

野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部  
浦壁 厚郎・遠藤 聡子

### 企業年金の運用状況(2014年度 上半期)

2014年度上半期における確定給付型企业年金の運用利回りは、厚生年金基金で4.9%(推計値)、確定給付企業年金で4.0%(同)となった模様です。また、同期間の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用利回りは4.7%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2014年度上半期の厚生年金基金全体の運用利回りは推計で4.9%、同期間の確定給付企業年金の運用利回りは推計で4.0%となった模様です(図表1)。

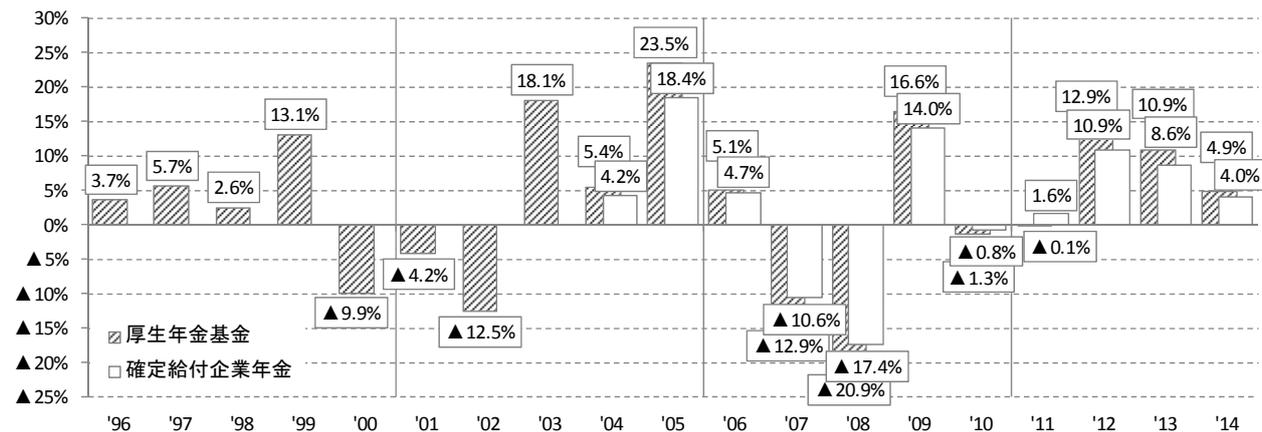
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2014年4月から同9月にかけての資産クラス別の累積ベンチマーク収益率と、それを

もとに推計した厚生年金基金・確定給付企業年金のポートフォリオ全体の累積運用利回りの推移です。

国内株式は、年度初に開催された日銀の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」策を従来通りに維持する方針が示され、追加的な金融緩和への期待が後退したことなどから、4月には下落しました。その後GPIFの運用改革による株式への資産配分の増加への期待感などを

図表1: 過去の運用利回り推移と2014年度の推計値



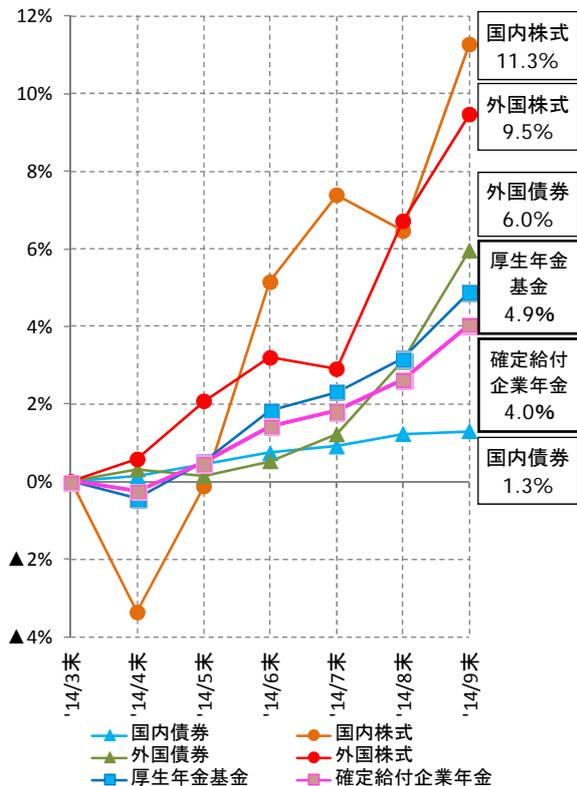
(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」「企業年金資産運用実態調査の概要」より野村総合研究所作成

(注) 1999年度以前の利回りは修正総合利回り、2000年度以降は時間加重収益率。2014年度の厚生年金基金および確定給付企業年金の運用利回りは、2014年9月末時点における野村総合研究所推計値(2014年度は年率非換算)

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表2: 2014年度上半期の投資環境



(出所) 野村総合研究所作成

(注) 以下の各指数のリターンを使用。

国内債券: NOMURA-BPI(総合)

国内株式: TOPIX(配当込)

外国債券: シティグループ世界国債インデックス(日本除く、円建)

外国株式: MSCI Kokusai(グロス配当再投資、円建)

図表3: 運用利回りの要因分解

寄与度	厚生年金基金	確定給付企業年金
国内債券	0.3%	0.4%
国内株式	2.1%	1.4%
外国債券	0.7%	0.8%
外国株式	1.7%	1.4%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.0%	0.1%
資産合計	4.9%	4.0%

(出所) 野村総合研究所作成

(注) 寄与度は、各資産への資産配分にその資産の市場収益率を掛け合わせることで算出。

各資産の値を足すと資産合計の値と等しくなります。

背景に上昇したものの、8月には米国によるイラクへの空爆開始によって地政学的リスクが意識されたため、調整する局面もありました。しかし8~9月にかけての円安の進展が好材料となり、通期では11.3%の収益率となりました。

外国株式については、米国における良好な経済統計や企業決算によって景気回復が確認されつつあったこと、また欧州においてECBによる追加的な金融緩和に対する期待などから上昇しました。ポルトガルの銀行の信用不安やアルゼンチン国債のデフォルト懸念、地政学的リスクへの懸念などの悪材料もありましたが、8月以降の円安の進展も寄与し、通期では9.5%の収益率となりました(図表4、6参照)。

国内債券は、金利は小幅ながら安定して低下したことやクーポンの再投資効果の寄与により、収益率はプラスとなりました。また外国債券についても金利低下が見られたこと、および円安の進展によって、収益率はプラスとなりました。通期の収益率は国内債券で1.3%、外国債券で6.0%でした(図表5、6参照)。

### 運用利回りに対する資産別の寄与度

図表3は、ポートフォリオ全体の利回りに与えた、資産クラス別の寄与度を示したものです。厚生年金基金においては、このうち特に国内株式(2.1%)と外国株式(1.7%)が、全体の運用利回りを上昇させました。

確定給付企業年金においても同様に、国内株式と外国株式でそれぞれ1.4%の寄与となり、全体の運用利回りを上昇させました。厚生年金基金と比較すると両者の寄与度は小さくなっていますが、これはそれぞれの資産配分が、厚生年金基金に比べて相対的に小さいためです。

企業年金の制度別の想定資産配分については、5頁の図表7をご参照ください。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

## 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用利回り

2014年度上半期のGPIFの運用利回りは推計で4.7%となりました。

なおこの数値は、厚生年金基金の最低責任準備金に付利する利率(厚生年金本体利回りに基づき決定)とは、厳密には異なります。

GPIFの想定資産配分については、5頁の図表7をご参照ください。

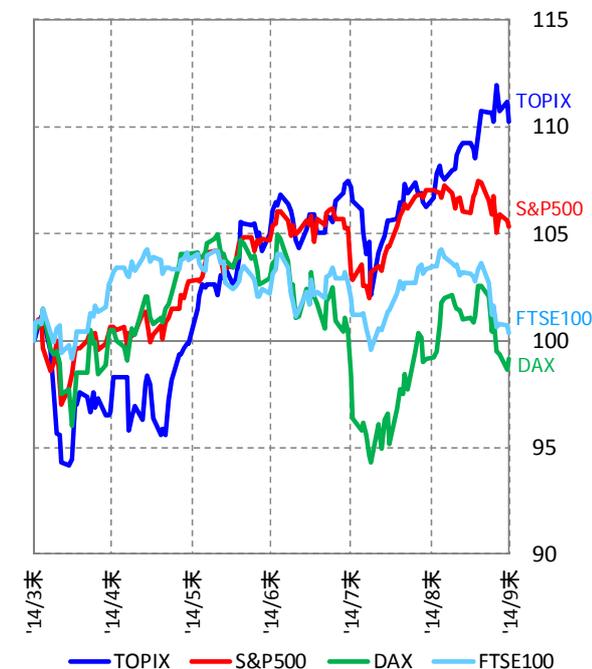
## 各国市場の状況

年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ①株式市場

日本株は、年度初の日銀の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」策を従来通りに維持する方針が示され、追加的な金融緩和の早期実施に対する期待が後退したことなどが

図表4: 株価指数の推移



(出所) 東京証券取引所、S&P、FT、ドイツ証券取引所より野村総合研究所作成

(注) 2014年3月末の指数値を100とした期中の推移

ら下落し、その後軟調に推移しました。5月下旬にはHSBCが中国製造業PMI(速報値)を発表し、その内容が中国景気の堅調さを示唆するものであったことを受けて上昇に転じました。さらに6月には、FOMC終了後にFRB議長が緩和的な金融政策の維持を示したことで米国株が上昇し、これに連動する形で日本株も一段高となりました。8月には米国によるイラクへの空爆開始が発表されたことで地政学的リスクが意識されたことなどから下落したものの、9月にかけては日銀による追加金融緩和への期待や、スコットランドの英国からの独立が否決されたことから円安が進展し、これに連動する形で株価も上昇しました。

日本を除く先進国株については、4月前半には各国とも軟調に推移したものの、米国における企業決算の内容が概ね良好であったこと、欧州におけるECBによる追加的な金融緩和への期待などを背景に5月にかけて上昇しました。7月以降は、ポルトガルの銀行の信用不安やアルゼンチン国債のデフォルト懸念、イラクおよびウクライナを巡る地政学的リスクへの意識などから、一時的に大きく下落する場面があるなど、特に欧州株は軟調に推移しました。9月は、米国株の高値への警戒感や、法人課税回避のための本社移転に対する米政府の対抗措置が企業業績を抑制するとの観測などから下落しました。

各国主要指数の騰落率はそれぞれ、日本のTOPIXが10.3%、米国のS&P500が5.3%、英国のFTSE100が0.4%、ドイツのDAXが▲0.9%、でした。

### ②金利

日本の長期金利は、日銀による金融緩和を背景として8月までは比較的安定して低下していましたが、9月には、米国においてFRBによる利上げ観測が高まったことで米国金利が上昇したため、これに連動する形で上昇する場面もありまし

## 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

た。

米国の長期金利は、5月には市場予想を下回る経済指標の発表や、ECBによる追加金融緩和への期待の高まりを背景に、大きく低下しました。また8月にも、米国雇用統計の内容が不調となり、FRB議長が労働市場に対する慎重な見方を示したことで、ウクライナ情勢の緊迫化等を背景に大きく低下しました。9月には、ISM製造業景気指数が良好な内容だったことから早期の利上げ観測が強まり、上昇しました。

ドイツの長期金利は8月まで安定して低下しました。9月には、ECBが追加的な金融緩和策を発表したものの、米国金利の上昇に連動する形で上昇しました。

各国とも、通期では長期金利は低下しました。10年国債で見た変化幅は、ドイツ▲0.59%ポイント、英国▲0.29%ポイント、米国▲0.22%ポイント、日本▲0.12%ポイントでした。

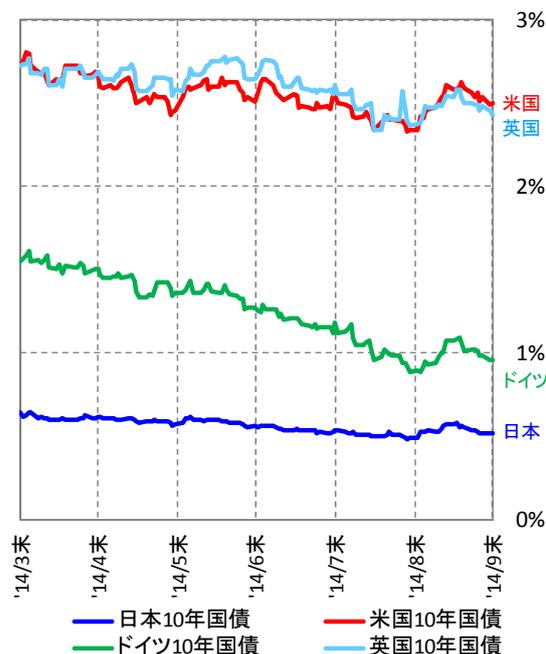
### ③為替

ドルは、4月初こそ米国の堅調な経済指標を背景に円に対して上昇しましたが、その後7月までは概ね安定して推移しました。8月中旬以降は、米国金利の上昇や、日本の4～6月期実質GDPが前期比マイナスとなったことなどをを受けて、円に対して上昇しました。

ユーロは、ECB総裁が6月からの追加的な金融緩和・利下げ実施の可能性を強く示唆したことなどから5月上旬に下落し、その後も低調な経済指標や、ウクライナ情勢に関連したロシアへの制裁決議などが域内の景気に与える影響が懸念されたことなどをを受けて下落しました。9月にもドルに対する下落は続いたものの、円安によって対円では上昇しました。

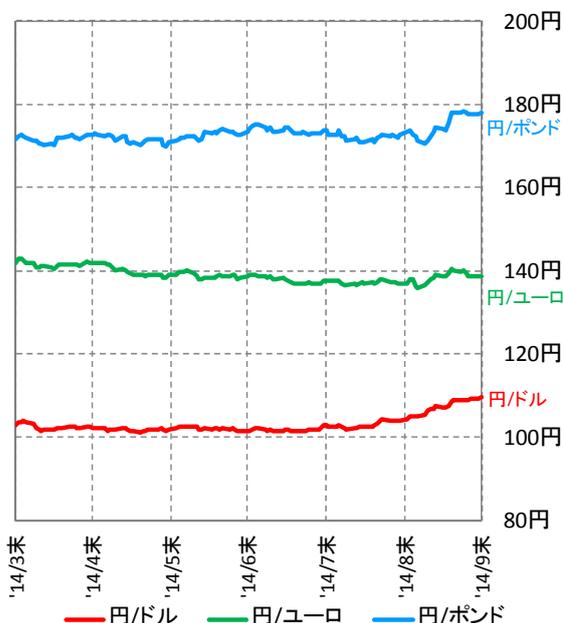
円に対する増価率は、米ドルが6.5%、英ポンドが3.6%、欧州ユーロが▲2.4%でした。

図表5: 長期金利の推移



(出所) 日本相互証券、FRB、FT等より野村総合研究所作成

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターより野村総合研究所作成

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

**(補)運用利回りの推計方法**

運用利回りの推計値は、資産クラス別の市場インデックス収益率を、年金ポートフォリオの資産配分で加重合成して算出しています(市場インデックス収益率を資産クラス別の構成比率で加重合成した月次の運用利回りを作成し、それらを幾何リンク計算することで、通期の運用利回りを算出しています)。

今回の推計では、企業年金連合会が発表した2013年度末の厚生年金基金・確定給付企業年金の資産配分を用い、それぞれの運用利回りを算出しています。GPIFについては、2013年度末の実績の資産配分を用い、運用利回りを算出しています(図表7)。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて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。

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

**編集:** 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所  
**発行:** 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
 アーバンネット大手町ビル

**TEL:** 03 (6703) 3991

**FAX:** 03 (6703) 3981

**Email:** [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

— 次号のお知らせ —

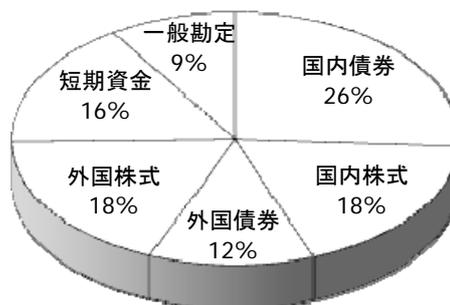
次号は

**10月27日(月)**

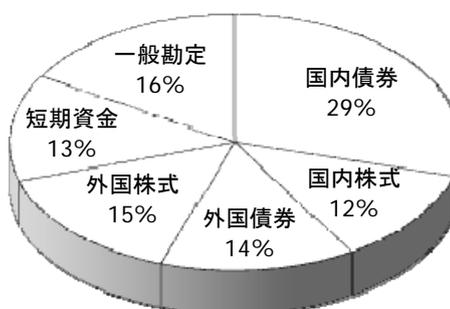
発行予定です。

**図表7: 想定資産配分**

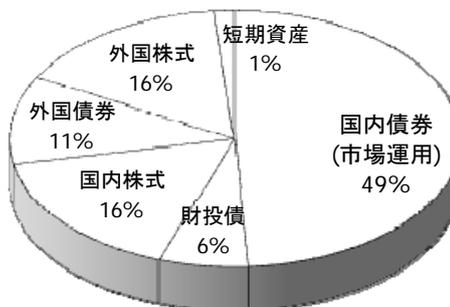
■厚生年金基金



■確定給付企業年金



■年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)



(出所) 企業年金連合会「企業年金資産運用実態調査の概要」、年金積立金管理運用独立行政法人「平成25年度 業務概況書」より野村総合研究所作成

(注) 企業年金の「短期資金」には、「短期資金」・「その他(不動産、貸付金等)」・「ヘッジファンド」を含めています。

**野村年金マネジメント研究会**

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び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致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会