

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(2020年度上半期)

2020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、確定給付企業年金で5.7%(推計値)、厚生年金基金で8.6%(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11.7%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2020年度上半期の確定給付企業年金の運用利回りは推計で5.7%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で8.6%となった模様です(図表1)。

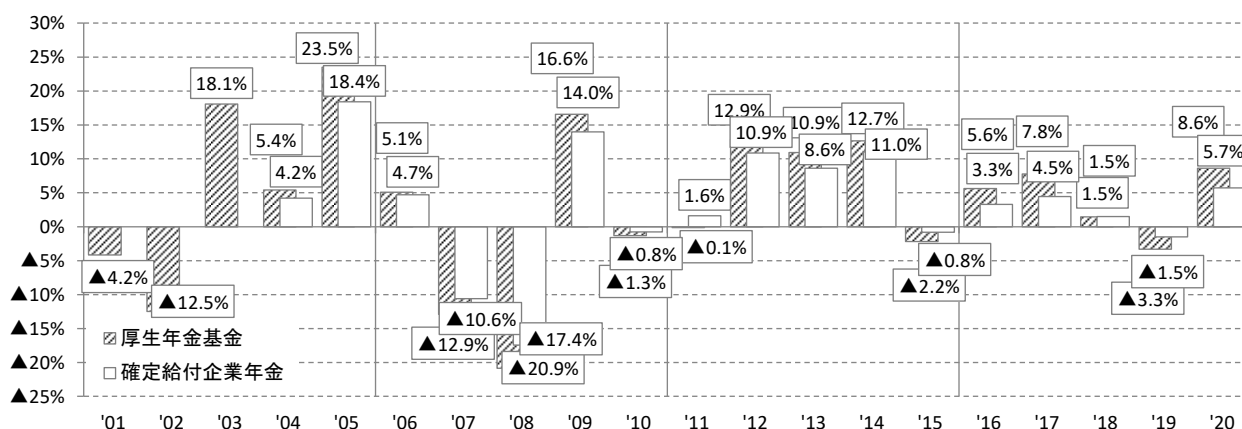
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2020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確定給付企業年金・厚生年金基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月は国内では新型コロナウイルスの感染拡大により緊急事態宣言が発令されましたが、海外では感染拡大が鈍化したことを好感して堅調に推移しました。5月は国内外で感染拡大が抑制され、経済活動再開の動きが見られました。ワクチン開発、財政・金融両面による支援策への期待感もあり、下旬には緊急事態宣言が解除されたことを好感し、上昇幅を拡大しまし

金のポートフォリオ全体の累積運用利回りの推移です。

図表1: 過去の運用利回り推移と2020年度の推計値

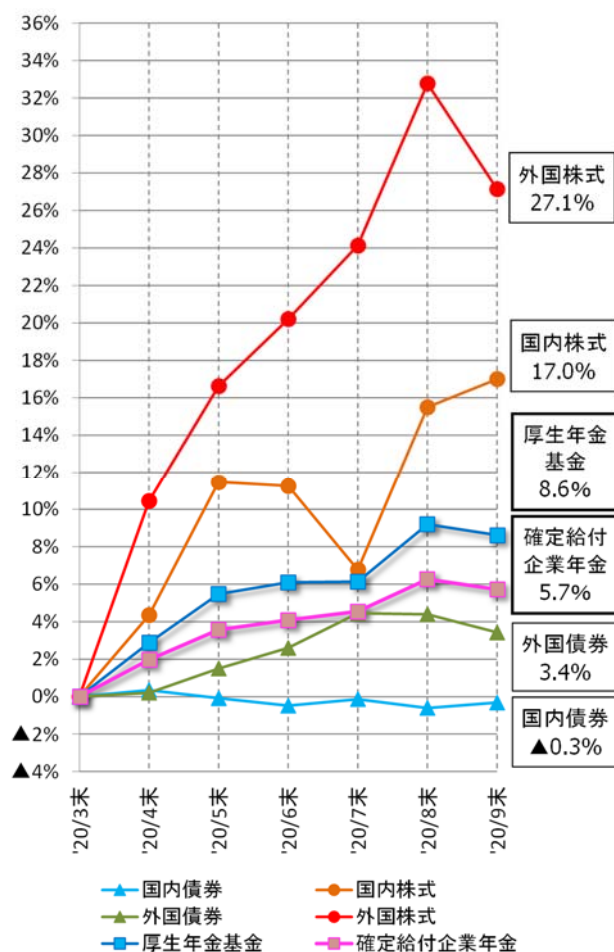


(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)  
「企業年金実態調査結果」(各号)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2019、2020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。

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。

図表2: 2020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	▲0.1%	▲0.1%
国内株式	3.6%	1.7%
外国債券	0.4%	0.6%
外国株式	4.6%	3.4%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.1%	0.1%
資産合計	8.6%	5.7%

(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。

た。6月は海外で感染拡大のペースが加速し、これまでの株価上昇が急速だったこともあり、上値の重い展開となりました。7月は国内の感染再拡大が懸念され下落しました。8月はワクチン開発及び経済活動正常化への期待感から大幅に上昇しました。9月は米国のテクノロジー関連株が大幅に下落し、リスク回避的な動きが強まったものの、菅新政権への期待感などから小幅な上昇となりました。通期の収益率は大幅なプラスとなりました。外国株式は、欧米株式がともに大幅に上昇し、通期の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17.0%、外国株式で27.1%でした(図表4参照)。

国内債券は、金利がほぼ横這いで、通期の収益率は若干マイナスとなりました。外国債券は、欧米金利が低下傾向であったこと、ユーロに対して円安が進展したこと、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▲0.3%、外国債券で3.4%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。確定給付企業年金においては、外国株式が3.4%の寄与となり、全体の運用利回りを上昇させました。厚生年金基金においては、国内株式が3.6%、外国株式が4.6%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、6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

2020年度第1四半期のGPIFの運用利回りは、推計で11.7%となりました。

GPIFの想定資産配分については、6頁の図表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。

## 各国市場の状況

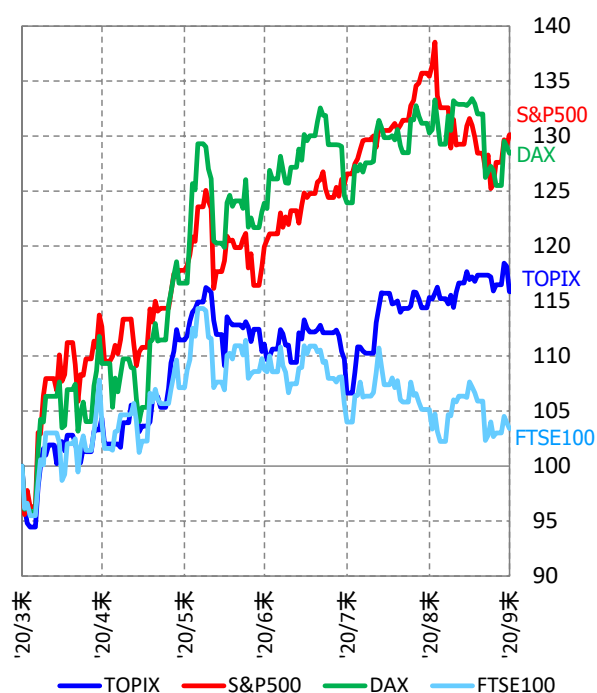
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ① 株式市場

国内株式は、4月月初に国内外における新型コロナウイルス感染拡大を受けて、景気・企業業績への懸念から大幅に下落しました。しかし、欧米で新規感染者数の増加がピークを越えたと見られたことから、反発に転じました。その後は一進一退の展開となりましたが、海外では徐々に経済活動再開に向けての動きが見られるようになったこともあり、月末にかけて緩やかに上昇しました。5月中旬から6月上旬にかけては国内外で感染者数拡大が抑制され、経済活動再開の動きが見られました。ワクチン開発、財政・金融両面による支援策への期待感もあり、下旬には緊急事態宣言が解除されたことを好感し、上昇幅を拡大しました。6月中旬から7月中旬にかけては海外で感染拡大のペースが加速し、これまでの株価上昇が急速だったこともあり、上値の重い展開となりました。7月下旬には国内の感染再拡大、米中対立再燃への懸念、対ドルでの円高の進展、などから大幅に下落しました。8月前半はワクチン開発及び経済活動正常化への期待感から大幅に上昇しました。8月後半は一進一退の展開となりましたが、9月は米国のテクノロジー関連株が大幅に下落し、リスク回避的な動きが強まったものの、菅新政権への期待感などから小幅な上昇となりました。通期の収益率は大幅なプラスとなりました。

外国株式は、4月月初に欧米での新型コロナウイルス感染拡大を受けて、景気・企業業績への懸念から大幅に下落しました。しかし、欧米での感染拡大がピークを越えたとの見方から経済活動再開への期待感、各国の積極的な財政金融政策を好感し反発に転じました。5月中旬から6月上旬にかけては主要先進国が経済活動再開

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) 2020年3月末の指数値を100とした期中の推移

に動き出し、経済回復への期待から上昇幅を拡大しました。6月中旬以降は経済活動再開に伴い感染拡大ペースが加速し、これまでの株価上昇が急速だったこともあり、上値の重い展開となりました。7~8月は各国の大規模な財政・金融政策などを背景に米国のテクノロジー関連株が牽引役となり大幅に上昇しました。9月は米国のテクノロジー関連株が高値警戒感から大幅に調整したことに加え、米中対立激化、米国の追加経済対策の成立の遅れ、などから下落しました。なお、英国については7月以降、英EU間の自由貿易協定を巡る交渉の混迷などから、総じて軟調となっています。

各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、米国のS&P500が30.1%、ドイツのDAXが28.4%、日本のTOPIXが15.9%、英国のFTSE100が3.4%、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。

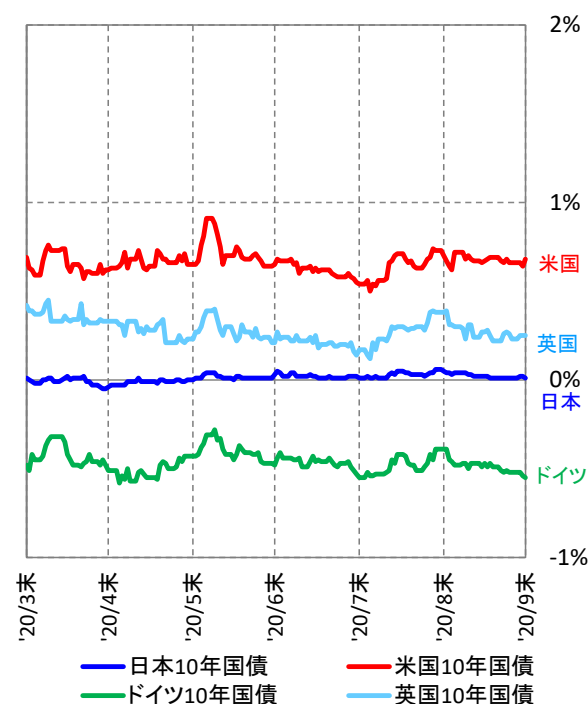
## ② 金利

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月は下旬に日銀の資産買入額増額観測により低下しました。5月は月初に第2次補正予算による国債需給の悪化懸念から上昇しましたが、その後は横這いで推移しました。6月は今後の経済対策のための国債増発による需給悪化懸念から上昇しました。7月は後半に新型コロナウイルス感染再拡大への懸念からリスク回避的な動きが強まり、低下しました。8月は米国長期金利の上昇に概ね連動して上昇しました。9月は米国長期金利の低下に概ね連動して低下しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は中央銀行による国債買入、景気懸念や原油価格急落、などから低下しました。5月は経済活動再開の動きを受けてリスク選好度が高まり、上昇しました。英国については、マイナス金利導入観測などから低下しました。6月は上旬に経済活動再開の動きや予想を上回る経済指標を好感して上昇しましたが、6月中旬から7月にかけては新型コロナウイルス感染再拡大、米中对立激化への懸念からリスク回避的な動きが強まり、低下しました。8月は各国の財政政策に伴う国債増発による需給悪化懸念から上昇しました。9月は米中对立激化、米国の追加経済対策成立の遅れ、大手金融機関のマネーロンダリング疑惑、などからリスク回避的な動きが強まり、低下しました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は英国▲0.17%、ドイツ▲0.07%、米国▲0.01%、日本0.00%、でした。

図表5: 長期金利の推移



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

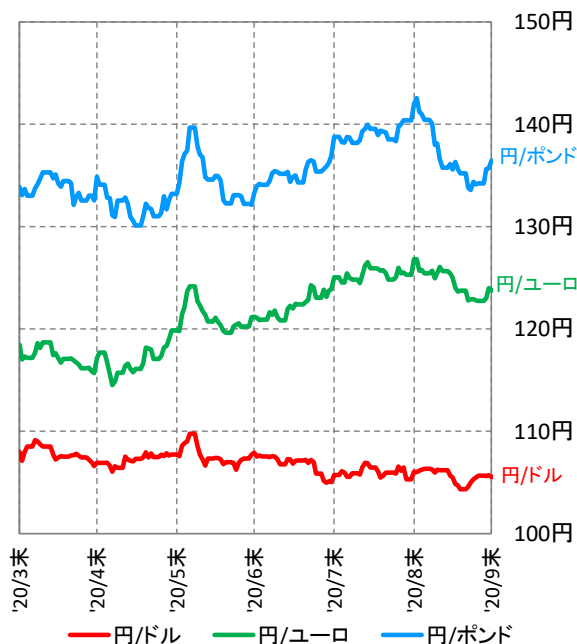
## ③ 為替

ドル円レートは、4月は米国の大規模金融緩和や経済悪化懸念から、やや円高に推移しました。5月は主要先進国の新型コロナウイルス感染拡大ペースに落ち着きがみられ、経済活動再開の動きが好感され、やや円安に推移しました。6月初旬は米国の経済活動再開の動きや予想を上回る経済指標を好感し、円安に推移しました。中旬以降は感染再拡大への懸念からリスク回避的な動きが強まり、円高が進展しました。7月は米ドルが全面安となり、円高に推移しました。8月はほぼ横這いで推移し、9月は小幅ながら円高に推移しました。他通貨に対して、リスクオンではドル安・円安、リスクオフではドル高・円高と同方向に推移する傾向が継続しており、ドル円レートは比較的ボラティリティが低い状況となっています。

ユーロおよびポンドは、4月はイタリアなどでの新型コロナウイルス感染拡大が懸念され、やや円高に推移しました。5月のユーロは、欧州での感染拡大ペースに落ち着きがみられ、経済活動再開の動きが好感され、やや円安に推移しました。欧州委員会の復興基金設立も好感されました。ポンドは、マイナス金利導入観測が下押し圧力となり、円高に推移しました。6月初旬は経済活動再開の進展に加えて、ECBの金融緩和強化やドイツ、欧州委員会の大規模な財政政策を好感し、円安に推移しました。中旬以降は感染再拡大への懸念からリスク回避的な動きが強まり、円高が進展しました。7月は欧州では感染拡大が比較的抑制されていること、EUの復興基金合意、などが好感され、円安が進展しました。8月は欧州の堅調な経済指標を好感し、円安が進展しました。9月は米国のテクノロジー関連株の大幅な調整、欧州での感染再拡大に伴う一部地域のロックダウン再導入の動き、などからリスク回避的な動きが強まり、円高が進展しました。

円に対する通期の増価率は、欧州ユーロが

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

4.5%、英ポンドが1.9%、米ドルが▲2.2%、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、2019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 —

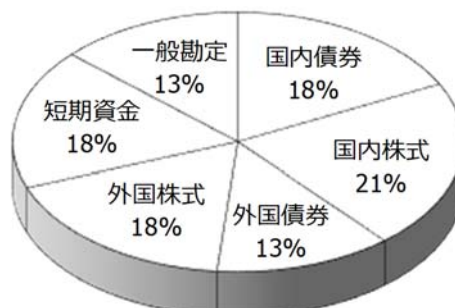
次号は

**10月26日(月)**

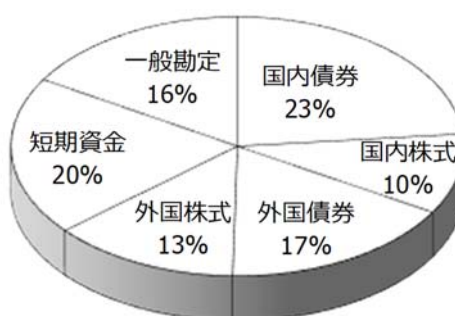
発行予定です。

図表7: 想定資産配分

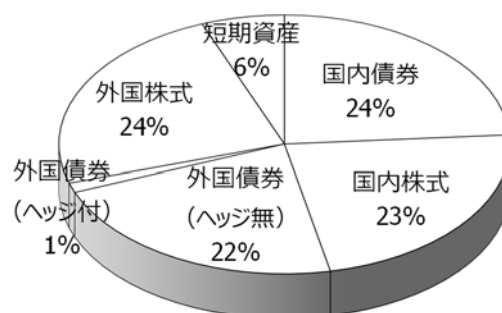
■ 厚生年金基金



■ 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「2019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。

《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。