

野村證券  
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(2019年度)

2019年度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▲3.3%(推計値)、確定給付企業年金で▲1.5%(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▲4.8%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2019年度の厚生年金基金の運用利回りは推計で▲3.3%、同期間の確定給付企業年金の運用利回りは推計で▲1.5%となった模様です(図表1)。

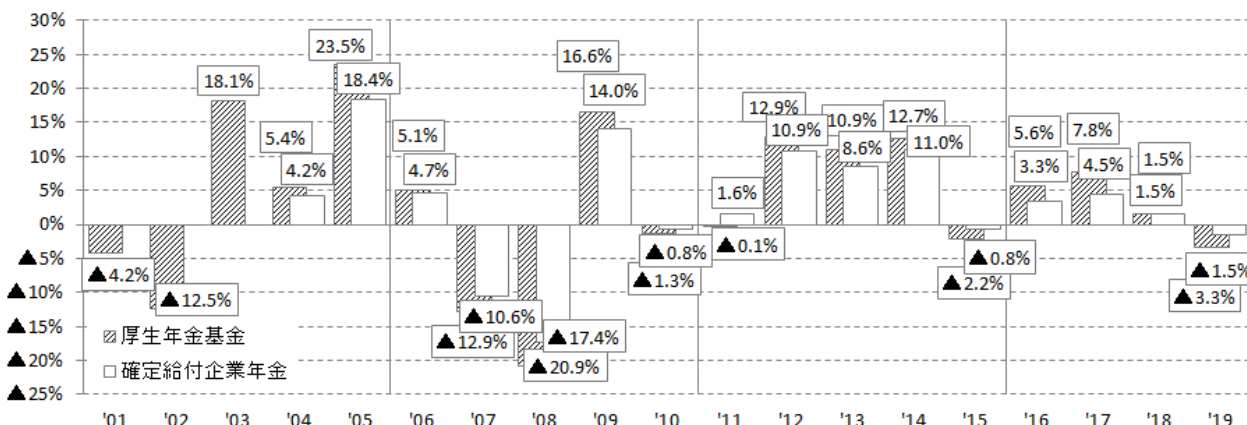
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2019年4月から2020年3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月は米中通商協議の進展期待などを好感して堅調に推移しました。5月は米国の対中追加関税引上げなどから貿易摩擦激化への懸念が高まり、円高の進展もあり、大幅に下落しました。6、7月は米中通商摩擦の緩和期待、米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)の金融緩和期待の高まり、などから総じて堅調に推移しました。8月は米中通商摩擦の

図表1: 過去の運用利回り推移と2019年度の推計値



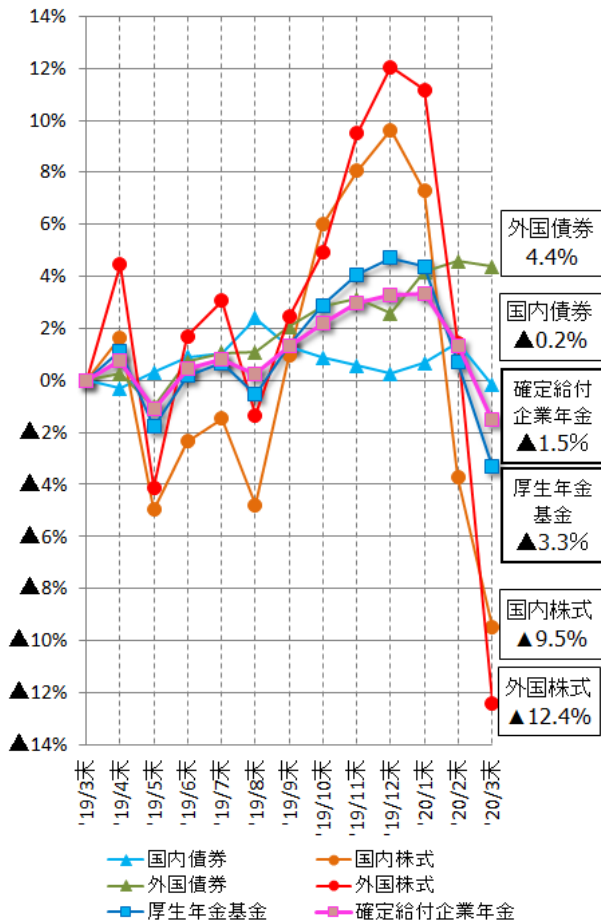
(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)

「企業年金実態調査結果」(各号)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) 収益率は時間加重収益率。2019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、2020年3月末時点における野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター推計値。

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、野村證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證券、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: 2019年度の投資環境



(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: FTSE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%	▲0.0%
国内株式	▲1.9%	▲0.9%
外国債券	0.6%	0.7%
外国株式	▲2.0%	▲1.5%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.1%	0.2%
資産合計	▲3.3%	▲1.5%

(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と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。

激化と世界景気の先行きに対する懸念が高まり、円高の進展もあり、下落しました。9~12月は米中通商協議の進展期待やFRBによる利下げ、ECBの金融緩和再開、などから大幅に上昇しました。1~3月は新型コロナウイルスの感染拡大への懸念から急落しました。通期の収益率は大幅なマイナスとなりました。外国株式は、欧米株式がともに大幅に下落し、円高の進展もあり、通期の収益率は大幅なマイナスとなりました。通期の収益率は国内株式で▲9.5%、外国株式で▲12.4%でした(図表4、6参照)。

国内債券は、金利が上昇し、通期の収益率は若干マイナスとなりました。外国債券は、欧米金利が低下し、円高が進展したものの、通期の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%、外国債券で4.4%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、国内株式が▲1.9%、外国株式が▲2.0%の寄与となり、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、外国株式が▲1.5%の寄与となり、全体の運用利回りを低下させました。

企業年金の制度別の想定資産配分については、6ページの図表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

2019年度のGPIFの運用利回りは、推計で▲4.8%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、6ページの図表7をご参照ください。

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。

## 各国市場の状況

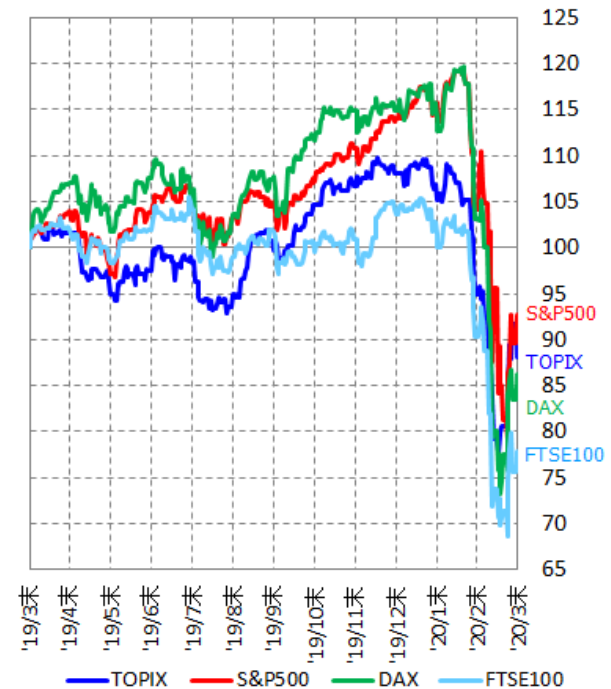
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ① 株式市場

国内株式は、4月前半は米中通商協議の進展期待、中国経済指標の改善、などを好感して堅調に推移しました。4月後半以降は一進一退の展開となりましたが、5月の大型連休明けから6月初旬にかけて、米国の対中追加関税引上げ、トランプ大統領の対メキシコ関税引上げ表明、中国通信機器大手に対して米国製品輸出を事実上禁止する措置の発動、などから貿易摩擦激化への懸念が高まり、円高の進展もあり、大幅に下落しました。6月上旬から7月は米中通商摩擦の緩和期待、米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)の金融緩和期待の高まり、などから総じて堅調に推移しました。8月初旬に米国の対中追加関税発動が発表され、米中通商摩擦の激化と世界景気の先行きに対する懸念が高まり、円高の進展もあり、急落しました。その後は一進一退の展開となりましたが、9～12月は米中通商協議の進展期待やFRBによる利下げ、ECBの金融緩和再開、国内企業業績の改善期待、などから大幅に上昇しました。1～3月は新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の先行きに対する懸念が高まり、急落しました。

外国株式は、4月から5月初旬にかけては、米中通商協議の進展期待、中国経済指標の改善、英国の欧州連合(EU)離脱が再延長され合意なき離脱が回避されたこと、などから堅調に推移しました。5月初旬から6月初旬にかけては、米国の対中追加関税引上げ、トランプ大統領の対メキシコ関税引上げ表明、中国通信機器大手に対して米国製品輸出を事実上禁止する措置の発動、などから貿易摩擦激化への懸念が高まり、大幅に下落しました。6月上旬から7月は米中通商摩擦の緩和期待、FRB、ECBの金融緩和期待の高

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  
野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注) 2019年3月末の指数値を100とした期中の推移  
まり、などから大幅に上昇しました。8月初旬に米国の対中追加関税発動が発表され、米中通商摩擦の激化と世界景気の先行きに対する懸念が高まり、急落しました。英国のEU離脱問題も重荷となりました。その後は一進一退の展開となりましたが、9～12月は米中通商協議の進展期待やFRBによる利下げ、ECBの金融緩和再開、堅調な米国経済指標、英国の合意なきEU離脱が回避される見込みになったこと、などから大幅に上昇しました。ただし、英国株式については、ポンド高が進展し、上昇幅は抑えられました。1～3月は新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の先行きに対する懸念が高まり、急落しました。

各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、米国のS&P500が▲8.8%、日本のTOPIXが▲11.8%、ドイツのDAXが▲13.8%、英国のFTSE100が▲22.1%、でした。

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。

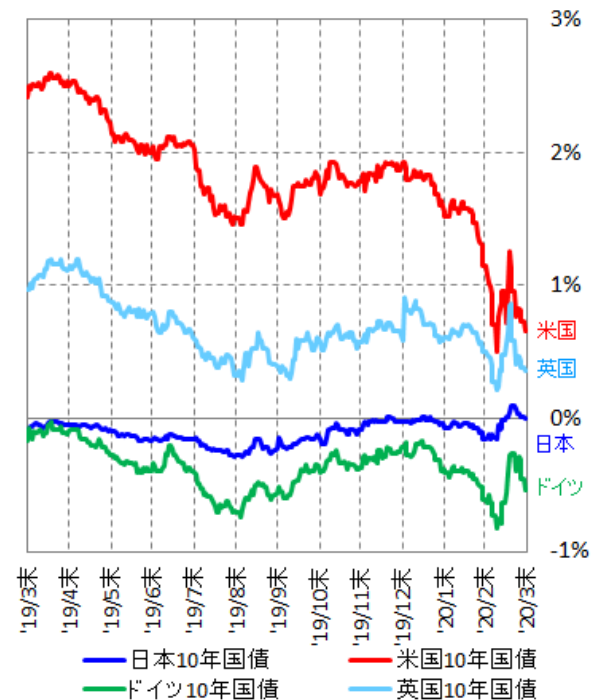


## ② 金利

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月は世界経済減速への懸念が緩和されたことからやや上昇しました。5月は貿易摩擦激化への懸念からリスク回避姿勢が高まり、低下しました。6月は米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)の金融緩和期待の高まり、などから低下しました。7月はほぼ横ばいでしたが、8月は米中通商摩擦の激化によるリスク回避姿勢が高まり、FRBによる利下げ期待、などから低下しました。9~12月は米中通商協議の進展期待などから米国長期金利に連動して上昇しました。1~2月は新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の先行きに対する懸念から、リスク回避姿勢が急速に高まり、米国長期金利に連動して低下しました。3月は利下げ期待の後退などから上昇しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は米欧中の好調な経済指標などから世界経済減速への懸念が緩和されたことから上昇しました。5月は貿易摩擦激化への懸念からリスク回避姿勢が高まり、大幅に低下しました。6月はFRB、ECBの金融緩和期待の高まり、などから低下しました。7月前半は予想を上回る米経済統計を受けて上昇する局面がありましたが、7月後半から8月はFRB、ECBによる利下げ期待、米中通商摩擦の激化によるリスク回避姿勢の高まり、などから大幅に低下しました。9~12月はFRBによる利下げ、香港情勢の緊迫化などで上昇幅を縮小する局面があったものの、米中通商協議の進展期待、ドイツの財政刺激策への期待、堅調な米国経済指標、英国の合意なき欧州連合(EU)離脱が回避される見込みになったこと、などから上昇しました。1~3月は新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の先行きに対する懸念から、リスク回避姿勢が急速に高まり、大幅に低下しました。ただし、ドイツは3月には財政政策が積極

### 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

化されるとの期待から上昇しました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は米国▲1.73ポイント、英国▲0.55%ポイント、ドイツ▲0.31%ポイント、日本0.11%ポイント、でした。

## ③ 為替

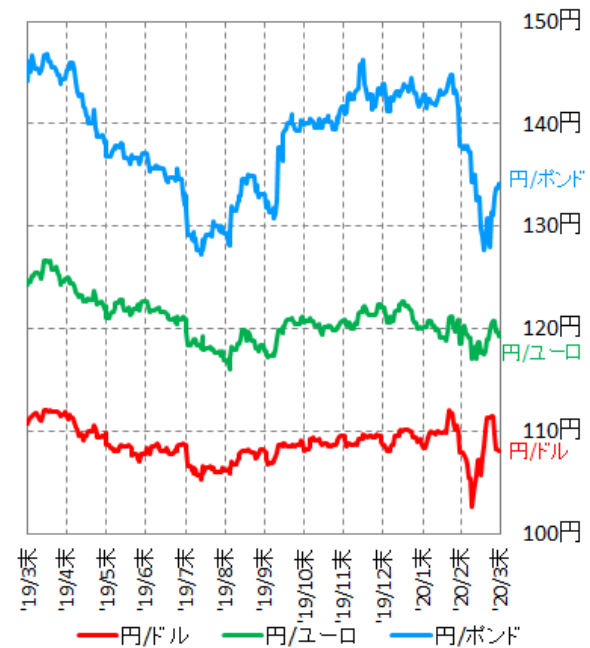
ドル円レートは、4月中旬にかけて、米中の好調な経済指標などからリスク選好的な動きが強まり、やや円安に推移しました。5月は米国の対中追加関税引上げ、トランプ大統領の対メキシコ関税引上げ表明、などから貿易摩擦激化への懸念が高まり、安全通貨とされる円が買われ大幅な円高となりました。6月は米連邦準備制度理事会(FRB)による早期利下げ期待の高まりから米ドルが主要通貨に対して全面的に売られたことからやや円高に推移しました。7月は世界経済減速への警戒感がやや緩和されやや円安に推移しました。8月は米中通商摩擦の激化によるリス

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。

ク回避姿勢の高まり、FRB、ECBによる利下げ期待、などから大幅な円高となりました。9月は米中通商協議の進展期待などから円安が進展しました。10月はほぼ横ばいで推移し、11月は米中通商協議の進展期待、堅調な米国経済指標、などからリスク選好の動きが強まり、円安に推移しました。12月は円以外の通貨に対してドルが売られたことが円にも波及し円高に推移しました。1月は前半に米中関係改善期待、世界経済回復期待、などから円安に推移しましたが、後半には新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、リスク回避姿勢が高まり、円高に推移しました。2月は前半に堅調な米国経済指標などから円安に推移しましたが、後半には新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避姿勢が急速に高まり、円高に推移しました。3月は前半に新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避姿勢が急速に高まり、円高に推移しましたが、後半には各国経済対策への期待から円安に推移しました。

ユーロおよびポンドは、4月中旬にかけて、米欧中の好調な経済指標などからリスク選好的な動きが強まりやや円安に推移しました。5月は米国の対中追加関税引上げ、トランプ大統領の対メキシコ関税引上げ表明、などから貿易摩擦激化への懸念が高まり、安全通貨とされる円が買われ大幅な円高となりました。特にポンドは、メイ首相の保守党党首辞任により欧州連合(EU)離脱が混迷の度合いを増したことから、大幅な下落となりました。6月は底堅い欧州経済指標から欧州景気への過度な懸念が後退し、円安に推移しました。7月は低調な欧州経済指標、ECBによる利下げ期待、英国のEUからの合意なき離脱への警戒感、などから円高に推移しました。8月は米中通商摩擦の激化によるリスク回避姿勢の高まり、FRB、ECBによる利下げ期待、などから大幅な円高となりました。9~10月は米中通商協議の進展期待、英国のEUからの合意なき離脱への警戒感の緩和、などから大幅な円安となりました。

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

た。11月はほぼ横ばいで推移し、12月は英総選挙で保守党が大勝しEU離脱が確実となったこと、ECBによる追加緩和観測の後退、などから円安に推移しました。1月は前半に米中関係改善期待、世界経済回復期待、などから円安に推移しましたが、後半には新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、リスク回避姿勢が高まり、円高に推移しました。2月は新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避姿勢が急速に高まり、円高に推移しました。3月は前半に新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避姿勢が急速に高まり、円高に推移しましたが、後半には各国経済対策への期待から円安に推移しました。

円に対する通期の増価率は、米ドルが▲2.5%、欧州ユーロが▲4.7%、英ポンドが▲7.2%、でした。

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され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。

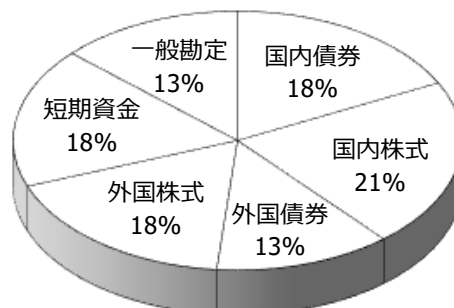
**(補)運用利回りの推計方法**

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)。

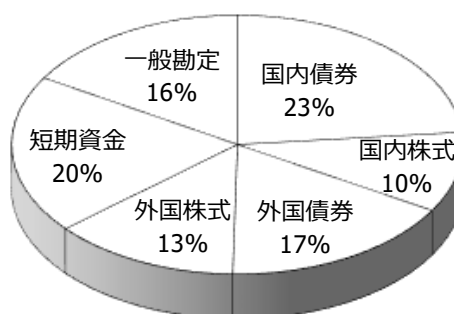
今回の推計では、確定給付型企业年金については、企業年金連合会が発表した2018年度末の厚生年金基金・確定給付企業年金の資産配分を用い、それぞれの運用利回りを算出しています。またGPIFについては、2018年度末の資産配分を参考に運用利回りを推計しています(図表7)。

図表7: 想定資産配分

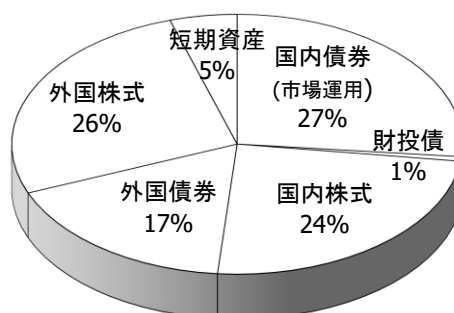
## ■厚生年金基金



## ■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「企業年金実態調査結果(2018年度概要版)」、年金積立金管理運用独立行政法人「平成30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。

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

**4月27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1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860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

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

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。