

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(2024年度上半期)

2024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外国債券の為替オープンを前提とすると0.1%(推計値)(為替ヘッジ比率別の推計値は図表8参照)、厚生年金基金で0.2%(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0.1%(同)となった模様です。

#### 確定給付型企业年金の運用利回り

2024年度上半期の確定給付企業年金の運用利回りは推計で0.1%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で0.2%となった模様です(図表1)。

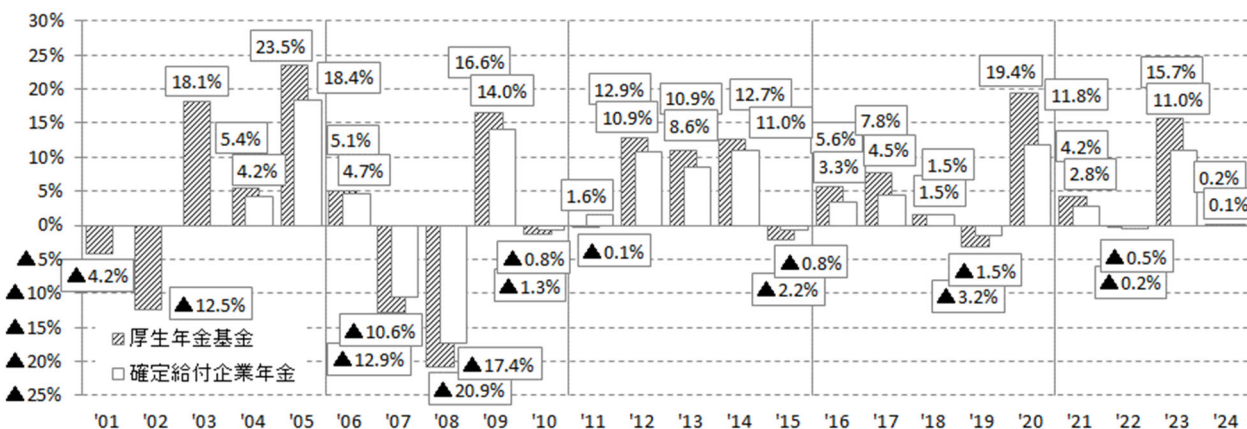
#### 期中のパフォーマンス推移

図表2は、2024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月は米国半導体株の下落や中東情勢の緊迫化などから下落しました。5月は保守的な今期企業業績見通し、日銀による金融政策の早期正常化への警戒感が重石となったものの、年後半の米国の利下げ期待による米国株高などから小幅に反発しました。6月は米国株高に

図表1: 過去の運用利回り推移と2024年度の推計値

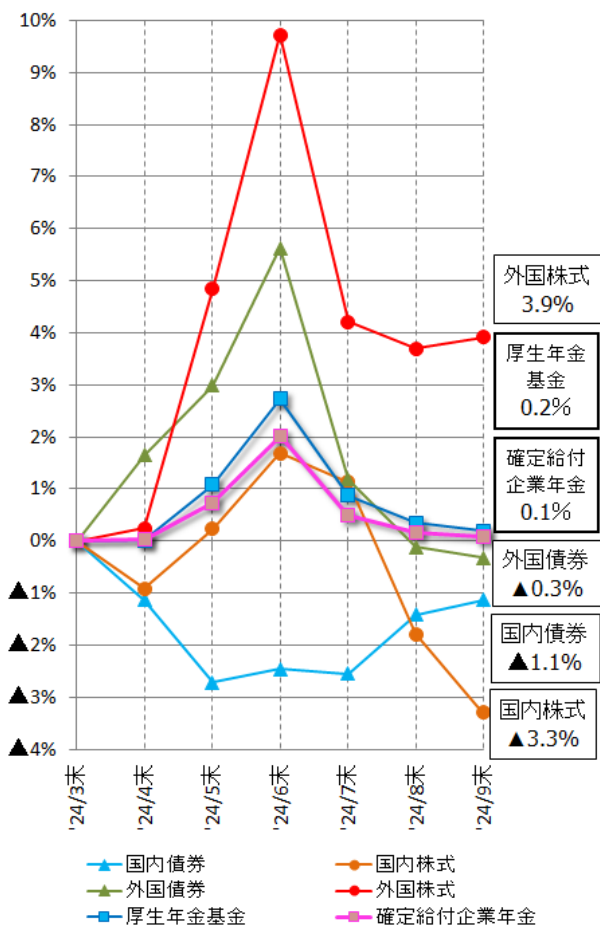


(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)  
「企業年金実態調査結果(概要版)」(各号)より NFRC 作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2023、2024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、2024年9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製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2: 2024年度の投資環境



(出所) JPX総研、MSCI、FTSE RussellよりNFRFC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	▲0.2%	▲0.2%
国内株式	▲0.5%	▲0.3%
外国債券	▲0.0%	▲0.0%
外国株式	0.8%	0.6%
短期資金	0.0%	0.0%
一般勘定	0.0%	0.0%
資産合計	0.2%	0.1%

(出所) JPX 総研、MSCI、FTSE Russell より NFRFC 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。

連動して上昇しました。7月は米国による半導体輸出規制への警戒感、円高の進展などから下落しました。8月は米国景気悪化懸念、日銀による利上げ、急激な円高などから下落しました。9月は円高の進展などから下落しました。月末にかけては自民党総裁選を巡り、乱高下する局面がありました。外国株式は、欧米株式が上昇し、円高の進展があったものの、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株式で▲3.3%、外国株式で3.9%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、米国金利が低下したものの、円高が進展し、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債券で▲1.1%、外国債券で▲0.3%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0.6%、0.8%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

2024年度上半期のGPIFの運用利回りは、推計で0.1%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。

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

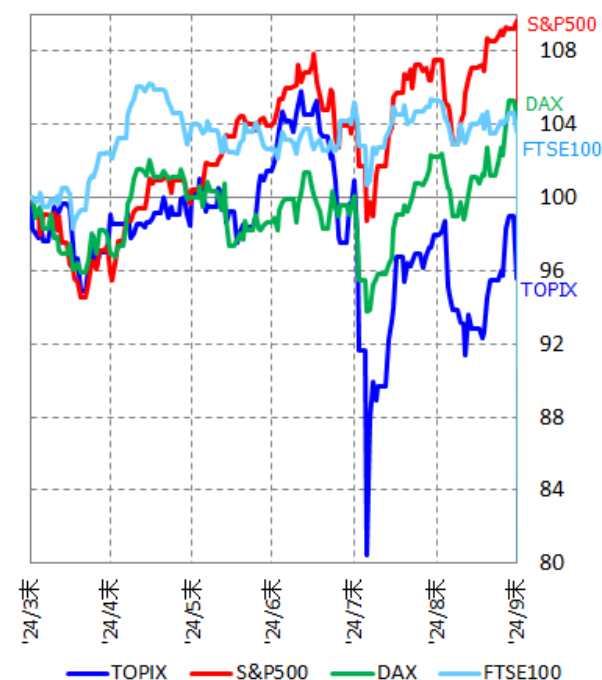
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

### ① 株式市場

国内株式は、4月前半は一進一退の展開でしたが、4月後半に米国半導体株の下落や中東情勢の緊迫化などから一時急落しました。月末にかけて米国株の反発に連動して下落幅を縮めました。5月は保守的な今期企業業績見通し、日銀による金融政策の早期正常化への警戒感が重石となったものの、年後半の米国の利下げ期待による米国株高などから小幅に反発しました。6月前半は一進一退の展開でしたが、6月後半は欧米株の下落に連動して下落する局面があったものの、月末にかけて米国株が持ち直したことから反発しました。7月前半は円安の進展、米国株高への連動などから上昇し、TOPIX、日経平均株価がともに史上最高値を更新しました。7月後半は米国による半導体輸出規制への警戒感、円高の進展などから下落しました。8月初旬に米国景気悪化懸念、日銀による利上げ、急激な円高などから急落し、過去最大の下げ幅を記録しました。その後は円高にも歯止めがかかり、日銀による急速な追加利上げ懸念も緩和されたことなどから急反発し、8月後半にかけては緩やかな反発が続きました。9月前半は円高の進展などから下落しました。9月後半は円安の進展などから上昇しました。月末にかけては自民党総裁選を巡り、乱高下する局面がありました。

外国株式は、4月は、米国では雇用統計やインフレ指標が市場予想を上回り、米連邦準備制度理事会(FRB)による利下げ観測が大きく後退し長期金利が上昇したことなどから下落しました。ドイツでは中東情勢緊迫化などから下落しました。英国では早期利下げ期待からポンド安が進んだことなどから上昇しました。5月は、米国ではFRBによる利下げ観測の高まり、主要半導体銘柄の

図表4: 株価指数の推移



(出所) JPX 総研、S&P、FT、ドイツ証券取引所より  
NFRFC 作成

(注) 2024年3月末の指数値を100とした期中の推移

決算が市場予想を大きく上回ったことなどから上昇しました。欧州では欧州域内の利下げ観測の高まり、好決算などから上昇しました。6月は、米国ではFRBが政策金利見通しで利下げ予想を年内1回に引き下げたものの、インフレ指標の伸び鈍化などから長期金利が低下したことなどから上昇しました。欧州ではフランスや英国における政治リスクの高まり、財政悪化懸念などから下落しました。7月は、米国ではFRBが9月にも利下げを開始し、米国景気が軟着陸へ向かうとの期待の高まりなどから上昇しました。欧州では米国株高に連動して上昇しました。8月は、米国では初旬に米国景気悪化懸念などから急落したものの、米国経済指標の改善、FRBの9月利下げ観測の高まりなどから上昇しました。ドイツでは、米国株の反発に連動して上昇しました。英国は横ばい圏の推移となりました。9月は、米国ではFRBが0.5%の大幅利下げを実施したことなどから上昇しました。ドイツは欧州中央銀行(ECB)の追加

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。

利下げや米国株高・中国株高を好感し上昇しました。英国は石油株の下落が重石となり軟調に推移しました。

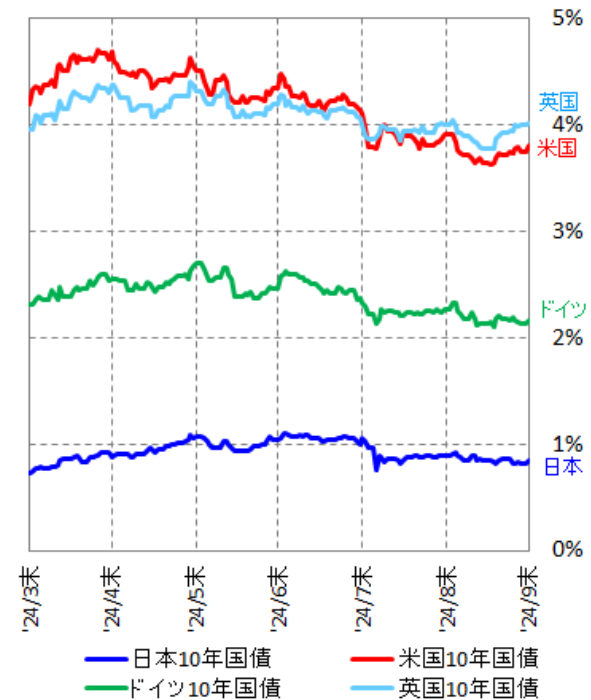
各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、日本のTOPIXが▲4.4%、米国のS&P500が9.7%、ドイツのDAXが4.5%、英国のFTSE100が3.6%、でした。

## ② 金利

日本の長期金利は、4月は日銀による追加利上げ観測から上昇しました。5月は日銀による追加利上げや国債買い入れの減額など金融政策正常化観測が高まり、上昇しました。6~7月はほぼ横這いに推移しました。8月は初旬の株式市場の急落に伴い急低下した後、株式市場の反発に伴い低下幅を縮小したものの、月間では低下しました。9月は米国長期金利の低下、日銀による追加利上げ観測の後退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、米国ではインフレの根強さを示す経済指標が相次ぎ、FRBによる利下げ観測が大きく後退したことから大幅に上昇しました。欧州では欧州域内の景気底入れ観測などから上昇しました。5月は、米国では雇用者数やインフレ指標の伸びが鈍化し、年後半のFRBによる利下げ観測が再び高まり、低下しました。ドイツでは、欧州中央銀行(ECB)による6月会合での利下げが見込まれるものの、先行きの利下げ幅が限定的との観測が高まり、小幅に上昇しました。英国ではほぼ横這いに推移しました。6月は、米国ではFRBが政策金利見通しで年内3回を見込んでいた利下げを1回に修正したものの、インフレ指標の伸び鈍化などから低下しました。欧州ではECBが利下げを決定したこと、フランスや英国における政治リスクの高まりなどから低下しました。7月は、米国ではインフレ指標が市場予想を下回ったこと、パウエルFRB議長が9月利下げの可能性を示唆した

図表5: 長期金利の推移



(出所) 日本相互証券、FRB、FT等よりNFRC作成

ことから大幅に低下しました。欧州ではECBが7月会合で政策金利を据え置いたものの、米国長期金利の低下に連動して低下しました。8月は、米国ではFRBが9月に利下げを開始するとの観測があらためて強まり低下しました。欧州では、横這い圏の推移となりました。9月は、米国ではFRBが0.5%の大幅利下げを実施したことから低下しました。ドイツではECBが0.25%の追加利下げを実施したことから低下しました。英国はほぼ横這いに推移しました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は日本0.12%、米国▲0.40%、ドイツ▲0.15%、英国0.07%、でした。

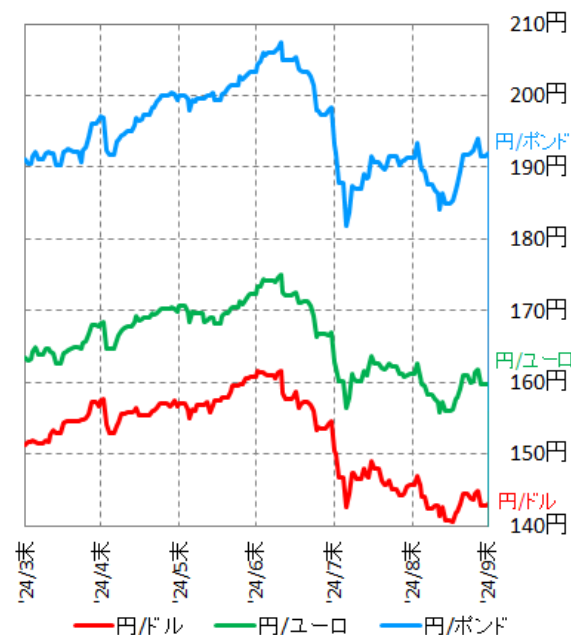
## ③ 為替

ドル円レートは、4月は日銀が4月会合で金融政策を維持したことを受けて、日米金利差が開いた状況が長期間継続するとの観測が高まり、大幅に円安が進展しました。5月は月初に円買い介入により円高に推移しましたが、月間ではほぼ横這いとなりました。6月は日銀が国債買い入れの減額を先送りしたことなどから円安が進展しました。7月は米連邦準備制度理事会(FRB)による利下げ観測の高まりに伴う米国長期金利の低下、日銀による追加利上げを受けて、日米金利差が縮小するとの観測から大幅に円高に推移しました。8月は初旬に株式市場が急落したことからリスク回避姿勢が強まり円高が進展しました。9月はFRBが0.5%の大幅な利下げが実施したことなど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4月会合で金融政策を維持したことを受けて、日欧金利差が開いた状況が長期間継続するとの観測が高まり、大幅に円安が進展しました。5月は、ユーロは欧州中央銀行(ECB)による先行きの利下げ幅が限定的との観測が高まり、円安が進展しました。ポンドは英国中央銀行(BOE)による利下げが後ずれするとの観測が高まり、円安が進展しました。6月は日欧金利差を意識した円売りが優勢となり円安が進展しました。円は対ユーロで単一通貨導入後の最安値を付けました。7月は日銀による追加利上げなどから大幅に円高に推移しました。8月は初旬に株式市場が急落したことからリスク回避姿勢が強まり円高が進展しましたが、月間では横ばい圏の推移となりました。9月は日銀の追加利上げを巡る思惑などから値動きの荒い展開となり、月間ではユーロはやや円高に推移し、ポンドは横ばい圏の推移となりました。

円に対する通期の増価率は、米ドルが▲5.5%、欧州ユーロが▲2.3%、英ポンドが0.4%、でした。

図表6: 為替の推移



(出所) WMロイターよりNFRC作成

**(補)運用利回りの推計方法**

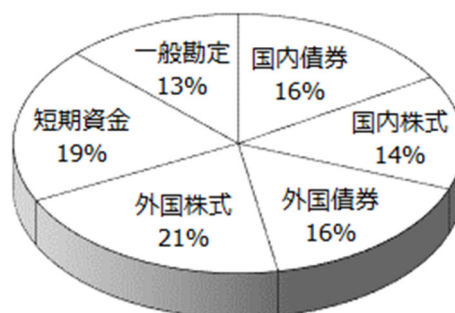
運用利回りの推計値は、資産クラス別の市場インデックス収益率等を、各年金の資産配分で加重平均して算出しています(市場インデックス収益率等を資産クラス別の構成比率で加重平均した月次の運用利回りを作成し、それらを幾何リンク計算することで、通期の運用利回りを算出しています)。

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、2023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)。

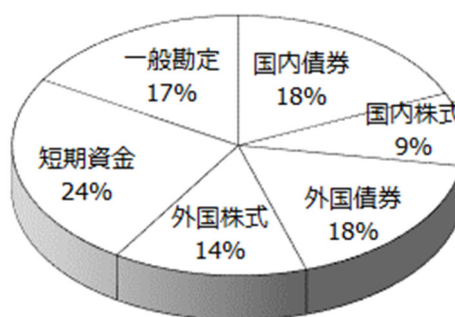
推計は為替オープン(ノンヘッジ)を前提としていますが、実際には多くの確定給付企業年金においては外国債券に対して為替ヘッジを実施していることが想定されます。図表8が外国債券に対する為替ヘッジ比率別の推計値となります。

図表7: 想定資産配分

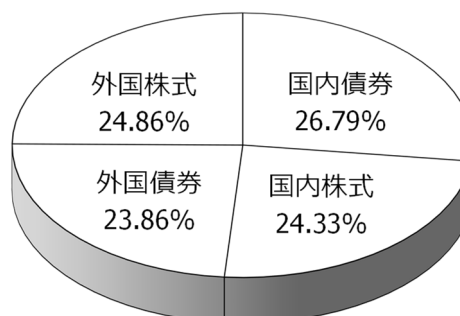
## ■厚生年金基金



## ■確定給付企業年金



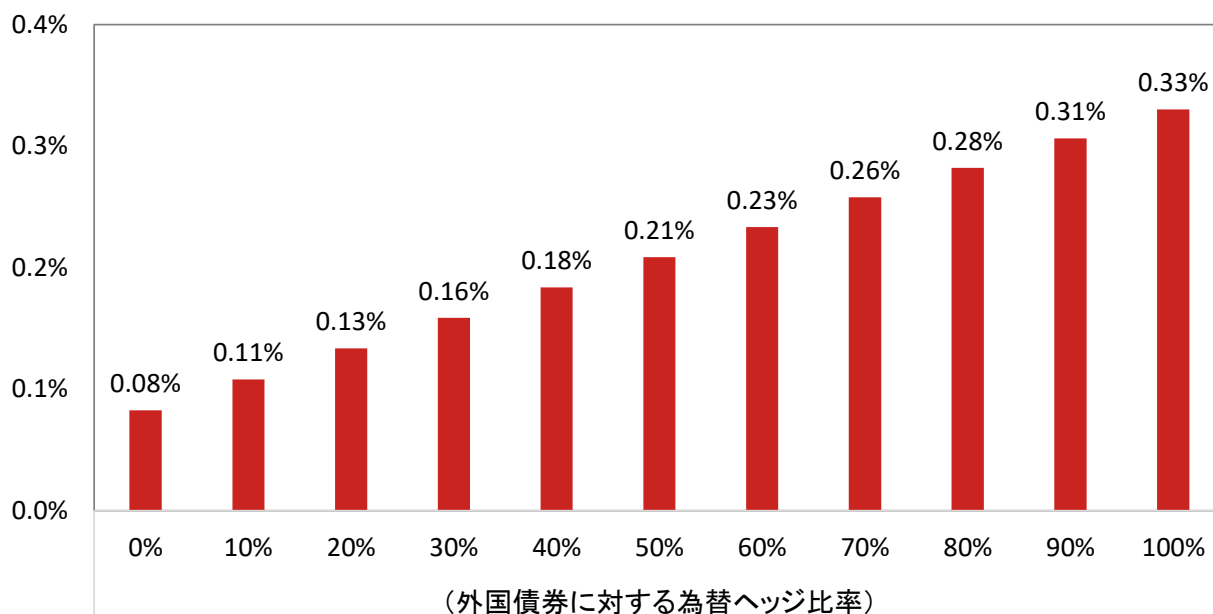
## ■年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)



(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「2023年度業務概況書」よりNFRFC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。

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(2024年度上半期)



(出所) JPX総研、MSCI、FTSE Russell、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

### 《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)