第一生命 年金通信

# 年金トピック

第一生命 Daiichi Life Group
No.2026－96
第27号

２０２６年１１月２日
団 体 年 金 事 業 部

## 足元の金融環境を踏まえた企業年金運用の留意点（2026年11月）

近年の金融環境は、金融政策の転換や地政学リスクの顕在化などにより、不確実性の高い状況が続いています。

このような環境下では、短期的な市場変動だけでなく、中長期的な前提やリスクの捉え方を改めて整理したうえで、企業年金としての運営や資産運用を考えていくことが重要となっています。本通信では、足元の環境変化を背景に、企業年金として直面しうる主なリスクと、その対処にあたっての基本的な考え方を整理するとともに、資産配分を設計する観点からの運用上の留意点について整理します。

本稿が、企業年金運営にあたっての検討の一助になれば幸いです。

なお、本年金通信は9月24日に発信した「足元の金融環境を踏まえた企業年金運用の留意点（2026年9月）」につきまして、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

第一生命保険株式会社

# 直近の金融政策の整理

第一生命
Daiichi Life Group

## ＜日本＞政策金利を据え置き、基調的な物価上昇率は2%に到達

- 10月の日本銀行の金融政策決定会合では、**政策金利を1.25%程度に据え置き**ました。一方、保有するETFの売却については、2027年1月から、年間の売却ペースを簿価ベースで3,300億円程度から8,600億円程度へ引き上げることを決定しました。
- **基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」に達したとの認識**も示され、金融政策は、これまでの基調的な物価上昇を促す局面から、**2%程度の水準で安定させていくことが意識される局面**となっています。
- 金融環境がなお緩和的ななか、今後は物価の上振れリスクにも配慮しながら金融緩和の度合いを調整することとなり、12月から年明けにかけての追加利上げの有無が焦点となります。

## ＜米国＞据え置きも、12月の利上げを意識

- 10月の米国連邦公開市場委員会（FOMC）では、**政策金利を3.75～4.00%に据え置き**ました。中間選挙前最後の会合となりましたが、政策判断は事前予想どおりとなり、市場への大きなサプライズはありませんでした。一方、12名の投票メンバーのうち**2名が0.25%の利上げを主張して反対票を投じる**など、インフレへの警戒感は根強く残っています。
- ウォーシュFRB議長も金融環境について「引き締まってはいるが、引き締め的とは言えない」との認識を示し、**12月会合での追加利上げの可能性**を残しました。

## ＜欧州＞市場金利上昇も踏まえ、追加利上げを見送り

- 10月の欧州中央銀行（ECB）理事会では、**政策金利を2.50%に据え置き**ました。エネルギー価格上昇によるインフレ圧力が続く一方、財政への懸念からフランス国債を中心に長期金利が上昇し、企業や家計の借入コスト上昇を通じて、景気や物価を抑制する要因となっています。こうした市場を通じた金融環境の引き締まりも見極めながら、ECBは今後の追加利上げの必要性を判断していくことになります。
- また、**ECBのラガルド総裁は、2027年10月の任期満了を待たず、同年2月に退任**すると表明しました。総裁本人は、ECB総裁に求められる政治的中立性から離れ、幅広い問題について発言する自由を得たいと説明しています。一方、フランス大統領選を前に現EU首脳の下で後任を選任できることから、退任時期には政治的な意味合いも指摘されています。

# 年金運用の留意点：地政学リスクを前提とした設計

第一生命 Daiichi Life Group

- 近年は、金融政策の転換や地政学リスクの顕在化が頻発しており、市場環境の不確実性が高い状態が常態化しています。こうした環境下では、政策判断や地政学イベントをきっかけに市場が大きく反応しやすく、株式・債券・為替を含む各資産価格の変動幅（ボラティリティ）が高まりやすくなります。こうした**ボラティリティが高まりやすい環境を前提とした、運用設計が求められています**。
- 当社では、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、今年度末までに約6%の損失が発生すると試算しています（一定の前提条件に基づく）。

## 主要指標の見通し

| | 2026/9（実績値） | 2027/3（予想値） | | | 悲観シナリオ下落率（下落幅）※ |
|---|---|---|---|---|---|
| | | メインシナリオ | 楽観シナリオ | 悲観シナリオ | |
| 日経平均株価 | 66,754 | 71,500 | 80,000 | 60,000 | -10% |
| 日本10年国債 | 3.05% | 3.30% | 3.50% | 1.70% | -1.35% |
| S&P500 | 7,652 | 7,850 | 8,900 | 6,500 | -15% |
| 米国10年国債 | 5.28% | 5.20% | 5.75% | 4.00% | -1.28% |
| ドル/円 | 157.14 | 155.00 | 175.00 | 145.00 | -8% |

## 悲観シナリオの期待収益率（モデルポートフォリオ）

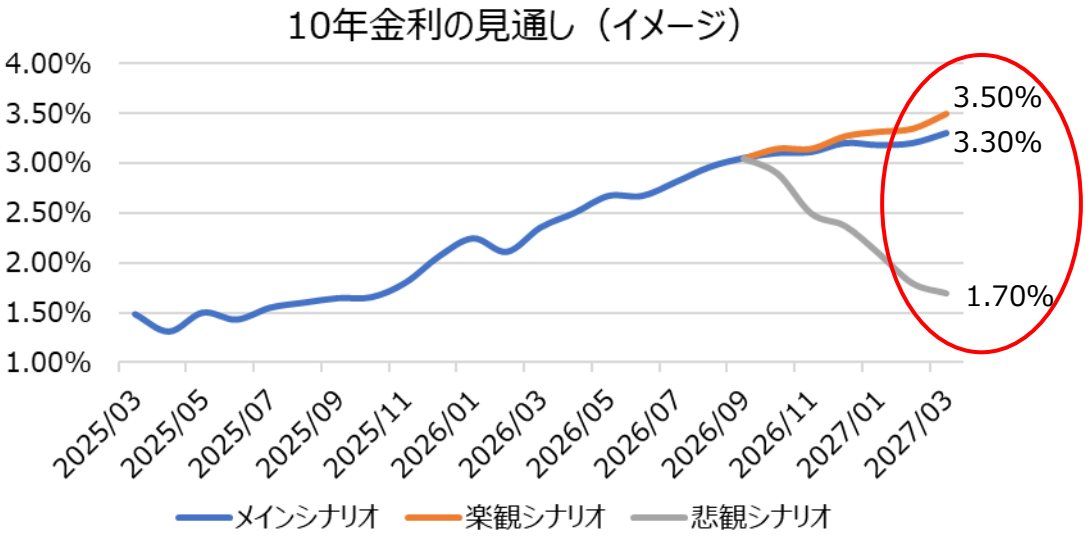
| 資産 | 構成比 | 悲観シナリオ期待収益率（26/9-27/3） |
|---|---|---|
| 国内株式 | 25% | -9% |
| 国内債券 | 25% | 9% |
| 外国株式 | 25% | -22% |
| 外国債券 | 25% | -2% |
| 合計 | 100% | -6% |

※ 26年9月メインシナリオから27年3月に悲観シナリオが実現した際の下落率（株価・為替）/下落幅（債券）を記載

# 年金運用の留意点：金利ある世界へ完全移行

第一生命 Daiichi Life Group

- 2024年3月の日本銀行による金融政策判断をきっかけに、国内金利は政策主導の枠組みから市場主導へと転換しました。これまで0%近傍に抑制されてきた長期金利は上昇し、その後の経済・物価動向や財政要因なども背景に、直近では2%台後半で推移する局面が続いています。
- 金利ある世界が完全に定着しつつある中、**国内債券は、安全性資産としての役割に加え、利回り獲得資産としての側面も高まっています。**債券からの収益機会が広がる一方で、**金利水準の変化に伴う価格変動リスクも無視できず、利回りの確保と価格変動への対応を両立した運用が求められています。**
- 当社では、10年金利は27年3月末に3.30%（楽観シナリオでは3.50%）を想定します（26年10月時点）。この場合、2026年度の国内債券の期待リターンは-2.56%（楽観シナリオでは-5.94%）となる見込みです。




| | 10年金利 | | 国内債券期待リターン（2026年度） |
|---|---|---|---|
| | 2026/9（実績値） | 2027/3（予想値） | |
| メインシナリオ | 3.05% | 3.30% | -2.56% |
| 楽観シナリオ | | 3.50% | -5.94% |
| 悲観シナリオ | | 1.70% | 6.20% |

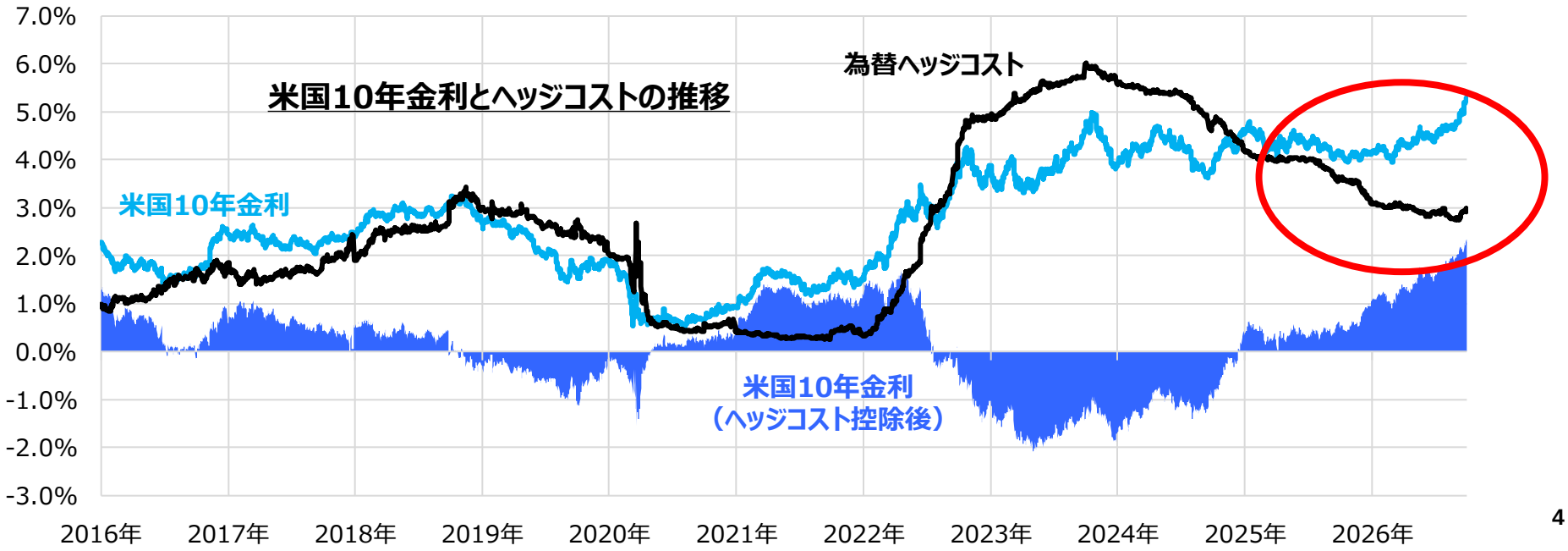
メインシナリオ 【発生確率60%】：世界経済は低位ながら安定成長が継続する
楽観シナリオ 【発生確率20%】：主要中銀で再び金融緩和余地が生まれ、世界経済は堅調な成長を遂げる
悲観シナリオ 【発生確率20%】：世界各地の紛争激化によりインフレは高止まりし、景気後退に陥る

各シナリオの出典：特別勘定運用のご報告

# 年金運用の留意点：ヘッジ外債の考え方

第一生命
Daiichi Life Group

- 為替ヘッジコストは、内外の短期金利差を主因として変動するため、海外金利が国内金利を大きく上回る局面では、ヘッジ後の利回りが抑制されやすくなります。2022年度以降は、米欧による急速な利上げと、日銀の金融緩和の継続とが重なり、内外短期金利差が急拡大した結果、**円安の進行や為替ヘッジコストの上昇といった影響が顕在化**しました。
- その後、2024年には日本でも金融緩和からの転換が進められる中で、**国内債券の利回りは上昇**しています。
- 年金運用においては、これまで「ヘッジ外債」は、政策により低金利・ゼロ金利が継続し**利回りが低下した国内債券を補完する「円債代替」として位置付け**られてきました。しかし、金融政策動向が転換した今日では、ヘッジ外債を「円債代替」として一律に位置付けるのではなく、環境条件を踏まえつつ、**国内債券と比較した収益性やリスク特性を考慮したうえで、その位置付けの再整理**をすることが重要になっています。

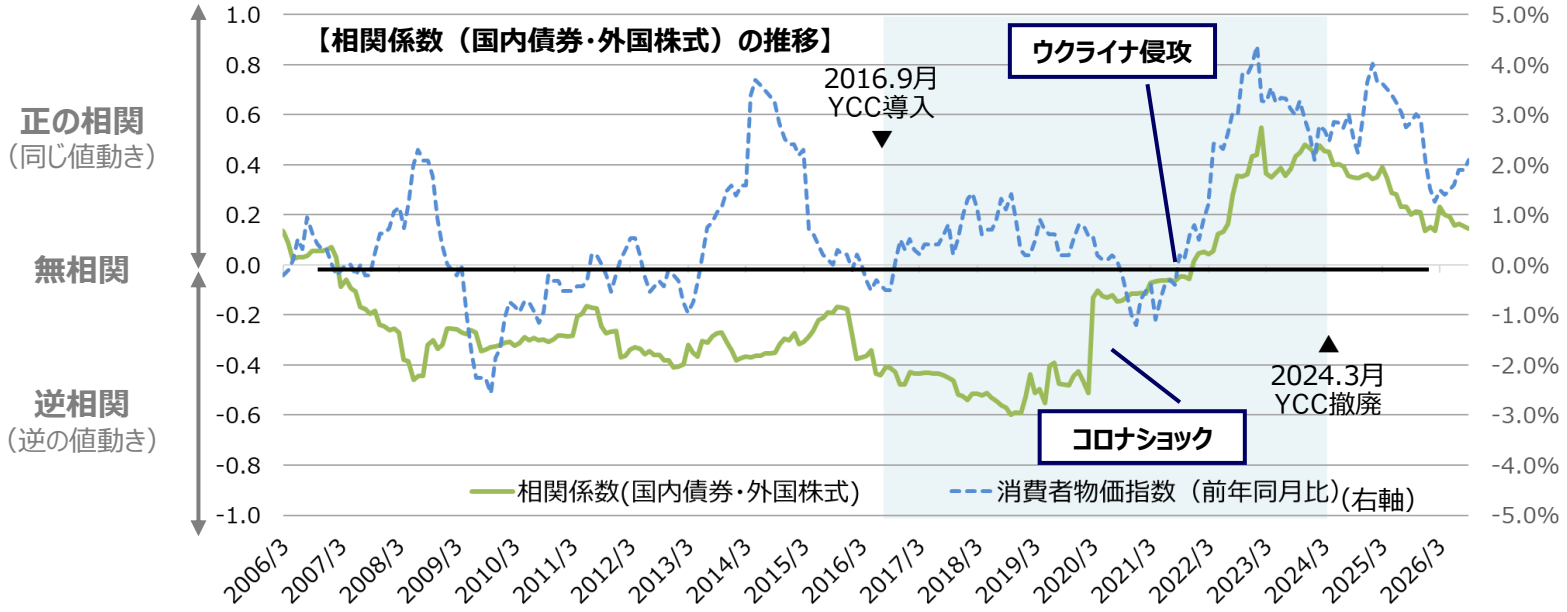



※ Bloombergより作成

# 年金運用の留意点：分散効果は環境によって変化

第一生命
Daiichi Life Group

- 一般的に、株式と債券は値動きが異なる傾向にあり、分散効果が期待されると言われます。実際、日本においては、デフレ環境の下で債券の安定性が高まり、株式との分散効果が機能していました。しかし、コロナショック後のインフレ環境では、日本銀行による金融政策（イールドカーブコントロール、以下YCC）により国内金利が抑制される一方、外国株式は金利や業績見通しなどの市場要因に反応したため、国内債券と株式の相関が不安定化する局面がみられ、分散効果は弱まりました。その後、2024年3月のYCC完全撤廃後は、国内債券が市場主導で価格変動することとなり、株式との分散効果に変化の兆しがみられます。
- このように、相関は金融政策や政策動向を受けて変化するため、**株式・債券に限らない分散の軸**についても、継続的に検討していくことが重要です。




※ 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
※ 消費者物価指数（前年同月比）は、総務省HPにおける消費者物価指数（総合）をもとに算出

# まとめ：資産配分設計のチェックポイント

第一生命
Daiichi Life Group

- 環境変化が大きい中では、個別の商品や短期的な市場動向に目を向ける前に、企業年金としての資産配分が、基本的な観点を満たしているかを確認することが重要です。以下の3点は、資産配分を検討・見直す際の主なチェックポイントです。

**① 期待収益率の確保**

制度として必要な期待収益率を、中長期的に満たす構成となっているか。

**② 下振れ耐性の改善**

環境変化や想定外の事象が生じた場合でも、過度な下振れが生じにくい設計となっているか。

**③ 実務運用のし易さ**

解約制限や、掛金・給付金の設定といった年金制度運営上の制約を踏まえ、無理のない運用が可能か。

**【資産配分設計のチェックポイント（例）】**

**期待収益率の確保**

✓国内金利の上昇
✓ヘッジ外債の位置づけの見直し
✓…

**下振れ耐性の改善**

✓地政学リスクを前提とした設計
✓株式と債券に限らない分散軸
✓…

**実務運用のし易さ**

✓流動性の確保（解約制限）
✓掛金・給付金の設定可否
✓…

# 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にお願いいたします。

■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)**