

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング  
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(2021年度4月~12月)

2021年度4月~12月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4.4%(推計値)、厚生年金基金で6.2%(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

2021年度4月~12月の確定給付企業年金の運用利回りは推計で4.4%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で6.2%となった模様です(図表1)。

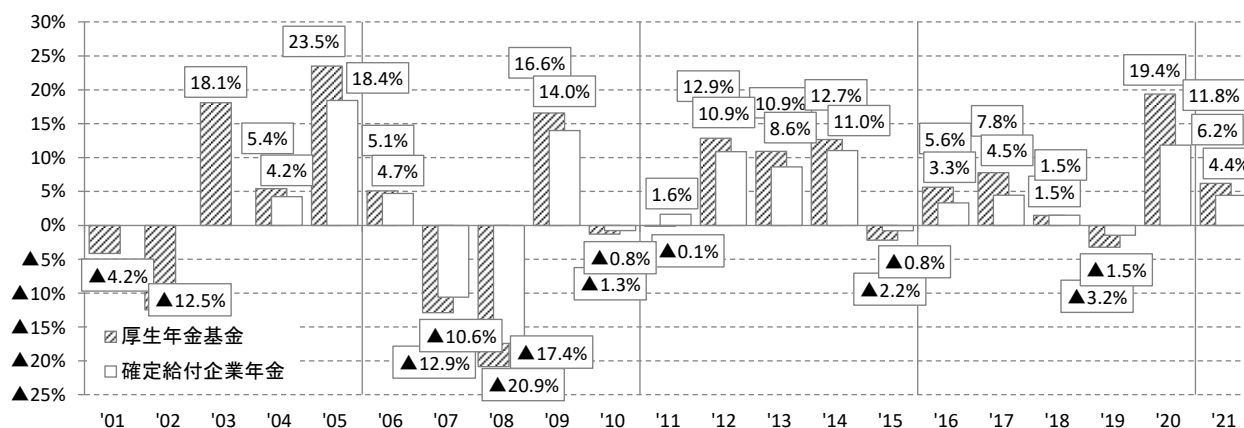
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2021年4月から同12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3回目の緊急事態宣言発令による国内景気下押し懸念から下落しました。5月は米国長期金利の上昇一服に加えて、国内の新型コロナ新規感染者数の増加に歯止めがかかったこと、ワクチン接種の進展への期待などから上昇しました。6月は後半に米国の利上げ前倒しへの懸念から急落する局面がありましたが、こうした動きは過剰反応との見方が広がり、反発

図表1: 過去の運用利回り推移と2021年度の推計値

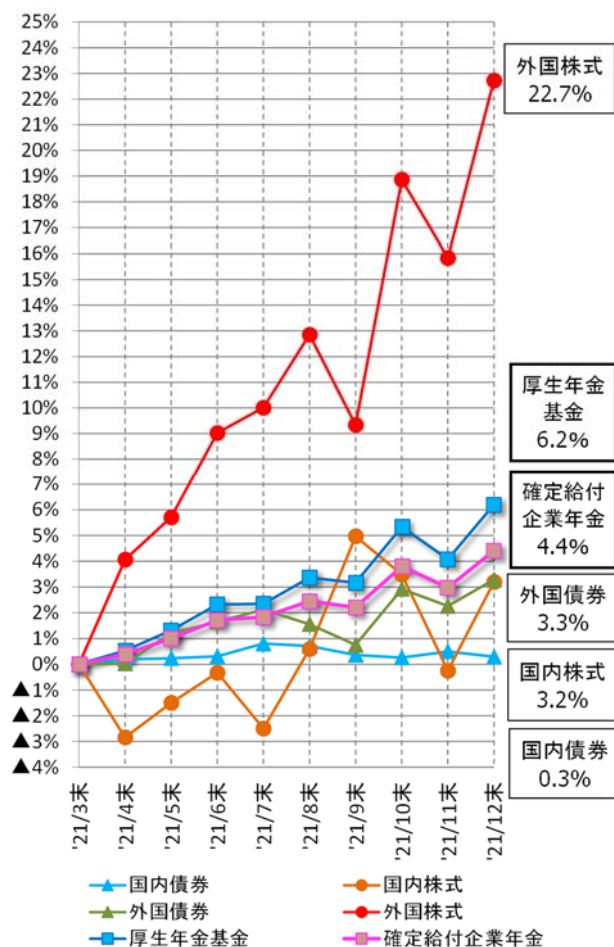


(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)  
「企業年金実態調査結果」(各号)よりNFRC作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2021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、2021年12月末時点におけるNFRC推計値。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2: 2021年度の投資環境



(出所) NFRC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%	0.1%
国内株式	0.6%	0.4%
外国債券	0.5%	0.6%
外国株式	4.9%	3.2%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.1%	0.2%
資産合計	6.2%	4.4%

(出所) NFRC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。

しました。7月は4回目の緊急事態宣言発令によりリスク回避姿勢が強まり下落しました。8月は堅調な第1四半期決算などから上昇しました。9月は菅首相が総裁選不出馬を表明したことで次期総裁による経済対策への期待や新型コロナ新規感染者数が急減したことなどから大幅に上昇しました。10月は衆院選の不透明感などから下落しました。11月はオミクロン株に対する懸念が強まり下落しました。12月はオミクロン株に対する警戒感が後退して上昇しました。通期の収益率はプラスとなりました。外国株式は、欧米株式がともに上昇し、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株式で3.2%、外国株式で22.7%でした(図表4参照)。

国内債券は、金利が若干低下し、通期の収益率はプラスとなりました。外国債券は、欧州金利は上昇したものの米国金利が低下し、円安が進展したことから、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3.3%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。確定給付企業年金においては、外国株式が3.2%の寄与、厚生年金基金においては、外国株式が4.9%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

2021年度4月～12月のGPIFの運用利回りは、推計で6.6%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。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

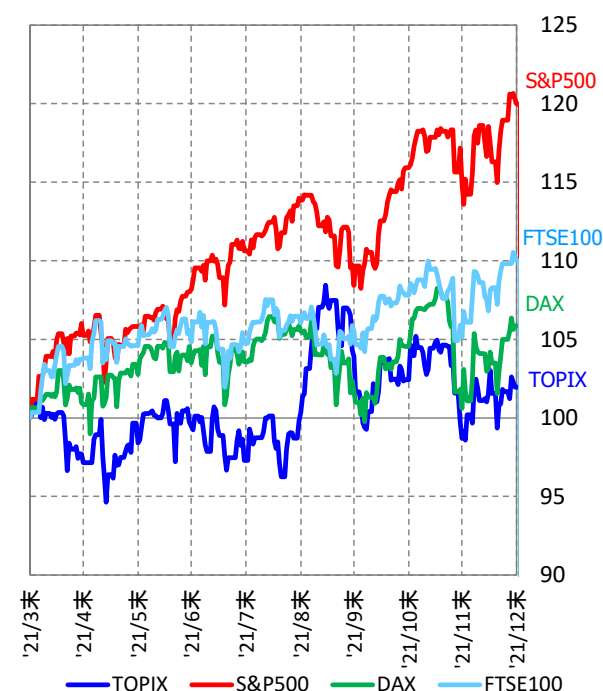
## 各国市場の状況

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

国内株式は、4月中旬に国内で新型コロナ新規感染者数の増加に歯止めがかからず、3回目の緊急事態宣言発令による国内景気下押し懸念が強まり下落しました。その後は一進一退の展開となりました。5月上旬は堅調な米国株式市場に連動して上昇しましたが、5月中旬に米国長期金利の上昇を受けて米国株式市場でハイテク株が急落したため、リスク回避的な動きが強まり急落しました。5月後半から6月中旬にかけては、米国長期金利の上昇が一服して米国株式市場が落ち着きを取り戻したこと、国内における新型コロナ新規感染者数の減少、ワクチン接種の進展への期待などから、堅調に推移しました。6月中旬には米国の利上げ前倒しへの懸念から急落する局面がありましたが、過剰反応との見方が広がり反発に転じました。7月前半は一進一退の展開でしたが、7月後半は変異株の影響もあり国内で新型コロナ新規感染者数の増加が続き、4回目の緊急事態宣言発令によりリスク回避姿勢が強まり下落しました。8月前半は堅調な第1四半期決算などから上昇しました。8月中旬に国内で新型コロナ新規感染者数の増加、米国の量的緩和縮小への懸念などから下落する局面がありましたが、8月下旬には割高感の後退、米国株式市場の上昇などから上昇に転じました。9月は菅首相が総裁選不出馬を表明したことで次期総裁による経済対策への期待や新型コロナ新規感染者数が急減したことなどから大幅に上昇しました。10月前半は原油高によるインフレ懸念、米国長期金利上昇、中国不動産大手の債務問題など、10月後半は衆院選の不透明感などから下落しました。11月は衆院選で自民党が絶対安定多数を確保したこと、堅調な第2四半期決算などが

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  
NFRFC作成

(注) 2021年3月末の指数値を100とした期中の推移から底堅く推移していましたが、月末にかけて、オミクロン株に対する懸念が強まり急落しました。12月はオミクロン株に対する警戒感が後退して上昇しました。

外国株式は、4月は、米国では追加経済対策やワクチン普及による景気回復期待、長期金利低下を受けて上昇しました。欧州では新型コロナ感染拡大のピークアウト、ワクチン接種の進展から堅調に推移しました。5月は、米国では中旬に米国長期金利の上昇を受けて急落する局面がありましたが、米国長期金利の上昇が一服して落ち着きを取り戻しました。欧州では、新型コロナ感染拡大のピークアウト、ワクチン接種の進展から景気回復期待が高まり上昇しました。6月は、米国では利上げ前倒しへの懸念から急落する局面がありましたが、過剰反応との見方が広がり、反発に転じました。欧州ではワクチン接種が進展し行動制限が緩和されたことから景気回復期待が高まり、やや上昇しました。7月は、米国では量

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。



的緩和の早期縮小観測が後退したこと、好調な企業業績などから堅調に推移しました。欧州では一進一退の展開となりました。8月は、欧米ともに好調な企業業績などから上昇しました。9月は、米国では年内の量的緩和縮小開始への懸念、中国不動産大手のデフォルト懸念などから下落しました。欧州では、米国株式市場の下落、中国経済減速懸念などから下落しました。10～11月後半は欧米ともに好調な企業決算などから堅調に推移していましたが、月末にかけて、オミクロン株に対する懸念が強まり急落しました。12月は欧米ともにオミクロン株に対する警戒感が後退して上昇しました。

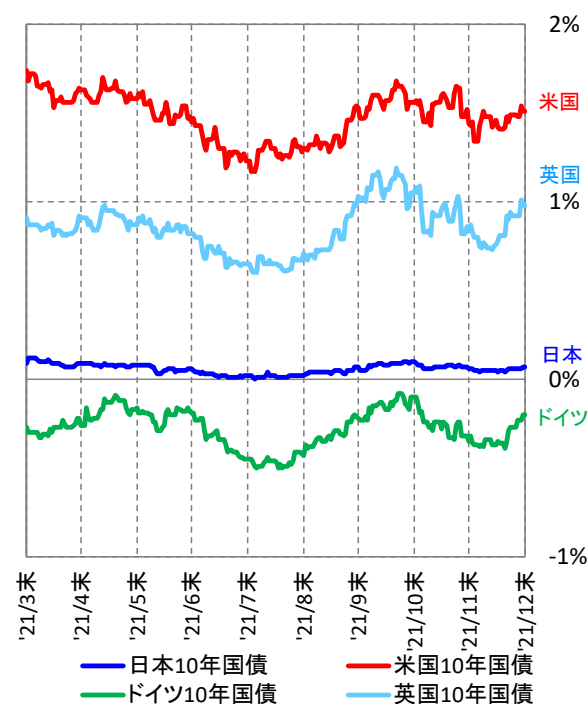
各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、米国のS&P500が20.0%、英国のFTSE100が10.0%、ドイツのDAXが5.8%、日本のTOPIXが2.0%、でした。

## 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月は3回目の緊急事態宣言が発令されましたが、日銀の金融政策決定会合が市場予想通りであったことなどから横這いに推移しました。5月は緊急事態宣言が延長されやや低下しました。6～7月は日銀の金融政策決定会合で大規模金融緩和が維持され低下しました。8月は国内で新型コロナ新規感染者数の増加が続き、大規模金融緩和が長期化するとの観測を背景に横這いに推移しました。9～10月は欧米の長期金利上昇に連動して、上昇しました。11月はオミクロン株への警戒感から低下しました。12月は横這いに推移しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は、米国では景気回復期待が高まりましたが米連邦準備制度理事会(FRB)は量的緩和縮小を急がないとの観測から低下しました。欧州では、ワクチン接種の進展を受けた景気回復期待などから

図表5: 長期金利の推移



(出所) 日本相互証券、FRB、FT等よりNFRFC作成

上昇しました。5月は、米国ではインフレ上昇懸念から急上昇する局面がありましたが、FRBがインフレ上昇は一時的との見解を示したことから低下に転じました。欧州では、ワクチン接種進展を受けた景気回復期待の継続などからやや上昇しました。6月は、米国ではFRBが利上げ時期の想定を前倒したことから上昇しましたが、すぐに落ち着きを取り戻し、低下に転じました。欧州では欧州中央銀行(ECB)が金融緩和政策の現状維持を決定したことから低下しました。7月は、米国ではFRBによる量的緩和の早期縮小観測が後退したこと、世界的な新型コロナ感染拡大により景気回復が遅れるとの懸念などから大幅に低下しました。欧州では、ECBがフォワードガイダンスを修正し、超低金利政策を長期間維持することを示したことから大幅に低下しました。8月は、米国では量的緩和の早期縮小観測から上昇しました。欧州では、米国長期金利上昇、リスク選好姿勢の強まりなどから上昇しました。9月は、米国ではFRBが早ければ11月会合で量的緩和縮小を開

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

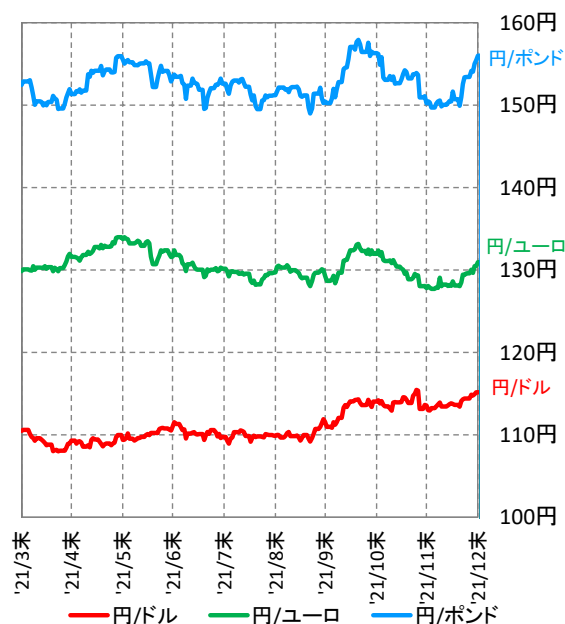
始することを示唆したこと、政策金利見通しもタカ派的であったことなどから大幅に上昇しました。欧州ではECBが債券購入ペースの縮小を決定したこと、消費者物価が上昇したことなどから大幅に上昇しました。10月は、米国ではインフレ長期化の懸念が高まったことからFRBによる早期利上げが懸念され、やや上昇しました。欧州では新型コロナ感染減少による景気回復期待、消費者物価の上昇加速などから上昇しました。11月は、欧米ともにオミクロン株への警戒感から大幅に低下しました。12月は、米国ではオミクロン株への警戒感が後退したこと、FRBがテーパリングの加速を決定したことに加え2022年の利上げ見通しを3回としたことから上昇しました。欧州ではECBが金融緩和を徐々に縮小していく方針を示したことから上昇しました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は米国 ▲0.23%、日本 ▲0.02%、ドイツ 0.07%、英国0.07%、でした。

### ③ 為替

ドル円レートは、4月は米国長期金利が低下し日米金利差が縮小したことから円高に推移しました。5月はほぼ横ばいに推移しました。6月は米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げ時期の想定を前倒したことから量的緩和の早期縮小観測が強まり、円安に推移しました。7月は米国長期金利の低下、新型コロナ新規感染者数の増加によるリスク回避姿勢の強まりなどから円高に推移しました。8月はほぼ横ばいに推移しました。9月は米国長期金利が上昇し日米金利差が拡大したことから円安に推移しました。10月はリスク選好姿勢が強まり円安に推移しました。11月はオミクロン株への警戒感からリスク回避姿勢が強まり円高に推移しました。12月はオミクロン株への警戒感が後退し、リスク選好姿勢が強まるなか、FRBのテーパリングや利上げ見通し前倒しにより米国長期金利が上昇したことから、円安に

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターよりNFRC作成

推移しました。

ユーロおよびポンドは、4～5月は欧州各国でのワクチン接種の進展から景気回復期待が強まり円安に推移しました。ただし、ポンドは割高感が意識され4月単月では円高に推移しました。6月は欧州中央銀行 (ECB) の金融緩和政策が維持され円高に推移しました。7月は欧州長期金利の低下、新型コロナ新規感染者数の増加によるリスク回避姿勢の強まりなどから円高に推移しました。8～9月はFRBが年内に量的緩和縮小を開始するとの観測から米ドルに対して下落したこと、中国経済減速懸念などから円高に推移しました。10月はリスク選好姿勢が強まり円安に推移しました。11月はオミクロン株への警戒感からリスク回避姿勢が強まり円高に推移しました。12月はオミクロン株への警戒感が後退し、リスク選好姿勢が強まるなか、ECBが金融緩和を徐々に縮小していく方針を示したことなどから、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4.2%、英ポンドが2.3%、欧州ユーロが0.8%、でした。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

**(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)。

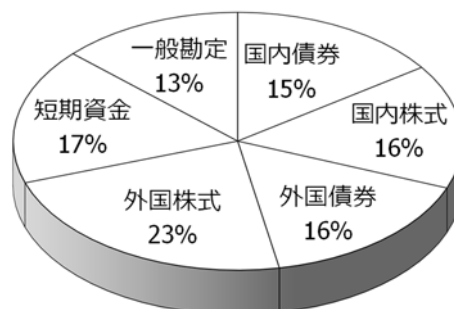
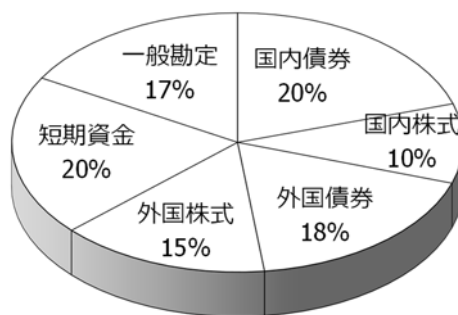
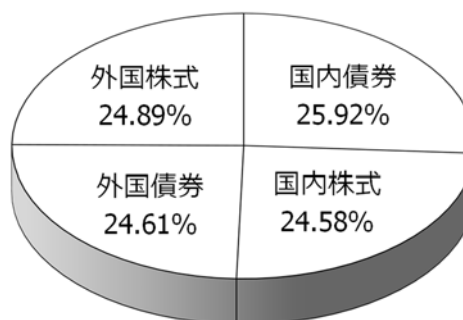
今回の推計では、確定給付型企业年金については、企業年金連合会が発表した2020年度末の厚生年金基金・確定給付企業年金の資産配分を用い、それぞれの運用利回りを算出しています。またGPIFについては、2020年度末の資産配分を参考に運用利回りを推計しています(図表7)。

— 次号のお知らせ —

次号は

**1月31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(2020年度概要版)」、年金積立金管理運用独立行政法人「2020年度業務概況書」よりNFRC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。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《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。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)