

# 年金トピックス

2024年5月14日  
団体年金事業部

## 足元の金融環境を踏まえた確定給付企業年金における資産運用の留意点（2024年5月）

2023年度は歴史的な株高の局面を迎えました。国内株式は年度を通じて堅調に推移し、日経平均株価は2月22日にバブル期の最高値を更新しました。米欧の株式も主要中銀の利下げ観測の高まりや米国経済の堅調な推移等を背景にハイテク株を中心に上昇し、NYダウおよびS&P500は3月28日に最高値を更新しました。

2024年度は米国経済のソフトランディング期待が株価を下支えすると共に、米欧金利は利下げ開始が見込まれることから、金利の更なる上昇余地は限定的と見込みます。

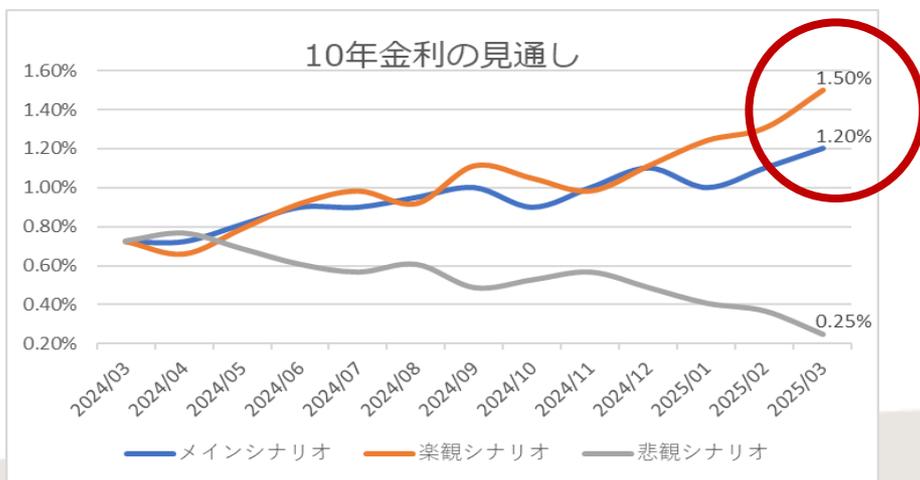
一方で、日銀は当面慎重な政策運営を継続するスタンスを示しているものの、今後賃金と物価の好循環の強まりや、さらなる円安進行に対する懸念の高まりなどを背景に、年内にも追加利上げが実施される可能性が高いと考えられることなどから、国内金利は緩やかに上昇する展開を見込みます。

こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当り、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

団体年金事業部 団体年金営業推進課  
宮城 智

# 1. DB運用の留意点①(国内金利の上昇リスク)

- 日銀は3月の金融政策決定会合（以下、会合）にて、マイナス金利政策を含む大規模緩和を解除し、**17年ぶりに利上げ**を実施しました。
- 4月会合では、円安に対応して国債買い入れ縮小の方法を検討するとの思惑が浮上していた中、**緩和的な金融政策の維持**を決定しました。
- 当社見通しでは、政策金利は7-9月の会合にて0.25%へ、その後半年程度で0.50%へと引き上げ、**10年金利は年度末に1.2%（楽観シナリオでは1.5%）まで上昇。このシナリオが顕在化した場合、国内債券の期待リターンは今年度もマイナスリターンとなる見込み**です。
- また、現状は日銀の緩慢な利上げペースへのスタンスが、国債利回りの押し下げや円安の一因となっていますが、今後の賃金・物価および円安の動向次第では、利上げペースの見通しが早まることも考えられるため、国内金利に更なる上昇圧力がかかる可能性には留意が必要です。

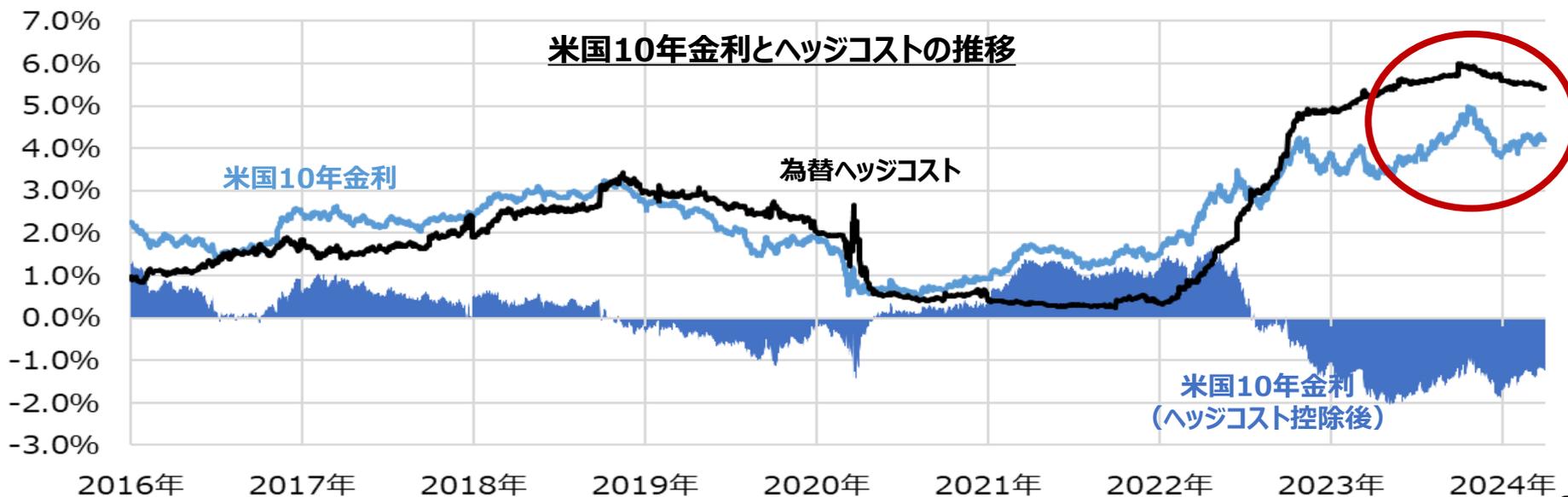


	10年金利		期待リターン (2024年度)
	2024/3 (実績値)	2025/3 (予想値)	
メインシナリオ	0.73%	1.20%	-2.4%
楽観シナリオ		1.50%	-4.6%
悲観シナリオ		0.25%	5.9%

※メインシナリオ：世界経済は減速基調も、景気後退には至らない  
 ※楽観シナリオ：インフレ・リスクの遞減等を背景に、世界経済は緩やかに成長  
 ※悲観シナリオ：利下げ開始時期の後ろ倒し等により、景気後退に陥る  
 ※各シナリオの詳細はP6参照

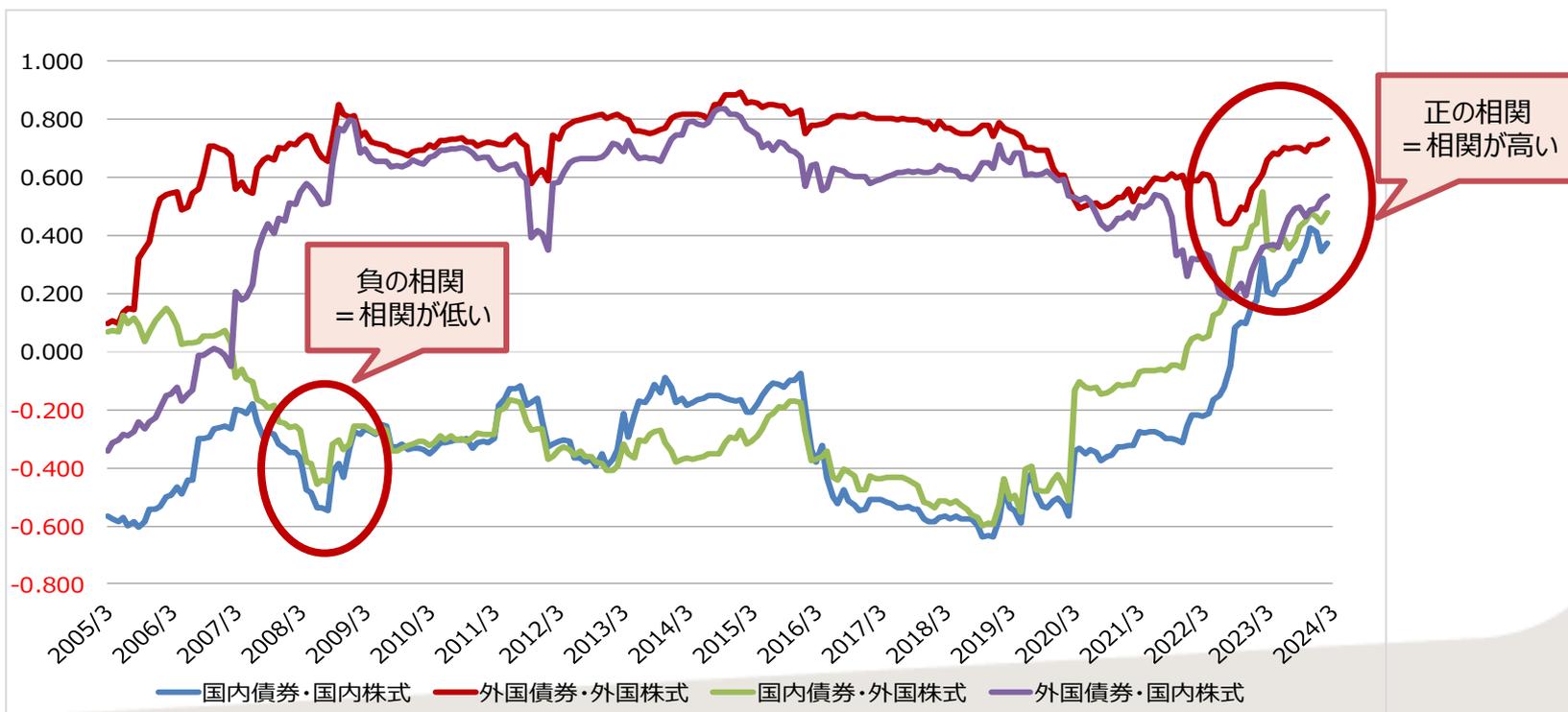
## 2. DB運用の留意点②(為替ヘッジコストの高止まり)

- 4月に発表された3月の米・消費者物価指数は総合指数・コア指数ともに市場予想を上回り、**FRBの早期利下げ観測が一段と後退**しました。
- 5月FOMCでは、6会合連続で政策金利を据え置きました。また、パウエル議長は「次の一手が利上げになる可能性は低い」と述べ、**市場で警戒されていた利上げの可能性は否定**しました。
- 歴史的なインフレを背景とした米国金利の上昇はピークアウトしている一方、**為替ヘッジコストは高止まりした状況が継続**しております。
- 米国の物価上昇は根強く、市場が織り込む2024年の利下げ回数は昨年末時点の年6回程度から足元1～2回まで後退しており、**為替ヘッジコストの高止まりは当面継続**すると見込まれます。



### 3. DB運用の留意点③(株式と債券の分散効果の剥落)

- 2008年頃は「国内債券・国内株式」「国内債券・外国株式」の組み合わせでは負の相関（逆相関）が拡大し、分散効果を発揮。
- 一方、2019年以降はコロナショックを境に正の相関（順相関）へ転換し、昨年度は順相関が拡大しました。
- 足元では、伝統4資産による分散効果は剥落している状態**です。



※ 3年ローリングの相関係数は、各時点におけるアセット毎の過去3年の月次収益率から算出。

## 4. DB運用の留意点④(内外株式のリバランス)

- 多くの企業年金では、2023年度の内外株式の大幅上昇を受けて、『政策的資産構成割合』における国内株式・外国株式の構成割合が上昇したと考えられます。
- 「定例リバランスは実施しない方針」等により**リバランスをしてしない場合**、内外株式の構成割合の上昇により、**ポートフォリオ全体の運用リスクが高まっているため、リスク削減を検討する必要がある**と考えられます。

日・米・欧の株価 (2023年度)



政策的資産構成割合 (イメージ)

資産	政策的資産構成割合	乖離許容幅
国内債券	30.0%	20%~40%
国内株式	11.0%	1%~21%
外国債券	13.0%	3%~23%
外国株式	13.0%	3%~23%
短期資金	2.0%	0%~12%
その他資産	16.0%	6%~26%
一般勘定	15.0%	5%~25%
合計	100.0%	

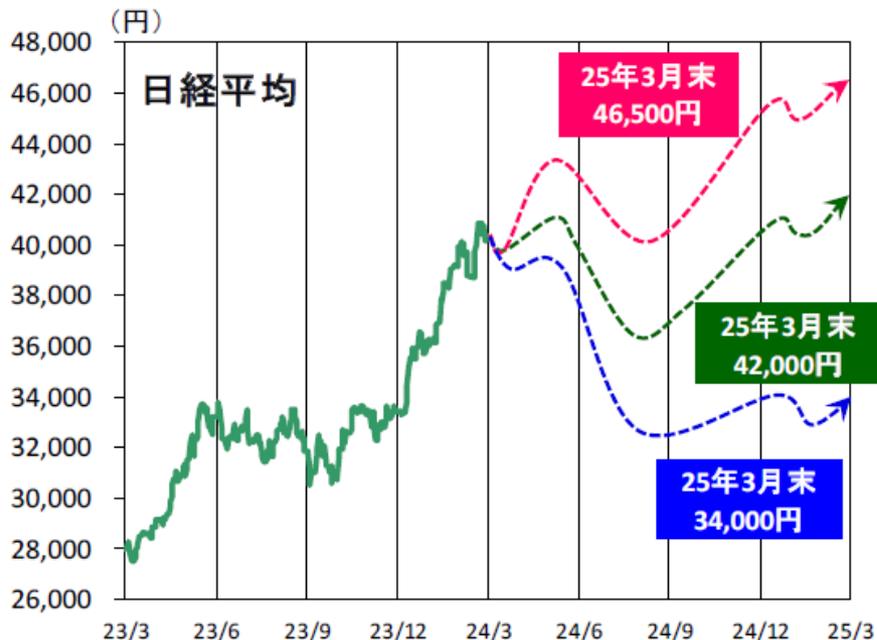
# 5. 解決に向けたアイデア

- 国内金利の上昇リスクに対しては、**絶対収益型戦略や元本保証型商品への入替え**等が考えられます。
- 為替ヘッジコストの高止まりに対しては、**ヘッジコスト割れしない高利回り債券への入替え**等が考えられます。
- 株式と債券の分散効果の剥落に対しては、**伝統資産との逆相関が期待できるオルタナティブ資産の組入れやマルチストラテジー戦略の採用**が考えられます。
- 内外株式のリバランス先は、構成割合が相対的に低下した**国内債券や一般勘定が想定**されますが、**それぞれのポートフォリオ内で求める役割に応じて選定**する必要があると考えられます。

留意点	解決に向けたアイデア	
国内金利の上昇リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>● プラスの収益率の獲得</li> <li>● 高利回り債券への投資（クレジットリスクテイク）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 絶対収益型戦略や元本保証型商品への入替え</li> <li>● 年限が短く利回りが高い債券への入替え</li> </ul>
為替ヘッジコストの高止まり	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 高利回り債券への投資（クレジットリスクテイク）</li> <li>● 債券セクター内での収益源泉の分散</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 絶対収益型戦略への入替え</li> <li>● ヘッジコスト割れしない高利回り債券への入替え</li> </ul>
株式と債券の分散効果の剥落	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 非伝統的運用手法による収益の獲得</li> <li>● 運用戦略の分散</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 伝統資産との逆相関が期待できるオルタナティブ資産の組入れ</li> <li>● マルチストラテジー戦略の採用</li> </ul>
内外株式のリバランス	<ul style="list-style-type: none"> <li>● リバランス先は構成割合が相対的に低下した国内債券や一般勘定が想定されますが、それぞれのポートフォリオ内で求める役割※に応じて選定</li> </ul>	

※債券:安定した収益の積み上げ、若しくはポートフォリオのリスクコントロール(株式との低相関)。一般勘定:元本確保、ポートフォリオのリスク低減

# (ご参考)経済・市場の当社見通し



楽観シナリオ  
【発生確率】  
20%

インフレ・リスクの通減等を背景に、世界経済は緩やかに成長

- インフレ減速が進展し、主要中銀が想定よりも前倒しで利下げを開始し、金融環境が緩和される。それに伴い、企業や個人の経済活動が活況となり、世界経済は緩やかな成長を遂げる。
- 主要国のパワーバランスが安定を保ち、ロシア・ウクライナ情勢、中東情勢等の地政学リスクが減退、商品市況等のインフレ・リスクが通減。

メイン  
シナリオ  
【発生確率】  
60%

世界経済は減速基調も、景気後退には至らない

- 各国中銀の累積的な金融引き締めにより経済活動が抑制され、世界経済は減速基調が続く。一方で、インフレ鈍化による実質所得の増加が個人消費を下支えし、景気後退には至らない。
- 日本経済は、欧米を中心とした海外経済の減速等が下押し材料となるも、2024年春闘における高水準の賃上げや中国人訪日客のインバウンド消費の回復余地等に下支えされる。

悲観シナリオ  
【発生確率】  
20%

利下げ開始時期の後ろ倒し等により、景気後退に陥る

- インフレ減速ペースの鈍化を背景に、主要中銀が引き締めの金融政策を想定以上の期間にわたって維持する結果、企業・個人の経済活動が抑制され、景気後退に陥る。
- 主要各国の選挙結果により、ロシア・ウクライナ情勢、中東情勢、米中関係の対立等、政変・地政学リスクが高まり、商品市況が悪化する。

	2023年 3月末 実績	2024年 3月末 実績	2024年4-6月 予測レンジ	2024年 6月末 予測水準	2025年3月末予測水準		
					メイン	楽観	悲観
新発10年国債 (%)	0.320	0.725	0.600 ~ 1.100	0.900	1.200	1.500	0.250
日経平均 (円)	28,041.48	40,369.44	34,000 ~ 46,500	40,000	42,000	46,500	34,000
TOPIX (ポイント)	2,003.50	2,768.62	2,350 ~ 3,200	2,740	2,880	3,200	2,350
米国10年国債 (%)	3.49	4.20	3.00 ~ 5.00	4.10	4.00	5.00	3.00
独10年連邦債 (%)	2.29	2.29	1.50 ~ 3.50	2.20	2.00	3.50	1.50
NYダウ (ドル)	33,274.15	39,807.37	33,000 ~ 46,000	40,000	42,000	46,000	33,000
円 / ドル (円)	133.09	151.34	130.00 ~ 160.00	148.00	146.00	160.00	130.00
円 / ユーロ (円)	144.59	163.45	140.00 ~ 175.00	161.50	158.00	175.00	140.00
MSCI-EM (ポイント)	990.28	1,043.20	840 ~ 1,240	1,040	1,130	1,320	750