

年金トピックス

2025年9月22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9月）

2024年度は主要先進国の金融政策が転換期を迎えました。米欧を始めとする主要先進国による金融引き締めがインフレ抑制に一定の成果をあげ、利下げへ舵を切る一方、日本は追加利上げを実施し、金利ある世界に回帰しております。

2025年度に入り、トランプ政権が4月2日に発表した相互関税が事前の想定を上回る内容であったことなどを受けて、貿易戦争激化による世界的な景気後退リスクが高まったことなどから、世界的に株価は大きく下落し、その後も様々な情報をめぐり乱高下しました。国内株式についても大きく調整し、4月7日の日経平均株価の下落幅（2,644円）は歴代3位を記録した上、昨年8月5日の令和のブラックマンデーに付けた安値を下回る3万1,136円をつけました。

トランプ米大統領は米金利急騰等を受けて相互関税の一部停止措置を発表し、株価は急反発しました。8月に入ると米中貿易協議を巡る緊張緩和やFRBによる利下げ再開観測等を受け、日経平均株価や米株主要3指数は史上最高値を更新しました。トランプ政権の政策不透明感は依然として非常に強く、米国経済がスタグフレーション（物価上昇を伴う景気後退）に陥るリスクが懸念されますが、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。

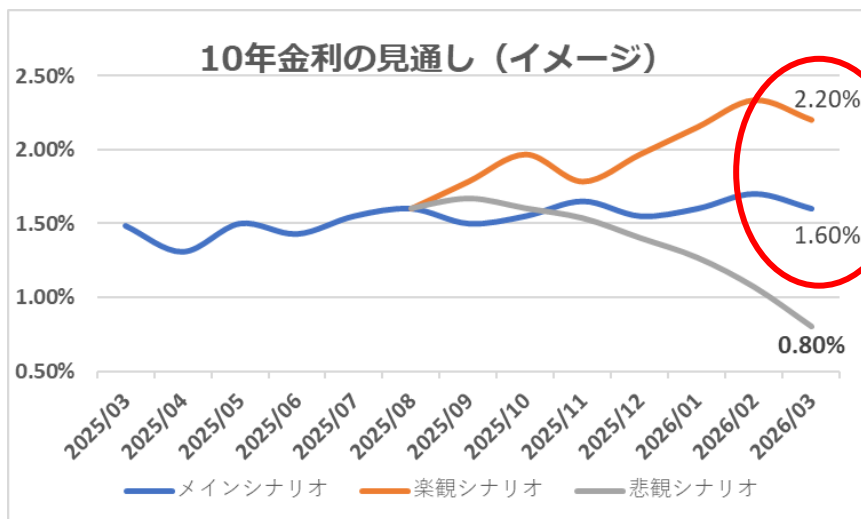
こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当り、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

なお、本年金通信は8月1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（2025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**を決定しました。その後も、**7月会合・25年1月会合にてそれぞれ0.25%の追加利上げ**を決定しました（政策金利：0.50%）。
- 25年9月会合では、金融緩和策の一環で買い入れてきたETFとREITの売却を始めると発表しました（但し、市場に配慮し、単純計算では100年以上かけてETFを売却）。また、政策金利は5会合連続で据え置きました。**植田総裁は会見にて、「経済・物価情勢の改善に応じて引き続き政策金利を引き上げる」との見解を示し、従来の方針を維持**しました。
- 当社見通し（25年7月時点）では、政策金利は26年1-3月の会合にて0.25%引き上げ、**10年金利は26年3月末に1.6%（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、2025年度の国内債券の期待リターンは0%近傍（楽観シナリオでは-3.0%）となる見込み**です。



	10年金利		期待リターン (2025年度)
	2025/8 (実績値)	2026/3 (予想値)	
メインシナリオ		1.60%	0.5%
楽観シナリオ	1.60%	2.20%	-3.0%
悲観シナリオ		0.80%	6.7%

※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
 ※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
 ※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
 ※各シナリオの出典：特別勘定運用のご報告

例えば、国内債券への投資割合が30%の場合、**ポートフォリオ全体では約1.0%の損失**^注

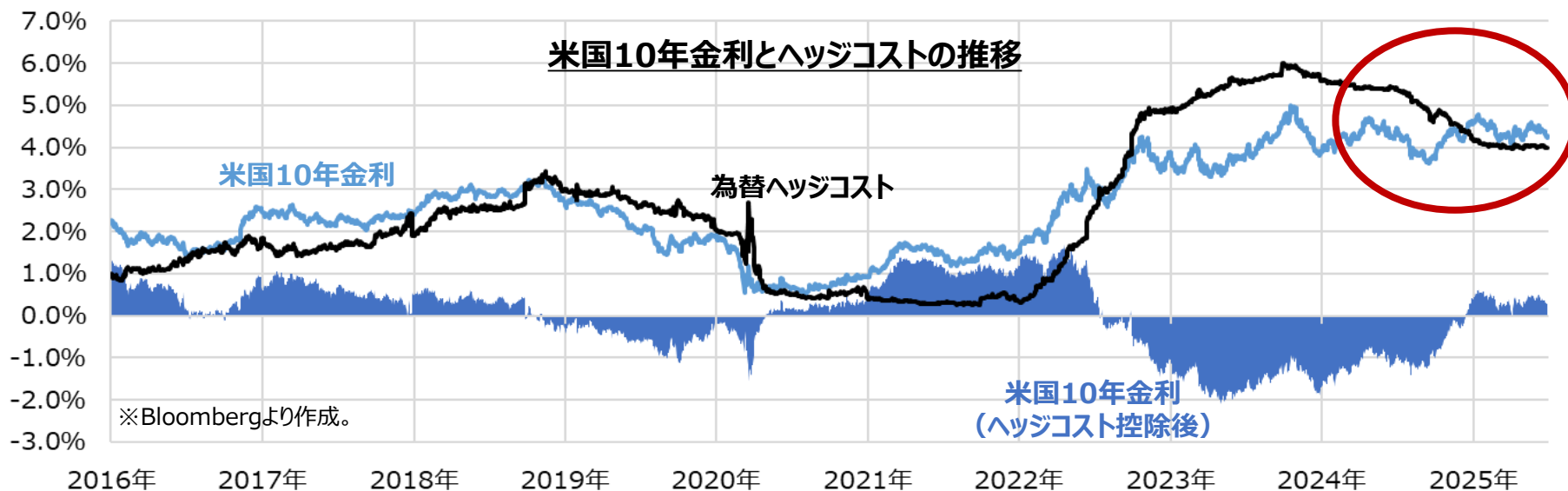
予定利率が2.5%の場合、**運用目標に約3.5%劣後**

国内債券は安全性資産？

(注) 国内債券以外の投資資産の運用実績が0%の場合

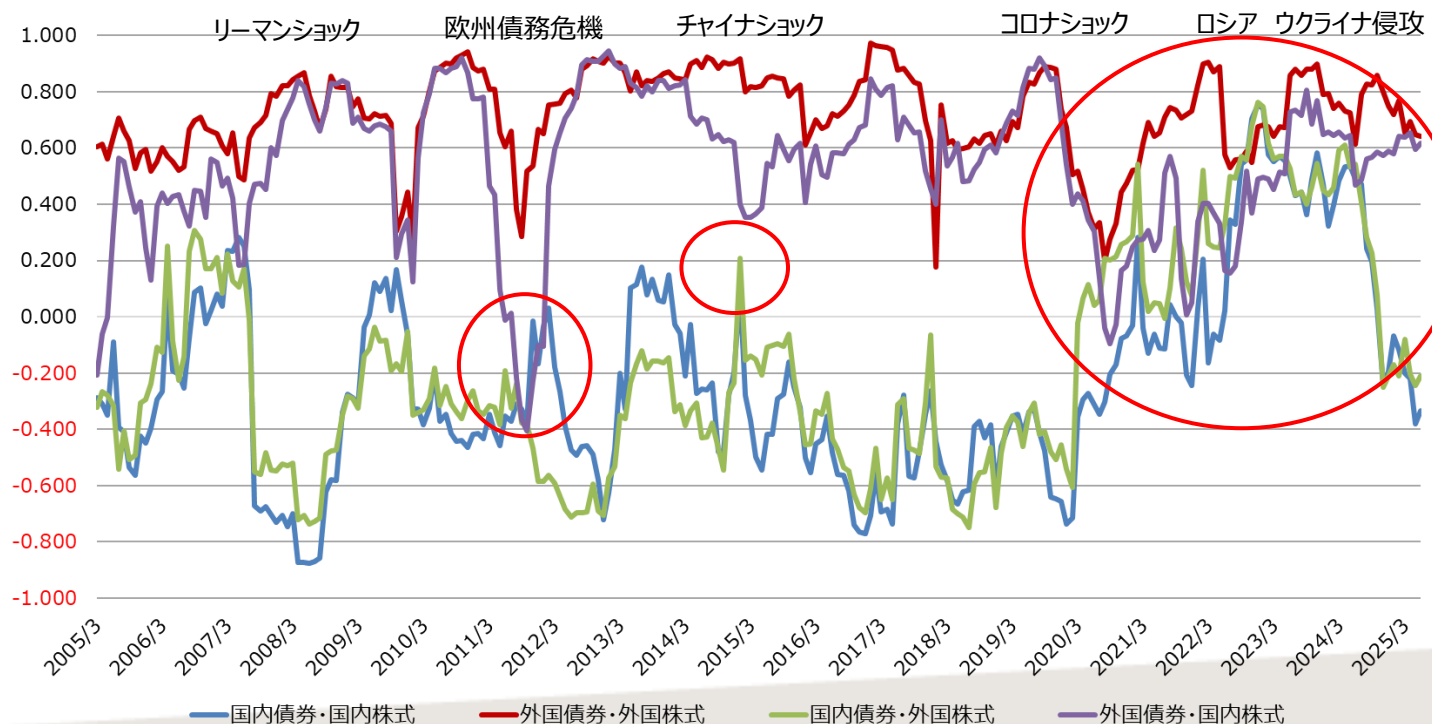
2. DB運用の留意点②(為替ヘッジコストの高止まり)

- 欧州では25年9月のECB理事会にて2会合連続で政策金利を据え置き**ました（政策金利：2.15%）。ラガルド総裁は「デイスインフレのプロセスは終了した」と述べ、**利下げ局面が終わりに近づいている**ことを示唆しました。
- 米国では25年9月のFOMCにて9カ月ぶりに0.25%の利下げ**を決定しました（FF金利：4.00~4.25%）。また、政策金利見通し（ドットチャート）では、**年内さらに2回の利下げ**を示唆しました。パウエル議長は「雇用に対する下振れリスクが高まっている」「**今回の決定は予防的利下げと捉えるべき**」と説明し、**今後の継続的な利下げには慎重な姿勢**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高止まりした状況が継続**しております。また、トランプ政権による関税政策や財政赤字拡大懸念を受けたインフレ再燃リスク（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)

- 足元では**日銀のマイナス金利解除・追加利上げ期待等を受け、**国内債券と内外株式との相関は逆相関へ転換**しております。
- 一方、2025年度に入り、米中貿易戦争激化への懸念等から、米国売り（米株売り・米国債売り・ドル売り）が進む局面も見られることや市場ショック時や地政学リスクを伴う相場下落時は相関が高まる傾向があるため注意が必要です。
- 伝統4資産による分散効果は**、外国債券と内外株式との相関が高く、国内債券と外国株式との逆相関も小幅なことから、**限定的**です。



※1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1年の月次収益率から算出。

4. DB運用の留意点④(トランプリスクの顕在化)

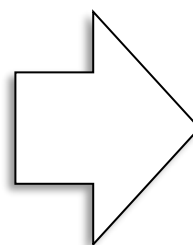
- トランプ政権の関税政策により、貿易戦争激化による世界的な景気後退リスクが懸念されており、**リスクシナリオとして、「米国の保護主義政策を起点にインフレが再燃し世界経済が景気後退に陥る」**可能性も考えられます。
- 当社では、こうした悲観シナリオの発生確率は20%と想定しているものの、仮に、**悲観シナリオが顕在化した場合、内外株式の大幅下落・円高進行等により、伝統4資産で構成されるポートフォリオでは、約8%の損失が発生**します。

主要指標の下落率 (悲観シナリオ)

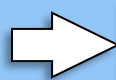
	2025/6 (実績値)	2026/3 (予想値)	下落率* (下落幅)
日経平均株価	40,487	30,500	-25%
日本10年国債	1.43%	0.80%	-0.63%
S&P500	6,205	4,700	-24%
米国10年債	4.22%	3.50%	-0.72%
ドル/円	144.45	135.00	-7%

ポートフォリオ (伝統4資産)

資産	構成比	期待収益率 (25/4-26/3)
国内株式	25%	-15%
国内債券	25%	7%
外国株式	25%	-23%
外国債券	25%	-3%
合計	100%	-8%



例えば、伝統4資産へ25%ずつ投資しているポートフォリオの場合、**全体では約8%の損失**



予定利率が2.5%の場合、**運用目標に約10.5%劣後**



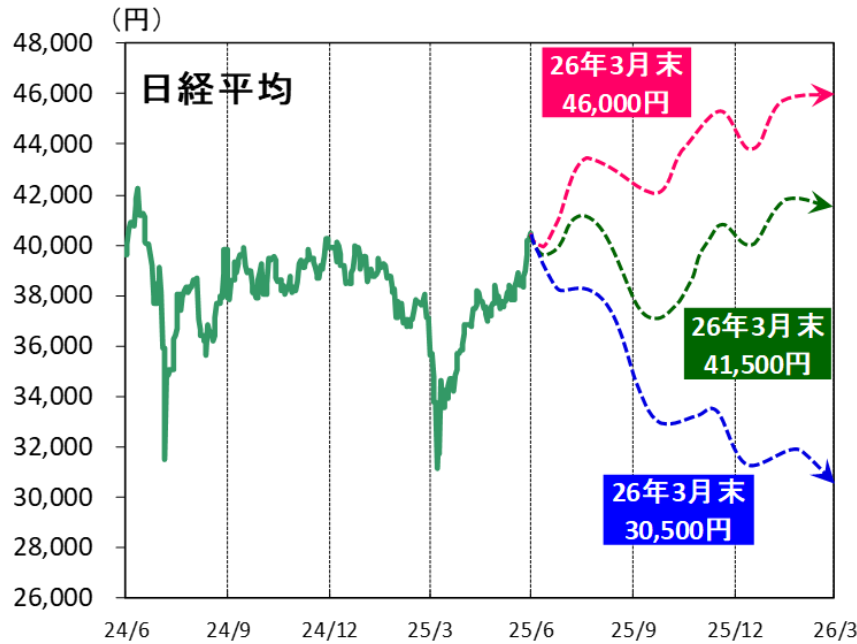
従来型バランス運用(伝統4資産)はリスク大?

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。
- トランプリスク顕在化による内外株式の大幅下落等に対しては、**リスク性資産から市場金利を上回る利率が保証される元本保証型商品等への一部入替え**や株式の低リスク戦略への入れ替え等が考えられます。

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（金利上昇によるキャピタル損の回避） 	<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
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） 	<ul style="list-style-type: none"> ● ヘッジコスト割れしない債券への入替え ● 国内債券への回帰
株式と債券の分散効果	<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
トランプリスクの顕在化	<ul style="list-style-type: none"> ● 内外株式等のリスク削減 	<ul style="list-style-type: none"> ● リスク性資産から元本保証型商品への一部入替え ● 株式の低リスク戦略への入れ替え

(ご参考) 経済・市場の当社見通し ※25年7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

- 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。
- ロシア・ウクライナ等の地政学リスク減退を背景とした商品市況の鎮静化等を受け主要中銀による利下げが長期化し、経済活動が活発化する。
- 欧州財政拡大や中国景気浮揚策が早期に世界経済成長に寄与する。

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

- 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、欧州における財政支出拡大や主要中銀による利下げが経済活動を下支えし、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

- 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により、世界経済は景気後退に陥る。
- 主要中銀の金融緩和が後手に回り、金融環境は一段と引き締まる。
- トランプ米政権の外交政策により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。

	2025年 3月末 実績	2025年 6月末 実績	2025年7-9月 予測レンジ	2025年 9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 (%)	1.485	1.430	1.200 ~ 1.700	1.500	1.600	2.200	0.800
日経平均 (円)	35,617.56	40,487.39	30,500 ~ 46,000	38,000	41,500	46,000	30,500
T O P I X (ポイント)	2,658.73	2,852.84	2,200 ~ 3,350	2,700	2,900	3,350	2,200
米国10年国債 (%)	4.20	4.22	3.50 ~ 5.50	4.20	4.00	5.50	3.50
独10年連邦債 (%)	2.73	2.60	2.00 ~ 3.50	2.60	2.40	3.50	2.00
N Y ダ ウ (ドル)	42,001.76	44,094.77	35,000 ~ 51,000	42,000	45,000	51,000	35,000
円 / ド ル (円)	149.54	144.44	135.00 ~ 165.00	143.00	140.00	165.00	135.00
円 / ユ ー ロ (円)	161.53	169.55	138.00 ~ 185.00	168.50	167.50	185.00	138.00
M S C I - E M (ポイント)	1,101.40	1,222.78	980 ~ 1,460	1,170	1,290	1,650	920

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)