

年金トピック

2025年12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12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年度はトランプ政権が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から、貿易戦争激化への懸念が高まり、世界的に株価は大きく下落してスタートしました。しかしその後、トランプ米大統領による相互関税の一部停止措置や、米中貿易協議を巡る緊張緩和、FRBによる利下げ再開によって市場心理は急速に改善し、国内外の株式ともに持ち直し基調を強めました。10月に入ると、高市氏の政策スタンスへの期待や財政拡張を見込む市場の思惑、堅調な米国経済を背景に、株価上昇が一段と鮮明となりました。日経平均は節目となる5万円を一時突破し、S&P500も7,000ドルに迫るなど、足元では国内外ともに高値圏で推移しています。

日米の株価が堅調な一方で、金利環境は不透明感が高まっています。日本では高市政権の財政拡張的な政策により金利の上昇と通貨安が進み、日銀は1月に続き12月18日に年内2度目の利上げを実施しましたが、引き続き日本の財政懸念を理由とした金利上昇リスクが懸念されます。米国ではインフレの懸念が残る中、トランプ政権の利下げ圧力に屈しFRBが過度な利下げに舵を切ればスタグフレーション（物価上昇を伴う景気後退）に陥るリスクも懸念されます。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。

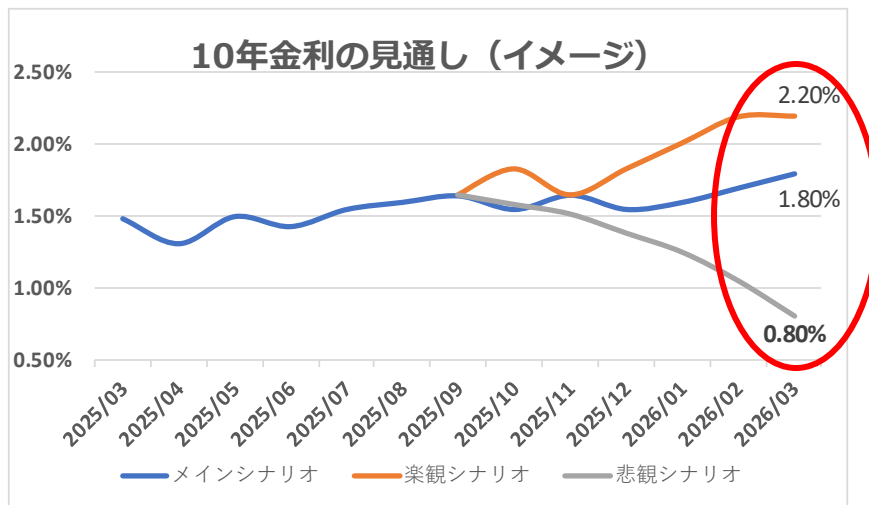
こうした足元の金融環境を踏まえ、確定給付企業年金（以下、DB）の資産運用に当たり、留意すべき主なポイントについて取り上げ、解決に向けたアイデアをご紹介します。

なお、本年金通信は10月31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10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

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・12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：0.75%）。
- 25年12月会合の追加利上げの理由として植田総裁は会見にて、「**賃金と物価がともに上昇するメカニズムが維持される可能性が高い**」との見解を示し、「**中立金利（景気を熱しも冷やしもしない金利）の下限にはまだ少し距離がある**」と**今後の利上げ路線の継続が示唆されました**。
- 当社見通し（25年9月時点）では、**10年金利は26年3月末に1.8%（楽観シナリオでは2.2%）を想定しております**。**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-1.1%（楽観シナリオでは-3.0%）となる見込み**です。



	10年金利		国内債券 期待リターン (2025年度)
	2025/9 (実績値)	2026/3 (予想値)	
メインシナリオ		1.80%	-1.1%
楽観シナリオ	1.65%	2.20%	-3.0%
悲観シナリオ		0.80%	6.8%

※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、世界経済は堅固な成長を遂げる
 ※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0.9%の損失**^注



予定利率が2.5%の場合、**運用目標に約3.4%劣後**

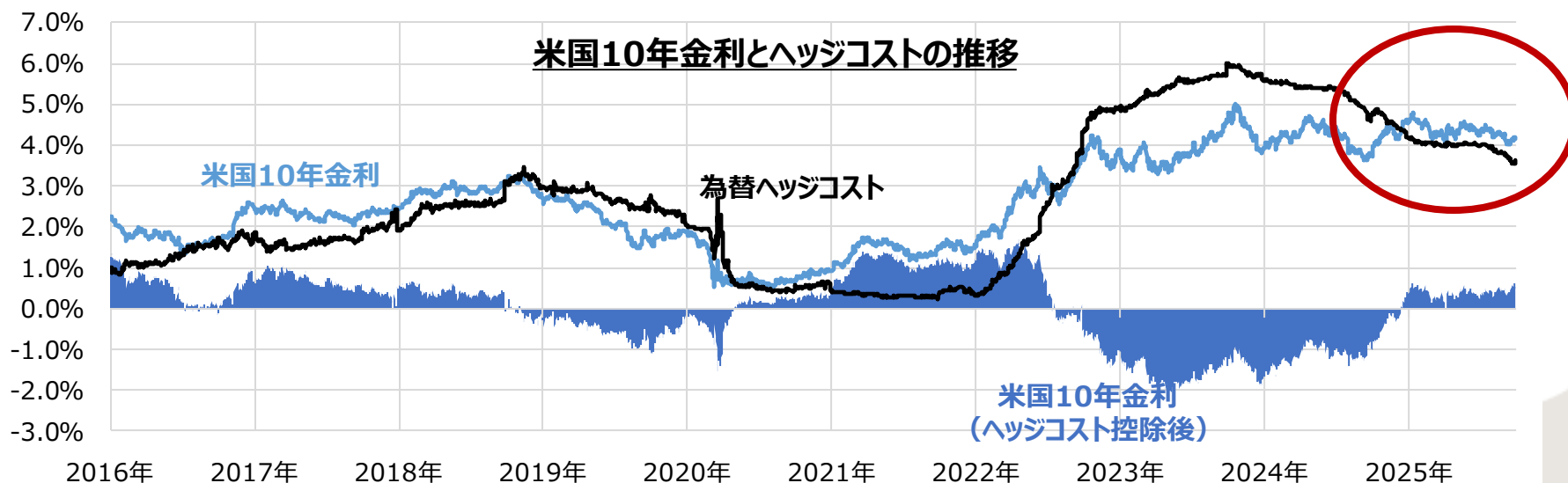


国内債券は安全性資産？

(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)

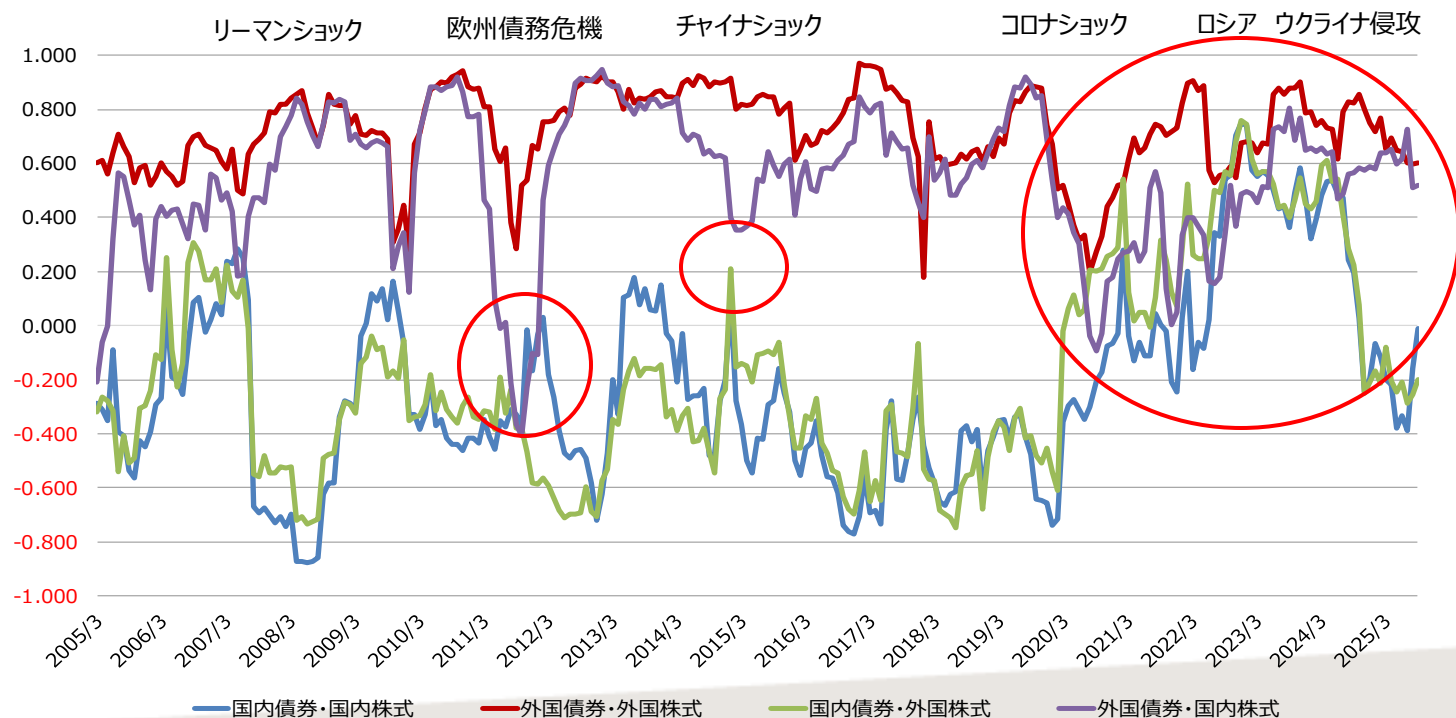
- 米国では25年12月のFOMCにて3会合連続で0.25%の利下げ**を決定しました（FF金利：3.50~3.75%）。パウエル議長は利下げによって「**政策金利は中立金利の広範な推定レンジ内に収まった**」とし、次回利下げまでには距離がある事が示されました。
- 欧州では25年12月のECB理事会にて4会合連続で政策金利を据え置きました（政策金利：2.15%）。ラガルド総裁は「我々は良い状況にある」と述べ、当面の政策金利の据え置きが示唆されました。
- 歴史的なインフレを背景とした米国金利の上昇はピークアウトしている一方、**為替ヘッジコストは低下基調なものの高止まりした状況が継続**しております。また、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。



※Bloombergより作成。

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、半年で約8%の損失が発生**します。

主要指標の下落率 (悲観シナリオ)

	2025/9 (実績値)	2026/3 (予想値)	下落率※ (下落幅)
日経平均株価	44,933	38,000	-15%
日本10年国債	1.65%	0.80%	-0.85%
S&P500	6,688	5,500	-18%
米国10年国債	4.15%	3.50%	-0.65%
ドル/円	147.69	135.00	-9%

ポートフォリオ (伝統4資産)

資産	構成比	期待収益率 (25/10-26/3)
国内株式	25%	-13%
国内債券	25%	8%
外国株式	25%	-25%
外国債券	25%	-5%
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、**半年で約8%の損失**

予定利率が年2.5%の場合、半年の**運用目標1.25%に対し約9.25%劣後**

従来型バランス運用(伝統4資産)はリスク大?

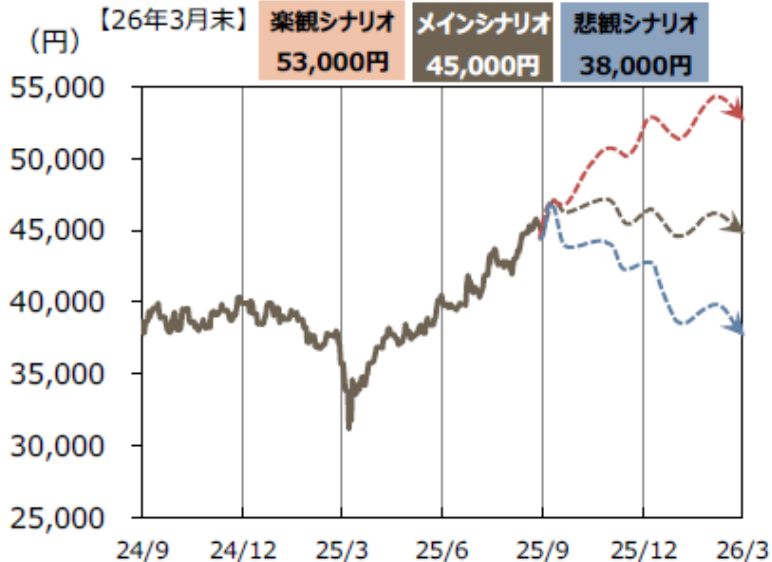
5. 解決に向けたアイデア

- 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9月時点

日経平均株価



楽観シナリオ

米国の雇用減速が限定され、世界経済は堅調な成長を遂げる

- 米国の雇用減速が限定的なものに留まる中、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の後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。

【発生確率】

20%

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

- 米国と各国との通商交渉により米関税政策に対する不透明感が後退する中、主要各国の財政金融政策やFRB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、日米関税合意により過度な不確実性が低下する中、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する。

【発生確率】

60%

悲観シナリオ

米国の雇用減速が鮮明となる中、インフレは高止まりし景気後退に陥る

- 米国で雇用減速により個人消費が縮小する中、欧州等の財政拡張策による景気刺激が限定的なものに留まり、世界経済は景気後退に陥る。
- 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。
- 商品市況の高止まりから、主要中銀による金融引き締めが再開する。

【発生確率】

20%

	2025年 3月末	2025年 9月末	2025年10-12月		2025年 12月末	2026年3月末予測水準		
	実績	実績	予測レンジ		予測水準	メイン	楽観	悲観
新発10年国債 (%)	1.485	1.645	1.400	~ 2.000	1.700	1.800	2.200	0.800
日経平均 (円)	35,617.56	44,932.63	38,000	~ 53,000	46,500	45,000	53,000	38,000
T O P I X (ポイント)	2,658.73	3,137.60	2,700	~ 3,700	3,250	3,150	3,700	2,700
米国10年国債 (%)	4.20	4.15	3.50	~ 5.50	4.00	4.00	5.50	3.50
独10年連邦債 (%)	2.73	2.71	2.00	~ 3.50	2.60	2.60	3.50	2.00
N Y ダ ウ (ドル)	42,001.76	46,397.89	40,000	~ 53,000	47,500	46,000	53,000	40,000
円 / ドル (円)	149.54	147.68	135.00	~ 165.00	145.00	143.00	165.00	135.00
円 / ユーロ (円)	161.53	173.52	150.00	~ 200.00	172.50	171.50	200.00	150.00
M S C I - E M (ポイント)	1,101.40	1,346.05	1,150	~ 1,610	1,410	1,340	1,820	1,070

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)