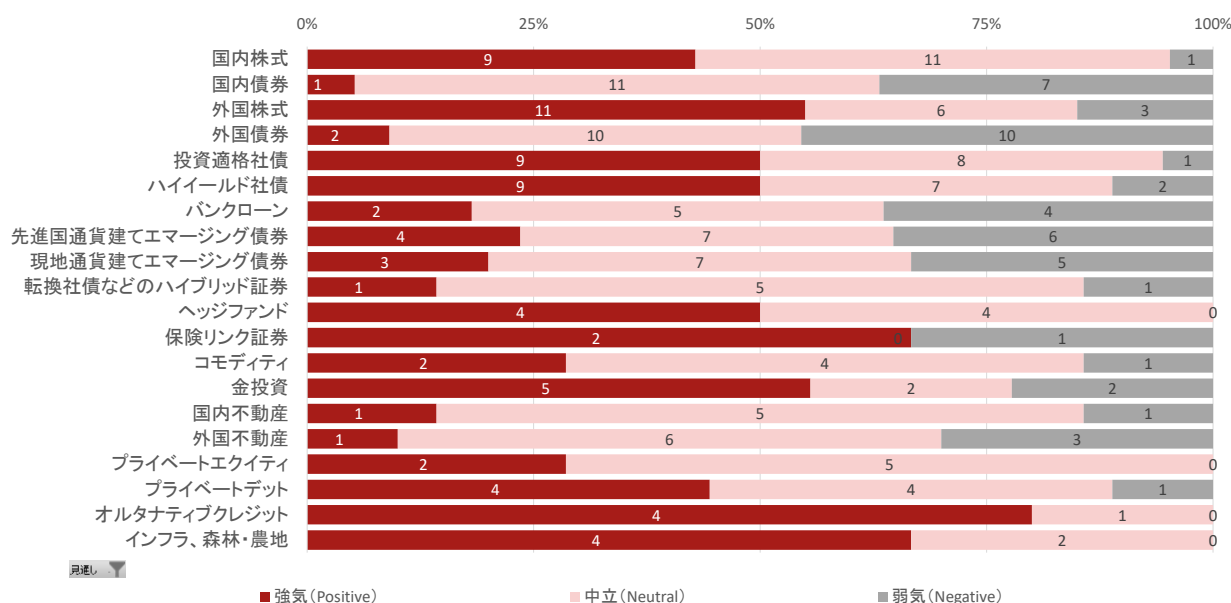
図表7 新型コロナウイルスによる経済への影響はどの程度の期間、継続するか

期間	回答数	構成比
2020年 年内	1	4.2%
2021年 上半期	2	8.3%
2021年 下半期	9	37.5%
2022年 上半期	3	12.5%
2022年 下半期	2	8.3%
2023年 以降	5	20.8%
その他	2	8.3%

(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 8 資産クラスごとの現在の見通し(強気・中立・弱気)



(注) 回答可能な資産クラスのみ回答をいただいている

(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作成

### 資産クラスごとの運用会社のビュー

新型コロナウイルスの影響などを含めたすべての投資環境を勘案して、資産クラスごとのビューを質問した結果が図表8です。伝統的資産では、「強気」との回答割合が高かったのは外国株式でした。一方で、「弱気」との回答が最も多かったのは、外国債券でした。実際、外国債券の期待リターンの回答の中央値も0%以下に低下しています(為替あり、なしに関わらず)。

オルタナティブ資産では、オルタナティブクレジット(個人向けローンへの投資戦略など)やインフラなどの資産が「強気」との回答割合が相対的に高い結果となりました。一方で、「弱気」との回答割合が多かったのは、保険リンク証券や外国不動産でした。

### まとめ

中長期(今後5年)の見通しは昨年と比べて、国内株式と外国株式(為替ヘッジ有)以外は低下しました。また、予想のばらつきが全体的に増加しており、運用会社によって見通しに違いが生じ

ていることがわかります。この背景には、現在の投資環境が新型コロナウイルスの感染拡大の動向や高まる地政学リスクなど不確実性が大きくあることを示唆していると考えられます。

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。



## — 次号のお知らせ —

次号は

**8月24日(月)**

発行予定です。

## 《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

## 《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

## 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)(20万円以下の場合は、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。