

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(2023年度4月~12月)

2023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6.0%(推計値)、厚生年金基金で8.4%(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12.0%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2023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6.0%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で8.4%となった模様です(図表1)。

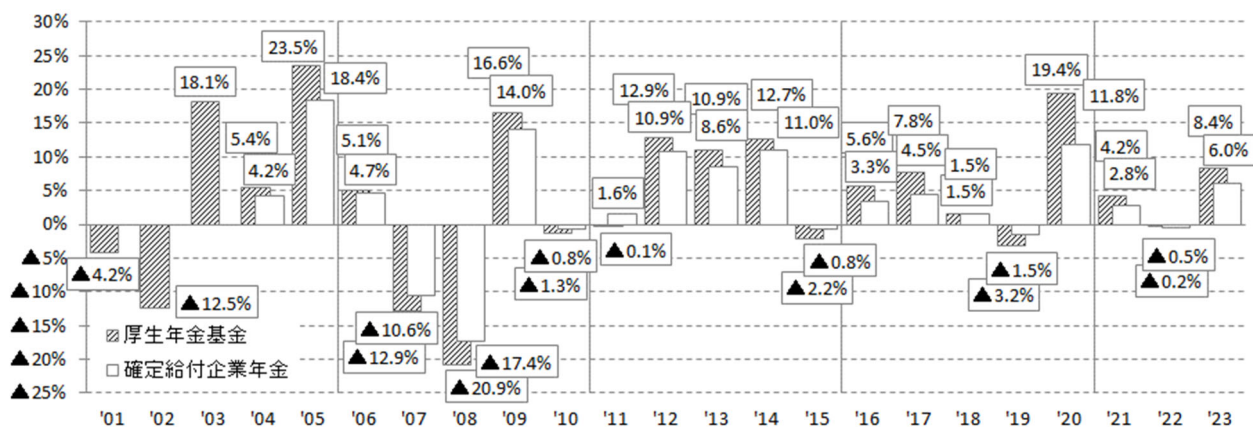
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2023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月は米国の著名投資家による日本株追加投資表明、日銀の金融緩和策維持への好感などから上昇しました。5月は金融緩和策維持、東証の要請による企業改革への期待感などから上昇しました。6月は金融緩和策維持、企業改革への期待感、円安の進展などから大幅に続伸しました。7月は米国の金融引き締め長期化観測の後退などから上昇しました。8月は米国

図表1: 過去の運用利回り推移と2023年度の推計値

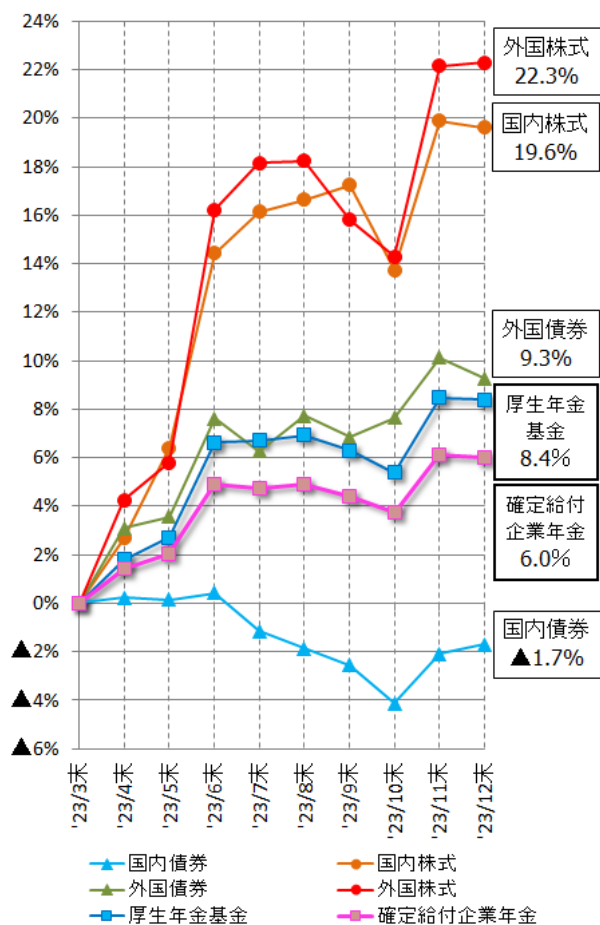


(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)  
「企業年金実態調査結果(概要版)」(各号)よりNFRC作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2023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、2023年12月末時点におけるNFRC推計値。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する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。本資料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、本資料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: 2023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%	▲0.3%
国内株式	2.7%	1.7%
外国債券	1.5%	1.6%
外国株式	4.4%	3.0%
短期資金	▲0.0%	▲0.0%
一般勘定	0.1%	0.1%
資産合計	8.4%	6.0%

(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。

長期金利の上昇、中国景気に対する懸念などから下落する局面があったものの米国半導体株の反発を受けてやや上昇しました。9月は米国の金融引き締め長期化観測、米国政府閉鎖の可能性への懸念などから横ばい圏の推移となりました。10月は米国の金融引き締め観測、中東情勢の緊迫化、日銀の金融政策修正懸念などから下落しました。11月は米国の金融引き締め観測の後退、日本企業の好調な決算などから大幅に上昇しました。12月は日米金利差縮小から円高が進展したことから軟調に推移しました。外国株式は、欧米株式が上昇し、円安の大幅な進展もあり、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19.6%、外国株式で22.3%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、米国金利が上昇したものの、円安が大幅に進展し、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債券で▲1.7%、外国債券で9.3%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。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3.0%、4.4%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

2023年度4月～12月のGPIFの運用利回りは、推計で12.0%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。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する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。本資料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、本資料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。

## 各国市場の状況

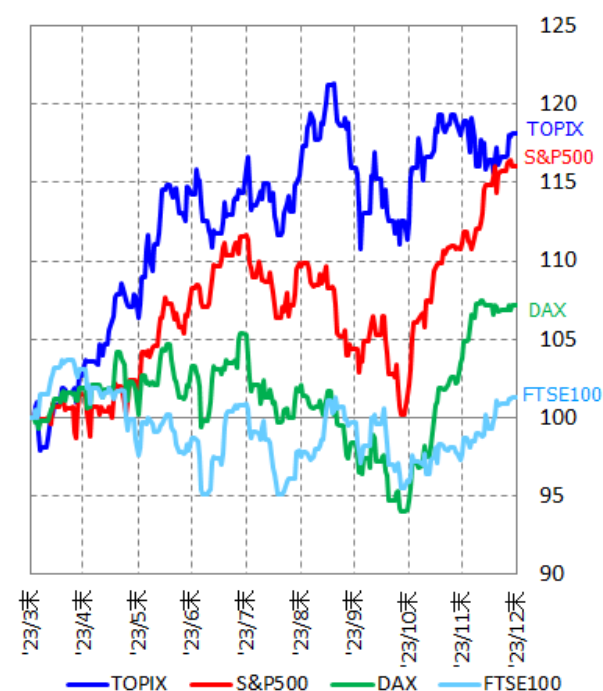
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ① 株式市場

国内株式は、4月初旬は米国の主要な経済指標が市場予想を下回ったことなどから下落しました。その後は米国の著名投資家による日本株追加投資表明、日銀の金融緩和策維持への好感などから上昇しました。5月は金融緩和策維持、東証の要請による企業改革への期待感などから海外投資家の大幅な買越しがみられ上昇しました。6月は金融緩和策維持、企業改革への期待感、円安の進展などから海外投資家の大幅な買越しが継続し大幅に続伸しました。後半には高値警戒感の浮上、米国の利上げ長期化に対する懸念などから下落する局面もありました。7月前半は高値警戒感から下落しました。7月後半は米国の金融引き締め長期化観測の後退などから上昇しました。8月前半は米国長期金利の上昇、中国景気に対する懸念などから軟調に推移しました。8月後半から9月前半にかけては米国半導体株の反発、堅調な海外景気などを背景に上昇しました。9月後半から10月初旬にかけては米国の金融引き締め長期化観測、米国政府閉鎖の可能性への懸念などから下落しました。その後、中旬にかけて反発したものの、下旬には米国の金融引き締め観測、中東情勢の緊迫化、日銀の金融政策修正懸念などから下落しました。11月は米国の金融引き締め観測の後退、日本企業の好調な決算などから大幅に上昇しました。12月は日米金利差縮小から円高が進展したことから軟調に推移しました。

外国株式は、4月は、米国では米国物価指標がインフレ鈍化を示し、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ停止が近いとの観測が強まり上昇しました。欧州では堅調な経済指標を受けて上昇しました。5月は、米国では生成AI関連銘柄

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) 2023年3月末の指数値を100とした期中の推移

は堅調だったものの、FRBによる金融引き締め長期化への警戒感、債務上限問題が重石となり、横ばい圏の推移となりました。欧州では欧州中央銀行(ECB)の利上げ継続、英国におけるインフレ圧力の高まりによる景気悪化懸念などから下落しました。6月は、米国ではFRBが年内2回の追加利上げを示唆したものの、米国景気に対する楽観的観測が強まり大幅に上昇しました。欧州では米国株式市場の大幅上昇によりリスク選好的な動きが強まり上昇しました。7月は、米国では堅調な米国景気、インフレ鈍化傾向を好感して堅調に推移しました。欧州ではECBによる利上げ継続観測が後退したことなどから上昇しました。8月は、米国では米国長期金利上昇を受けて軟調に推移しました。欧州では欧州景気の後退懸念から下落しました。9月は、米国ではFRBによる金融引き締め長期化懸念により米国長期金利が上昇したことから大幅に下落しました。ドイツではECBによる金融引き締め長期化観測から下

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。



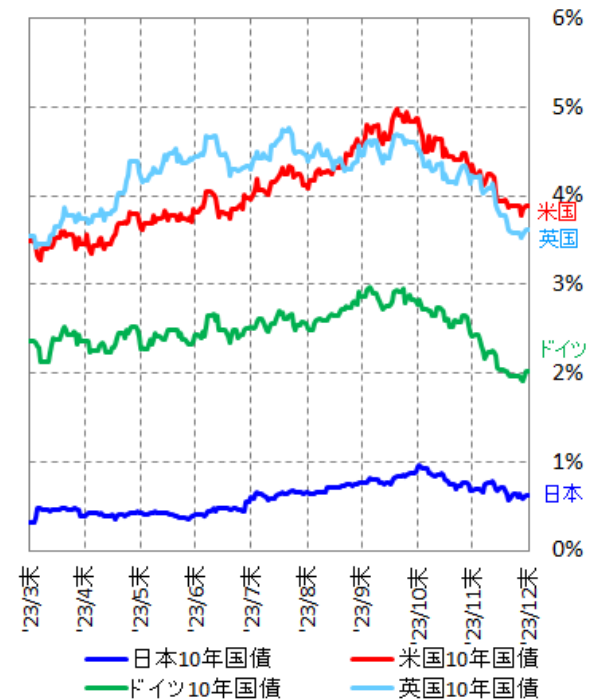
落しました。英国では原油高によりエネルギー株が上昇し堅調に推移しました。10月は、米国ではFRBによる金融引き締め長期化観測、債券需給の悪化懸念による米国長期金利上昇、中東情勢の緊迫化などから下落しました。欧州では景気低迷、中東情勢の緊迫化などから下落しました。11月は、米国ではFRBによる利上げ局面が終了したとの観測が強まり、米国長期金利が大幅に低下したことから、大幅に上昇しました。欧州では、利上げ局面の終了が近いとの観測が強まり、長期金利が低下したことから、大幅に上昇しました。英国は原油安で石油株が下落したことから上昇幅は限定的となりました。12月は、米国ではインフレ鈍化を受けて、FRBが2024年前半にも利下げに転じるとの観測が強まり、米国長期金利が大幅に低下したことから、大幅に上昇しました。欧州では、2024年に利下げに転じるとの観測が強まり、長期金利が大幅に低下したことから、堅調に推移しました。

各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、日本のTOPIXが18.1%、米国のS&P500が16.1%、ドイツのDAXが7.2%、英国のFTSE100が1.3%、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、YCC)によって0%近傍で推移しています。4月は日銀による金融政策修正観測から上昇しました。5月は日銀による金融政策修正観測が後退し、ほぼ横ばいに推移しました。6月は日銀が金融政策決定会合で金融緩和策を維持したことから低下しました。7月は日銀が金融政策決定会合でYCCの運用を柔軟化し、長期金利の上限を事実上1.0%へ拡大したため大幅に上昇しました。8月は米国長期金利に連動して上昇しました。9月は日銀による早期の金融政策修正観測から上昇しました。10月は日銀によるYCC再修正を受

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

けて大幅に上昇しました。11月、12月は米国長期金利の大幅な低下、日銀による早期の金融政策修正観測が後退したことなどから低下しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は、米国では米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げ停止観測、景気減速懸念から若干低下しました。欧州では欧州中央銀行(ECB)、英国中央銀行(BOE)による利上げ継続観測から上昇しました。5月は、米国ではFRBによる利上げ継続観測、債務上限問題への懸念から上昇しました。ドイツではECBによる利上げ継続は見込まれるものの景気減速懸念から若干低下しました。英国ではインフレ圧力の高まりにより上昇しました。6月は、米国ではFRBが年内2回の追加利上げを示唆したことから上昇しました。欧州では利上げ継続観測から上昇しました。英国では消費者物価が加速し利上げ幅が拡大されました。7月は、米国では堅調な米国景気を受けて上昇しました。ドイツでは米国に連動して上昇しました。英国で

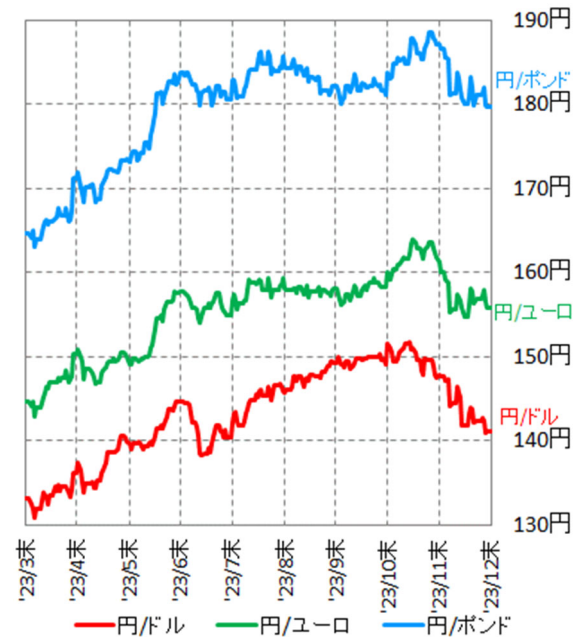
はBOEによる大幅な利上げ観測が後退し低下しました。8月は、米国ではFRBによる金融引き締め長期化観測や米国債の需給悪化懸念から上昇しましたが、下旬の「ジャクソンホール会議」でパウエル議長が従来のデータ重視の考えを強調したことを受けて低下に転じ、上昇幅を縮小しました。ドイツではユーロ圏の景況感悪化から低下しました。英国では賃金上昇の加速、インフレ高止まりから上昇しました。9月は、米国ではFRBが高水準の政策金利を長期間維持するとの観測から大幅に上昇しました。ドイツではECBによる金融引き締め局面が長期間継続するとの観測から上昇しました。英国ではBOEによる利上げ見送りから上昇幅は限定的でした。10月は、米国ではFRBによる金融引き締め長期化観測が強まり大幅に上昇しました。欧州では横ばい圏の推移となりました。11月は、米国ではFRBによる利上げ局面が終了したとの観測が強まり大幅に低下しました。欧州では10月のECBに続き、BOEも追加利上げを見送ったことから、利上げ局面の終了が近いとの観測が強まり低下しました。12月は、米国ではFRBが2024年前半にも利下げに転じるとの観測が強まり大幅に低下しました。欧州ではECB、BOEともに追加利上げを見送ったことから、2024年に利下げに転じるとの観測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ドイツ▲0.34%、英国0.08%、日本0.30%、米国0.39%、でした。

### ③ 為替

ドル円レートは、4月は日銀が金融緩和策を維持したことから早期の金融政策修正観測が後退し、日米の金融政策の方向性の違いが意識され円安が進展しました。5月は米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げ継続観測が強まり、日米金利差の拡大が意識され円安に推移しました。6月は5月と同様にFRBによる利上げ継続観測

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターよりNFRC作成

が強まり、日米金利差の拡大が意識され円安が進展しました。7月は日銀が金融政策決定会合でYCCの運用を柔軟化し、長期金利の上限を事実上1.0%へ拡大したため円高に推移しました。8~9月は米国長期金利が大幅に上昇し日米金利差が大幅に拡大したことから円安に推移しました。10月は日銀によるYCC再修正が実施されたものの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円安に推移しました。11月はFRBによる利上げ局面が終了したとの観測が強まり米国長期金利が大幅に低下したことから円高に推移しました。12月はFRBによる利下げ観測が強まり米国長期金利が大幅に低下したことから円高が進展しました。

ユーロおよびポンドは、4月は日銀が金融緩和策を維持したことから早期の金融政策修正観測が後退し、日欧の金融政策の方向性の違いが意識され円安が進展しました。5月は、ユーロはユーロ圏のインフレ率鈍化を背景に若干円高に推移しました。ポンドは英国のインフレ圧力の高止まりから英国金利が上昇し日英金利差が拡大し

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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。

円安に推移しました。6月は欧州中央銀行(ECB)、英国中央銀行(BOE)による利上げ継続観測から日欧金利差の拡大が意識され円安が進展しました。7月は日銀が金融政策決定会合でYCCの運用を柔軟化し、長期金利の上限を事実上1.0%へ拡大したため円高に推移しました。8月は日欧の金融政策姿勢の違いが意識されやや円安に推移しました。9月は、ユーロは横這い圏で推移しました。ポンドはBOEによる利上げ見送り、英国の景況感悪化から円高に推移しました。10月は日銀によるYCC再修正が実施されたものの小幅なものにとどまると受け止められ円安に推移しました。11月は利上げ局面の終了が近いとの観測が強まり長期金利が低下したことから円高に推移しました。12月は利下げ観測が強まり長期金利が大幅に低下したことから円高が進展しました。

円に対する通期の増価率は、英ポンドが9.2%、欧州ユーロが7.7%、米ドルが5.9%、でした。

### (補)運用利回りの推計方法

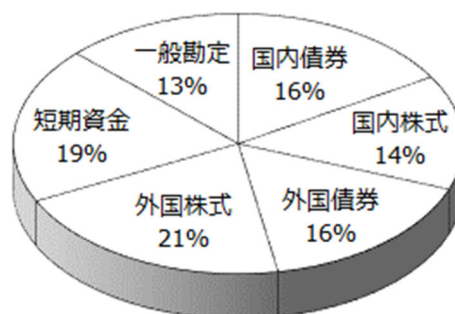
運用利回りの推計値は、資産クラス別の市場インデックス収益率等を、各年金の資産配分で加重平均して算出しています(市場インデックス収益率等を資産クラス別の構成比率で加重平均した月次の運用利回りを作成し、それらを幾何リンク計算することで、通期の運用利回りを算出しています)。

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2022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、2022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)。

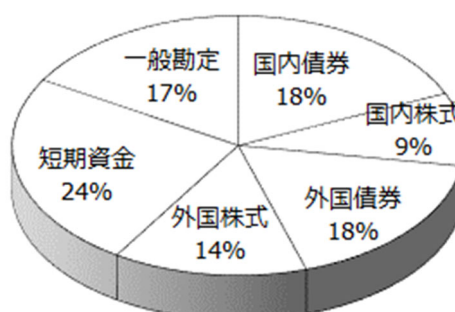
推計は為替オープン(ノンヘッジ)を前提としていますが、実際には多くの確定給付企業年金においては外国債券に対して為替ヘッジを実施し

図表7: 想定資産配分

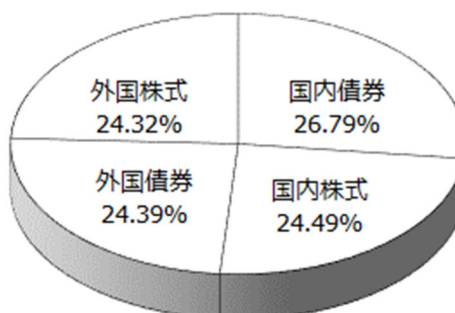
#### ■厚生年金基金



#### ■確定給付企業年金



#### ■年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)



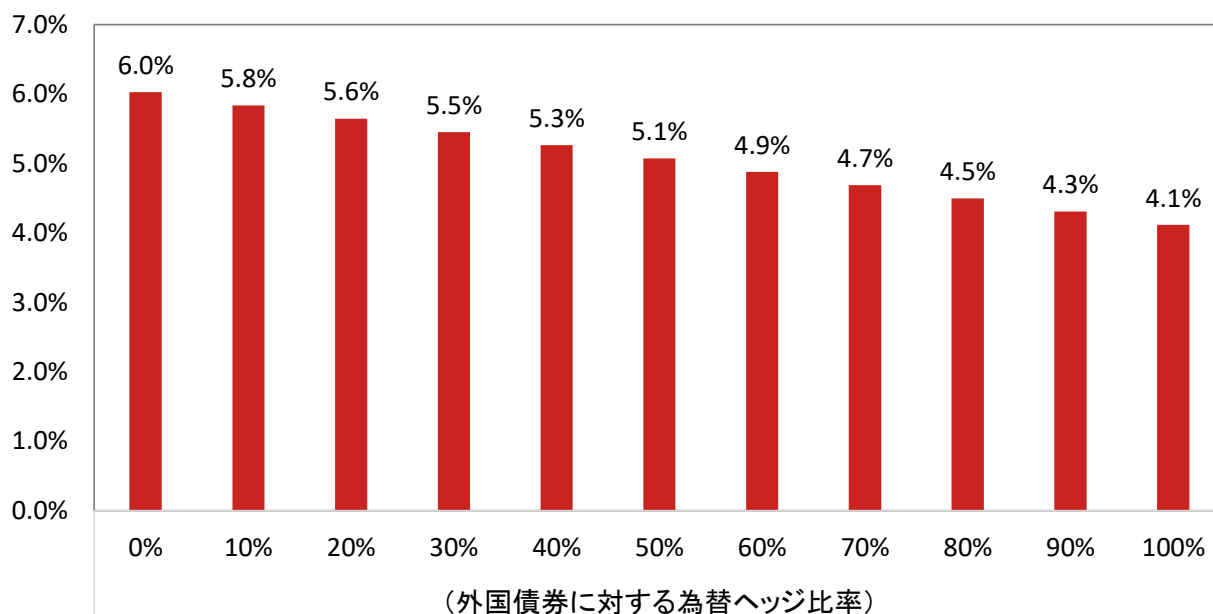
(出所) 企業年金連合会「企業年金実態調査結果(2022年度概要版)」、年金積立金管理運用独立行政法人「2022年度業務概況書」よりNFRC作成

(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。

ていることが想定されます。図表8が外国債券に対する為替ヘッジ比率別の推計値となります。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料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8: 確定給付企業年金における外国債券に対する為替ヘッジ比率別累積収益率(2023年度4~12月)



(出所) 野村證券、東京証券取引所、MSCI、FTSE、企業年金連合会「企業年金実態調査結果(2022年度概要版)」より  
NFRC作成

— 次号のお知らせ —

次号は

**1月29日(月)**

発行予定です。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料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。



### 《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)