

2019年度 年金資産運用状況(4月～8月) および年度後半の運用方針について

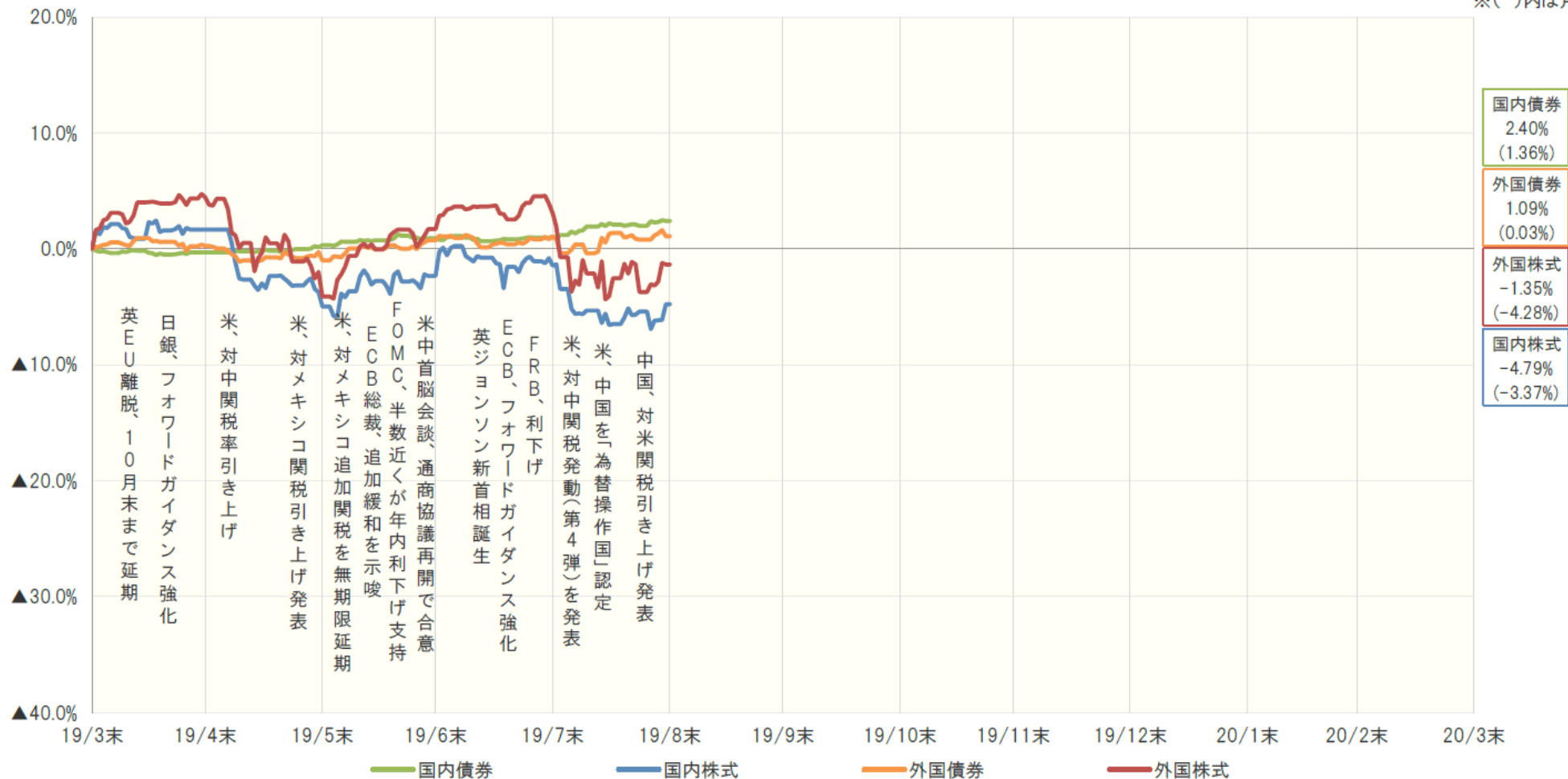
2019年9月26日

鹿児島県病院企業年金基金

I - 1. 2019年度 市場の概況 (2019年4月~8月)

< 通期 >

※ ()内は月次



ご参考【月次】	外国債券	0.03 % (うち、債券部分	2.99 %	為替部分	-2.87 %)	【通期】	外国債券	1.09 % (うち、債券部分	6.92 %	為替部分	-5.45 %)
	外国株式	-4.28 % (うち、株式部分	-1.78 %	為替部分	-2.54 %)		外国株式	-1.35 % (うち、株式部分	3.73 %	為替部分	-4.89 %)

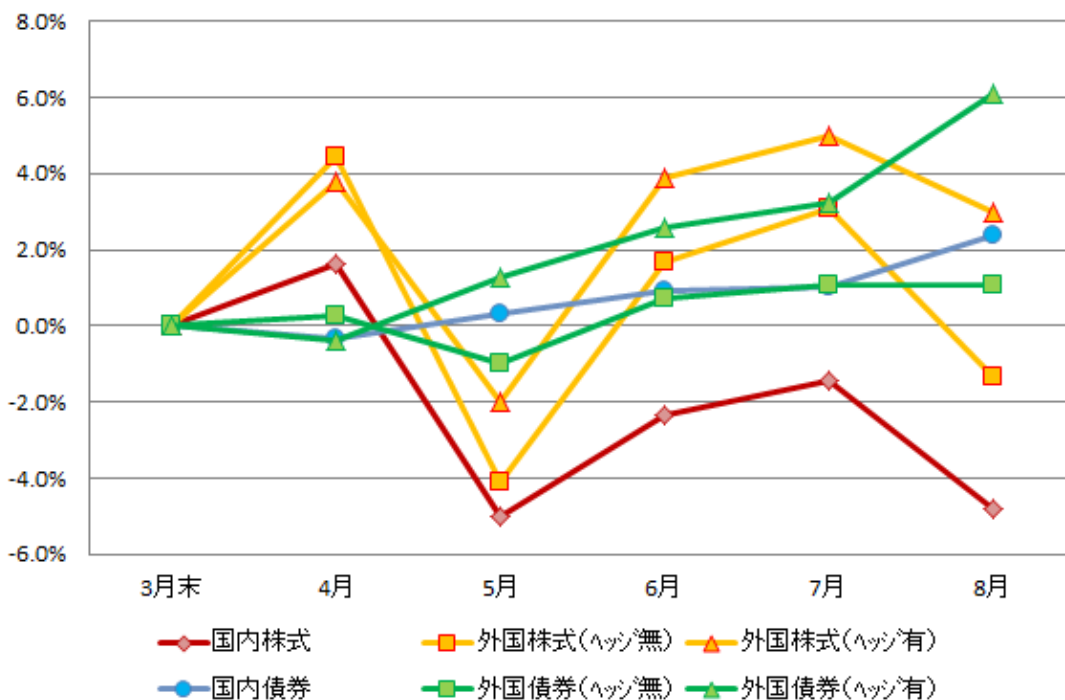
国内債券 : NOMURA-BPI(総合) 国内株式 : TOPIX(配当込) 外国債券 : FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ベース) 外国株式 : MSCI KOKUSAIインデックス(円ベース、税引前・配当込)

I - 2. 2019年度 市場コメント（2019年4月～8月）

□ 昨年以降、世界の株式市場は度重なる調整に直面。2019年度も、5月初にトランプ大統領の対中関税引き上げ発表により調整、その後金融緩和期待・貿易摩擦緩和期待で持ち直してきた矢先、8月1日に再度第4弾の対中関税引き上げが発表され、8月の株式市場はまたまた調整局面となりました。

□ 米欧2大中央銀行による金融緩和への政策転換が株式市場を下支えしている関係で、市場が大きく崩れる状況には至らないものの、世界景気の減速感が強まるなか、主要先進国の長期金利は大きく低下しています。

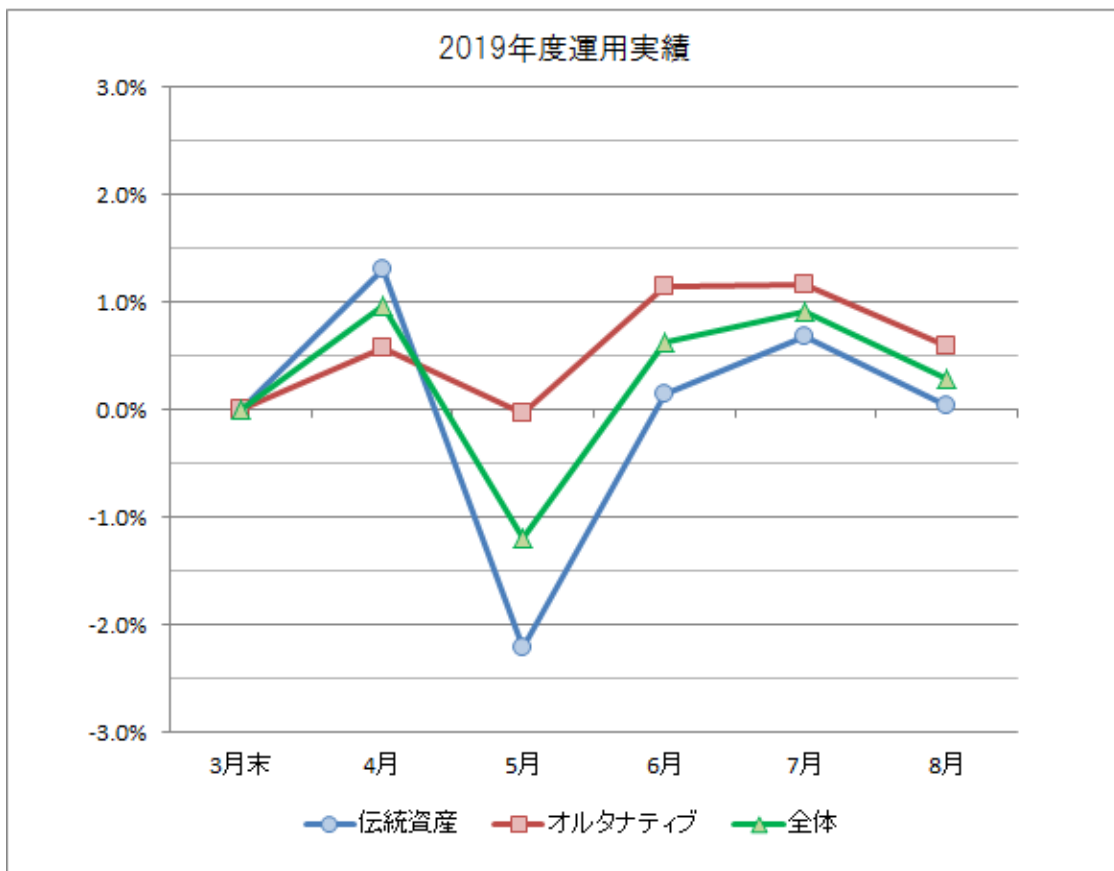
2019年度ベンチマーク騰落率



□ ベンチマークの動きを見ると、内外株式は5月と8月に大きく下落していることが確認できます。

□ 為替が円高に進んだことで、外国債券・株式は、為替ヘッジ有が優位を占めており、8月末では、外国債券(ヘッジ有)が6.10%、外国株式(ヘッジ有)が2.98%、国内債券が2.40%、外国債券(ヘッジ無)が1.09%の順となっています。
一方で、外国株式(ヘッジ無)は▲1.35%、国内株式は▲4.79%とマイナス圏で推移しています。

II-1. 2019年度運用実績（2019年4月～8月）



通期	4月	5月	6月	7月	8月
伝統資産	1.31%	-2.21%	0.15%	0.68%	0.03%
オルタナティブ	0.57%	-0.03%	1.14%	1.16%	0.58%
全体	0.96%	-1.19%	0.62%	0.90%	0.28%

□ 当基金の運用実績のグラフを見ると、株式市場が大きく調整した5月と8月に苦戦していますが、今年度はオルタナティブ運用が、安定してプラスをキープしていることで、全体では8月末でプラスを維持しています。

□ 5月の大型連休最終日のトランプ大統領の対中関税率引き上げ発表による株式市場の調整には間に合いませんでしたが、再度の調整あると判断し、6月以降株式比率の引下げ等を実施した結果、8月の調整局面でのマイナスをある程度抑制できました。

□ 対策は以下のとおり(詳細は次頁)です。

- ① 内外株式売却
- ② 外国債券購入
- ③ 外国債券(ヘッジ有)購入
- ④ 外国株式(ヘッジ有)購入

なお、国内株式については、計画上の保有下限値近辺まで減らしています。

II-2. 2019年度投資行動（2019年4月～8月）

全体		計画	4月末		5月末		6月末		7月末		8月末	
			構成比	計画比	構成比	計画比	構成比	計画比	構成比	計画比	構成比	計画比
国内債券	リバランス	4.0%	4.3%	0.3%	4.4%	0.4%	4.3%	0.3%	4.3%	0.3%	4.4%	0.4%
	代替運用	6.0%	6.0%	0.0%	6.1%	0.1%	7.6%	1.6%	7.6%	1.6%	7.7%	1.7%
国内株式	リバランス	9.0%	9.1%	0.1%	8.6%	-0.4%	3.0%	-6.0%	3.0%	-6.0%	3.0%	-6.0%
	代替運用	6.0%	5.8%	-0.2%	5.5%	-0.5%	5.4%	-0.6%	5.4%	-0.6%	5.4%	-0.6%
外国債券	リバランス	4.0%	4.3%	0.3%	4.2%	0.2%	5.1%	1.1%	5.9%	1.9%	4.3%	0.3%
	代替運用	6.0%	6.1%	0.1%	6.1%	0.1%	6.1%	0.1%	6.1%	0.1%	9.4%	3.4%
外国株式	リバランス	9.0%	9.4%	0.4%	8.7%	-0.3%	5.0%	-4.0%	5.8%	-3.2%	5.6%	-3.4%
	代替運用	6.0%	6.1%	0.1%	5.9%	-0.1%	7.6%	1.6%	7.6%	1.6%	9.3%	3.3%
短期資産		2.0%	2.1%	0.1%	3.6%	1.6%	9.4%	7.4%	8.1%	6.1%	4.5%	2.5%
オルタナ等		48.0%	46.8%	-1.2%	46.9%	-1.1%	46.5%	-1.5%	46.2%	-1.8%	46.4%	-1.6%
合計		100.0%	100.0%	0.0%	100.0%	0.0%	100.0%	0.0%	100.0%	0.0%	100.0%	0.0%

【6月】

- ① 国内債券代替(ヘッジ有外国債券)100m購入。② 国内株式350m売却。③ 外国債券50m購入。④ 外国株式250m売却。⑤ 外国株式代替(ヘッジ有外国株式)100m購入。

【7月】

- ① 外国債券50m購入。② 外国株式50m購入。(戻り局面で一部再投資)

【8月】

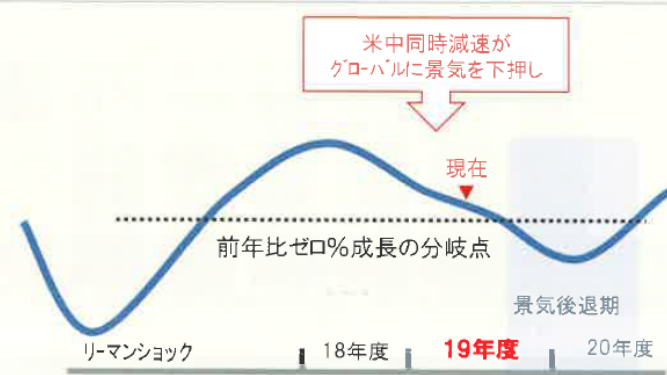
- ① 外国債券100m売却、外国債券代替(ヘッジ無外国債券)50m売却。② 外国債券代替(ヘッジ有外国債券)250m購入。
③ 外国株式代替(ヘッジ有外国株式)100m購入。

【狙い目】 国内株式圧縮。外国債券・株式は為替ヘッジ有ファンド増額。

III-1. マクロ見通しと市場見通し（まとめ）

世界経済の減速基調は当面継続、2020年前半に底打ちへ

- 米経済は企業部門の調整が徐々に家計部門へと波及し、減速感が強まる見込み
- 中国経済は通商摩擦に加え、家計の債務調整が景気を下押し
- 米中経済が減速へと向かうなか、日・欧についても景気後退局面へ
- 来年半ば以降は金融緩和効果からグローバルに景気が持ち直す展開を想定
- 但し、金融不均衡の調整による景気下振れリスクには要警戒



【米国】金融引き締めの影響と通商摩擦激化で景気減速へ

- ・企業部門の調整が徐々に家計部門へと波及
- ・但し、2020年前半には景気が底を打ち、回復へ

GDP成長率	
19年度	20年度
2.1%	→ 1.5%

【欧州】外需低迷と政治不透明感から景気の低迷続く

- ・グローバルな景気の鈍化を受け、外需は低迷
- ・政治不安が残ることも成長を押し下げ

GDP成長率	
19年度	20年度
1.0%	→ 0.8%

【日本】グローバルな景気の鈍化と増税の影響で景気後退へ

- ・グローバルな景気の鈍化を受け、外需は失速
- ・消費増税実施により10月以降は景気の下押し圧力強まる

GDP成長率	
19年度	20年度
0.7%	→ 0.3%

【中国】景気の減速が続く

- ・通商摩擦激化と構造調整を背景に景気の減速ペース加速
- ・中長期的に成長の鈍化が続く恐れ

GDP成長率	
19年度	20年度
6.2%	→ 5.8%

※GDP成長率：日本は4-3月、米欧中は1-12月

株式 ~景気の減速感が強まるなか、軟調推移~

- ・グローバルな景気減速を背景に軟調な推移が続くも、年度末にかけて持ち直し
- ・内外では、米景気の相対的な堅調さから米国株優位の展開

金利 ~金融緩和の動きが広がるなか、下がりやすい環境継続~

- ・国内金利は日銀による追加緩和が意識されるなか、狭いレンジながらも低下余地を模索
- ・米金利はグローバルな景気減速、FRBによる金融緩和が意識されることで低下

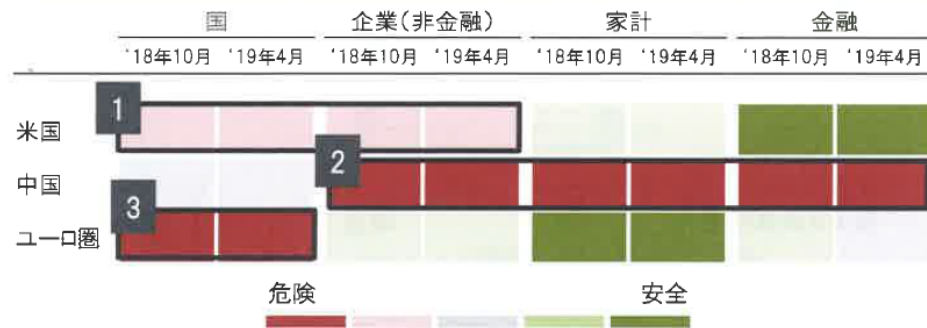
為替 ~日米金利差縮小、景気後退への警戒からドル安円高~

- ・FRBによる金融緩和が意識されることでドル安円高
- ・グローバルな景気減速への警戒が強まることも円高を誘う要因

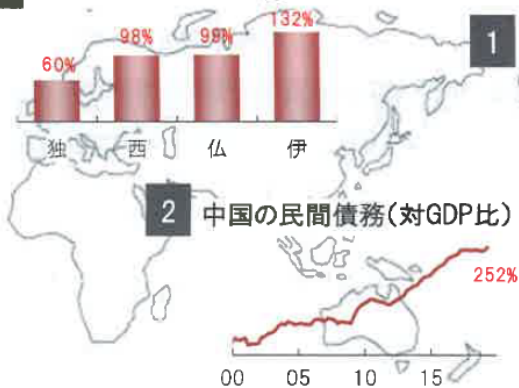
III-2. リスク要因

- この先予想される景気後退は浅めのものを想定も、この10年の金融緩和で拡大した金融不均衡(①米企業債務、②中国民間債務、③ユーロ圏政府債務)が調整する展開となれば、深い景気後退となる恐れ
- 米企業による債務不履行は足下増加、社債市場の調整が実体経済の下押し圧力を強めるリスクには要警戒

IMFが指摘する地域/国別の金融脆弱性



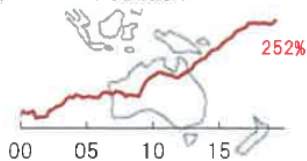
3 ユーロ圏各国の政府債務(2018年、対GDP比)



1 米社債市場におけるBBB債の金額



2 中国の民間債務(対GDP比)



米国 社債のデフォルト額とハイールドスプレッド



III-3-1. 9月以降の資産運用方針

- 9月に入り、株価は一時的に回復しています。ただ、年度後半に向けては、世界経済の減速感が強まる中、株式は軟調推移（国内株式に比べ米国株式優位）、金利は下がりやすい環境が継続（外国債券に妙味も、為替円高への備えも必要）、を基本認識とします。リスク要因として、中国、ユーロ圏の金融脆弱性が表面化した場合に、市場が大きく崩れることも念頭に置いて機動的に対応したいと考えます。

- 9月の対応
 - ① 上旬に、内外株式を購入しました。短期的な上昇局面を捉えたものです。
 - ② 9月末に、内外株式を売却します。年度後半の株式軟調推移に対応するもので、この売却により、国内株式の構成比は全体資産の7%と、計画下限値6%近辺まで圧縮されます。外国株式も売却しますが、売却後の構成比は全体資産の14%で、計画中心値15%並みとなります。国内株式は捨てるものの、株価上昇局面では外国株式でしっかり稼ごうという考えです。

- 10月以降の対応
為替の動向を見ながら、外国債券を柱に増額するタイミングを計ります。また、株価上昇局面では、積極的に利益確定を実施します。

- 次年度運用計画ならびに採用ファンドについては、来年1月に開催予定の年金資産管理運用委員会にお諮りいたします。

III-3-2. 9月以降の資産運用方針

<2019年下期運用計画>

資産		内訳	前期末時価総額 <2019年3月末> (百万円)	全体構成比 (%)	時価総額(百万円) (2019年8月末)	全体構成比 (%)	9月変更額① (百万円)	9月変更額② (百万円)	9月末残高 (百万円)	全体構成比 (%)	計画比 (%)	政策アセットミックス (全体)	下限	中心値	上限		
伝統資産 (ヘリバランス運用+代替投資)	国内債券	三菱UFJ	標準スタイルミックス	250	4.1%	272	4.4%			272	4.4%	2.1%	国内債券	4%	10%	17%	
			アソシエイト(165F)	310	5.1%	416	6.7%			416	6.7%		国内株式	6%	15%	22%	
		第一生命	アクティブ	61	1.0%	63	1.0%			63	1.0%		外国債券	4%	10%	17%	
		国内債券小計			621	10.2%	751	12.1%	0	0	751		12.1%	外国株式	6%	15%	22%
	国内株式	三菱UFJ	標準スタイルミックス	527	8.7%	183	2.9%	50	-30	203	3.3%		-7.6%	短期資産	1%	2%	20%
			低β・高配当(51F)	150	2.5%	142	2.3%		-40	102	1.6%			オルタナ等	42%	48%	54%
			最小分散(68F)	152	2.5%	144	2.3%		-40	104	1.7%						
		りそな	小型株集中投資(Z)	54	0.9%	50	0.8%			50	0.8%						
	国内株式小計			884	14.6%	519	8.4%	50	-110	459	7.4%						
	外国債券	三菱UFJ	標準スタイルミックス	252	4.1%	268	4.3%			268	4.3%		3.7%				
			総合型PMCO(45F)	247	4.1%	197	3.2%			197	3.2%						
			総合型PMCO(46F)ヘッジ	0	0.0%	251	4.0%			251	4.0%						
		第一生命	バツプフルヘッジ	125	2.1%	133	2.1%			133	2.1%						
	外国債券小計			623	10.3%	849	13.7%	0	0	849	13.7%						
	外国株式	三菱UFJ	33F(バツプ)	211	3.5%	119	1.9%	25	-100	44	0.7%		-0.8%				
			202F(グローバルコア型)	314	5.2%	228	3.7%	25		253	4.1%						
			最小分散ヘッジ(181F)	309	5.1%	525	8.5%			525	8.5%						
		第一生命	バツプ	57	0.9%	56	0.9%			56	0.9%						
外国株式小計			890	14.7%	928	15.0%	50	-100	878	14.2%							
短期資産	三菱UFJ	短期金融資産(50F)	140	2.3%	279	4.5%	-100	280	459	7.4%	5.4%						
	短期資産小計			140	2.3%	279	4.5%	-100	280	459		7.4%					
合計			3,159	52.0%	3,325	53.6%	0	70	3,395	54.7%	2.7%						
オルタナティブ	債券戦略	三菱UFJ	PMCO/GCOS	300	4.9%	288	4.6%			288	4.6%	-2.7%					
			欧州バンクローン	302	5.0%	305	4.9%			305	4.9%						
	損害保険	三井住友	BlueBayクレジット	238	3.9%	244	3.9%			244	3.9%						
			ネフィア損害保険戦略	264	4.3%	269	4.3%			269	4.3%						
	国内株式	三菱UFJ	内株サステイナブル(74F)	185	3.0%	177	2.9%		-70	107	1.7%						
			国内株式MN(101F)	101	1.7%	100	1.6%			100	1.6%						
			内株ESG(108F)	106	1.7%	102	1.6%			102	1.6%						
	マルチアセット	みずほ	DRF(184F)	177	2.9%	181	2.9%			181	2.9%						
			フアラロン(イベントドリフン)	300	4.9%	317	5.1%			317	5.1%						
	外国株式	三井住友	Kairos	329	5.4%	235	3.8%			235	3.8%						
短期資産		キャッシュ	-45	-0.7%	0	0.0%			0	0.0%							
一般勘定	第一生命	一般勘定	657	10.8%	661	10.7%			661	10.7%							
合計			2,913	48.0%	2,881	46.4%	0	-70	2,811	45.3%	-2.7%						
資産合計			6,071	100.0%	6,206	100.0%	0	0	6,206	100.0%							

リバランス契約	中心値	内訳	前期末時価総額 <2019年3月末> (百万円)	構成比(%)	時価総額(百万円) (2019年8月末)	構成比(%)	9月変更額① (百万円)	9月変更額② (百万円)	9月末残高 (百万円)	構成比(%)	計画比 (%)	リバランス契約 (300044647)	下限	中心値	上限		
リ バ ラ ン ス	国内債券	15%	標準スタイルミックス	250	14.8%	272	20.2%			272	18.2%	3.2%	国内債券	4%	15%	29%	
	国内株式	32%	標準スタイルミックス	527	31.1%	183	13.5%	50	-30	203	13.5%	-18.5%	国内株式	10%	32%	46%	
	外国債券	15%	標準スタイルミックス	252	14.9%	268	19.8%			268	17.9%	2.9%	外国債券	4%	15%	29%	
	外国株式	32%		33F(バツプ)	211	12.4%	119	8.8%	25	-100	44	3.0%	-12.2%	外国株式	10%	32%	46%
				202F(グローバルコア型)	314	18.5%	228	16.9%	25		253	16.9%					
			小計			524	31.0%	347	25.8%	50	-100	297					
	短期資産	6%	短期金融資産(50F)	140	8.3%	279	20.7%	-100	280	459	30.6%	24.6%	短期資産	4%	6%	72%	
合計			1,693	100.0%	1,349	100.0%	0	150	1,499	100.0%							

IV. 報告事項

IV-1. Kairos Multi-Strategy Fund S.A. (Class JS) の解約について

□ 9月13日、三井住友信託銀行から、標記ファンドの運用体制変更について報告を受けた。

【変更内容】

- ①本ファンドのトップダウンの戦略分散、ファンド選定、ファンド全体のエクスポージャー調整の判断・実行を2018年1月CIO就任以来主導してきたミケーレ氏が2019年7月に退任。
- ②本ファンド創設者で、カイロスグループCEOのファビオ氏が2019年9月に退任。
- ③シニアポートフォリオマネージャーのマッテオ氏が2019年11月退任予定。

【経緯】

カイロス社は2016年より、スイスのプライベートバンキンググループ老舗の「Julius Baer」の傘下に入っているが、Julius Baer側が、カイロス社株式の一部を第三者宛譲渡を検討。最終的に本件譲渡は実施されず、Julius Baerはカイロス社株式の継続保有を表明したが、その過程で、両者間に生じた溝が今回の退任劇の背景にあるものと推察される。

□ ファンド解約対応の理由

【運用の基本方針に抵触】

「年金資産の運用に関する基本方針」第8条(定性的評価)②組織および人材・意思決定の流れや責任の所在の明確性、十分な専門性・経験を有する人材の配置、人材の定着度と運用の継続性・再現性の確保、が損なわれると判断される。同第12条(オルタナティブ投資を行う場合の留意事項)⑥のア)のa 当該運用受託機関の組織体制に関する事項・組織の概要、意思決定プロセスの流れ、に重大な変更があり、ファンドの性格が採用時から大きく乖離する恐れがある。

【三井住友信託銀行のデューディリジェンス不足】

三井住友信託銀行のカイロス社に対するデューディリジェンス(投資対象となる企業や投資先の価値やリスクなどを調査すること)不足が疑われる。キーパーソンであるミケーレ氏が7月に退任しているにもかかわらず、受託者への報告が9月13日となった。ミケーレ氏やファビオ氏と日頃から接点があれば、株式譲渡の情報も入手できたのではないかと。

□ 最速スケジュールである10月末時点で解約し、一旦短期資産(キャッシュ)で留保することとしたい。

