

# 『オルイン』 第5回 年金プロダクト需給調査

**SOKEN INC.**  
Financial Marketing Firm

2022年8月  
株式会社想研  
「オルイン」編集部

# 調査概要

調査目的 : 企業年金における資産運用の実態および、企業年金が採用する投資戦略(プロダクト)に対する需要サイド(企業年金)と供給サイド(資産運用会社)の動向を調査することで、国内企業年金を取り巻く課題と運用の方向性を捉える。

第1回~第3回(2016年~2018年) 第4回(2020年)から隔年で実施

調査主体 : 機関投資家向け運用情報誌『オルイン』(発行:株式会社想研)

調査期間 : 2022年5月9日(月)~6月3日(金)

調査方法 : webアンケート

# 調査概要

回答件数 : 国内企業年金基金129件、資産運用会社41社

企業年金属性 : 基金型企業年金基金:111、規約型企業年金基金:16、その他・共済等:2

協力運用会社一覧:

朝日ライフ アセットマネジメント / アセットマネジメントOne / Adams Street Partners / アムンディ・ジャパン / ウェスタン・アセット・マネジメント / HSBCアセットマネジメント / NNインベストメント・パートナーズ / MFSインベストメント・マネジメント / MCPアセット・マネジメント / キャピタル・グループ / キャピタル・ダイナミックス / コーヘン&ステアーズ・ジャパン / ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント / GCMインベストメンツ / JPモルガン・アセット・マネジメント / ジャナス・ハンダーソン・インベスターズ・ジャパン / シュローダー・インベストメント・マネジメント / 第一生命保険 / ドイチェ・アセット・マネジメント / 日興アセットマネジメント / ニューバーガー・バーマン / 野村アセットマネジメント / 野村不動産投資顧問 / HarbourVest Partners Japan / パインブリッジ・インベストメンツ / BNPパリバ・アセットマネジメント / PGIMジャパン / ピクテ投信投資顧問 / フィデリティ投信 / Federated Hermes Japan / フォントベル・アセット・マネジメント / ブラックロック・ジャパン / フランクリン・テンプルトン・ジャパン / ベアリングス・ジャパン / 三井住友信託銀行 / 三井住友DSアセットマネジメント / 三菱UFJ信託銀行 / 明治安田アセットマネジメント / UBSアセット・マネジメント / リそな銀行 / ロベコ・ジャパン (社名五十音順)

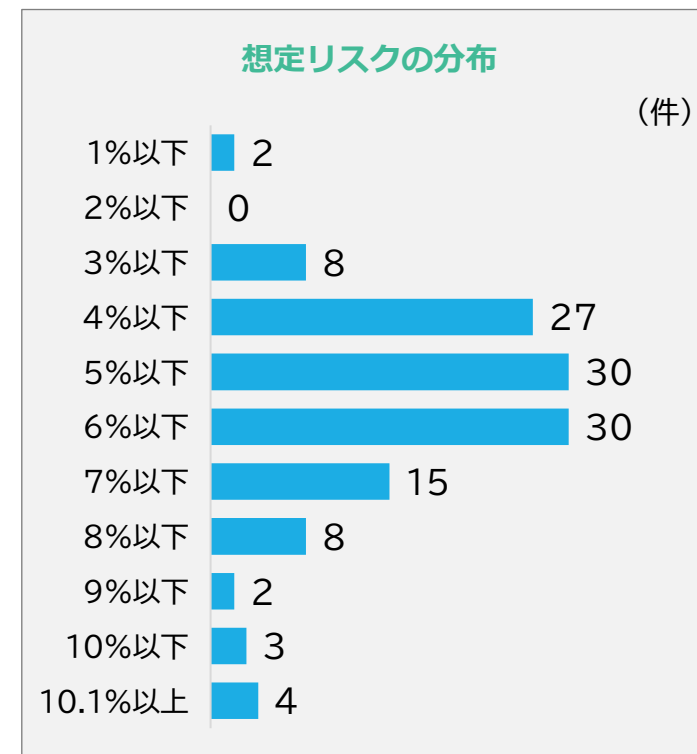
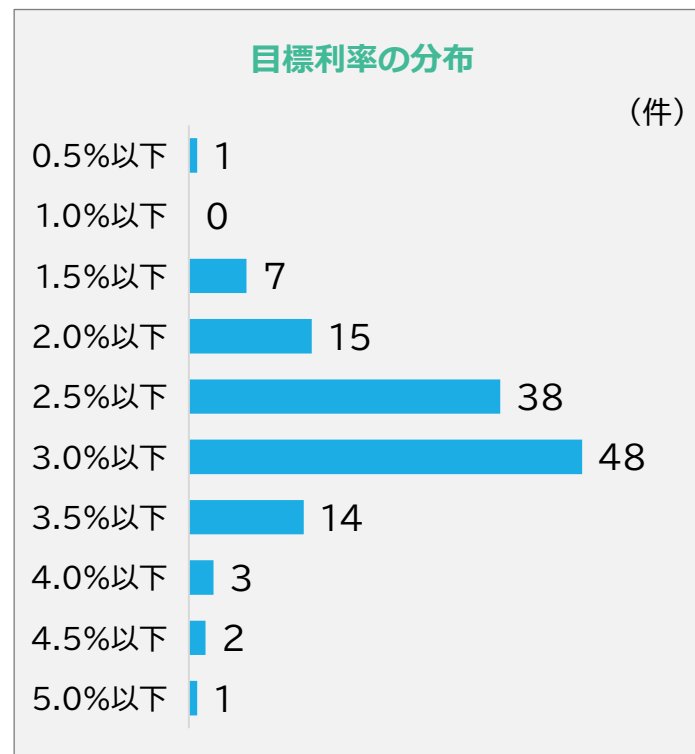
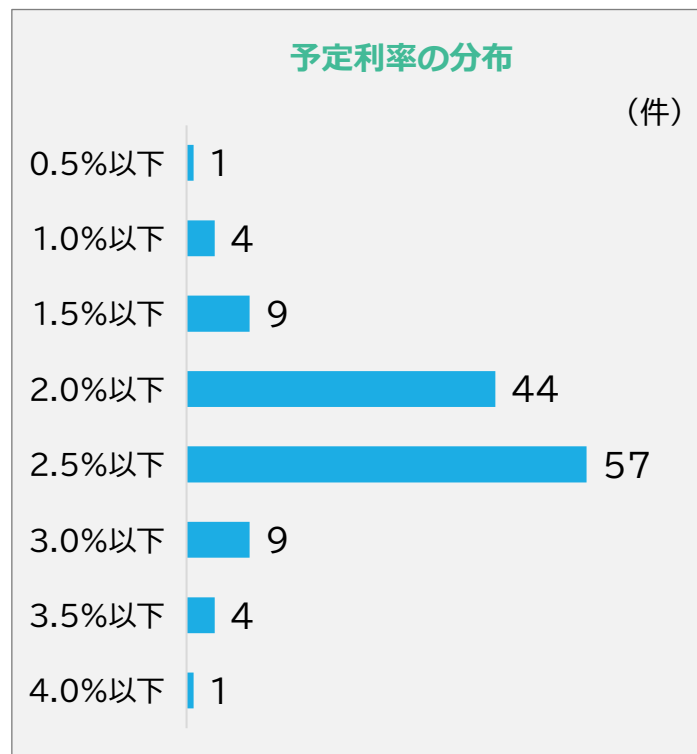


Part 1

# 国内企業年金の運用実態

# 予定利率・目標利率・リスク水準

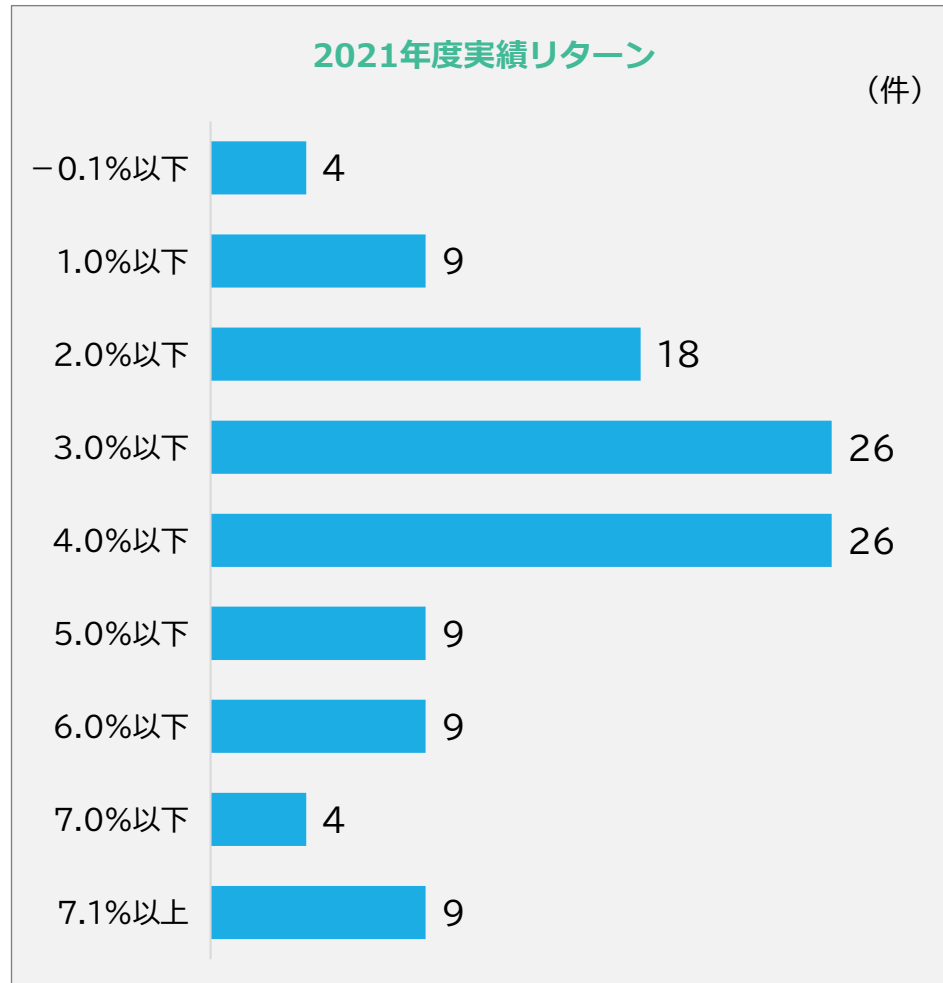
n=129



- ◆ 予定利率の分布は「2.1%～2.5%」が57件で最も多く、全体の44%を占めている。目標利率はここに諸費用分にあたる0.5%程度を上乗せした「2.6～3.0%」が最多で、2020年6月に実施した前回調査と同様の結果となった。
- ◆ 想定リスク水準は「4.0%以下」「5.0%以下」「6.0%以下」がほぼ横並びとなった。「5.0%以下」を頂点にピラミッド型を示していた前回と比較すると、「3.0%以下」の回答が減ったことで、想定リスク水準は全体的に上昇している。

# 21年度のリターン実績

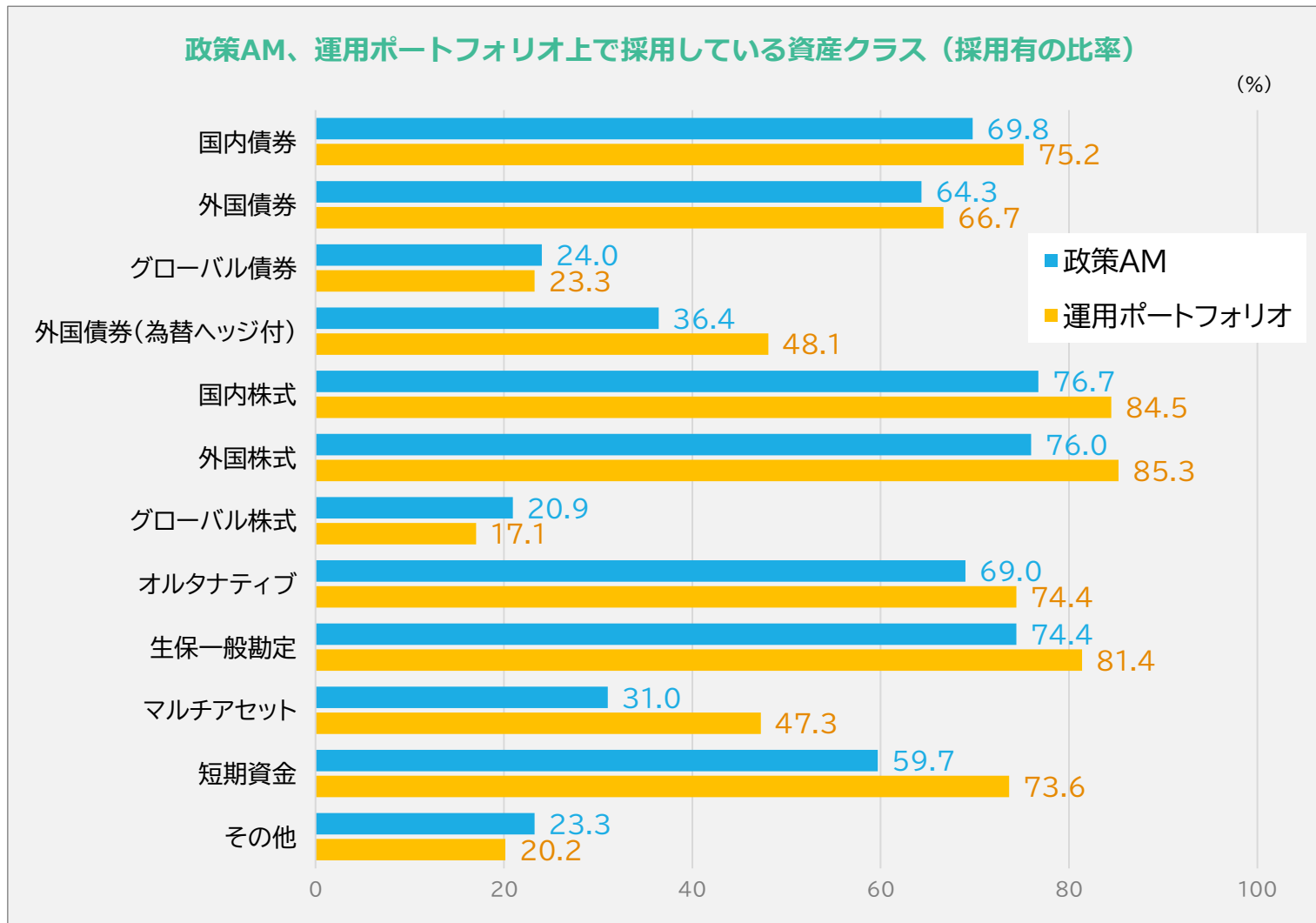
n=114



- ◆ 2021年度の実績リターン(有効回答数114)は、第4四半期に大きな下落が発生したものの、年度を通せば2%台~3%台を中心に多くの基金でプラスリターンとなった。
- ◆ 実績リターンの平均値は3.34%で、最高値は11.7%だった。
- ◆ 6割弱の基金では設定した目標利率を達成している。

# 各資産の採用状況

n=129

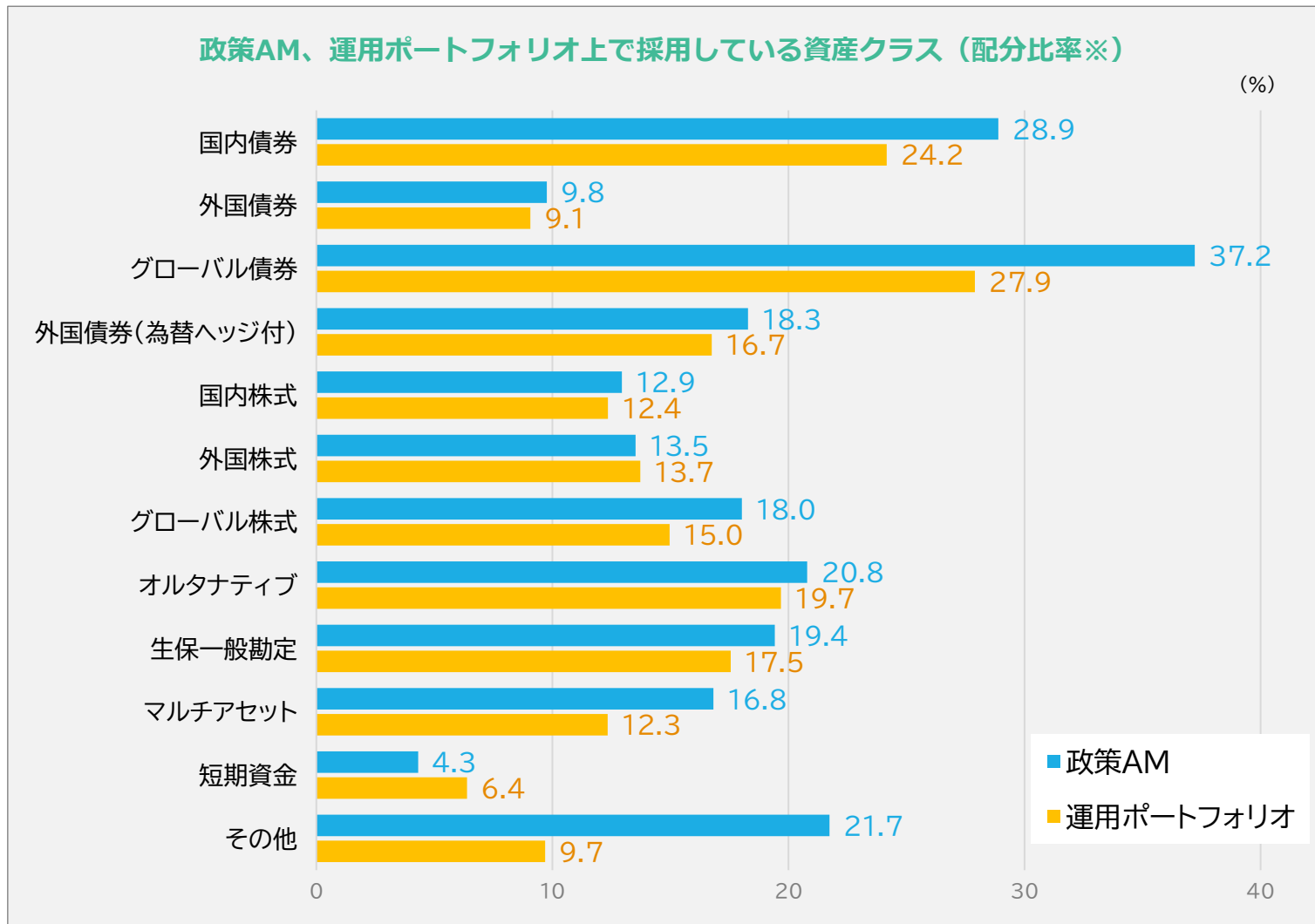


◆ 企業年金が策定する政策アセットミックス(政策AM) 上での国内債券の採用率は69.8%、外国債券の採用率は64.3%、グローバル債券の採用率は24.0%となった。過去調査ではグローバル債券の採用率上昇にともない、国内債券と外国債券の採用率が低下する「内外債券一本化」の傾向が見られたが、今回調査ではグローバル債券の採用率に大きな変化はなかった。

◆ 債券・株式以外の非伝統的資産では、政策AMでオルタナティブ資産を採用する比率が前回調査から6.5ポイント上昇して69.0%となり、複数資産に横断的に投資するマルチアセット戦略枠を独立して設ける割合も3.7ポイント上昇して31.0%となった。マルチアセット戦略は政策AMに枠を設けないケースも多く、実際の運用ポートフォリオ上での採用率は47.3%に達している。

# 各資産の採用比率

n=129



- ◆ 採用中の各資産クラスについて、全体に占める比率を尋ねたところ、国内債券は前回調査から政策AM上では2.0ポイント、運用ポートフォリオ上では2.6ポイントの減少で、初めて政策AM上の比率が30%を下回るなど、「円債離れ」が進行している。
- ◆ 一方、為替ヘッジ付き外国債券の比率は上昇しており、前回から政策AM上で8.4%、運用ポートフォリオでは2.5%上昇している。
- ◆ 採用率が上昇したマルチアセット戦略は、政策AM上の比率も上昇しており、前回から6.5ポイント上昇の16.8%になった。

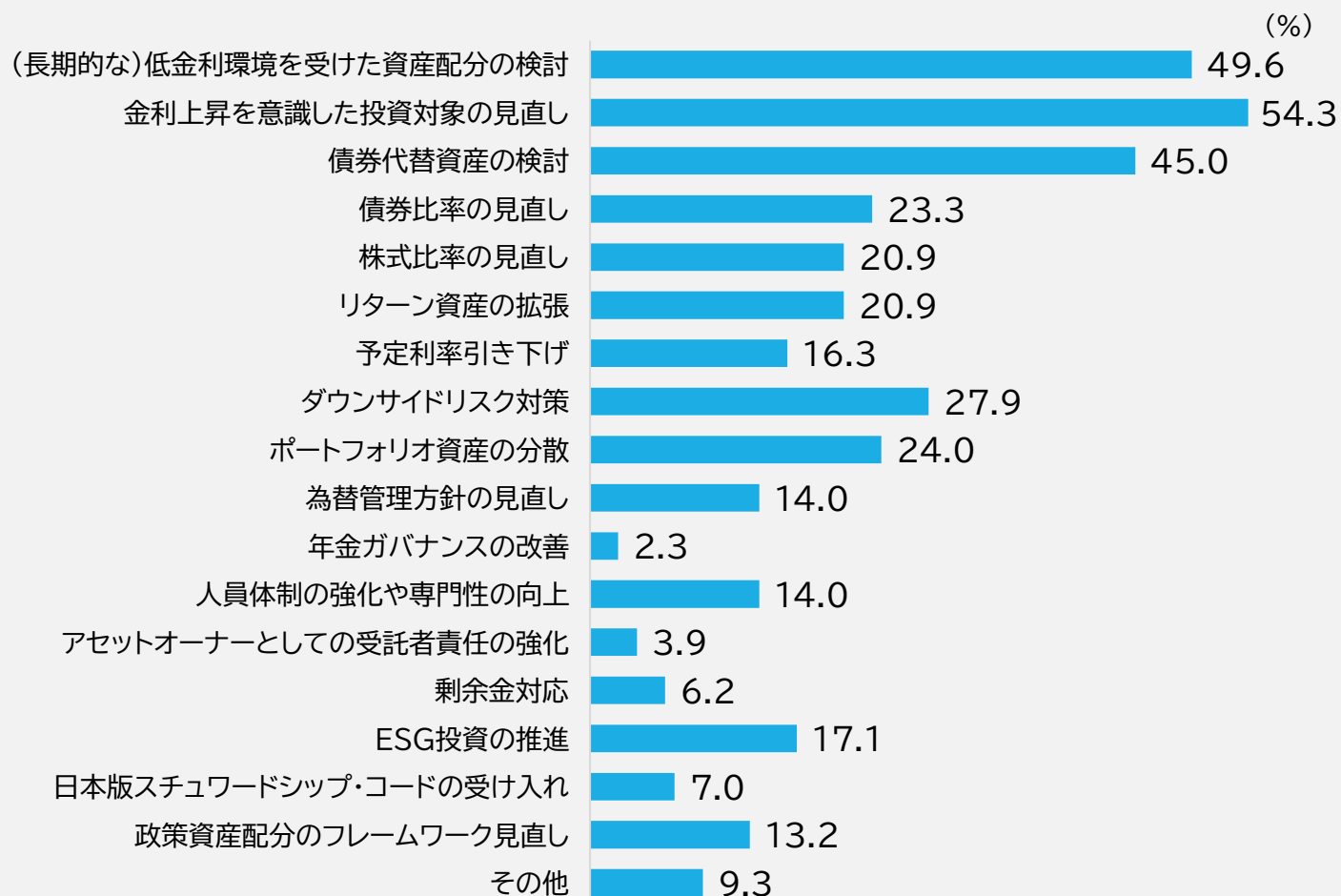
※図中の配分比率は単純平均のため、全体の合計値は100%にはならない



# 年金運用の課題

n=129

## 年金運用に際して対策が必要だと考える課題（複数回答）



- ◆「年金運用に際して、現在対策が必要だと考えている課題」を複数選択形式で聞いたところ、今回から新たに選択肢を設けた「金利上昇を意識した投資対象の見直し」が54.3%で最多となり、前回調査で最も票を集めた「(長期的な)低金利環境を受けた資産配分の検討」は、7.4ポイント低下して49.6%となった。両方を選択する企業年金も多く、低金利にともなう利回り低下と、金利上昇による債券価格下落の板挟みの状態にある。
- ◆市場環境が不安定なこともあり「ダウンサイドリスク対策」が前回調査から11.5ポイント増加したほか、投資対象の多様化・複雑化を反映してか「人員体制の強化や専門性の向上」も7.7ポイント上昇している。
- ◆「ESG投資の推進」は前回調査から27.4ポイント低下した。ただし、この結果はESG投資が普及したことの裏返しと見ることもできる。

Part 2

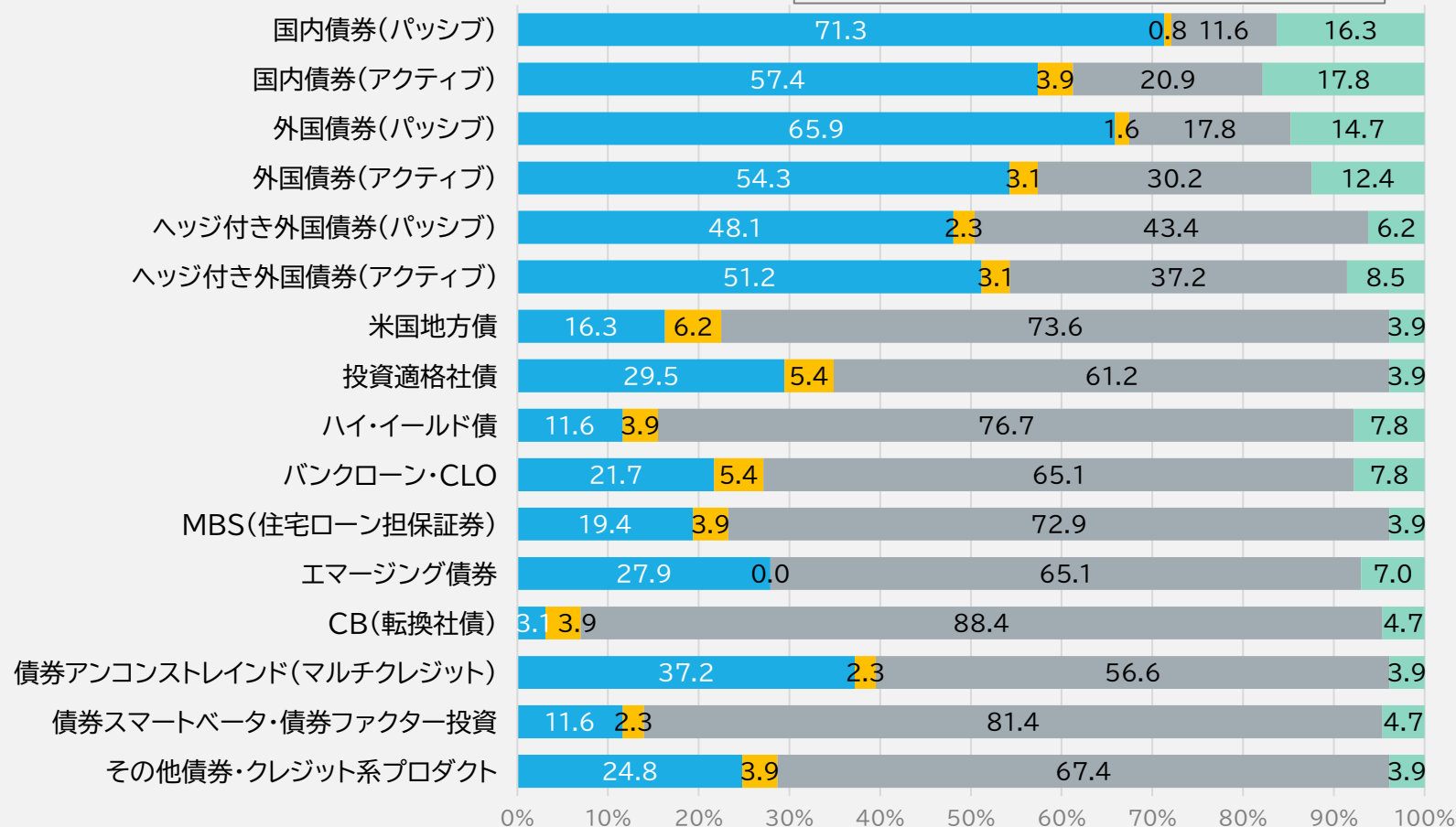
# 企業年金のプロダクト採用状況

# 債券・クレジット系資産

n=129

プロダクト採用等状況【債券・クレジット系】

■採用済 ■検討中 ■実績なし ■解約済



◆ ソブリンなどの債券を対象とするプロダクトではパッシブ運用を採用する基金が多く、国内債券では71.3%、外国債券では65.9%の基金が採用済と回答している。しかし、高い採用率の半面、解約済との回答も多い。

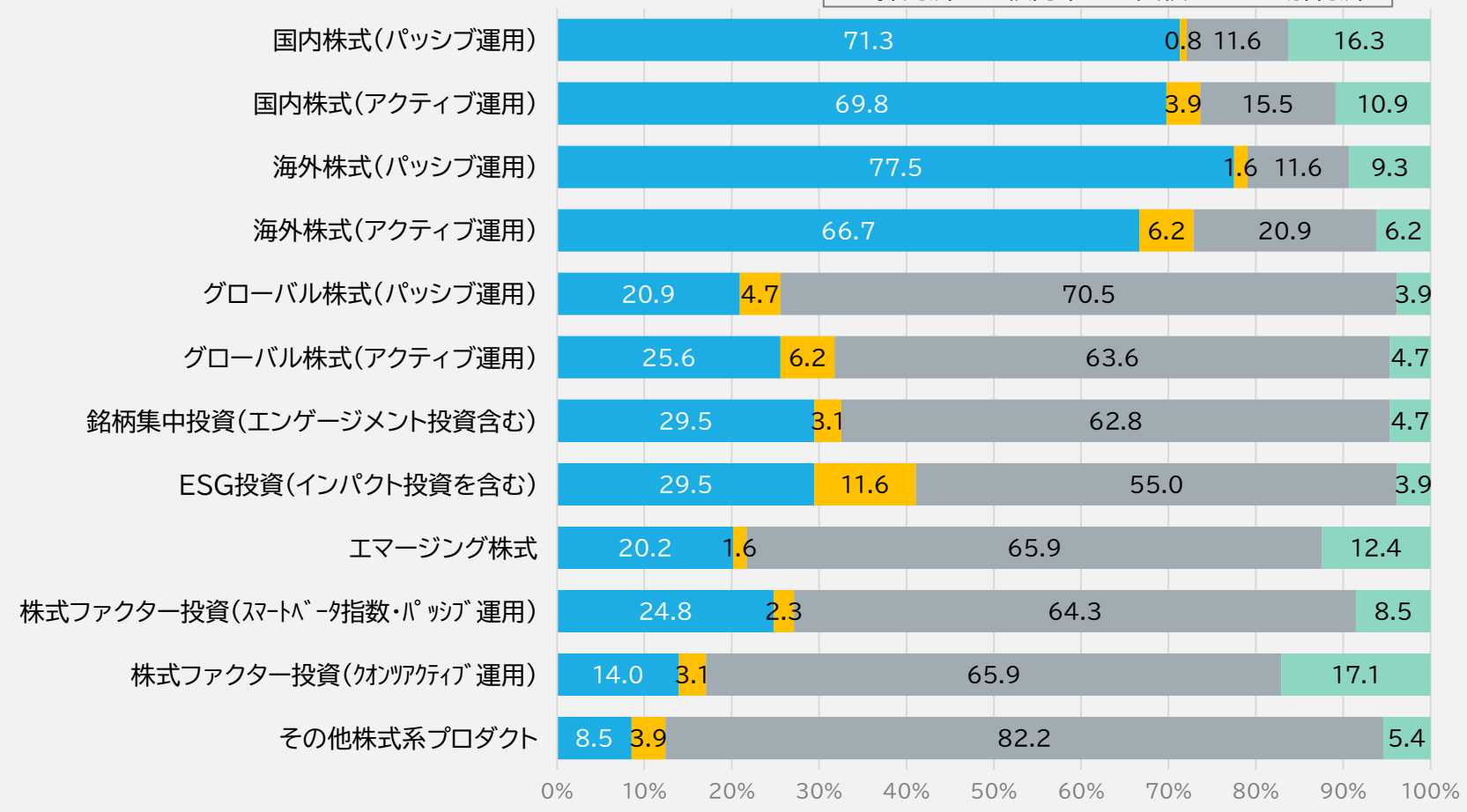
◆ クレジット系の戦略全般で、採用済と回答した基金が前回調査から増加した。幅広い債券・クレジット資産に投資し、マーケット環境に応じて資産運用会社が機動的に投資配分を変更する債券アンコンストレインド戦略は37.2%の基金が採用している。

# 株式系資産

n=129

プロダクト採用等状況【株式系】

■採用済 ■検討中 ■実績なし ■解約済

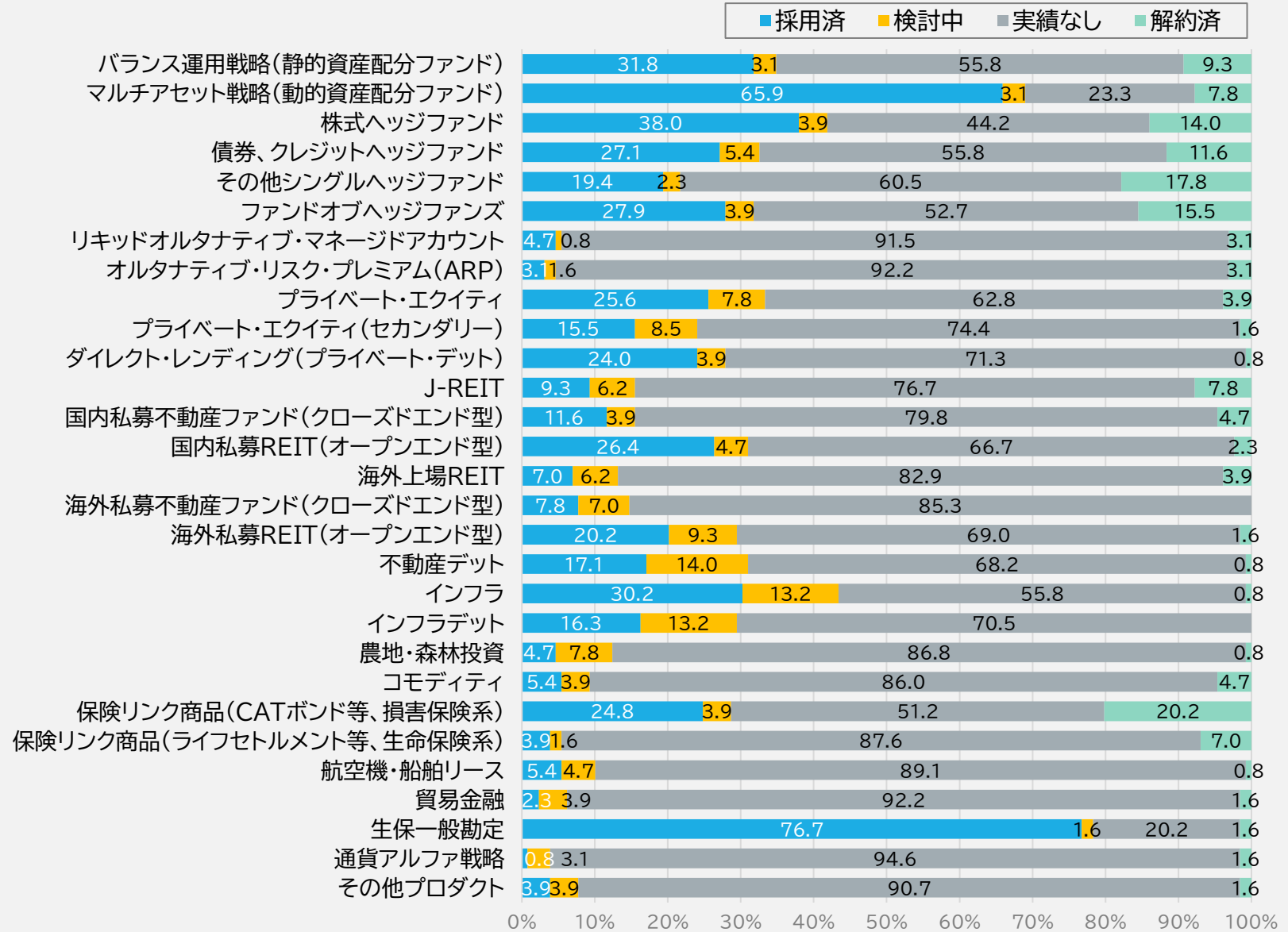


- ◆ 株式系プロダクトでは、国内と海外株式のパッシブ・アクティブ運用がそれぞれ7割前後の基金で採用されている。
- ◆ 株式でESG投資を採用する基金は、前回の15.6%から29.5%まで2倍近い上昇となった。検討中との回答は前回の15.6%からやや減少したが、それでも突出した状況となっている。

# その他系資産

- ◆ マルチアセット戦略の採用率が前回調査の50.8%から今回は65.9%へと大きく上昇した。マーケット環境の変化が激しくなる中では、債券アンコンストレインド戦略と同様、運用会社の機動的な投資判断や配分変更機能に期待を寄せる企業年金は増えている。
- ◆ プライベート・エクイティ、プライベート・デット、私募不動産、インフラなど、非上場資産を対象とするプライベートアセットは、ほぼ全ての資産クラスで採用済の比率が前回調査から上昇した。

プロダクト採用等状況【その他】



n=129



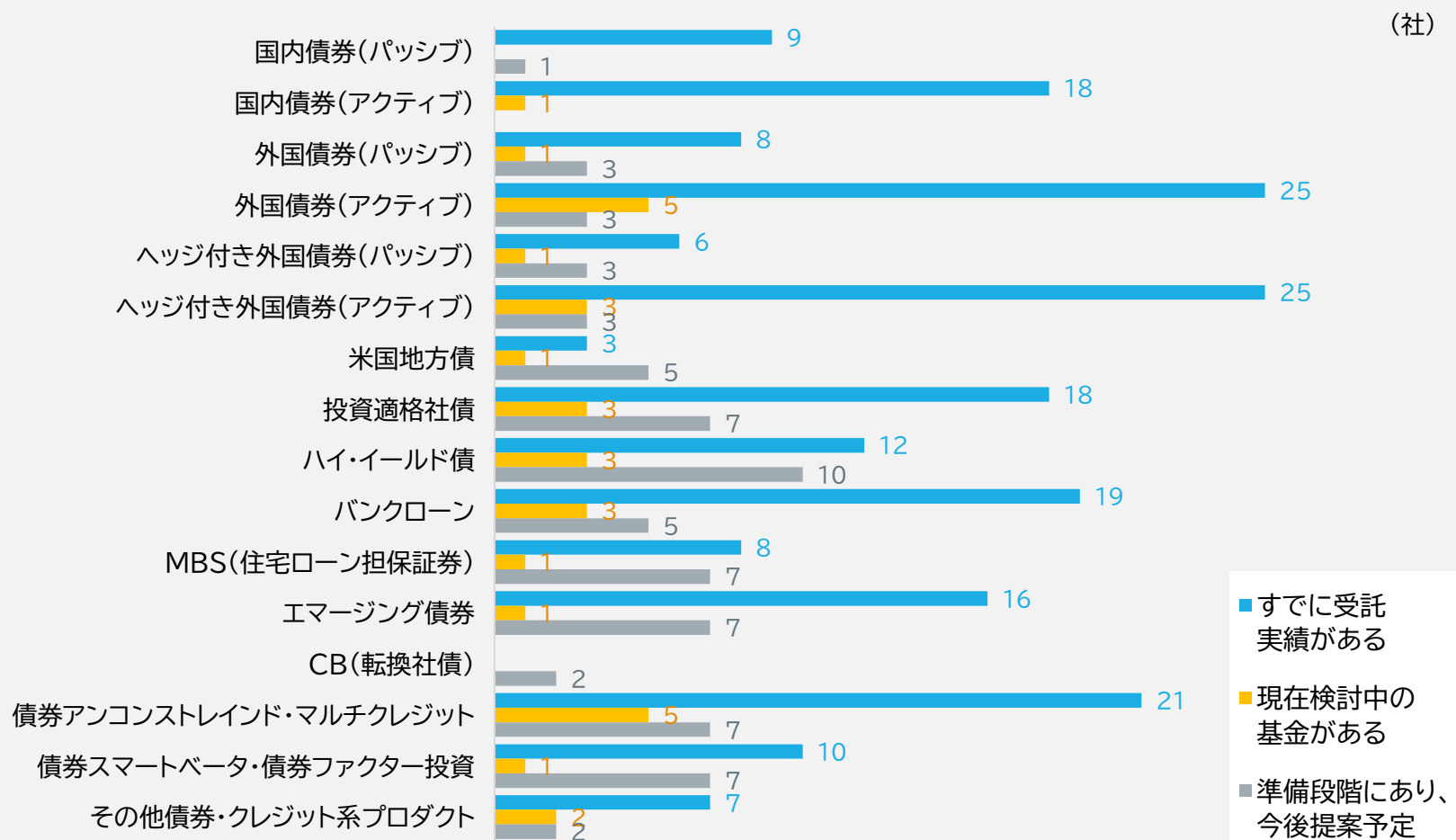
Part 3

# 運用会社のプロダクト提供状況

# 債券・クレジット系資産

n=41

プロダクトの受託・提案状況【債券・クレジット系】



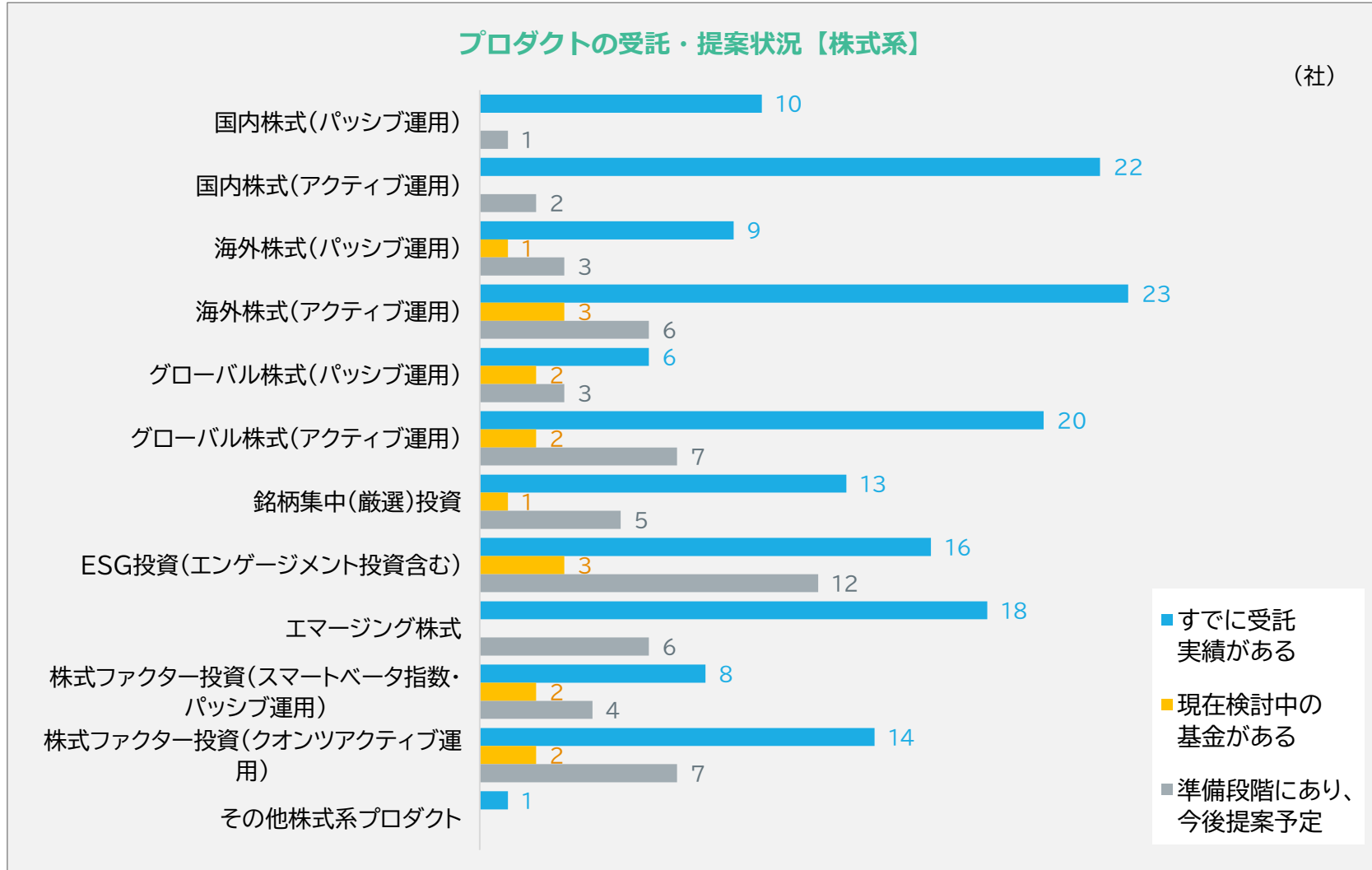
◆ 外国債券アクティブ運用、ヘッジ外債アクティブ運用、債券アンコンストレインド戦略などで受託実績のある運用会社が20社を超えた。また、外資系運用会社であっても、スキルを活かして国内債券のアクティブ運用を提供するケースが多い。

◆ 今後提案予定のプロダクトは、ハイ・イールド債券、エマージング債券、債券アンコンストレインド戦略など相対的にスプレッドの厚い資産と、投資適格社債やMBSなど安定性の高い資産の両方に回答が集まっている。

# 株式系資産

n=41

プロダクトの受託・提案状況【株式系】



(社)

- ◆ 株式系で受託実績が多いプロダクトは、海外株式、国内株式、グローバル株式のアクティブ運用など。
- ◆ ESG投資については「準備段階にあり、今後提案予定」との回答は12社で最も多く、今後は企業年金のニーズに沿った提案が増えていくと予想される。

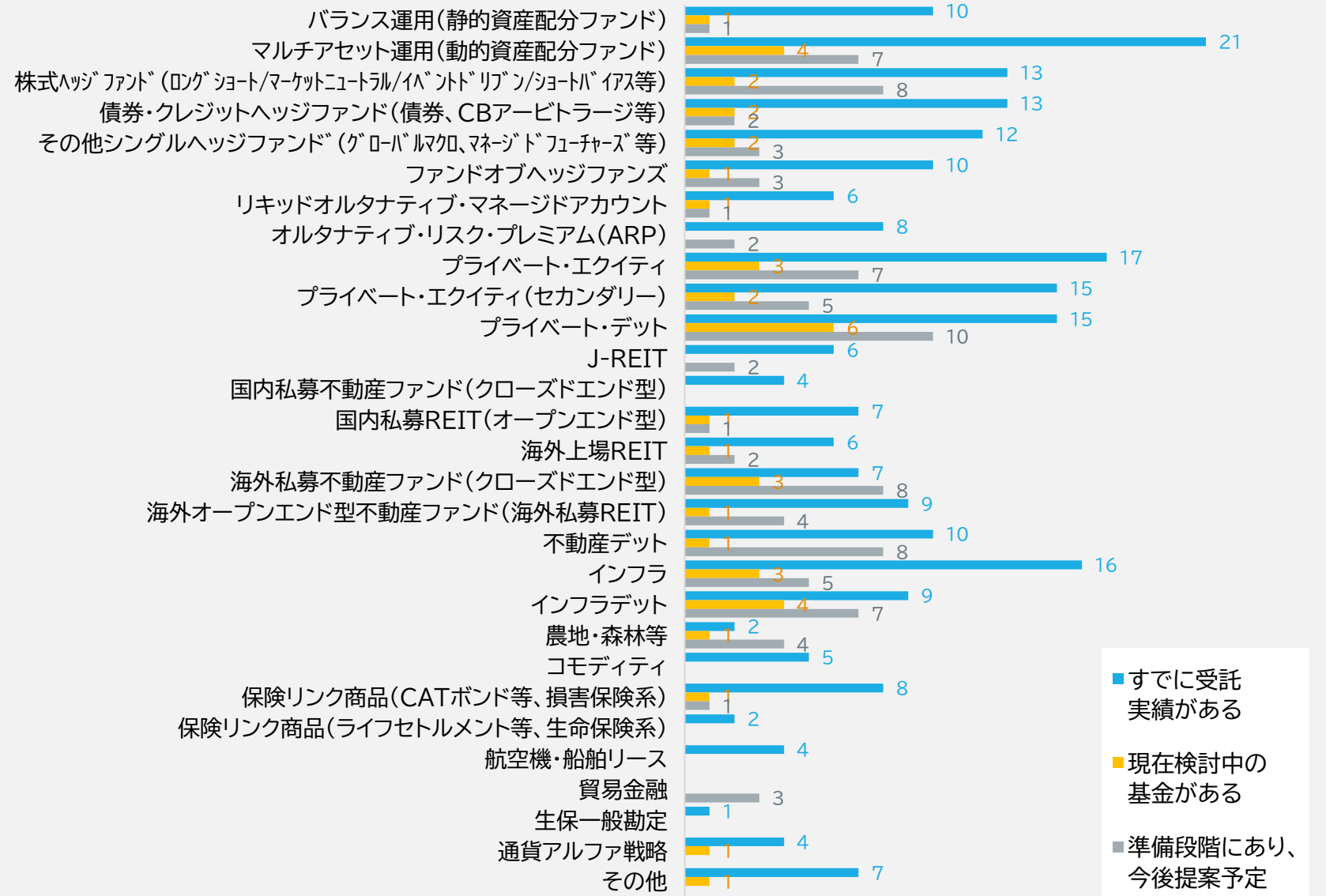


# その他系資産

- ◆ マルチアセット戦略の受託実績がある運用会社が21社で目立つほか、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、インフラなど、プライベートアセットの運用受託がある企業が多い。
- ◆ 今後の提案予定が多いのはプライベート・デットや不動産デットといった債券性のプライベートアセットに加え、海外私募不動産ファンド(クローズドエンド型)、株式ヘッジファンドなどが上位に挙がっている。市場の不確実性の高まりを受けて、時価変動の影響を抑えたり、伝統資産のリスクをヘッジしたりするプロダクトの提案が増えそうだ。

プロダクトの受託・提案状況【その他系】

(社)



n=41

Part 4

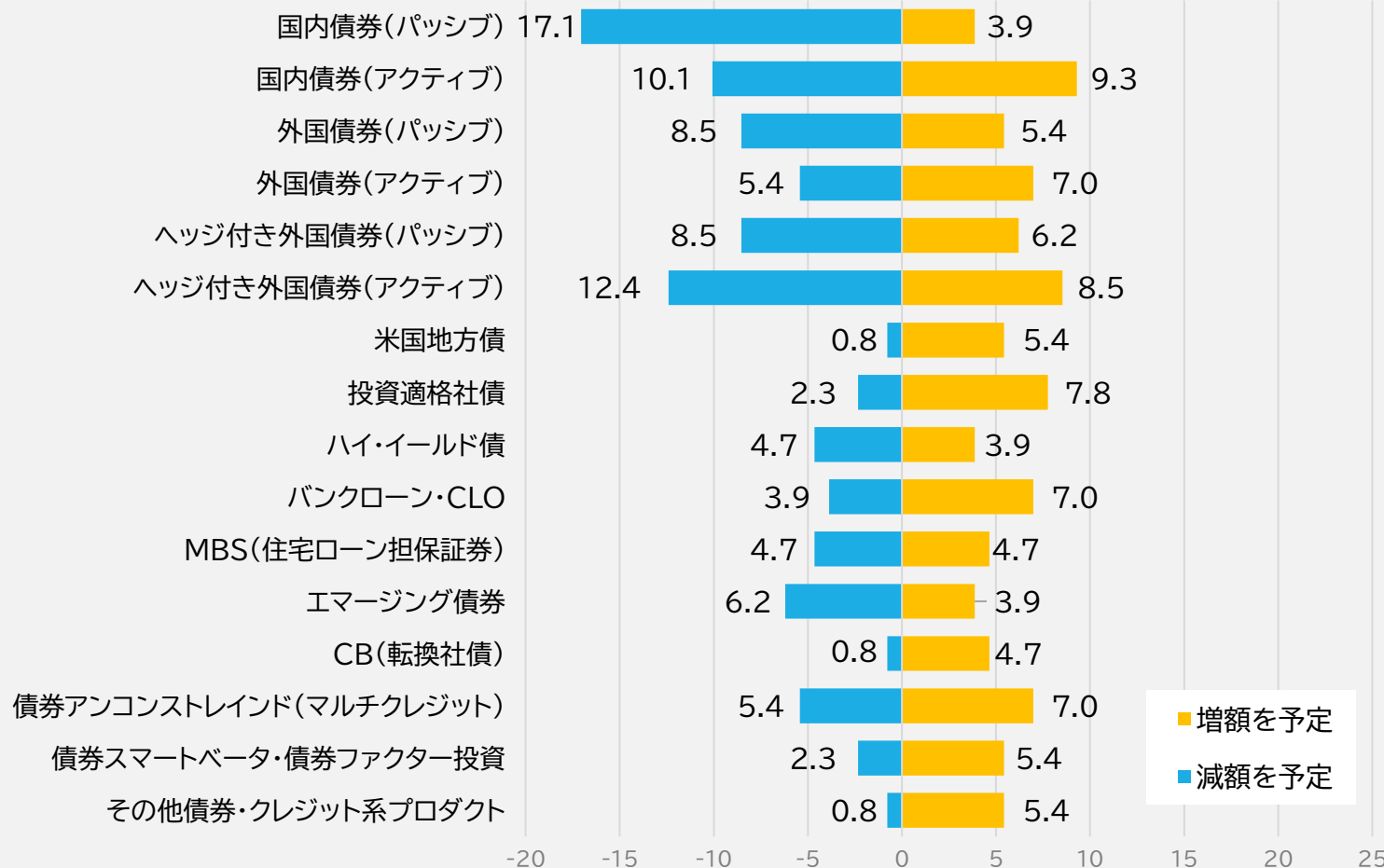
# 企業年金のプロダクト増減予定

# 債券・クレジット系資産

n=129

プロダクトの今後の増減予定【債券・クレジット系】

(%)

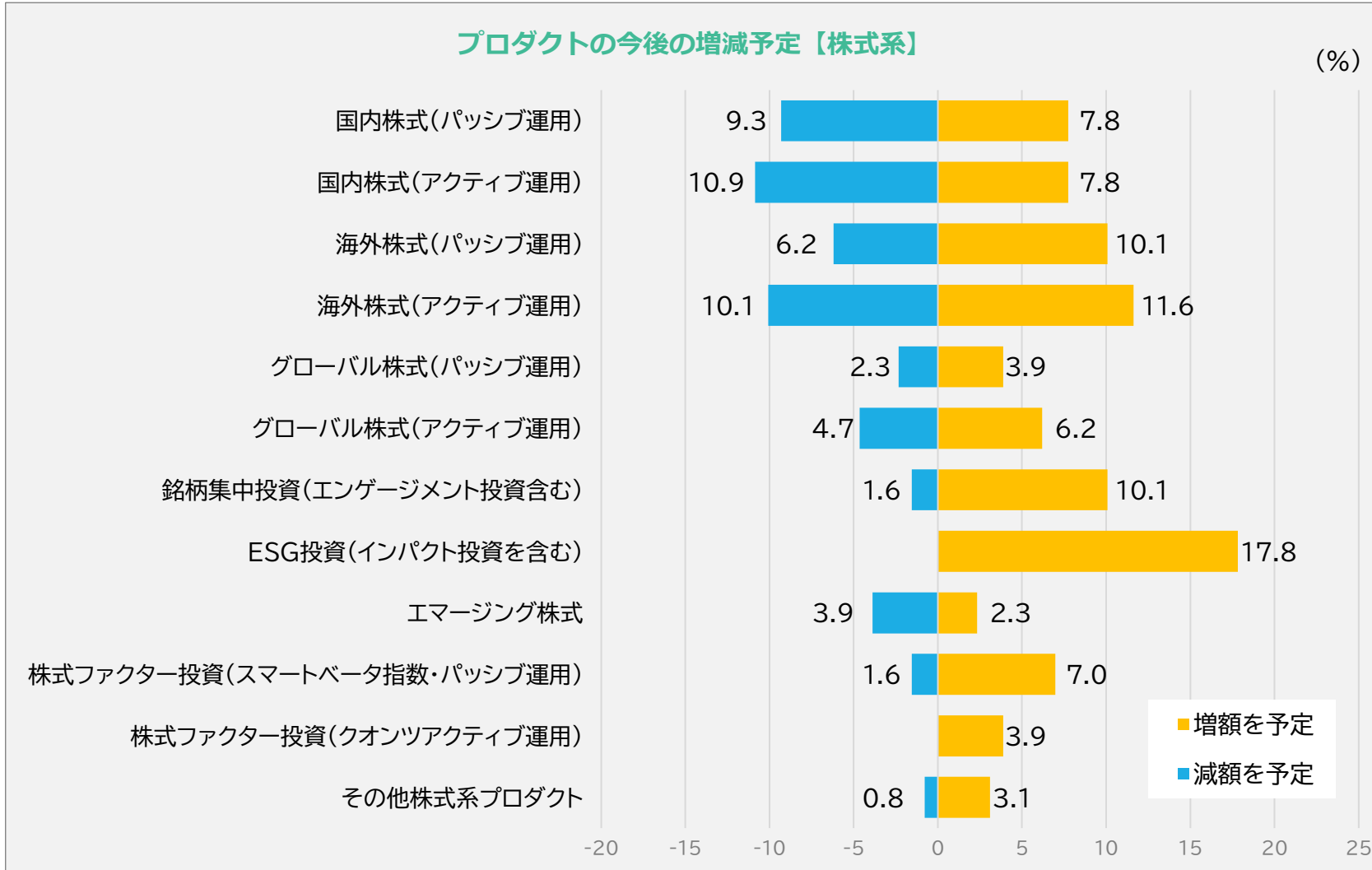


- ◆ ヘッジ外債については金利とヘッジコストの上昇懸念からと思われるニーズの減衰が進んでいて、前回調査からパッシブ運用が6.2ポイント、アクティブ運用では8.5ポイントマイナス幅が拡大した。
- ◆ クレジット系プロダクトも、多くで減額・解約の傾向が前回調査から強くなっている。急速な利上げに加えて、景気後退懸念もあり、金利やクレジットのリスクを回避する姿勢が強まっていると予想される。
- ◆ 一方で、増額・採用ニーズに目を向けると、上位は国内債券アクティブ運用、ヘッジ外債アクティブ運用、投資適格社債などで、為替やクレジットのリスクを抑えながら、少しでも高いリターンを追求しようとする姿勢が浮かんでくる。

# 株式系資産

n=129

製品の今後の増減予定【株式系】



◆ 株式系プロダクトでは、国内株式・海外株式ともに減額傾向が見られるが、特に海外株式については運用収益を底上げするリターンドライバーとしての期待もあるためか、増額するとの回答が減額を上回る結果となった。

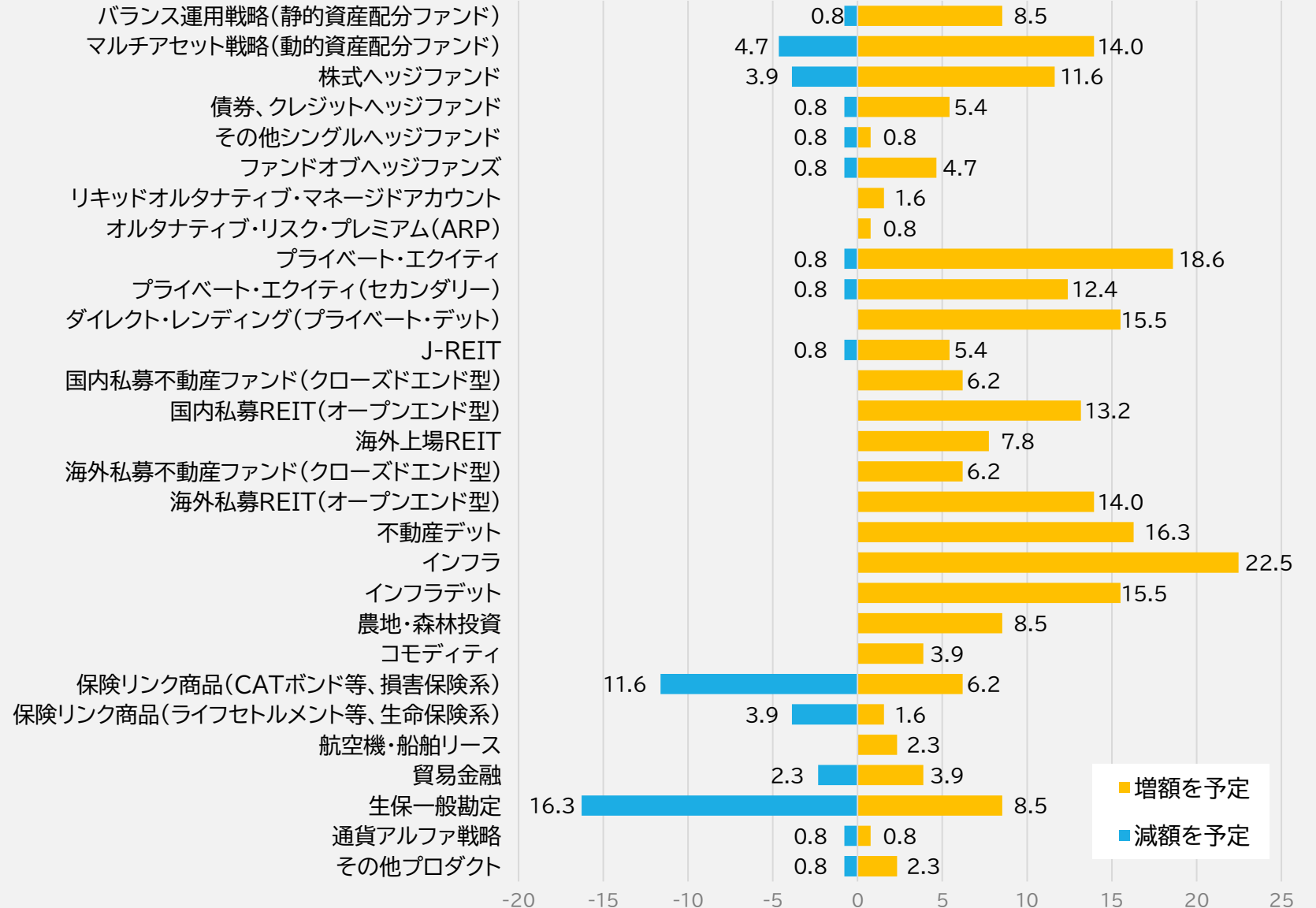
◆ ESG投資の増額傾向は前回の23.4%からは低下したものの依然として強く、減額を検討する基金はいなかった。

# その他系資産

- ◆ プライベートアセットに対する投資ニーズの強さが目立つ。プライベート・エクイティ、プライベート・デット、不動産、インフラといった主要な資産クラスのほぼ全てで、増額・採用の傾向が前回を上回る結果となった。
- ◆ 不安定なマーケット環境を反映してか、株式ヘッジファンドのニーズが前回の4.7%から11.6%に大きく上昇している。
- ◆ 減額・解約ニーズに目を向けると、生保一般勘定では相次ぐ予定利率引下げが影響してか、減額・解約を予定すると回答した基金が前回の3.1%から今回は16.3%に急増した。

プロダクトの今後の増減予定【その他】

(%)



n=129

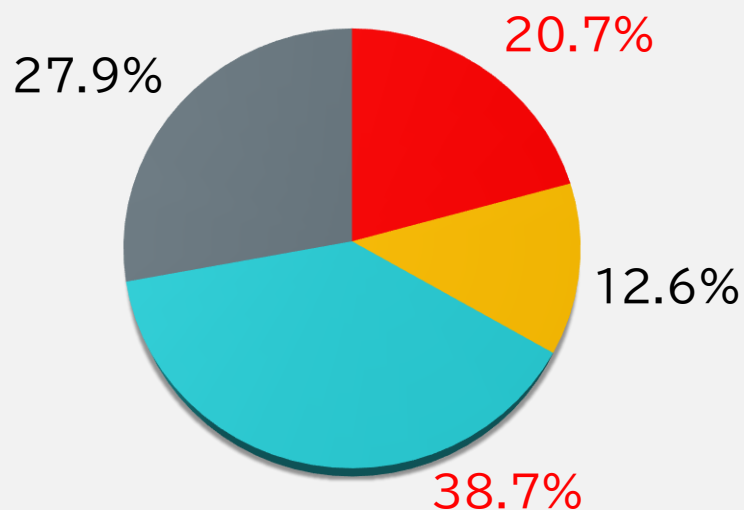
Part 5

# 一般勘定予定利率引下げの影響

# 一般勘定の予定利率引き下げの影響

n=111

生保一般勘定の予定利率引き下げの影響

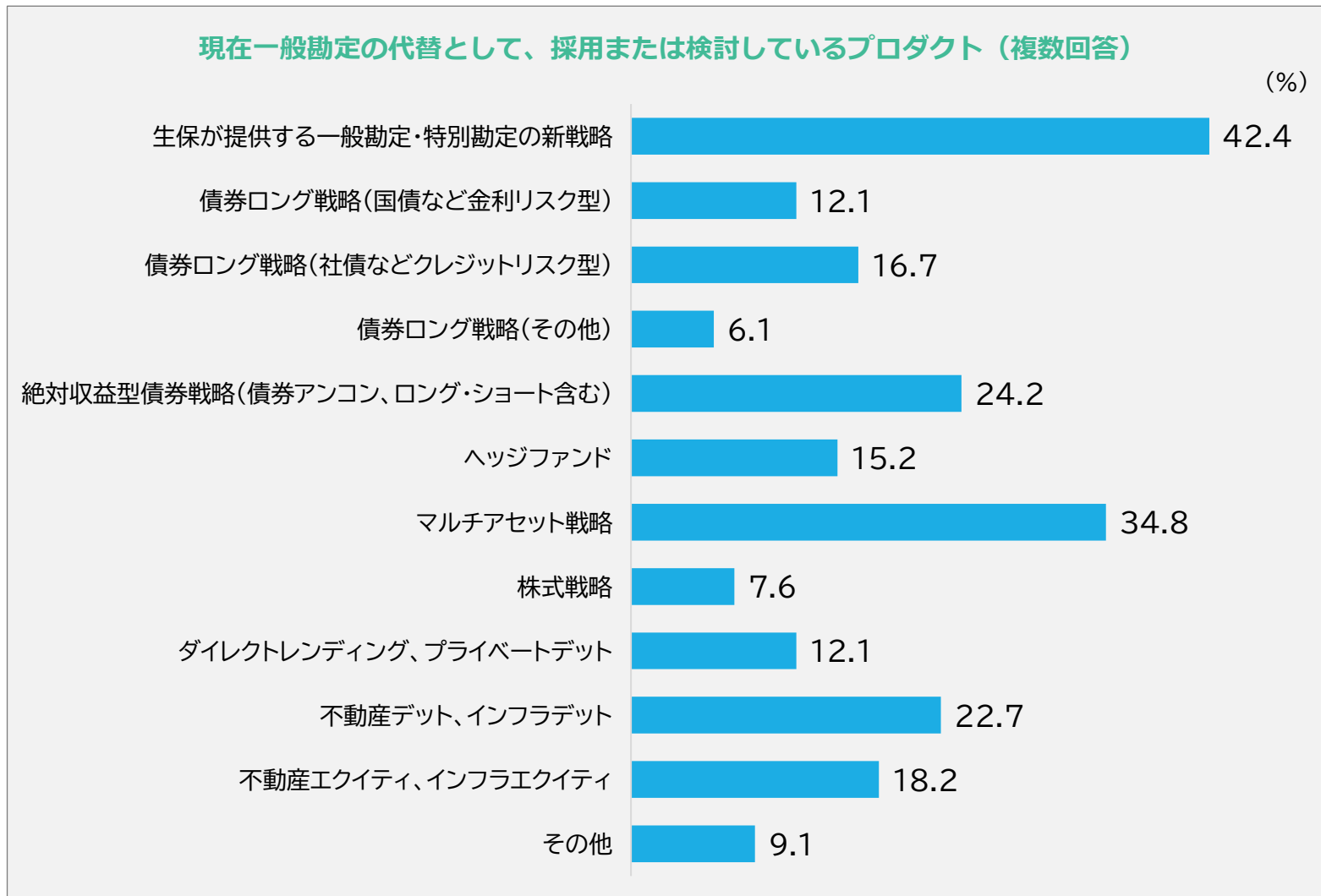


- すでに影響が出ており、対策済(または対策を検討中)
- すでに影響は出ているが、特に対策は取っていない
- 現時点で影響は無いが、将来の引き下げに備えて対策を進めている(または対策を検討中)
- 現時点で影響は無いため、特に対策を取っていない

- ◆一般勘定を採用中の企業年金(有効回答数111)に予定利率引き下げの影響を聞いたところ、「すでに影響が出ている」のは33.3%で、そのうち、「何らかの対応を取っている(または対策を検討中)」は20.7%となった。
- ◆また「現時点での影響はないものの、将来の引き下げに備えている」基金も38.7%存在し、採用中基金の6割近くでは何らかの対策が進んでいる。

# 一般勘定代替プロダクトの検討状況

n=66

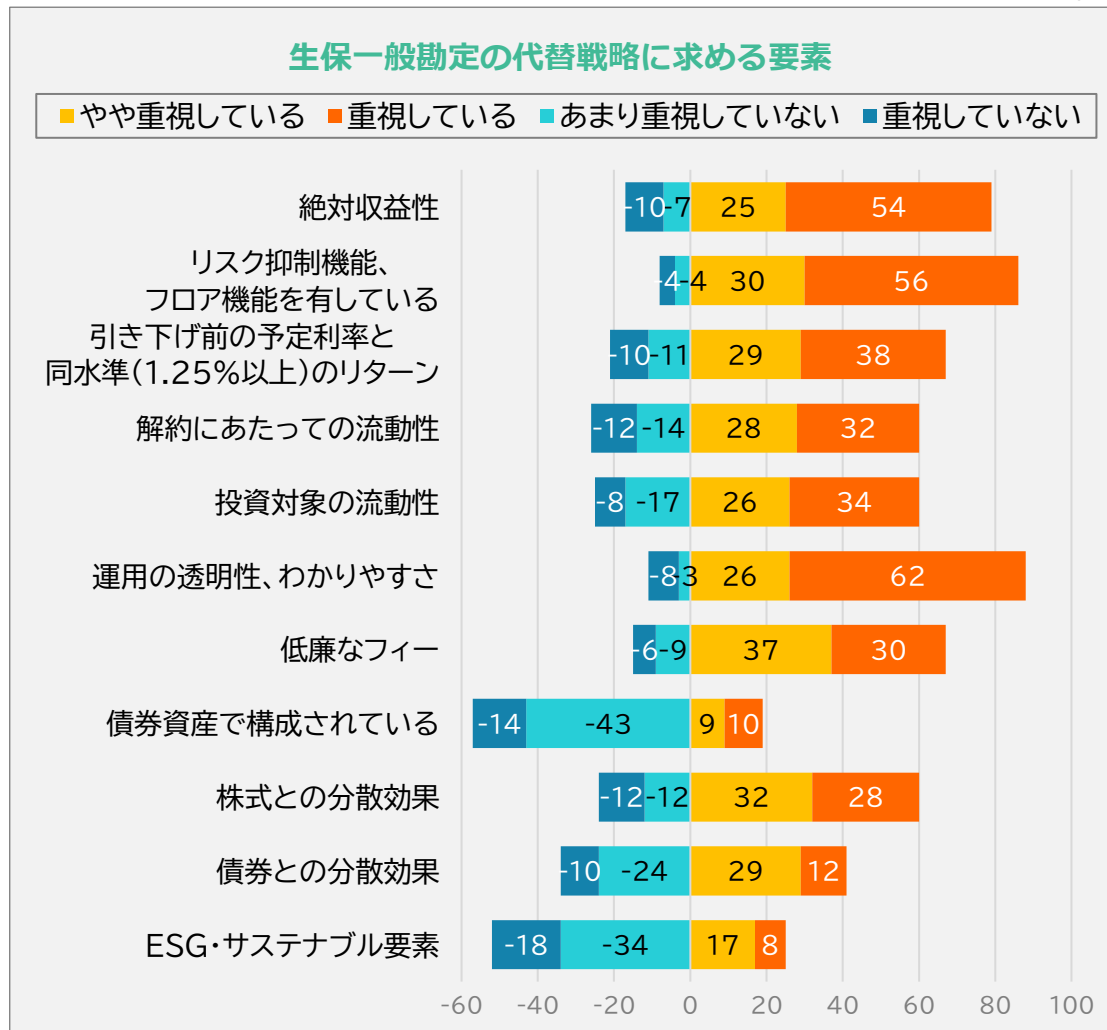


◆ 予定利率引下げに対して何らかの対策を進めている6割(66件)の基金に対して、どのような代替プロダクトを検討しているかを尋ねた。最も票を集めたのは生保各社が提供する一般勘定や特別勘定の新戦略(42.4%)で、以下マルチアセット戦略(34.8%)債券アンコンストレインド戦略(24.2%)などの資産運用会社が動的な資産配分を行う戦略、不動産・インフラのデット戦略(22.7%)と続く。



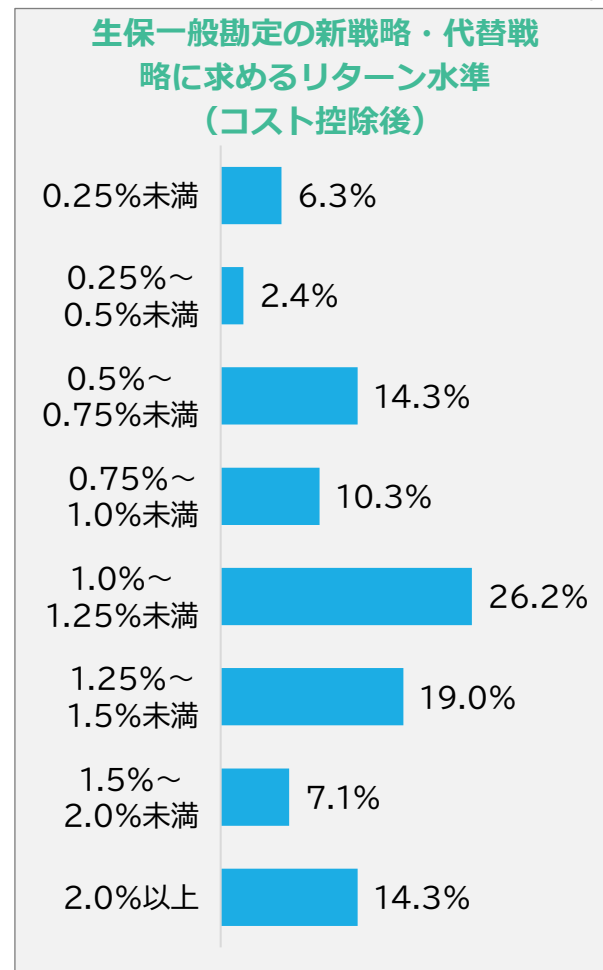
# 一般勘定代替プロダクトに求める要素

n=64



※重視している=2点、やや重視している=1点、あまり重視していない=-1点、重視していない=-2点に換算

n=126



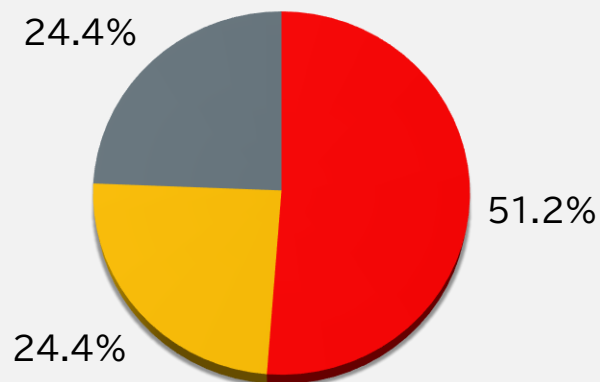
◆ 代替プロダクトに求める要素は、「運用の透明性、わかりやすさ」「リスク抑制機能、フロア機能を有している」「絶対収益性」などが上位で、一般勘定が持ち合わせる性質を、代替プロダクトに求める傾向が見て取れる。

◆ 生保一般勘定の代替戦略に求めるリターン水準(一般戦略を未採用の場合、投資に値すると考える水準)は、「1.0%~1.25%未満」が26.2%、「1.25%~1.5%未満」が19.0%で、引下げ前の一般勘定の予定利率と同水準を希望する企業年金が多い。

# 代替プロダクトの提供状況

n=41

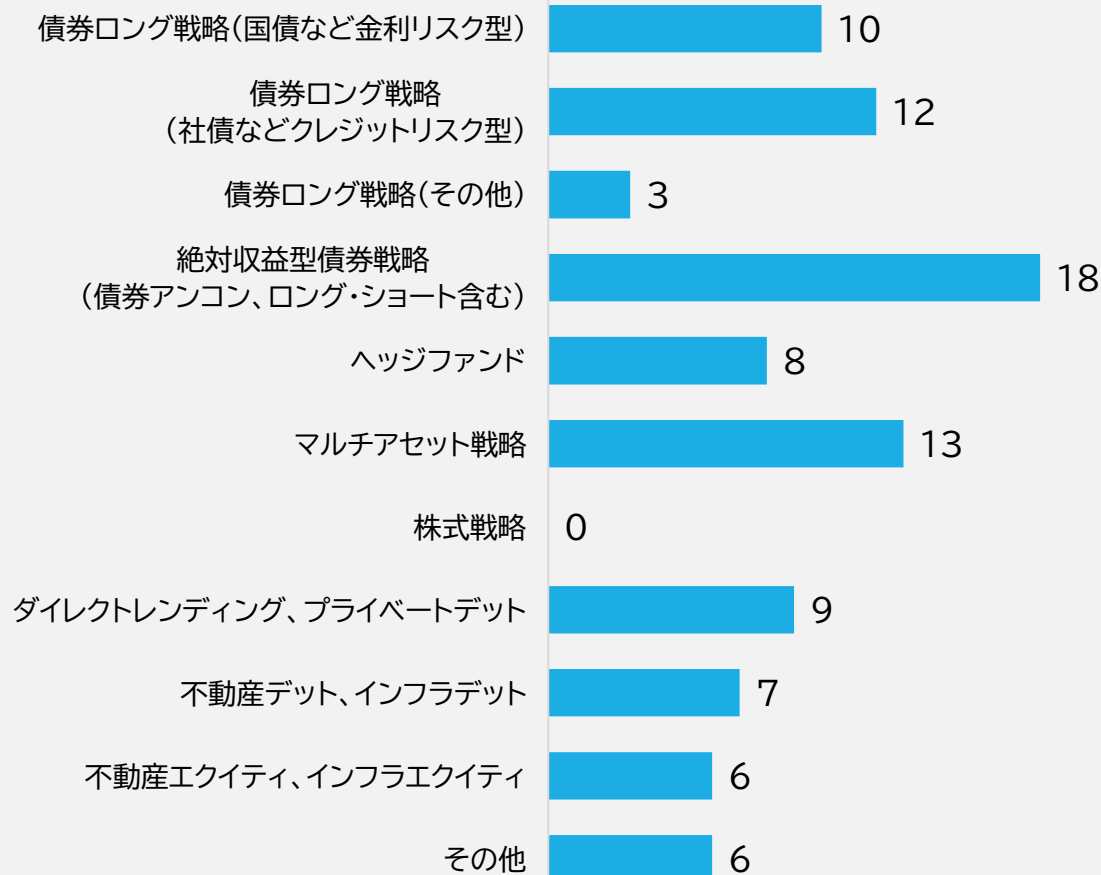
運用会社の代替プロダクト提供状況



- すでに提供を開始している
- 提供へ向けて準備を進めている
- 代替プロダクトを提供する予定はない

n=41

運用会社の代替プロダクト提供状況



- ◆運用会社に対して、代替プロダクトと位置づける戦略の提供状況を尋ねたところ、41社中21社が「すでに提供を開始している」、10社が「提供へ向けて準備中」と回答した。
- ◆具体的な代替プロダクトは絶対収益型の債券戦略が最も多く、マルチアセット戦略、クレジットリスク型の債券ロング戦略が続いた。
- ◆一方、企業年金から要望が高かった不動産やインフラのデット戦略は、国内での提供は増えつつあるものの、絶対数はまだ少ない状況にある。

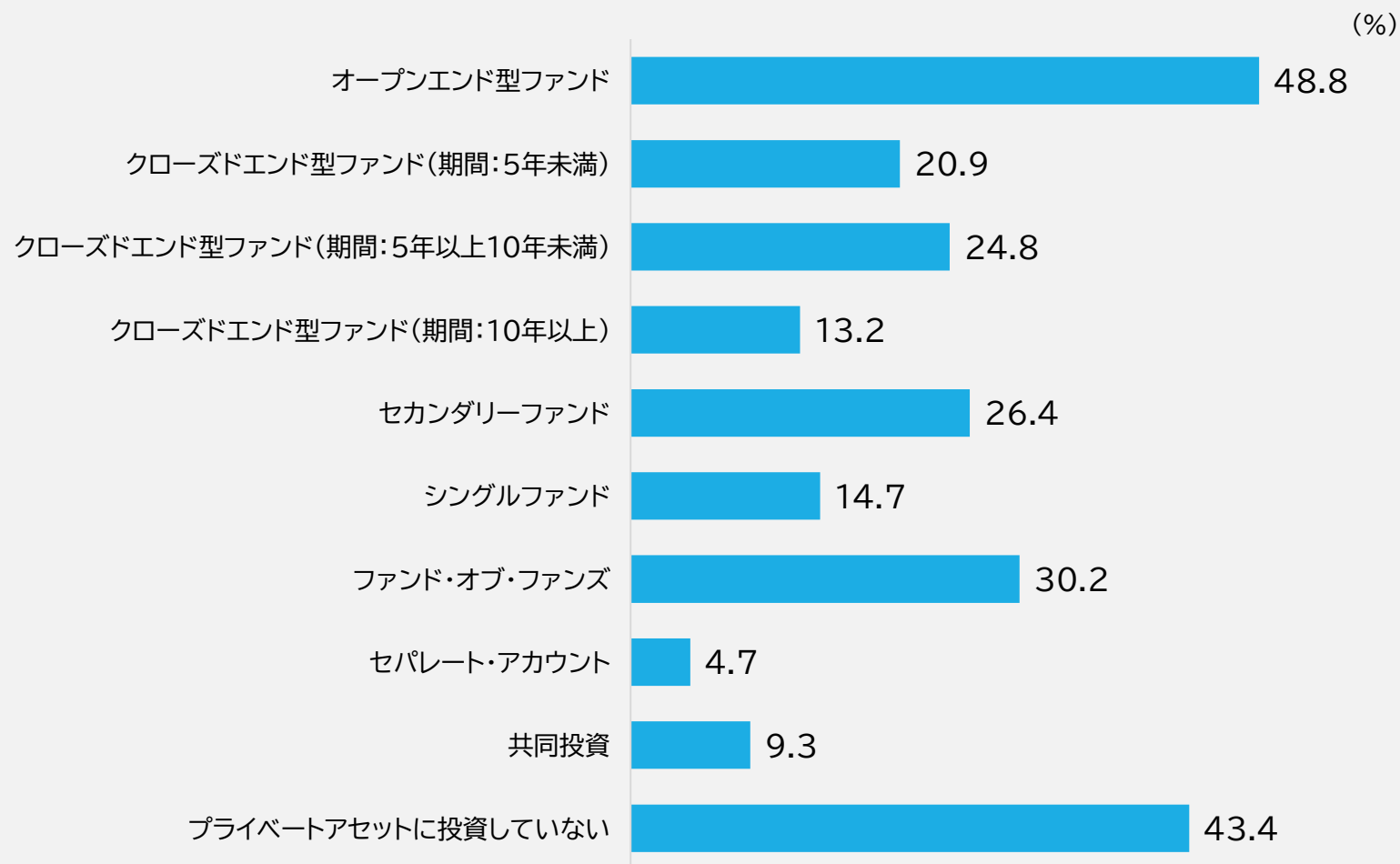
Part 6

# 拡大するプライベートアセット投資

# プライベートアセットの採用・検討状況

n=129

## プライベートアセット投資にあたり、採用済、または検討可能な投資形態

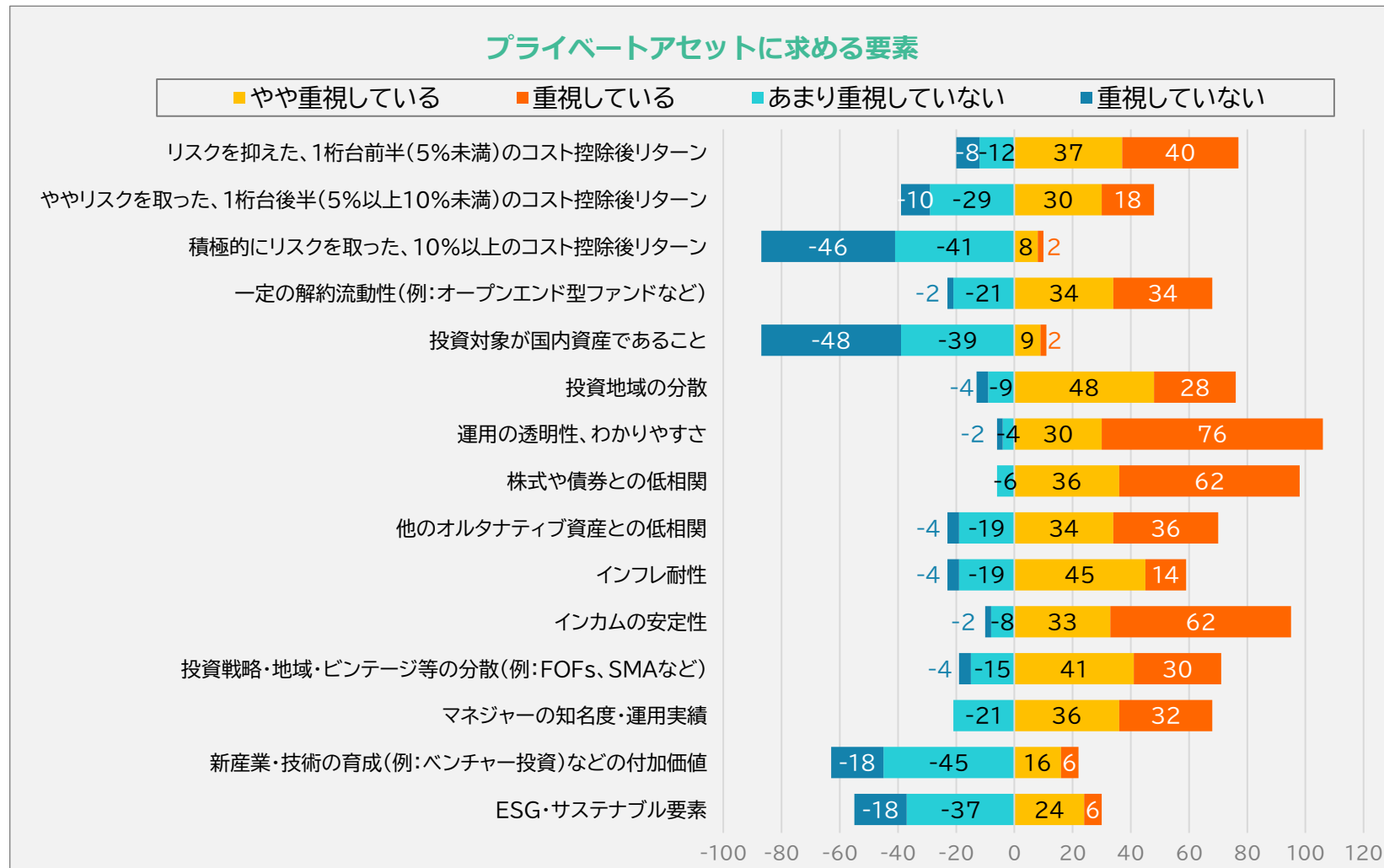


◆ 企業年金にプライベートアセットへの投資状況を尋ねたところ、現在投資していないと回答した企業年金は43.4%で、過半数にあたる73の企業年金がプライベートアセットへ投資済または投資を検討している状況にある。

◆ 採用済または検討可能な投資形態についても、従来不動産やインフラを中心に普及したオープンエンド型ファンドに加えて、クローズドエンド型ファンドを視野に入れる基金も全体の2割強に上った。このほか、Jカーブ効果抑制が期待できるセカンダリーファンドの根強い人気や、投資に際して一定のハードルが存在する共同投資、セパレートアカウントを選択する企業年金も一定程度存在している。

# プライベートアセットに求める要素①

n=73



◆ プライベートアセットに求める要素は「透明性・わかりやすさ」が最も高く、「株式や債券との低相関」「インカムの安定性」と続いた。プライベートアセットは情報が入手しづらく、投資後の管理やモニタリングの難易度も高くなる。関係者への説明責任を果たす上でも、「わかりやすさ」に重点が置かれている。

◆ 求めるリターン水準(コスト控除後)については1桁台前半の回答が最も多く、2桁台では需要が大きく減少する。また、一定の解約流動性を重視する基金も多い点を踏まえると、国内年金のプライベートアセット投資が急拡大する契機となった私募REITのような、コアタイプのオープンエンド型ファンドに対するニーズが依然として高いようだ。

◆ 「投資対象が国内資産であること」は重視されておらず、投資機会や分散効果を求めて海外資産を検討する企業年金が増えている。

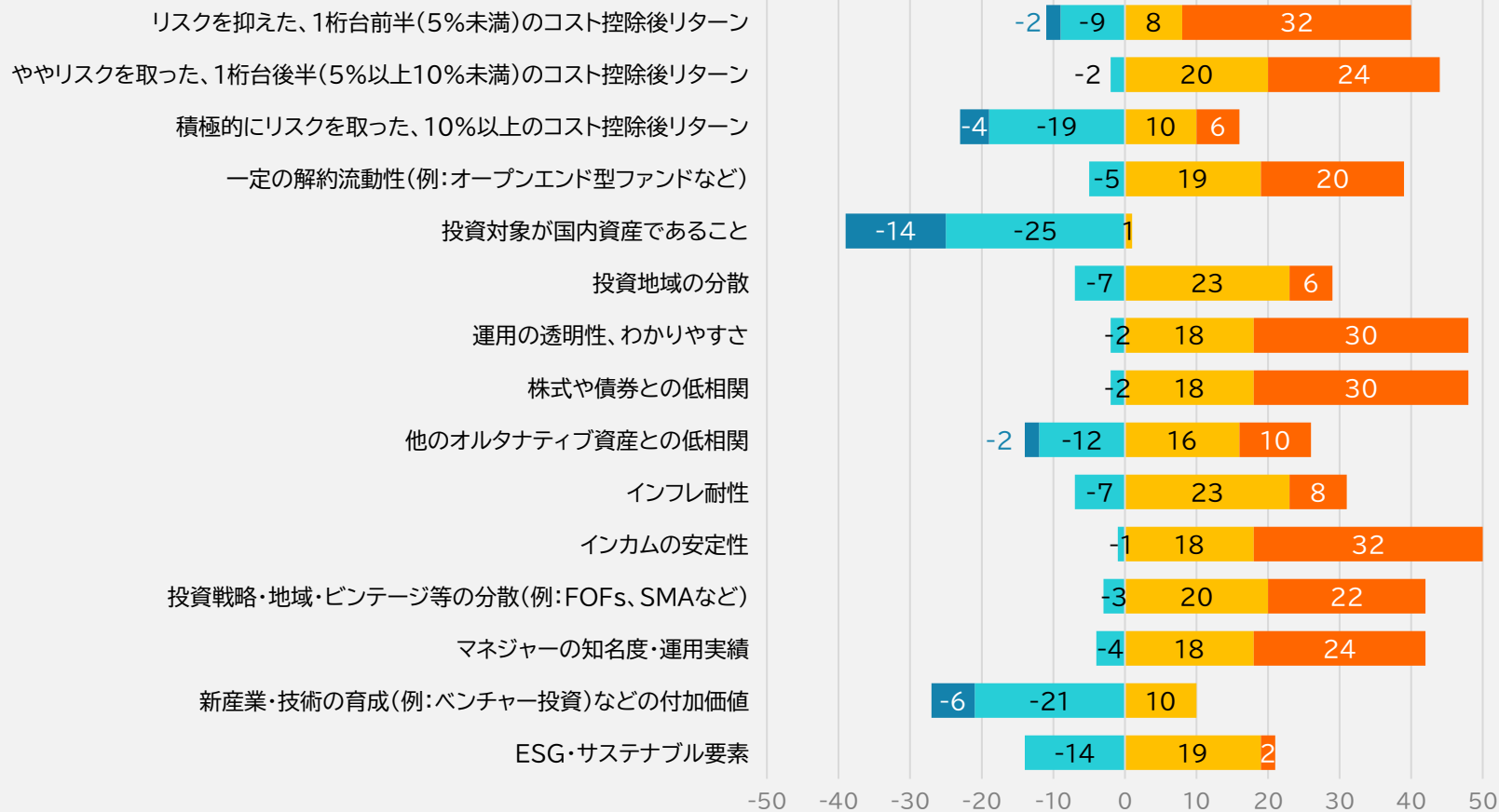
※重視している=2点、やや重視している=1点、あまり重視していない=-1点、重視していない=-2点に換算

# プライベートアセットに求める要素②

n=41

## プライベートアセット投資に関して、現在国内年金が重視していると感じる要素

■ やや重視している ■ 重視している ■ あまり重視していない ■ 重視していない



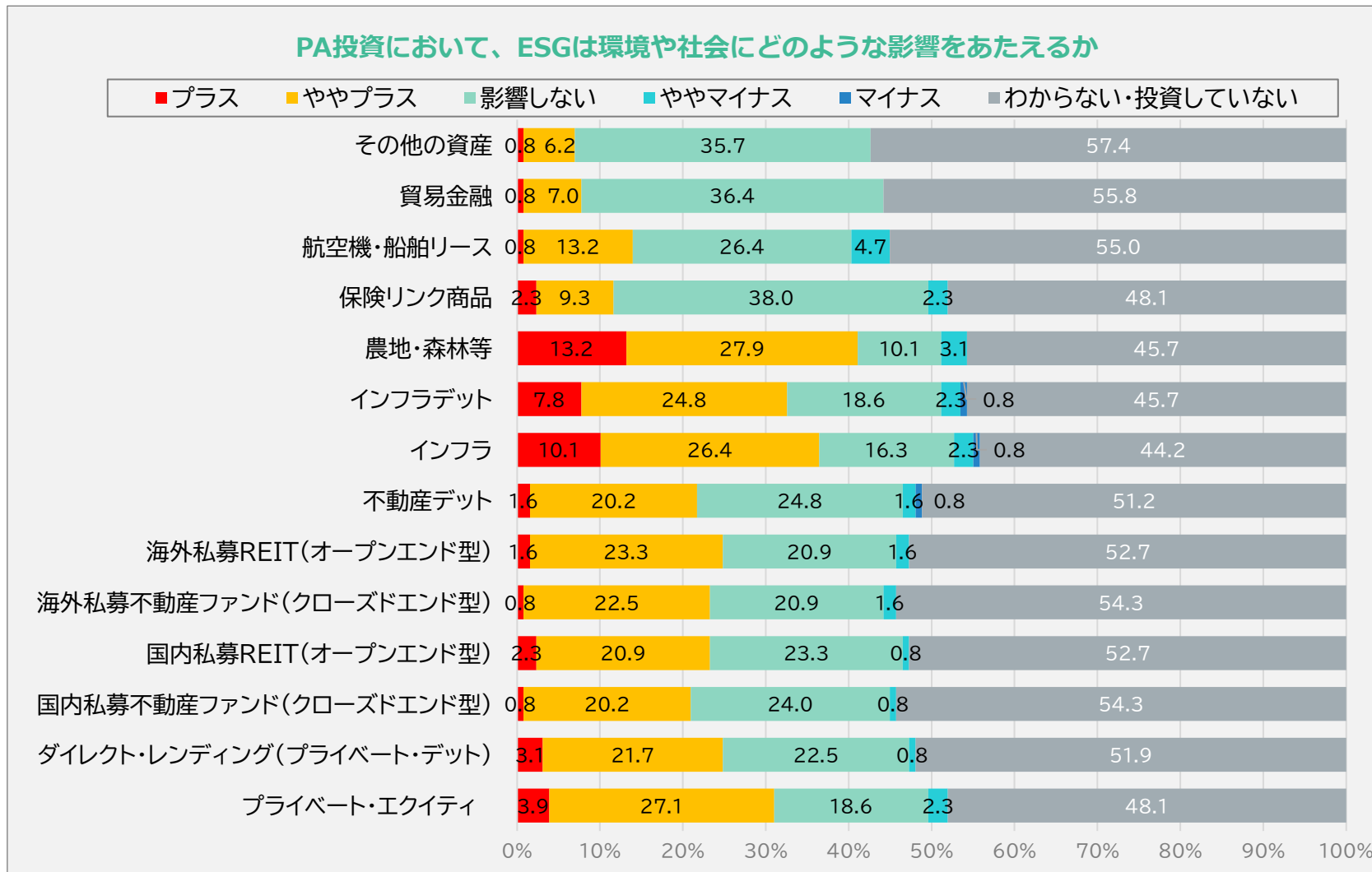
※重視している=2点、やや重視している=1点、あまり重視していない=-1点、重視していない=-2点に換算

◆ 運用会社に対して、「プライベートアセット投資に関して、現在国内年金が重視していると感じる要素」を尋ねたところ、上位は「インカムの安定性」、「運用の透明性・わかりやすさ」、「株式や債券との低相関」などで、企業年金が重視する要素と回答はほぼ重なった。

◆ 「1桁台後半(5%以上10%未満)のコスト控除後リターン」も上位に挙がっているが、企業年金が求める要素とはやや乖離が見られる。

# プライベートアセット投資において、ESGは環境や社会にどのような影響をあたえるか

n=129

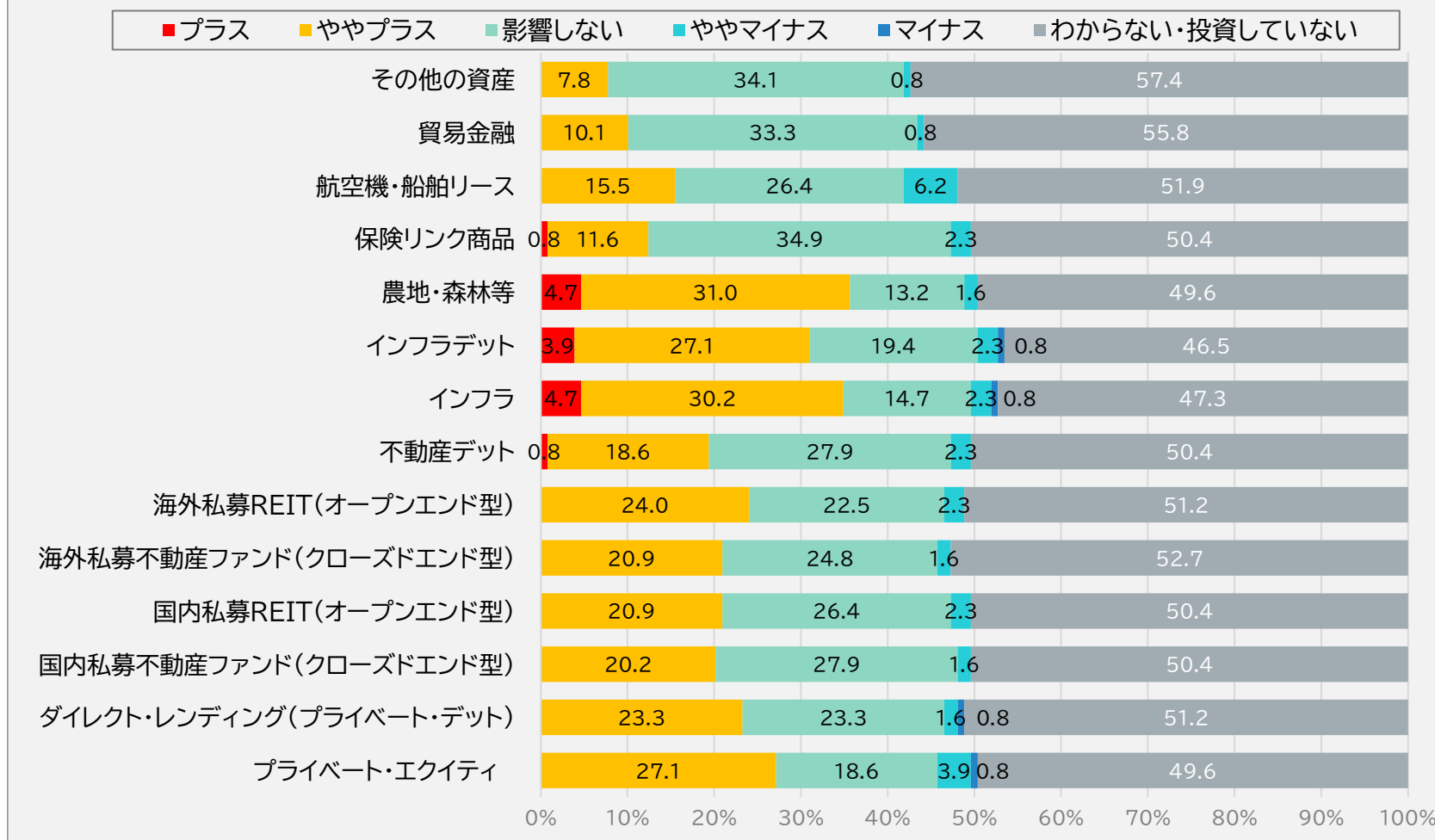


◆ すべての企業年金に対し、プライベートアセット投資において、ESGが「環境・社会」にどのような影響を与えるかについて聞いたところ、公共性の高いインフラ投資や自然資本の農地・森林投資については、ESG要素が環境・社会にプラスに働くと考える基金が比較的多い。

# プライベートアセット投資において、ESGはパフォーマンスにどのような影響をあたえるか

n=129

PA投資において、ESGはパフォーマンスにどのような影響をあたえるか



◆ ESGが「パフォーマンス」にどのような影響を与えているかについて聞いた結果からも、インフラ投資や農地・森林投資については、ESG要素がプラスに働くと考える基金が多い。

◆ また、プラスに働くとする回答は「環境・社会」のほうが「パフォーマンス」よりもやや多く、「パフォーマンス」ではESGがマイナスに働くとする回答も若干増加した。「ESGが経済的リターンにつながるか」については株式や債券の運用でも長年議論が続いているが、プライベートアセットも同様にまだ確証が持てないと考えられているのかもしれない。



# 第5回 年金プロダクト需給調査 まとめ

---

- 2021年度は第4四半期に大きな下落が発生したものの、年度では2%台～3%台を中心に多くの基金がプラスリターンで終えた。
- 政策アセットミックス上、国内債券の採用率は高いものの、平均配分比率は3割を割り込んだ。一方、マルチアセット戦略を採用する基金が増加している。
- 年金運用上の課題としては、「足もとの金利上昇」「長期的な低金利」「ダウンサイドリスク」への対策が上位に挙がる。
- 債券・クレジット系プロダクトでは国内債券の減額予定が多いほか、金利上昇、為替ヘッジコストが影響してヘッジ外債の投資ニーズが減衰している。一方、アクティブ運用や債券アンコンストレインド運用については根強いニーズも確認できる。
- ESG株式戦略は企業年金にもかなり普及しており、今後も拡大傾向が続くとみられる。

# 第5回 年金プロダクト需給調査 まとめ

- オルタナティブ投資ではマルチアセット戦略と時価変動が少ないプライベートアセットに対する投資ニーズが強い。また、ボラティルな市場環境を反映してか、ヘッジファンドのニーズも拡大している。
- 運用環境が厳しさを増す中で、多くの企業年金は、①運用会社の投資判断やアクティブ運用スキル、②分散効果の高いオルタナティブ投資などを用いることで、ポートフォリオの堅牢性を高めている。
- 相次ぐ生保一般勘定の予定利率引下げに対して、全体の16.3%が今後の減額・解約を予定している。また、採用中企業年金の59.4%では現在何らかの対策が進んでいる。
- 生保一般勘定を代替する選択肢としては、生保が提供する代替戦略、マルチアセット戦略、債券アンコンストレインド戦略、不動産・インフラのデット戦略などが検討されている。
- 過半数の企業年金でプライベートアセットが採用されている。また、従来中心を占めていた「コア型オープンエンドファンド」から投資の裾野が広がりつつある

当調査に関するお問合せ先

株式会社想研 「オルイン」編集部

Mail [alin\\_inquiry@al-in.jp](mailto:alin_inquiry@al-in.jp)

Tel 03-5641-5172

〒103-0025

東京都中央区日本橋茅場町2-13-11 サンアイ茅場町ビル2階