

# 企業年金連合会の年金資産運用について

企業年金連合会  
運用執行理事 中村 明弘

2021年7月9日

# 企業年金連合会の概要

## ◆ 設立：1967年2月10日

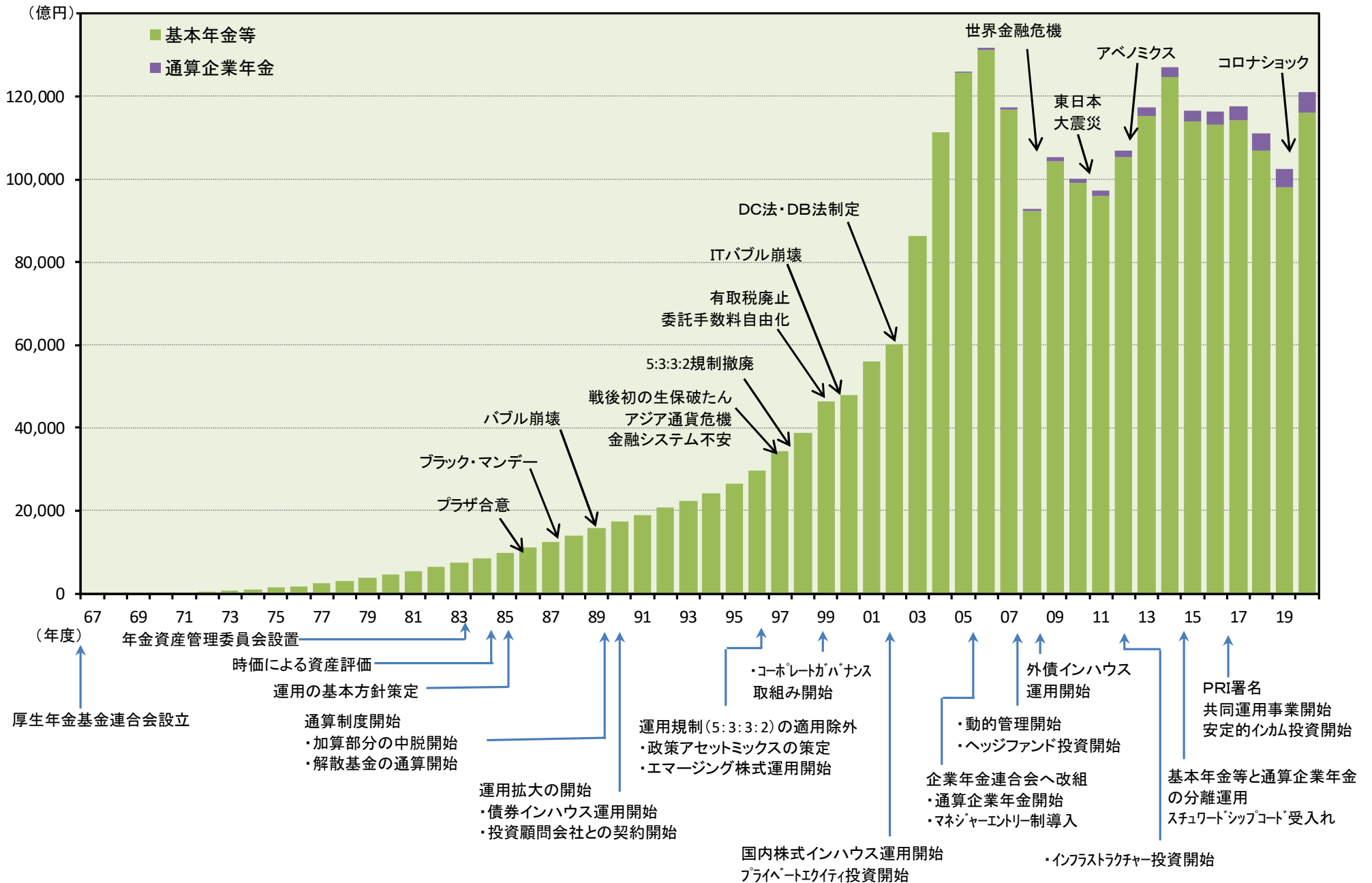
- 厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として設立された法人
- 法律改正により2005年10月に厚生年金基金連合会から企業年金連合会に改組

## ◆ 主な事業

- 年金通算センター事業
  - 企業年金を脱退した方等の年金資産を引き受け年金給付を一元的に実施
  - 企業年金制度や個人型DC(iDeCo)に移換するポータビリティ機能
- 企業年金ナショナルセンター事業
  - 企業年金の発展のための調査研究、提言、要望
  - 会員の健全な発展を図るために必要な会員支援事業
- 受換件数：約3,200万件、受給者数：約822万人
- 年金資産残高：12兆5,314億円（固定資産）
- 会員数：1,229

\* データは2020年度末現在

# 年金資産残高の推移

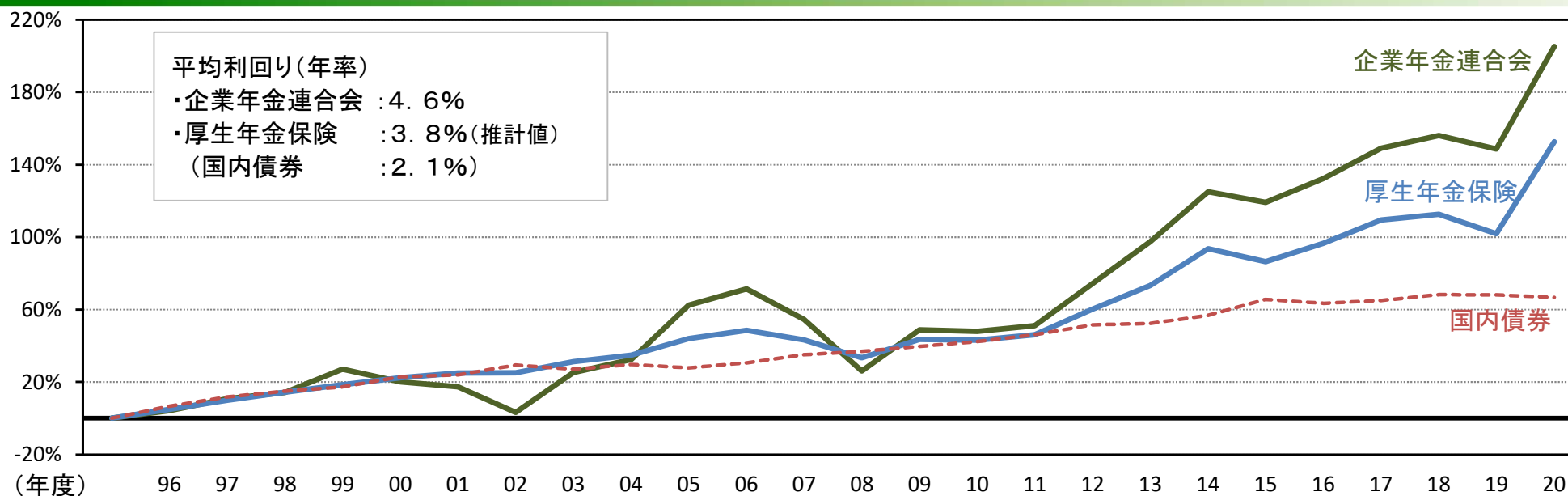


# 運用方針

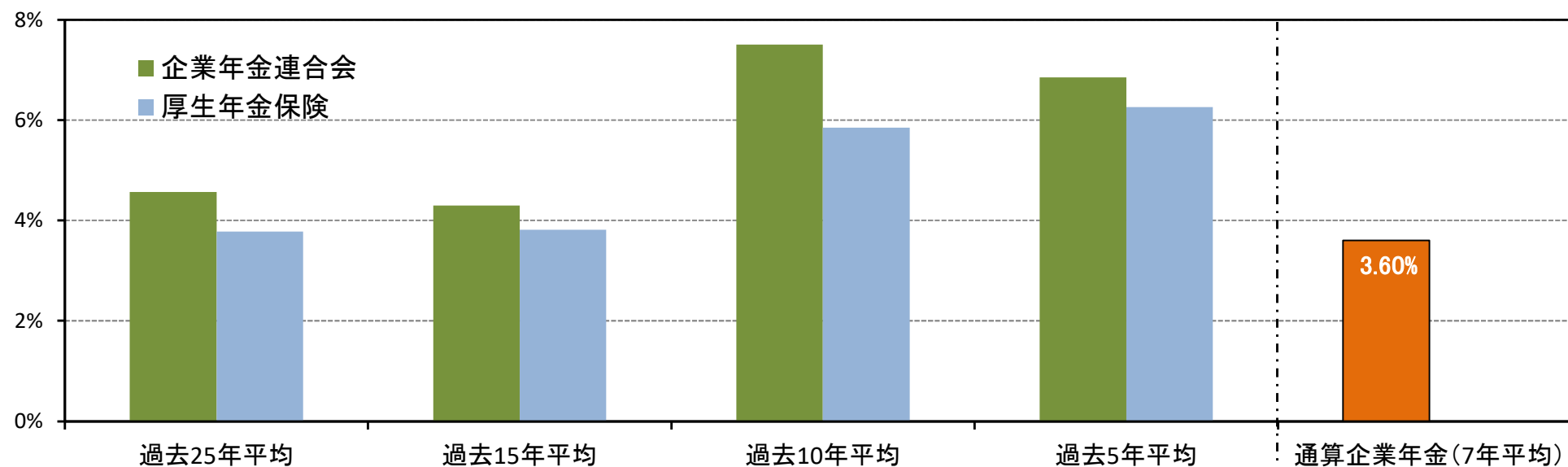
	基本年金等	通算企業年金
資産残高 (固定資産ベース)	12兆 390億円	4,925億円
運用開始	1967年2月	2005年10月 (2014年3月まで基本年金等と合算して運用)
債務構造	代行債務 約77% 加算債務の平均予定利率 約4.6%(実質2.4%)	平均予定利率約1.9%
積立水準(速報)	約120%	約116%
政策アセットミックス	積立水準                    ~105%   ~110%   110%~ 内外債券(内80%:外20%) 50%   55%   60% 内外株式(内40%:外60%) 50%   45%   40%	債券                            80% グローバル株式            20%
期待リターン 想定リスク	積立水準                    ~105%   ~110%   110%~ 期待リターン                4.1%   3.9%   3.7% 想定リスク                   10.5%   9.7%   8.9%	期待リターン                2.6% 想定リスク                   4.8%
資産管理 (リバランス)	○動的管理:積立水準に応じて資産配分を変更 ○二元化ポートフォリオ管理 ・代行債務ヘッジ・ポートフォリオ ・加算債務対応ポートフォリオ	静的管理 ・基準値をできるだけ維持するリバランス
インハウス運用	国内債券、外国債券、新興国債券、為替オーバーレイ 国内株式(パッシブ) (ポートフォリオ全体の約49%)	国内債券(外国債券、為替オーバーレイ) (ポートフォリオ全体の約55%)
投資対象資産	国内債券、外国債券 国内株式、グローバル株式(新興国株式含む) プライベート・エクイティ投資(4%±2%目途) ヘッジファンド(4%±2%目途) 不動産投資 インフラストラクチャー投資 } (4%±2%目途) 安定的インカム投資 為替オーバーレイ	国内債券、外国債券 グローバル株式(新興国株式含む) ヘッジファンド(上限15%) マルチアセット 不動産投資 インフラストラクチャー投資 } (上限20%) 安定的インカム投資 為替オーバーレイ

# パフォーマンス

\* 2020年度の厚生年金保険の利回りは現時点で公表されていないため推計値を使用

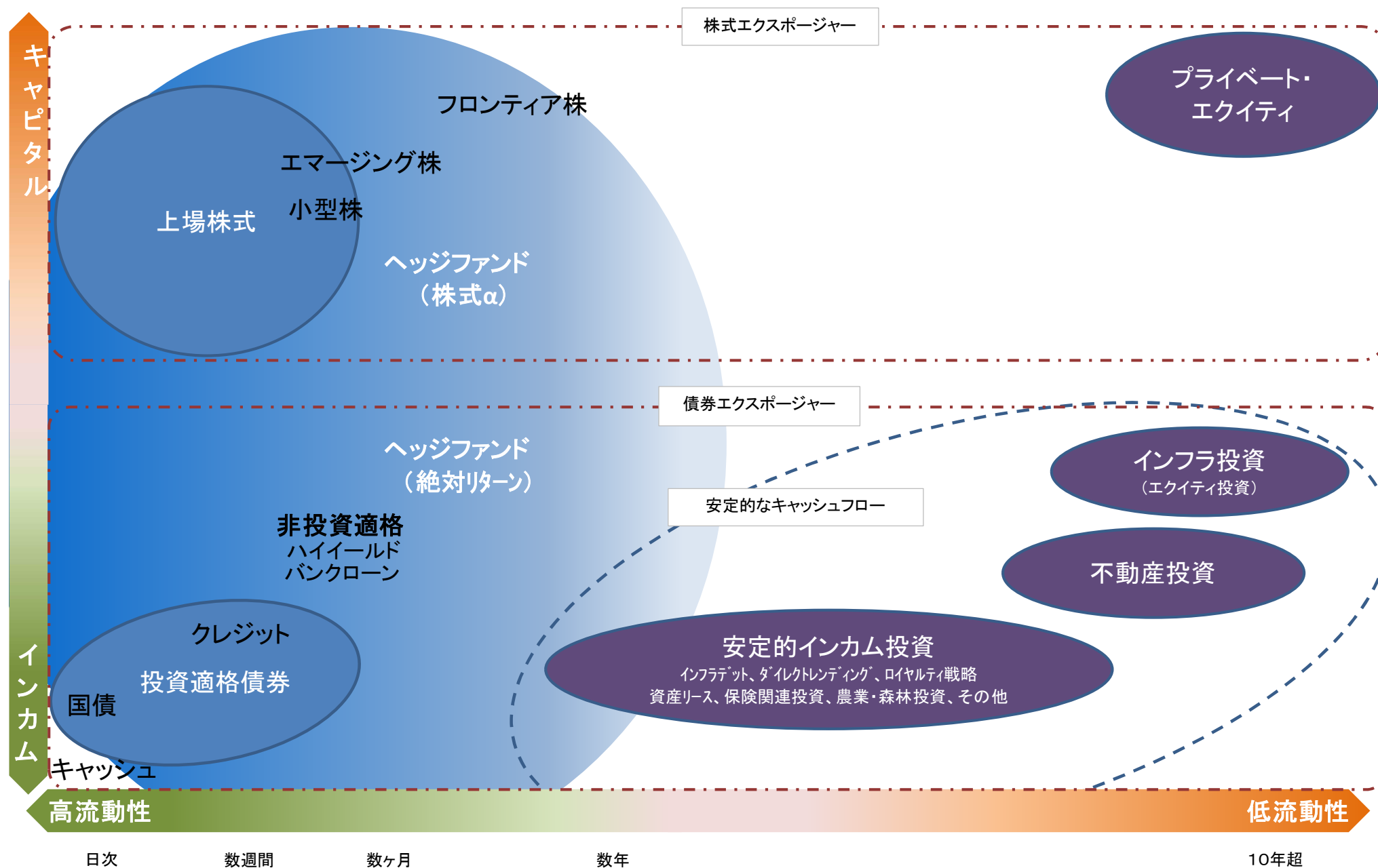


\* 2014年度以降の企業年金連合会は基本年金等ポートフォリオ



\* 2020年度の厚生年金保険の利回りが推計値であるため具体的な数値を表示していない。

# 投資対象資産の位置付け(イメージ)



# ストラクチャー・マップ

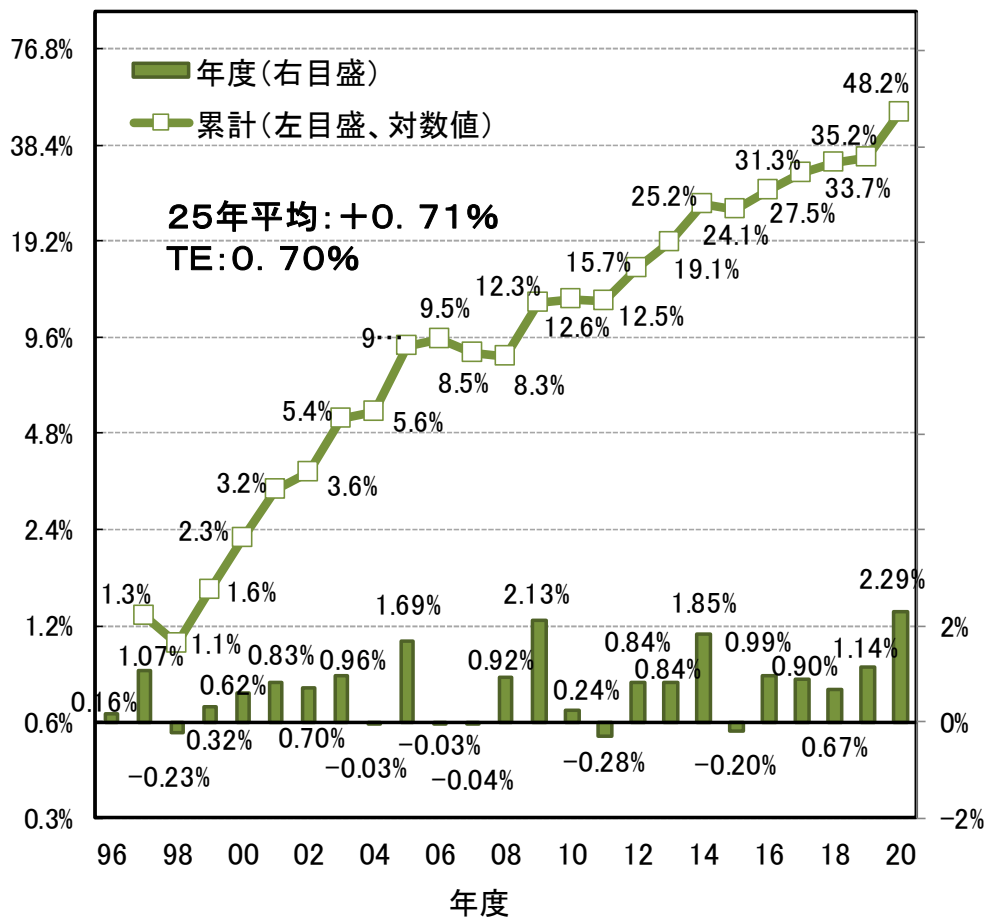
(基本年金等ポートフォリオ 2021年3月末)

国内株式 17.0%		外国株式 23.6%		外国債券 19.4%	国内債券 40.0%
パッシブ インハウス 49%		パッシブ 13%		インハウス (セミアクティブ) 72%	インハウス (給付専用ファンド) 34%
		グローバル 41%			インハウス (セミアクティブ) 21%
アクティブ 51%	ファンド 4%	アロケーション	米国 13%	クレジット 4%	インハウス (絶対リターン) 12%
			欧州 4%		アクティブ 8%
			アジア 1%		アクティブ(ヘッジ外債・絶対リターン) 8%
			エマージング 1%		ヘッジファンド 13%
		プライベート・エクイティ 21%	アクティブ 17%	インフラ 1.6%	
			クレジット 6%	インカム 0.3%	不動産 1.7%

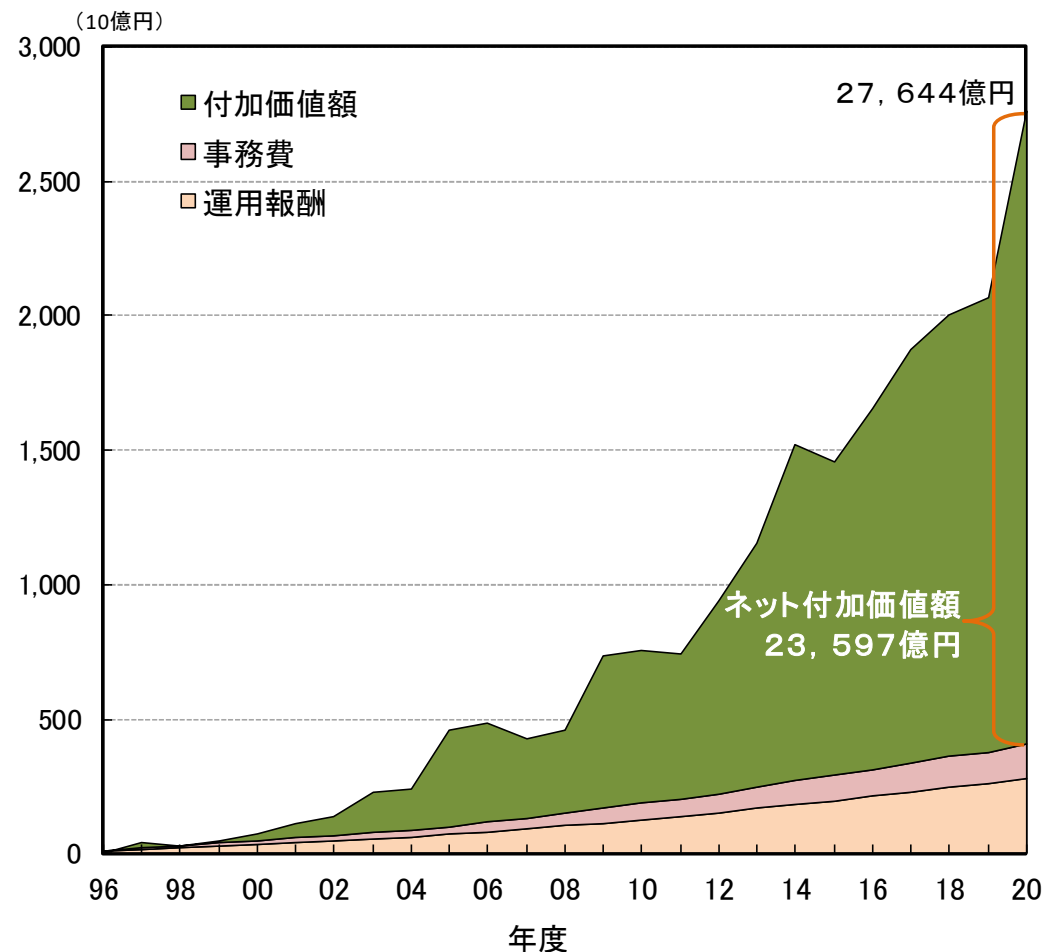
為替ヘッジ  
1.1%

# 超過リターンと付加価値

## 超過リターンの推移



## 付加価値額の推移



- ◆76%の確率で超過リターンを獲得(25年度中19回)
- ◆プラス(19回)の平均: +1.01%
- ◆マイナス(6回)の平均: -0.13%



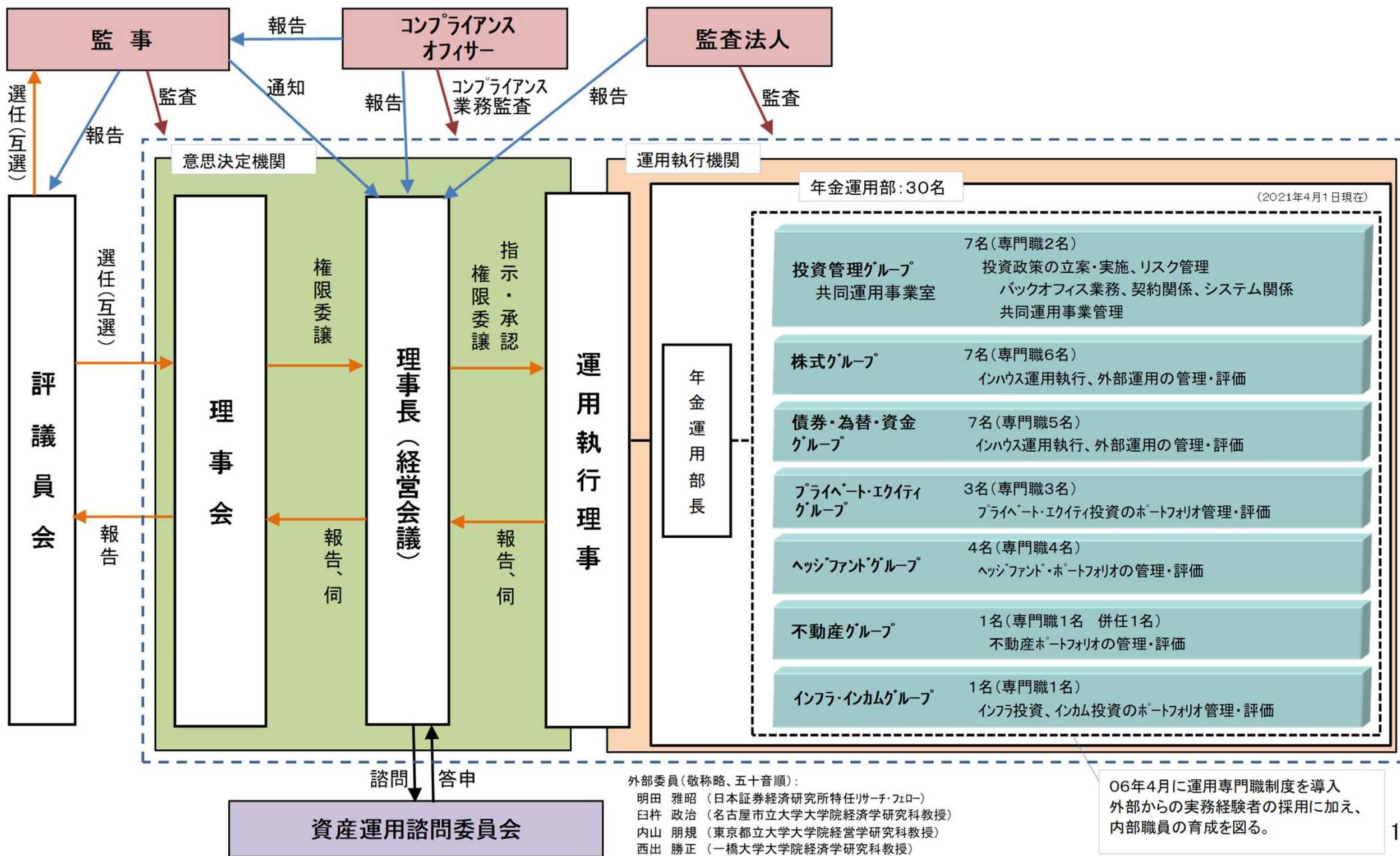
# オルタナティブ投資の方針

	運用開始	目的	投資対象	スキーム	投資金額 (2021年3月末)	割合	基準値
プライベート エクイティ	2002/09	<グローバル株式代替> 主に非流動性プレミアムと投資 先企業に対する有効なガバナ ンスから生まれるアルファを長 期的に獲得	バイアウト、ベンチャーキャピ タル、及びそれらに準ずる投 資	信託銀行・投資顧問会社が 直接ファンドに投資、共同投 資など。	基本：6,295億円	5.2%	基本 4%(±2%)
ヘッジファンド	2007/10	<国内債券代替> 安定的な絶対リターンを獲得	イベントドリブン、レラティブ バリュー、グローバルマクロ、 その他	投資顧問会社が再委託先の 助言に基づき各シングルファン ドに投資	基本：6,381億円 通企：446億円 合計：6,827億円	5.3% 8.8%	基本 4%(±2%) 通企 上限15%
不動産	2009/06 (1973/06)	<国内債券代替> 長期的なインカムゲインの獲得	匿名組合出資、特定目的会 社優先出資証券、REIT、そ の他	信託銀行・投資顧問会社が 不動産投資ビークル等に投 資	基本：832億円 通企：56億円 合計：888億円	0.7% 1.1%	
インフラ ストラクチャー	2011/11	<国内債券代替> 長期的なインカムゲインの獲得	インフラエクイティ	投資顧問会社が直接ファンド に投資	基本：741億円 通企：96億円 合計：838億円	0.6% 1.9%	基本 4%(±2%) 通企 上限20%
安定的インカム	2016/11	<国内債券代替> 長期的なインカムゲインの獲得	インフラデット、ダイレクトレン ディング、ロイヤルティ戦略、 資産リース、保険関連投資、農 業・森林投資及びその他ファ イナンス等	投資顧問会社が直接ファンド に投資	基本：155億円 通企：134億円 合計：289億円	0.1% 2.6%	
合計					基本：14,405億円 通企：732億円 合計：15,137億円	12.0% 14.5%	基本 12%(±2%) 通企 上限35%

# 運用の基本的スタンス(投資哲学、投資信念)

- ◆市場のリターンは予測不可能である
  - 政策アセットミックスは、アクティブな市場見直しを行わず、市場のリターンは不確実で予測不可能であるという前提に基づいて策定。
- ◆リスク・プレミアムの存在を前提とする
  - リスク・プレミアムの存在を前提とし、株式投資はそのリスクに見合ったプレミアムが期待でき、長期的な投資は報われる。
- ◆積立水準の変動がリスクである
- ◆リスクとリターンの源泉は株式である
  - 世の中の富の創造の多くは、企業の経済活動によりもたらされるので、株式の配分割合によってポートフォリオ全体のリスクとリターンの太宗が決まる。
- ◆オルタナティブ投資はアルファ源泉の多様化を目的とする
  - 分散投資の一環としてオルタナティブ資産への投資を行うが、リスク分散効果というより、アルファ源泉の多様化を目的に投資。

# 運用体制

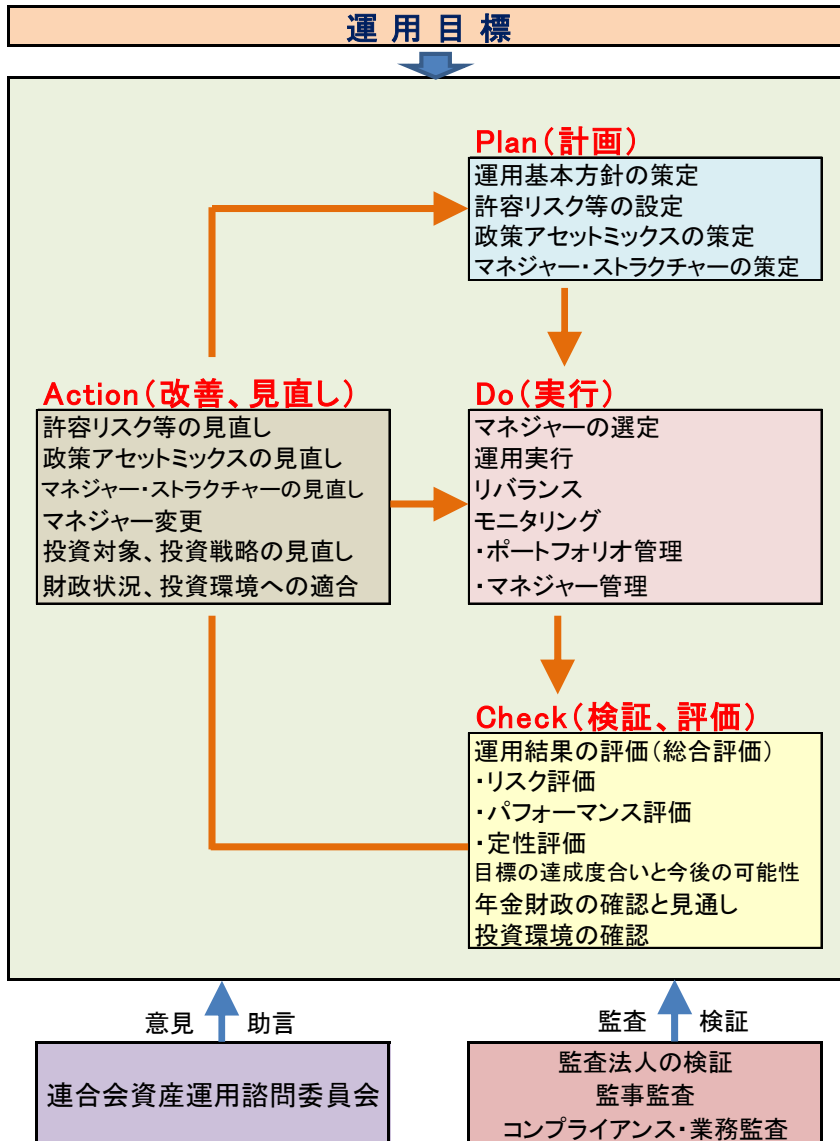


外部委員(敬称略、五十音順):  
 明田 雅昭 (日本証券経済研究所特任リサーチ・フェロー)  
 臼杵 政治 (名古屋市立大学大学院経済学研究科教授)  
 内山 朋規 (東京都立大学大学院経営学研究科教授)  
 西出 勝正 (一橋大学大学院経済学研究科教授)

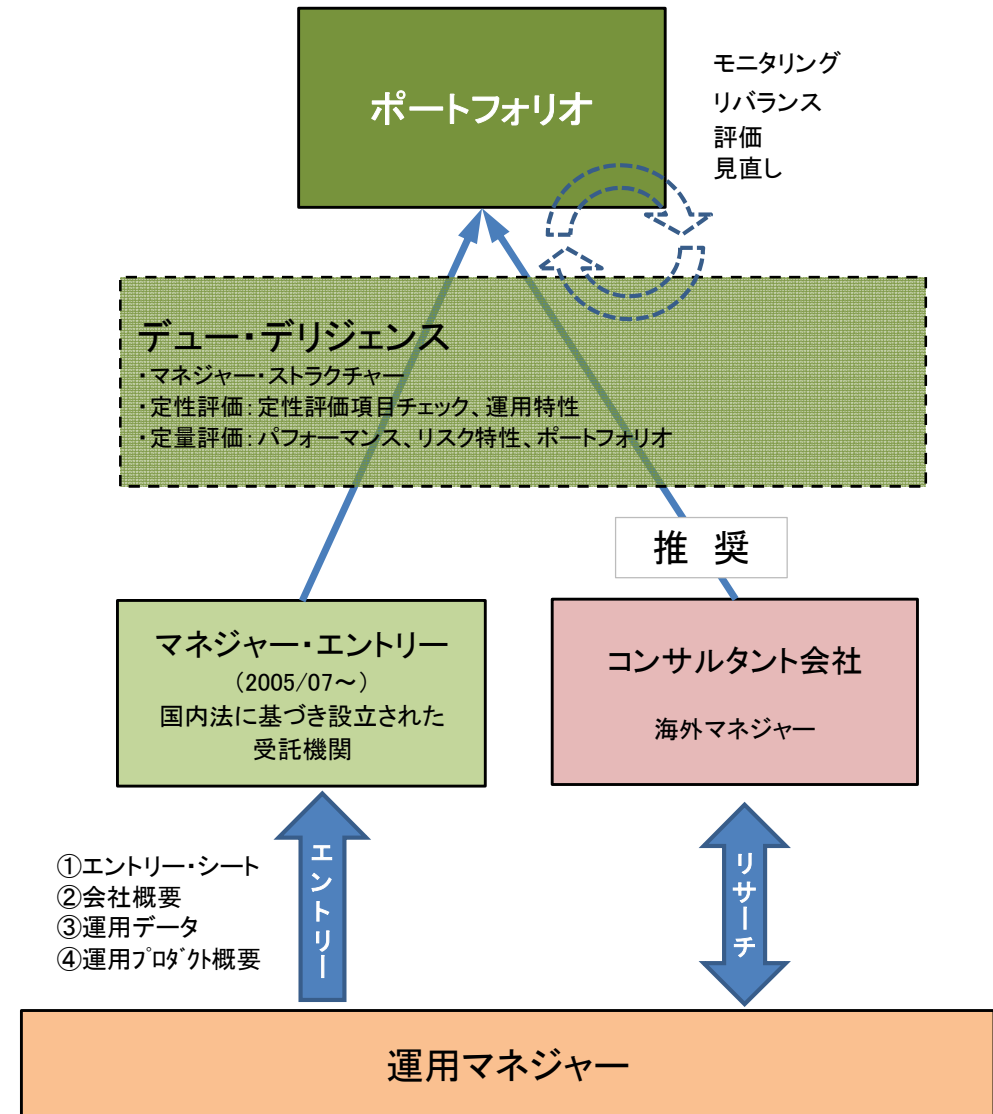
06年4月に運用専門職制度を導入  
 外部からの実務経験者の採用に加え、  
 内部職員の育成を図る。

# 投資プロセス

## 投資プロセス

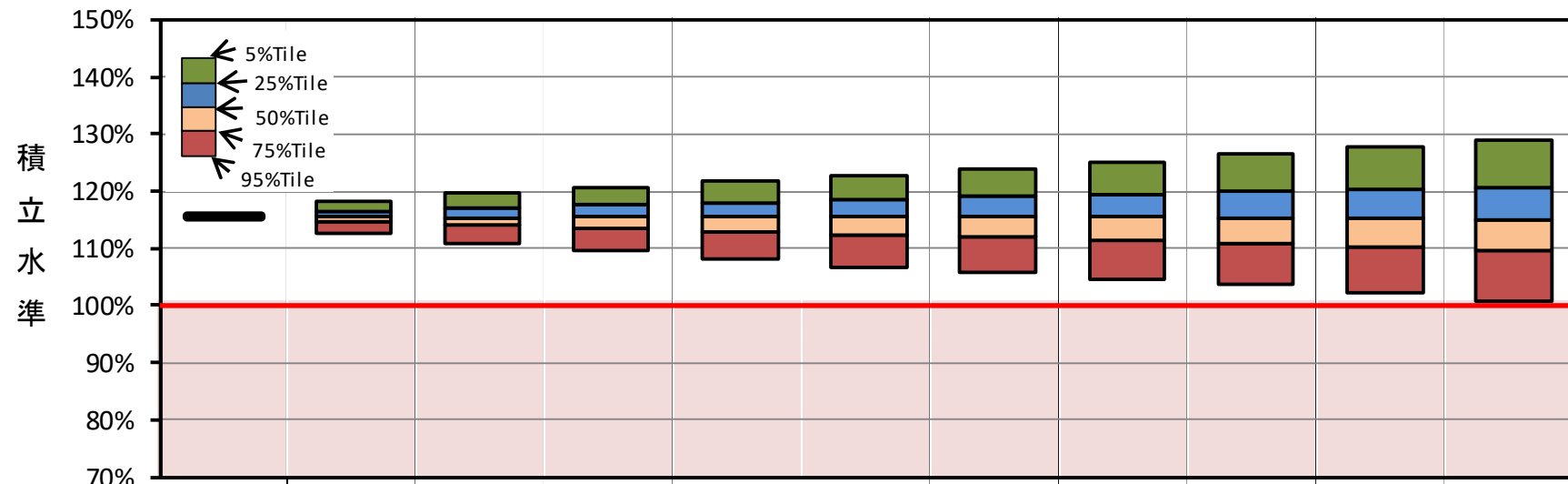


## マネジャーの選定・評価

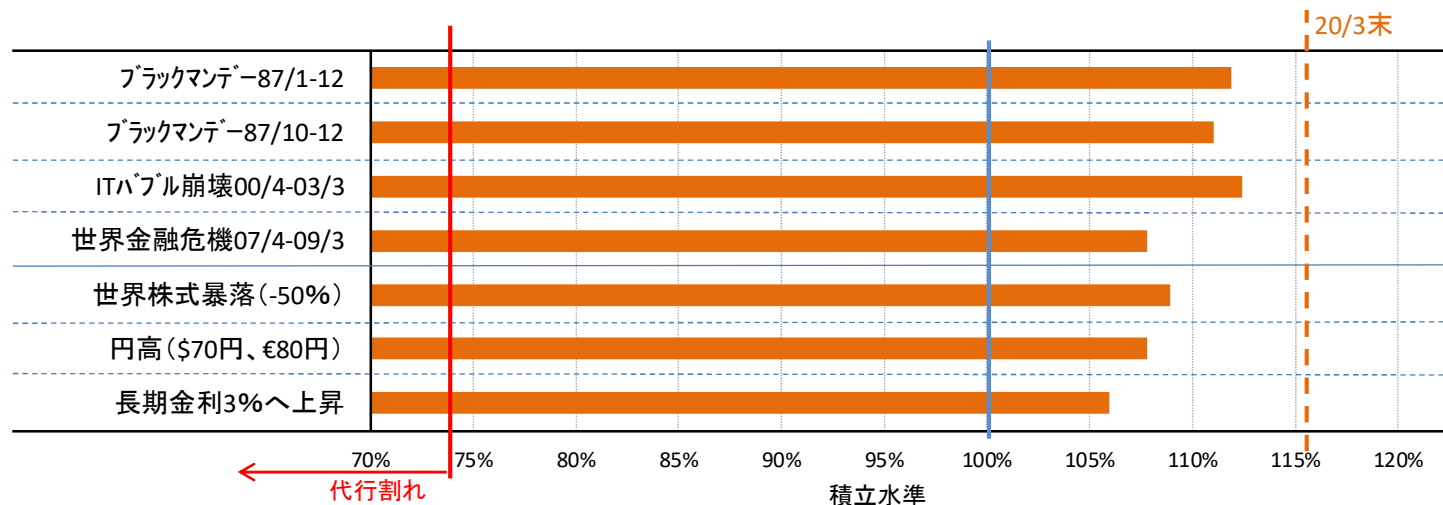


# ALM分析・ストレステスト

2019年度末基準 基本年金等ポートフォリオ



	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
50%Tile値	115.4%	115.4%	115.6%	115.5%	115.6%	115.5%	115.4%	115.3%	115.2%	115.0%
95%Tile値	112.7%	110.9%	109.7%	108.1%	106.7%	105.7%	104.6%	103.6%	102.2%	100.6%
非達成確率	0.00%	0.00%	0.03%	0.17%	0.41%	0.99%	1.46%	2.26%	3.06%	4.36%



＜参考＞2021年6月25日公表資料

<https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/files/pfaunyo2020.pdf>

# 2020年度 年金資産の運用状況(概況)

---

## ◆基本年金等

- 2020年度の運用利回りは +22.76%と過去最高を記録した。
- 2020年度の超過収益率は過去最大の +2.29%となった。5年平均で +1.17%、10年平均で +0.87%と、安定的に超過収益を獲得している。
- 年度末の資産構成割合は、年度内のキャッシュフローやリバランスの調整により、ほぼ政策アセットミックスの基準値(内外債券60%、内外株式40%)通りとなっている。
- 2020年度は年間で4,223億円のキャッシュアウト(年金給付資金等 -8,408 億円、負担金等 +4,185億円)となり、株式市場の上昇とともに複数回にわたり内外株式を約1兆3,000億円売却するリバランスを実施した。

## ◆通算企業年金

- 2020年度の運用利回りは +11.42%となった。
- 2020年度の超過収益率は +2.22%となり、5年平均では +1.12%であった。
- 2020年度は年間で144億円のキャッシュインがあり、これによる資金配分と、グローバル株式を複数回にわたり約250億円売却するリバランスにより、年度を通じてほぼ政策アセットミックスの基準値(債券80%、グローバル株式20%)を維持した。

# 運用状況

基本年金等：厚生年金基金基本年金経理の固定資産

通算企業年金：厚生年金基金加算年金経理と確定給付企業年金経理の各固定資産の合計

## 基本年金等

		2019年度末	2020年6月末	2020年9月末	2020年12月末	2020年度末
資産残高 (対前年度末)		10兆2,280億円 (-8,720億円)	10兆7,961億円 (+5,681億円)	10兆8,637億円 (+6,357億円)	11兆2,682億円 (+1兆403億円)	12兆0,390億円 (+1兆8,110億円)
資産 構 成 割 合	内外株式計	40.9%	42.5%	42.6%	44.2%	40.6%
	国内株式	15.6%	16.2%	16.7%	17.9%	17.0%
	外国株式	25.3%	26.3%	25.9%	26.3%	23.6%
	内外債券計	59.1%	57.5%	57.4%	55.8%	59.4%
	国内債券	44.1%	40.5%	39.8%	38.3%	41.2%
外国債券	15.0%	17.0%	17.6%	17.5%	18.3%	
リターン(年度累積)		-2.84%	7.28%	10.23%	16.51%	22.76%
リスク		6.89%	10.59%	10.09%	10.21%	8.99%

## 通算企業年金

		2019年度末	2020年6月末	2020年9月末	2020年12月末	2020年度末
資産残高 (対前年度末)		4,282億円 (+226億円)	4,516億円 (+234億円)	4,618億円 (+336億円)	4,806億円 (+524億円)	4,925億円 (+643億円)
構 成 比	グローバル株式	19.3%	20.8%	19.4%	20.9%	20.8%
	債券	80.7%	79.2%	80.6%	79.1%	79.2%
リターン(年度累積)		-1.00%	3.89%	5.65%	8.60%	11.42%
リスク		3.02%	5.23%	4.74%	5.30%	4.88%

資産残高合計 (対前年度末)	10兆6,562億円 (-8,494億円)	11兆2,476億円 (+5,914億円)	11兆3,255億円 (+6,693億円)	11兆7,489億円 (+1兆927億円)	12兆5,314億円 (+1兆8,752億円)
-------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	----------------------------

\*年度末のリターンは修正総合利回り、年度中のリターンは金額加重収益率(IRR) \*リスクはBarraOneによる



# 修正総合利回りの推移

## 基本年金等

(単位:%)

2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
2.06	15.43	13.24	13.97	-2.59	5.96	7.27	2.74	-2.84	22.76
5年平均	10年平均	1996年度来							
6.85	7.51	4.57							

\*1996年度に資産配分規制が撤廃され運用が自由化された。

## 通算企業年金

(単位:%)

2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
2.06	15.43	13.24	6.62	-0.75	3.07	3.23	3.14	-1.00	11.42
5年平均	2014年度来								
3.90	3.60								

\*通算企業年金のポートフォリオは、2013年度までは基本年金等と合算で運用されていた。

# 資産別運用結果

## 基本年金等

	2019年度			2020年度			超過収益 (過去5年平均)	超過収益 (過去10年平均)
	時間加重収益率	ベンチマーク	超過収益率	時間加重収益率	ベンチマーク	超過収益率	(2016年～2020年)	(2011年～2020年)
合計	-3.14%	-4.28%	1.14%	22.70%	20.40%	2.29%	1.17%	0.87%
国内株式	-10.54%	-9.50%	-1.04%	45.97%	42.13%	3.84%	0.43%	0.27%
外国株式	-8.49%	-13.44%	4.95%	56.21%	58.24%	-2.03%	1.97%	1.41%
国内債券	0.37%	-0.12%	0.49%	1.78%	-0.84%	2.62%	0.95%	0.62%
外国債券	1.15%	4.37%	-3.22%	7.99%	5.43%	2.55%	0.56%	-0.18%

## 通算企業年金

	2019年度			2020年度			時間加重収益率 (過去5年平均)	超過収益 (過去5年平均)
	時間加重収益率	ベンチマーク	超過収益率	時間加重収益率	ベンチマーク	超過収益率	(2016年～2020年)	(2016年～2020年)
合計	-0.88%	-2.56%	1.68%	11.45%	9.23%	2.22%	3.93%	1.12%
グローバル株式	-12.51%	-13.44%	0.93%	60.24%	58.24%	2.00%	14.10%	1.27%
債券	1.67%	-0.12%	1.79%	1.43%	-0.84%	2.27%	1.28%	1.15%

# 資産別キャッシュフロー(リバランス)

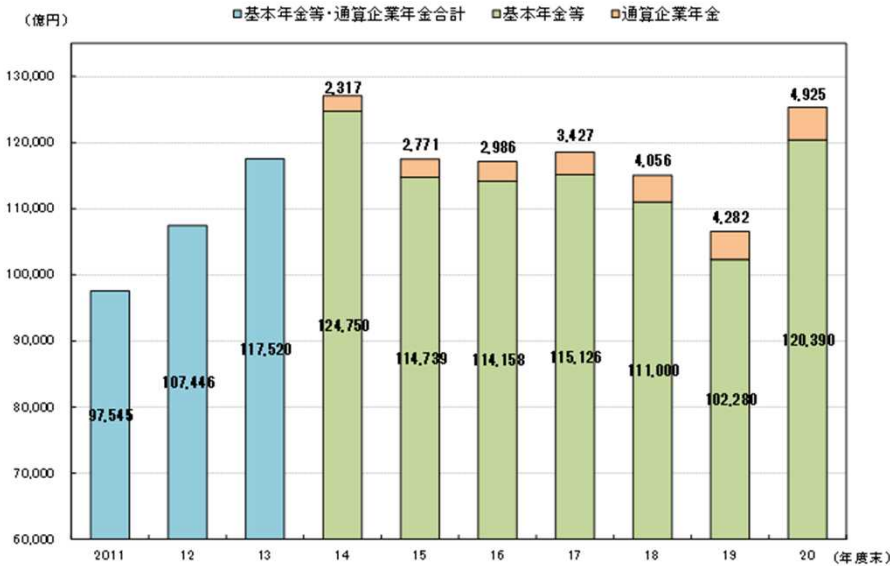
2020年度	基本年金等				通算企業年金(共同運用事業含む)		
	国内株式	外国株式	内外債券	合計	グローバル株式	債券	合計
4月		60億円	-86億円	-25億円		61億円	61億円
5月	0億円	-1,002億円	-586億円	-1,588億円		-8億円	-8億円
6月	-500億円	-974億円	1,446億円	-28億円	-53億円	67億円	14億円
7月		-986億円	-319億円	-1,305億円	-51億円	40億円	-11億円
8月		-976億円	1,035億円	58億円		37億円	37億円
9月		55億円	-1,031億円	-977億円	-52億円	57億円	5億円
10月		18億円	-81億円	-63億円		7億円	7億円
11月	0億円	-2,031億円	71億円	-1,960億円		11億円	11億円
12月		51億円	-78億円	-27億円		41億円	41億円
1月	-508億円	-1,049億円	588億円	-969億円	-51億円	44億円	-8億円
2月	-502億円	-2,006億円	2,563億円	56億円	-51億円	59億円	8億円
3月	-506億円	-2,049億円	5,160億円	2,605億円		-4億円	-4億円
合計	-2,015億円	-10,891億円	8,682億円	-4,223億円	-259億円	412億円	153億円

# オルタナティブ投資

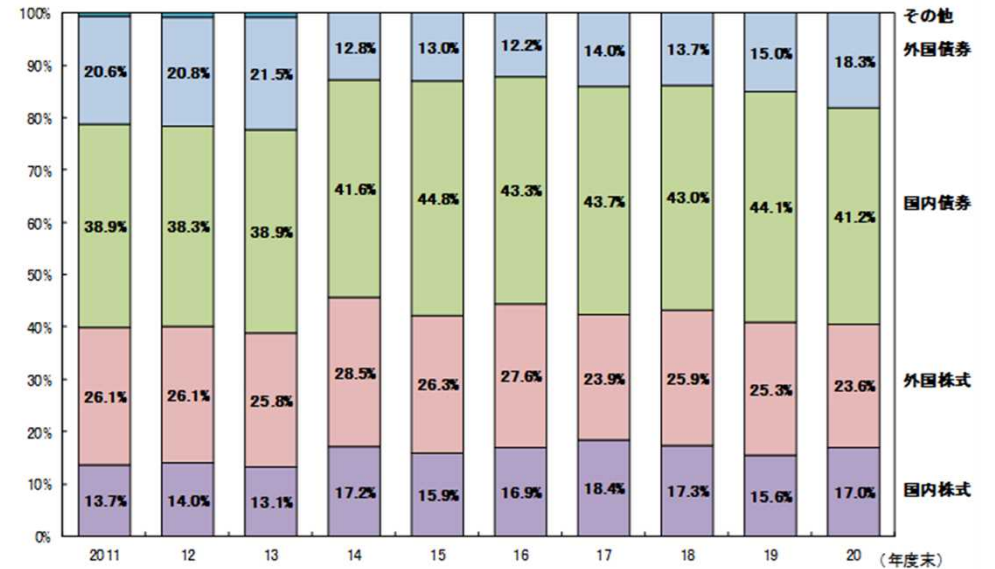
	運用開始	目的	投資対象	スキーム	投資金額 (2021年3月末)	割合	基準値
プライベート エクイティ	2002/09	主に非流動性プレミアムと投資先企業に対する有効なガバナンスから生まれるアルファを長期的に獲得	バイアウト、ベンチャーキャピタル、及びそれらに準ずる投資	信託銀行・投資顧問会社が直接ファンドに投資、共同投資など。	基本：6,295億円	5.2%	基本 4% (±2%)
ヘッジファンド	2007/10	安定的な絶対リターンを獲得 (債券エクスポージャーの一部)	イベントドリブン、レティバリュ、グローバルマクロ、その他	投資顧問会社が再委託先の助言に基づき各シングルファンドに投資	基本：6,381億円 通企：446億円 合計：6,827億円	5.3% 8.8%	基本 4% (±2%) 通企 上限15%
不動産	2009/06 (1973/06)	長期的なインカムゲインの獲得	匿名組合出資、特定目的会社優先出資証券、REIT、その他	信託銀行・投資顧問会社が不動産投資ビークル等に投資	基本：832億円 通企：56億円 合計：888億円	0.7% 1.1%	
インフラ ストラクチャー	2011/11	長期的なインカムゲインの獲得	インフラエクイティ	投資顧問会社が直接ファンドに投資	基本：741億円 通企：96億円 合計：838億円	0.6% 1.9%	基本 4% (±2%) 通企 上限20%
安定的インカム	2016/11	長期的なインカムゲインの獲得	インフラデット、ダイレクトレンディング、ロイヤルティ戦略、資産リース、保険関連投資、農業・森林投資及びその他ファイナンス等	投資顧問会社が直接ファンドに投資	基本：155億円 通企：134億円 合計：289億円	0.1% 2.6%	
合計					基本：14,405億円 通企：732億円 合計：15,137億円	12.0% 14.5%	基本 12% (±2%) 通企 上限35%

# <参考資料>

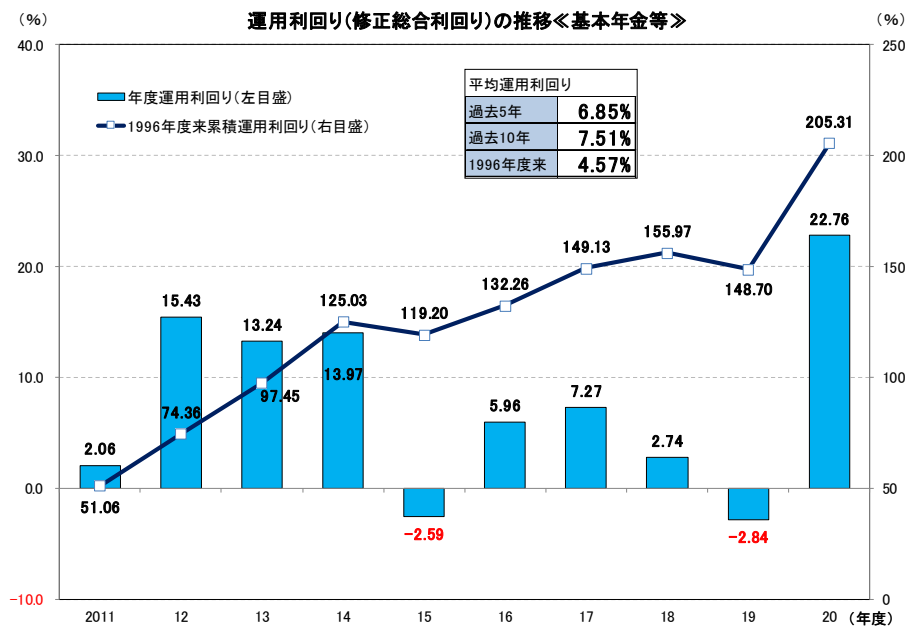
資産残高の推移



資産構成割合の推移<基本年金等>



運用利回り(修正総合利回り)の推移<基本年金等>



時間加重収益率と超過収益率の推移<基本年金等>

