

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(2015年度 上半期)

2015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▲2.7% (推計値)、確定給付企業年金で▲1.8%(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▲2.6%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2015年度上半期の厚生年金基金全体の運用利回りは推計で▲2.7%、同期間の確定給付企業年金の運用利回りは推計で▲1.8%となった模様です(図表1)。

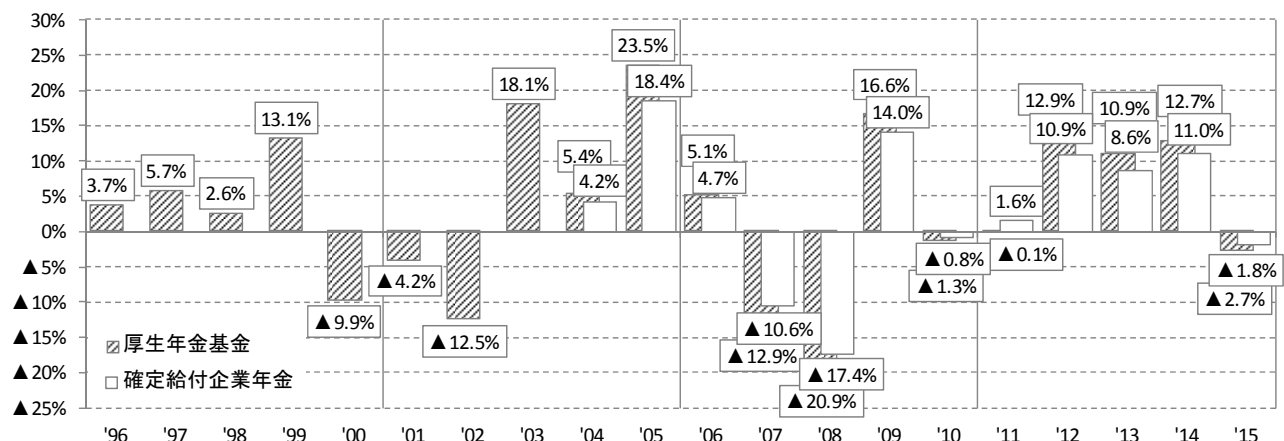
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2015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、円安の進展と企業業績の拡大に向けた期待感などから5月にかけては上昇しましたが、その後一進一退の展開となりました。8月には中国人民元の切り下げや、その後発表された中国製造業PMIが景気減速を示唆する内容であったことから、世界的にリスク回避ムードが広がり、円高・株安の展開となりました。9月以降も、中国経済と米国金融政策の不透明感の高まりを

図表1: 過去の運用利回り推移と2015年度の推計値



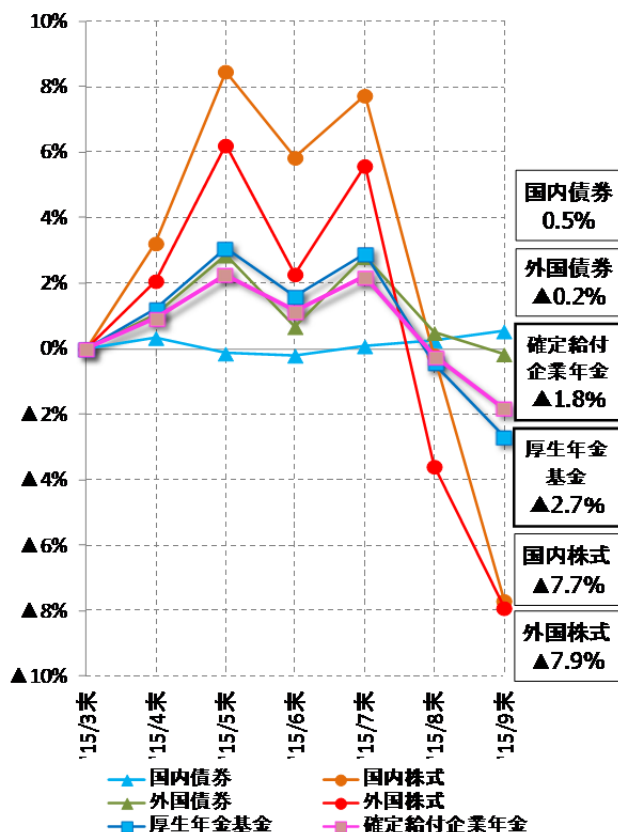
(出所) 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料」「企業年金資産運用実態調査の概要」より野村総合研究所作成

(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。2015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、2015年9月末時点における野村総合研究所推計値(2015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: 2015年度第上半期の投資環境



(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	0.1%	0.2%
国内株式	▲1.4%	▲0.9%
外国債券	▲0.0%	▲0.0%
外国株式	▲1.4%	▲1.1%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.0%	0.1%
資産合計	▲2.7%	▲1.8%

(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。

受けて軟調に推移しました。

外国株式についても、主要国の株価は特に8月以降に大きく下落しました。通期の収益率は、国内株式で▲7.7%、外国株式で▲7.9%でした(図表4、6参照)。

国内債券については、長期金利が低下したため収益率は若干のプラスとなりました。外国債券については、主要国の長期金利は上昇したものの、その影響は円安・ユーロ高等の為替要因により一部相殺され、円建の収益率は若干のマイナスに収まりました。通期の収益率は国内債券で0.5%、外国債券で▲0.2%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(▲1.4%)と外国株式(▲1.4%)が、全体の運用利回りを低下させました。

確定給付企業年金においては、国内株式が▲0.9%、外国株式が▲1.1%の寄与となり、全体の運用利回りを低下させました。厚生年金基金と比較すると両者の寄与度が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。

## 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用利回り

2015年度上半期のGPIFの運用利回りは、推計で▲2.6%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。

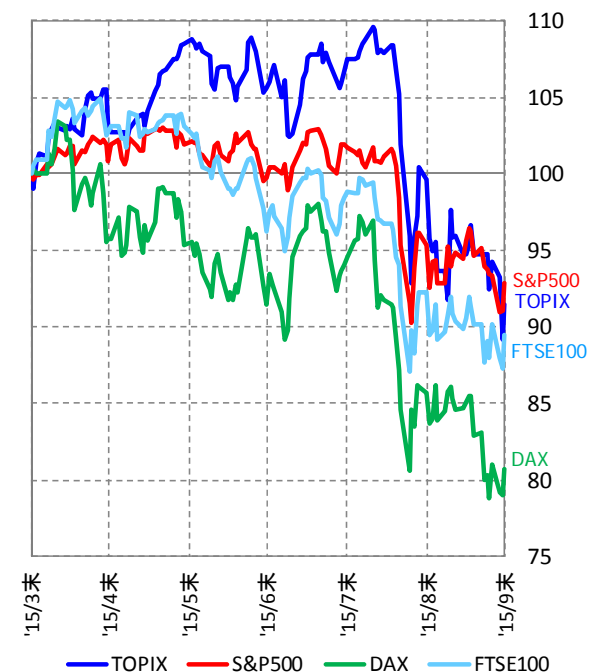
## 各国市場の状況

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、5月には急速な円安の進展と、日本企業の業績の拡大・資本効率性の改善に対する期待感が醸成されたことを背景に、月末にかけて上昇しました。7月初にはギリシャの国民投

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) 2015年3月末の指数値を100とした期中の推移

票で反緊縮財政派が多数となったことや、中国の株式市場の変調などを背景に下落しました。その後一旦は反転したものの、8月には中国人民銀行が人民元の実質切り下げを発表し、その後発表された中国製造業PMIも景気減速を示唆する内容であったことから、リスク回避ムードが急速に広がりました。同時期に円高が進展したことも要因となり、日本株は大きく下落しました。9月には、FOMCによる利上げ実施時期の不透明感が高まったことや、フォルクスワーゲン社の不正問題などを受けて、変動の大きい相場が続きました。

外国株について、米国株は、8月中旬までは概ね一進一退で推移していましたが、中国景気に対する懸念の世界的な広がり等から急落しました。その後、中国が政策金利と預金準備率を追加的に引き下げたことで反発する場面もありましたが、9月末にかけては、雇用統計の発表を受けてFOMCによる利上げ実施が不透明化したことなどにより、方向感を欠く展開となりました。ドイツ株は、ギリシャがEUとの金融支援交渉の再開に合意した7月初までは軟調に推移していましたが、8月には世界的な株安に伴って急落し、9月にもフォルクスワーゲン社の不正問題も大きな要因となって続落しました。

各国主要指数の騰落率はそれぞれ、ドイツのDAXが▲19.3%、英国のFTSE100が▲10.5%、日本のTOPIXが▲8.6%、米国のS&P500が▲7.2%でした。

### ②金利

日本の長期金利は、7月初にかけては欧米金利が上昇するのに連動して上昇しました。しかしその後は、ギリシャの国民投票の結果を受けた不透明感の高まり、中国の景気減速の懸念などから低下基調で推移しました。

米国の長期金利は、6月にかけては、原油価

## 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。

格の反転や、イエレンFRB議長が年内に利上げを実施する考えを示したことなどを受けて上昇しました。その後は原油価格が再び低下に転じたことや、中国株の急落を契機としたリスク回避ムードの広がりから、概ね低下基調で推移しました。

ドイツの長期金利は、年度初来、デフレ懸念の後退によって5月初までは急速に上昇しました。その後は、7月のギリシャ・EU間の金融支援交渉の再開合意、8月の中国による追加的な金融緩和の実施など一時的に上昇する局面はあったものの、ECBによる従前からの資産買入によって総じて低下基調で推移しました。

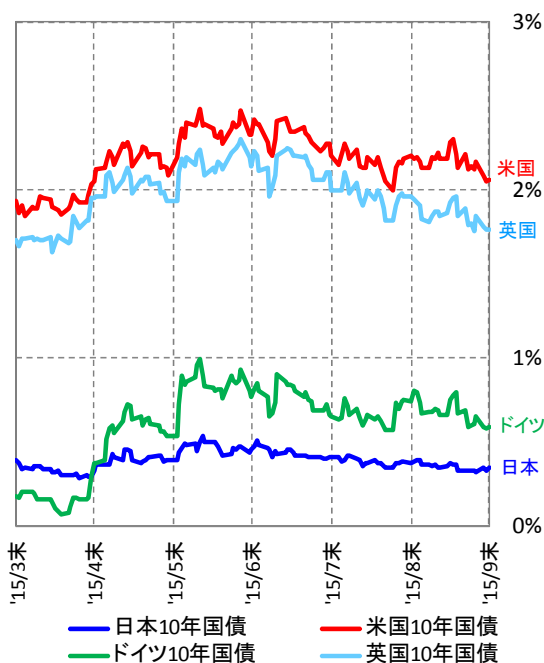
10年国債で見た各国の長期金利の変化幅は、ドイツ0.41%ポイント、米国0.13%ポイント、英国0.06%ポイント、日本▲0.05%ポイントでした。

### ③為替

ドルは、5月にはイエレンFRB議長の発言を受けて円に対して大きく上昇しました。その後8月には、米国での利上げ実施観測が不透明となったことや、中国の景気減速懸念の広がりがもたらしたリスク回避ムードによって円高に転じ、年度初と同水準で9月を終えました。ユーロ、ポンドはともにドルに対して増価し、結果円に対しても増価となりました。

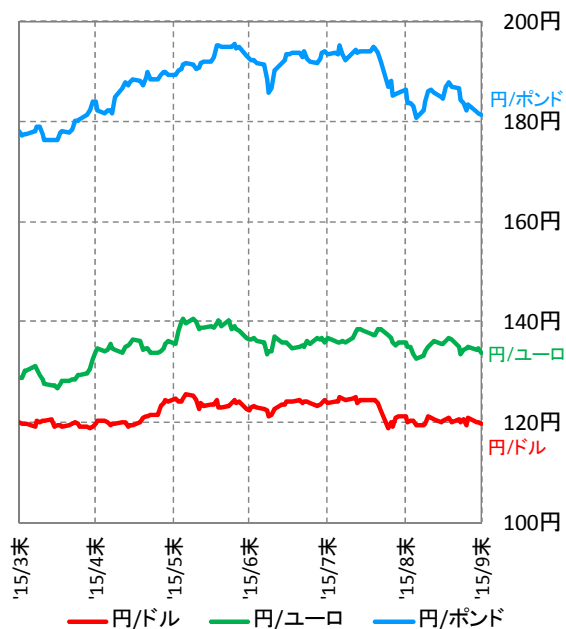
円に対する増価率は、欧州ユーロが3.8%、英ポンドが1.9%、米ドルが▲0.1%でした。

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



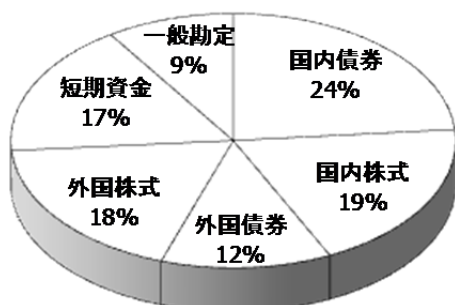
(出所) WMロイターより野村総合研究所作成

### 野村年金マネジメント研究会

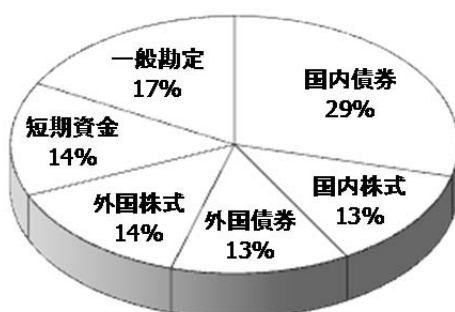
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表7: 想定資産配分

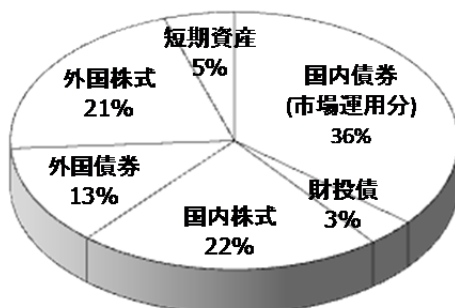
## ■厚生年金基金



## ■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26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。

## (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等を、各年金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等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、確定給付型企業年金については、企業年金連合会が発表した2014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。またGPIFについては、2014年度末の資産配分を参考に運用利回りを推計しています(図表7)。

— 次号のお知らせ —

次号は

**10月26日(月)**

発行予定です。

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)

## 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