

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
高野 大陸

セミナー報告～第76回野村年金マネジメント研究会セミナー～

第76回野村年金マネジメント研究会セミナー「岐路に立つ資産運用を乗り切るために」が2026年9月2日に開催されました。セミナーはチーフストラテジストと、マクロ／経済エコノミストによる基調講演と、コンサルタントによるディスカッション、年金実務に係る年金基金のシニアアドバイザーを招いての1on1ディスカッションの構成であり、本稿ではそれぞれの概要を紹介します。

基調講演①「転換期を迎える日本経済と金融市場の中長期的展望」

1つ目の基調講演では弊社CIOマネジメント部の宮崎浩チーフストラテジストが日本経済の中長期的な展望と、景気や市場の転換リスクについて解説しました。

日本経済がデフレ・低金利を前提とした時代から、物価上昇・名目成長・金利上昇を伴う新たな局面へ移行していることが示されました。

転換期における成長は必ずしも一直線ではなく、今後数年以内に減速・調整局面を迎える可能性があります。しかし、中長期的には、日本株は企業利益の成長や名目経済の回復に支えられ、上昇余地があると考えられます。長期金利については、過去より高い水準で推移する可能性があります。そのため、株式と債券の双方を活用し、金利・為替・景気循環を踏まえた分散投資が一層重要になります。

今後の運用においては、以下の視点が特に重要です。

- ・景気拡大の持続性とピークアウトの兆候
- ・設備投資サイクルの転換

- ・AI、半導体市場の在庫および価格の動向
- ・名目成長率と長期金利の関係
- ・過度な円安の修正
- ・原油価格上昇が企業の利益に与える影響

総じて、今回の講演は、日本経済の構造的な改善を評価しながらも、短期的なリスクを軽視せず、複数のシナリオに基づいてリスク管理を行う必要性を示す内容でした。

基調講演②「激動の中東情勢と原油価格の行方」

2つ目の基調講演では、野村證券の高島雄貴エコノミストが中東情勢の悪化が原油価格に与える影響について解説しました。

単なる供給途絶リスクだけではなく、輸送ルート、国家備蓄、米国シェール、OPECプラスの生産政策を含めた総合的な分析が示されました。

現時点では、ホルムズ海峡の封鎖によって供給リスクが高まっているものの、完全な供給停止は回避されています。ただし、以下のリスクが重なった場合には、原油価格が一段と上昇する可能性があります。

- ・ホルムズ海峡封鎖の長期化

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。

- ・紅海、バブ・エル・マンドブ海峡の封鎖強化
- ・国家備蓄放出の縮小、終了
- ・米国シェールオイルの増産遅延
- ・主要産油国の生産障害

逆に、中東情勢が沈静化し、輸送が正常化した場合には、OPECプラスの増産と需要の弱さの顕在化により、原油価格が急落する可能性があります。

今後の動向については、米国の備蓄政策、商業在庫、シェールオイルのリグ稼働数、OPECプラスの11月会合を確認する必要があります。

原油価格の見通しは一方方向ではなく、情勢沈静化のタイミングと、備蓄・増産による供給余力の持続性を見極めることが重要です。

コンサルティングディスカッション「コンサルタントに聞く資産運用の潮流」

本セッションは弊社の金親伸明シニア・コンサルタントがモデレーターを務め、複数のコンサルタントによるパネルディスカッション形式で、各資産の見通しや運用手法の選択、注目を集める投資領域、大学の資産運用をめぐる国内の動向について解説しました。

尾谷拓海コンサルタントは、インフレと金利上昇を前提としたポートフォリオ構築について説明しました。

インフレは、割引率上昇を通じた短期的な資産価格下落をもたらす一方、長期的には利回りや企業収益の改善というプラス効果ももたらします。金利上昇への対応として、債券ではデュレーション短期化や有期型一般勘定の活用が挙げられます。変動金利資産では、金利上昇に強いですが、ヘッジコスト控除後で十分なスプレッドが獲得できるかが重要です。実物資産では資産クラスによってインフレの影響が異なるため、インフレヘッジとして機能するか、収益構造を確認することが必要です。

古池貴哉シニア・コンサルタント／シニア・ポー

トフォリオ・マネージャーは、外国株式アクティブファンド、プライベートクレジット、セカンダリー戦略について説明しました。

外国株式では、クオンツ・コア戦略や柔軟なグロース戦略が足元で良好なパフォーマンスを示しています。ただし、市場環境が変化すれば戦略の優位性も変わるため、ファンド単体ではなくポートフォリオ全体で評価することが重要です。

プライベートクレジットについては、デフォルトや不良債権は若干増加しているものの、現時点で見通しが大きく悪化しているわけではありません。投資にあたっては案件ごとの信用分析や運用会社のモニタリング能力が重要となります。

また、セカンダリー戦略に注目しており、ディスカウント取得、投資タイミングの柔軟性、ビンテージ分散、キャッシュフロー管理などの面で有用です。今後はプライベート・エクイティ以外の資産クラスにも拡大すると見込まれます。

高野大陸シニア・コンサルタントは、大学・学校法人の運用実態と資産運用高度化の方向性について説明しました。

国立大学法人では、資産規模が大きいほど国内債券の比率が低下し、株式やオルタナティブ資産を含む分散投資が進んでいます。

学校法人では、500億円以上の大規模法人でも、分散投資が進む法人と現預金・債券中心の法人に二極化しています。こうした違いには、運用体制、人材、制度上のインセンティブ、経営層の認識などが影響しています。

大学の資産運用高度化に向けては、少子化による財源制約、教育研究の高度化、インフレや金利上昇による投資環境の変化を踏まえ、運用体制とガバナンスを整備することが必要です。

1on1ディスカッション「金利上昇局面における予定利率引上げと資産運用課題」

1on1ディスカッションは、全労済グループ企業年金基金の予定利率引上げについて具体的な

事例を紹介しました。母体企業も含めた組織内合意形成の取り組み状況について、制度運営・年金財政・企業会計・資産運用など各側面から同基金の馬庭昭弘シニアアドバイザーが説明し、弊社の権代紘志シニア・コンサルタントがモデレーターを務めました。

同基金では、マイナス金利環境下で予定利率を1%まで大きく引き下げていましたが、近年の金利環境の回復を受けて、2.5%までの引き上げを決定しました。予定利率引き上げに対する課題意識は部門(人事、財務、年金事務局など)で異なるため、その認識共有が組織としての方向性を定める第一歩となります。

同基金の給付算定方法は最終給与比例のため、キャッシュバランスプランのように市場金利変動により給付額が増減することはありません。また企業会計面では金利上昇は負債評価額を

減少させ、積立比率の改善に寄与します。同基金について言えば、金利上昇局面は総合的に見て追い風(ポジティブ)と捉えられています。

一方、予定利率を引き上げれば、将来の資産運用に対する責任は重くなるため、資産配分の再構築・運用リスクの管理・積立剰余金の活用等をテーマに慎重に対応していく方針です。

今後の資産運用では、従来型の分散投資や標準偏差・相関係数で測られるリスク管理だけではなく、マクロ経済レジームの変化を踏まえたシナリオ分析や、ストレス発生時の損失など運用の「見える化」の充実が求められています。

金利上昇を好機と捉えつつも、将来の不確実性を過小評価せず、「どのようなリスクなら取りにいったよいのか」、「どの程度のリスクでどの程度の収益を目指すのか」を明確にすることが、今後の年金運用における課題となります。

《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。

《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