

第6回 年金資産管理運用委員会 資料

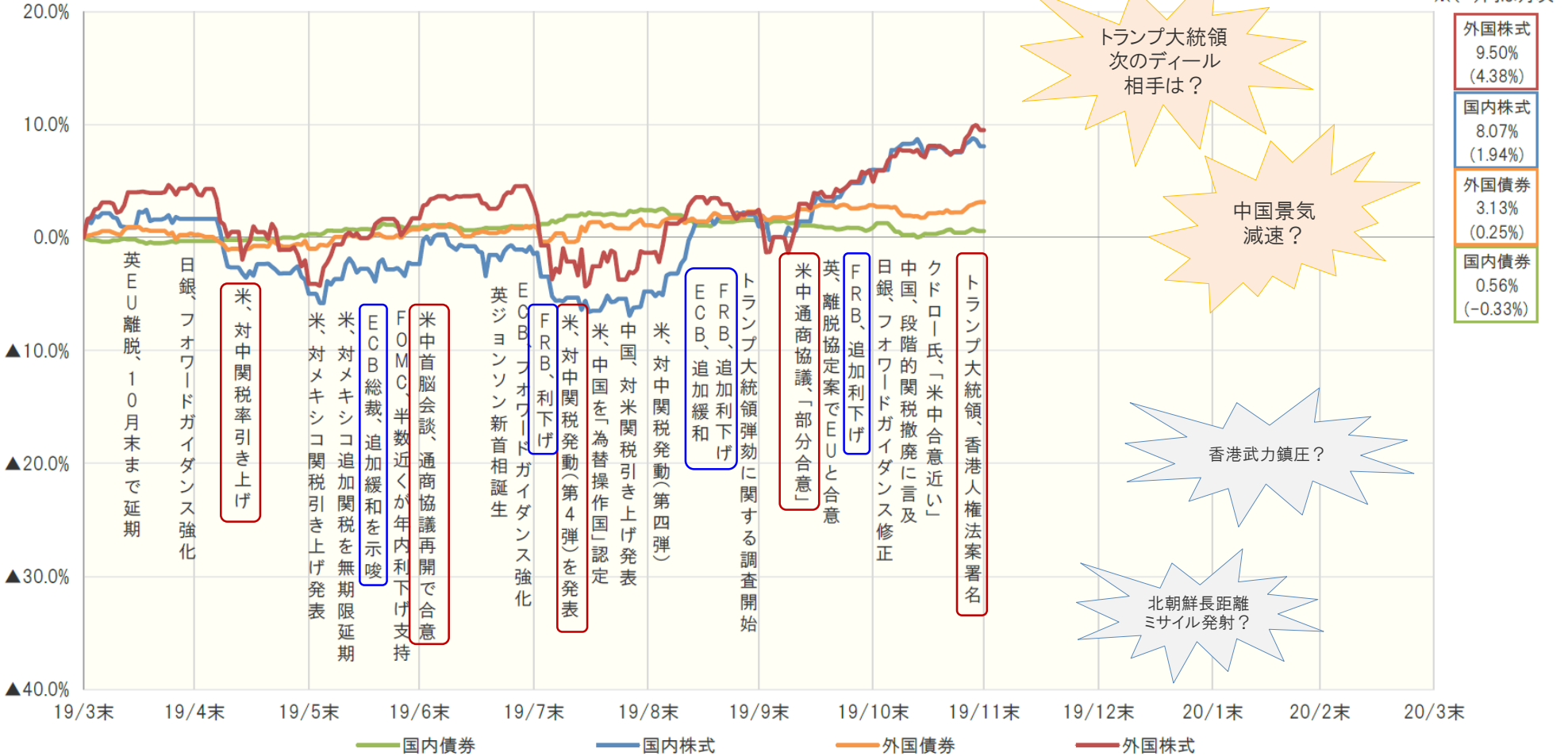
2020年度『年金資産運用計画』について

2019年12月17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～11月)

<通期>



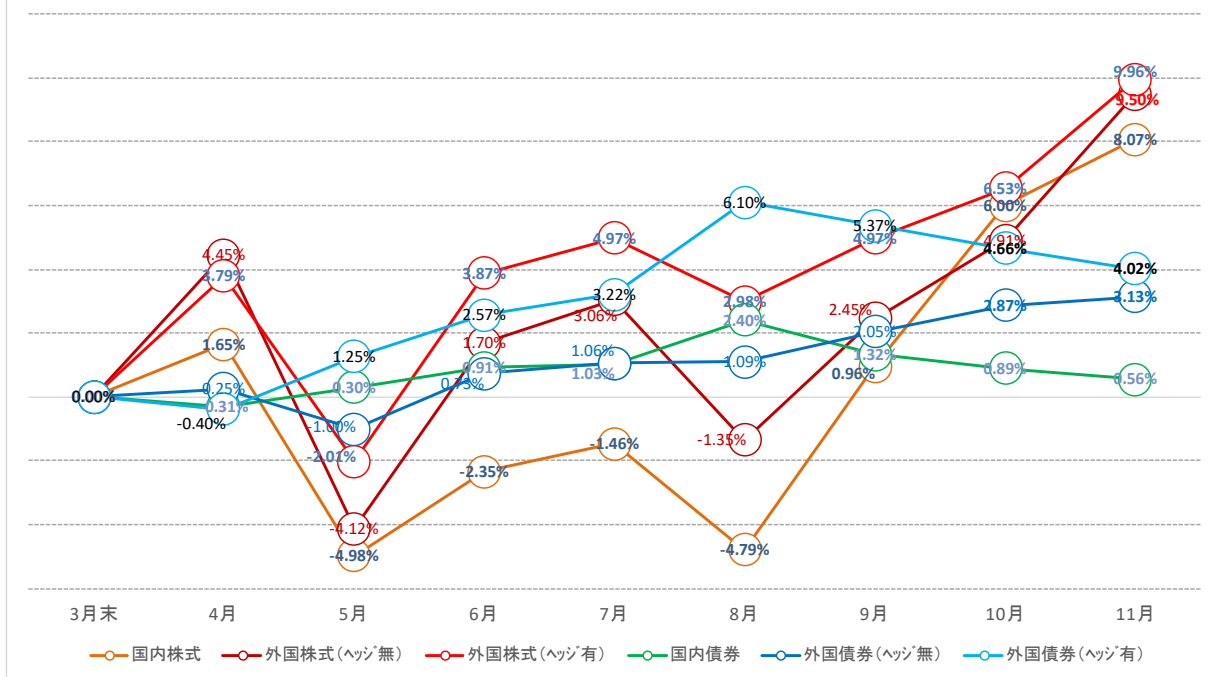
ご参考【月次】	外国債券	0.25 % (うち、債券部分	-0.52 %	為替部分	0.78 %)	【通期】	外国債券	3.13 % (うち、債券部分	5.20 %	為替部分	-1.97 %)
	外国株式	4.38 % (うち、株式部分	3.32 %	為替部分	1.03 %)		外国株式	9.50 % (うち、株式部分	11.18 %	為替部分	-1.51 %)

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)

今年度は、① 米中通商摩擦、② 各国中央銀行の金融緩和、の動向に一喜一憂する展開が続いています。

I - 2. 2019年度 市場指標の推移 (2019年4月～11月)

2019年度ベンチマーク騰落率



9月以降、内外株式の上昇が顕著だが・・・

良くなるという期待(願望)が先行しており、一旦期待が剥落すると相場急落もあり得ることから、引き続き警戒が必要と考えます。

通期	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
国内株式	1.65%	-4.98%	-2.35%	-1.46%	-4.79%	0.96%	6.00%	8.07%
外国株式(ヘッジ無)	4.45%	-4.12%	1.70%	3.06%	-1.35%	2.45%	4.91%	9.50%
外国株式(ヘッジ有)	3.79%	-2.01%	3.87%	4.97%	2.98%	4.97%	6.53%	9.96%
国内債券	-0.31%	0.30%	0.91%	1.03%	2.40%	1.32%	0.89%	0.56%
外国債券(ヘッジ無)	0.25%	-1.00%	0.73%	1.06%	1.09%	2.05%	2.87%	3.13%
外国債券(ヘッジ有)	-0.40%	1.25%	2.57%	3.22%	6.10%	5.37%	4.66%	4.02%

三菱UFJ信託銀行 Weekly Market Report 2019/12/9 →

1. 「期待先行相場」の反動に留意

秋以降の株式市場は、米中通商合意「期待」と主要国の中央銀行による金融緩和を背景とした景気の早期持ち直し「期待」が牽引。一方、実体経済に目を向けると、世界最大の経済大国である米国では7-9月期の企業収益が約3年ぶりに前年割れ。中国についても、10月の工業部門の企業利益が▲9.9%と3カ月連続のマイナス。対米貿易摩擦激化に加え内需が低迷していることで業績の悪化に歯止めがかかっていない状況。景気、企業業績の拡大を伴わない株高が進行していることで、株価収益率(PER)でみた内外株のバリュエーションは「割高」といえる水準に達しており、この先年度内のいずれかのタイミングで、「期待先行」相場が調整し、株価が実体経済に一定程度サヤ寄せするリスクには留意が必要。

2. 世界経済の行方:2016年のデジャヴ?

来年以降の相場を考える上で重要なのは、2019年を通じて悪化の一途を辿ってきた製造業の景況感がいつ反転上昇するのか。この点、一部市場参加者はFRB(米連邦準備理事会)を筆頭に世界の主要中央銀行が金融政策を緩和方向に切り直したことで、既に最悪期を脱したと考えている模様。こうした見方を支援する材料に世界の半導体売上高の底打ちが挙げられており、世界経済の拡大期が「延長戦」に入ったとの声は少なくない。

なお、世界経済が前回踊り場局面を迎えたのは2015年から2016年にかけて。当時は、原油価格が1年以上下落を続けたほか、中国株バブルが崩壊。新興国の減速、先進国への波及が意識されるなか、米ISM製造業景況感とは2015年10月から5カ月連続で好不況の分岐点を割り込んだがその後持ち直し。

しかしながら前回と今回の大きな違いは中国の景気浮揚に向けた姿勢。2017年秋に共産党大会を控えていた当時の中国は、金融緩和に加え財政支出も大きく拡大。結果、中国経済は持ち直し、先進国経済も後退期に陥ることなく回復軌道を維持することとなった。一方足元の中国は、米国との貿易摩擦が激化しているほか、家計債務の膨張による構造的な消費の下押し圧力に直面しているが、債務バブル破裂への警戒から大規模緩和にも財政拡張にも踏み切れない状況。バブル崩壊、金融危機への発展を避けるにあたっては、一定の成長鈍化を許容せざるを得ない。

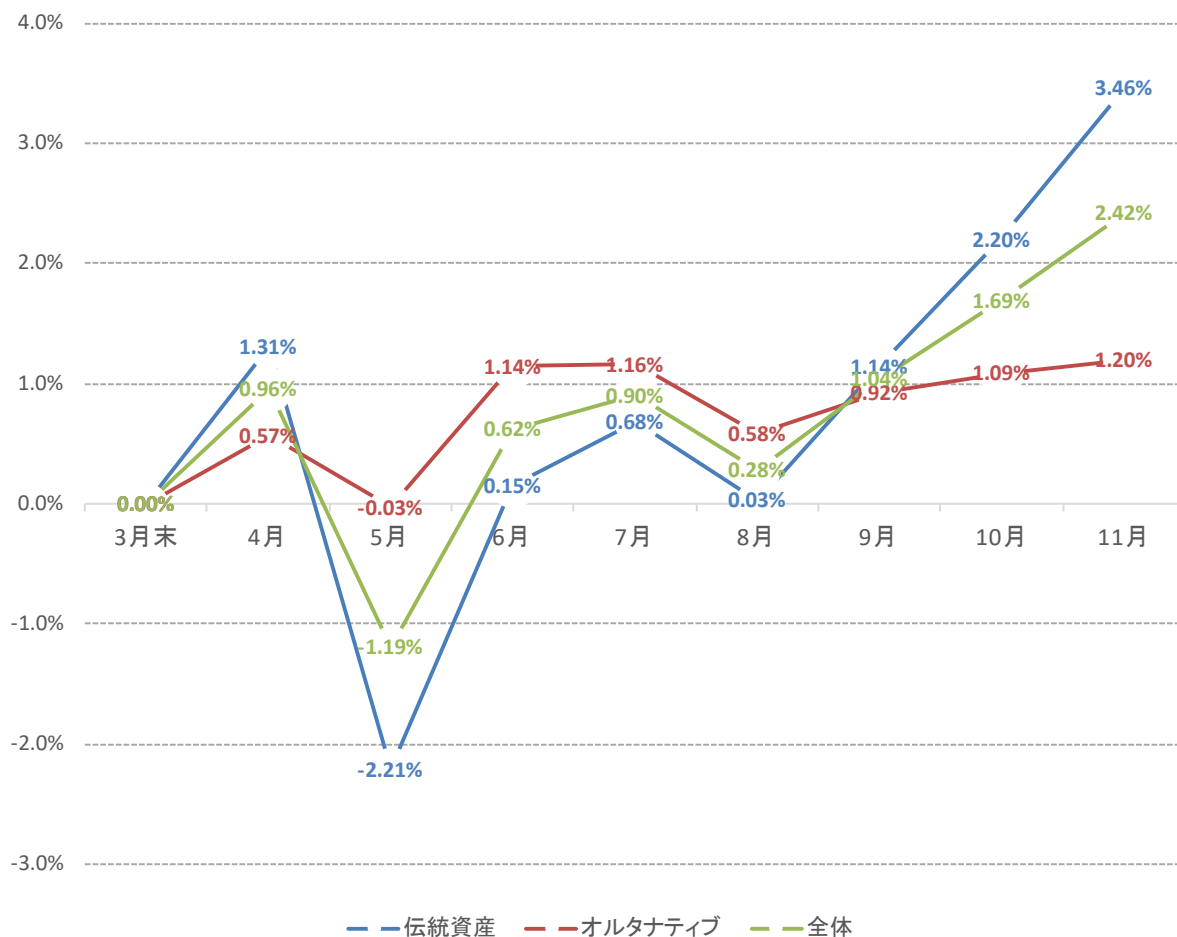
3. グローバル景気の回復は来年半ば以降

また、半導体セクターの底打ちについても、在庫調整の一巡や5G等先端技術を使用した半導体の需要増加は明るい話だが、電機機械や自動車等その他大部分の製造業セクターについては、在庫調整が十分進展したと言えない状況。一部的好調だけをもって全体が持ち直しつつあると判断するには時期尚早と考えており、世界経済の底打ちにはもう少ししばらく時間が必要か。

目先は世界経済の減速基調が続くことが見込まれ、株式市場が本格的に上昇するのはこれまでの金融緩和の効果が景気浮揚に寄与し、また、日本国内については、経済対策による景気押し上げやオリンピック需要の拡大が見込まれる2020年夏場以降と考える(文責:大池)。

II-1. 2019年度 当基金の運用実績（2019年4月～11月）

2019年度運用実績

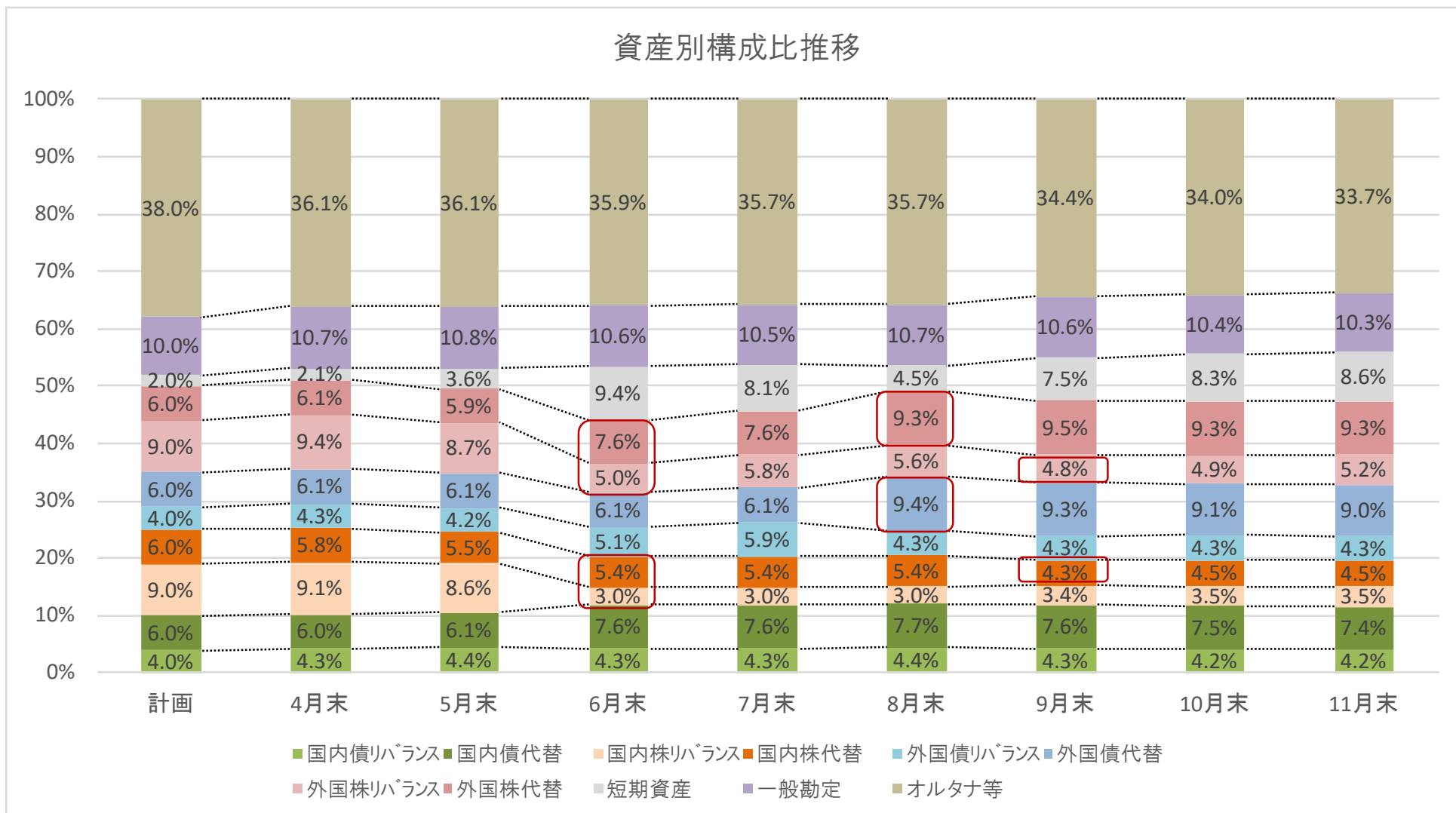


全体で、予定利率2.0%を超える2.42%まで積み上がってきました。

残り4か月、最低でも2%を割り込まないよう相場動向（特に株式相場）を注視し、防衛的な運営を心掛けます。無理のない範囲で収益率の積み上げを図り、3%～4%の期末着地を目指します。

通期	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
伝統資産	1.31%	-2.21%	0.15%	0.68%	0.03%	1.14%	2.20%	3.46%
オルタナティブ	0.57%	-0.03%	1.14%	1.16%	0.58%	0.92%	1.09%	1.20%
全体	0.96%	-1.19%	0.62%	0.90%	0.28%	1.04%	1.69%	2.42%

II-2. 2019年度 当基金の資産構成推移（2019年4月～11月）



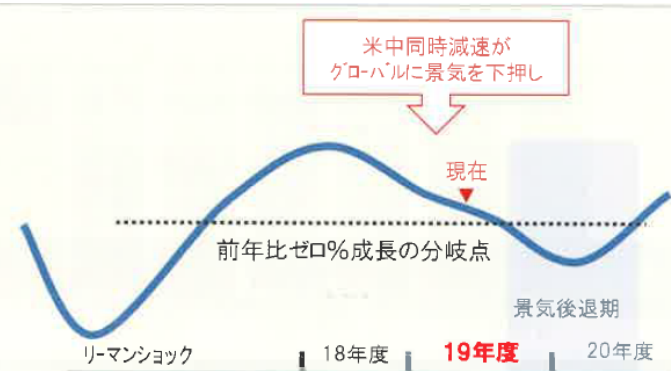
国内株式や外国株式の構成比を抑え(6月、9月)、外国債券や外国株式も為替ヘッジを掛けた代替投資の構成比を高める(8月)など、下振れ抑制に軸足を置いた資産構成を夏以降継続しています。今年度の残り期間についても、基本的にこの方針を続けてまいります。

2020年度 年金資産運用計画

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. 2020年度 政策アセットミックスの変更

2019年度	構成比	2020年度	構成比	差額
国内債券	10%	国内債券	12%	2%
国内株式	15%	国内株式	9%	-6%
外国債券	10%	外国債券	13%	3%
外国株式	15%	外国株式	14%	-1%
短期資産	2%	短期資産	2%	0%
オルタナティブ	38%	オルタナティブ	40%	2%
新一般勘定	10%	新一般勘定	10%	0%
合計	100%	合計	100%	0%

政策アセットミックス(2019年4月1日)

資産区分	中心値
国内債券	リバランス 4%
	代替投資 6%
	小計 10%
国内株式	リバランス 9%
	代替投資 6%
	小計 15%
外国債券	リバランス 4%
	代替投資 6%
	小計 10%
外国株式	リバランス 9%
	代替投資 6%
	小計 15%
短期資産	リバランス 2%
伝統資産合計	52%
オルタナティブ	38%
生保一般勘定	10%
合計	100%

政策アセットミックス(2020年4月1日)

資産区分	中心値	差額
国内債券	リバランス 3%	-1%
	代替投資 9%	3%
	小計 12%	2%
国内株式	リバランス 6%	-3%
	代替投資 3%	-3%
	小計 9%	-6%
外国債券	リバランス 7%	3%
	代替投資 6%	0%
	小計 13%	3%
外国株式	リバランス 6%	-3%
	代替投資 8%	2%
	小計 14%	-1%
短期資産	リバランス 2%	0%
伝統資産合計	50%	-2%
オルタナティブ	40%	2%
生保一般勘定	10%	0%
合計	100%	0%

- 景気減速局面で収益を押し下げる株式について、内外株式合計で ▲7%資産配分構成比を引き下げます。外人投資家の動向に左右される国内株式の引き下げ幅を大きくしています。
- 内外株式とも、通常のベンチマーク運用(リバランスファンド)部分は6%に抑え、代替投資部分で市場急落時のクッション効果を期待します。外国株式については代替投資ファンドを追加します。
- 国内債券は2%の資産配分構成比増加となりますが、通常のベンチマーク運用部分は逆に1%減少させ、代替投資ファンドを追加することで増加部分を賄います。
- 外国債券の3%の資産配分構成比増加は、先進国国債を中心とする通常のベンチマーク運用部分で対応します。
- 伝統4資産(内外の債券・株式)と短期資産(キャッシュ)の合計は全体資産の50%となり、前年度比で2%の減少となります。この部分はオルタナティブファンドの新規採用枠として活用します。

政策AM(期待リターン・リスク)	
期待収益率 ①	3.64%
標準偏差 ②	7.93%
①/②	0.46

政策AM(期待リターン・リスク)	
期待収益率 ①	3.24%
標準偏差 ②	7.17%
①/②	0.45

三菱UFJ信託銀行株式会社の2019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。

三菱UFJ信託銀行株式会社の2019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。

III-3-1. 2020年度 年金資産運用計画（全体）

2020年度計画

区分	ファンド	残高(m)	構成比(%)
国内債券 (12)	リバランス(3)	ヘンチマーク運用(三菱)	195 3.0%
	代替投資 (9)	アンコンストレインド	270 4.2%
		Neuberger(短期EM債)	250 3.9%
		ヘンチマーク運用(第一)	60 0.9%
	計	775 12.0%	
国内株式 (9)	リバランス(6)	ヘンチマーク運用(三菱)	390 6.0%
	代替投資 (3)	低β・高配当	65 1.0%
		最小分散	65 1.0%
		小型株集中投資(りそな)	60 0.9%
	計	580 9.0%	
外国債券 (13)	リバランス(7)	ヘンチマーク運用(三菱)	455 7.0%
	代替投資 (6)	グローバル総合(PIMCO)	60 0.9%
		グローバル総合H(PIMCO)	195 3.0%
		第一生命(フルヘッジ・ハッシブ)	130 2.0%
	計	840 13.0%	
外国株式 (14)	リバランス(6)	ヘンチマーク運用(三菱)	390 6.0%
	代替投資 (8)	最小分散(為替ヘッジ)	350 5.4%
		AMPキャピタル(G-REIT)	95 1.5%
		第一生命(ハッシブ)	70 1.1%
	計	905 14.0%	
短期資産(2)		130 2.0%	
伝統資産小計(50)		3,230 50.0%	

区分	ファンド	残高(m)	構成比(%)
オルタナティブ (40)	債券・インカム	PIMCO (GCOS)	270 4.2%
		Alcentra (欧州ハンクローン)	310 4.8%
		BlueBay(投資適格絶対リターン)	250 3.9%
		小計	830 12.8%
	国内株式	サステイナブル成長銘柄投資型	100 1.5%
		ESGサステイナブル企業投資型	100 1.5%
		MN101F(βヘッジ・高配当型)	50 0.8%
		株式口2A(りそな)	50 0.8%
	小計	300 4.6%	
	外国株式	Marshall Wace (株式L/S)	300 4.6%
		小計	300 4.6%
	マルチ ストラテジー	Farallon (イベントリブ)	315 4.9%
		Baillie Gifford (DRF)	160 2.5%
		Blackstone AAM	300 4.6%
		LMRファンド・リミテッド	300 4.6%
	小計	1,075 16.6%	
	損害保険	Nephila Capital (分別勘定)	70 1.1%
	計	2,575 39.8%	
	一般勘定(10)		660 10.2%
	合計		6,465 100.0%

□ 外国債券及び外国株式運用部分における、為替ヘッジ付ファンドの割合はそれぞれ、38.7%となります。

III-3-2-1. 国内債券代替投資ファンドの追加

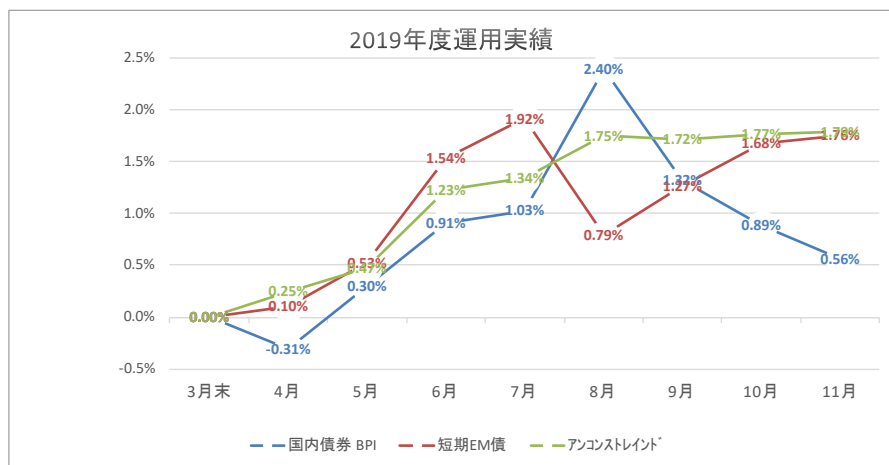
□ 国内債券代替投資の必要性について

日本の10年国債利回りは、現在マイナス金利となっており、収益率の変動幅も大きくなっています。収益率の低下を補うには国内債券以外に頼る必要があり、現在は多様な外国債券への運用を行う「アンコンストレインドファンド(為替ヘッジ付)」を代替投資に位置付けています。

幸いにも、アンコンストレインドファンドは安定した収益実績を積み上げ、代替投資の役割を十分に果たしていますが、ひとつのファンドのみに頼るのが危険であることも事実です。そこで、アンコンストレインドファンドが持っていない債券分野に投資する外国債券ファンドを追加し、リスク分散と代替投資部分の強化を図りたいと考えます。

□ ニューバーガー短期エマージング債券 (Neuberger Berman Short Duration Emerging Market Debt Fund JPY1)

1. 先進国国債に比べ高い利回り水準のエマージング国債・社債に投資。(315銘柄、45カ国に投資(2019年3月末))
2. エマージング諸国はデフォルトが心配？
 - ⇒ デュレーション(≒満期までの期間)5年未満の債券にフォーカス(ポートフォリオ全体では平均2年前後に短期化)することで、デフォルトリスクの見積もりが立てやすくなる。
 - ⇒ ポートフォリオ全体の平均格付を投資適格以上とし、原則米ドル建て債券とすることで、流動性リスクへの対応も図っています。
3. 満期持ち切り型の投資アプローチにより、主にインカム収入を収益源泉として、安定的なリターン獲得を追求するファンドです。



区分		ファンド	残高(m)	構成比(%)
国内債券 (12)	リバランス (3)	ベンチマーク運用(三菱)	195	3.0%
	代替投資 (9)	アンコンストレインド	270	4.2%
		Neuberger(短期EM債)	250	3.9%
		ベンチマーク運用(第一)	60	0.9%
計			775	12.0%

III-3-2-2. ニューバーガー短期エマージング債券：ファンド属性

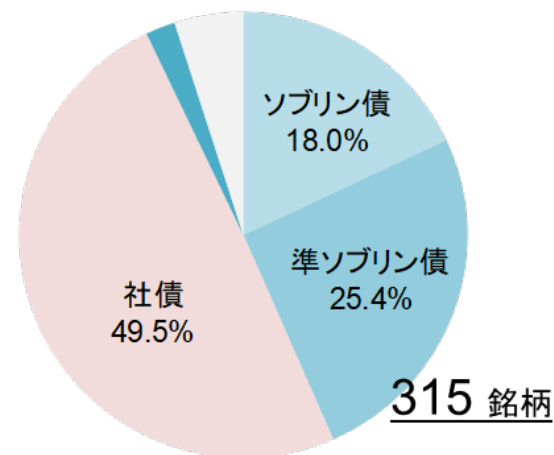
ニューバーガー短期エマージング債券は、発行体の分散が確保され、短期債投資でありながらヘッジコスト控除後の利回りが1.9%程度のポートフォリオを構築しています。

ポートフォリオ属性等	NB 短期エマ債	エマージング 債券
デュレーション	2.10年	5.79年
ヘッジコスト控除後最終利回り (ヘッジコスト控除前)	1.85% (4.82%)	2.34% (5.31%)
平均格付	BBB-	BBB/BBB-
通貨	米ドル100%	米ドル100%

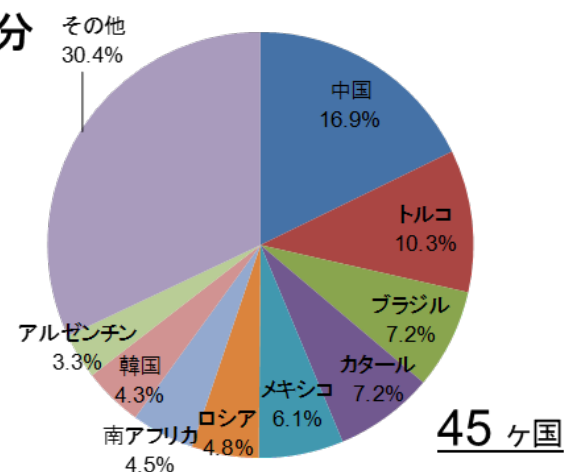
短期・満期持ち切り型運用

- ✓ デュレーション5年未満の短期債券にフォーカス
(ポートフォリオ平均デュレーション2年前後)
- ✓ 原則として、満期持ち切りとすることで、
中長期的に安定したリターン獲得を追求

種別配分



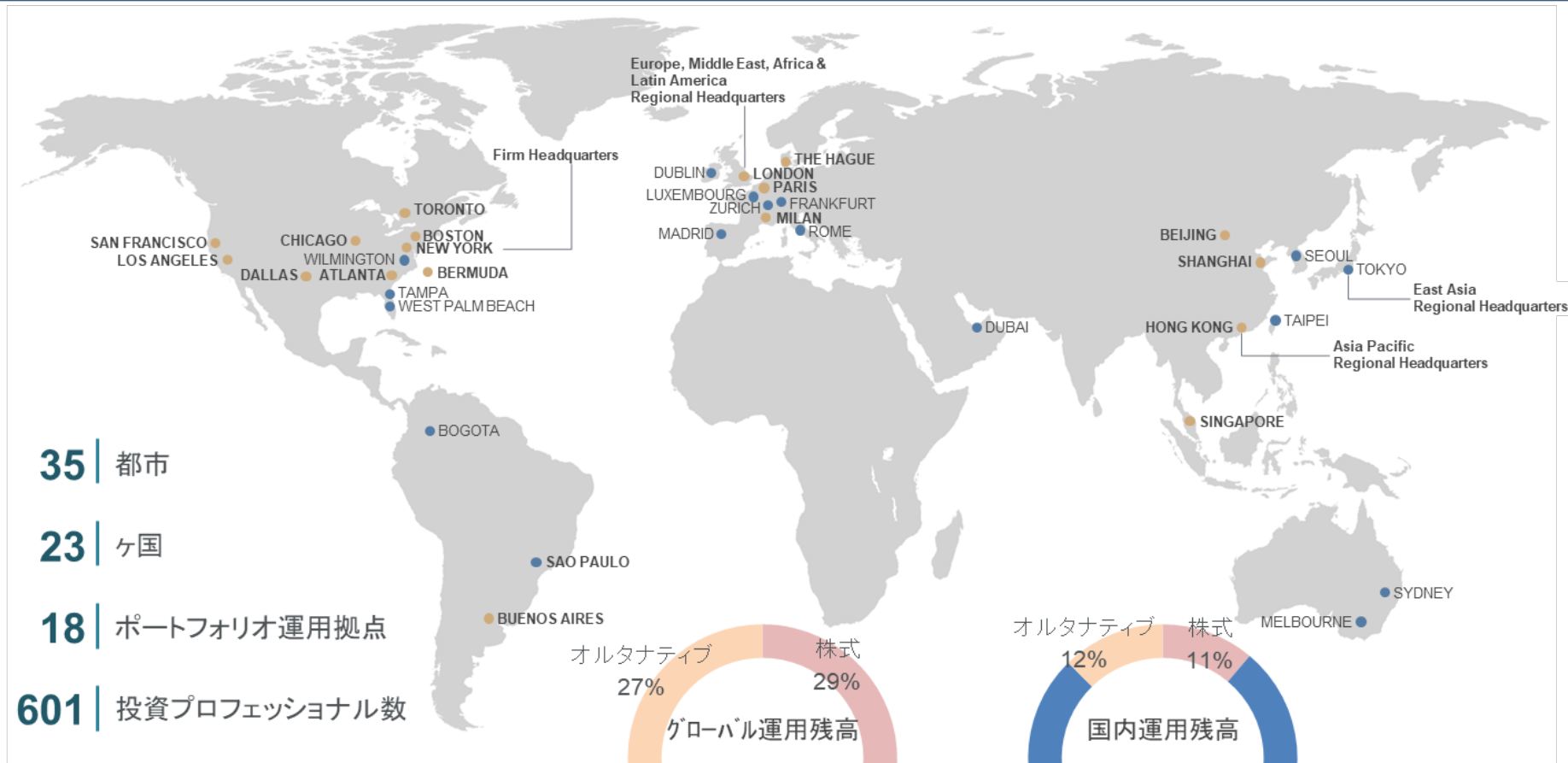
国別配分



(Data) エマージング債券: Bloomberg Barclays EM USD Aggregate、ヘッジコスト: 為替スポットレートと1Mフォワードレートより弊社算出、平均格付: NB短期エマ債は、S&P、Moody's、Fitchのうち最高格付に基づいて運用者が独自ツールで集計・算出したもので信用格付を付与するものではありません。エマージング債券は: 各インデックスプロバイダーが格付の採用基準に基づき独自に計測・算出した格付であり信用格付を付与するものではありません。(出所) Neuberger Berman、Bloomberg (時点) 2019/3末

III-3-2-3. ニューバーガー短期エマージング債券：会社の概要

ニューバーガー・バーマン社は、グローバルに展開する独立系の資産運用会社です。
1939年設立の老舗として様々な市場サイクルを経験してきており、多くの運用プロフェッショナルを擁します。



35 | 都市

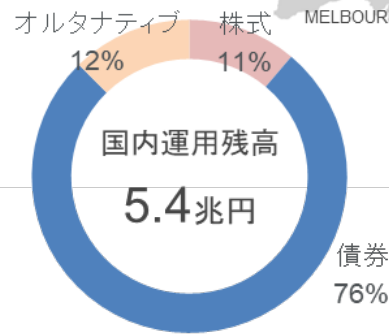
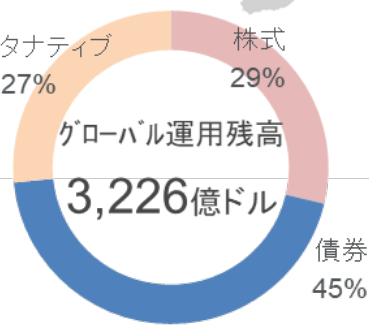
23 | ケ国

18 | ポートフォリオ運用拠点

601 | 投資プロフェッショナル数

26 | ファンド・マネージャーの平均業界経験(年)

2,102 | グローバルにおける従業員数



(出所) Neuberger Berman (時点) 2019/4末

III-3-2-4. ニューバーガー短期エマージング債券：ファンド調査票

【ファンド調査表】

(2019年3月末現在)

資産区分	外国債券(為替ヘッジ付)
ファンド名称	ニューバーガー短期エマージング債券 (正式名称: Neuberger Berman Short Duration Emerging Market Debt Fund JPY I Accumulating Class)
運用方針	デュレーション5年未満の米ドル建てエマージング債券(国債・社債)にフォーカスし、原則、満期持ち切り型運用とすることで、価格変動リスクを低減、安定したインカム及びリターン獲得を目指す。原則としてポートフォリオの平均デュレーション2年前後、平均格付け投資適格以上。ファンダメンタルズ分析をベースに、ESG(環境・社会・ガバナンス)要因を加味しつつ、デフォルトリスクを評価してポートフォリオを構築。
ベンチマーク	無し
設立年月	2013/10/1
目標超過収益率	3ヶ月T-bill(短期金利)+3% *年率・ドルベース
市場エクスポージャー	ソブリン債:18.0% 準ソブリン債:25.4% 社債:49.5%(金融:16.5% 産業:20.6% 公共:1.3% その他 11.1%) 国際機関債:2.1% キャッシュ:5.0%
推定T. E.	目標標準偏差: 3ヶ月T-bill(短期金利)+3%
時価総額(億円)	5,324
銘柄数	315

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	0.67%	0.24%	0.99%	0.28%	0.33%	0.26%	0.01%	-1.01%	0.46%	0.51%	0.63%	0.19%	3.60%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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	
ファンド	0.52%	0.02%	-0.27%	0.69%	0.28%	0.06%	0.02%	-0.10%	0.06%	-0.06%	-0.40%	-0.15%	0.66%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018年度	過去3年
ファンド	-0.36%	-0.50%	-0.48%	0.66%	-1.23%	1.03%	-0.36%	-0.21%	0.37%	1.26%	0.37%	0.36%	0.88%	1.71%
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

↓幾何平均

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

報酬(手数料): 信託報酬:年率0.30%、アドミニストレーター費用:上限0.20%、預託費用:上限0.02%、その他費用:実費

購入日:原則週次(当社指定日) 購入申込期限:購入日の原則8営業日前 解約日:毎週木曜日(休日の場合は前営業日) 解約申込期限:解約日の原則3営業日前(解約代金は原則、解約日の3営業日後までに支払われます。)

当ファンドはスイング・プライシング制度を採用しており、各基準価額算出日においてファンド全体への資金純流入額が一定のしきい値を超えた場合は基準価額を上方に、資金純流出額が一定のしきい値を超えた場合は基準価額を下方に調整します。基準価額調整幅およびしきい値は取引コスト等を反映して決定されます。

III-3-3-1. 外国株式代替投資ファンドの追加

□ 外国株式代替投資の必要性について

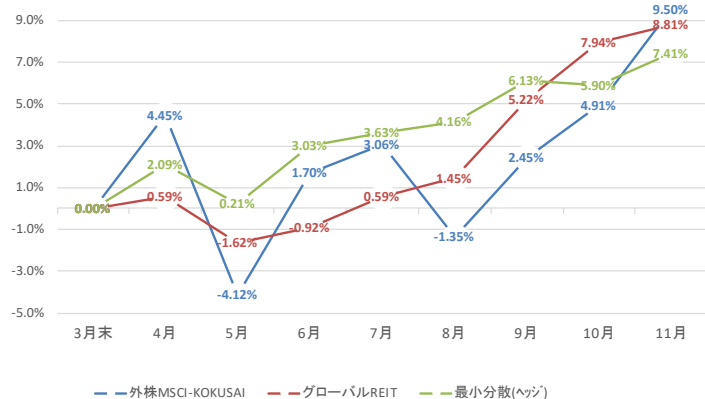
外国株式は基金全体の運用の中で、収益ドライバーとして欠かすことができない資産ですが、やはり株式ですので、上昇・下落の幅が大きいことと、為替変動の影響を受けることが、収益の安定性を阻害する要因となります。

現在、為替の影響(特に円高時のマイナス)を緩和する目的で、為替ヘッジ付のファンド(最小分散ポートフォリオ)を代替投資で採用しています。幸いにも、最小分散ポートフォリオファンドは安定した収益実績を積み上げ、代替投資の役割を十分に果たしていますが、もう一つの問題である株式特有の値動きの荒さを緩和する手段として、グローバルREITファンドの採用をご提案いたします。外国株式との相関は高いものの、投資対象が実物資産のため、分散効果が期待できます。合同口(持ち分を保有する仕組み)なので小口で投資可能で流動性の制約もありません。

□ 三菱UFJ信託・AMP グローバルREITファンド(第149ファンド)

1. グローバルREIT(Real Estate Investment Trust)は、市場規模の大きい米国のほか、日本、英国、ドイツ、オーストラリア等アジア諸国や欧州などに分散投資するだけでなく、小売、産業・オフィス、住宅、不動産保有・開発、等様々な用途に分散投資します。
2. 特徴は、① 不動産カテゴリーへの投資＝インフレ資産への投資、② 債券・株式に比べ魅力的な配当利回り、③ 株式市場リスクの分散、です。
3. 運用を委託する、AMPキャピタル・インベスターズ(AMPCI)は、AMP(豪州最大の金融グループ)のコアとなる資産運用子会社で、アジア太平洋地域で最大級の資産運用会社。三菱UFJ信託はAMPCIの親会社であるAMP Capital Holdingsに出資しており、同Holdingsは三菱UFJ信託の持分法適用関連会社となっています。

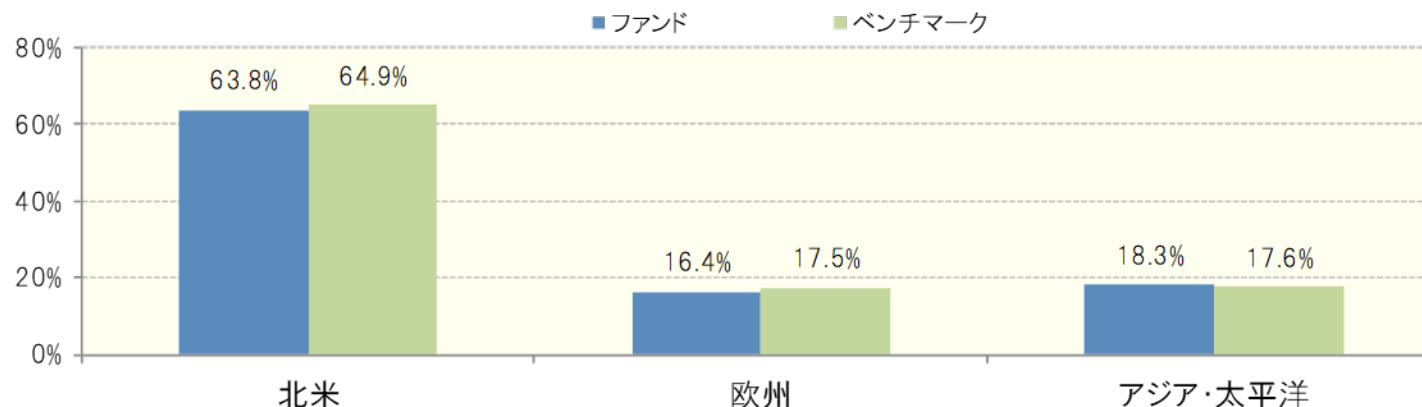
2019年度運用実績



区分		ファンド	残高(m)	構成比(%)
外国株式 (14)	リバランス(6)	ヘンチマーク運用(三菱)	390	6.0%
	代替投資 (8)	最小分散(為替ヘッジ)	350	5.4%
		AMPキャピタル(G-REIT)	95	1.5%
		第一生命(ハッシップ)	70	1.1%
計			905	14.0%

III-3-3-2. 三菱UFJ信託・AMP グローバルREIT：地域別・国別配分

地域別・国別アセットアロケーション(2019年9月末時点)



国名	ファンド	BM
カナダ	2.93%	3.39%
米国	60.92%	61.54%

国名	ファンド	BM
オーストリア	0.00%	0.16%
ベルギー	1.04%	1.01%
フィンランド	0.00%	0.15%
フランス	1.62%	1.59%
ドイツ	4.13%	4.14%
アイルランド	0.00%	0.23%
イスラエル	0.00%	0.19%
イタリア	0.00%	0.02%
オランダ	0.00%	1.55%
ノルウェー	0.82%	0.15%
スペイン	0.53%	0.61%
スウェーデン	2.81%	2.03%
スイス	0.86%	1.03%
英国	4.59%	4.64%

国名	ファンド	BM
豪州	3.38%	2.80%
香港	2.96%	2.58%
日本	9.45%	9.94%
ニュージーランド	0.35%	0.10%
シンガポール	2.16%	2.17%

世界のREIT市場は、米国が60%を占めていますが、日本も10%、ドイツ、英国も5%のシェアを持っています。グローバルREITファンドは、地域・国別に分散投資を行っています。

※ ファンドはキャッシュを一部保有しているため、合計は100%となりません。
出所：AMPキャピタルインベスターズ

III-3-3-3. 三菱UFJ信託・AMP グローバルREIT：投資銘柄事例

(投資銘柄のご紹介) ジャパンリアルエステイト投資法人(日本、オフィス関連REIT)

保有状況

ファンド構成比 ※	BM構成比	オーバーウェイト
1.27%	0.59%	0.68%

※ファンド構成比はAverage Weightを使用

出所: AMPキャピタルインベスターズ

会社概要

- 日本全国の主要都市に所在するオフィスビルに投資するREIT
- スポンサーは三菱地所(90%)、三井物産(10%)
- 保有物件数 **73物件**、取得価格合計 **10,256億円**



営業利益 (NOI) の都市別の内訳



三菱UFJ信託銀行本店ビル (東京都千代田区丸の内)

事業の特色・強み

- 業態・系列を超えたスポンサー (資産運用会社の株主) 2社のバックアップ
- オフィスビル特化型、首都圏に70%以上投資
- 日本で最初に上場したJ-REITとして、35回の安定的な決算実績、卓越したトラックレコード
- 健全な財務体質
 - ✓ 保守的な総資産有利子負債比率 (LTV) (30%~40%を目安に運用)
 - ✓ 有利子負債残高 389,993百万円
 - ✓ 総資産有利子負債比率 40.5%
 - ✓ J-REITセクターで最高水準の格付け (S&P A+、Moody's A1、R&I AA)



北の丸スクエア (東京都千代田区九段北)

出所: ジャパンリアルエステイト投資法人、2019年3月末現在

III-3-3-4. 三菱UFJ信託・AMP グローバルREIT：ファンド調査票

【ファンド調査表】

(2019年3月末現在)

資産区分	グローバルREIT
ファンド名称	三菱UFJ信託・AMP グローバルREITファンド 第149ファンド
運用方針	Global のREIT(Real Estate Investment Trust)に投資することで、国・地域の分散に加え、「用途の分散」も行います。
ベンチマーク	FTSE EPRA/NAREIT Developed Rental Index
設立年月	2014/2/1
目標超過収益率	1.0%以上
市場エクスポージャー	米国59.11%、カナダ2.94%、欧州16.8%、アジア・太平洋19.1% (2019年6月)
推定T. E.	推定トラッキングエラー 5.0%以内
時価総額(億円)	243億円
銘柄数	67

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	-5.84%	4.18%	-5.40%	3.58%	-1.95%	-3.13%	-2.83%	5.34%	6.46%	-3.79%	2.64%	-2.74%	-4.45%	
ベンチマーク	-5.36%	4.35%	-3.41%	4.69%	-1.97%	-3.45%	-2.92%	5.48%	6.41%	-3.45%	2.38%	-2.05%	-0.28%	
超過収益率	-0.48%	-0.17%	-1.99%	-1.11%	0.02%	0.32%	0.09%	-0.14%	0.05%	-0.34%	0.26%	-0.69%	-4.17%	
2017年度														
ファンド	0.93%	0.27%	3.00%	-0.13%	0.18%	2.13%	1.18%	1.74%	2.14%	-3.99%	-8.23%	3.05%	1.67%	
ベンチマーク	0.79%	-0.18%	2.71%	0.19%	-0.55%	2.18%	0.00%	1.62%	2.06%	-4.40%	-8.87%	2.87%	-2.22%	
超過収益率	0.14%	0.45%	0.29%	-0.32%	0.73%	-0.05%	1.18%	0.12%	0.08%	0.41%	0.64%	0.18%	3.89%	↓幾何平均
2018年度														過去3年
ファンド	4.77%	0.01%	4.03%	2.01%	0.79%	0.57%	-5.07%	3.64%	-9.00%	10.13%	3.08%	3.09%	18.11%	4.69%
ベンチマーク	4.54%	1.54%	4.34%	2.02%	0.60%	0.04%	-3.68%	4.00%	-9.09%	9.95%	2.18%	2.79%	19.60%	5.26%
超過収益率	0.23%	-1.53%	-0.31%	-0.01%	0.19%	0.53%	-1.39%	-0.36%	0.09%	0.18%	0.90%	0.30%	-1.49%	-0.57%

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:13bp。標準年金信託報酬80bp。

III-3-4-1. オルタナティブ運用（国内株式戦略）採用ファンドの追加

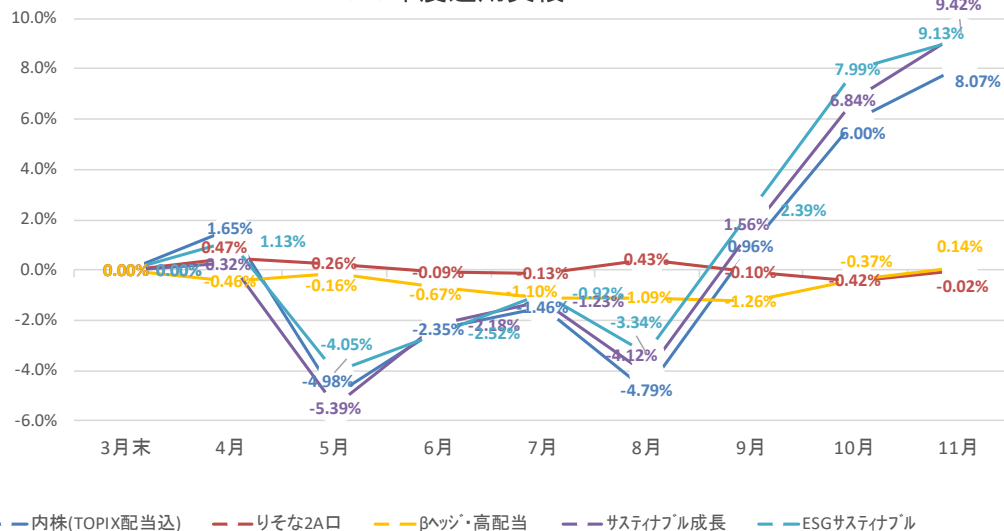
□ 国内株式戦略のオルタナティブ運用

オルタナティブ運用は、基本的に市場ベンチマークにとらわれず、絶対収益獲得を目指しています。国内株式戦略の採用ファンドもその例にもれず中長期的に成長が見込まれる企業に銘柄を絞り込んで投資し、ある程度の期間は継続保有するファンドを採用しています。ただし、短期的には市場の影響を受けることも否定できないため、下落時の抑えとしてマーケットニュートラル(市場中立)の手法を採るファンドを組み合わせています。現在採用中のマーケットニュートラル101F(βヘッジ・高配当利回り型)に加えて、少しでも収益積み上げに資することを目的として、下記のマーケットニュートラルファンドの追加をご提案します。

□ りそな銀行 ストラテジー/リサーチ ハイブリッド運用（株式口2A）

1. (りそな銀行のコアアクティブファンド「市場型」で運用するポートフォリオ)+(株価指数先物基本100%売り建て)のマーケットニュートラル。
2. 特徴は、株式相場下落等により、株価反発(上昇)の確信度が高まった場合、株価指数先物の売り建て比率を調整し、付加的に市場上昇分の取り込みを図る仕組みが内蔵されている点です。

2019年度運用実績



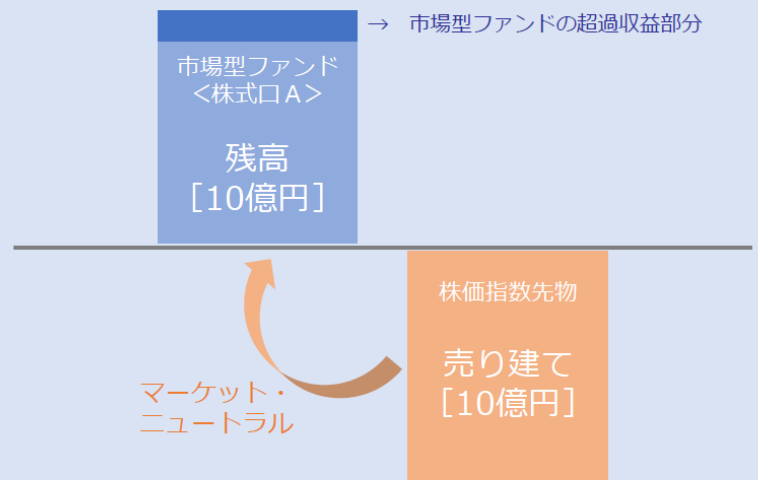
区分	ファンド	残高(m)	構成比(%)
オルタナティブ (40)	国内株式		
	サステイナブル成長銘柄投資型	100	1.5%
	ESGサステイナブル企業投資型	100	1.5%
	MN101F(βヘッジ・高配当型)	50	0.8%
	株式口2A(りそな)	50	0.8%
	小計	300	4.6%

III-3-4-2. ストラテジー/リサーチ ハイブリッド (株式口2A) : ファンドイメージ

✓ 市場型で運用するポートフォリオに対して、株価指数先物を**基本100%売り建て**

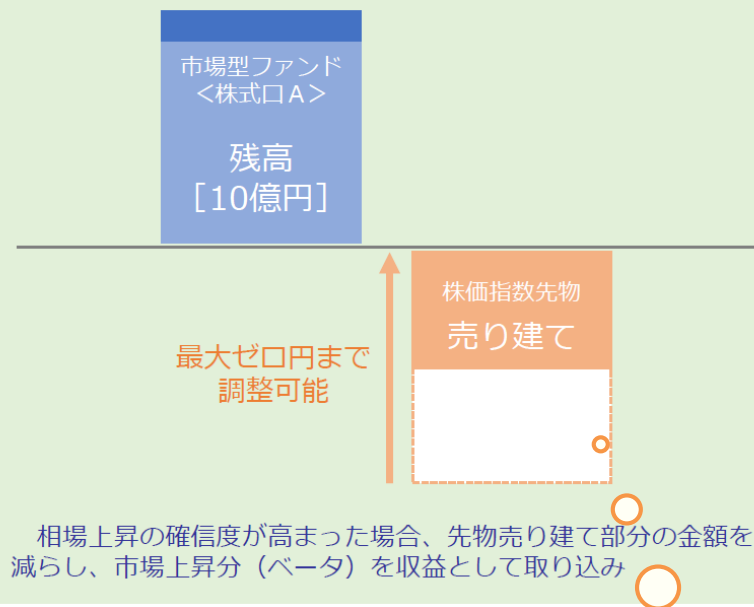
✓ **株価上昇局面**にあると判断した場合、株価指数先物の**売り建て比率を調整**

通常時 (基本)



マーケット・ニュートラルのように売り買いの金額を同額にし、市場型ファンドの超過収益 (アルファ) を絶対収益として獲得

株式相場下落等により、 株価反発 (上昇) の確信度が高まった場合



◆ 先物の利用について

・基本のヘッジ比率は100%です

◆ ショート・ポジションはヘッジとして先物を0~100%の範囲で売建を行い、ロング・ポジションについては現物株投資のアクティブ運用を行います。

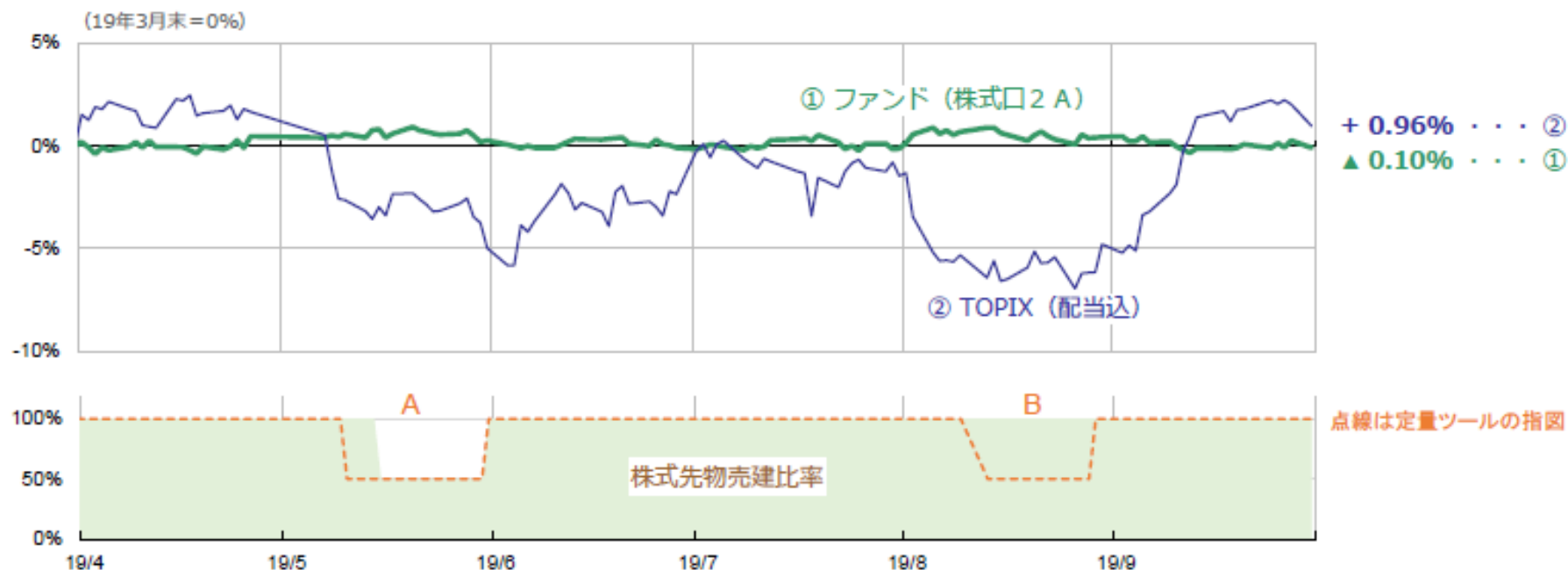
このため、市場の上昇局面において、ショート・ポジション(先物売建)で損失となると同時に、ロング・ポジションの銘柄選択次第では市場が上昇しているにも係らず損失を被る可能性、すなわち双方のポジションで損失となるリスクがあります

現在採用しているマーケットニュートラルファンドにはない仕組み。株価急反発時に収益の上乗せが期待できる。判断は最終的にはマネージャーが行うが、非常に慎重な態度に好感。

III-3-4-3. ストラテジー/リサーチ ハイブリッド（株式口2A）：ヘッジ比率の調整

【先物投資行動の動き：2019年度上半期】

先物ポジション推移



※ 先物（売り建て）ポジション調整詳細

	定量ツール（売りヘッジ比率）		投資行動 （期間）	判断理由
	期間	シグナル		
A	5/10-5/30	50%	100% (5/10-14) 50% (5/15-30)	当初シグナル点灯時では値幅、日柄とも十分ではないと判断し、フルヘッジを維持。その後一段安となり、先物の買戻しに着手。日米通商問題など政治材料は不透明感強く予見が難しいことから、売買にあたっては時間をかけるなど慎重に対応。
B	8/13-8/28	50%	100%	買いシグナルは点灯したものの、株価の下方への突っ込み感に乏しく、政治発言で左右される相場の子見が難しいと認識。また、前回5月の買いシグナル点灯時と相場状況は類似しており、相場が戻りは弱いと判断し、フルヘッジを維持。

III-3-4-4. ストラテジー/リサーチ ハイブリッド (株式口2A) : ファンド調査票

【ファンド調査表】

(2019年3月末現在)

資産区分	国内株式
ファンド名称	ストラテジー/リサーチ ハイブリッド(株式口2A)
運用方針	・現物株のロングポジション(弊社市場型アクティブ手法で運用)と株価指数先物を基本100%売り建てることで市場型運用の超過リターンを絶対収益として獲得することを目指します ・相場下落等により株価反発の確信度が高まった場合、先物指数の売り建て比率を一時的に引き下げることで、追加的な収益の獲得を目指します
ベンチマーク	定めず
設立年月	2012年6月
目標収益率	2~3%+ α
市場エクスポージャー	-
推定T. E.	管理項目とはしていませんが、平均的なリスクは3~8%程度。
時価総額(億円)	352億円(2019年3月末)
銘柄数	100銘柄程度

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	2.60%	-0.92%	0.78%	-1.74%	-0.55%	-0.43%	-0.72%	-0.08%	-0.41%	0.93%	0.34%	0.36%	0.09%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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	
ファンド	-1.31%	2.21%	-0.46%	0.19%	1.76%	-0.68%	1.30%	1.15%	0.98%	0.80%	-1.24%	0.11%	4.86%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018年度	幾何平均
ファンド	-0.87%	1.42%	-0.02%	-0.28%	0.61%	0.57%	-0.55%	0.22%	0.15%	-0.12%	0.17%	0.34%	1.64%	過去3年
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

- ・自社運用ファンドのため、当社の運用報酬以外に発生する報酬はございません。
- ・原則月3回(初旬、中旬、下旬)、投資行動の機会を設けています。

III-3-5-1. オルタナティブ運用（外国株式戦略）採用ファンドの入替え

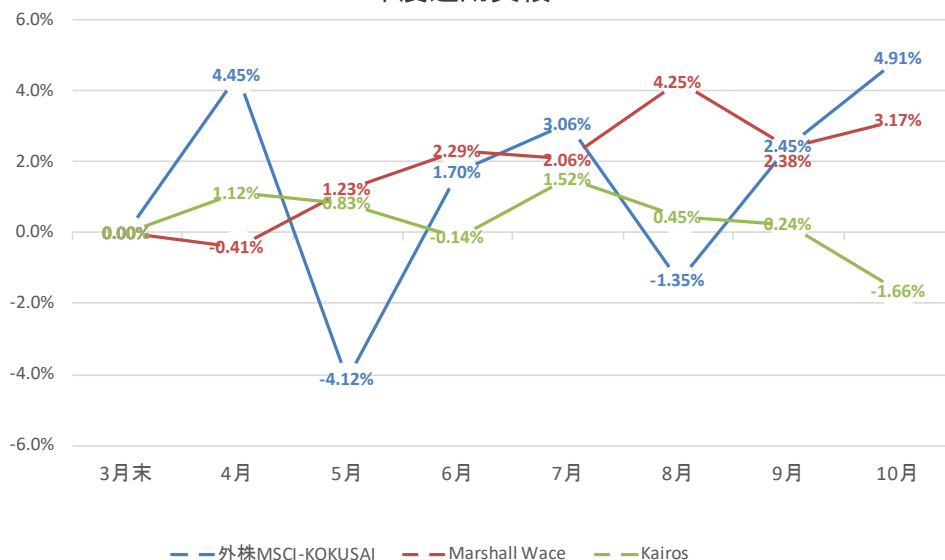
□ 外国株式戦略のオルタナティブ運用

オルタナティブ運用は、基本的に市場ベンチマークにとらわれず、絶対収益獲得を目指しています。外国株式戦略の採用ファンドもその例にもれず買い持ち(ロング)と売り建て(ショート)の量を機動的に変更することで、市場の影響を受けにくくする「株式ロング・ショート戦略」を採用しています。従来採用していたファンド(Kairos)については、運用の実質的責任者及び主要メンバーが退任し、運用の継続性の確保が損なわれること、及びファンドの性格が採用時と比べ大きく乖離する恐れがあることで、運用基本方針第8条、第12条に抵触することから10月末で解約しました。今回のご提案ファンドは、後継の外国株式ロング・ショート戦略ファンドです。

□ Marshall Wace グローバル株式ロング・ショート戦略ファンド

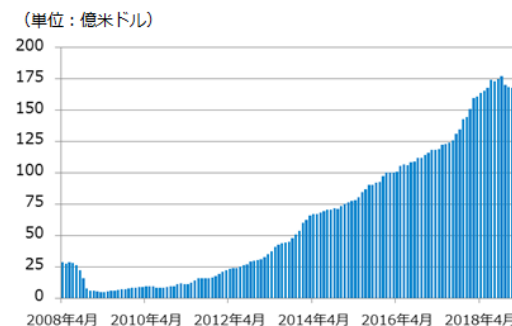
幅広い戦略の組み合わせで収益源泉が分散されており、パフォーマンスの安定性が期待でき、また経験豊富なマネージャーを揃えており、全体としての規律もとれていると判断しました。

2019年度運用実績



区分	ファンド	残高(m)	構成比(%)	
オルタナティブ (40)	外国株式	Marshall Wace (株式L/S)	300	4.6%
	小計		300	4.6%

ユーレカストラテジーの資産残高の推移

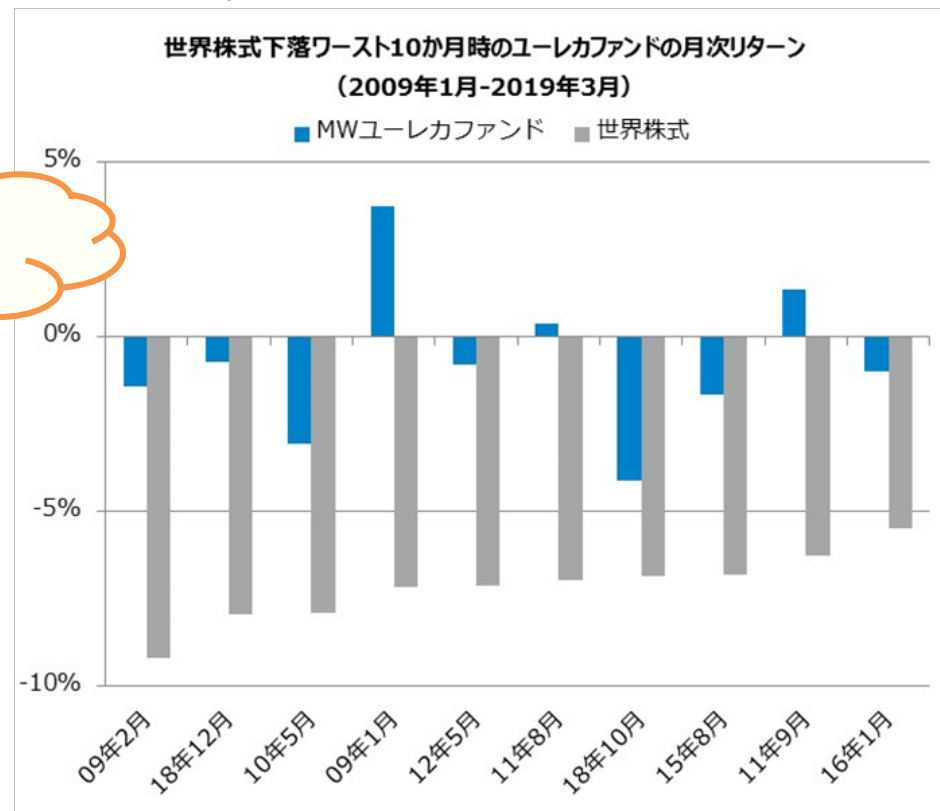
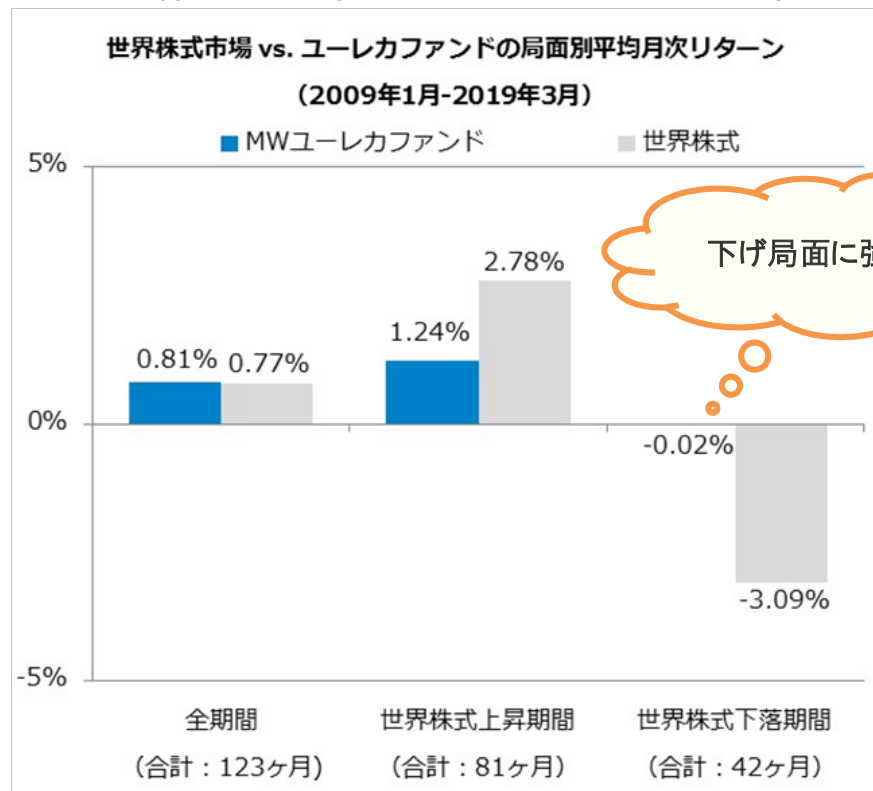


注) ※1: ユーレカストラテジーの数値、2019年3月末時点
 ※: 内グローバルエネルギー・素材戦略は2017年10月1日より運用開始
 出所: マーシャル・ウェイスLLP資料に基づきAMOAI作成

III-3-5-2. Marshall Wace グローバル株式ロング・ショート戦略：下振れ抑制

ユーレカファンドの局面別パフォーマンスおよび、世界株式下落時の月次パフォーマンス

- ユーレカファンドは、世界株式インデックスと同等程度のリターンを確保しつつ、下落局面においては下値を極力抑制
- 世界株式の大幅下落局面においても、比較的市場動向に左右されず、優位なパフォーマンスを獲得



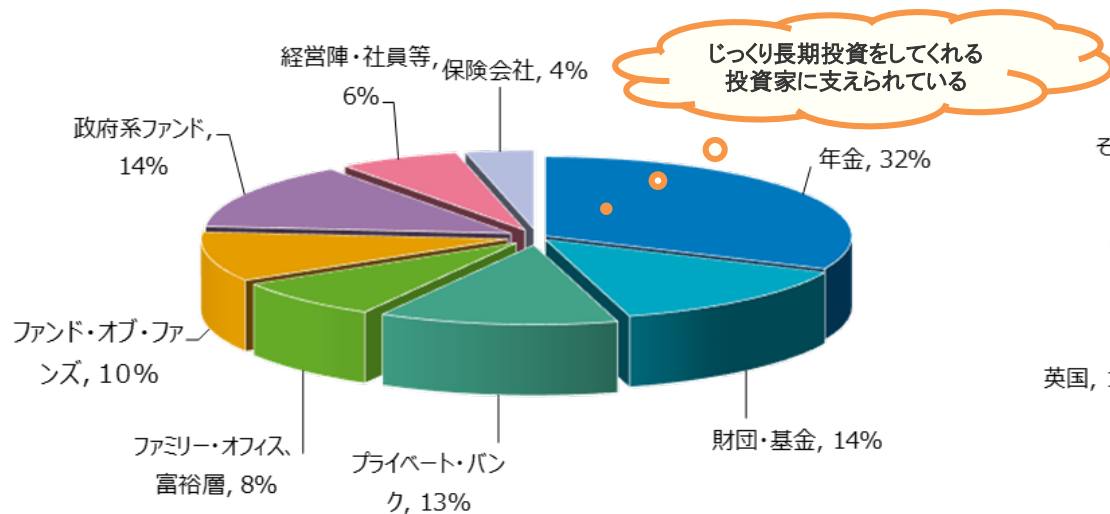
注) MWユーレカは2013年7月まではMarshall Wace Eureka Fund - Class A2 (仮想円ベース)、それ以降はMarshall Wace Eureka Fund - Class B2 (JPY)、世界株式はMSCIワールドインデックス (現地通貨ベース) を使用

注) 局面別月次平均リターンは、期間に対応するMWユーレカファンドおよび世界株式の平均月次リターンを記載、計測期間は2009/1-2019/3の123ヵ月

出所：マーシャル・ウェイスLLP及びBloombergデータに基づきAMOAI作成

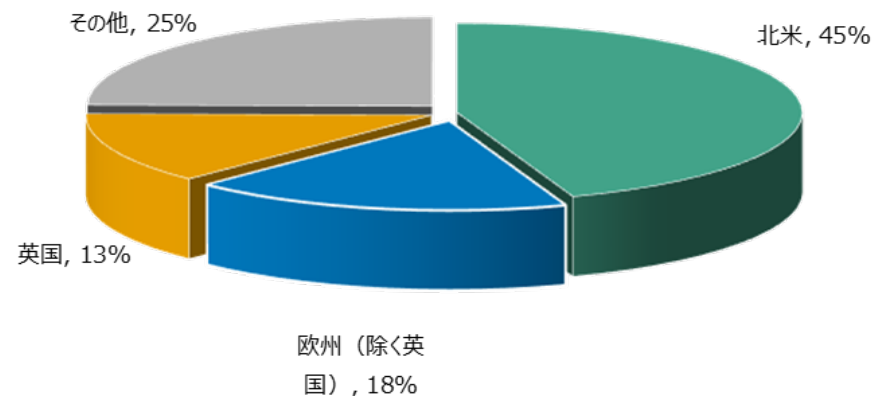
III-3-5-3. Marshall Wace グローバル株式ロング・ショート戦略：属性・流動性

投資家属性*2 (2019年9月30日時点)



投資家地域分布*2 (2019年9月30日時点)

**2: Marshall Wace Eureka 戦略のデータ



流動性バンド別比率

	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月
1日以内	65.31%	65.07%	65.61%	67.59%
1~3日以内	19.39%	19.35%	18.75%	18.34%
3~5日以内	6.09%	6.42%	5.86%	5.36%
5日以上	7.41%	7.35%	7.26%	6.25%
その他	1.80%	1.80%	2.52%	2.47%

過去30日の日次平均売買代金の3分の1を使った場合の売却にかかる日数
平均売買代金が入手不可能、もしくは不明な資産はその他に分類

III-3-5-4. Marshall Wace グローバル株式ロング・ショート戦略：ファンド調査票

【ファンド調査表】

(2019年3月末現在)

資産区分	オルタナティブ
ファンド名称	マーシャル・ウェイス グローバル株式ロング・ショート戦略
運用方針	グローバル株式ロング・ショート戦略。スタイル、セクター、ファンダメンタル、システムティック等の特徴の異なる複数戦略に分散投資するマルチPM型運用。 ファンダメンタル運用の10戦略と、システムティック運用の“TOPS(Trade Optimised Portfolio System)”戦略及びリキッドアルファ戦略の組み合わせによるマルチPM型グローバル株式ロング・ショート運用。
ベンチマーク	なし
設立年月	1997年創業
目標超過収益率	平均収益率:11.65%(1998/1-2019/3、経費報酬控除後、年率)、標準偏差:8.38%(1998/1-2019/3、年率)、シャープレシオ:1.12(1998/1-2019/3)
市場エクスポージャー	ターゲットリスク 8~10%、ネットマーケットエクスポージャーレンジ -20%/+50%、グロスマーケットエクスポージャーレンジ 150%~400%、大型株エクスポージャー(グロスエクスポージャーの)50~90%、単一銘柄エクスポージャーレンジNAVの0.1%~5%、単一銘柄最大エクスポージャー NAVの20%
推定T. E.	
時価総額(億円)	456億円(2019年10月末)/みずほ受託残高
銘柄数	500銘柄以上

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	0.53%	1.86%	-0.35%	0.97%	0.79%	0.64%	0.23%	1.13%	0.02%	1.16%	-0.07%	0.82%	7.99%	
ベンチマーク														
超過収益率														
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	
ファンド	1.36%	1.74%	0.00%	0.76%	1.17%	-0.04%	3.14%	-0.36%	0.56%	3.70%	-0.65%	0.47%	12.41%	
ベンチマーク														
超過収益率														↓幾何平均
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10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018年度	過去3年
ファンド	0.07%	1.90%	-0.81%	-0.41%	0.06%	0.20%	-4.12%	-1.68%	-0.73%	1.40%	1.01%	1.34%	-1.90%	5.59%
ベンチマーク														
超過収益率														

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

- ・最低当初投資額:3億円
- ・取引日の40日前(暦日)までの申し込みで月次解約可能
- ・年金信託報酬(みずほ信託):受託残高の年0.6%(税抜)(年金信託口座から引き落とし)

III-3-6-1. オルタナティブ運用（マルチ・ストラテジー運用）ファンドの追加

□ ブラックストーン・マルチストラテジー・ファンドオブファンズ

ブラックストーングループのヘッジファンド・ソリューション業務を担うBAAM(Blackstone Alternative Asset Management)は、金融危機時に一定の損失抑制を果たしたトラックレコードや課題解決能力が評価され、リーマンショック時を含め2018年までで19年連続の資金純流入(増加)を達成、資産規模は金融危機時の倍以上に成長しています。

ご提案のファンドは、幅広い戦略・地域を投資対象としますが、市場全体の動きに依らないリターン源泉を追求し、ポートフォリオの株式市場感応度を低位に維持しています。派手さはないが、堅実なファンドと評価いたしました。

□ LMR ファンド・リミテッド

UBS投資銀行の自己勘定部門出身者が中心となり、2009年に設立されたLMRパートナーズの旗艦ファンドです。

流動性の高い市場を対象に、複数のマーケットニュートラル型戦略に分散投資することで、市場環境に依存しない安定的な絶対収益を狙います。投資戦略は、クオンツ、債券、レラティブバリューに大きく分類され、15超のPM(ポートフォリオマネージャー)チームが、独立しつつも協働し、それぞれ得意とする戦略を担当します。勢いのあるファンドということでご提案するものです。

※ 現在採用しているファンドが株式戦略に重きをおいているところから、今回のファンドを採用することで、戦略の分散に繋がり、パフォーマンスの安定化に資するものと判断しています。

ファンド・オブ・ヘッジファンズ運用者残高 (2019年6月)

	運用者	残高
1	Blackstone Alternative AM	778億ドル
2	UBS Hedge Fund Solutions	384億ドル
3	Paamco Prisma	314億ドル
4	Goldman Sachs Asset Management	309億ドル
5	Grosvenor Capital Management	277億ドル
6	BlackRock Alternative Advisors	237億ドル
7	Morgan Stanley Investment Management	225億ドル
8	HSBC Alternative Investments	222億ドル
9	EnTrustPermal	207億ドル
10	FRM	150億ドル

出所: InvestHedge

堅実すぎる？印象のブラックストーン。

今まさに勢いのあるLMR。

好対照のファンドを組み入れます。

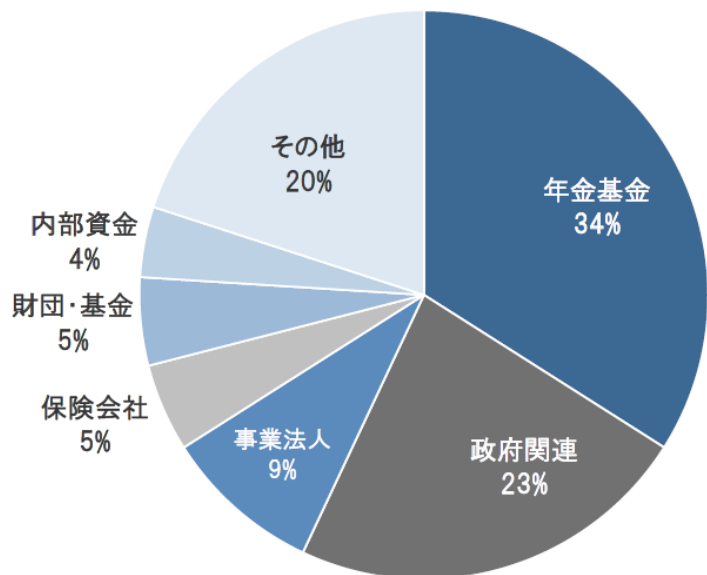
区分	ファンド	残高(m)	構成比 (%)
オルタナティブ (40)	Farallon (イベントドリブン)	315	4.9%
	Baillie Gifford (DRF)	160	2.5%
	Blackstone AAM	300	4.6%
	LMRファンド・リミテッド	300	4.6%
	小計	1,075	16.6%

III-3-6-2. Blackstone マルチストラテジー・ファンドオブファンズ：ファンドの特徴

- 1990年設立。1993年から外部投資家の資産運用開始。20年超にわたる魅力的なリスク調整後リターンを提供。マネジメント層の平均在籍年数は11年と安定した組織。
- ニューヨーク(本拠地)、ロンドン、香港が運用拠点。役職員241名、投資プロフェッショナル99名(2019年6月時点)。

- 株式市場下落時には、ファンド・オブ・ファンズ業界指数よりも相対的にダウンサイドを抑制。株式市場上昇時には、アップサイドを一定程度享受。
- ダウンサイドを抑制しながら、中長期的にボラティリティを抑えた安定的なリターンを獲得。各市場の市場感応度(ベータ)も低位。

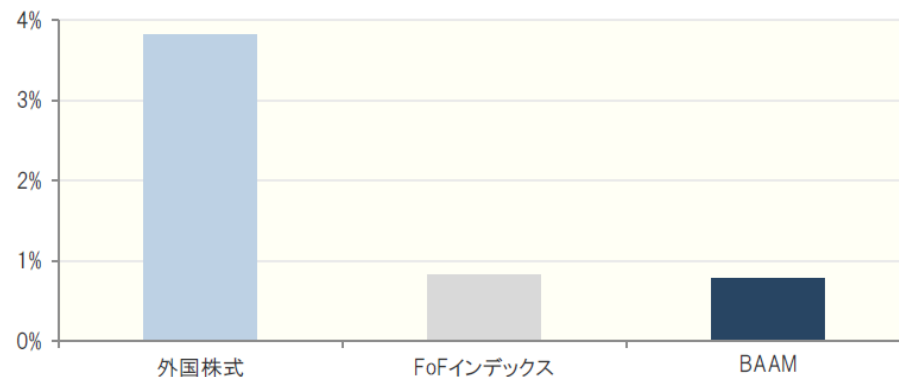
運用資産(2019年6月時点)



ポートフォリオ構築における基本方針

- 市場全体の動きに依らないリターン源泉(α)を追求し、株式市場に対する感応度(β 値)を0.3以下にするようポートフォリオを構築。
- 運用チーム、リスク管理チームそれぞれが β 値のモニタリングを行い、株式ネットエクスポージャーの管理を通じて β 値をコントロール。

市場上昇時の平均リターン(中央値)



市場下落時の平均リターン(中央値)



出所: BAAM, Bloomberg

(注) データ期間: 1996年7月~2019年9月(速報値を含みます)。運用者実績は運用者報酬控除後。

FoFインデックス: HFRI Fund of Funds Composite Index、外国株式: MSCI KOKUSAI、運用者実績、HFRI FOF指数は円ヘッジベース、MSCI KOKUSAIは円ベース。上記は過去の運用実績です。将来の運用実績を保証するものではありません。

III-3-6-3. Blackstone マルチストラテジー・ファンドオブファンズ：ブラックストーン・グループ

ブラックストーン・グループとは

- ブラックストーン・グループは、ヘッジファンド、不動産、プライベートエクイティ、クレジット(主に非投資適格)といったオルタナティブ運用において豊富な実績を有する資産運用会社。会社全体の運用資産額は約5,450億ドル(2019年6月時点)。
- 同グループは、1985年に設立され、2007年にニューヨーク証券取引所に上場(銘柄コード「BX」)。現在、グローバルに23拠点を(ニューヨーク本拠地)にオフィスを構え、役職員は約2,500名を誇る。

不動産

運用資産:約1,540億ドル
不動産直接投資における業界最大手

プライベートエクイティ

運用資産:約1,710億ドル
プライベートエクイティ投資における業界最大手

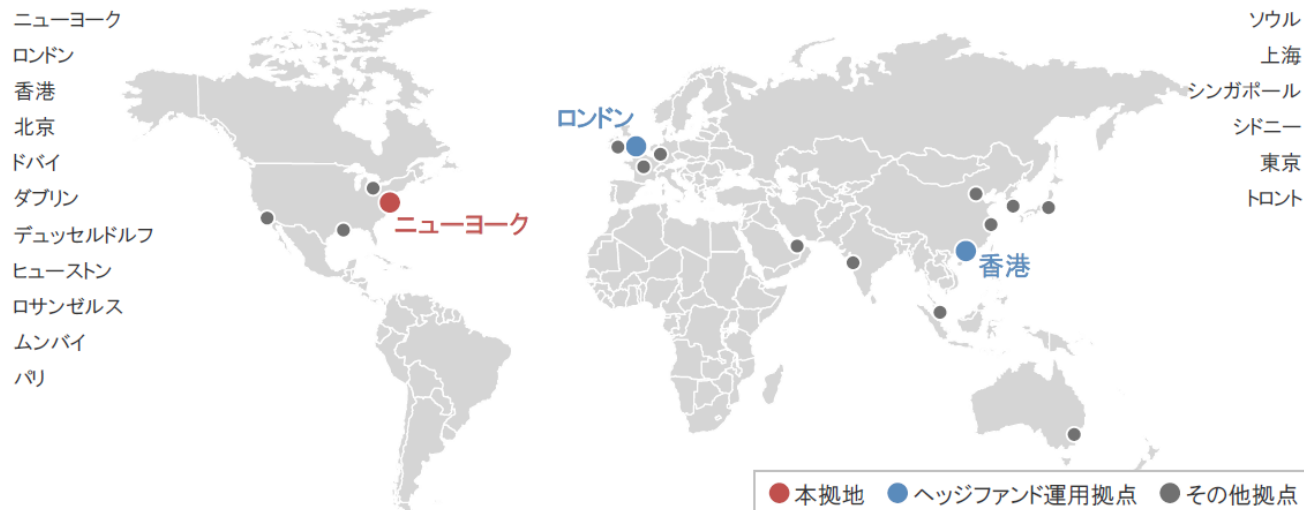
ヘッジファンド ソリューションズ

運用資産:約810億ドル
世界最大のヘッジファンド分野の
一任アロケーター

クレジット (GSO)

運用資産:約1,390億ドル
非投資適格クレジット資産を
中心に投資

グローバル拠点



出所: BAAM、2019年6月時点

ブラックストーンの実績

- 1985年 ブラックストーン設立
- 1987年 PEファンド第1号の設定
- 1990年 ヘッジファンド・ソリューション業務開始
- 1992年 不動産グループ設立
- 2000年 ロンドン拠点開設
- 2007年 NYSEに上場 東京拠点開設
- 2008年 GSOキャピタルを買収
- 2009年 S&Pから「A」、フィッチから「A+」を取得

III-3-6-4. Blackstone マルチストラテジー・ファンドオブファンズ：ファンド調査票

(2019年3月末現在)

【ファンド調査表】

資産区分	ヘッジファンド(FoFs)
ファンド名称	ブラックストーン・マルチストラテジー・ファンドオブファンズ
運用方針	市場感応度の高いリスク(βリスク)を排除した絶対収益(α)の獲得を志向 当ファンドでは市場全体の動きに依らないリターン源泉(α)を追求し、ポートフォリオの株式市場感応度を低位に維持。 市場感応度が低いポートフォリオ構成により、株価急落局面における損失幅を抑制。一方で、市場の混乱により投資妙味が増した戦略への資金配分を増加。
ベンチマーク	なし
設立年月	1996年7月。 弊社は2017年4月よりお客様にご提供開始。
目標超過収益率	当ファンドでは目標収益率の設定はありません。ダウンサイドを抑制しながら、中長期的にボラティリティを抑えた安定的なリターンを獲得しています。各市場の市場感応度も低位です。
市場エクスポージャー	①エクイティ、②クレジット、③マクロ・トレーディング、④マルチ戦略に分散、またこれら4つの戦略枠組みの中でもさらに分散を図る。約60ファンドに亘り分散。1マネージャーあたりの配分上限15%。
推定T. E.	-
時価総額(億円)	(弊社経由401億円)
銘柄数	約60ファンドに分散投資

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	0.58%	1.09%	-1.11%	0.70%	0.87%	0.25%	-0.01%	0.89%	0.66%	0.60%	0.65%	0.34%	5.64%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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	
ファンド	0.38%	0.52%	-0.45%	0.39%	0.67%	0.46%	0.94%	-0.22%	0.13%	1.18%	-0.29%	-0.23%	3.52%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
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10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018年度	過去3年
ファンド	0.22%	0.41%	-0.33%	0.19%	-0.06%	0.48%	-0.81%	-0.69%	-1.10%	1.72%	0.25%	0.27%	0.53%	3.20%
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

↓幾何平均

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

標準年金信託報酬75.5bp(資産残高5億円以下の場合)。

投資:月次(毎月第1営業日)

解約:四半期毎(3月、6月、9月、12月の月末日)

ファンドに対する事前告知期限:95日前、弊社には前広にお申し出ください。

マスターファンドでは6/12月末の年2回の解約のみとなっていますが、本ファンドは投資家の利便性向上のため、3/9月末についても3%の留保金(手数料)を支払うことで解約が可能となっています。6/12月末解約については留保金(手数料)は発生しません。

支払:解約日から30暦日以内に支払。ただし、お客様の投資金額(解約日時時点の純資産額)の95%以上を解約申込した場合、解約日より30暦日以内に95%を支払、その後、解約日の純資産額が確定次第(通常は解約日より90日以内)、残額部分を支払。

ゲート:マスターファンド全体の純資産額の25%以上の解約がある場合※、支払総額25%を上限として、解約を申し込んだ投資家はプロラタで支払われ、また、25%超過分は翌四半期以降に繰り越しとなります。

※弊社経由以外の投資家からの解約申込を含みます。

III-3-6-5. LMR ファンド・リミテッド：ファンドの特性

運用実績とポートフォリオ特性

■ 運用実績 (円ヘッジベース※、報酬控除後)

- ✓ 設定来／過去5年の運用実績

	設定来	過去5年
年率リターン【A】	13.17%	7.93%
標準偏差(年率換算)【B】	7.63%	3.62%
効率性【A】/【B】	1.73	2.19

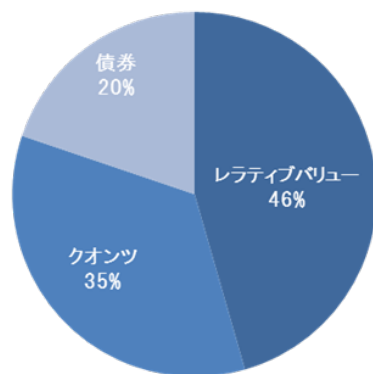
株式との相関が低い
のが採用ポイント

- ✓ 伝統的4資産との相関(設定来)

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
0.01	0.16	0.13	0.19

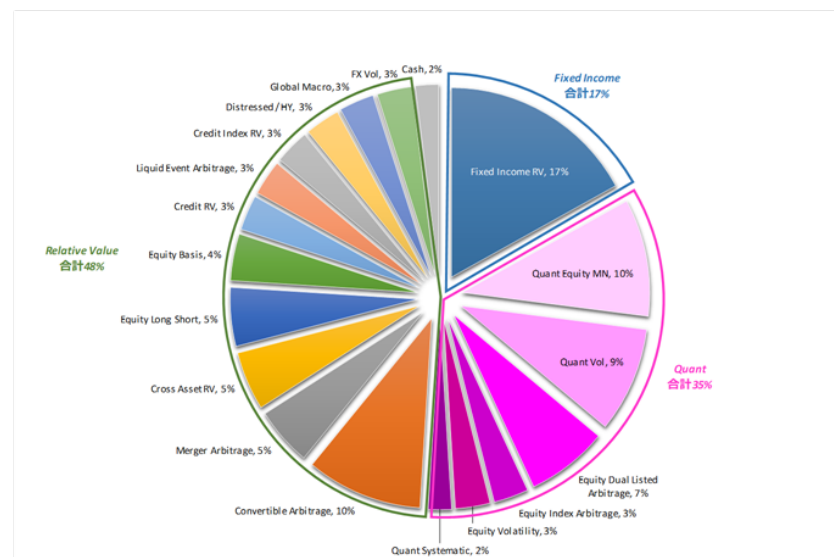
■ ポートフォリオ特性

- ✓ VaR(95%、1日) 0.35%
- ✓ 流動性指標 63.30%
- ✓ リスクキャピタル配分(2019年4月末現在)



■ サブ戦略の構成

(2019年9月末時点)



※ドルベースの実績から為替ヘッジコストを加味して弊社が算出。
 ※円債：NOMURA-BPI、円株：TOPIX配当込、外債：シティ世界国債(除く日本)、外株：MSCI-KOKUSAI(クロス)を使用。
 (出所) LMRパートナーズ、Bloomberg、データ期間：2010年2月～2019年6月。

(出所) LMRパートナーズ

III-3-6-6. LMR ファンド・リミテッド：ファンド調査票

【ファンド調査表】

(2019年3月末現在)

資産区分	ヘッジファンド
ファンド名称	LMRファンド・リミテッド
運用方針	マルチ戦略（クオンツ株式戦略、債券レティブバリュー戦略、その他レティブバリュー戦略中心） 主に流動性の高い市場を対象にして、マーケットニュートラル型戦略を中心に幅広く分散。低ベータで安定的なリターンを追求 各PMチームが独立しつつ協働しながら各戦略を担当
ベンチマーク	なし
設立年月	2010年2月。 弊社経由でのご提供は2020年1月～3月頃開始を予定
目標超過収益率	目標リターン(年率) 10～15%(米ドル)
市場エクスポージャー	VaR(95%、1日) 0.35%、流動性指標 63.30%、リスクキャピタル配分(2019年4月末現在 レティブバリュー45%、クオンツ35%、債券20%
推定T. E.	-
時価総額(億円)	40億ドル(グローバルベース)
銘柄数	15超のチームによる運用

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	-0.04%	0.49%	1.35%	0.64%	0.52%	1.85%	0.15%	0.84%	0.83%	1.06%	0.53%	0.09%	8.63%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	
ファンド	0.35%	-0.04%	0.44%	0.97%	0.05%	1.39%	0.59%	1.28%	1.43%	-0.06%	-0.61%	-0.02%	5.89%	
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2018年度	過去3年
ファンド	0.88%	0.22%	-0.49%	0.90%	0.53%	0.64%	-0.63%	0.71%	-0.19%	2.77%	1.57%	1.49%	8.68%	7.73%
ベンチマーク	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

↓幾何平均

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

標準年金信託報酬70bp(資産残高5億円以下の場合)
 投入:月次、初回の資金受付は2020年1月初を予定しています。
 解約:四半期毎、解約日は2月・5月・8月・11月の第1営業日とし、解約日の前営業日時価基準での解約。
 本ファンドに対して90日前の事前通知要(弊社には前広にご相談ください。)
 投資家レベラゲートあり(25%)※、通常20日程度で解約金(25%相当)を支払い。
 ※投資家毎に解約資金支払が解約基準時点の保有時価に対して25%(基準日毎に時価調整あり)に制約され、全額解約するのに通常1年かかります。ただし、解約基準時点の保有時価のうち、25%超過部分に対して10%の解約留保金を負担することで上限の制約を超えて解約が可能です。

III-3-7-1. オルタナティブ運用：PIMCOグローバル・クレジット・オポチュニティ戦略ファンドの解約

□ PIMCO グローバル・クレジット・オポチュニティ (GCOS) 戦略ファンド

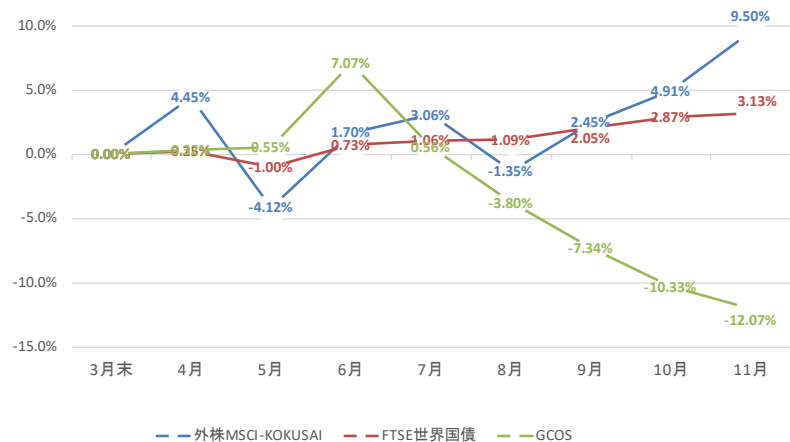
当ファンドは、社債及び資産担保証券といった幅広いクレジット市場を主な投資対象として、相対価値戦略(正当と思われる値段より高い銘柄をショートし、安い銘柄をロングして鞘を取る)を中心に絶対収益の獲得を目指しています。

今年度に入り、コーポレートクレジット戦略(企業の銘柄選択)で、米国の某自動車会社をショートしていますが、株式市場の回復局面でこの会社の株価が大きく上昇しファンドの損失に繋がっています。エネルギー関連企業間のロングポジションでもマイナスを計上しています。また、市場が大きく崩れた際の抑えとして構築しているマクロ・ヘッジ戦略も、市場が回復する局面ではマイナスに働き、ファンド全体で過去最大のマイナスパフォーマンスを記録しています。

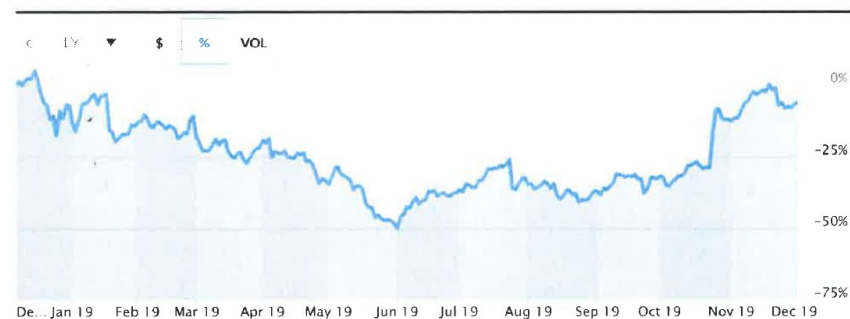
提携先の三菱UFJ信託の評価として、ファンドのガイドライン(どこまでやれるか)の範囲内での動きではあるものの、昨年後半から、株式の活用比率を高めるなど、ボラティリティ(値動き)の高い資産にリスクを集中(頼る)傾向が出てきており、運用スタイルに変化が見られる。三菱UFJ信託として(ファンド)提供開始時にお客様にご説明した点とも乖離が生じると判断しており、解約を推奨したいとのコメントをいただいた。

当基金としては、そもそも±10%といった幅での運用をこのファンドに期待している訳ではないこと。また、運用スタイルに変化が生じているというのであれば、基金の運用基本方針第12条⑥のア)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。に抵触する可能性もあること(表面的には組織、意思決定者に変更はなくファンドのガイドラインの範囲内ということで、基本方針に抵触している訳ではないが...)を鑑み、当ファンドは解約としたい。

2019年度運用実績



事前告知が必要となるため、2020年3月末時点での解約となります。また、解約資金は3か月ごとに分割して(最大4回)入金となります。本ファンドに替わる運用商品については、次年度中に選定することといたします。



III-3-7-2. 三菱UFJ信託銀行の見解

2. 当ファンドへの弊社見解

弊社と致しましては、下記の通り、①運用スタイル変化への懸念、②今後の投資家動向によるポートフォリオへの影響という観点から、当ファンドの来年の3月末基準にて解約を行い、他の投資機会に資金を振り向けることをご提案させて頂きたいと存じます。

本ファンドにはゲート条項があるため、キャッシュ化に最大12ヵ月の期間を要することとなり、時間をかけてリスクを引下げていくこととなります。従って、今回全額解約を行う場合、パフォーマンス回復の時間の猶予も維持しつつ、主要テーマが引き続き機能しなかった場合のリスクも抑制できると考えております。

① 運用スタイルへの評価

PIMCO社が高い確信度を維持している海洋掘削関連や資源開発関連といったエネルギーセクターへの投資に関して、その背景や理由、今後のパフォーマンス回復について一定の合理性はあると言えます。また、当ファンドの運用を担う体制、プロセスについて、変更がないことを弊社として確認しています。しかしながら、運用スタイル、ポートフォリオのリスクの取り方といった観点で昨年後半から変化が生じていることについて弊社として課題認識をしており、お客様の期待値から乖離が生じていると考えております。

具体的には、過去においても、確信度の高い投資テーマにリスク配分を高めた局面はあったものの、足許のポートフォリオは、よりボラティリティの高い資産にリスクを集中させている点が異なると認識しております。さらに、ネットエクスポージャーは抑制しつつも、株式の活用比率も高まっている点も過去とは異なります。当ファンドの運用ガイドラインに抵触している訳ではないものの、特定の投資テーマへの集中度高まり、ボラティリティの高い投資対象の活用といった点において、運用スタイルに変化がみられ、弊社として提供開始時にお客様にご説明した点とも乖離が生じると判断しております。リスクの集中はPIMCO社として意図した投資行動であり当面継続されること、株式を積極的に活用した投資もリスク量の変化は想定されるものの、積極的な姿勢は継続されることを弊社では確認しており、一時的な現象というよりは継続的な課題と認識しています。

② 投資家動向とポートフォリオへの影響

当ファンドのグローバルでの運用資産額は約33億ドル（本年10月末現在）ありますが、本年12月末基準での資産額の約14%相当の解約要請がございました。解約にあたってゲート条項が設定されておりますので、当該解約金額のキャッシュ化には時間をかけることができ、投資を継続する投資家に即座に大きな影響があるとは考えにくい状況ですが、来年3月末基準以降の投資家からの解約要請や資金フローからのポートフォリオへの影響には留意する必要があります。

(ご参考) 当ファンドの運用実績

2006年7月から2019年10月までの実績は以下の通りとなります。

年度	ドルベース	円ベース
2006年度	11.27%	7.03%
2007年度	▲1.07%	▲5.32%
2008年度	▲7.08%	▲8.94%
2009年度	20.05%	19.69%
2010年度	10.29%	9.89%
2011年度	6.38%	5.95%
2012年度	19.43%	19.02%
2013年度	2.37%	2.17%
2014年度	4.44%	4.10%
2015年度	4.51%	3.88%
2016年度	6.06%	5.00%
2017年度	4.65%	3.24%
2018年度	0.40%	▲2.25%
2019年度	▲10.79%	▲12.27%

設定来年率リターン	4.98%	3.45%
設定来年率標準偏差	5.60%	5.67%

※2015年12月までは、当戦略の代表口座の実績値（PIMCO報酬控除後）。円ヘッジベースは、米ドルベースに対してドル円1ヶ月フォワードレートとスポットレートを用いて換算。2016年1月からは、弊社代表口座の実績値（PIMCO報酬控除後）。

IV-1-1. 運用基本方針『別紙』の変更：2020年度 政策アセットミックスの変更

政策アセットミックス(2020年4月1日)

資産区分	中心値	許容乖離幅	備考
国内債券	3.0%	1.0% ~ 7.0%	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	6.0%	1.0% ~ 10.0%	
外国債券	7.0%	1.0% ~ 11.0%	
外国株式	6.0%	1.0% ~ 10.0%	
短期資産	2.0%	1.0% ~ 20.0%	
小計	24.0%		
国内債券	9.0%	7.0% ~ 13.0%	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	3.0%	1.0% ~ 7.0%	
外国債券	6.0%	4.0% ~ 10.0%	
外国株式	8.0%	6.0% ~ 12.0%	
小計	26.0%		
オルタナティブ	40.0%	37.0% ~ 43.0%	
生保一般勘定	10.0%	7.0% ~ 13.0%	
合計	100.0%		

資産区分	構成比
国内債券	12%
国内株式	9%
外国債券	13%
外国株式	14%
短期資産	2%
オルタナティブ	40%
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	3.24%
標準偏差 ②	7.17%
①/②	0.45

三菱UFJ信託銀行株式会社の2019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
円債パッシブ	0.06%	2.23%
円株パッシブ	5.70%	17.43%
外債パッシブ	1.70%	10.44%
外株パッシブ	6.40%	18.52%
ヘッジファンド(ローリスク)	3.00%	6.00%
ヘッジファンド(ハイリスク)	5.00%	10.00%
新一般勘定	1.25%	0.00%
短期資産運用	-0.05%	0.04%

相関		1	2	3	4	5	6	7	8
1	円債パッシブ	1.00							
2	円株パッシブ	-0.23	1.00						
3	外債パッシブ	0.04	0.36	1.00					
4	外株パッシブ	-0.18	0.69	0.59	1.00				
5	ヘッジファンド(ローリスク)	-0.40	0.70	0.31	0.69	1.00			
6	ヘッジファンド(ハイリスク)	-0.50	0.70	0.30	0.69	0.80	1.00		
7	新一般勘定	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	
8	短期資産運用	0.04	-0.22	-0.08	-0.17	-0.30	-0.40	0.00	1.00

IV-1-2. 運用基本方針『別紙』の変更：2020年度 リバランスルールの変更

市場ベンチマークの対前年末比騰落率を基準に、5%幅を目安にリバランスの判断を行っていますが、内外債券については5%までの幅で変動するケースがなく実質的にリバランスルールが機能しておりません。

今回、内外債券については、変動幅の目安を3%とする運営に変更し、新年度から適用したいと考えます。

3%幅とした場合、2019年11月29日に外国債券が+3%を超過しました。

内外株式は、従来通り5%幅としますが、国内株式は10月29日～31日、11月5日～29日に、外国株式は10月28日～30日、11月1日～29日に5%を超過しています。外国株式は12月12日以降、国内株式は12月13日以降に10%を超過しました。

リバランスファンド

資産区分	中心値	許容乖離幅	中心値	許容乖離幅
国内債券	3%	1.0% ~ 7.0%	13%	2% ~ 23%
国内株式	6%	1.0% ~ 10.0%	25%	10% ~ 35%
外国債券	7%	1.0% ~ 11.0%	29%	14% ~ 39%
外国株式	6%	1.0% ~ 10.0%	25%	10% ~ 35%
短期資産	2%	0.8% ~ 20.0%	8%	2% ~ 64%
合計	24%	←(全体構成比)	100%	←(ファンド内構成比)

リバランスルール(前提)

判断時期 日次

判断材料 基本方針に定める各資産のベンチマークの対前年度末比騰落率

手 法 各資産ごとにリバランスファンドの資産構成割合で調整

リバランスルール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。(内外債券は+3%以上と読み替える)

リバランスルール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。(内外債券は+6%以上及び中心値マイナス3%と読み替える)

リバランスルール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一順位とするが、第二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。(内外債券は-6%以上、中心値マイナス3%と読み替える)

リバランスルール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。(内外債券は-9%以上及び中心値マイナス6%、騰落率-3%刻みで中心値マイナス幅も3%と読み替える)

リバランスルール⑤

年度初は、各資産とも中心値にリセットする。

リバランスルール⑥

上記(ルール①～⑤)に拘らず、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」に対し、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。

別紙2

IV-1-3.【ご参考】ベンチマーク騰落率の推移

BM	2019/03末 基準値	2019/04末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/05末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/06末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/07末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/08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)	389.14	387.95	0.39%	-0.31%	不要	390.32	0.30%	0.30%	不要	392.70	1.23%	0.91%	不要	393.16	0.73%	1.03%	不要	398.50	1.48%	2.40%	不要
TOPIX(配当込)	2,395.21	2,434.82	1.74%	1.65%	不要	2,275.96	-4.98%	-4.98%	不要	2,338.89	-3.94%	-2.35%	避難	2,360.18	3.70%	-1.46%	不要	2,280.58	-2.49%	-4.79%	不要 (解除)
FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジ無・円ヘ- ス)	456.92	458.05	0.88%	0.25%	不要	452.34	-1.00%	-1.00%	不要	460.23	0.48%	0.73%	避難	461.74	2.08%	1.06%	避難	461.88	0.36%	1.09%	不要
MSCI KOKUSAI インデックス (円ヘ-ス、税引前・配当 込)	3,204.50	3,347.04	5.35%	4.45%	不要	3,072.62	-4.12%	-4.12%	不要	3,259.03	-2.63%	1.70%	避難	3,302.57	7.48%	3.06%	不要 (解除)	3,161.38	-3.00%	-1.35%	避難

BM	2019/03末 基準値	2019/09末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/10末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/11末	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2019/12/13	直近2ヶ月 騰落率	通期 騰落率	リバランス 判定	2020/01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)	389.14	394.27	0.28%	1.32%	不要	392.61	-1.48%	0.89%	不要	391.33	-0.75%	0.56%	不要	389.78	-0.72%	0.16%			#####	#####	
TOPIX(配当込)	2,395.21	2,418.29	2.46%	0.96%	不要	2,539.02	11.33%	6.00%	29日要 (実施済)	2,588.40	7.03%	8.07%	実施済	2,650.45	4.39%	10.66%	13日要 (実施済)		#####	#####	
FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジ無・円ヘ- ス)	456.92	466.31	0.99%	2.05%	不要	470.04	1.77%	2.87%	不要	471.24	1.06%	3.13%	28日要 (未実施)	472.22	0.46%	3.35%			#####	#####	
MSCI KOKUSAI インデックス (円ヘ-ス、税引前・配当 込)	3,204.50	3,283.11	-0.59%	2.45%	不要	3,361.80	6.34%	4.91%	28日要 (実施済)	3,509.06	6.88%	9.50%	実施済	3,541.66	5.35%	10.52%	12日要 (実施済)		#####	#####	

内外株式は
10月末近く
に5%超過

外国債券は
11月末近く
に3%超過

内外株式は
12月12
日・13日に
10%超過

