

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(2022年度上半期)

2022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▲1.4%(推計値)、厚生年金基金で▲2.0%(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▲2.8%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2022年度上半期の確定給付企業年金の運用利回りは推計で▲1.4%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で▲2.0%となった模様です(図表1)。

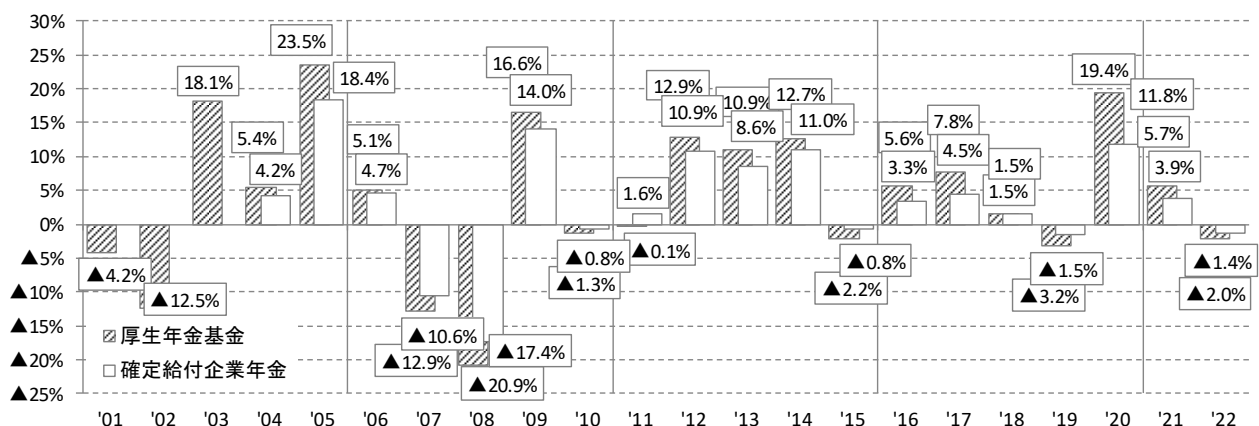
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2022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

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月は米国長期金利の大幅な上昇、米大手IT企業の決算への失望、中国の上海市で新型コロナ対策の都市封鎖が続いていること、などから世界経済の減速懸念が高まり下落しました。5月は米国のインフレ加速への警戒感の緩和、上海市の都市封鎖が解除される見通しが示されたこと、などにより反発しました。6月は欧米の金融引締めに対する警戒感などから下落

図表1: 過去の運用利回り推移と2022年度の推計値

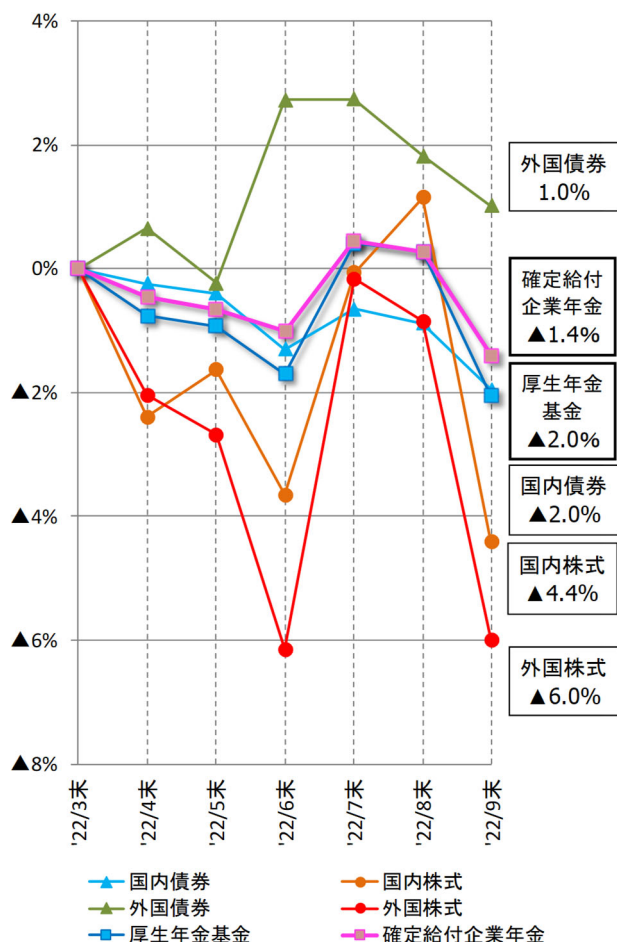


(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)  
「企業年金実態調査結果(概要版)」(各号)よりNFRC作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2021、2022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、2022年9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写、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2: 2022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	▲0.3%	▲0.4%
国内株式	▲0.7%	▲0.4%
外国債券	0.2%	0.2%
外国株式	▲1.3%	▲0.9%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.1%	0.1%
資産合計	▲2.0%	▲1.4%

(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。

ました。7月は米国長期金利の低下、参議院議員選挙の結果への好感、などから反発しました。8月は米国の大幅利上げ観測の後退、円安による業績改善期待、などから小幅に続伸しました。9月はインフレ懸念から世界的に利上げが実施され、景気後退懸念が高まり大幅に下落しました。外国株式は、欧米株式がともに大幅に下落し、円安が進展したものの、通期の収益率はマイナスとなりました。通期の収益率は国内株式で▲4.4%、外国株式で▲6.0%でした(図表4、6参照)。

国内債券は、金利が上昇し、通期の収益率はマイナスとなりました。外国債券は、欧米金利が大幅に上昇したものの、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▲2.0%、外国債券で1.0%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。外国株式が確定給付企業年金、厚生年金基金において、それぞれ▲0.9%、▲1.3%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

2022年度上半期のGPIFの運用利回りは、推計で▲2.8%となりました。

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。

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

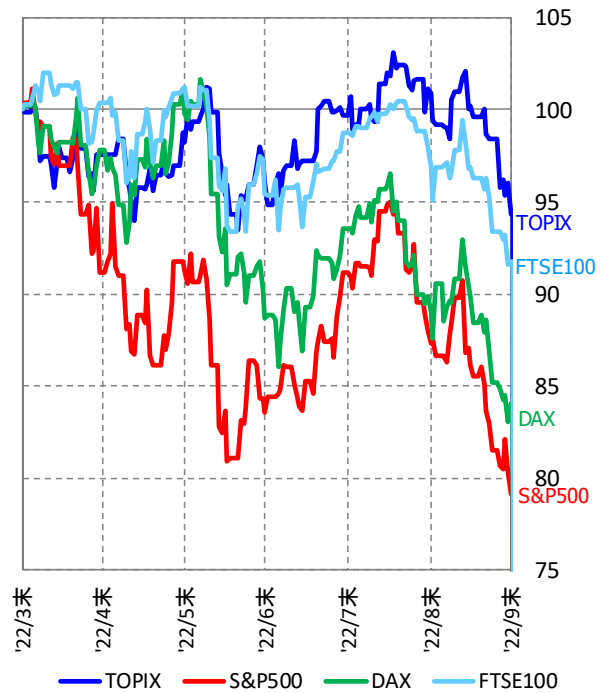
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ① 株式市場

国内株式は、4月は米連邦準備制度理事会(FRB)による金融引締めが加速するとの観測から米国長期金利が大幅に上昇したこと、中国の上海市で新型コロナ対策の都市封鎖が続いていることなどから世界経済の減速懸念が高まり下落しました。5月前半はインフレへの警戒感による米国長期金利の上昇、上海市の都市封鎖の影響、ウクライナ紛争の先行き不透明感などから軟調に推移しました。5月後半は米国のインフレ加速への警戒感の緩和、上海市の都市封鎖が解除される見通しが示されたことなどにより反発しました。6月前半は欧州中央銀行(ECB)が7月以降の金融引締め方針を示したこと、米消費者物価指数が市場予想を上回ったことなどからインフレと金融引締めに対する懸念が高まり下落しました。6月後半は新型コロナ感染者の減少による経済活動再開への期待、円安ドル高が進展したことなどから反発に転じました。7月は米国長期金利の低下、参議院議員選挙の結果への好感、などから上昇しました。8月前半は米消費者物価指数が市場予想を下回り米国の大幅利上げ観測が後退したこと、円安による業績改善期待、などから上昇しました。8月後半はジャクソンホール会議でパウエルFRB議長がインフレ抑制のために強い金融引締め姿勢を継続する意向を示したことから大幅に下落しました。9月はインフレ懸念から世界的に利上げが実施され、景気後退懸念が高まり大幅に下落しました。

外国株式は、4月は、米国ではFRBによる金融引締めが加速するとの観測から米国長期金利が大幅に上昇したこと、中国の上海市における新型コロナ対策の都市封鎖により世界経済の減速懸念が高まったこと、などから下落しました。

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) 2022年3月末の指数値を100とした期中の推移  
欧州ではロシアに対する制裁が欧州経済を下押しするとの懸念、ECBの金融政策正常化の前倒し観測などから総じて軟調に推移しました。英国はエネルギー、ディフェンシブセクターが堅調で底堅い動きとなりました。5月は、米国ではFRBが金融引締めを加速するとの観測から景気減速懸念が高まり軟調に推移したものの、月末にかけてインフレ加速への警戒感が緩和され反発しました。欧州では、ECBの利上げ観測から景気減速懸念が高まり軟調に推移したものの、上海市の都市封鎖が解除される見通しが示されたことなどにより反発しました。6月は、米国ではFRBが大幅な利上げを行ったこと、各国中央銀行が相次いで利上げを実施したことなどから景気減速懸念が高まり大幅に下落しました。欧州ではECBの利上げ加速観測などから景気減速懸念が高まり大幅に下落しました。7月は、米国ではFRBが大幅な利上げを行ったものの景気減速懸念から米国長期金利が低下し、利上げ加速への

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。



警戒感が後退したことから上昇しました。欧州ではECBの利上げ幅が予想を上回ったものの長期金利が低下したことから上昇しました。8月は米国ではジャクソンホール会議でパウエルFRB議長がインフレ抑制のために強い金融引締め姿勢を継続する意向を示したことから下落しました。欧州ではECBの利上げ加速や景気減速の観測が高まったことから下落しました。9月は、米国ではFRBがインフレ抑制のために長期的な金融引締め姿勢を示したことから大幅に下落しました。欧州ではECBの大幅な利上げや景気後退の観測が高まったことから下落しました。下旬には英国の大幅減税・国債増発計画によるインフレ加速懸念が世界的なリスク回避姿勢を強めました。

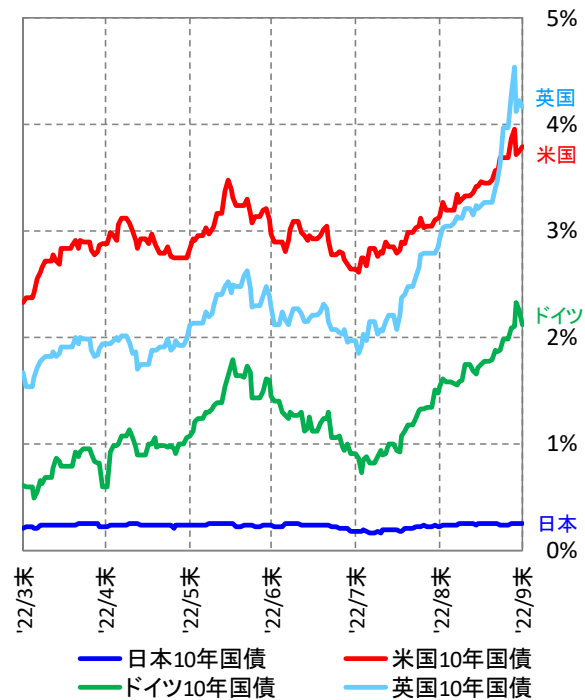
各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、日本のTOPIXが▲5.7%、英国のFTSE100が▲8.3%、ドイツのDAXが▲16.0%、米国のS&P500が▲20.9%、でした。

## 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月は日銀の連続指値買いオペによりほぼ横這いに推移しました。5月は日銀の連続指し値買いオペにより小幅の上昇にとどまりました。6月は日銀の連続指し値買いオペにより小幅に低下しました。7月は欧米長期金利の低下に連動して低下しました。8~9月は欧米長期金利の上昇に連動して上昇しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は、米国では米連邦準備制度理事会(FRB)による金融引締めが加速するとの観測から大幅に上昇しました。欧州では、欧州中央銀行(ECB)の金融政策正常化の前倒し観測から大幅に上昇しました。5月は、米国では金融引締めの加速による景気減速懸念が高まり小幅に低下しました。欧

図表5: 長期金利の推移



(出所) 日本相互証券、FRB、FT等よりNFR作成

州ではECBの利上げ観測から大幅に上昇しました。6月は、米国では米消費者物価指数が市場予想を上回ったことから大幅に上昇しましたが、各国中央銀行が相次いで利上げを実施したことから世界的な景気減速懸念が高まり月末にかけて低下しました。欧州ではECBが7月に利上げを決定、9月も利上げ継続を示唆したことなどから大幅に上昇しました。7月は、米国ではFRBによる利上げ加速により景気減速懸念が高まったこと、パウエルFRB議長が先行きの利上げペースを緩める可能性に言及したこと、などから低下しました。欧州ではECBによる予想を上回る利上げから景気後退懸念が高まり低下しました。8月は、米国ではFRBが景気よりインフレ抑制を優先して金融引締めを継続するという観測が高まり大幅に上昇しました。欧州ではECBがインフレ率の上昇から9月も大幅な利上げを実施するという観測が高まり大幅に上昇しました。9月は、米国ではFRBの政策金利見通しが金融引締め長期化を示したことから大幅に上昇しました。欧州では

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。

インフレ率の上昇からECBが大幅な利上げを実施したこと、英国の大幅減税・国債増発計画による財政悪化懸念から大幅に上昇しました。

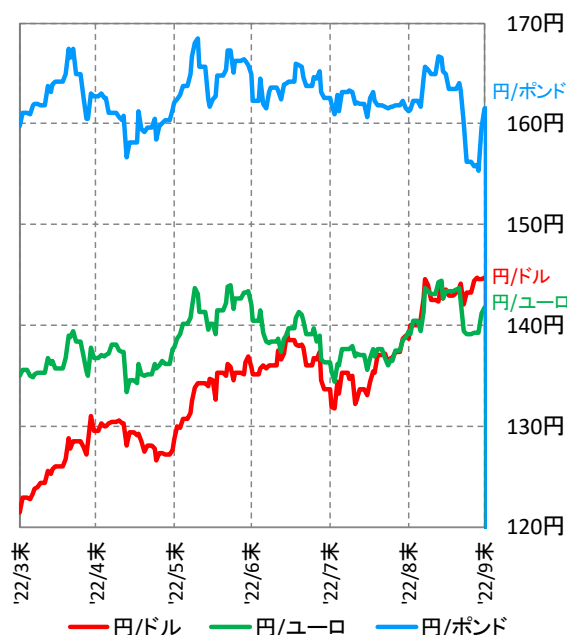
10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は日本0.04%、米国1.47%、ドイツ1.52%、英国2.49%、でした。

### ③ 為替

ドル円レートは、4月は米国長期金利が大幅に上昇し日米金利差が拡大したことから大幅に円安が進展しました。5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。6月は米連邦準備制度理事会(FRB)がインフレ抑制を重視して積極的な金融引締めを継続するとの観測から、先行きの日米金利差拡大が意識され大幅に円安が進展しました。7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。8月は米国長期金利が大幅に上昇し日米金利差が拡大したことから大幅に円安が進展しました。9月は日銀が24年ぶりに円買い・ドル売り介入を実施したものの、FRBの政策金利見通しが金融引締め長期化を示したことから円安に推移しました。

ユーロおよびポンドは、4月は欧州中央銀行(ECB)の金融政策正常化の前倒し観測などから欧州長期金利は上昇したものの、ウクライナ紛争による欧州経済減速懸念もあり、やや円安に推移しました。5月は、ユーロはECBの利上げ観測から欧州長期金利が上昇し円安に推移しました。ポンドは英国景気減速懸念からやや円高に推移しました。6月はECBが7月に利上げを決定、9月も利上げ継続を示唆したことから、先行きの日欧金利差拡大が意識され大幅に円安が進展しました。7月は欧州の景気減速懸念が高まり円高に推移しました。8月は、ユーロはECBの大幅利上げ観測が高まり円安に推移しました。ポンドは英国の景気後退懸念から円高に推移しました。9月は英国の大幅減税・国債増発計画によるイン

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターよりNFRFC作成

フレ加速懸念で市場が一時的に混乱しましたが、ユーロは円安に推移し、ポンドはほぼ横ばいでした。

円に対する通期の増価率は、米ドルが19.3%、欧州ユーロが5.0%、英ポンドが1.1%、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、2021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 —

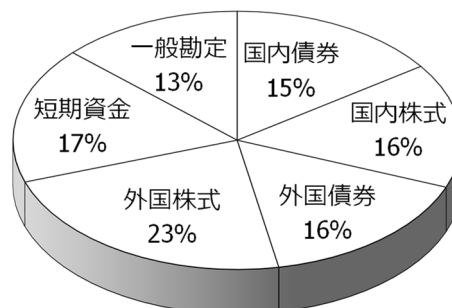
次号は

**10月24日(月)**

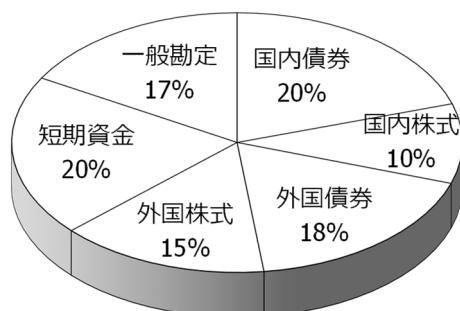
発行予定です。

図表7: 想定資産配分

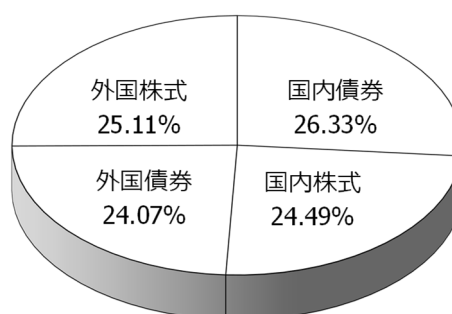
■厚生年金基金



■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「2021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)