

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～金利上昇の次は？

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。また、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べています。本稿では、調査結果の概要を解説します。

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。

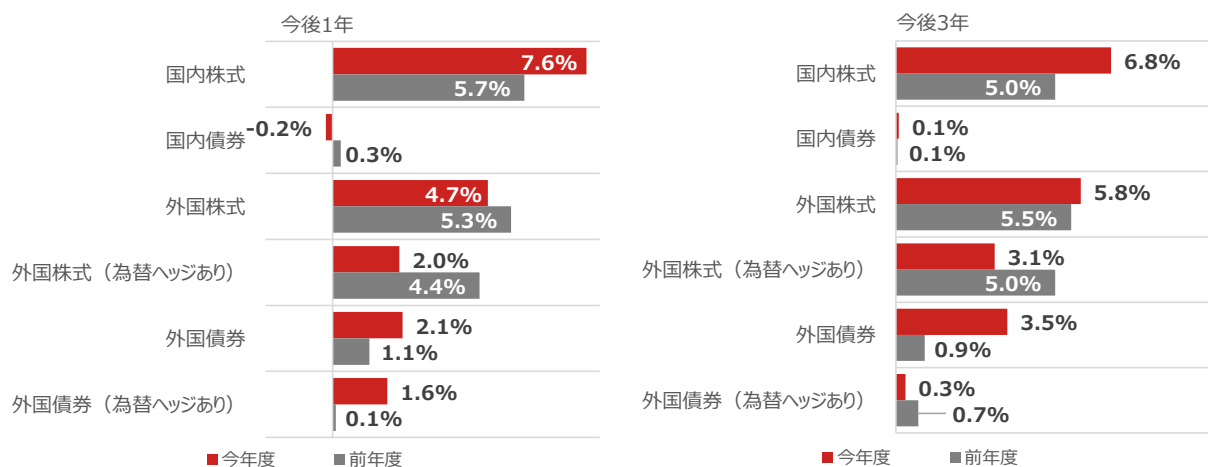
- アンケート送付日:2023年7月13日
- 回答受付期間:2023年7月13日～8月11日
- 回答数:32社

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などについても調査を行っています。

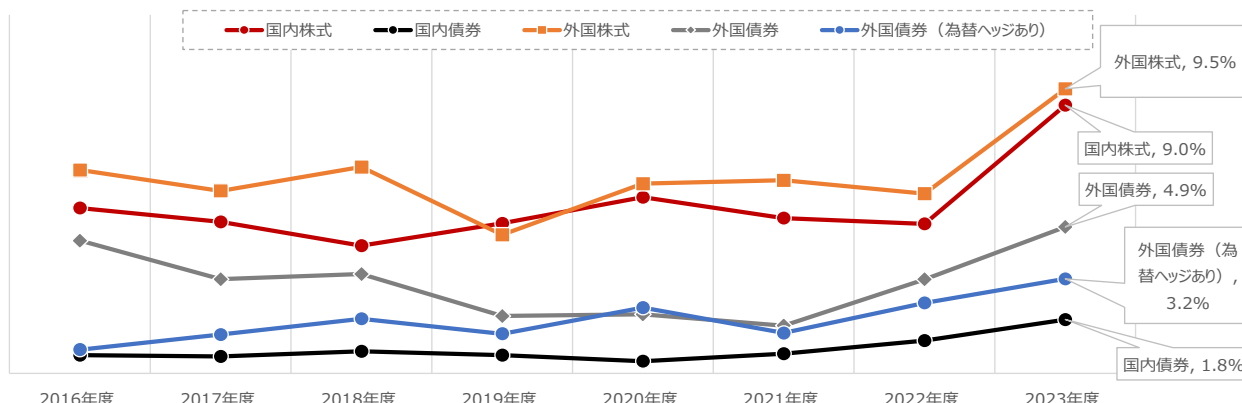
図表 1 主要資産の今後1年・今後3年の期待リターン(中央値)



(出所) NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、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

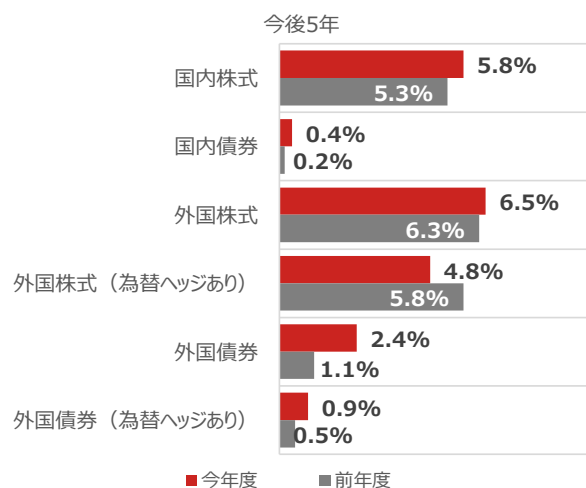
今後1年、今後3年の期待リターンの調査結果の中央値は図表1の通りです。国内株式の今後1年の期待リターンの中央値は7.6%、と昨年度調査から上昇した一方、外国株式に関しては、5.3%から4.7%へと小幅に低下しました。外国債券に関しては、ヘッジなしの場合は、今後1年・今後3年いずれも上昇しているものの、今後3年のヘッジ有外国債券の期待リターンは低下しています。国内債券に関しては、今後3年の回答の中央値は、横ばいだったものの、今後1年の回答の中央値は低下し、マイナスとなりました。短期的には、国内金利の上昇を多くの運用会社が想定していることがわかります。

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。前年度と比べてすべての資産の四分位範囲が拡大しています。今後1年程度の期間においては、海外金利の見通し、株式市場の見通しのばらつきが大きく、運用会社の予測が過去と比べ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1.1%から1.3ポイント上昇し、2.4%となったことです。一方で、為替ヘッジ有の外国債券は、ヘッジコストの上昇などの影響から前年度と比べて0.4ポイントの上昇にとどまっています。また、外国株式(為替ヘッジあり)も為替ヘッジなしの外国株式がほぼ横ばいだったのに対して1ポイント程度低下しています。ヘッジコストの上昇などによるものと考えられます。

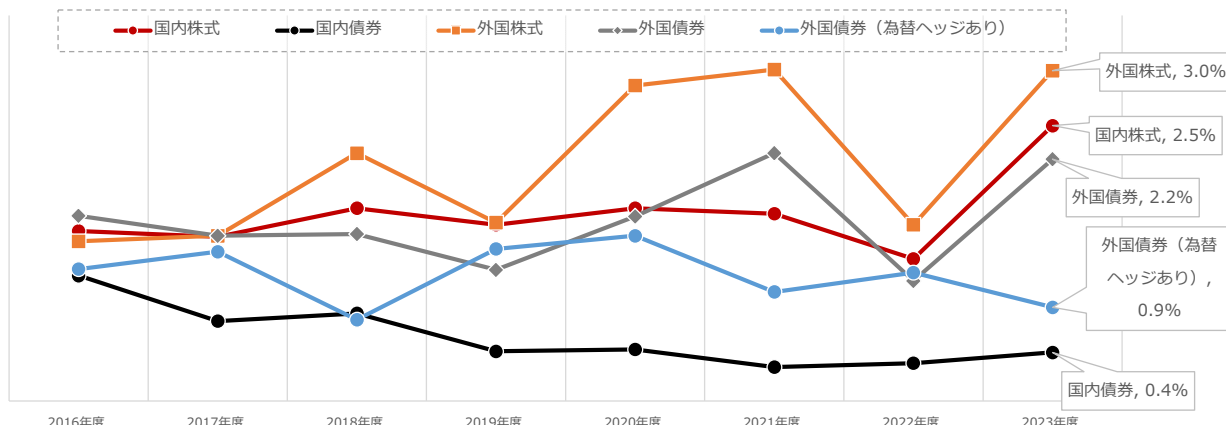
図表3 主要資産の今後5年の期待リターン(中央値)



(出所) NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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

予想のばらつき、四分位範囲は昨年と比べて国内株式、外国株式などで拡大し、為替ヘッジあり外国債券では、縮小しました。

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拡大し、3.0%となりました。強気な見通しと弱気な見通しにより二分化されたためとみられます。同様に国内株式の四分位範囲も拡大しました。

一方で、為替ヘッジ有の外国債券の四分位範囲については若干縮小しています。金利が上昇

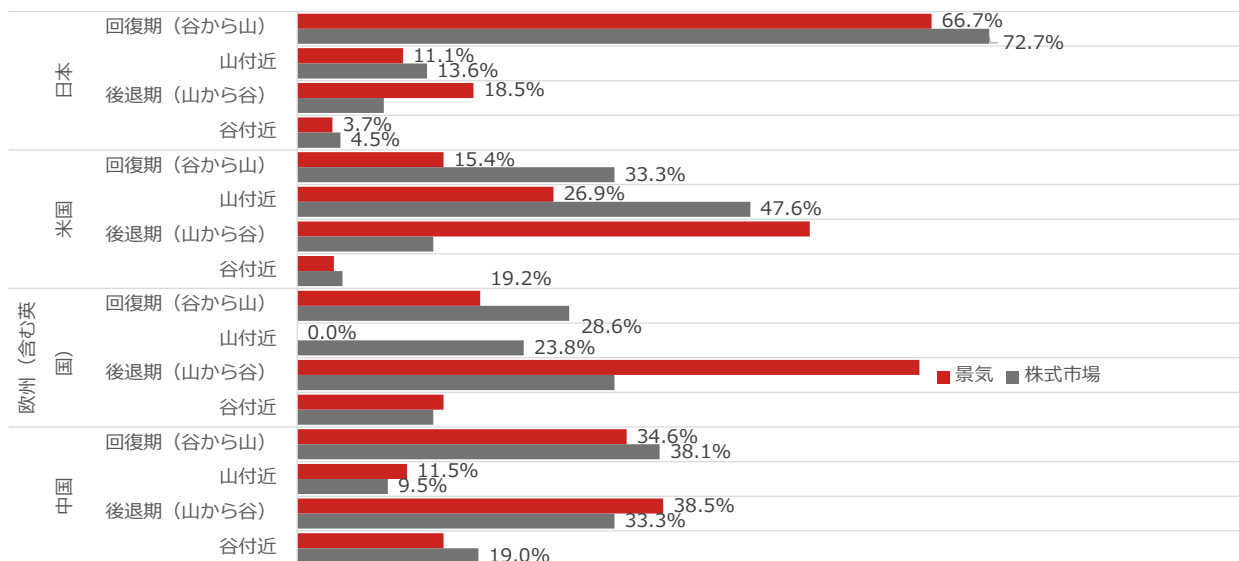
し、今後の上昇余地が限定的との見通しが多かったためです。

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、21~27社でした。

昨年は多くの運用会社が日本の景気・株式市場は、回復期とし、米国、欧州の景気は後退期(谷から山)としていました。今年度調査でも、大きな見通しの変化はなく、米国・欧州については、

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) NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

景気は後退期、株式市場は山付近あるいは後退期としている回答が最も多くなりました。一方、日本に関しては、引き続き回復期との回答が多くなっています。

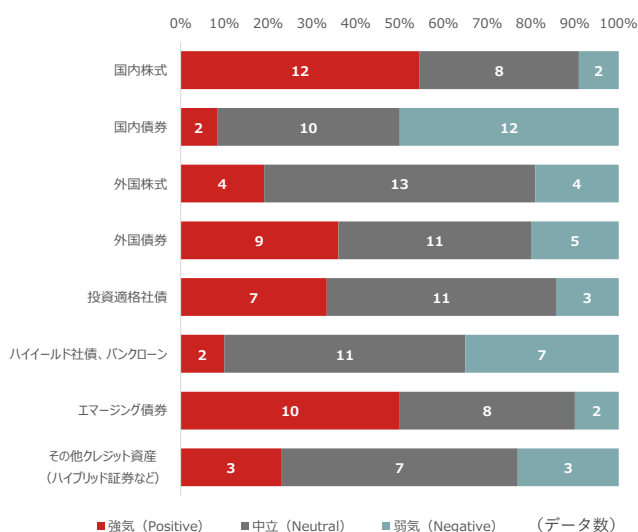
中国に関しては相対的に見通しがはっきりしない状況が昨年から継続しています。昨年は、回復期、後退期、谷付近であるとの回答に分散していましたが、今年度も回復期と後退期が同程度の回答率となっています。

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、国内株式で、「不明」以外の回答22件中12件の回答が「強気」でした。昨年に引き続き、国内株式に対して強気な見通しが多いということがわかります。一方で、「弱気」との回答割合が最も高かったのは、国内債券でした。ハイイールド債・バンクローンといったクレジット商品については、強気との見通しよりも弱気との回答割合が上回っていました。

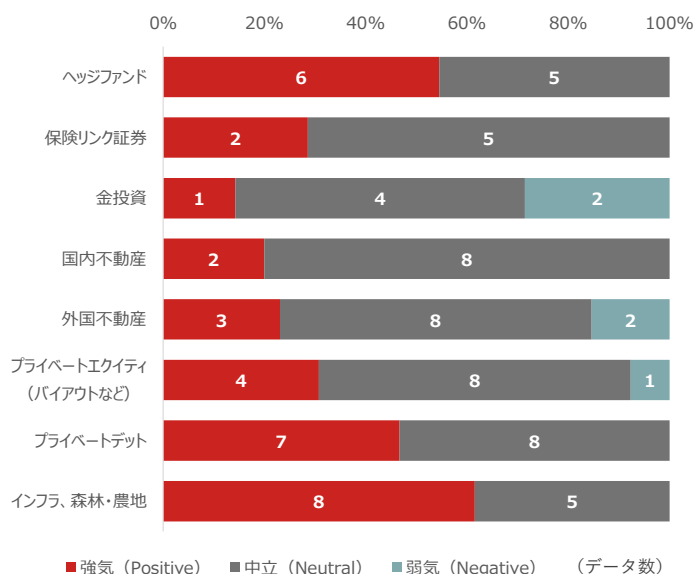
オルタナティブ資産に対する見通しを調査した結果が図表7です。「強気」との回答割合が最も

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、24~27(「不明」との回答含む)
(出所) NFRC 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、8~16(「不明」との回答を含む)
(出所) NFRC 作成

高かったのは、インフラ、農地・森林などの実物資産でした。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。また、ヘッジファンドを強気としている回答比率は今年度、大きく上昇しました。

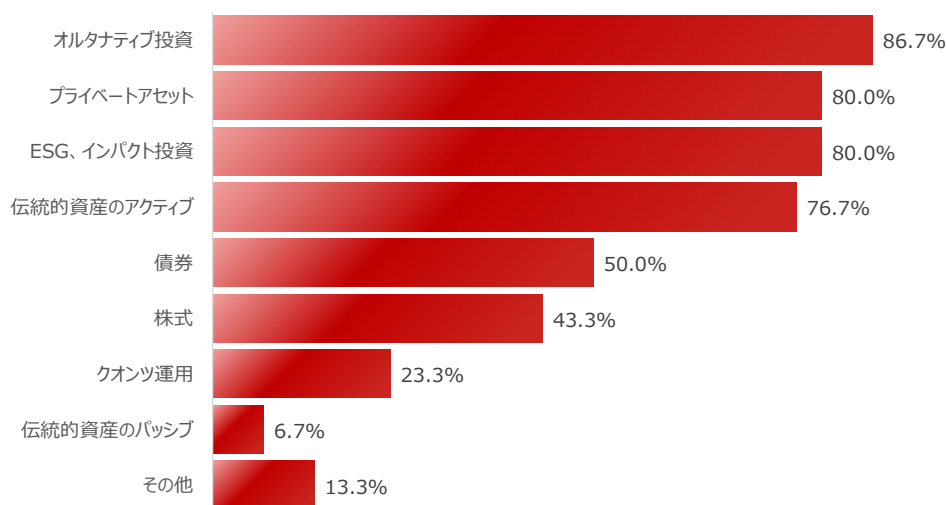
一方で、「弱気」との回答割合が高かったのは、昨年に引き続き、金投資そして外国不動産でした。外国不動産については、足元でセクターにもよりますが、価格が下落しています。

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。昨年と比べて大きな傾向は変わっていません。引き続き、「オルタナティブ投資」、「プライベートアセット」が最も多く選択されました。また、ESG、インパクト投資に注力するとの回答は、昨年度の72%から上昇し、今年は80%となりました。運用会社のESG、インパクト投資に対する方向性に大きな変化はないようです。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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 8 運用会社の注カプロダクト分野



その他明細：マルチマネジャー運用、絶対値運用、森林投資、マイクロファイナンス投資、非ベンチマーク型債券運用

回答社数：30社

1社当たり平均回答数：4.6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) NFRC 作成

まとめ

今年の結果は、金利上昇の結果を受けて、欧米のインフレ率の落ち着きや景気後退の可能性を反映した結果となっています。外国株式などのリスク性資産の期待リターンを引き続き、低水準で据え置いた運用会社が多い一方で、金利上昇の影響で、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。また、国内株式に対して運用会社の中では強気な見通しが短期的には多く、今後1年のリターンの中央値が昨年と比べて上昇していました。一方で、国内債券に関しては短期的には金利上昇を見込む声が多く、今後1年の国内債券のリターンの予測値の中央値はマイナスとなりました。

— 次号のお知らせ —

次号は

10月16日(月)

発行予定です。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することをご遠慮ください。

《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 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 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