

運用会社への期待リターンに関するアンケート調査結果

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティングでは、2024年度に続き、我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。本稿では、アンケート調査の結果を紹介します。

調査の概要

当社は2026年7月に、運用会社が推計している期待リターンに関するアンケート調査を実施し、今年度は運用会社15社より回答を得ました。本稿では、調査結果の一部を紹介し、その背景の考察を行います。なお、調査対象とした資産クラスは、以下に示す通りです。

- 国内債券(NOMURA-BPI総合)
- 国内株式(TOPIX配当込み)
- 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)
- 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)
- 国内短期資産(無担保コール 翌日物)

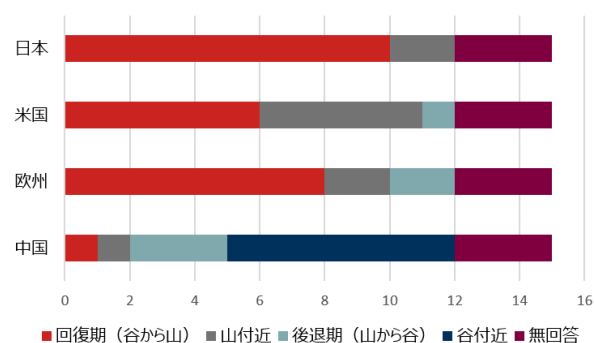
各国の景気と伝統資産の見通し

まず初めに、各国の景気や伝統資産の動向について、運用会社がどのような見通しを立てているのか、全体観を確認していきます。

各国の景気については、日本と欧州では「回復期」との見方が多数を占める一方、中国では

「谷付近」との回答が最も多くなっており、不動産不況や雇用環境の悪化などを背景とする、中国の内需低迷が反映されているものと考えられます(図表1参照)。また、米国については、「回復期」と「山付近」で見方が分かれています。

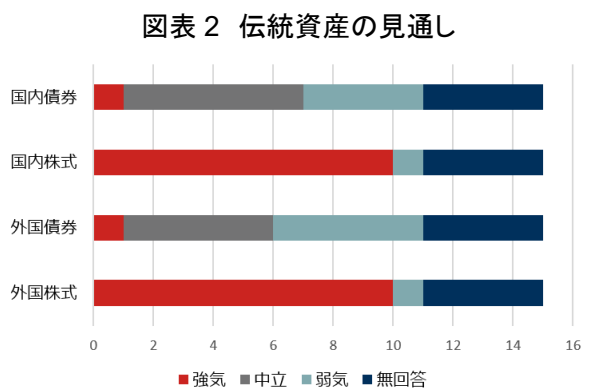
図表1 各国の景気見通し



(注) グラフの横軸は回答数を表している
(出所) NFRC 作成

伝統資産の見通しについては、国内外ともに、債券では「中立」から「弱気」の見方が中心である一方、株式では「強気」が多数を占めています(図表2参照)。債券については、日本で今後1年以内に複数回の追加利上げが見込まれているほか、米国や欧州ではインフレ再燃懸念が広が

っていることから、将来的な債券価格の下落が警戒され、慎重な見方が優勢となっているのだと考えられます。一方、株式については、国内外ともに堅調な企業業績やAI関連銘柄への期待を背景に、上昇基調が維持されると見込まれているものと推察されます。次節以降では、資産クラスごとに運用会社が推計している期待リターンを確認していきます。



(注) グラフの横軸は回答数を表している
(出所) NFRC 作成

国内債券

国内債券の期待リターンの中央値は、今後1年と今後5年の双方で、前回調査を実施した2024年度から大幅に上昇しています(図表3参照)。また、データの四分位範囲を見ると、今後1年、今後5年ともに、運用会社間での推計値のばらつきは2024年度より小さくなっていることが分かります。この背景としては、イールドカーブ・コントロールの撤廃や17年ぶりの利上げといった、金融政策の正常化が始まった直後で、利上げのペースやターミナルレートなどの予測に大きなばらつきがあった2024年度当時に比べ、足元では今後の利上げのペースなどについてコンセンサスが形成されつつある、ということが考えられます。

図表 3 国内債券の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	-1.5%	1.3%	0.4%	2.3%
平均値	-1.4%	1.3%	0.6%	2.1%
75パーセンタイル値(1)	0.2%	2.3%	1.2%	2.5%
25パーセンタイル値(2)	-2.5%	0.1%	0.1%	1.9%
四分位範囲(1)-(2)	2.7%	2.2%	1.1%	0.7%

(出所) NFRC 作成

国内株式

国内株式の期待リターンの中央値は、今後1年、今後5年ともに2024年度から上昇し、特に今後1年の値が大幅に上昇しています(図表4参照)。また、今後1年における期待リターンの推計値の四分位範囲は2024年度の4倍近くに拡大しています。このことから、国内株式市場の短期的な見通しは強気の見方で共通している一方、その程度については、運用会社間で大きなばらつきがあることがうかがえます。

図表 4 国内株式の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	7.4%	12.7%	6.2%	7.1%
平均値	6.7%	16.9%	6.3%	7.7%
75パーセンタイル値(1)	9.0%	24.2%	7.0%	9.5%
25パーセンタイル値(2)	4.9%	8.3%	5.0%	6.7%
四分位範囲(1)-(2)	4.1%	15.9%	2.0%	2.8%

(出所) NFRC 作成

外国債券

外国債券の期待リターンの中央値は、為替ヘッジなしでは、今後1年、今後5年ともに2024年度から上昇しています(図表5参照)。一方、為替ヘッジありでは、今後5年では上昇しているものの、今後1年では低下しています(図表6参照)。この背景の1つには、今後5年程度の時間軸では、足元で高止まりしている為替ヘッジコストが、国内短期金利の上昇による内外短期金利差の縮小に伴い、低下していくとの見方があると考えられます。また、推計値の四分位範囲は、為替ヘッジの有無にかかわらず、2024年度より小さくなっています。

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シャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、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 外国債券(為替ヘッジなし)の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	3.0%	3.8%	2.7%	3.6%
平均値	2.6%	3.7%	2.2%	3.4%
75パーセンタイル値(1)	3.9%	5.0%	3.6%	4.1%
25パーセンタイル値(2)	1.3%	3.0%	1.6%	3.1%
四分位範囲(1)-(2)	2.7%	2.0%	2.0%	1.0%

(出所) NFRC 作成

図表6 外国債券(為替ヘッジあり)の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	1.9%	1.6%	1.2%	2.5%
平均値	1.4%	1.3%	1.6%	2.3%
75パーセンタイル値(1)	2.1%	2.2%	2.1%	2.7%
25パーセンタイル値(2)	0.1%	0.2%	0.6%	2.1%
四分位範囲(1)-(2)	2.0%	1.9%	1.5%	0.6%

(出所) NFRC 作成

外国株式

外国株式の期待リターンの中央値は、為替ヘッジの有無によらず、今後1年、今後5年ともに2024年度から上昇しており、国内株式と同様の傾向となっています(図表7、図表8参照)。

図表7 外国株式(為替ヘッジなし)の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	7.5%	13.2%	6.9%	8.7%
平均値	6.8%	13.4%	6.2%	8.4%
75パーセンタイル値(1)	8.1%	18.8%	7.8%	10.2%
25パーセンタイル値(2)	4.6%	9.4%	4.8%	6.9%
四分位範囲(1)-(2)	3.5%	9.4%	3.0%	3.3%

(出所) NFRC 作成

図表8 外国株式(為替ヘッジあり)の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	6.1%	10.0%	5.6%	7.0%
平均値	5.5%	9.2%	5.8%	7.2%
75パーセンタイル値(1)	7.3%	11.9%	7.2%	9.3%
25パーセンタイル値(2)	3.3%	6.2%	3.7%	5.3%
四分位範囲(1)-(2)	4.0%	5.7%	3.5%	4.0%

(出所) NFRC 作成

国内短期資産

国内短期資産の期待リターンの中央値は、今後1年、今後5年ともに2024年度から上昇しました(図表9参照)。また、四分位範囲については、今後1年、今後5年ともに2024年度より小さくなっています。

図表9 国内短期資産の期待リターン

	今後1年		今後5年 (年率)	
	2024年度	2026年度	2024年度	2026年度
中央値	0.3%	1.1%	0.6%	1.4%
平均値	0.3%	1.1%	0.6%	1.3%
75パーセンタイル値(1)	0.5%	1.2%	0.9%	1.5%
25パーセンタイル値(2)	0.2%	1.0%	0.3%	1.0%
四分位範囲(1)-(2)	0.3%	0.2%	0.6%	0.5%

(出所) NFRC 作成

国内債券とヘッジ外債の比較

図表10では今後1年、図表11では今後5年の時間軸で、国内債券とヘッジ外債の期待リターンを比較しています。両資産の期待リターンの中央値の差を、リターン格差の指標として用いると、今後1年、今後5年のいずれにおいても、リターン

格差は2024年度から縮小していることが分かります。これまでは国内金利が低水準にあったため、国内債券の代替としてヘッジ外債への投資が行われてきましたが、足元では、国内債券の投資妙味がヘッジ外債と同等の水準まで高まっていることがうかがえます。

図表 10 国内債券と外国債券（為替ヘッジあり）の比較（今後 1 年）

	①国内債券	②外国債券（為替ヘッジあり）	リターン格差②－①
2024年度の中央値	-1.5%	1.9%	3.4%
2026年度の中央値	1.6%	1.6%	0.0%

（出所）NFRC 作成

図表 11 国内債券と外国債券（為替ヘッジあり）の比較（今後 5 年）

	①国内債券	②外国債券（為替ヘッジあり）	リターン格差②－①
2024年度の中央値	0.4%	1.2%	0.8%
2026年度の中央値	2.3%	2.5%	0.3%

（出所）NFRC 作成

図表 12 ご協力いただいた運用会社一覧

Dimensional Japan Ltd.	ブラックロック・ジャパン株式会社
UBS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・インターナショナル・リミテッド
アセットマネジメントOne株式会社	三井住友DSアセットマネジメント株式会社
アムンディ・ジャパン株式会社	三井住友信託銀行株式会社
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社	三菱UFJ信託銀行株式会社
野村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
ピムコジャパンリミテッド	（敬称略、アルファベット・50音順）

（注） 上記以外に、社名の掲載を希望しなかった 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、野村證券、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。

《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 資産運用業協会 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