

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング  
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～現実味を帯びる景気減速

本年も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ました。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べています。本稿では、それらの調査結果の概要について解説します。

#### 調査方法

当社が実施したアンケートの概要、回答数などは次の通りです。

- アンケート送付日:2022年7月4日
- 回答受付期間:2022年7月4日～8月4日
- 回答数:35社

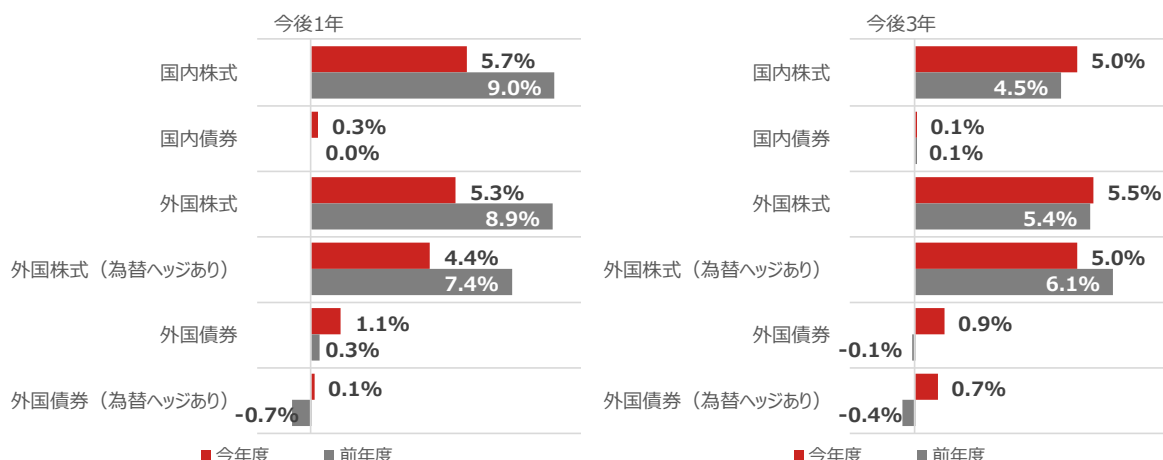
調査対象とした資産クラスは次の通りです。

- 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、プロダクト開発の方向性についても調査を行っています。

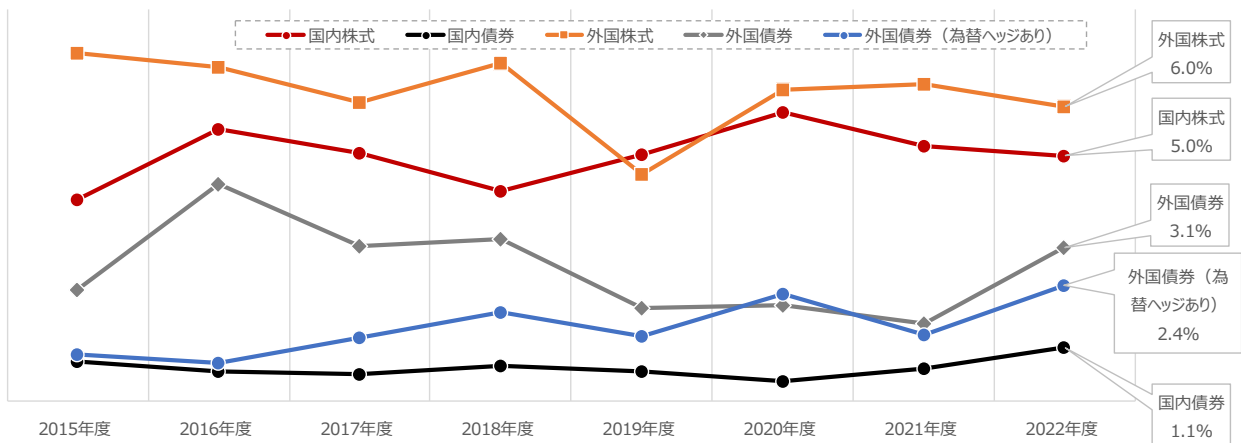
図表 1 主要資産の今後1年・今後3年の期待リターン(中央値)



(出所) NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2 今後1年の調査結果の四分位範囲(予想のばらつき度合い)の推移



(出所) NFRC 作成

**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調査結果の中央値は図表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5.7%、5.3%と、昨年度調査から低下しました。一方、国内株式、外国株式の今後3年の期待リターンの中央値は上昇しています。外国債券(為替ヘッジなし/為替ヘッジ有)の期待リターンの中央値は、今後1年、今後3年いずれも上昇しています。国内債券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、四分位範囲の推移が図表2です。四分位範囲はどの程度、運用会社の予想のばらつきがあったのかを示す指標です。前年度と比べて国内株式、外国株式の四分位範囲は縮小したものの、外国債券、外国債券(為替ヘッジあり)は拡大しています。国内債券もわずかですが、拡大しています。

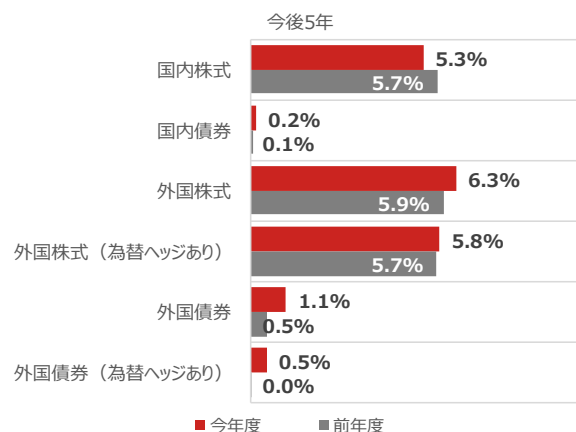
今後1年程度の期間においては、海外金利の見通しのばらつきが運用会社によって乖離していることが示唆されます。運用会社選定を行う際に留意が必要と考えられます。

**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調査結果は図表3の通りです。最も大きな変化は、外国債券が前年度の0.5%から0.6ポイント上昇し、1.1%となったことです。外国債券(為替ヘッジあり)、外国株式も上昇し、それぞれ0.5ポイント、0.4ポイント上昇しました。低下したのは、国内株式のみで、0.4%低下し、5.3%となりました。

予想のばらつき、四分位範囲は昨年と比べて縮小しました。

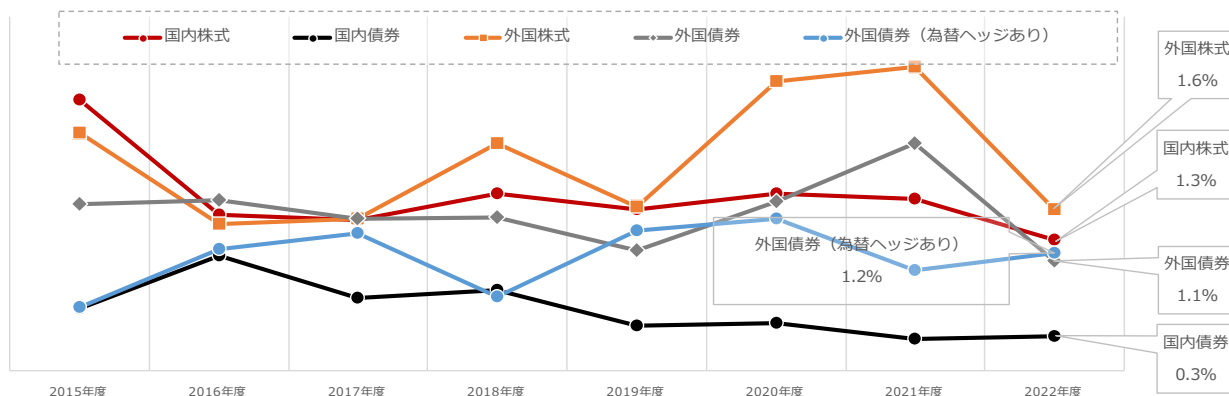
図表3 主要資産の今後5年の期待リターン(中央値)



(出所) NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表4 今後5年の調査結果の四分位範囲(予想のばらつき度合い)の推移



(出所) NFRC 作成

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前年度と比べて縮小し、1.6%となりました。昨年は悲観的な見通しが多く、ばらつき度合いを上昇させていましたが、低い見通しの回答数が少なくなったため、四分位範囲も縮小しました。国内株式の四分位範囲も縮小しました。

一方で、外国債券の四分位範囲については若干拡大しています。今後1年の見通しと同様に今後の海外金利の動向に対する見通しの不確実

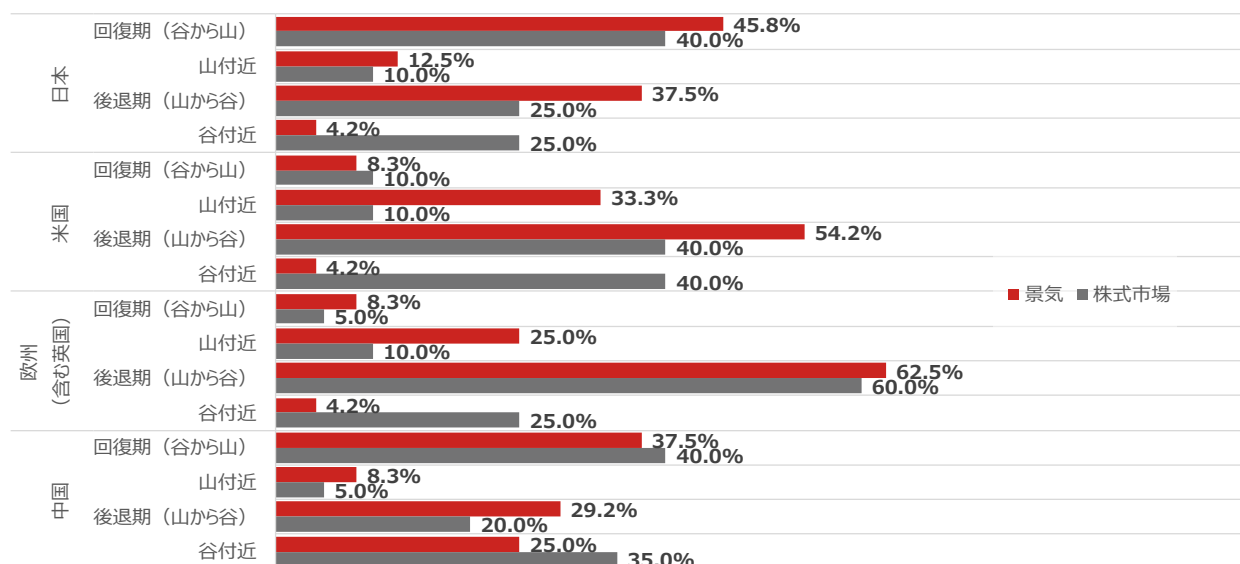
性を反映しているものと考えられます。

### 景気・市場サイクルに対する運用会社の見通し

景気や株式市場についての見通しを調査した結果が図表5です。回答数は、地域によって異なりますが、20~24社でした。

昨年は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)としていました。しかし、今年度調査では、見通しが大きく変化し、米国・欧州については、景気は後退期、株式市場も後退期としている回答が最も多くなりました。一方、

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、20~24

(出所) NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

日本に関しては、回復期、そして後退期との回答が多くなっています。

中国に関しても見通しが分かれています。昨年は景気後退、株式市場も後退期という回答が多かったものの、今年度は、回復期、後退期、谷付近であるという回答に分散しています。

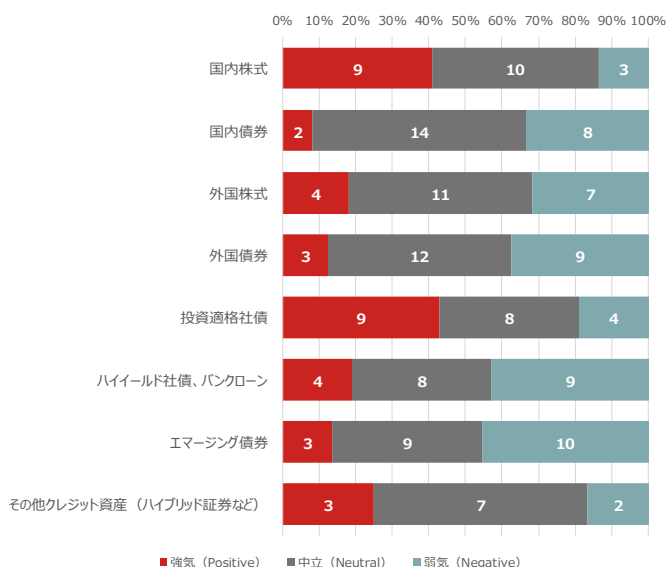
一般的に昨年と比べて景気や株式市場に対して運用会社がより慎重な見方をするようになったことがわかります。

### 資産クラスごとの運用会社のビュー

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、投資適格社債で、21件の回答中9件の回答が「強気」でした。国内株式も強気との回答割合が高く、全体の40.9%が強気と回答しています。一方で、「弱気」との回答割合が最も高かったのは、エマージング債券でした。昨年および一昨年は外国債券に対する弱気な見通しが高かったものの、外国債券に対する「弱気」との回答割合は昨年から低下しました。

オルタナティブ資産に対する見通しを調査した

図表6 伝統的資産に対する運用会社のビュー

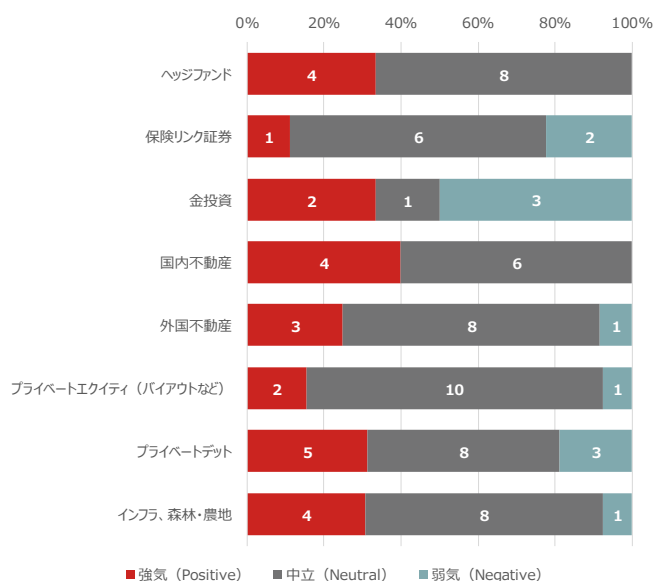


(注) 回答数は、14~24

(出所) NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

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、8~16

(出所) NFRC 作成

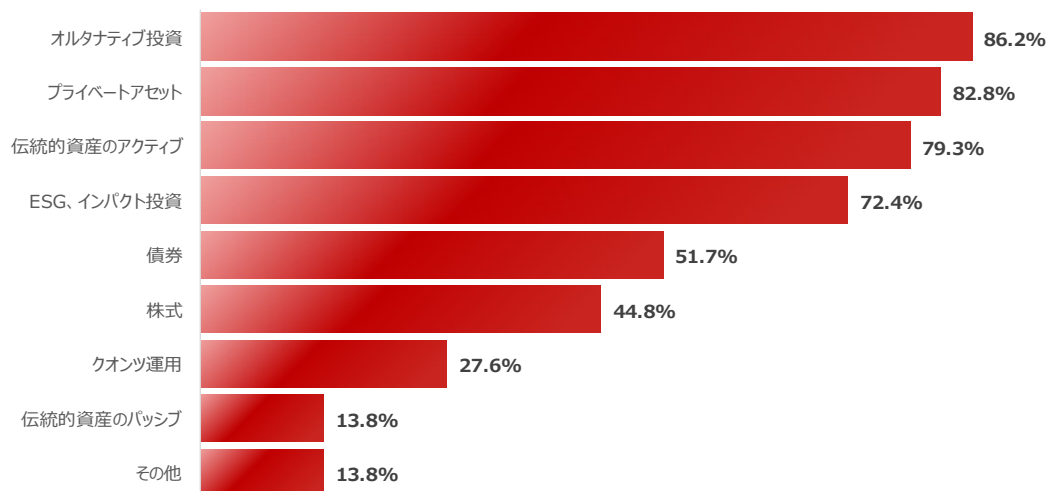
結果は図表7に示しています。「強気」との回答割合が最も高かったのは、国内不動産でした。インフレ率の上昇や相対的な割安さなどが背景にあると考えられます。また、プライベートデット、インフラなども引き続き、強気との見通しの割合が相対的に高い水準にありました。

一方で、「弱気」との回答割合が高かったのは、金投資でした。現状の価格水準などが背景にあるものと考えられます。

### 運用会社の注力プロダクト分野

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は図表8の通りです。昨年は、「伝統的資産のアクティブ」が最多でしたが、今年は「オルタナティブ投資」が最も多く選択されました。次に多かったのもオルタナティブ投資の一部と考えられる「プライベート投資」でした。また、ESG、インパクト投資に注力するとの回答は72%程度と昨年の69%から上昇しています。足元でESG運用商品の残高は減少傾向にあると言われていますが、運用会社側は引き続き、当分野に対して注力をする方針が多数となっ

図表 8 運用会社の注カプロダクト分野



(注) 複数回答可としているため、合計は 100%とならない  
(出所) NFRC 作成  
ています。一方、伝統的資産、株式や債券を注カ分野としている回答比率は昨年と比較して低下しています。

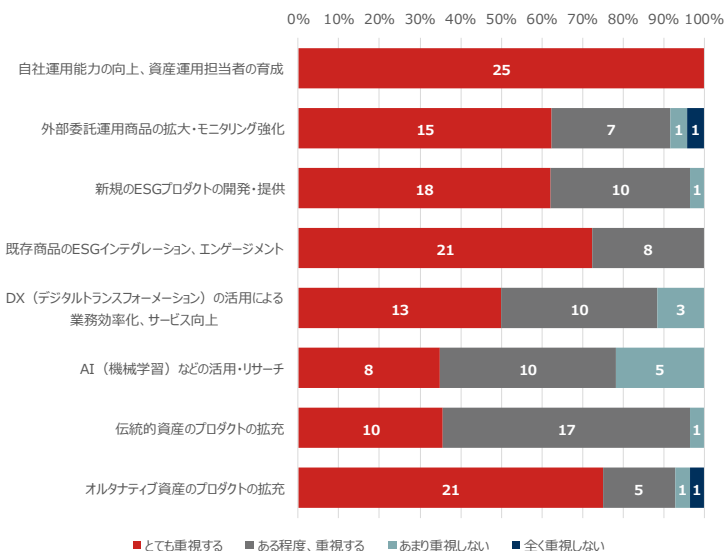
オルタナティブ投資に注カするという回答比率が高いことから、プロダクト開発の方向性についても「外部委託運用商品の拡大・モニタリング」を重視するという回答割合も高くなっています。図表9は、運用会社にプロダクト開発においてそれ

ぞれの項目をどの程度、重視しているかを調査した結果ですが、全体の6割以上が同項目を「重視する」と回答しています。同時に自社での運用能力開発についてもすべての運用会社が重視し、取り組んでいることもわかります。

まとめ

コロナ禍からの景気回復、株式市場の回復を示唆する昨年の結果とは打って変わって、今年の結果は、インフレ率の上昇や景気後退の可能性を反映した結果となっています。株式などのリスク性資産の期待リターンを低下させた運用会社が多い一方で、債券の期待リターンの調査データの中央値は上昇していました。このような見通しの変化に合わせ、運用会社は伝統的な債券や株式だけではなく、オルタナティブ運用、外部委託運用に一定程度、注カしているように思われます。

図表 9 運用会社の重視する分野



(注) 複数回答可としているため、合計は 100%とならない  
(出所) NFRC 作成

— 次号のお知らせ —  
次号は  
**10月11日(火)**  
発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《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。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)