

年金トピック

2024 年 8 月 9 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 8 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 & P 500 は 3 月 28 日に最高値を更新しました。

2024 年度は米国経済の緩慢ながらも安定的な成長を支えに株価は底堅く推移すると共に、一部の先進国では利下げを開始する動きも見られることから、金利の更なる上昇余地は限定的と見込みます。

一方で、国内金利については、日銀の金融政策正常化観測の高まりなどを背景に、緩やかな上昇を見込みます。

8 月に入り、低調な米経済指標が相次いだことを受けた米国の景気後退懸念の高まりや日銀のサプライズ利上げ・急速な円高進行を受け、特に国内株式は大きく調整しましたが、米国の非製造業景況指数の改善や日銀の内田副総裁による早期利上げへの慎重スタンスなどを受け、日経平均株価は 8 月 7 日に 35,000 円台を回復しました。8 月 5 日の国内株式の暴落は市場がやや過剰に反応した結果であり、市場が落ち着きを取り戻すには暫く時間がかかると思われるものの、年金運用は長期運用であることから、今後の動向を冷静に注視することが重要と考えます。

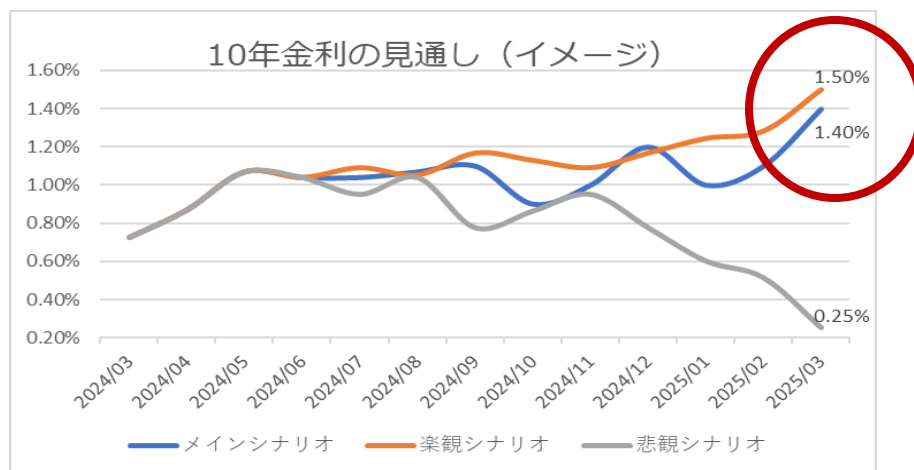
こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当り、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

なお、本年金通信は 7 月 17 日に発信した「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 7 月）」につきまして、足元の金融環境等をアップデートしたものとなります。

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。
- 7月会合では、**政策金利の0.25%への引き上げおよび2年後に国債買入額を月額3兆円程度に減額する計画を同時に決定**しました。公表された声明文や、会合後の植田総裁の記者会見では、経済・物価の見通しが想定通りに実現する場合には引き続き政策金利を引き上げる方針が示されました。
- 当社見通し（7月時点）**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1.4%（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。



	10年金利			期待リターン (2024年度)
	2024/3 (実績値)	2024/6 (実績値)	2025/3 (予想値)	
メインシナリオ			1.40%	-3.8%
楽観シナリオ	0.73%	1.04%	1.50%	-4.2%
悲観シナリオ			0.25%	6.0%

※メインシナリオ：世界経済は低位ながらも安定した成長を遂げ、景気後退には至らない

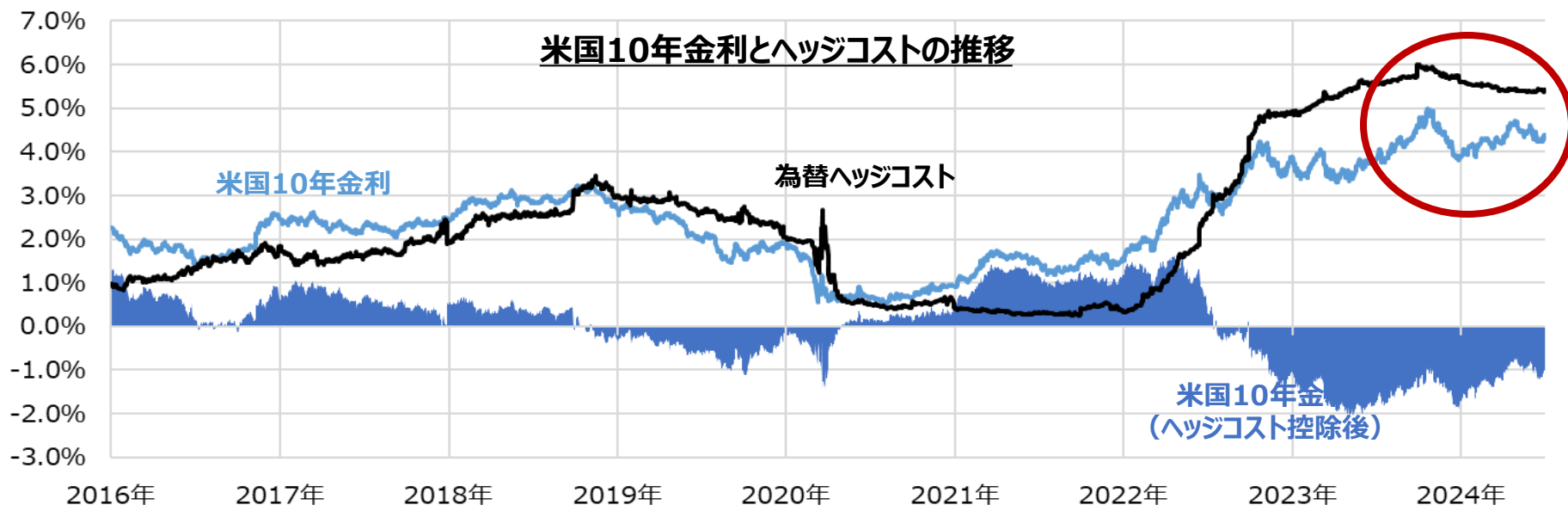
※楽観シナリオ：インフレ・リスクの逓減等を背景に、世界経済は緩やかに成長

※悲観シナリオ：インフレ・リスクが再燃し、再利上げ等により景気後退に陥る

※各シナリオの詳細はP6参照

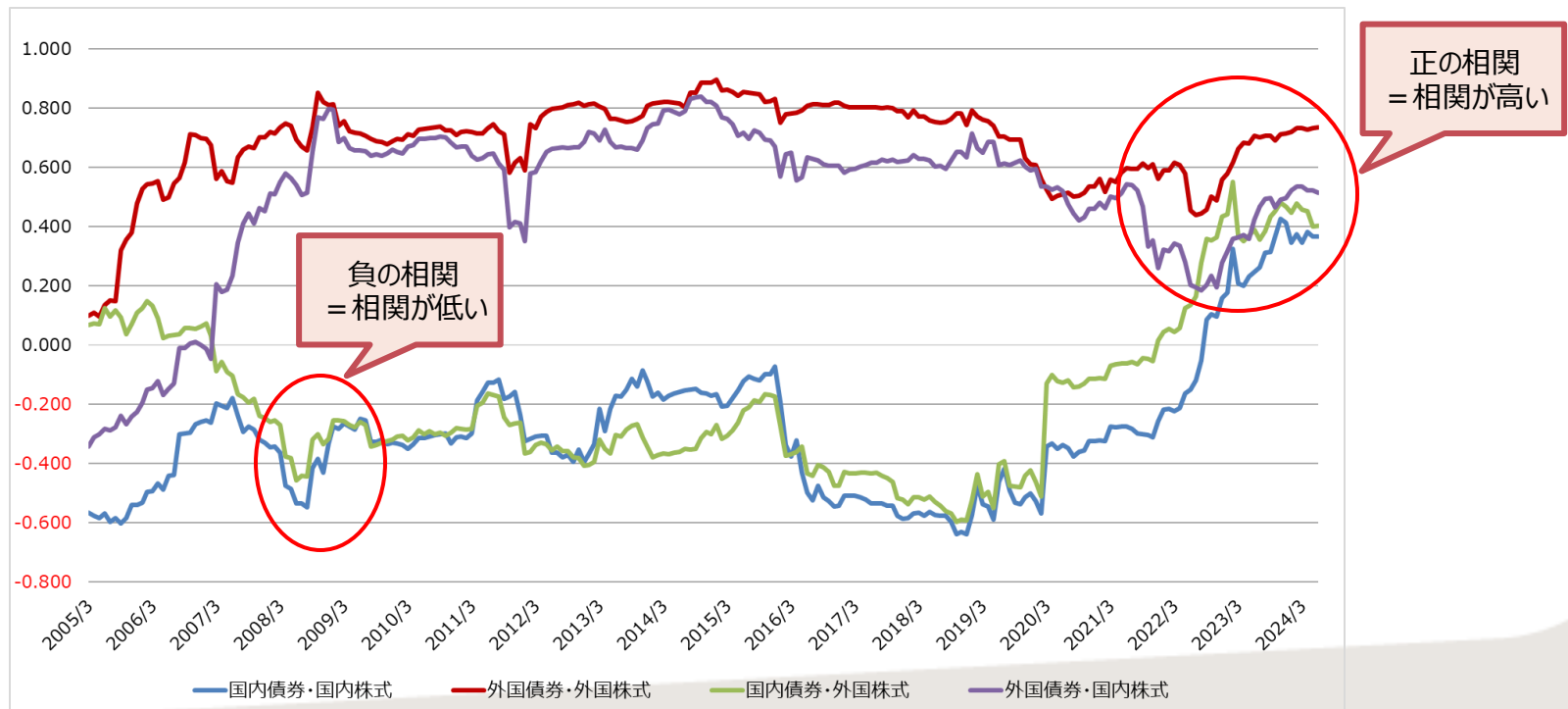
2. DB運用の留意点②(為替ヘッジコストの高止まり)

- **欧州では6月のECB理事会にて、4年9カ月ぶりに利下げを決定**しました。7月のECB理事会では、政策金利を据え置くと共に、ラガルド総裁は「9月にどうするかはまだ決まっていない」と強調し、次の動きに示唆を与えませんでした。
- **米国では7月のFOMCにて、8会合連続で政策金利を据え置く**一方、パウエル議長は会見にて9月利下げを示唆しました。
- 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2回程度まで後退しており、**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。

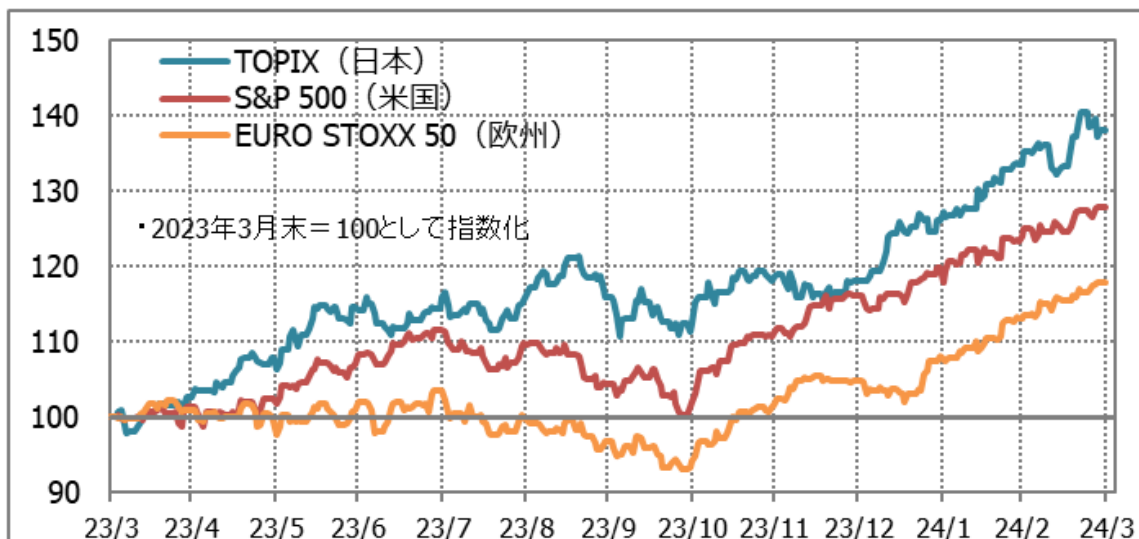


※ 3年ローリングの相関係数は、各時点におけるアセット毎の過去3年の月次収益率から算出。

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**リバランスをしていない場合**、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

- プラスの収益率の獲得
- 高利回り債券への投資（クレジットリスクテイク）

- 絶対収益型戦略や元本保証型商品への入替え
- 年限が短く利回りが高い債券への入替え

為替ヘッジコストの高止まり

- 高利回り債券への投資（クレジットリスクテイク）
- 債券セクター内での収益源泉の分散

- 絶対収益型戦略への入替え
- ヘッジコスト割れしない高利回り債券への入替え

株式と債券の分散効果の剥落

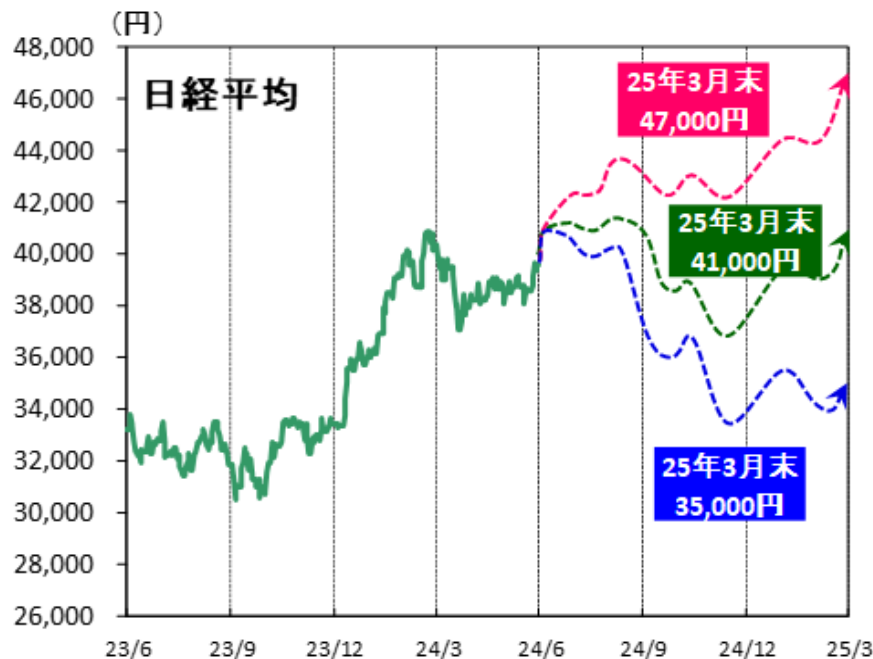
- 非伝統的運用手法による収益の獲得
- 運用戦略の分散

- 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
- マルチストラテジー戦略の採用

内外株式のリバランス

- 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

(ご参考)経済・市場の当社見通し ※7月時点



楽観シナリオ
【発生確率】
20%

インフレ・リスクの逓減等を背景に、世界経済は緩やかに成長

- インフレ減速が進展し、主要中銀による利下げが継続的に実施される。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・リスクが逓減。

メイン
シナリオ
【発生確率】
60%

世界経済は低位ながらも安定した成長を遂げ、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るものの、インフレ減速による実質所得の増加が個人消費を下支えし、世界経済は低位ながらも安定した成長を遂げ、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所得減税を含む政府の総合経済対策の効果などが景気の下支え要因となる。

悲観シナリオ
【発生確率】
20%

インフレ・リスクが再燃し、再利上げ等により景気後退に陥る

- インフレ減速ペースの鈍化等を背景に、主要中銀が再利上げ等の引き締め的な金融政策を行う結果、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世界のパワーバランスが不安定化する。ロシア・ウクライナ情勢等、地政学リスクが高まり、商品市況が悪化する。

	2024年 3月末 実績	2024年 6月末 実績	2024年7-9月 予測レンジ	2024年 9月末 予測水準	2025年3月末予測水準		
					メイン	楽観	悲観
新 発 1 0 年 国 債 (%)	0.725	1.040	0.900 ~ 1.300	1.100	1.400	1.500	0.250
日 経 平 均 (円)	40,369.44	39,583.08	35,000 ~ 47,000	41,000	41,000	47,000	35,000
T O P I X (ポイント)	2,768.62	2,809.63	2,400 ~ 3,350	2,900	2,900	3,350	2,400
米 国 1 0 年 国 債 (%)	4.20	4.40	3.00 ~ 5.00	4.20	4.20	5.00	3.00
独 1 0 年 連 邦 債 (%)	2.29	2.50	1.50 ~ 3.50	2.30	2.30	3.50	1.00
N Y ダ ウ (ドル)	39,807.37	39,118.86	33,000 ~ 46,000	40,000	40,000	46,000	33,000
円 / ド ル (円)	151.34	160.86	140.00 ~ 170.00	158.00	155.00	170.00	140.00
円 / ユ ー ロ (円)	163.45	172.40	145.00 ~ 190.00	170.50	170.50	190.00	145.00
M S C I - E M (ポイント)	1,043.20	1,086.25	930 ~ 1,290	1,130	1,130	1,490	890

■本資料は第一生命保険(株)が、お客さまへの情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込む目的で提供されるものではありません。

■ここに記載されているデータ等は公に入手可能な情報も利用していますが、第一生命保険(株)はその正確性、完全性、情報の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ等を使用した結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

■本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客さまの財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべてのお客さまに適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客さまご自身で独自に検討する必要があります。

■第一生命保険(株)はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの第一生命保険(株)に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

■過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆ないしは約束するものではありません。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

■この資料は、第一生命保険(株)から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客さま限りでご使用ください。この資料のいかなる部分も一切の権利は第一生命保険(株)に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

■本資料に掲載している市場インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。なお、これらの公表元または許諾者は、当該インデックスを利用した当社の事業活動等に関して一切責任を負いません。