

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
石田 智也

### 企業年金の運用状況(2017年度 上半期)

2017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4.6% (推計値)、確定給付企業年金で3.7%(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6.6%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2017年度上半期の厚生年金基金全体の運用利回りは推計で4.6%、同期間の確定給付企業年金の運用利回りは推計で3.7%となった模様です(図表1)。

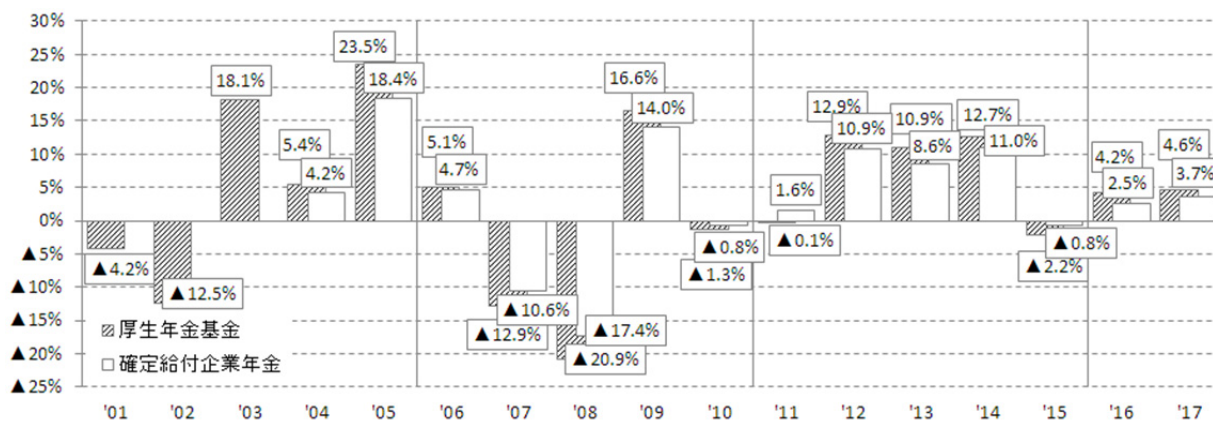
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2017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、4、5月のフランス大統領選でEUを擁護するマクロン候補が勝利したことによるリスク回避ムードの後退や、9月の北朝鮮情勢の緩和、日本の総選挙への期待、米国での税制改革案の発表への好感、円安などから大幅なプラスの収益率となりました。外国株式も、米国株式、

図表1: 過去の運用利回り推移と2017年度の推計値



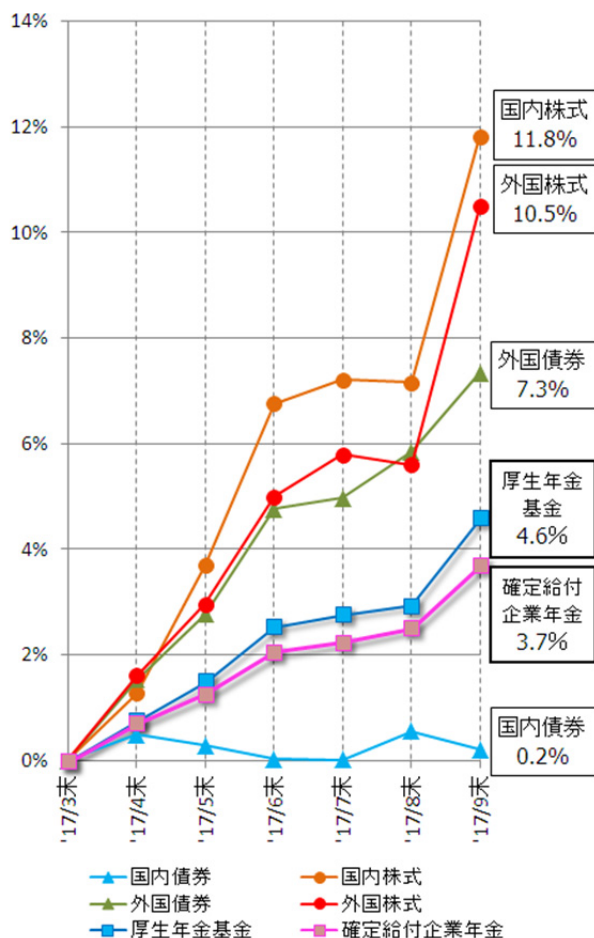
(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2016、2017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、2017年9月末時点における野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター推計値。

#### 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: 2017年度上半期の投資環境



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(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	0.0%	0.1%
国内株式	2.0%	1.2%
外国債券	0.8%	1.1%
外国株式	1.7%	1.3%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.0%	0.0%
資産合計	4.6%	3.7%

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(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。四捨五入により、各資産の寄与度の合計が資産合計に一致しないことがある。

### 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。

ドイツ株式が通期で上昇したことと、ドル以外の主要通貨に対して円安が進展したことから、収益率は大幅なプラスとなりました。通期の収益率は国内株式で11.8%、外国株式で10.5%でした(図表4、6参照)。

国内債券は、金利がやや低下し、通期の収益率は若干プラスとなりました。外国債券は、主にドル以外の主要通貨に対して円安が進展したことにより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0.2%、外国債券7.3%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運用利回りに対する、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(2.0%)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は、国内株式が1.2%、外国債券が1.1%、外国株式が1.3%の寄与となり、全体の運用利回りを上昇させました。

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。

### 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用利回り

2017年度上半期のGPIFの運用利回りは、推計で6.6%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。

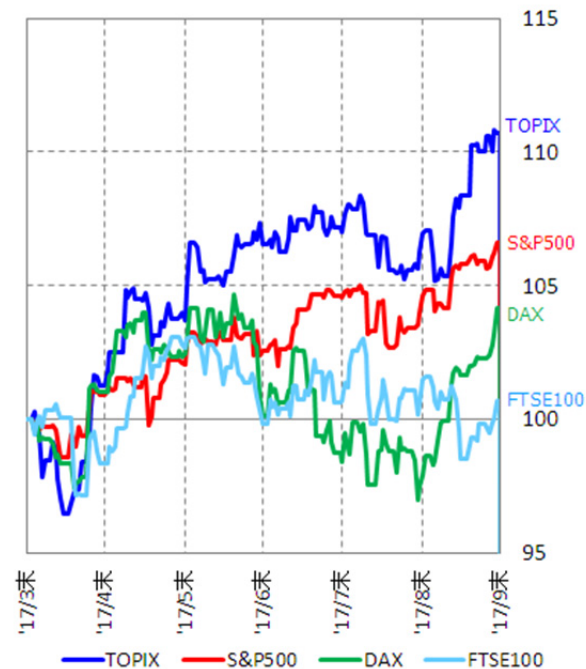
## 各国市場の状況

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、年度初には北朝鮮情勢の緊迫化や円高の進展などによって下落しましたが、5月中旬にかけては、フランス大統領選において中道派でEUを擁護するマクロン候補が優勢であることが伝わるとともに、北朝鮮情勢の緊迫感も和らいだことから上昇しました。5月中旬には米国大統領選以前からのトランプ陣営とロシアとの関係を巡る疑惑(ロシアゲート)が広がり、米国株に連動する形で下落する局面もありましたが、6月上旬には企業業績の好調さを背景に上昇しました。その後は一進一退の展開が続いていましたが、7月中旬以降は再度の北朝鮮情勢の緊迫化などから下落しました。しかし8月下旬以降

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證券  
フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注) 2017年3月末の指数値を100とした期中の推移

### 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、野村證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證券、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。

は北朝鮮情勢の緩和、日本の総選挙への期待、米国での税制改革案発表への好感、円安の進展などから、大幅に上昇しました。

外国株式は、4月には米国によるシリアの爆撃、北朝鮮情勢の緊迫化などによって下落する局面もありましたが、フランス大統領選第1回投票でマクロン候補が1位となったことや、米国での法人税減税を始めとする税制改革案の発表、北朝鮮情勢の緩和を受けて上昇に転じました。5月中旬、ロシアゲート疑惑の捜査のため司法省が特別検察官を任命した局面では株価は下落しましたが、月末にかけては米欧における良好な経済統計や企業決算の内容を背景に上昇しました。6月末にはECB(欧州中央銀行)のドラギ総裁が量的金融緩和の早期縮小の可能性を示唆するとともに、FRBのバランスシート縮小が意識されたことから下落しました。7月には米国は堅調な企業業績、原油高を背景に上昇しましたが、ドイツはユーロ高により下落しました。その後は再度の北朝鮮情勢の緊迫化などから米欧とも下落しました。しかし8月下旬以降は北朝鮮情勢の緩和、米国での税制改革案の発表への好感、ECBでの金融緩和継続の決定などから上昇しました。

各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、日本のTOPIXが10.7%、米国のS&P500が6.6%、ドイツのDAXが4.2%、英国のFTSE100が0.7%でした。

### ② 金利

日本の長期金利は、日銀による折からの長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)によって0%近傍で推移しています。4月には北朝鮮情勢の緊迫化やフランス大統領選の結果に対する警戒感から低下しましたが、5月以後は米国長期金利の上昇やマクロン候補の勝利などを受けて上昇しました。その後、再度の北朝鮮情勢の緊迫化から低下する局面もありましたが、9月末にか

けて、欧米金利の上昇を受け上昇しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月にはドル安・低金利政策を支持するトランプ大統領の発言や、フランス大統領選への警戒感、シリアおよび北朝鮮情勢の悪化などを受けて低下しました。5月中旬にかけては、米欧における堅調な経済統計やマクロン候補の勝利、FOMCで6月の利上げ実施が示唆されたことを受けて上昇したものの、その後はロシアゲート疑惑の深刻さが増すなどしたため、低下に転じました。6月最終週には、ECBのドラギ総裁、FRBのイエレン議長、BOEのカーニー総裁らが緩和的な金融政策の出口を意識させる発言を行ったため、上昇しました。その後は、再度の北朝鮮情勢の緊迫化、トランプ政権の混乱などから低下基調でしたが、9月にFOMCで年内追加利上げの可能性の示唆、ECBで来年に量的緩和縮小が開始されるとの観測の強まりなどから、上昇に転じました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅はドイツ+0.13%ポイント、英国+0.20%ポイント、日本▲0.01%ポイント、米国▲0.07%ポイントでした。

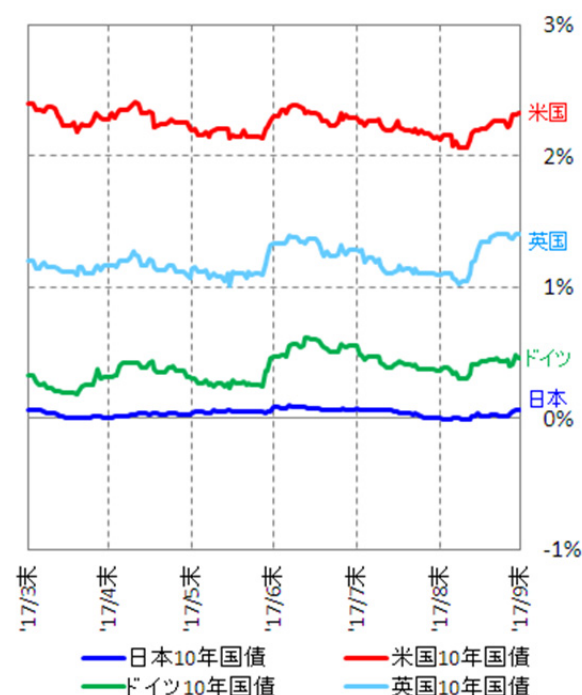
### ③ 為替

ドル円レートは、4月下旬にかけては円高に推移しました。その後いったんは円安基調となったものの、5月中旬にはロシアゲート疑惑に起因してトランプ政権の運営に対する不安感が広まったことや米国長期金利が低下したことから再び円高に転じました。6月中旬以降は、FOMCにおいて、政策金利の誘導目標の引き上げとFRBによるバランスシート縮小が決定されたことから円安に推移しました。7月中旬以降は米国長期金利の低下などから円高に推移しましたが、9月中旬以降はリスク回避的姿勢の後退やFOMCで年内追加利上げの可能性が示唆されたことなどから、円安に転じました。

#### 野村年金マネジメント研究会

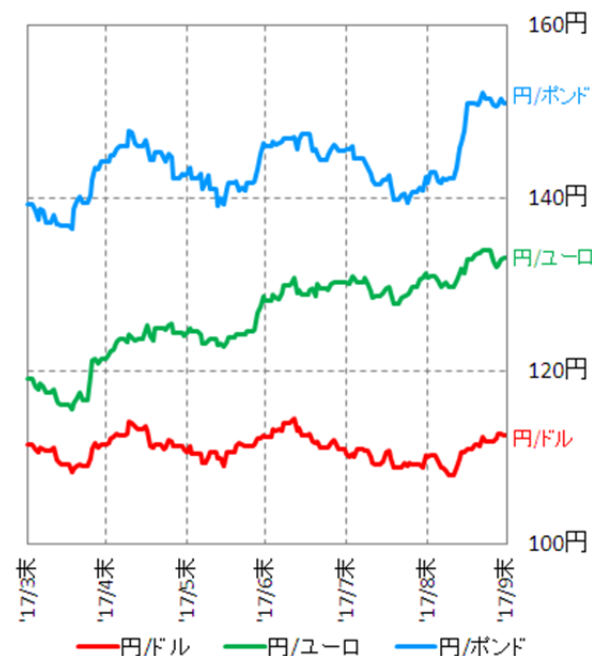
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表5: 長期金利の推移



(出所) 日本相互証券、FRB、FT等より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ユーロおよびポンドは、4月にはドイツ連邦債、英国債の利回りの上昇に応じて、ドルに対して増価しました。6月最終週には中央銀行高官等の発言を受け、ユーロ高・ポンド高が進展しました。7月以降も金融緩和解除の方向性を反映してユーロ高・ポンド高がさらに進展しました。

円に対する通期の増価率は、欧州ユーロが11.7%、英ポンドが8.4%、米ドルが1.0%でした。

### (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平均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平均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、確定給付型企业年金については、企業年金連合会が発表した2015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、2016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 —

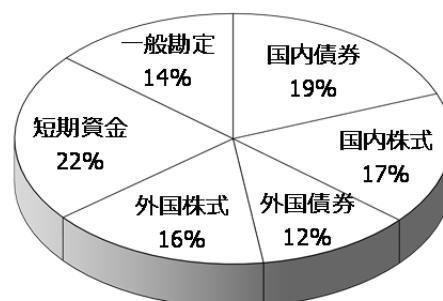
次号は

**10月30日(月)**

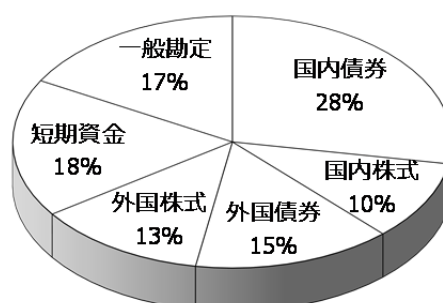
発行予定です。

図表7: 想定資産配分

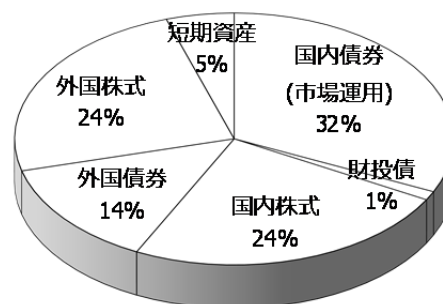
#### ■ 厚生年金基金



#### ■ 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28年度 業務概況書」より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注) 企業年金の「短期資金」には、「短期資金」・「その他(不動産、プライベート・エクイティ等)」・「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、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

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。

<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(野村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を行わないようお願い致します。