

第3回 年金資産管理運用委員会 資料

# 平成31年度 年金資産運用計画について

---

平成31年1月8日

鹿児島県病院企業年金基金

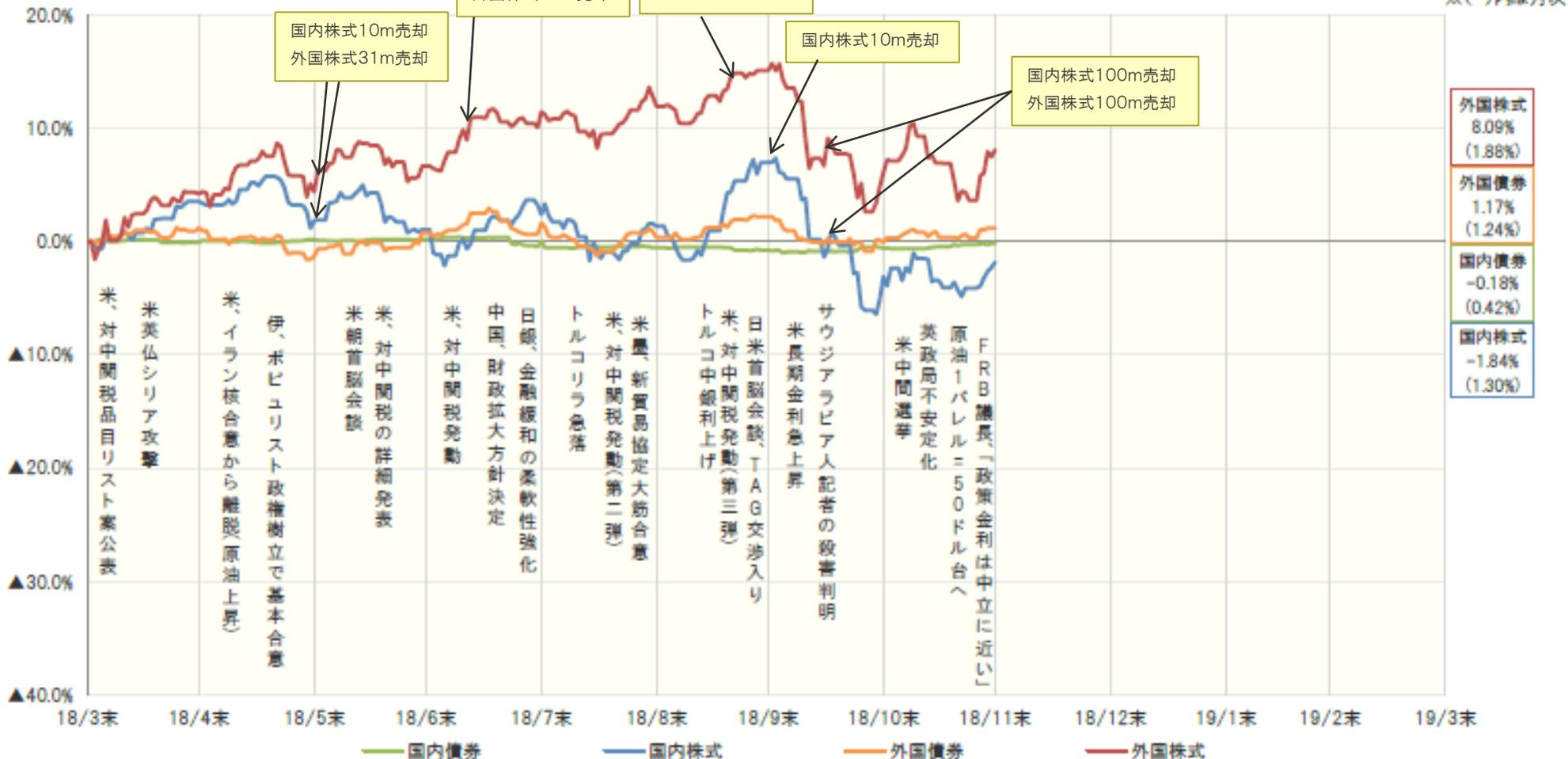
# 目次

---

I. 平成30年度 市場の概況 (2018年4月～11月)	2頁
II. 運用実績の振り返り (2018年4月～2018年11月)	5頁
① 全体	
② リバランスファンド	
③ 代替投資	
④ オルタナティブ運用	
III. 第2回委員会決定によるファンド入替結果報告	14頁
IV. 平成31年度年金資産運用計画	18頁
① 基本方針	
② 外国債券	
③ バンクローン	
④ 株式集中投資戦略	
⑤ イベントドリブン(合併・買収)戦略	

# I - 1. 平成30年度 市場の概況 (2018年4月～2018年11月)

<通期>



ご参考【月次】	外国債券	1.24%	(うち、債券部分	0.58%	為替部分	0.66%)	【通期】外国債券	1.17%	(うち、債券部分	-0.78%	為替部分	1.95%)	
	外国株式	1.88%	(うち、株式部分	1.22%	為替部分	0.66%)		外国株式	8.09%	(うち、株式部分	3.61%	為替部分	4.32%)

国内債券 : NOMURA-BPI(総合) 国内株式 : TOPIX(配当込) 外国債券 : FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース) 外国株式 : MSCI KOKUSAIインデックス(円ベース、税引前・配当込)

# I - 2. 平成30年度 市場の概況（2018年4月～2018年11月）

10月の株式市場の動き



10月は国内株式(TOPIX)が▲9.41%、外国株式(MSCI-KOKUSAI)が▲7.81%と大幅に下落。通期でも、国内株式は9月末+6.97%→▲3.10%、外国株式は+15.07%→+6.09%へ

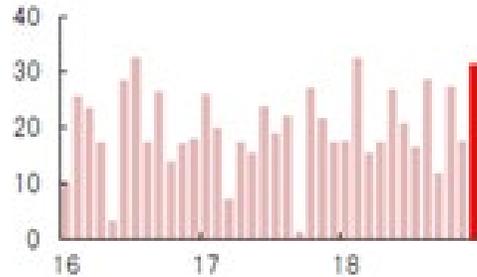
11月の株式市場の動き



11月は内外株式とも月末にかけて持ち直す動きを見せるものの、月間では1%台のプラスに止まった。

# I - 3. 平成30年度 今後の市場見通し (2019年1月~3月)

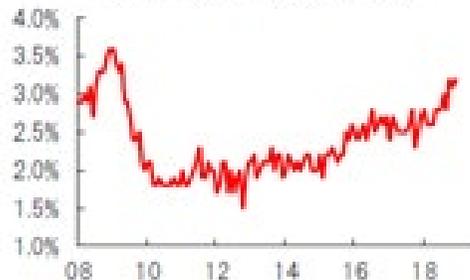
図表1 非農業部門雇用者数  
(前月差/万人)



米労働省が4日に発表した12月の非農業部門雇用者数は前月比+31.2万人と、市場予想(同+18.4万人)を大きく上回る結果(図表1)。過去2カ月分については+5.8万人上方修正、3カ月平均は同+25.4万人と20万人台を回復、6カ月平均についても同+22.2万人と2016年11月以来の高水準。米国における雇用市場の堅調さを改めて確認。

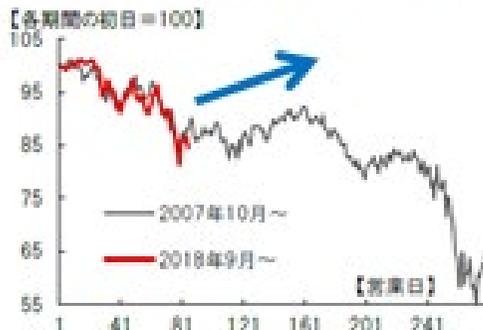
平均賃金については、前月比+0.4%、前年比+3.2%と何れも市場予想を上回る結果(図表3)。賃金×労働投入時間から計算される総労働所得は前月比+0.9%と前月の同+0.1%から伸びが加速したことは、この先の個人消費を占ううえで好材料。

図表3 平均賃金の伸び(前年比)



12月のISM製造業景況感の鈍化をきっかけとした米経済に対する過度な悲観論は今回の結果を受け一旦後退。一方で原油価格の低迷を背景に鉱業セクターにおける今後の雇用の伸びは期待できない状況。またこれまで米雇用を牽引してきた「輸送・倉庫」セクターの伸びが鈍化している点は懸念材料。12/22から続く政府機関閉鎖の影響も予想されるなか、30万人を超える雇用増のペースは持続困難か。米景気減速への警戒が緩和することで株価の反発が今しばらく続く展開が期待されるが、上昇基調の持続性については慎重に見極めたい。

図表2 S&P500: 2007年との比較



尚、図表2はリーマンショック前に米国が景気の「山」を迎えていた2007年10月以降の米国株(S&P500株価指数)の推移と昨年9月以降の米国株の推移を重ねたもの。これまでのところ非常に似た展開となっており、この先数カ月については一旦の持ち直しが期待されるが、その後再び下落基調に転じることが警戒される。

(出所)Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

## II. 運用実績の振り返り

---

## II - ① 平成30年度運用実績（2018年4月～2018年11月）【全体】

<2018年4月～2018年11月>

資産・	前期末時価総額 <2018年3月末> (円)	全体構成比 (%)	時価総額(円) (2018年11月末)	全体構成比 (%)	修正簿価平残 (円)	総合収益 (円)	修正総合収 益率(%)	時間加重収 益率(%)	BM	
伝統 資産	国内債券	907,964,404	15.0%	892,432,185	14.7%	892,452,183	-5,164,996	-0.58%	-	-0.18%
	国内株式	909,370,616	15.0%	803,465,066	13.2%	900,759,020	-4,334,811	-0.48%	-	-1.84%
	外国債券	877,001,235	14.5%	907,081,415	14.9%	892,177,260	188,928	0.02%	-	1.17%
	外国株式	895,962,470	14.8%	784,583,611	12.9%	839,041,119	65,776,398	7.84%	-	8.09%
	短期資産	132,405,956	2.2%	404,238,584	6.6%	184,859,537	-55,436	-0.03%	-	0.00%
合計	3,722,704,681	61.5%	3,791,800,861	62.3%	3,709,289,119	56,410,083	1.52%	-		
オル タナ ティ ブ	債券戦略	305,542,960	5.0%	308,405,527	5.1%	305,542,960	2,862,567	0.94%	0.94%	
		0	0.0%	290,956,701	4.8%	183,365,949	-7,290,004	-3.98%	-2.33%	
	損害保険	285,667,408	4.7%	273,908,144	4.5%	285,667,408	-11,759,264	-4.12%	-4.12%	
	国内株式	243,331,725	4.0%	191,037,868	3.1%	210,631,899	-599,058	-0.28%	-1.91%	
		107,279,883	1.8%	103,950,522	1.7%	106,917,989	-2,134,744	-2.00%	-2.00%	
	マルチ アセット	100,279,617	1.7%	169,991,757	2.8%	151,694,255	-6,922,709	-4.56%	-4.40%	
		334,310,645	5.5%	0	0.0%	122,381,322	-9,063,940	-7.41%	-2.76%	
外国株式	303,705,055	5.0%	295,227,677	4.9%	303,705,057	-8,477,378	-2.79%	-2.79%		
短期資産	74,751	0.0%	23,037	0.0%	1,818,617	-10	0.00%	0.00%		
一般勘定	650,549,691	10.7%	656,535,297	10.8%	650,994,820	5,439,820	0.84%	0.84%		
合計	2,330,741,735	38.5%	2,290,036,530	37.7%	2,322,720,276	-37,944,720	-1.63%	-		
資産合計	6,053,446,416	100.0%	6,081,837,391	100.0%	6,032,009,395	18,465,363	0.31%	0.26%		

10月の株式市場大幅下落を受け、苦戦。かろうじてプラス水準を確保した。

## II-②-1. 平成30年度運用実績（2018年4月～2018年11月）【リバランスファンド】

リバランス契約		前期末時価総額 〈2018年3月末〉 (円)	全体構成比 (%)	時価総額(円) (2018年11月末)	全体構成比 (%)	修正簿価平残 (円)	総合収益 (円)	修正総合収 益率(%)	時間加重収 益率(%)	BM	
リ バ ラ ン ス	国内債券	542,964,188	23.6%	230,360,015	11.5%	410,706,376	-1,561,195	-0.38%	-0.19%	-0.18%	
	国内株式	519,723,043	22.5%	414,557,960	20.6%	510,928,167	-4,827,019	-0.94%	-1.78%	-1.84%	
	外国債券	577,375,799	25.0%	550,137,476	27.4%	575,956,626	5,851,396	1.02%	1.00%	1.17%	
	外国株式		205,437,050	8.9%	97,119,302	4.8%	177,394,273	17,732,270	10.00%	7.97%	8.09%
			327,575,616	14.2%	311,312,475	15.5%	298,324,412	28,781,339	9.65%	8.64%	8.09%
			533,012,666	23.1%	408,431,777	20.3%	475,718,685	46,513,609	9.78%	7.85%	8.09%
	短期資産	132,346,613	5.7%	404,164,250	20.1%	182,837,198	-54,988	-0.03%	-0.02%	0.00%	
合計	2,305,422,309	100.0%	2,007,651,478	100.0%	2,156,147,052	45,921,803	2.13%	1.45%	1.71%		

リバランス契約 (300044647)	下限	中心値	上限
国内債券	9%	24%	34%
国内株式	9%	24%	34%
外国債券	9%	24%	34%
外国株式	9%	24%	34%
短期資産	2%	4%	64%

内外株式については、通常のリバランスルールによる利益確定に加え、10月に緊急避難として100mずつ売却し短期資産に滞留させている。短期資産に逃げてそれ以上の下落によるマイナスを回避した分が、修正総合収益率と時間加重収益率の差として表れている。

## 11-②-2. リバランスファンド：収益率推移

### ■ リバランスファンド

(時間加重収益率)

資産	ベンチマーク	収益率					
		第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
国内債券	NOMURA-BPI(総合)	0.20%	-0.96%	0.17%	0.42%	0.59%	-0.18%
国内株式	TOPIX(配当込)	1.05%	5.86%	-9.41%	1.30%	-8.23%	-1.84%
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本)	0.76%	1.40%	-2.18%	1.24%	-0.97%	1.17%
	FTSE世界国債インデックス(フルヘッジ)	-0.56%	-1.19%	-0.31%	0.47%	0.16%	-1.59%
外国株式	MSCI KOKUSAI(円ベース)	6.65%	7.90%	-7.81%	1.88%	-6.07%	8.09%
	MSCI KOKUSAI(円ヘッジ)	3.59%	4.86%	-6.63%	1.07%	-5.64%	2.50%
為替	円/ドル(ロンドン16時)	4.15%	2.55%	-0.64%	0.62%	-0.03%	6.77%
	円/ユーロ(ロンドン16時)	-1.12%	2.01%	-3.08%	0.54%	-2.55%	-1.70%
リバランス	内訳	第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
国内債券	MUTB標準スタイルミックス	0.26%	-0.95%	0.12%	0.38%	0.51%	-0.19%
国内株式	MUTB標準スタイルミックス	1.18%	6.45%	-9.60%	0.88%	-8.81%	-1.78%
外国債券	MUTB標準スタイルミックス	0.51%	1.72%	-2.28%	1.10%	-1.21%	1.00%
外国株式	アクティブ	10.24%	8.49%	-11.30%	1.67%	-9.82%	7.85%
合計(時間加重収益率)		2.75%	4.09%	-5.93%	0.84%	-5.14%	1.45%
複合ベンチマーク(時価平残ベース)		2.01%	3.70%	-4.90%	1.05%	-3.90%	1.66%
超過収益		0.74%	0.39%	-1.03%	-0.21%	-1.24%	-0.21%
(参考)修正総合利回り		2.79%	3.86%	-5.90%	0.87%	-5.02%	2.13%

## II-②-3-1. リバランスファンド：リバランス実施状況および計画中心値一部変更について

資産	約定日		金額	経緯	資金	参考
国内株式	6月1日	売却	-10,000,000	運用委員会の承認	短期資金に滞留	日経平均 22,201.82
	10月2日	売却	-10,000,000	リバランスルール	短期資金に滞留	日経平均 24,245.76
	10月18日	売却	-100,000,000	緊急避難	短期資金に滞留	日経平均 22,841.12
	12月27日	購入	50,000,000	リバランスルール	短期資金から	日経平均 19,327.06
	小計			-70,000,000		
外国株式	6月1日	売却	-31,000,000	運用委員会の承認	短期資金に滞留	NYダウ 24,415.84
	7月12日	売却	-30,000,000	リバランスルール	短期資金に滞留	NYダウ 24,700.45
	9月19日	売却	-10,000,000	リバランスルール	短期資金に滞留	NYダウ 26,246.96
	10月18日	売却	-100,000,000	緊急避難	短期資金に滞留	NYダウ 25,706.68
	小計			-171,000,000		
国内債券	8月24日	売却	-300,000,000	運用委員会の承認	アンコンストレイントファンドへ	新発10年国債 0.10
外国債券	7月25日	売却	-20,000,000	給付資金充当	短期資金に滞留	米国10年債 2.95
	8月7日	売却	-45,000,000	給付資金・中心値変更	短期資金に滞留	米国10年債 2.94
	小計			-65,000,000		

2019年1月7日付  
日経平均 20,038.97

2019年1月7日付  
NYダウ 23,531.35

- 内外株式については、リバランスルールに基づく「利益確定」を行いました。  
(国内株式：20,000,000円、外国株式：71,000,000円)  
また、10月の株価急落局面で、緊急避難措置として、内外株式それぞれ100,000,000円ずつ売却しました。  
(内外株式の配分割合は計画中心値▲5%の水準で当面管理してまいります。)
  - 国内債券は、7月末の日銀政策決定会合を受け、フルヘッジ外国債券(アンコンストレイントファンド)に避難しています。
  - 外国債券は、給付資金充当およびファンド入替に伴い第一生命の外国債券残高を増やした分の調整を行うため、一部売却しています。(65,000,000円)
- ※ 各資産の売却タイミングは、国内債券を除き、すべて通期でプラスの収益率の時点で行っております。

# II-②-3-2. リバランスファンド：リバランス実施状況および計画中心値一部変更について

BM	2018/03末 基準値	2018/04末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/05末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/06末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/07末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/08末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定
NOMURA-BPI(総合)	381.91	381.64	0.09%	-0.07%	不要	382.50	0.15%	0.15%	不要	382.67	0.27%	0.20%	不要	381.98	-0.14%	0.02%	不要	379.89	-0.73%	-0.53%	不要
TOPIX(配当込)	2,522.26	2,611.85	1.44%	3.55%	不要	2,568.21	1.82%	1.82%	不要 運用委員会 決議で売却	2,548.78	-2.41%	1.05%	不要	2,581.96	0.54%	2.37%	不要	2,556.25	0.29%	1.35%	不要
FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジ無・円ペ- ス)	445.93	451.32	2.68%	1.21%	不要	440.20	-1.28%	-1.28%	不要	449.31	-0.45%	0.76%	不要 給付資金捻 出目的売却	453.16	2.94%	1.62%	不要 給付資金捻 出目的売却	447.51	-0.40%	0.35%	不要
MSCI KOKUSAI インデックス (円ペ-ス、税引前・配当 込)	2,909.49	3,031.50	1.63%	4.19%	不要	3,036.72	4.37%	4.37%	不要 運用委員会 決議で売却	3,103.07	2.36%	6.65%	要	3,242.85	6.79%	11.46%	要 実施せず 中心値未達	3,256.65	4.95%	11.93%	要

推定実績(GL中心値)

2.08%

1.13%

2.01%

3.61%

3.02%

No.300044647	2018/03末 構成比	2018/04末 構成比	5月中移動金額	移動後 構成比	2018/05末 構成比	6月中移動金額 5/28運用委員会決定	移動後 構成比	2018/06末 構成比	7月中移動金額 給付資金捻出	移動後 構成比	2018/07末 構成比	8月中移動金額 給付資金、中心値変更	移動後 構成比	2018/08末 構成比	9月中移動金額	移動後 構成比
国内債券	23.6%	22.3%			22.2%		22.2%	23.0%		22.6%	22.5%	(300,000,000)	22.3%	22.5%		23.2%
国内株式	22.6%	23.5%			22.9%	-10,000,000	22.4%	23.1%		22.9%	22.9%		23.2%	22.9%		23.1%
外国債券	25.0%	25.9%			24.9%		24.9%	26.4%	-20,000,000	25.6%	25.3%	-45,000,000	23.3%	23.2%		24.0%
外国株式	23.1%	23.3%			23.8%	-31,000,000	22.5%	24.0%	-30,000,000	23.3%	23.0%		22.9%	23.7%	-10,000,000	24.0%
短期資産	5.7%	5.0%			6.3%	41,000,000	8.0%	3.5%	50,000,000	5.6%	6.4%	45,000,000	8.3%	7.7%	-50,000,000	5.7%

8/6 終値

内債は避難300mを含めて計算

外債は新中心値を超えず

りそな小型株60m新規投資

リバランスファンド	中心値	下限 構成比	上限 構成比
国内債券	23.0%	8.0%	33.0%
国内株式	23.0%	8.0%	33.0%
外国債券	26.0%	11.0%	36.0%
外国株式	23.0%	8.0%	33.0%
短期資産	5.0%	2.0%	65.0%

【判断サイクル】毎月末 【判断材料】各資産のベンチマークの対前年度末比騰落率 【手法】各資産毎に資産構成割合で調整  
 【ルール①】対前年度末比騰落率が+5%以上の場合、中心値まで売却し、売却資金は短期資産に滞留させる。以下、+5%刻み  
 で同様のリバランスを行う。  
 【ルール②】2か月以内に対前年度末比騰落率が+10%以上の場合は、中心値マイナス5%まで売却し、売却資金は短期資産に  
 滞留させる。対前年度末比騰落率が0%未満となった場合中心値まで買い戻す(短期資産より振替)が、それまでの間は中心値  
 マイナス5%を中心値とみなして、ルール①に則ったリバランスを行う。  
 【ルール③】対前年度末比騰落率が-10%以上の場合、中心値マイナス5%まで購入する。購入資金は短期資産を第1順位とする  
 が、第2順位以下は中心値に対する上方乖離幅の大きな資産から順に充当する。  
 【ルール④】対前年度末比騰落率が-15%以上の場合、中心値マイナス10%まで購入する。購入資金充当順位はルール③と同様  
 とする。以下騰落率-5%刻みで中心値マイナス幅も5%増やす形でのリバランスを下限値に達するまで行う。  
 【ルール⑤】年度初は、各資産とも中心値にリセットする。  
 【ルール⑥】上記(ルール①~⑤)に拘わらず、突発的かつ急激な市場急落が生じた場合、運用執行理事は緊急避難措置として、  
 各資産を下限値まで売却し短期資産に滞留させることができる。その場合、運用執行理事は遅滞なく「年金資産管理運用委員会」の  
 承認を得なければならない。また、運用執行理事は、当該売却時点から遅くとも5か月以内に「年金資産管理運用委員会」にて、買戻  
 し時期および買戻し幅(額)についての提案を行わなければならない。

# II-②-3-3. リバランスファンド：リバランス実施状況および計画中心値一部変更について

BM	2018/03末 基準値	2018/09末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/10末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/11末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2018/12末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/1/7	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定
NOMURA-BPI(総合)	381.91	378.99	-0.78%	-0.76%	不要	379.65	-0.06%	-0.59%	不要	381.24	0.59%	-0.18%	不要	384.13	1.18%	0.58%	不要	384.78	0.93%	0.75%	
TOPIX(配当込)	2,522.26	2,698.09	4.50%	6.97%	要	2,444.11	-4.39%	-3.10%	避難	2,475.92	-8.23%	-1.84%	不要	2,223.11	-9.04%	-11.86%	要	2,250.55	-9.10%	-10.77%	
FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジ無・円ヘ ス)	445.93	455.59	0.54%	2.17%	不要	445.65	-0.42%	-0.06%	不要	450.66	-1.08%	1.06%	不要	444.25	-0.32%	-0.38%	不要	438.21	-2.76%	-1.73%	
MSCI KOKUSAI インデックス (円ヘリス、税引前・配当 込)	2,909.49	3,348.09	3.25%	15.07%	要 実施せず 中心値未達	3,086.62	-5.22%	6.09%	避難	3,144.78	-6.07%	8.09%	不要	2,806.18	-9.09%	-3.55%	不要	2,825.50	-10.15%	-2.89%	

推定実績 (GL中心値)

5.63%

0.56%

1.71%

-3.65%

-3.51%

No.300044647	2018/03末 構成比	2018/09末 構成比	10月中移動金額	移動後 構成比	2018/10末 構成比	11月中移動金額	移動後 構成比	2018/11末 構成比	12月中移動金額	移動後 構成比	2018/12末 構成比	1月中移動金額	移動後 構成比	2019/01末 構成比	2月中移動金額	移動後 構成比
国内債券	23.6%	22.5%		23.4%	23.5%			23.0%		23.9%	23.6%					
国内株式	22.6%	24.2%	-110,000,000	18.5%	18.2%			18.0%	50,000,000	19.2%	18.9%					
外国債券	25.0%	23.6%		24.1%	24.1%			23.8%		24.7%	24.2%					
外国株式	23.1%	23.8%	-100,000,000	18.6%	17.8%			17.7%		16.4%	16.0%					
短期資産	5.7%	5.8%	210,000,000	15.4%	16.4%			17.5%	-50,000,000	15.9%	17.3%					

10/1 終値 10m

10/17終値内外株 中心値▲5%

内債は避難300mを含めて計算

12/26終値

リバランスファンド	中心値	下限 構成比	上限 構成比
国内債券	24.0%	9.0%	34.0%
国内株式	24.0%	9.0%	34.0%
外国債券	24.0%	9.0%	34.0%
外国株式	24.0%	9.0%	34.0%
短期資産	4.0%	2.0%	64.0%

【判断サイクル】日次 【判断材料】各資産のベンチマークの対前年度末比騰落率 【手法】各資産毎に資産構成割合で調整

【ルール①】対前年度末比騰落率が+5%以上の場合、中心値まで売却し、売却資金は短期資産に滞留させる。以下、+5%刻みで同様のリバランスを行う。

【ルール②】2か月以内に対前年度末比騰落率が+10%以上の場合は、中心値マイナス5%まで売却し、売却資金は短期資産に滞留させる。対前年度末比騰落率が0%未満となった場合中心値まで買い戻す(短期資産より振替)が、それまでの間は中心値マイナス5%を中心値とみなして、ルール①に則ったリバランスを行う。

【ルール③】対前年度末比騰落率が-10%以上の場合、中心値マイナス5%まで購入する。購入資金は短期資産を第1順位とするが、第2順位以下は中心値に対する上方乖離幅の大きな資産から順に充当する。

【ルール④】対前年度末比騰落率が-15%以上の場合、中心値マイナス10%まで購入する。購入資金充当順位はルール③と同様とする。以下騰落率-5%刻みで中心値マイナス幅も5%増やす形でリバランスを下限値に達するまで行う。

【ルール⑤】年度初は、各資産とも中心値にリセットする。

【ルール⑥】上記(ルール①~⑤)に拘わらず、突発的かつ急激な市場急落が生じた場合、運用執行理事は緊急避難措置として、各資産を下限値まで売却し短期資産に滞留させることができる。その場合、運用執行理事は遅滞なく「年金資産管理運用委員会」の承認を得なければならない。また、運用執行理事は、当該売却時点から遅くとも5か月以内に「年金資産管理運用委員会」にて、買戻し時期および買戻し幅(額)についての提案を行わなければならない。

## II-③ 代替投資：収益率推移

### ■ 代替投資

(時間加重収益率)

資産	ベンチマーク	収益率					
		第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
国内債券	NOMURA-BPI(総合)	0.20%	-0.96%	0.17%	0.42%	0.59%	-0.18%
国内株式	TOPIX(配当込)	1.05%	5.86%	-9.41%	1.30%	-8.23%	-1.84%
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本)	0.76%	1.40%	-2.18%	1.24%	-0.97%	1.17%
	FTSE世界国債インデックス(フルヘッジ)	-0.56%	-1.19%	-0.31%	0.47%	0.16%	-1.59%
外国株式	MSCI KOKUSAI(円ベース)	6.65%	7.90%	-7.81%	1.88%	-6.07%	8.09%
	MSCI KOKUSAI(円ヘッジ)	3.59%	4.86%	-6.63%	1.07%	-5.64%	2.50%
為替	円/ドル(ロンドン16時)	4.15%	2.55%	-0.64%	0.62%	-0.03%	6.77%
	円/ユーロ(ロンドン16時)	-1.12%	2.01%	-3.08%	0.54%	-2.55%	-1.70%

代替投資	内訳	第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
国内債券	アンCONSTRAINT(ヘッジ外債)	-0.24%	0.18%	-0.27%	-0.21%	-0.48%	-0.54%
	アクティブ	0.28%	-0.90%	0.16%	0.40%	0.56%	-0.06%
国内株式	低β・高配当利回り	0.91%	1.69%	-6.50%	2.13%	-4.51%	-2.01%
	最小分散投資	3.96%	2.15%	-7.35%	4.55%	-3.14%	2.86%
	パッシブ	1.05%	5.25%	—	—	—	6.35%
	小型株集中投資	—	2.01%	-6.56%	2.24%	-4.47%	-2.55%
外国債券	パレット為替アクティブヘッジ	-1.11%	-0.80%	-0.59%	0.46%	-0.13%	-2.03%
	パッシブ(フルヘッジ)	-0.68%	-1.20%	-0.42%	0.75%	0.32%	-1.56%
外国株式	最小分散投資(為替ヘッジ)	2.32%	3.90%	-4.12%	2.72%	-1.51%	4.71%
	パッシブ	6.63%	7.92%	-7.78%	1.87%	-6.06%	8.11%

## II-④ オルタナティブ：収益率推移

### ■ オルタナティブ

(時間加重収益率)

資産	ベンチマーク	収益率					
		第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
国内債券	NOMURA-BPI(総合)	0.20%	-0.96%	0.17%	0.42%	0.59%	-0.18%
国内株式	TOPIX(配当込)	1.05%	5.86%	-9.41%	1.30%	-8.23%	-1.84%
外国債券	FTSE世界国債インデックス(除く日本)	0.76%	1.40%	-2.18%	1.24%	-0.97%	1.17%
	FTSE世界国債インデックス(フルヘッジ)	-0.56%	-1.19%	-0.31%	0.47%	0.16%	-1.59%
外国株式	MSCI KOKUSAI(円ベース)	6.65%	7.90%	-7.81%	1.88%	-6.07%	8.09%
	MSCI KOKUSAI(円ヘッジ)	3.59%	4.86%	-6.63%	1.07%	-5.64%	2.50%
為替	円/ドル(ロンドン16時)	4.15%	2.55%	-0.64%	0.62%	-0.03%	6.77%
	円/ユーロ(ロンドン16時)	-1.12%	2.01%	-3.08%	0.54%	-2.55%	-1.70%

オルタナティブ	内訳	第1四半期	第2四半期	10月	11月	10～11月	通期
債券戦略	PIMCO/GCOS	1.02%	-2.97%	0.22%	2.75%	2.98%	0.94%
	BlueBayクレジットLS	—	-0.41%	-1.46%	-0.59%	-2.04%	-2.35%
損害保険	ネフィラ損害保険戦略ファンド	-0.97%	0.30%	-0.70%	-2.79%	-3.47%	-4.12%
国内株式	サステナブル成長銘柄投資	5.26%	4.52%	-14.68%	4.51%	-10.84%	-1.91%
	マーケットニュートラル	-1.31%	-0.06%	0.47%	-1.11%	-0.64%	-2.00%
マルチアセット	DRF	-1.66%	-0.02%	-2.69%	-0.08%	-2.77%	-4.40%
	GARS	-2.74%	—	—	—	—	-2.74%
外国株式	Kairos	3.29%	-3.25%	0.17%	-2.89%	-2.72%	-2.79%
一般勘定	第一生命	0.31%	0.31%	0.11%	0.10%	0.21%	0.84%

## III. ファンド入替報告

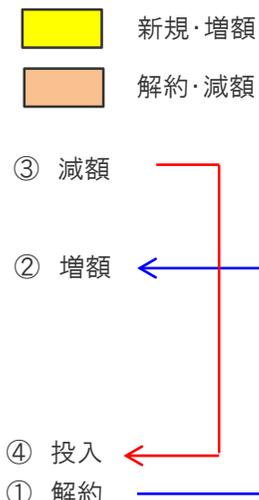
---

# III-1. 資金移動内訳

資産	残高(m)	構成比(%)
国内債券	533	8.8%
国内債券(代替投資)	306	5.0%
	58	1.0%
外国債券	552	9.1%
外国債券(代替投資)	239	3.9%
	115	1.9%
国内株式	536	8.8%
国内株式(代替投資)	120	2.0%
	218	3.6%
	60	1.0%
	0	0.0%
外国株式	556	9.1%
外国株式(代替投資)	314	5.2%
	59	1.0%
オルタナティブ (絶対収益追求)	309	5.1%
	283	4.6%
	207	3.4%
	106	1.7%
	314	5.1%
	175	2.9%
	298	4.9%
小計	1,691	27.7%
新一般勘定	653	10.7%
短期資産	82	1.3%
全体	6,094	100.0%

運用スタイル(候補)	運用者(候補)
標準スタイルミックス	三菱UFJ信託
外国債券アンCONSTREIND(為替ヘッジ)	TCW・MetWest
アクティブファンド	第一生命
<b>標準スタイルミックス(減額)</b>	<b>三菱UFJ信託</b>
外国債券為替アクティブヘッジ	Pareto
<b>パッシブファンド(為替ヘッジ)(増額)</b>	<b>第一生命</b>
標準スタイルミックス	三菱UFJ信託
最少分散ポートフォリオ	三菱UFJ信託
低β・高配当利回り型	三菱UFJ信託
<b>小型株集中投資(新規採用)</b>	<b>りそな銀行</b>
<b>パッシブファンド(解約)</b>	<b>第一生命</b>
パッシブ(40%)、グローバルコア(60%)	三菱UFJ信託
最少分散ポートフォリオ(為替ヘッジ)	三菱UFJ信託
パッシブファンド	第一生命
債券戦略特化(為替ヘッジ)	PIMCO
損害保険戦略(為替ヘッジ)	Nephila Capital
内株サステナブル成長銘柄投資	三菱UFJ信託
内株βヘッジ・高配当利回り型	三菱UFJ信託
マルチアセット(外株LS中心)(為替ヘッジ)	Kairos
マルチアセット(低い株式比率)(為替ヘッジ)	Beillie Gifford
債券クレジットLS(為替ヘッジ)	BlueBay
新一般勘定	第一生命
短期金融資産	三菱UFJ信託

移動額(m)
-60
58
60
-58



① 第一生命の国内株式ファンドを解約しますが、その資金で、② 同社の外国債券ファンドを購入する為、第一生命の総残高は変わりません。

③ 三菱UFJ信託の外国債券ファンドを減額し、その資金で、④ りそな銀行の国内株式ファンドを購入します。

外国債券、国内株式共に配分割合は変わらずにファンド入替ができました。

## III-2. 資金移動

### ■ 第一生命

平成30年9月25日 国内株式パッシブファンド解約（回収資金 60,776,603円）  
外国債券パッシブファンド増額

平成30年9月28日 変更後資産構成割合に合わせるためのリバランス実施

#### 基本構成割合の変更

資産	ファンド名	構成割合(%)	
		(変更前)	(変更後)
国内債券	円貨建公社債口	25%	25%
国内株式	円貨建株式口パッシブ型	25%	-
外国債券	外貨建公社債口為替ヘッジ型	25%	50%
外国株式	外貨建株式口パッシブ型	25%	25%

### ■ 三菱UFJ信託銀行

平成30年9月20日 リバランス運用ファンド(No.300044647)より、60,000,000円回収

### ■ リそな銀行

平成30年9月20日 年金投資信託(株式口)Z口、60,000,000円で口座開設

平成30年9月28日 同Z口の運用開始

### III-3. 契約関係：りそな銀行 年金投資信託(株式口)Z口

- 平成30年8月24日 りそな銀行より「商品概要説明書」の交付を受け、商品概要についての説明を受けました。
- 平成30年9月11日 「運用の基本方針」に準じた「年金資産の運用指針」並びに「資産移受管通知書」をりそな銀行に交付しました。
- 平成30年9月20日 りそな銀行との間で、「年金信託契約書」、「年金信託契約に係る信託報酬に関する協定書」を締結。資産管理会社である日本トラスティ・サービス信託銀行を加えた三者間で「年金信託契約の信託事務の委託に関する三者間協定書」を締結しました。  
また、りそな銀行から「信託財産の銀行勘定貸運用にかかる信託事務費用のご負担について」、「年金投資基金信託約款」の差し入れを受けました。
- 平成30年9月28日 運用開始に伴い、りそな銀行との間で「国内株式(集中投資)運用に関する覚書」を締結しました。

■ 信託財産 ￥60,000,000—

■ 信託報酬 年金投資基金信託(株式口)Z口への投資の額 × 5.50/1,000 (年率)

## IV. 平成31年度 年金資産運用計画

---

# IV-① 基本方針

## I. 収益力強化

### ① 内外債券の配分割合の引き下げ

次年度も「金利上昇による損失確率」が大きい状況が続く。

1. 政策アセットミックス上の内外債券の配分割合を5%ずつ引下げ、各々10%とする。
2. 外国債券には、国債だけでなく社債等も運用対象に加えたファンドを一部採用する。

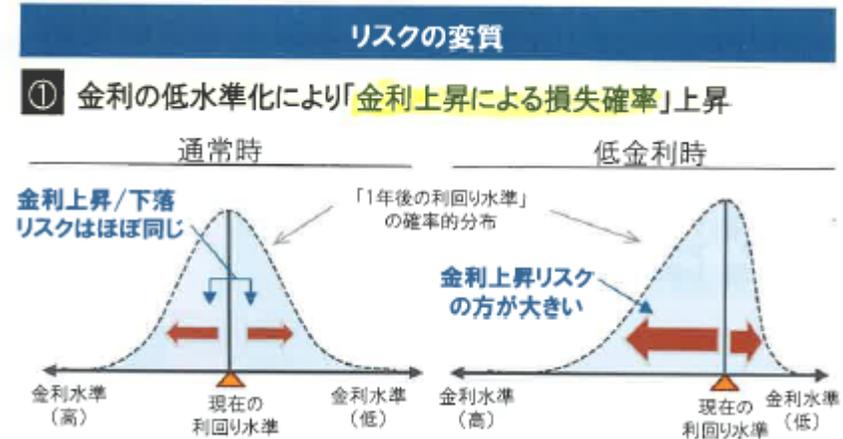
### ② オルタナティブ運用部分に収益を牽引する核を作る。

債券系戦略のオルタナティブ商品にとって逆風が続くことが予想されることから、収益の核となるファンドの投入を図る。

1. バンクローンファンドの採用
2. 銘柄数を絞った国内株式集中投資ファンドの追加
3. イベントドリブン(合併・買収)戦略ファンドの採用

## II. 既存ファンドのチェック

- ① 各戦略間のバランスを取るための残高微調整。
- ② 運用実績劣位ファンドの残高微調整。



政策アセットミックス(2019年4月1日案)

資産区分	中心値	中心値
国内債券	15%	10%
国内株式	15%	15%
外国債券	15%	10%
外国株式	15%	15%
短期資産	2%	2%
小計	62%	52%
オルタナティブ	28%	38%
生保一般勘定	10%	10%
合計	100%	100%

## IV-② 外国債券

---

# IV-②-1. 外国債券

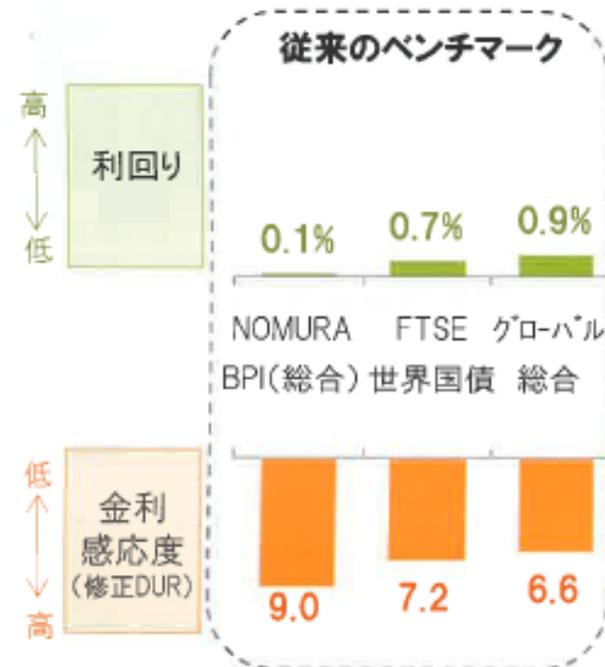
外国債券のベンチマークとして採用している「FTSE世界国債インデックス」は文字通り先進国の国債が投資対象となっています。

一方で、「BBグローバル総合インデックス」は、国債の他に政府関連債、社債、資産担保債等も投資対象とするベンチマークです。

■国別ベンチマーク構成比

		FTSE世界国債インデックス(日本除く)				
		18/03	18/06	18/09	18/12	19/03
米	国	41.9	43.9			
カ	ナ	2.1	2.0			
オ	ーストラリア	2.1	2.1			
ユ	ー	42.1	40.7			
	ド	7.2	7.2			
	フ	10.7	10.4			
	オ	2.2	2.2			
	イ	10.0	9.3			
	ス	6.3	6.0			
	フィン	0.7	0.6			
	ベル	2.6	2.6			
	アイル	0.9	0.8			
	オース	1.6	1.5			
デ	ン	0.6	0.6			
ス	ウ	0.4	0.4			
ス	イ	0.2	0.1			
英	国	7.2	7.0			
ポ	ー	0.7	0.6			
ノ	ル	0.3	0.2			
シ	ン	0.4	0.4			
マ	レ	0.5	0.5			
メ	キ	0.8	0.8			
南	ア	0.7	0.6			
そ	の	0.0	0.0			

外国債券の運用資産の一部に「グローバル総合インデックス」を採用するファンドを組入れることで利回り向上、金利感応度引下げ効果を狙いたいと考えます。



■種別ベンチマーク構成比

		BBグローバル総合インデックス(日本円除く)				
		18/03	18/06	18/09	18/12	19/03
国	債	46.5	46.4			
政	府	13.6	13.4			
社	債	22.0	22.1			
資	産	17.9	18.2			

■格付別ベンチマーク構成比

		BBグローバル総合インデックス(日本円除く)				
		18/03	18/06	18/09	18/12	19/03
AAA		46.7	47.5			
AA		19.7	19.4			
A		15.2	14.9			
BBB		18.4	18.2			

# IV-②-2. 外国債券：PIMCO外債アクティブファンド(グローバル総合型)

【ファンド調査表】

(2018年9月末現在)

資産区分	外国債券
ファンド名称	PIMCO外債アクティブファンド(グローバル総合型) (外国債券第45ファンド)
運用方針	ベンチマーク対比で安定的な超過収益の確保を目指します。 ファンダメンタルズを重視し、トップ・ダウン、ボトム・アップの融合による投資運用を行います。
ベンチマーク	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス(日本除く) 為替ヘッジなし
設立年月	2003/12/1
目標超過収益率	ベンチマーク + 1%~1.5%(PIMCO報酬等控除前)
市場エクスポージャー	デュレーション:5.5年(BM:6.4年)(2018年9月末)
推定T. E.	最大2%~3% (2018年9月末:0.81%)
時価総額(億円)	581億円
銘柄数	458銘柄

運用実績	合同口については「基準価格騰落率」、それ以外は「運用者報酬控除後、円ベース」でご記入ください。													(単位:%)
2016年度	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2016年度	
ファンド	-4.41%	2.56%	-6.19%	1.23%	0.99%	-1.76%	1.34%	4.87%	2.86%	-2.77%	0.07%	-0.07%	-1.82%	
2017年度	2017年4月	2017年5月	2017年6月	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2017年度	過去3年
ファンド	1.29%	1.02%	1.98%	0.02%	0.72%	1.77%	0.68%	-0.48%	1.04%	-2.09%	-3.97%	0.97%	2.83%	1.87%
2018年度	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月							2018年度	
ファンド	1.34%	-1.72%	1.89%	1.23%	-0.89%	1.89%							3.74%	

運用者報酬以外に発生する報酬(手数料)、流動性制約等ご記入ください

管理報酬は、外国籍投資信託(マスターファンド)の残高に応じた通減料率で投資信託から引き落とされます。適用料率(年率):~50百万米ドルが0.20%、50~100百万米ドルが0.15%、100百万米ドル~0.10%  
 年金信託報酬:標準信託報酬率は42bpを上限に信託財産の額に応じて通減しますが、個別の報酬率(上限を含みます)および計算方法については、お客さまからご提示頂く信託財産の運用に関する運用指針等に基づき、お客さまと弊社で協議のうえ決定致しますので、詳細内容は営業担当者へご確認下さい。  
 信託財産留保金:3bp 投入/回収は原則として日次で行なうことができます(市場休業日等を除く)。

## IV-③ バンクローン

---

# IV-③-1. バンクローン

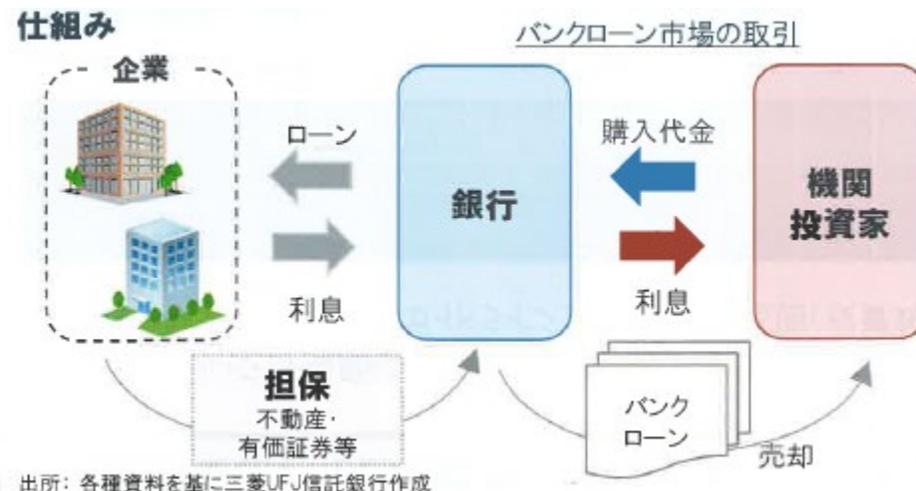
## I. バンクローンの概要

- ① バンクローンとは、銀行が企業等に対して行う融資のこと。
- ② 融資は返済順位の高い担保付の優先ローン(シニアローン)が中心。
- ③ 欧米ではバンクローン、特にシンジケートローン※を転売する流通市場が発達しており、社債等と同様に機関投資家を中心に店頭市場で取引がなされている。

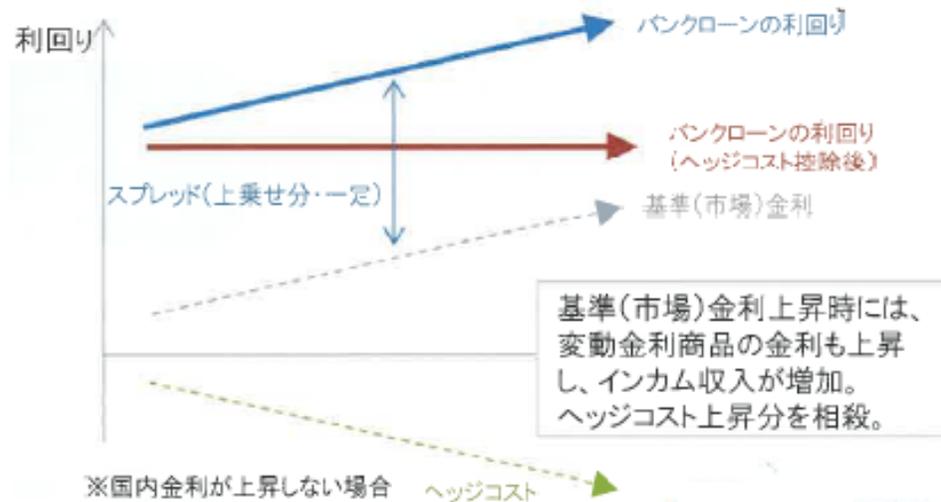
※ 複数の金融機関が協調してシンジケート団を組成し、一つの融資契約書に基づき同一条件で融資を行う貸出手法

## II. バンクローンの特徴

- ① 投資対象は低格付(BBB格未満)のバンクローン。
- ② 投資適格の債券よりも、高い上乗せ金利が期待できる。
- ③ 他の資産クラスとの相関は比較的低く、投資の分散効果が期待できる。
- ④ 投資対象であるローンには、一般的に担保が設定される。
- ⑤ 借り手がデフォルト(債務不履行)等に陥った場合、無担保の社債や株式に比べて、ローンの債務弁済順位は高く、相対的に高い元本の保全性を持つ。
- ⑥ 基準金利(短期金利)にスプレッドを上乗せする**変動金利が多く、市場金利の上昇局面では、ローン全体の金利が上昇し、クーポンが上昇する。**
- ⑦ フロア(基準金利の下限値)が設定されることが多く、金利下落局面においても、一定のクーポンを確保。
- ⑧ 一般的にバンクローンは、固定金利の債券に比べ、金利変動による取引価格の変動が小さい。



## 金利上昇時の利回りイメージ (※為替ヘッジ付の場合)



## IV-③-2-1. バンクローン：欧州バンクローンファンド(Alcentra)

- ✓ Alcentraは米国大手金融機関グループ「Bank of New York Mellon(BNYメロン)」傘下の運用子会社。2002年に設立。英国大手金融グループ「Barclays」の運用子会社を主な起源とし、2006年にBank of New York(現BNYメロン)に買収されて、現在に至る。
- ✓ 低格付けのクレジット投資に特化した運用会社。欧州クレジットの運用会社としては大手の一角。
- ✓ 投資対象及び戦略はシニアローン、ハイイールド、ダイレクトレンディング&メザニン、スペシャルシチュエーション(ディストレスト)、ストラクチャードクレジット、マルチストラテジーの6つ。
- ✓ 本社はロンドン。その他、ニューヨーク、ボストン、サンフランシスコに投資プロフェッショナルを配置。シンガポール、香港にもサポート等を目的とするオフィスを構える。
- ✓ 運用資産は\$37.4Bn(約4.1兆円)。うち欧州の資産は約6割の\$23.0bn(約2.5兆円)。
- ✓ 役職員は160名。うち投資プロフェッショナルは71名。



- ◆ 欧州に本拠を持ち、クレジット投資に強みを持つ運用会社としては大手の一つ。
- ◆ 充実した組織・運用体制を構築。
- ◆ バンクローンへの投資はリーマンショック前より開始しており、金融危機時の経験を有す。

## IV-③-2-2. バンクローン：欧州バンクローンファンド(Alcentra)

### ■ デフォルト/クレジット・ロスの推移

※ クレジット・ロス率：デフォルト発生時に回収不能となった比率(=デフォルト率×(1-回収率))

Alcentra社の投資実績(本ファンド以外の商品を含む)

年	Alcentra社		市場平均
	デフォルト率	クレジット・ロス率	クレジット・ロス率
2003	0.00%	0.00%	0.32%
2004	0.00%	0.00%	0.37%
2005	0.50%	0.18%	0.33%
2006	0.00%	0.00%	0.64%
2007	0.00%	0.00%	0.00%
2008	0.74%	0.62%	1.48%
2009	7.12%	2.36%	4.59%
2010	1.93%	0.30%	1.70%
2011	0.00%	0.00%	0.60%
2012	3.42%	1.54%	4.19%
2013	1.22%	0.84%	1.96%
2014	3.83%	1.20%	1.61%
2015	0.00%	0.00%	0.15%
2016	0.00%	0.00%	0.22%
2017	0.00%	0.00%	0.60%
平均	1.25%	0.47%	1.25%

過去の実績は将来の成果を  
保証するものではありません。

出処：Alcentra

Alcentra社設立来の実績は市場平均を大きく下回る良好な実績

## IV-③-2-3. バンクローン：欧州バンクローンファンド(Alcentra)

### <ポイント>

項目	内容
高いクレジット分析能力	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 前身より、クレジット投資を基幹業務として展開。</li><li>▶ 充実したクレジットアナリスト、リストラクチャリング担当者の体制を整備。</li><li>▶ 金融危機時を含むトラックレコードとして良好な実績を残している。</li></ul>
投資実績に裏付けられた業界内リレーション	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ 2003年からクレジット投資を開始。老舗マネージャーとして認知。</li><li>▶ 金融危機時にも有力な資金運用者として銀行、PE ファンド等と協働。長期に亘る良好な関係を構築。</li><li>▶ 市場関係者との良好な関係、高い評判を活かし、投資機会を獲得。</li></ul>
欧州最大規模の投資家	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ グローバルに展開する欧州ベースのクレジット投資会社としては大手の一角。</li><li>▶ リーマンショックを教訓にプロダクトの多角化を推進。運用資産も順調に拡大。</li><li>▶ 新規発行(プライマリー)、流通(セカンダリー)市場でのプレゼンスを確保。</li></ul>
整備された内部統制	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ グローバルに展開する金融グループの一員。</li><li>▶ 高いレベルの内部統制を実現。内部監査を含む適切なモニタリングを受けている。</li><li>▶ 明確な投資プロセスと権限体系の整備済。</li></ul>



**安定した組織・運用体制や、長期に亘る運用実績に基づき、引き続き業界トップクラスのパフォーマンスが期待できる**

※過去の業績は将来の結果を保証するものではありません。

※実際の結果は異なる可能性があります。投資レビューのプロセスは、下降局面にあるマーケットにおける利益の計上や損失に対する保護を保証するものではありません。

# IV-③-2-4. バンクローン：欧州バンクローンファンド(Alcentra)

【ファンド調査表】

(2018年9月末現在)

資産区分	オルタナティブ
ファンド名称	Clareant European Loan Fund (運用者: Alcentra Limited)
運用方針	主として欧州市場で取引されるバンクローンに投資
ベンチマーク	なし
設立年月	弊社ファンド: 2018年10月 (ユーロ建て外国籍投信は2009年7月設立済、円建て外国籍投信は2016年12月設立済)
目標超過収益率	なし
市場エクスポージャー	金利デュレーション: 0.44年 平均残存年数: 5.6年 平均利回り: 4.65%(2018年6月末)
推定T. E.	-
時価総額(億円)	25億円(上記弊社ファンド設立時)
銘柄数	投資発行体数183(2018年6月末)

運用実績	合同口については「基準価格騰落率」、それ以外は「運用者報酬控除後、円ベース」でご記入ください。													(単位:%)
2016年度	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2016年度	
ファンド									0.20%	0.67%	0.52%	-0.32%	1.07%	
2017年度	2017年4月	2017年5月	2017年6月	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2017年度	過去3年
ファンド	0.34%	0.83%	0.20%	0.31%	0.15%	0.34%	0.51%	0.12%	-0.04%	0.37%	0.14%	-0.04%	3.27%	2.60%
2018年度	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月							2018年度	
ファンド	0.33%	0.01%	-0.39%	0.43%	0.45%	0.49%							0.41%	

運用者報酬以外に発生する報酬(手数料)、流動性制約等ご記入ください

マスターファンド全体の純資産額の10%以上の解約がある場合※、支払総額10%を上限として、解約を申し込んだ投資家にプロラタで支払われ、10%超過分は次回支払日以降に繰り越しとなります。また、運用者が市場環境等を考慮の上、適切と判断する場合には、解約の受付や解約金の返還が一時停止されることがございます。※弊社経由以外の投資家からの解約申込を含みます  
留保金(解約費用)(1%)が発生する場合がございます。アドミ報酬、その他費用あり。  
投資・解約は原則月2回(月初、月央)ファンドに対する事前告知期限: 30日前(暦日)。解約制限期間やゲート条項はありません。

## IV-④ 株式集中投資戦略

---

## IV-④-1-1. 株式集中投資戦略

欧州債務危機や東日本大震災があった2年間ではTOPIX(市場全体)が+1.3%の上昇に留まっているのに対し、100%以上上昇した銘柄が存在します。

また、2007年と2017年決算の比較で経常収益率が200%以上増加した企業の株価上昇率も300%を超えているというデータもあります。

市場全体を買うのではなく、限られた成長銘柄群に集中投資を行う戦略は、今後の景気後退期入りを視野に入れた株式投資戦略として有効であると考えます。

現在、この戦略として、国内株式第74F(サステイナブル成長銘柄投資型ファンド)を採用しており、9月からは、国内株式小型株(集中投資)Z口を追加している。

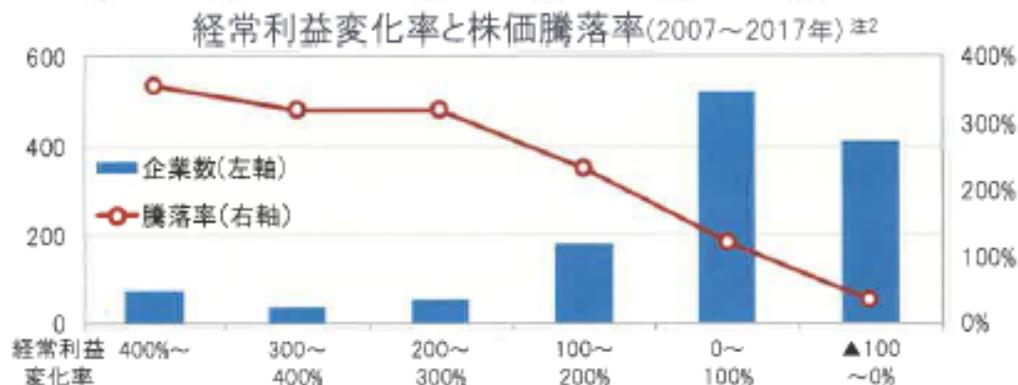
投資対象範囲の重複をできるだけ避けつつ、同戦略のファンドを追加したい。

### 集中投資戦略の意義

□ 経済が停滞した局面でも高いリターンを達成する企業が存在



□ 増益率の高い(成長力の高い)企業は株価騰落率も高い傾向に



注1: 2018年3月末時点のTOPIX採用銘柄をもとに2010年1月~2012年12月の騰落率を算出

注2: TOPIX(配当込)に採用されている銘柄を、2007年度決算と2017年度決算の経常利益変化率順に並べたもの  
ただし、黒字転換・赤字転落・両年度赤字銘柄等は除外。※過去の実績は将来を保証するものではありません

出所: FAME、弊社インデックスデータ等より三菱UFJ信託銀行作成

## IV-④-1-2. 株式集中投資戦略：国内株式第74ファンド(サステナブル成長銘柄投資型)の実績

- 国内株式第74ファンド(サステナブル成長銘柄投資型)のパフォーマンスは以下の通りです。



年度パフォーマンス推移(2011～2017年度)

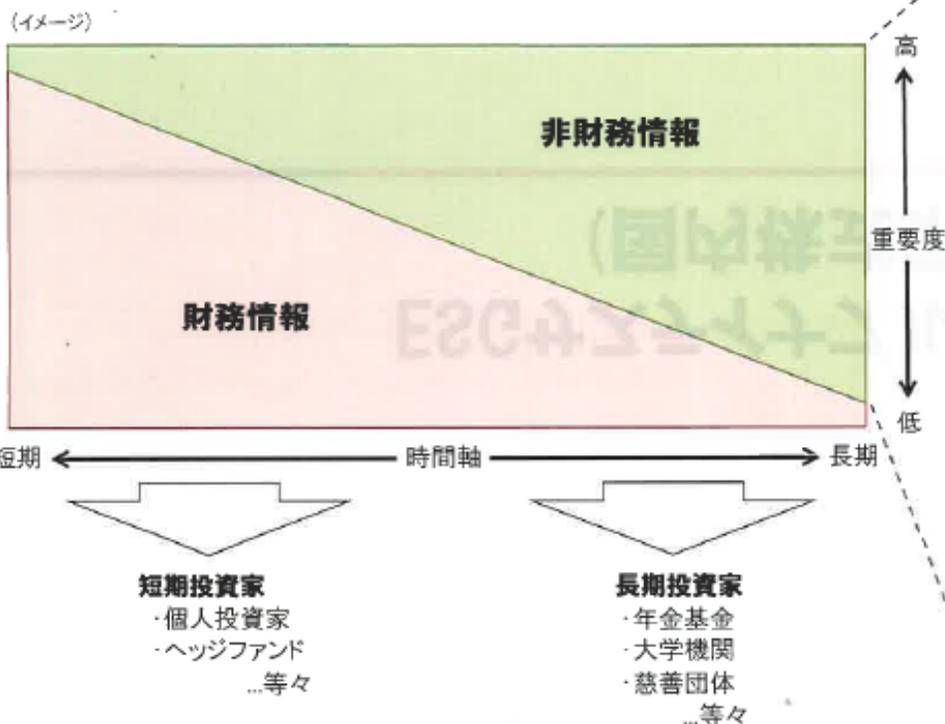
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	3年累計 (年率)	5年累計 (年率)
(A)ファンド	7.92%	19.90%	25.33%	51.64%	-0.39%	7.49%	21.00%	9.01%	19.75%
(B)TOPIX(配当込) <sup>*ご参考</sup>	0.59%	23.82%	18.56%	30.69%	-10.82%	14.69%	15.87%	5.82%	12.93%
(A)-(B)	7.33%	-3.92%	6.77%	20.95%	10.43%	-7.21%	5.14%	3.19%	6.82%

※ 2011年4月～9月は類似ファンド(直投)。2011年10月以降はファンド実績値を使用。  
 ※シミュレーション結果、および過去の運用実績は将来を保障するものではありません。  
 出所：パフォーマンスデータより三菱UFJ信託銀行作成

# IV-④-2-1. 株式集中投資戦略：ESGサステナブル企業投資型ファンド

- ESG投資とは、財務情報といった従来からの投資尺度だけでなく、Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス)等の**非財務情報**も考慮しつつ、収益を追求する投資手法を指します。
- 気候変動や資源枯渇、人口動態等の変化といった社会的課題に対する企業の対応が長期的な企業価値に影響を及ぼすという考え方を基に、ESG情報を含めた非財務情報の開示及びESG投資が今後ますます注目を集めると考えられます。

## 【長期的な投資判断・企業分析と非財務情報】



	Environment 環境	Social 社会	Governance ガバナンス
評価項目	✓ 温室効果ガス排出量 ✓ 水消費量 ✓ 環境マネジメントシステム ✓ 生物多様性保護策 等	✓ ダイバーシティプログラム ✓ 離職率 ✓ サプライチェーンモニタリング ✓ 品質マネジメントシステム 等	✓ 過去の不祥事 ✓ 贈収賄ポリシー ✓ 取締役会の独立性 ✓ 役員報酬 等
収益機会	✓ 環境規制の変化に応じた 事業展開 ✓ マーケット規模とシェア拡大	✓ 人件費のコントロール	✓ 企業の成長性の向上 ✓ 実現性のある事業戦略
事業リスク抑制	✓ 環境規制・ガイドライン遵守	✓ 離職率低下	✓ 企業価値毀損リスクの排除 ✓ 内部統制 ✓ 情報漏えいリスクの低減

持続的な企業価値の向上

### ポイント 1

#### ESGサステイナブルスコアを活用して投資対象企業を絞り込み

当社独自で開発したESGサステイナブルスコアを活用し、企業の社会的課題への取り組み及び持続可能性を評価し投資対象企業を絞り込みます。

### ポイント 2

#### 非財務価値から企業業績への価値転換プロセスを評価し、更に投資対象企業を絞り込み

4つの観点で価値転換プロセスを評価します。

①事業力評価、②組織力評価、③関係性評価、④ガバナンス

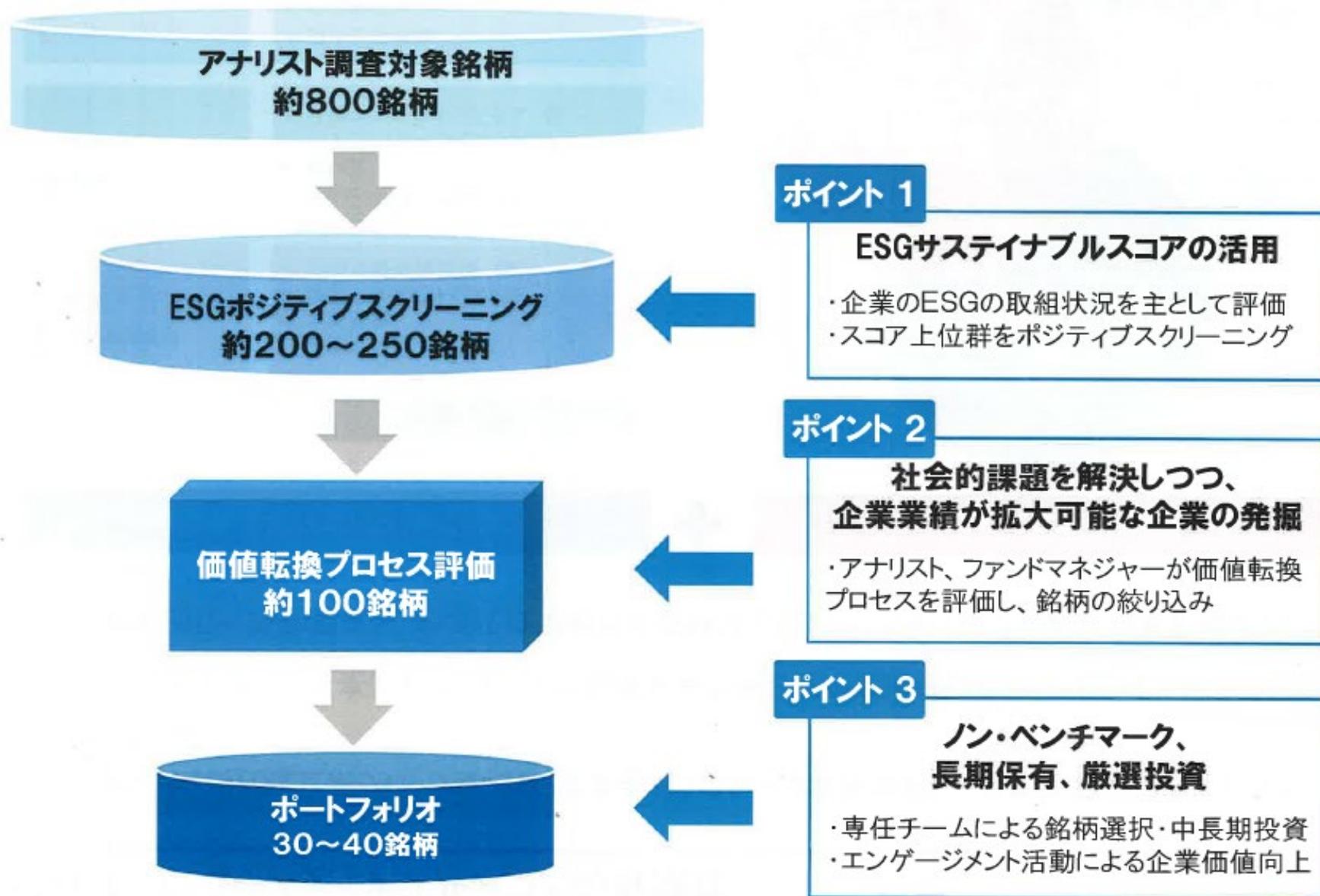
### ポイント 3

#### ベンチマークに捉われず、確信度の高い銘柄を厳選し、中長期的にバイ・アンド・ホールド

中長期投資に特化し、実績がある専門チームによる運用を行います。

エンゲージメント活動を通じて、投資対象企業の更なる企業価値向上を目指します。

## IV-④-2-3. 株式集中投資戦略：ESGサステナブル企業投資型ファンド

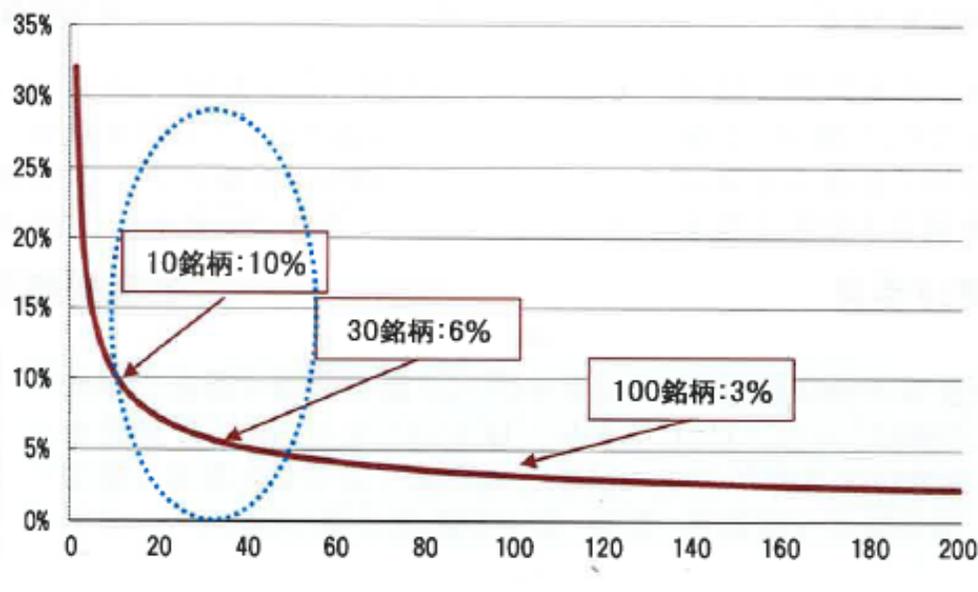


## IV-④-2-4. 株式集中投資戦略：ESGサステナブル企業投資型ファンド

- 価値転換プロセスの総合評価が高い銘柄の中から、最終的にファンドマネジャーが選択しポートフォリオを構築します。投資先企業に対してエンゲージメント活動を行うことで、更なる企業価値向上を目指します。
- ベンチマークに拘らず、30～40銘柄に厳選投資し、原則として中長期的にバイ・アンド・ホールドを行います。30～40銘柄程度への分散投資により、リスク抑制効果は期待できます。

銘柄数とトラッキングエラーの関係  
(n銘柄に等分散投資を行った場合の理論上の非システムティックリスク)

(推定T.E)



30銘柄以下となるとリスク水準は高まる傾向。

※ 過去10年間(2002年4月から2012年3月)の東証1部上場各銘柄の月次リターン標準偏差( $\sigma$ )の平均値(32%)を、1銘柄当たりのリターンの $\sigma$ とし、n銘柄に投資した場合のリスク抑制効果を示したもの。  
(対象銘柄は、月中に新規上場、上場部変更、上場廃止があった銘柄等は除く。)

※過去の実績は将来を保証するものではありません。

# IV-④-2-5. 株式集中投資戦略：ESGサステナブル企業投資型ファンド

【ファンド調査表】

(2018年9月末現在)

資産区分	国内株式
ファンド名称	ESGサステナブル企業投資型ファンド(国内株式第108ファンド)
運用方針	当ファンドでは、単に、企業の社会的課題に対する取り組みを評価するだけでなく、その取り組みの 持続可能性を評価します。非財務価値から企業業績への転換プロセスを評価することで、将来にわたり社会的課題解決と企業業績拡大の両立ができる企業を発掘し、エンゲージメント活動を通じて中長期的に高いパフォーマンスの獲得を目指します。
ベンチマーク	設定なし
設立年月	2017年10月1日
目標超過収益率	設定なし
市場エクスポージャー	リスクコントロール目標は設定無し。
推定T. E.	2017年9月末実績 参考値(対TOPIX) $\beta$ :0.57 推定TE:5.24
時価総額(億円)	99億円
銘柄数	35銘柄

運用実績	合同口については「基準価格騰落率」、それ以外は「運用者報酬控除後、円ベース」でご記入ください。													(単位:%)
2016年度	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2016年度	
ファンド	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017年度	2017年4月	2017年5月	2017年6月	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2017年度	過去3年
ファンド	-	-	-	-	-	-	-	2.90%	1.93%	-0.04%	-2.54%	0.34%	2.53%	-
2018年度	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月							2018年度	
ファンド	4.87%	2.04%	-0.72%	-0.10%	-0.79%	6.82%							12.49%	

運用者報酬以外に発生する報酬(手数料)、流動性制約等ご記入ください

信託財産留保金:4bp  
 受益権の売買は原則日次でお受けします。

## IV-⑤ イベントドリブン(合併・買収)戦略

---

# IV-⑤-1-1. イベントドリブン(合併・買収)戦略：ファラロン マルチ・ストラテジー戦略ファンド

## イベントドリブン戦略とは

- ✓ 企業の事業再編や業務提携など多様な「企業イベント」によって生ずる収益機会に投資する戦略
- ✓ 合併裁定(企業の合併買収によって生ずる投資機会を追求)、ディストレスト(企業の破綻に伴う投資機会を追求)、スペシャルシチュエーション(事業再編、企業経営陣の変更などによって生ずる投資機会を追求)戦略に分類される

- ファンド名: FCOI II Currency Class Fund, Ltd
- ファンドの投資方針: 主としてボトムアップ・アプローチにより、各主要戦略・地域における魅力的な投資機会を発掘することを狙い、その時々  
の相対的な投資魅力度に応じて投資判断し、戦略間・地域間でダイナミックに資産配分を変化させる

### ファンドコンセプト 主要戦略と各戦略の概要/特徴

戦略		戦略概要/特徴
主要戦略	合併裁定戦略	主として、企業買収案件に着目し、ディール・スプレッド、実現(or破談)可能性、時間軸等の観点から、高い年率リターンが期待できる少数の案件を絞り込み、選別的に資本を投下
	株式ロング/ショート戦略	主に企業イベントから生じる、企業の本質的価値と株価との乖離に着目 規律を持った、ポジション数およびネット・エクスポージャー管理を実施
	クレジット戦略	主として、破たん企業の債権や、イベント(ハード・カタリスト)を内包したコーポレート・クレジットに着目 (清算案件や、トレード・クレーム等を含む)

出所：アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社（以下、AMOAI）作成

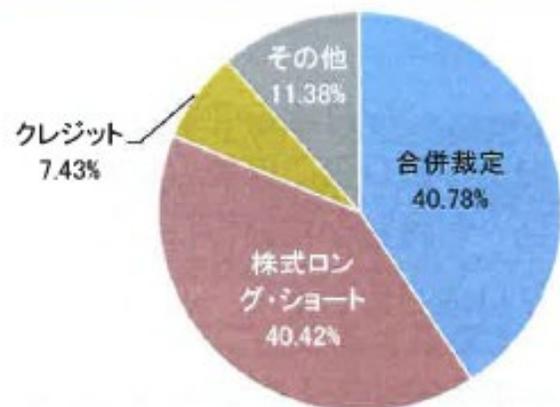
## IV-⑤-1-2. イベントドリブン(合併・買収)戦略：ファラロン マルチ・ストラテジー戦略ファンド

### 運用資産総額

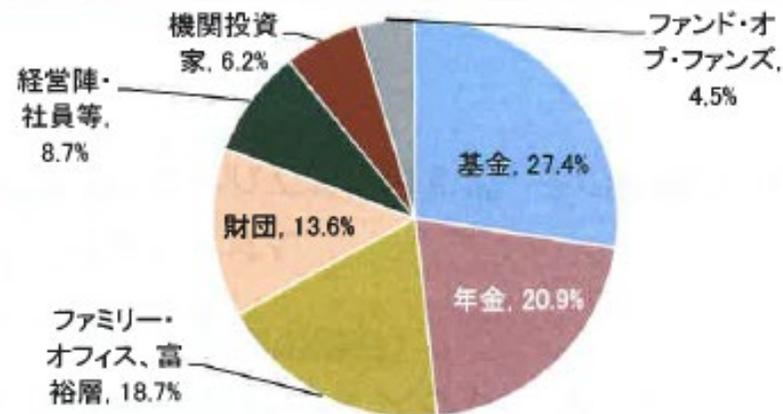
(単位: 億米ドル)



### グロスエクスポージャー戦略配分 2018年9月末



### 投資家属性 2018年6月末



出所：ファラロン社、AMOAI計算・作成

注) 運用資産総額は会社全体の残高で各月末時点。戦略エクスポージャーはFCOI (Farallon Capital Offshore Investors, Inc., Class D (米ドルベース) データを用いて作成。合併裁定はMerger ArbitrageとRisk Arbitrage、その他はAdditional StrategiesとPortfolio Hedgesの数値を使用しています。運用資産総額、戦略別資産配分とも推定値。投資家属性はFarallon Capital Management全体のデータを使用しています。

# IV-⑤-1-3. イベントドリブン(合併・買収)戦略：ファラロン マルチ・ストラテジー戦略ファンド

## テールリスクヘッジ

- ✓ ファンド全体のNAVの年率1%程度を、リスクヘッジのためのコストとして活用している
- ✓ 大規模な市場変動によるポートフォリオへの影響を軽減することを意図している
- ✓ リスクヘッジのための手段としては、多様な金融商品※を活用している  
※金融商品の一例は以下
  - ・オプション
  - ・空売り
  - ・金利スワップ
  - ・先物、為替予約
- ✓ これらのテールリスクヘッジにより、コスト対比で効率的に、ダウンサイド・プロテクションを実現している

2018年度第2四半期

	個別銘柄名	戦略	国・業種等	寄与度
1	テールリスクヘッジ	その他	米・インデックスオプション	-0.61%
2	NXPセミコンダクターズ/ クアルコム	合併裁定	米・通信	-0.38%

### テールリスクヘッジ (下位1位)

- S&Pインデックスのプットオプションによる米国株下落リスクヘッジポジション。同ポジションはファンド全体に対するヘッジポジション。当四半期に米国株が上昇したことからマイナス寄与した。

### NXPセミコンダクターズ/クアルコム

- 米半導体大手クアルコムが、同業NXPセミコンダクターズの買収を目指していたが、7月に買収は破談となり下位寄与となった。
- 当局認可不確実性の高まりを受け、リスク管理の一環で大幅なポジション削減を行っていたため、損失幅は抑制した。

下げ局面でマイナスを抑える戦略

他の合併裁定ファンドで大きな損失を計上している例が多い。機動的なポジション削減は大いに評価できる。

出所：ファラロン社、AMOAI計算・作成

	ファラロン	HFRI 総合指数	外国株式 ※2
① リターン (年率)	9.8%	6.0%	11.1%
② 勝率※1 (月次リターン)	75.0%	67.6%	60.2%
③ 株式※2下落月 平均リターン	-0.1%	-3.1%	-11.4%
④ リスク (年率)	4.8%	5.1%	13.6%
⑤ ダウンサイド・リスク (年率)	2.8%	3.4%	8.7%

期間：2009/04-2018/03

※1：勝率：当該期間における月次収益率がプラスの月数を、当該期間の全月数で除したものの

※2：株式指数：MSCI KOKUSAI Index

出所：Farallon社資料およびMGAI社資料に基づきみずほ信託銀行作成  
過去の運用実績は将来の運用成果等を予想したり保証するものではありません

# IV-⑤-1-4. イベントドリブン(合併・買収)戦略：ファラロン マルチ・ストラテジー戦略ファンド

【ファンド調査表】

(2018年9月末現在)

資産区分	オルタナティブ
ファンド名称	ファラロン マルチ・ストラテジー戦略
運用方針	・マルチ・ストラテジー運用(合併裁定戦略、株式ロング/ショート戦略、クレジット戦略が中心) ・ファンダメンタルズに着目した、徹底したボトムアップ分析により、投資機会を発掘。投資魅力度に応じて、ダイナミックな戦略配分・地域配分の変更を実施
ベンチマーク	なし
設立年月	2017年10月 (ファラロン社自体は1986年創業)
目標超過収益率	・平均収益率 : 10.7% (1990/1-2018/3、経費報酬控除後、年率) ・標準偏差 : 5.9% (1990/1-2018/3、経費報酬控除後、年率) ・シャープレシオ : 1.80 (1990/1-2018/3、経費報酬控除後、年率)
市場エクスポージャー	・クレジット戦略: 主として、破たん企業の債権や、イベント(ハード・カタリスト)を内包したコーポレート・クレジットに着目(清算案件や、トレード・クレーム等を含む) ・株式ロング/ショート戦略: 主に企業イベントから生じる、企業の本質的価値と株価との乖離に着目規律を持った、ポジション数およびネット・エクスポージャー管理を実施 ・合併裁定戦略: 主として、企業買収案件に着目し、ディール・スプレッド、実現(or破談)可能性、時間軸等の観点から、高い年率リターンが期待できる少数の案件を絞り込み、選別的に資本を投下
推定T. E.	設定なし
時価総額(億円)	39.5億円
銘柄数	134銘柄 運用資産に対し、保有比率が「10bps超」「0.1%超」の保有銘柄(ロング・ポジションのみ)についてのみ開示。

運用実績	合同口については「基準価格騰落率」、それ以外は「運用者報酬控除後、円ベース」でご記入ください。 ※2017年9月までは仮想円ヘッジ(日米金利差から算出)ベース、2017年10月以降はファンド実績。2018年8-9月は速報ベース													(単位: %)
2016年度	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2016年度	
ファンド	-0.46%	1.46%	-1.45%	1.90%	0.85%	0.67%	0.94%	0.80%	0.29%	1.43%	1.35%	0.33%	8.36%	
2017年度	2017年4月	2017年5月	2017年6月	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2017年度	過去3年
ファンド	1.42%	0.50%	1.04%	0.18%	1.05%	-0.06%	1.17%	-1.07%	1.36%	1.91%	0.55%	-2.03%	6.11%	4.29%
2018年度	2018年4月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月							2018年度	
ファンド	-0.24%	0.52%	1.87%	1.00%	0.09%	1.42%							4.73%	

運用者報酬以外に発生する報酬(手数料)、流動性制約等ご記入ください

- ・信託報酬率: 0.7%(年率)
- ・ファンド申込日: 毎月第1営業日。申込資金については、申込日より2週間前までに基金様の当行新規年金信託口座に資金移受管が必要となります。
- ・解約可能日: 年2回(6月30日、12月31日)・・・解約可能日の2ヶ月前月末の5営業日前までに解約申し出いただき、約定日より30日以内に資金支払いとなります。解約可能日とその次の解約可能日に50%ずつ2回に分けての解約となります。

ファンド設立前の運用実績の前提等

ファラロンFCOI(米ドルベース)はFCOI(Farallon Capital Offshore Investors, Inc., Class D)の運用実績を使用しています。  
ファラロンFCOI・円ヘッジ(シミュレーション)は、MGAが米ドルベース(FCOI(Farallon Capital Offshore Investors, Inc., Class D))のデータを原データとし、米ドルおよび日本円の1ヶ月LIBORの金利差をヘッジコストと仮定し、当該原データに加算したシミュレーション結果であり、これは実際のヘッジコストを反映したものではありません。

### イベントドリブンファンドへの投資について

月刊 企業年金 2018年11月号 より

計良智恵子 企業年金連合会 年金運用部 ヘッジファンドグループ ポートフォリオマネジャー

ヘッジファンドのイベントドリブン戦略は、合併や買収、業務提携、新商品など、企業価値に影響を与え得る出来事(イベント)が発生したときに、株価の動きを予測して収益を上げようとする戦略です。買収案件の投資手法は、買収が発表された後の株価の動きを予測します。被買収企業の買収価格は通常、発表前の価格より高く設定されるため、買収が発表されると被買収企業の株価はいったん値上がりしますが、買収価格よりは低くなります。買収が成立するか、不確実であるためです。成立すると予測した場合は被買収企業の株を購入しておき、買収価格で売却すれば、収益を上げられます。リスクは買収の不成立です。交渉途中で買収企業と被買収企業の条件が合わなくなり破談になるという場合や株主の反対、独占禁止法を所管する規制当局の許可が下りないという司法判断もあります。

今年7月には、クアルコム(米)によるNXPセミコンダクターズ(蘭)の半導体業界市場最大規模となる買収が不成立となりました。両者の買収合意は2016年10月に発表されましたが、買収

価格の引き上げ、買収完了予定日の先延ばし等、さまざまなニュースによる株価の乱高下を繰り返した後、独占禁止法の規制対象となる9カ国のうち、中国のみが期限までに許可しなかったため、クアルコムが買収を断念し不成立となりました。米中の貿易戦争により当案件は両国間の政治材料となり、中国側の事情で買収判断が延期され、最終的に阻止されたともいわれています。

NXP株の41%をヘッジファンドが保有していると報道されるほど、多くのヘッジファンドが買収成立を予測していましたが、当案件は、想定した利益を上げることのできなかつた投資の一つとなってしまいました。

買収が不成立となったことで、NXPの株価は急落しましたが、投資していたファンドが一様に損失を計上したというわけではありません。買収完了予定日を待たずに利益確定をしたファンド、買収不成立の可能性を見て持ち分を減らしたファンド、不成立が確定して全売却したファンド、株を持ち続けて目標株価になるのを待つファンド等、その時点での企業価値や市

場環境を見極めたうえで、ファンドによってさまざまな投資手法があります。

投資家としては、ファンドがどのタイミング(価格)で持ち分を取得し、いつ売却したのかをモニタリングすることが重要です。投資案件にはどのようなリスクが存在するか、アップサイドとダウンサイドをどう考えるか、予測通りにいかなかったときにどのような対応を取るかを確認し、理解しておく必要があります。

図表 NXPセミコンダクターズ株価推移



## IV 資産配分

---

# IV 平成31年度資産配分 ①

2019年度計画

区分		ファンド	残高(m)	構成比(%)
国内債券	リバランス	ベンチマーク運用(三菱)	240	4.00%
	代替運用	アンコンストレインド	300	5.00%
		ベンチマーク運用(第一)	60	1.00%
	計			600
国内株式	リバランス	ベンチマーク運用(三菱)	540	9.00%
	代替運用	低β・高配当	150	2.50%
		最小分散	150	2.50%
		小型株集中投資(リそな)	60	1.00%
		計		900
外国債券	リバランス	ベンチマーク運用(三菱)	240	4.00%
	代替運用	グローバル総合(PIMCO)	240	4.00%
		第一生命(フルヘッジハッピー)	120	2.00%
	計		600	10.00%
外国株式	リバランス	ベンチマーク運用(三菱)	540	9.00%
	代替運用	最小分散(為替ヘッジ)	300	5.00%
		第一生命(ハッピー)	60	1.00%
	計		900	15.00%
短期資産			120	2.00%
伝統資産小計			3,120	52.00%

区分		ファンド	残高(m)	構成比(%)	
オルタナティブ	債券戦略	GCOS	300	5.00%	
		Clarent European Loan Fund	300	5.00%	
		三井住友BlueBay	250	4.17%	
		小計	850	14.17%	
	株式戦略	内株サステナブル成長銘柄	200	3.33%	
		内株マーケットニュートラル	100	1.67%	
		内株ESGサステナブル企業投資型	100	1.67%	
		外株ロングショート(Kairos)	250	4.17%	
	小計			650	10.83%
	イベントドリブン	Farallon マルチストラテジ-	300	5.00%	
マルチストラテジ-	DRF(ヘイリキフオード)	180	3.00%		
損害保険戦略	ネフィラ	300	5.00%		
計			2,280	38.00%	
一般勘定			600	10.00%	
合計			6,000	100.00%	

【ポートフォリオ全体】

	政策AM	現状	変更案1
①期待収益率	3.27	3.53	3.83
②標準偏差	7.45	5.79	6.18
①/②	0.44	0.61	0.62

単位:%

## IV 平成31年度資産配分 ②

■ 各社別資産配分は以下のとおりです。三井住友信託は両ファンドとも成績が振るわないことから一部減額としています。

三菱UFJ信	国内債券(標準SM)	-300
	外国債券(標準SM)	-300
	パレート126F	-240
	PIMCO45F	240
	Clarent European Loan Fund	300
	ESGサステイナブル企業投資型108F	100
	小計	-200
三井住友信	三井住友BlueBay	-50
	三井住友Kairos	-50
	小計	-100
みずほ信	Farallon マルチストラテジ-	300
	小計	300
合計		0

# IV 平成31年度運用基本方針(別表の変更)

政策アセットミックス(2019年4月1日)

別紙1

資産区分	中心値	許容乖離幅	備考
国内債券	4%	1% ~ 8%	別途定めるリバランスルールに基づきリバランスを行う。
国内株式	9%	3% ~ 13%	
外国債券	4%	1% ~ 8%	
外国株式	9%	3% ~ 13%	
短期資産	2%	1% ~ 20%	
小計	28%		
国内債券	6%	3% ~ 9%	時価放置とし、年1回(期初に)必要に応じてリバランスを行う。
国内株式	6%	3% ~ 9%	
外国債券	6%	3% ~ 9%	
外国株式	6%	3% ~ 9%	
小計	24%		
オルタナティブ	38%	25% ~ 31%	
生保一般勘定	10%	7% ~ 13%	
合計	100%		

リバランスファン

別紙2

資産区分	中心値	許容乖離幅	中心値	許容乖離幅
国内債券	4%	1% ~ 8%	15%	4% ~ 29%
国内株式	9%	3% ~ 13%	32%	10% ~ 46%
外国債券	4%	1% ~ 8%	15%	4% ~ 29%
外国株式	9%	3% ~ 13%	32%	10% ~ 46%
短期資産	2%	1% ~ 20%	6%	4% ~ 72%
合計	28%	←(全体構成比)	100%	←(ファンド内構成比)

■ リバランスについては、全体資産の3割弱であることから、緊急避難を含め、より機動的かつリバランス幅も今年度比で大きくとる形で運営します。

資産区分	構成比
国内債券	10%
国内株式	15%
外国債券	10%
外国株式	15%
短期資産	2%
オルタナティブ	38%
新一般勘定	10%
合計	100%

政策AM(期待リターン・リスク)	
期待収益率 ①	3.65%
標準偏差 ②	8.37%
①/②	0.44

三菱UFJ信託銀行株式会社の2018年度中期金融変数を使用。オルタナティブについては、ヘッジファンド(ローリスク)とヘッジファンド(ハイリスク)をそれぞれ50%組入れる前提で計算している。

期待リターン・リスク	期待収益率	標準偏差	相関							
			1	2	3	4	5	6	7	8
円債パッシブ	0.05%	2.32%	1.0							
円株パッシブ	6.20%	17.84%	-0.3	1.0						
外債パッシブ	1.90%	10.61%	0.1	0.3	1.0					
外株パッシブ	5.90%	19.14%	-0.2	0.7	0.6	1.0				
ヘッジファンド(ローリスク)	3.00%	6.00%	-0.4	0.7	0.3	0.7	1.0			
ヘッジファンド(ハイリスク)	5.00%	12.00%	-0.5	0.7	0.3	0.7	0.8	1.0		
新一般勘定	1.25%	0.00%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	
短期資産運用	-0.05%	0.04%	0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	0.0	1.0

