

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～インフレ下での資産運用は？

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力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

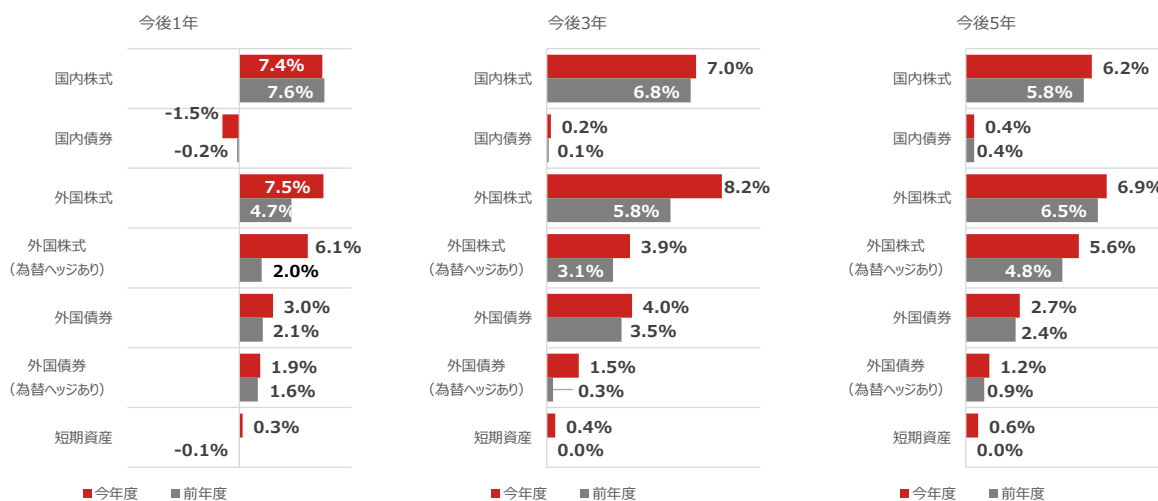
当社が実施したアンケートの概要、回答数などは次の通りです。

- 回答受付期間: 2024年7月23日～8月16日  
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・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。

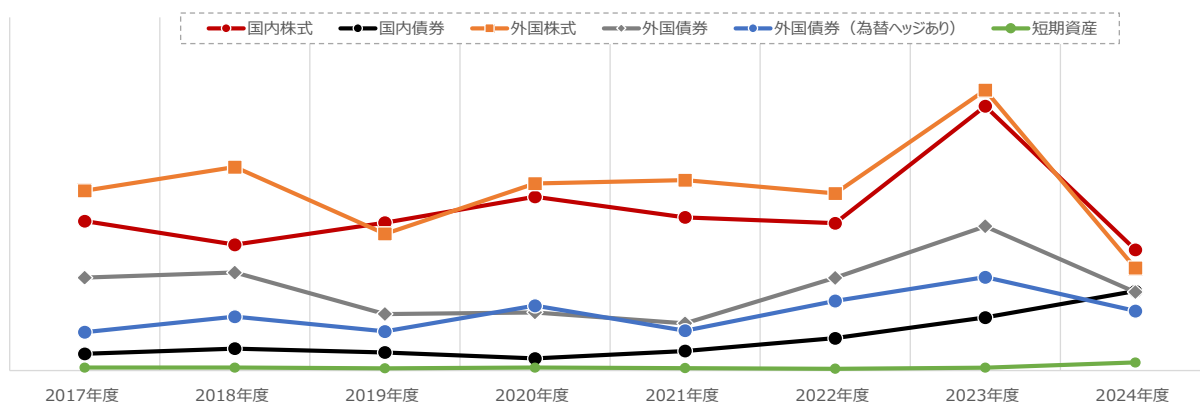
### 主要資産の短期(今後1年・3年・5年)の期待リターン

今後1年、今後3年、今後5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7.4%、と昨年度調査から若干低下。短期的にはやや低下している一方、3年・5年の国内株式の期待リターンの中央値については若干上昇しています。外国株式に関しては、今後1年の期待リターンの中央値が4.7%から7.5%へと、今後3年では5.8%から8.2%へと、今後5年では6.5%から6.9%へと上昇しています。国内債券については、今後3年・今後5年ではほぼ同水準でしたが、今後1年では、低下しています。短期的には金融政策の変更により国内金利は上昇しやすいと多くの運用機関が想定しているとみられます。一方

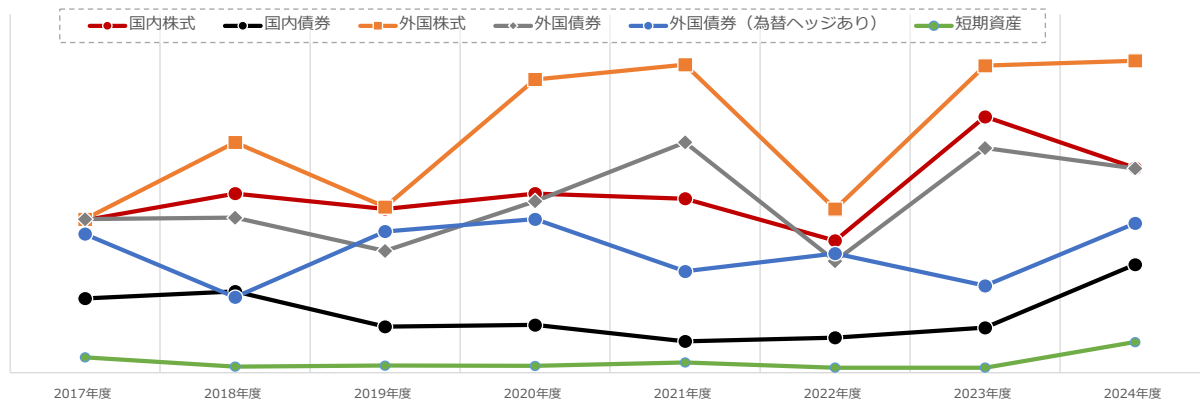
で、外国債券に関しては、ヘッジなし・ヘッジありいずれも総じて期待リターンが上昇しています。海外に関しては国内とは異なり、金利低下を想定している運用機関が多いためとみられます。

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。前年度と比べて国内株式や外国株式では低下しており、今後1年の予想のばらつきが低下しています。外国債券(為替ヘッジ有・なし)についても同様の傾向となっています。四分位範囲が上昇しているのが国内債券と短期資産のみで、いずれも国内の金融政策の不確実性が上昇したためではないかと思われま

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



図表3 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

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3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。今後1年と同様に国内債券や短期資産では上昇しています。外国債券(為替ヘッジなし)は低下しているのに外国債券(為替ヘッジあり)は上昇しており、これも主に国内の金融政策の先行きの不確実性が高いことが示唆されます。

### 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4です。回答数は、地域によって異なりますが、17社程度でした。

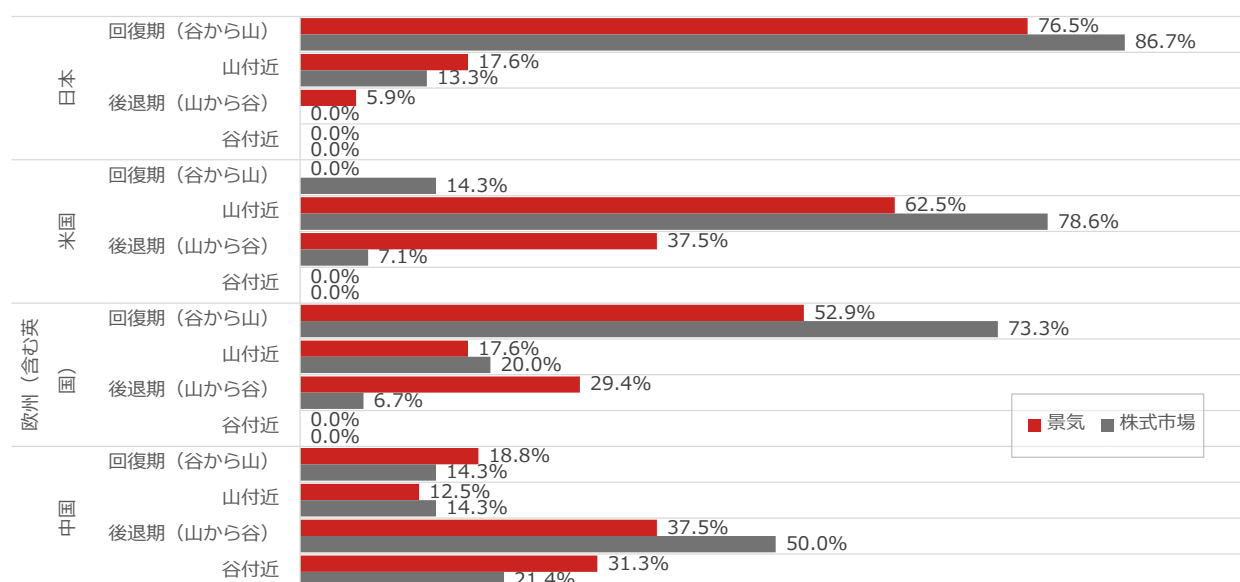
昨年は多くの運用会社が日本・欧米・中国いずれも景気・株式市場は、回復期としていました。今年度調査でも、日本・米国・欧州については、景気・株式市場はいずれも回復期としている回答が最も多くなり、むしろ後退期との回答比率が低下しました。その一方で中国については、一転して景気・株式市場いずれも後退しているとの回答が最も多くなりました。

### 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5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14件中9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。外国株式についても強気見通しの割合が高くなっています。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。

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6です。「強気」との回答割合が最も高かったのは、ヘッジファンドでした。市場のボラティリティが高止まりする中で、流動性があるオルタナティブにチャンスを見出している運用会社が多いものと考えられます。一方で、プライベートエクイティ、プライベートデット、インフラなどの実物資産については、やや「強気」という回答割合が低下しました。

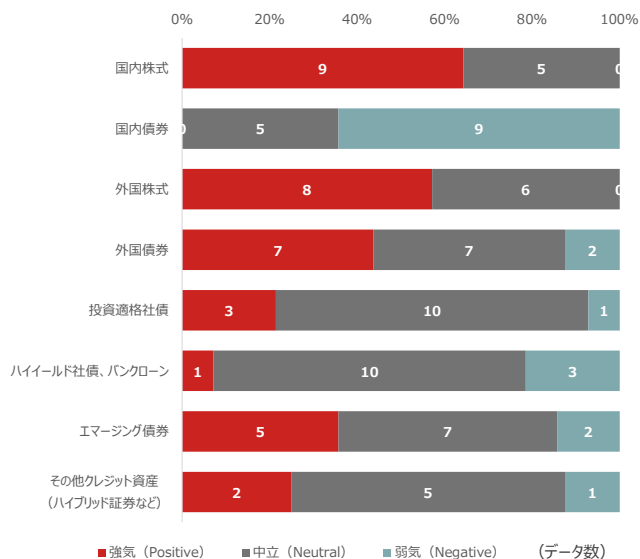
図表4 景気/株式市場のサイクルに対する見通し



(注) 回答数は、17  
(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 5 伝統的資産に対する運用会社のビュー



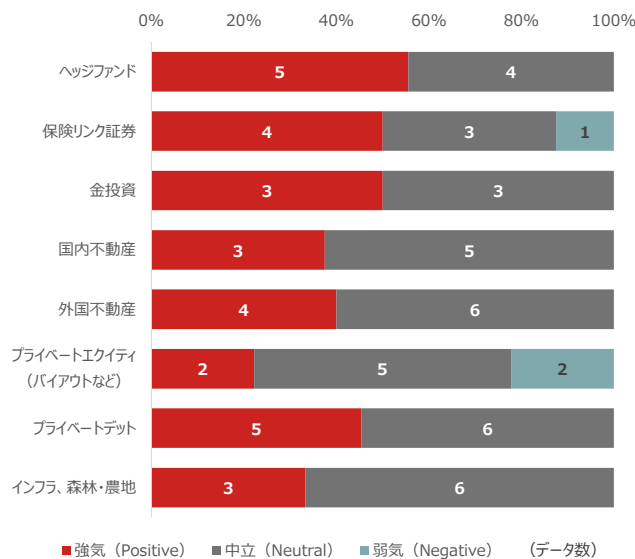
(注) 回答数は、8~16(「不明」との回答含む)  
(出所) NFRC 作成

「弱気」との回答割合が高かったのは、プライベートエクイティでした。これまで「弱気」回答が多かった保険リンク証券については、今年度は「弱気」が減少し、「強気」との回答比率が大きく増加しました。

まとめ

今年の結果は、国内の金融政策の変更あるいは変更期待を受けた結果となりました。内外株式については、足元の日本・欧米の景況感が悪くない中で堅調と予想されている一方で、国内債券の特に短期の期待リターンの中央値は低下し、

図表 6 オルタナティブ資産に対する運用会社のビュー



(注) 回答社数は、8~11(「不明」との回答を含む)  
(出所) NFRC 作成

マイナスとなりました。資産クラスごとのビューに対する質問では、引き続き国内株式に対して強気な見通しが短期的には多く、一方で前述の通り金利上昇が想定される国内債券に関しては弱気との回答が多数を占めました。オルタナティブ資産については、ややプライベートエクイティなどのプライベート資産に対する見通しが弱まる一方で相対的にヘッジファンドや保険リンク証券のような流動性があるオルタナティブ資産に対してポジティブな見通しを持つ運用会社の割合が増加しました。

図表 7 ご協力いただいた運用会社一覧

Dimensional Japan Ltd.	ニッセイアセットマネジメント株式会社
M&G Investments Japan 株式会社	ビムコジャパンリミテッド
PGIMジャパン株式会社	ブラックロック・ジャパン株式会社
SOMPOアセットマネジメント株式会社	ブルーベイ・アセット・マネジメント
UBSアセット・マネジメント株式会社	三菱UFJ信託銀行
朝日ライフアセットマネジメント	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社
アセットマネジメントOne株式会社	ロベコ・ジャパン株式会社
アムンディ・ジャパン株式会社	三井住友DSアセットマネジメント株式会社
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社	三井住友信託銀行株式会社
セリユウ・アセット・マネジメント株式会社	明治安田アセットマネジメント株式会社
日興アセットマネジメント株式会社	野村アセットマネジメント株式会社

(注) 上記以外に社名非開示希望の2社がある  
(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。

### 《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)