

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
木須 貴司

### DC運用商品の統計データ～収益率、リスク、コストなど

2019年7月1日より確定拠出年金運営管理機関(以下、運営管理機関)が加入者等に対して提示しているすべての運用商品のインターネット上での情報開示が行われます。開示の目的は、運営管理機関を適切に選択・評価するためです。しかし、個々の運用商品の情報が開示されても、比較の対象がなければ、評価は困難です。本稿では、比較対象となりうる確定拠出年金全体の統計データを紹介します。

#### 厚生労働省令の改正

2019年7月1日より、運営管理機関が加入者に提供している運用商品のインターネット上での情報開示が行われます。この情報開示の目的は、昨年施行された改正DC法において導入される事業主による運営管理機関評価のためです。

厚生労働省は、運営管理機関評価の具体的な項目として、以下を提示しています。

1. 提示された商品群のすべてまたは多くが1金融グループに属する商品提供機関または運用会社のものであった場合、それがもたら加入者等の利益のみを考慮したものであるといえるか。
2. 下記、(ア)～(ウ)のとおり、他の同種の商品よりも劣っている場合に、それがもたら加入者等の利益のみを考慮したものであるといえるか。
  - (ア) 同種(例えば同一投資対象・同一投資手法)の他の商品と比較し、明らかに運用成績が劣る投資信託である。
  - (イ) 他の金融機関が提供する元本確保型商品と比べ提示された利回りや安全性

が明らかに低い元本確保型商品である。

- (ウ) 同種(例えば同一投資対象・同一投資手法)の他の商品と比較して、手数料や解約時の条件が良くない商品である。

※運用商品に関する項目のみを抜粋

つまり、現在の運営管理機関が提供している運用商品の情報を「他の運営管理機関が提供している同種の商品」などと比較し、その優劣によって運営管理機関を評価することが提示されています。そして「他の運営管理機関が提供している同種の商品」の情報を集めるのに資するためにインターネット上での情報開示が導入されたと考えられます。

しかしながら、仮にインターネット上で情報開示されたとしても情報をすべて集めるのは、時間やノウハウが必要です。そこで本稿では、本改正の施行に先立って、この「他の運営管理機関が提供している同種の商品」の基礎データを紹介します。

### 確定拠出年金向け運用商品の構成

DCの運用資産は、概ね半分が預貯金・保険などの元本確保型資産で残りが投資信託・金銭信託などのリスク性資産です。投資信託・金銭信託の2019年4月末時点の構成は、図表1の通りで、バランス型の運用戦略が最も大きな構成比を占めています(DC専用ファンドの全体構成については、年金ニュース解説No.805「確定拠出年金専用ファンドの動向(2019年3月)」をご覧ください)。

機関投資家向けや個人向けの運用商品と異なり、伝統的4資産以外の運用商品構成は、限定的です。株式の一部にエマージング株式、債券の一部にエマージング債券、マルチクレジット運用などが含まれる程度です。ターゲットイヤー型などの年齢に応じてリスク水準を変更する戦略は、大きく注目されていますが、まだ運用資産は500億円未満です(2019年4月末時点)。

また、為替ヘッジ付海外株式戦略などが提供されている一方で、為替ヘッジ付海外債券戦略を

提供している運用商品は少なく、為替リスクなしでインカムリターンを獲得する戦略も多くはありません。結果的に、国内・海外上場REITなどの運用資産が機関投資家向けと比べると相対的に多い結果となっていると考えられます。

### リターン、リスクの分布

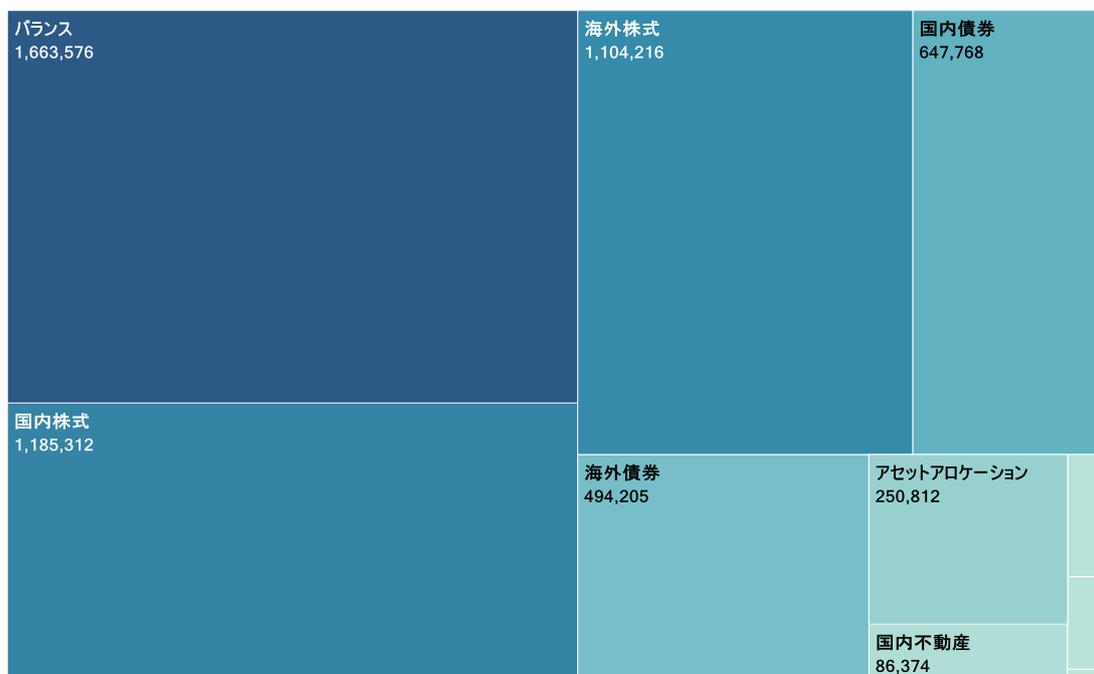
図表2は、DC専用のファンドの過去3年および過去5年のリスクおよびリターンを示しています。

基本的には、リスク水準は国内債券、バランス型(含むターゲットイヤー・アセットアロケーション)、海外債券、国内不動産、海外不動産、国内・海外株式の順に高く、リターンもそれに依じて高くなっています。

リスク対比リターンが最も高いのは、過去3年では、海外株式パッシブ運用で、過去5年では国内不動産アクティブ運用でした。

なお、過去5年で見た海外株式パッシブ(平均)が国内株式パッシブ(平均)を下回っていることに違和感を持つ方もいるかもしれません。

図表 1 DC 運用商品(投資信託)の構成



(注) 2019年4月末時点。個人型DC向けの商品の残高も含んでいる

(出所) NRI Fundmark DL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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表2 リスク・リターン(過去3年/過去5年)

資産クラス	運用スタイル	リターン(過去3年)		リターン(過去5年)		リスク(過去3年)		リスク(過去5年)	
		中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均
国内株式	パッシブ	7.9%	8.1%	7.8%	8.0%	13.8%	14.2%	15.3%	15.5%
	アクティブ	6.8%	7.0%	7.0%	7.3%	14.6%	15.0%	15.9%	16.2%
国内債券	パッシブ	0.3%	0.3%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
	アクティブ	0.1%	0.2%	1.7%	1.4%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
海外株式	パッシブ	10.0%	9.7%	7.9%	7.3%	14.8%	14.5%	16.0%	16.1%
	アクティブ	8.5%	8.9%	7.3%	7.7%	14.9%	14.5%	16.2%	16.3%
海外債券	パッシブ	0.2%	0.5%	1.8%	1.5%	6.6%	6.8%	7.3%	7.6%
	アクティブ	-0.4%	0.4%	1.2%	1.4%	6.5%	6.3%	7.2%	6.9%
国内不動産	パッシブ	3.6%	3.6%	8.6%	8.6%	7.5%	7.5%	8.7%	8.8%
	アクティブ	3.3%	3.6%	9.0%	9.3%	7.7%	7.6%	8.7%	8.8%
海外不動産	パッシブ	4.4%	4.4%	8.7%	8.5%	14.1%	13.9%	15.0%	14.7%
	アクティブ	4.7%	4.1%	7.3%	6.8%	11.9%	11.9%	12.6%	12.6%
バランス	パッシブ	4.6%	4.5%	5.1%	5.0%	7.0%	6.8%	7.6%	7.4%
	アクティブ	4.0%	4.2%	4.8%	4.8%	7.1%	7.2%	7.8%	7.8%
ターゲットイヤー	パッシブ	5.0%	5.0%			7.8%	8.0%		
	アクティブ	3.5%	3.4%	4.1%	4.1%	5.5%	5.5%	6.2%	6.3%
アセットアロケーション	アクティブ	1.1%	1.7%	2.1%	2.5%	3.2%	4.0%	4.4%	5.4%
	パッシブ								

(注) 2019年3月末基準。個人型DC向けの商品の残高も含んでいる

(出所) NRI Fundmark DL 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

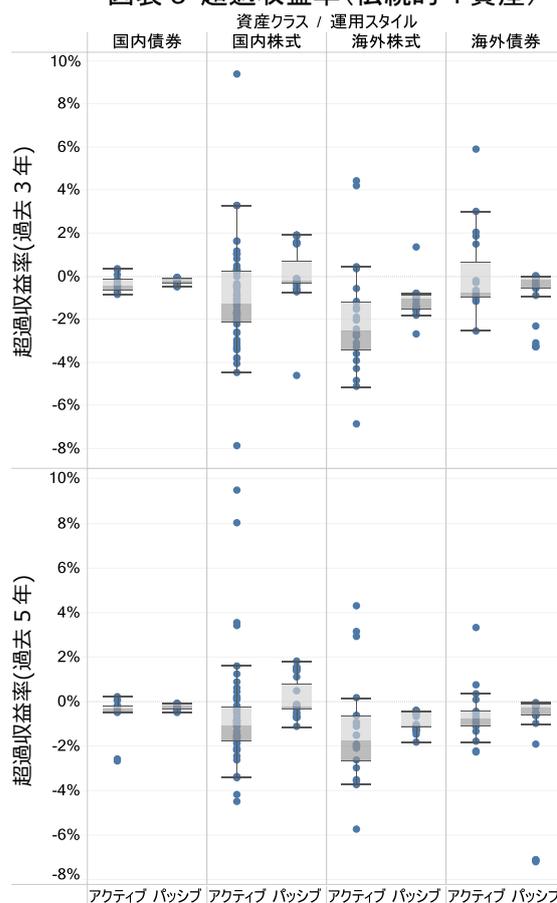
なぜなら、国内株式と海外株式のベンチマーク(TOPIX とMSCIコクサイ)を比較すると、過去3年でも過去5年でも海外株式の方がリターンは上回っていたからです(2019年3月末を基準とした場合)。この原因は、DC向けの海外株式パッシブ運用が総じてベンチマークを1%以上下回っていたためです。DC専用ファンドは、一定の流動性を確保するため、ファンド内での現預金の保有比率が高いことに加え、パッシブ運用でも運用報酬が必ずしも低廉ではないことが要因ではないかと思われます。

### パッシブ・アクティブファンドの超過収益率

それでは、そのパッシブ・アクティブ運用のベンチマークに対する超過収益率は、どうだったのでしょうか。伝統的4資産の状況をまとめたのが、図表3です。

過去3年、過去5年いずれでも中央値で見ると概ねどの資産でもパッシブの方が優れていることがわかります。もちろん、アクティブ運用の中にも、超過収益率を獲得している戦略もあるため、一概にすべてのアクティブ運用がパッシブ運用と比べて劣っているというわけでもありません。

図表3 超過収益率(伝統的4資産)

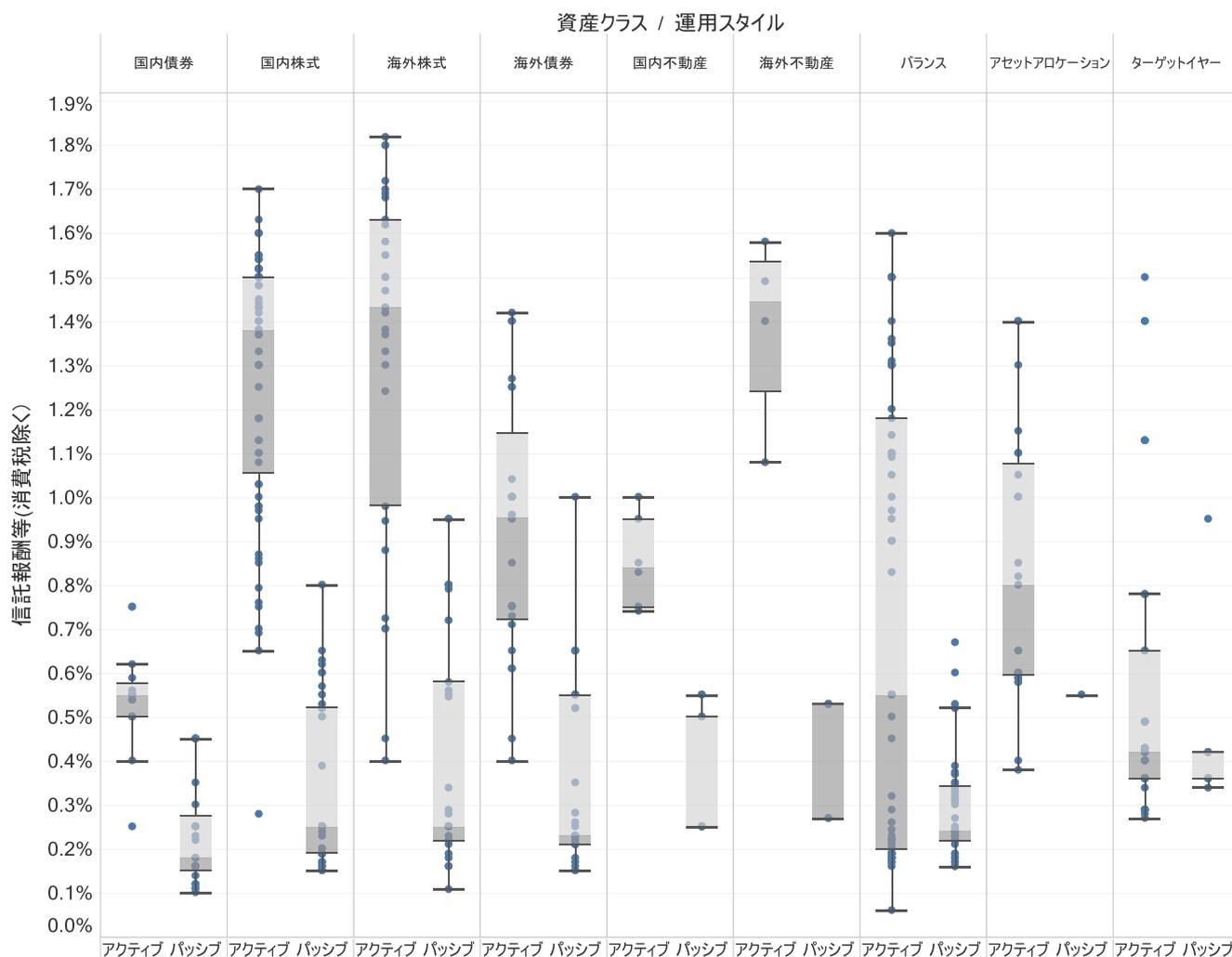


(注) 2019年3月末基準

(出所) NRI Fundmark DL 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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表4 コスト(信託報酬等)の分布



(注) 消費税は含んでいない。また、購入時手数料、解約時手数料は含んでいない。  
 (出所) 投資信託協会など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

なお、海外債券については、パッシブの中央値がアクティブの中央値を下回っています。この要因としては、新興国債券のパッシブファンドがベンチマークを下回っていたことなどが考えられます。新興国債券運用では、ベンチマーク組み入れ対象の中に流動性が低い国が発行した債券が含まれる場合があり、ベンチマークに追随するのが先進国債券と比べて困難と言われています。

### コスト(信託報酬等)の分布

次にコスト(信託報酬等)についてのデータを紹

介します。図表4は、資産クラス、運用スタイルごとのコストを示しています。

コストは、基本的にはパッシブよりもアクティブの方が高く、よりリスク水準が高い資産ほど高くなる傾向があります。

どの資産クラスでも、アクティブ運用のコスト水準はばらつきが大きくなっています。ただし、コストの高さと運用成果との間には、それほど強い関係性は確認できておらず、必ずしもコストの高さが報われるとは限らない点には留意が必要だと思われま

また、パッシブ運用であっても、資産クラス、目

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

標とするベンチマークによってコストは、異なっています。必ずしもパッシブだからと言ってコストがアクティブよりも低廉とは言えません。

### DCの運用商品構成の問題

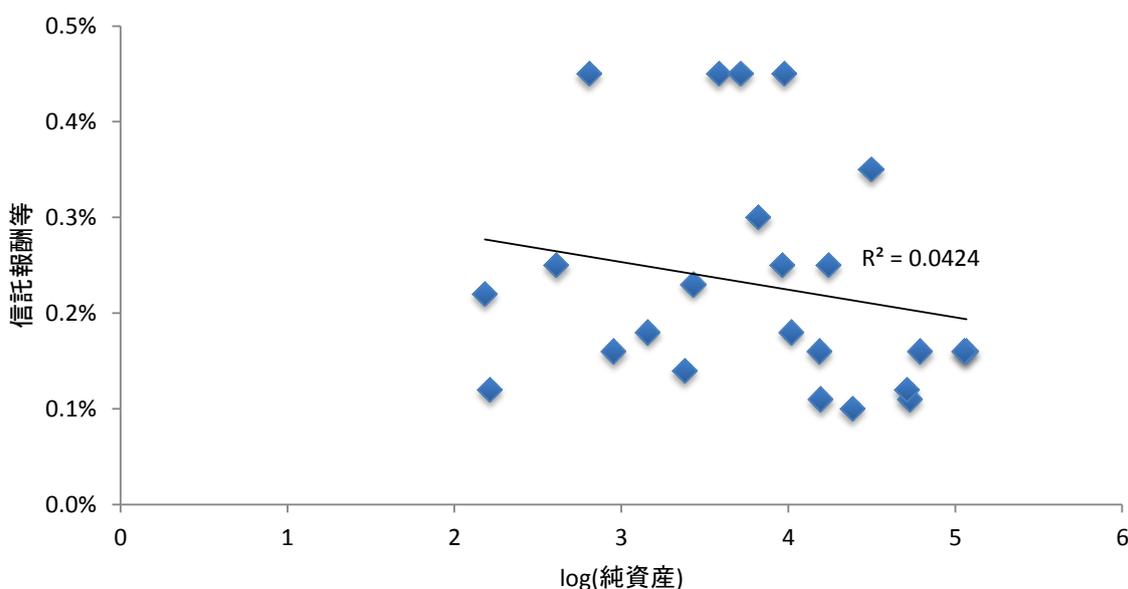
DCの運用商品の構成は、基本的には運営管理機関が提案し、事業主が採用した場合が多く、加入者が自由に運用商品を選べるわけではありません。その結果、運用商品の優劣による正しい競争が行われていない可能性があるのではないかと思います。

たとえば、パッシブ商品であれば、一部の資産を除けば、パフォーマンスは似たような水準になるため、正常な競争原理が働いていれば、最もコストが低い商品に資金が向かうはずですが、実際は、こういった関係はDC資産においては成立していません。図表5は、国内債券パッシブにおいてコストと純資産(対数)の関係を見たものです。国内債券パッシブは、最もパフォーマンスのばらつきが小さい資産クラス・運用スタイルであ

るため、正常な競争原理が働いていれば、最もコストが低い資産に資金が向かうはずですが、実際は、コストと運用資産の間関係は必ずしも強くありませんでした。

こういった現状を変えるためにも事業主が、運営管理機関が加入者に提示している商品が本当に最適なものなのかどうかを検証・評価する必要があります。

図表5 ファンドの純資産(対数)とコスト(信託報酬等)の関係(国内債券パッシブ)



(注) 消費税は含んでいない。2019年4月末時点の比較

(出所) 各種データ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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

**6月3日(月)**

発行予定です。

## 《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。

## 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)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))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

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)

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。