

企業年金の運用状況(2025年度上半期)

2025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5.0%(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7.9%(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9.9%(同)となった模様です。

確定給付型企业年金の運用利回り

2025年度上半期の確定給付企業年金の運用利回りは推計で5.0%、同期間の厚生年金基金の運用利回りは推計で7.9%となった模様です(図表1参照)。

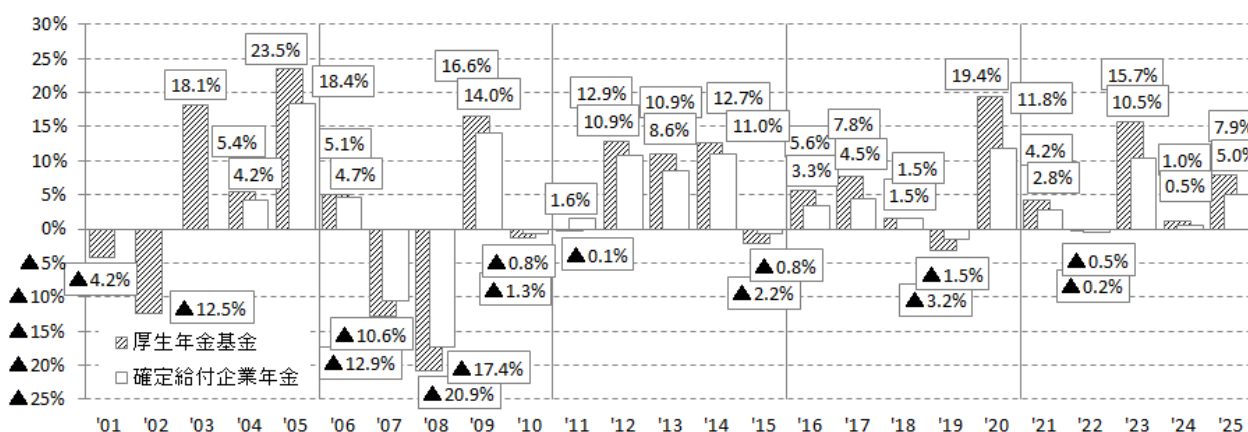
期中のパフォーマンス推移

図表2は、2025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月は米国による相互関税発動及び中国による報復措置などから報復合戦による世界景気の減速懸念が強まり大幅に下落する局面があったものの、一部相互関税の一時停止などから反発し小幅に上昇しました。5月は米中間の相互関税引き下げ合意が好感されたことなど

図表1: 過去の運用利回り推移と2025年度の推計値



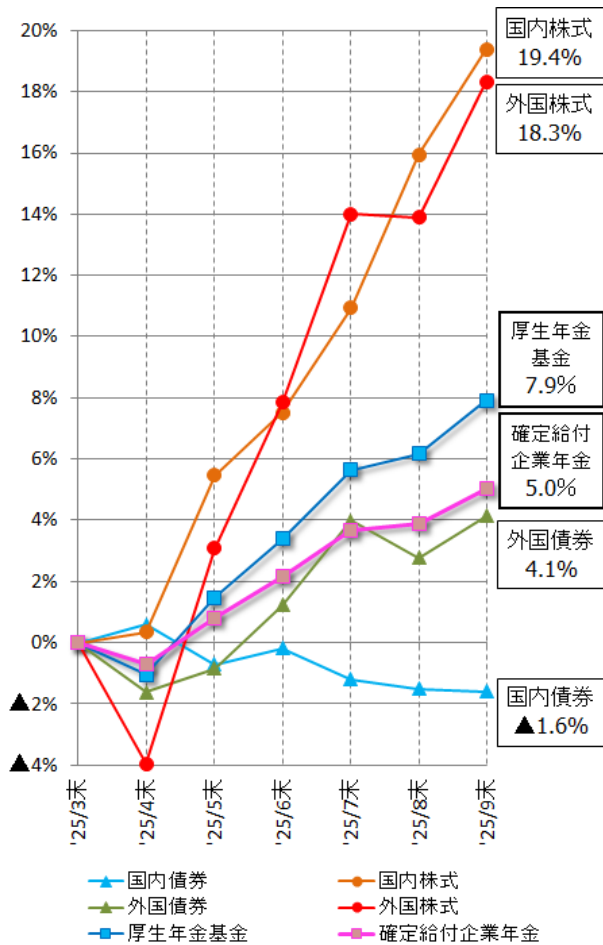
(出所) 企業年金連合会「厚生年金基金資産運用実態調査の概要」「企業年金資産運用実態調査の概要」(各号)

「企業年金実態調査結果(概要版)」(各号)よりNFRFC作成

(注) 収益率は時間加重収益率。2024、2025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、2025年9月末時点におけるNFRFC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。

図表2: 2025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	確定給付企業年金	厚生年金基金
国内債券	▲0.3%	▲0.3%
国内株式	1.9%	3.1%
外国債券	0.7%	0.7%
外国株式	2.7%	4.4%
短期資金	0.1%	0.0%
一般勘定	0.0%	0.0%
資産合計	5.0%	7.9%

(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。

から上昇しました。6月は米国の関税や中東情勢に対する懸念で下落する局面があったものの、これらの懸念の後退や、米国半導体株の上昇に連動して上昇しました。7月は米国の日本に対する相互関税の税率が事前発表よりも引き下げられたことが好感されたことなどから上昇しました。8月は米国の関税に関する不透明感の後退や米国の利下げへの期待などから上昇しました。9月は米国の生成AI関連銘柄の上昇に連動した日本の生成AI関連銘柄の上昇や、日本の次期政権の財政拡張的な政策への期待などから上昇しました。外国株式は、欧米株式が上昇し、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19.4%、外国株式で18.3%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、欧米金利が横這い圏の推移であったものの、欧州通貨に対して円安が進行したことから、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▲1.6%、外国債券で4.1%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2.7%、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

2025年度上半期のGPIFの運用利回りは、推計で9.9%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。

各国市場の状況

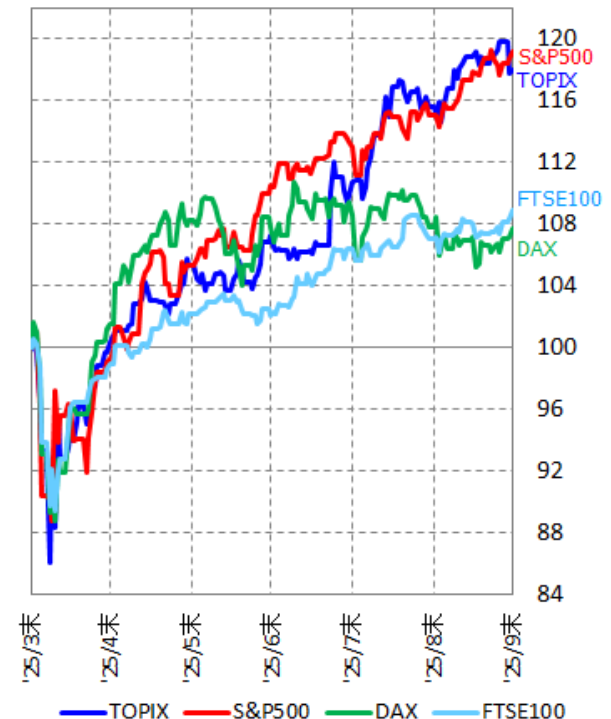
年金の主要投資対象国の株式市場、金利、為替の状況を確認します。

① 株式市場

国内株式は、4月前半は米国による相互関税発動及び中国による報復措置などから報復合戦による世界景気の減速懸念が強まり大幅に下落しましたが、4月後半には一部相互関税の一時停止、米中の報復関税が激化する可能性の後退などから反発しました。5月は米中間の相互関税引き下げ合意が好感されたことなどから上昇しました。6月前半は米国の関税や中東情勢に対する懸念で下落しましたが、6月後半はこれらの懸念の後退や、米国半導体株の上昇に連動して上昇しました。7月前半は横這い圏で推移しましたが、7月後半は米国の日本に対する相互関税の税率が事前発表よりも引き下げられ15%となったこと、自動車関税の税率も15%に引き下げられたことが好感され上昇に転じました。8月前半は米中貿易協議で追加関税の発動が再度延期されたこと、米国の利下げへの期待などから上昇しました。8月後半は高値警戒感などから緩やかに下落しました。9月は米国の生成AI関連銘柄の上昇に連動した日本の生成AI関連銘柄の上昇や、日本の次期政権の財政拡張的な政策への期待などから上昇しました。

外国株式は、4月前半は、米国では米国による相互関税発動及び中国による報復措置などから報復合戦による世界景気の減速懸念が強まり下落しました。4月後半には一部相互関税の一時停止、米中の報復関税が激化する可能性の後退などから反発し下落幅を縮小しました。英国は下落しましたが、ドイツは好調な企業決算もあり上昇しました。5月は、米国では米中間の相互関税引き下げ合意が好感されたことなどから上昇しました。欧州でも米中間の相互関税引き下げ合意への好感、米英の貿易協定合意、欧州中

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 NFRC 作成

(注) 2025年3月末の指数値を100とした期中の推移

央銀行(ECB)による利下げなどから上昇しました。6月は、米国ではAI投資の拡大観測から半導体株主導で上昇しました。米連邦準備制度理事会(FRB)による早期利下げ期待も追い風となりました。欧州では中東情勢に対する懸念などから小幅に下落しました。7月は、米国では、減税・歳出法案の可決、日本やEUとの関税合意の進展などから上昇しました。欧州では米国とEUの関税交渉の妥結観測などから上昇しました。8月は、米国では、FRBによる早期利下げ期待、堅調な企業決算などから上昇しました。欧州では、フランスの政治情勢への懸念などから一進一退の展開となりました。9月は、米国ではFRBによる利下げ期待、堅調な経済指標などから生成AI関連銘柄を中心に上昇しました。ドイツは横這い圏の推移となりましたが、英国は英国長期金利の上昇が一服したことなどから上昇しました。

各国主要指数の通期の騰落率はそれぞれ、

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。

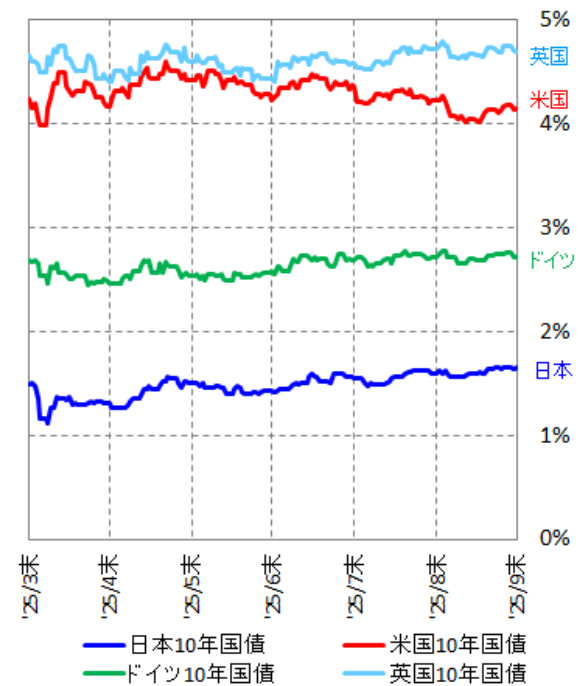
日本のTOPIXが18.0%、米国のS&P500が19.2%、ドイツのDAXが7.7%、英国のFTSE100が8.9%、でした。

② 金利

日本の長期金利は、4月は米国による相互関税発動などからリスク回避的姿勢が強まり低下しました。5月は米中間の相互関税引き下げ合意などからリスク回避的姿勢が弱まり上昇しました。6月は入札が順調であったこと、米国長期金利の低下への連動などから低下しました。7月は財政支出拡大懸念などから上昇しました。8月は日銀による利上げ期待が高まり上昇しました。9月は日銀によるETF等の処分に関する決定などから上昇しました。

米国およびドイツ、英国の長期金利は、4月は、米国では上旬には米国による相互関税発動などからリスク回避的姿勢が強まり低下したものの、中旬には堅調な雇用統計、ドル資産からの資金流出により上昇に転じました。下旬には米連邦準備制度理事会(FRB)による早期利下げ観測などから低下しました。月間では若干の低下となりました。欧州では米国による相互関税発動による景気減速懸念の強まり、欧州中央銀行(ECB)による利下げなどから低下しました。5月は、米国では米中間の相互関税引き下げ合意などによるリスク回避的姿勢の弱まり、税制・歳出法案による財政赤字拡大懸念などから上昇しました。欧州では、米中間の相互関税引き下げ合意、米英の貿易協定合意などからリスク回避的姿勢が弱まり上昇しました。6月は、米国では軟調な経済指標、FRBによる早期利下げ観測などから低下しました。ドイツでは国防費増強に伴う国債増発観測などから上昇しました。英国では英国中央銀行(BOE)による追加利下げ観測、中東情勢に対する懸念などから低下しました。7月は、米国では減税法案の可決に伴う財政赤字拡大懸念、FRBの独立性に対する懸念などから上昇しまし

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

た。欧州では米国とEUとの関税合意の進展により不透明感が緩和され上昇しました。8月は、米国では米国雇用統計の下振れなどから低下しました。欧州では今後の財政赤字拡大懸念から上昇しました。9月は、米国では米国雇用統計の下振れ、FRBによる利下げ観測の強まりなどから低下しました。欧州では横這い圏の推移となりました。

10年国債で見た各国の長期金利の通期の変化幅は日本0.16%、米国▲0.09%、ドイツ0.02%、英国0.04%、でした。

③ 為替

ドル円レートは、4月は米国による相互関税発動などからリスク回避的姿勢が強まり大幅に円高が進展しました。5月は米中間の相互関税引き下げ合意などからリスク回避的姿勢が弱まり円安に推移しました。6月は中東情勢に対する懸念などから円安に推移しましたが、月末にかけて米連邦準備制度理事会(FRB)による早期利下げ

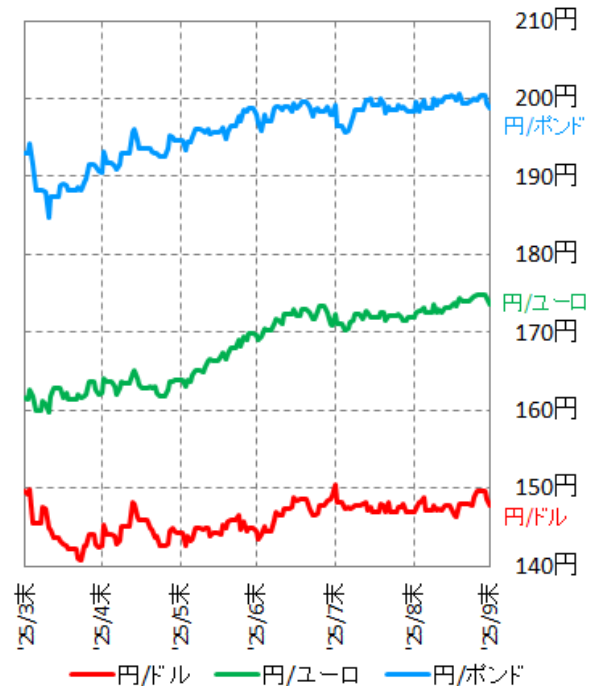
本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資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。

観測などから円高に推移しました。月間ではほぼ横這いとなりました。7月は日本の財政拡張への懸念、FRBによる早期利下げ観測後退などから円安に推移しました。8月は米国雇用統計の下振れを受けてのFRBによる利下げ観測の強まりなどから円高に推移しました。9月は日本の財政拡張への懸念などから若干円安となりました。

ユーロおよびポンドは、4月は、ポンドは米国による相互関税発動などからリスク回避的姿勢が強まり円高に推移しました。ユーロはわずかに円高となりました。5月は、米中間の相互関税引き下げ合意、米英の貿易協定合意などからリスク回避的姿勢が弱まり円安に推移しました。6月は欧州中央銀行(ECB)による今後の利下げ停止の示唆、英国中央銀行(BOE)による政策金利据え置き、日銀による利上げ観測後退などから日欧金利差が維持されることが意識され円安が進展しました。7月は日銀による利上げ観測後退などから円安に推移しました。8月は横這い圏の推移となりました。9月は日本の財政拡張への懸念などから若干円安となりました。

円に対する通期の増価率は、米ドルが▲1.2%、欧州ユーロが7.4%、英ポンドが3.0%、でした。

図表6: 為替の推移



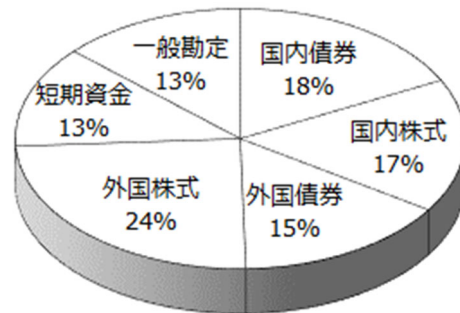
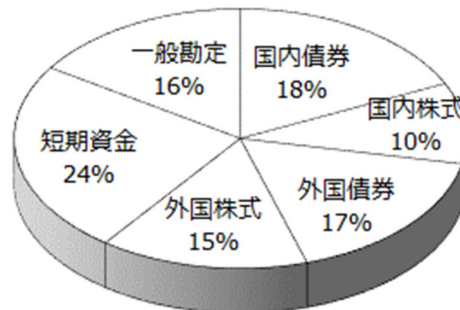
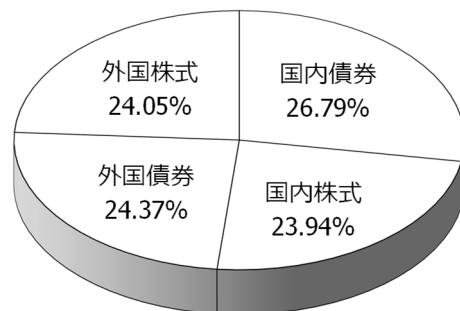
(出所) WM ロイターより NFRC 作成

(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2023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、2024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7参照)。

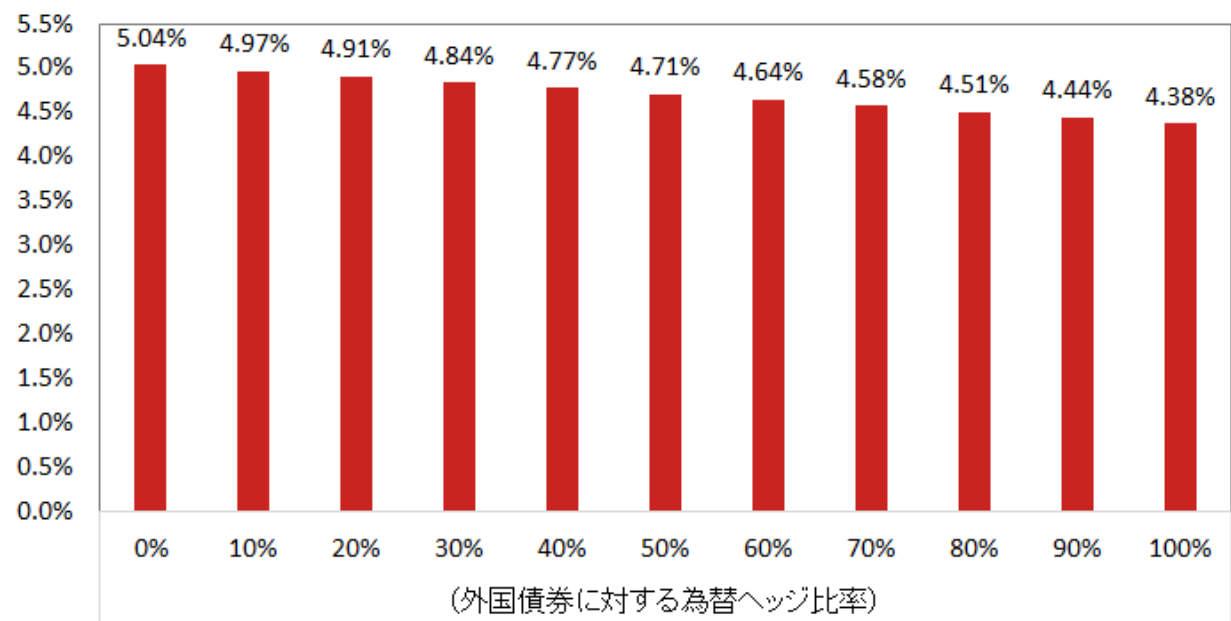
推計は為替オープン(ノンヘッジ)を前提としていますが、実際には多くの確定給付企業年金において外国債券に対して為替ヘッジを実施していることが想定されます。図表8が外国債券に対する為替ヘッジ比率別の推計値となります。

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(2023年度概要版)」、年金積立金管理運用独立行政法人「2024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(2025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(2023 年度概要版)」より NFRC 作成

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 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 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