

野村証券
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～コロナ後の世界はどうなるのか

野村証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リターンに関するアンケート調査を実施しています。本年は、期待リターンに加えて、資産クラスごとの見通しや注カプロダクトなどについても調査しました。

調査方法

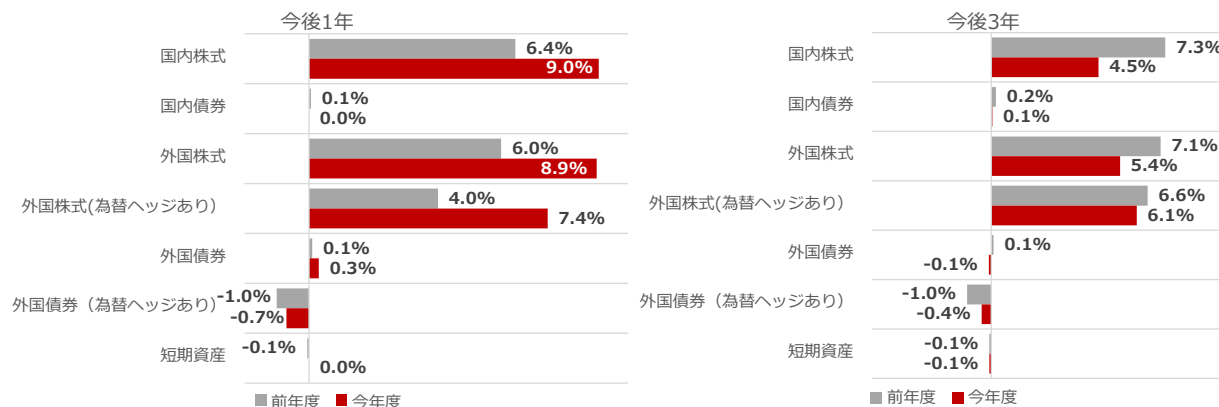
本稿では、運用機関に対して行っている期待リターンに関するアンケート調査の結果を紹介します。

アンケートの期間や回答数は次の通りです。

- アンケート送付日:2021年6月22日
 - 回答期限:2021年7月21日
 - 回答数:36社
- 調査対象とした資産クラスは次の通りです。
- 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 (無担保コール 翌日物)
- 加えて、景気・市場サイクルに対する見方、オルタナティブを含めた資産クラスごとの見通し、年金向けの注カプロダクトについても調査を行っています。

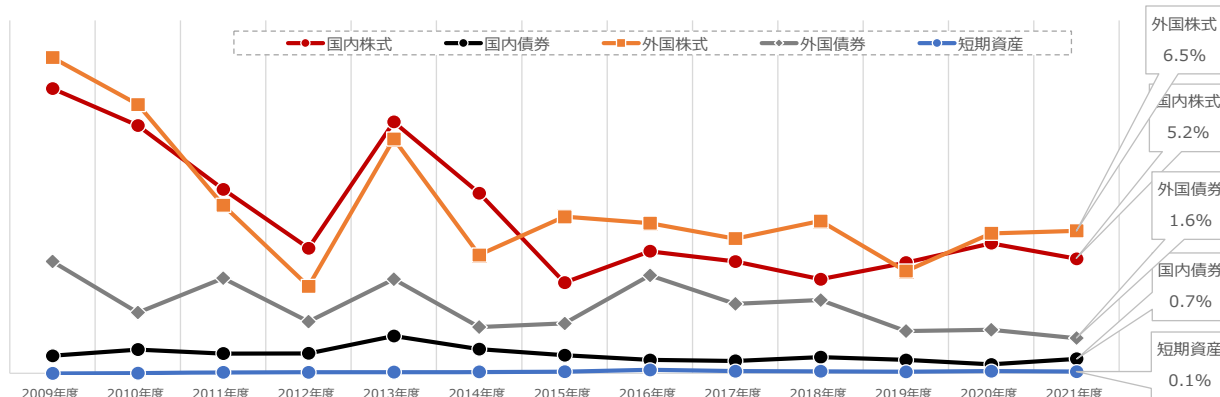
図表 1 伝統的 4 資産+短期資産の今後 1 年・今後 3 年の期待リターン(中央値)



(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2 今後1年の調査結果の四分位範囲の推移



(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

主要資産の短期(今後1年・3年)の期待リターン

今後1年、今後3年の期待リターンの中央値の変化は図表1の通りです。国内株式、外国株式の今後1年の期待リターンの中央値は9.0%、8.9%と、昨年度調査から上昇しました。一方、国内株式、外国株式の今後3年の見通しの中央値は低下しています。今後1年の見通しでは、外国債券(為替ヘッジなし/為替ヘッジ有)の中央値は、若干上昇していますが、今後3年では、外国債券(為替ヘッジあり)は上昇しているものの、為替ヘッジなしの外国債券の期待リターンの中央値は若干低下しています。国内債券、短期資産は大きな変化はありませんでした。

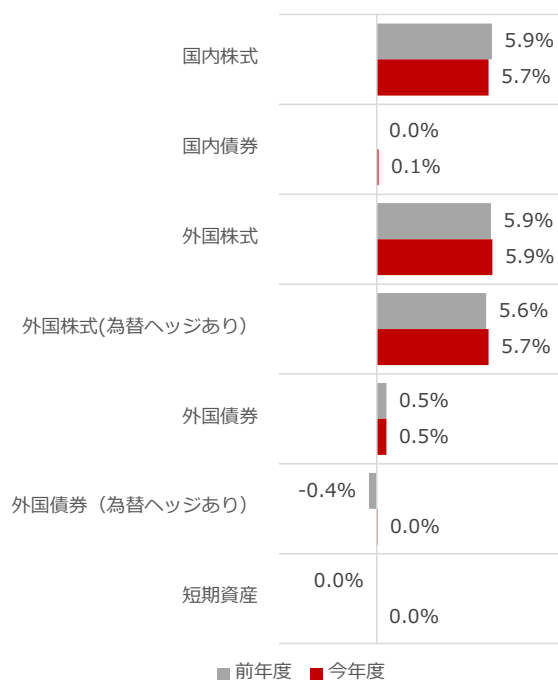
今後1年の主要資産の期待リターンの25パーセンタイル値と75パーセンタイル値の差、いわゆる四分位範囲の過去からの推移を図表2で示しています。コロナ禍を受けて、不確実性が高まった前年度(2020年度)に引き続いて、今年度も外国株式のばらつき具合は相対的に大きいことがわかります。一方、国内株式の四分位範囲は前年度から低下しました。

短期的にはコロナ禍の中で停滞した経済が回復に向かい、株式市場は回復に向かうという見方があるのではないかと考えられます。その一方、2020年度に大きく上昇した外国株式の短期の見通しは運用会社によって相対的に大きく異なっていることがわかります。

主要資産の中長期(今後5年)の期待リターン

今後5年の期待リターンの中央値の変化は図表3の通りです。今後5年の調査結果は中央値で見ると大きな変化はなく、最も大きな変化は、外国債券(為替ヘッジあり)が前年度の-0.4%から0.4%上昇し、0.0%となったことです。次に大きな変化は国内株式が前年度の5.9%から0.2%低下し、5.7%へ変化したことでした。それ以外はほぼ同じ値でした。

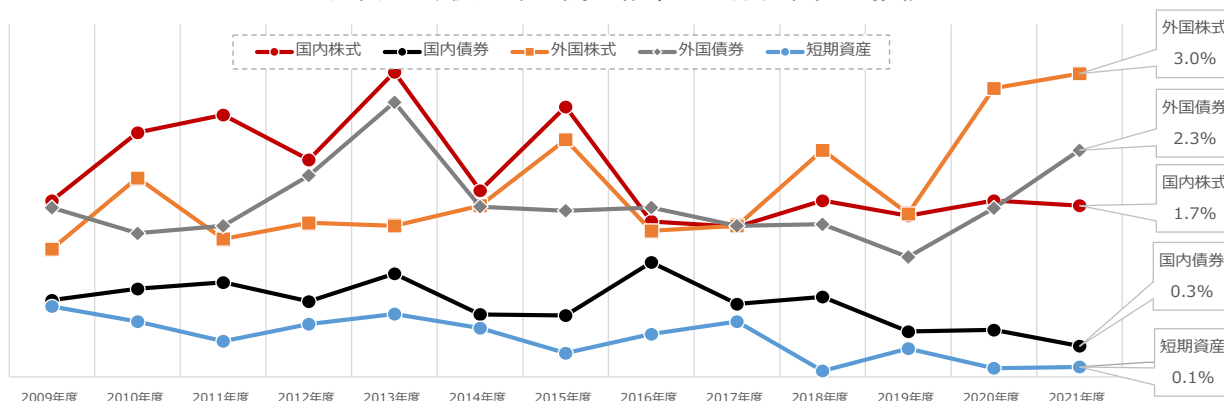
図表3 伝統的4資産+短期資産の今後5年の期待リターン(中央値)



(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され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。

図表4 今後5年の調査結果の四分位範囲の推移



(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

ただし、予想のばらつきは高い状態が続いています。

図表4は、今後5年の調査結果の資産クラスごとの四分位範囲の過去からの推移です。外国株式の四分位範囲は3%と過去と比べても高い水準にあります。最大値は13%程度である一方、最小値は1.2%となっており、最大値と最小値の差異も2009年の調査以降で最も大きくなっています。

外国株式に対する見方のばらつきが大きい背景には、株価の利益に対するマルチプル(PER)

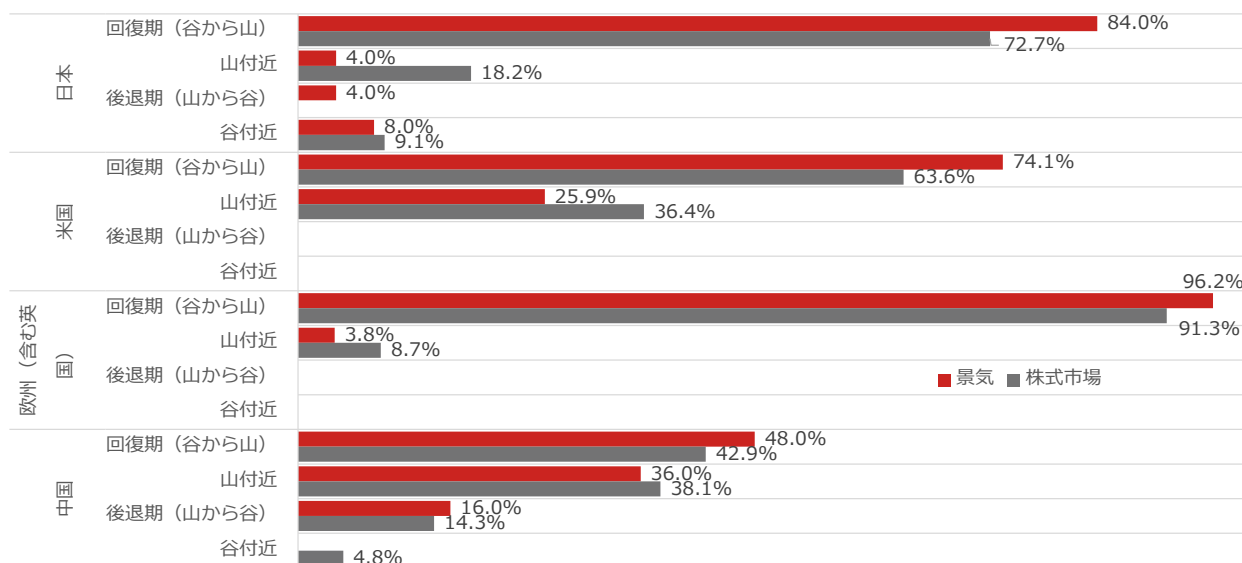
の今後の上昇率に対する見通しの違いがあるものと考えられます。近年の米国を中心とした外国株式の株価上昇にはマルチプル上昇が大きく寄与しています。一部の運用会社は今後のマルチプル成長率がマイナスとみているようです。

なお、弊社が例年、公表している期待リターンでは、マルチプルの上昇率は0%としています。

景気・市場サイクルに対する運用会社の見通し

昨年度に引き続き、景気や株式市場についての見通しについて調査を行った結果が図表5で

図表5 景気/株式市場のサイクルに対する見通し



(注) 回答数は、21~27

(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

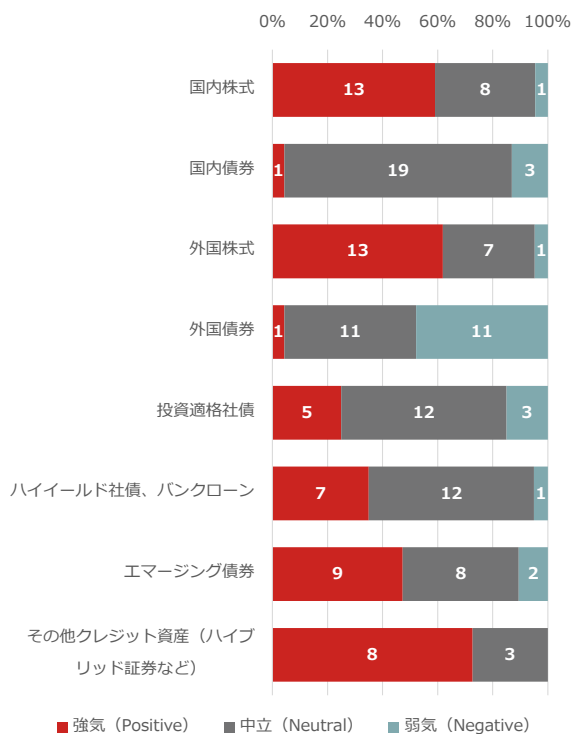
このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成されたものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

す。回答数は、地域によって異なりますが、21~27社でした。

多くの運用会社が日本や米国、欧州の景気は回復期(谷から山)としていることがわかります。それに対して中国に関しては、景気の山(ピーク)付近、後退期(山から谷)としている回答が36%、16%と相対的に高い数値でした。コロナ禍から最も早く立ち直った中国の景気サイクルは、他の地域を先行していると考えられる運用会社が多いものと考えられます。

株式市場は景気を先行していると考えられるため、景気サイクルと同じかワンステップ先に移っていると考える運用会社がほとんどでした。株価がピーク付近にあるとの回答が最も多かった地域は中国の38.1%で次いで、米国の36.4%でした。それらと比べて、日本や欧州の株式水準がピーク付近にあるとの回答は相対的に低水準です。

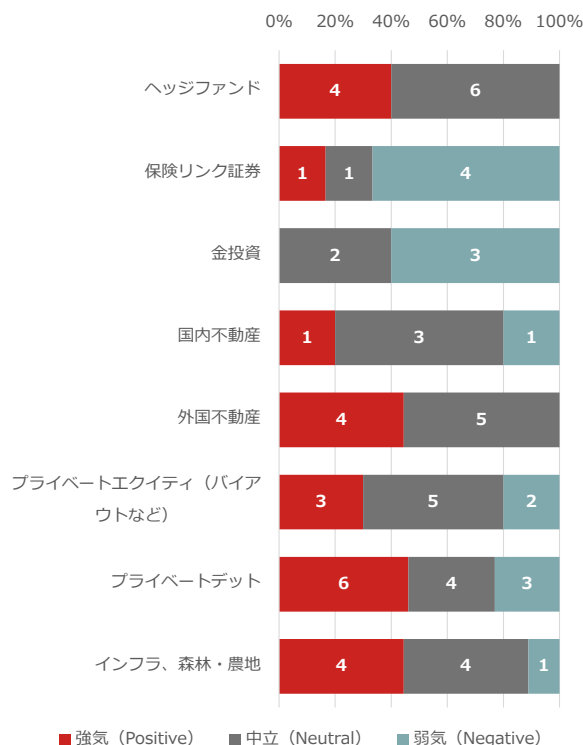
図表 6 伝統的資産に対する運用会社のビュー



(注) 回答数は、11~23

(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

図表 7 オルタナティブ資産に対する運用会社のビュー



(注) 回答数は、5~13

(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、伝統的資産のビューを質問した結果が図表6です。伝統的資産では、「強気」との回答割合が高かったのは、その他クレジット資産(ハイブリッド証券など)で、11件の回答中8件が強気でした。国内株式、外国株式も強気との回答割合が多く、それぞれの割合は59.1%、61.9%でした。一方で、「弱気」との回答が最も多かったのは、昨年に引き続き、外国債券でした。実際、外国債券の今後1年の期待リターンへの回答の中央値は昨年を上昇したものの、0%程度と引き続き低水準でした。

オルタナティブ資産では、「強気」との回答割合が最も高かったのは、プライベートデットでした。コロナ禍の後の景気回復を見越し、パブリックだけではなく、プライベートのクレジット市場も回復

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。

するとの見通しと考えられます。昨年はややネガティブなビューの比率が高かった外国不動産についても今年度は強気との回答比率の方が高まっています。一方で、「弱気」との回答割合が多かったのは、昨年に引き続き保険リンク証券、そして2020年に大きく上昇した金でした。

運用会社の注カプロダクト分野

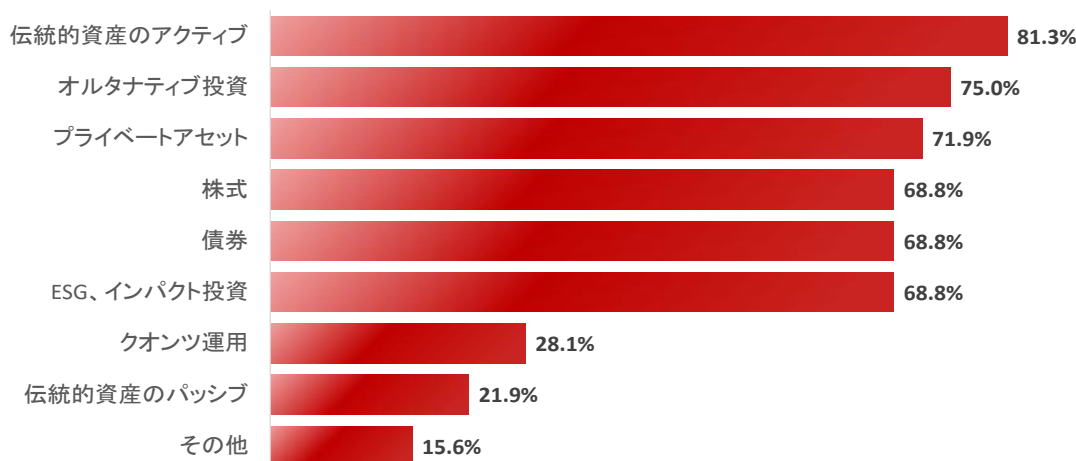
最後に運用会社が年金向けに注力しているプロダクト分野について調査した結果をご紹介します。結果は図表8の通りです。伝統的資産のアクティブを中心にオルタナティブ投資、プライベートアセットに注力するとの回答比率が70%を超えています。加えて、ESG、インパクト投資に注力するとの回答も70%弱と非常に高い水準となっています。その他の回答としては、アジア債券やマルチアセット、マルチマネージャー運用などが挙げられていました。

まとめ

ワクチン接種が広がり、景気回復、正常化が想定される状況の中で、多くの運用会社は短期的には内外株式を強気と見えています。その一方、中長期の期待リターンは中央値で見ると横ばいでした。ただし、外国株式を中心に今後の見通しのばらつきが過去と比べて大きく、中長期的な見通しの不確実性の大きさが示唆されています。債券については国内、外国いずれも金利水準が低く、過去と比べて期待リターンが低いというのがほとんどの運用会社の見通しでした。

そのような中、多くの運用会社が伝統的資産のアクティブ運用やオルタナティブ資産・プライベート資産を使った提案により注力しようという意向を持っていることがわかりました。

図表 8 運用会社の注カプロダクト分野



その他明細: アジア市場に特化した株式及び債券、マルチアセット運用、マルチマネージャー運用

回答社数: 32社

1社当たり平均回答数: 5件

(注) 複数回答可としているため、合計は100%とならない
(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作成

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。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月6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1.404%*(税抜1.3%)(20万円以下の場合)、2,808円*(税抜2,600円))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。

*1,*2 2019年10月1日以降、消費税率10%が適用される分については、*1は1.43%、*2は2,860円となります。

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。