

年金トピック

2024 年 9 月 26 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 9 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。

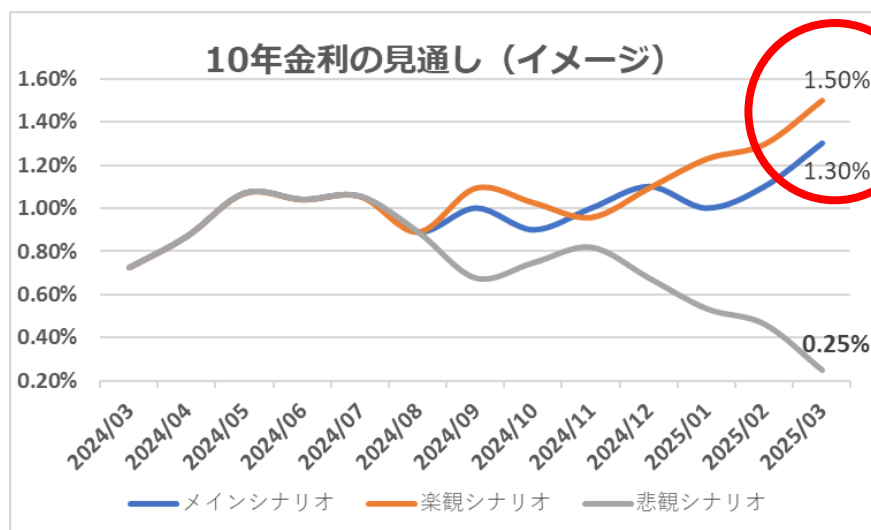
こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当り、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

なお、本年金通信は 8 月 9 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 8 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、7月会合では**0.25%への追加利上げおよび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。
- 9月会合では政策金利を据え置き、植田総裁は記者会見にて利上げを急がないややハト派寄りの姿勢を示しました。
- 当社見通し（8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1.3%（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	0.73%	1.04%	1.30%	-2.8%
楽観シナリオ			1.50%	-4.2%
悲観シナリオ			0.25%	6.0%

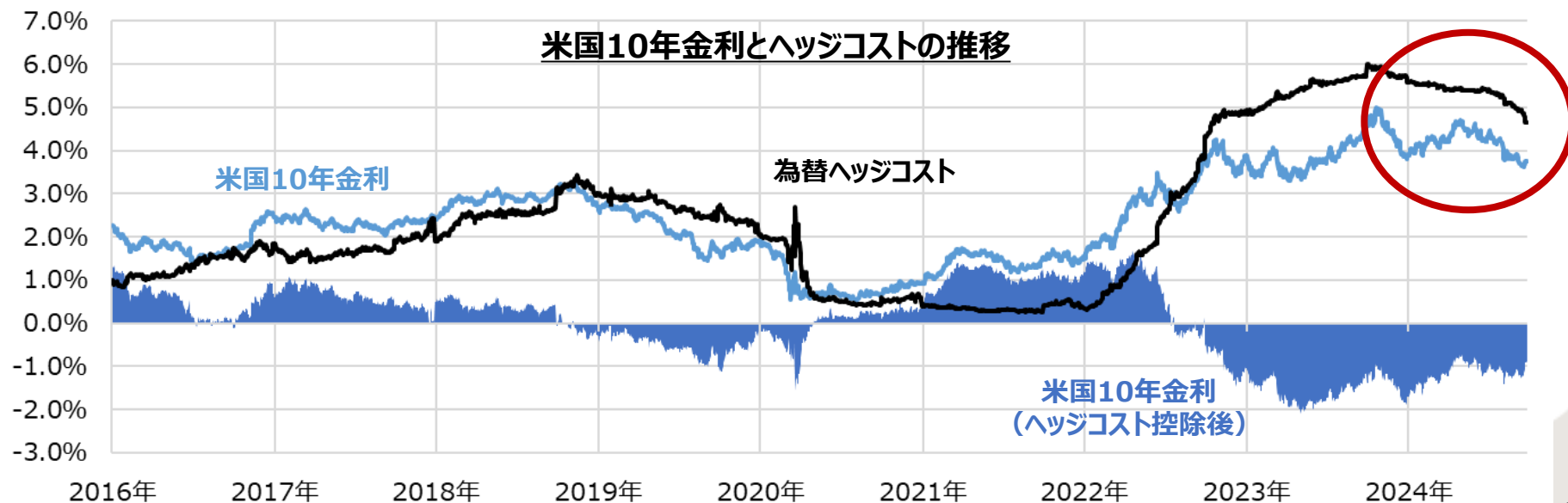
※メインシナリオ：世界経済は低位ながらも安定した成長を遂げ、景気後退には至らない

※楽観シナリオ：インフレ・リスクの通減等を背景に、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

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、9月の理事会では0.25%の追加利下げを決定**しました。ラガルド総裁は記者会見にて、「今後の利下げはデータ次第」「我々は特定の金利経路を事前に確約しない」と発言し、次回10月会合での利下げの有無について言質を与えませんでした。
- **米国では9月のFOMCにて4年半ぶりに0.5%の大幅利下げ**を決定しました（FF金利：4.75～5.00%）。また、政策金利見通し（ドットチャート）では、**年内残り2回の会合で0.5%の追加利下げ**を示唆しました。パウエル議長は記者会見にて、「利下げを急ぐ必要はないと考えている」「0.5%の利下げは新たなペースと見なすべきではない」と発言し、先行きの米利下げペースが緩やかになることを示唆しました。
- 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低下基調なもの**の高止まりした状況が継続しております。



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。
- 足元においても、伝統4資産による分散効果は限定的**です。

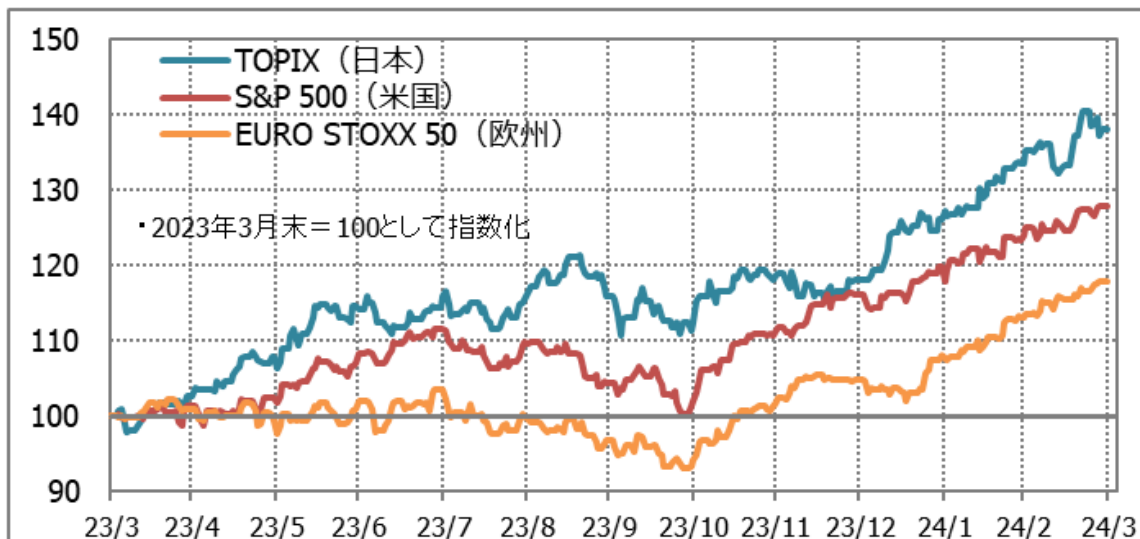


※ 3年ローリングの相関係数は、各時点におけるアセット毎の過去3年の月次収益率から算出。

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(8/14時点)

一生のパートナー

第一生命

Dai-ichi Life Group

8月初旬の相場を受けて8/14付で見通しを変更しております。

■ 足元の状況および見通し (※見通し予測値は2024年8月時点)

* カッコ内は見通し変更前の数値

	【実績】 8/31		2024/9月末(※)	2025/3月末(※)
国内株式	日経平均 38,647.75	➡	36,000 (41,000)	➡ 40,500
	TOPIX 2,712.63	➡	2,550 (2,900)	➡ 2,880
	賃上げを背景に個人消費の回復が期待できることや、インバウンド需要の増加が見込まれることなどを背景に、内需主導での国内経済の回復が期待できることは株価の追い風となるものと考え、中国景気低迷への警戒感や、米大統領選を巡る先行き不透明感、円高進行による業績悪化懸念等の外部要因が株価の上値を抑えるものと考え、横ばい圏での推移を想定する。			(41,000)
				(2,900)
国内債券 (10年)	0.890%	➡	1.000% (1.100%)	➡ 1.300%
	植田総裁は経済・物価が見通し通りに推移すれば利上げを継続する姿勢を維持しているものの、足元ではインフレの加速は確認されておらず、過度な円安も修正されたことなどから、日銀の早期追加利上げ観測が高まりにくいものと考えられる。また、FRBの利下げ開始等を背景に海外金利の上昇余地は限定的と考えられることなどから、概ねレンジでの推移を見込む。			(1.400%)
外国株式 (ダウ)	41,563.08	➡	39,500 (40,000)	➡ 40,500
	堅調な個人消費等を背景に今後も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ことを想定する。しかしながら、FRBが年内に複数回の利下げを実施することは現在の株価水準にある程度織り込まれているものとみられ、利下げ転換を受けた株価の上昇余地は限られると考えられるほか、米国大統領選挙の行方を見極めようとする動きなどから上値の重い展開を想定する。			(40,000)
外国債券 (米国10年)	3.90%	➡	4.00% (4.20%)	➡ 4.00%
	米労働市場では足元、就業率や解雇率の悪化は確認されていないものの、市場では2024年末までに4回程度の利下げが織り込まれている。こうしたなか、今後は労働市場等のデータが安定化につれて、過度な利下げの織り込みが剥落する展開も想定される一方、FRBが利下げを開始するなか、金利上昇余地も限定的と考えられることなどから、概ねレンジでの推移を見込む。			(4.20%)
為替 (ドル円)	145.60	➡	146.00 (158.00)	➡ 147.50
	現時点では米国が景気後退に陥る可能性は限定的と考えられ、経済指標等のデータの安定化に伴い、過度な利下げの織り込みが剥落する展開も想定されることなどはドルを下支えするものと期待される。しかしながら日銀は利上げ継続姿勢を維持している一方、FRBの利下げ開始が確実となっているなか、日米金利差の縮小観測を背景にドルは対円で上値の重い推移を見込む。			(155.00)

■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。