

年金トピックス

2025年1月31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（2025年1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を支えに株価は底堅く推移すると共に、主要先進国が利下げへ舵を切り金融政策が転換期を迎えるなか、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、日銀の追加利上げ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、その後、10月15日には一時40,000円台をつけ、以降は38,000円から40,000円程度のレンジ内での底堅い動きとなっています。

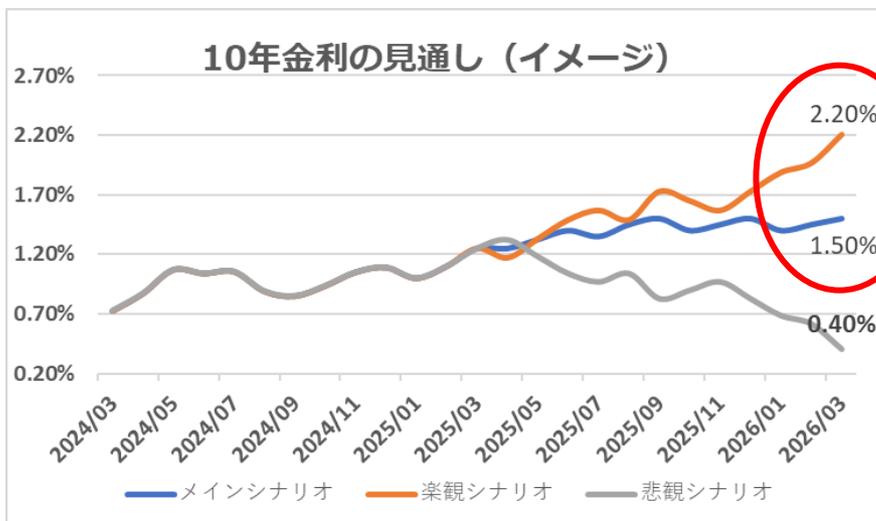
こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当り、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

なお、本年金通信は12月20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12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24年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。
- 25年1月会合では0.50%への追加利上げを決定**しました。植田総裁は記者会見にて、「利上げのペースやタイミングは予断を持っていない」「今回の利上げの影響がどのように出てくるのかを確かめつつ今後の進め方を決めたい」と述べ、今後の利上げ時期については示唆を与えませんでした。
- 当社見通しでは、政策金利は25年7-9月、26年1-3月の会合にてそれぞれ0.25%引き上げ、**10年金利は26年3月末に1.5%（楽観シナリオでは2.2%）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2025年度もマイナスリターンとなる見込み**です。

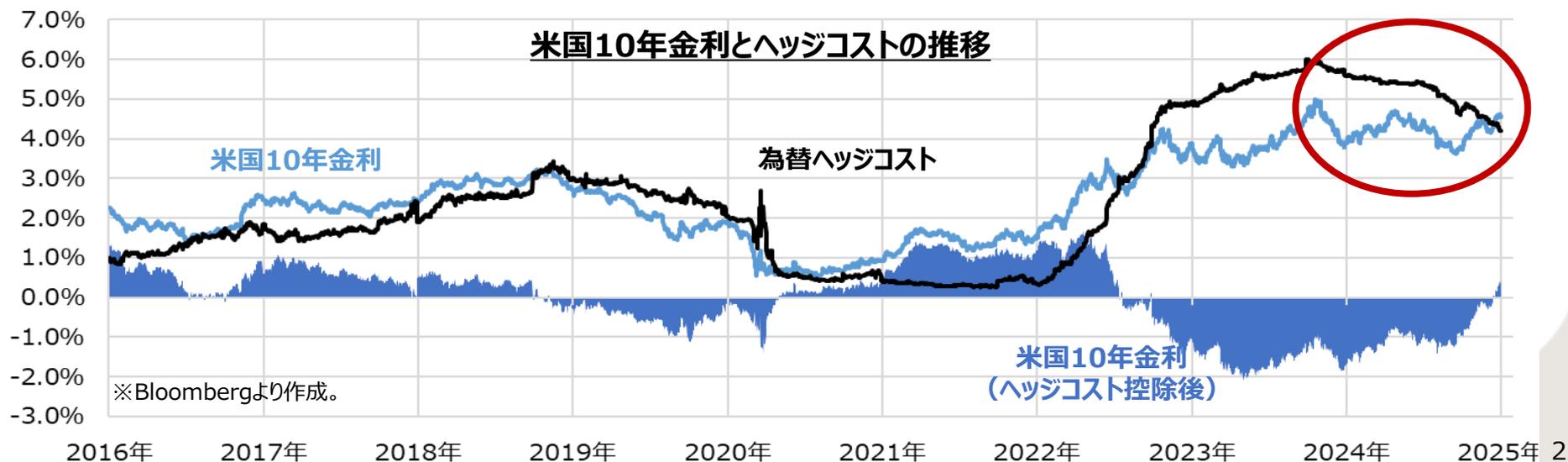


	10年金利			期待リターン (2024年度)	期待リターン (2025年度)
	2024/12 (実績値)	2025/3 (予想値)	2026/3 (予想値)		
メインシナリオ	1.09%	1.25%	1.50%	-3.3%	-0.2%
楽観シナリオ			2.20%		-4.8%
悲観シナリオ			0.40%		

※メインシナリオ：世界経済は低位ながら安定成長が継続する
 ※楽観シナリオ：米国の保護主義政策が限定され、世界経済は堅調な成長を遂げる
 ※悲観シナリオ：米国の保護主義政策を起点にインフレが再燃、景気後退に陥る
 ※各シナリオの詳細は「特別勘定運用のご報告」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24年6月のECB理事会にて4年9カ月ぶりに利下げを決定し、25年1月の理事会では0.25%の追加利下げ(4会合連続)を決定**しました。ラガルド総裁は記者会見にて、「利下げを止める議論は時期尚早」と説明し、利下げ継続を示唆しました。
- **米国では24年9月のFOMCにて4年半ぶりに0.5%の大幅利下げを決定し、12月のFOMCでは0.25%の追加利下げ(3会合連続)を決定**しました (FF金利: 4.25~4.50%)。また、政策金利見通し(ドットチャート)では、25年の利下げ回数が4回から2回に半減する見通しが示されました。
- **25年1月のFOMCでは4会合ぶりに政策金利を据え置き、パウエル議長は利下げを急がない姿勢を示しました。**
- 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。また、今後、トランプ政権による関税引上げや財政赤字拡大懸念を受けたインフレ再燃リスク(利下げペースの鈍化・米金利の高止まり等)には留意が必要です。



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%	

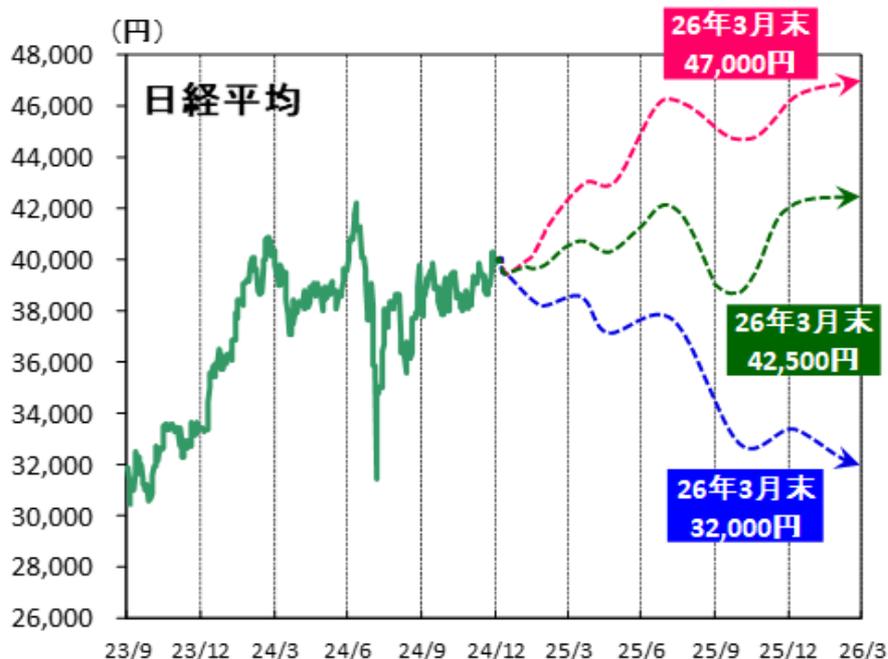
5. 解決に向けたアイデア

- 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 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） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 非伝統的運用手法による収益の獲得 ● 運用戦略の分散 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 	

※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 ※25年1月時点



楽観シナリオ 【発生確率】 20%	米国の保護主義政策が限定され、世界経済は堅調な成長を遂げる <ul style="list-style-type: none"> 米国の関税強化等の保護主義政策の実施が限定的な内容に留まる中、減税や規制緩和等が経済成長を促し、世界経済は堅調に推移する。 インフレの減速等を背景に主要中銀による利下げが想定よりも早いペースで実施され、企業・個人の経済活動が活発化する。 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する。
メインシナリオ 【発生確率】 60%	世界経済は低位ながら安定成長が継続する <ul style="list-style-type: none"> 米国による関税強化等の保護主義が景気の下押し材料として懸念されるものの、主要中銀による利下げや減税、規制緩和等が経済成長を促し、世界経済は低位ながら安定成長が継続する。 日本経済は、米国の関税強化等の保護主義を起点とした海外経済の減速が下押し材料となるも、賃上げ等を背景とした家計の所得環境の改善等が緩やかな経済成長を下支える。
悲観シナリオ 【発生確率】 20%	米国の保護主義政策を起点にインフレが再燃、景気後退に陥る <ul style="list-style-type: none"> 米国の保護主義政策を起点に、関税強化等が広範に実施され、貿易量の縮小やインフレの再燃等を背景に、世界経済は景気後退に陥る。 インフレ再燃により主要中銀が金融政策の変更を余儀なくされる。 米国のトランプ新政権発足に伴い、世界のパワーバランスが変化し、ロシア・ウクライナ情勢、中東情勢等の地政学リスクが高まる。

	2024年 3月末 実績	2024年 12月末 実績	2025年1-3月 予測レンジ	2025年 3月末 予測水準	2026年3月末予測水準		
					メイン	楽観	悲観
新発10年国債 (%)	0.725	1.090	0.950 ~ 1.400	1.250	1.500	2.200	0.400
日経平均 (円)	40,369.44	39,894.54	32,000 ~ 47,000	40,500	42,500	47,000	32,000
TOPIX (ポイント)	2,768.62	2,784.92	2,300 ~ 3,350	2,850	3,000	3,350	2,300
米国10年国債 (%)	4.20	4.56	3.50 ~ 5.50	4.50	4.25	5.50	3.50
独10年連邦債 (%)	2.29	2.36	2.00 ~ 3.00	2.30	1.90	3.00	1.50
NYダウ (ドル)	39,807.37	42,544.22	36,000 ~ 52,000	43,500	47,000	52,000	36,000
円 / ドル (円)	151.34	157.16	145.00 ~ 165.00	155.00	145.00	165.00	135.00
円 / ユーロ (円)	163.45	162.73	145.00 ~ 170.00	161.00	150.00	170.00	135.00
MSCI-E M (ポイント)	1,043.20	1,075.48	920 ~ 1,320	1,100	1,190	1,440	830

留意事項

■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。

第一生命保険株式会社
東京都千代田区有楽町1-13-1
電話 03(3216)1211(大代表)