

## 5 . 平成 16 年度上半期の一般勘定資産の運用状況

### 運用環境

日本経済については、成長ペースは鈍化したものの、企業収益が堅調に推移している大企業製造業を中心とした設備投資や雇用環境の改善を受けた個人消費が景気回復の下支えとなり、総じて回復傾向を持続しました。

米国経済については、設備投資や住宅投資が好調だった一方、減税効果の剥落した夏場以降はエネルギー価格の上昇や天候不順といった要因も重なったことから、個人消費に減速が見られ、成長ペースが鈍化しました。

こうした経済情勢の中で、運用環境は次のようなものとなりました。

### < 国内金利 >

景気回復が持続する中、ゼロ金利政策解除への思惑が広がったことなどから、長期金利を中心に金利上昇圧力が強まり、10年国債利回りは一時1.9%台まで上昇しました。しかし、夏場以降は景気回復ペースに鈍化の兆しが見られたことなどから、長期金利は一転して低下傾向となり、結局、上半期末は年度始とほぼ同水準の1.44%となりました。

新発 10 年国債利回り	年度始 1.435%	上半期末 1.440%
--------------	------------	-------------

### < 国内株式 >

年度当初は、景気回復の持続や堅調な企業収益動向などにより、日経平均株価は一時12,000円を上回る局面がありました。その後は、企業収益の見通しは堅調であったものの、年前半に大幅買い越しとなっていた海外投資家動向が一服する中で、景気回復ペースの鈍化懸念が高まったことなどから軟調な推移となり、日経平均株価は11,000円を下回る水準となりました。

日経平均株価	年度始 11,715 円	上半期末 10,823 円
TOPIX	年度始 1,179	上半期末 1,102

### < 為替 >

ドル/円相場は、年度当初には日銀による円売り介入の停止された昨年度末の地合いを引き継いで円高/ドル安で始まりましたが、米国の景気拡大に伴う利上げ局面入りなどから、5月には一時114円台まで円安/ドル高が進みました。その後は、日本の経済成長ペースが米国を上回るとの期待から円が強含む局面もありましたが、6月以降は概ね110円を中心とした狭いレンジでの推移となりました。

ユーロ/ドル相場は、年度当初こそ米国金利の先高観から一時1.18ドル台までユーロ安が進行しましたが、その後は再びユーロが上昇し、概ね1.20~1.24ドル台での推移となり、ユーロ/円も137円台までユーロ高が進みました。

ドル/円レート	年度始 105.69 円	上半期末 111.05 円
ユーロ/円レート	年度始 128.88 円	上半期末 137.04 円

運用の概況

<資産の状況>

平成 16 年度上半期の資産運用においては、中長期の資産運用方針に基づき、公社債や貸付といった確定利付資産中心の運用を継続しました。また、国内長期金利の上昇局面では、長期・超長期の公社債を中心とした責任準備金対応債券の組み入れを積極的に行い、ALMの考え方に基づきながらポートフォリオの収益力向上を図りました。

資産	運用状況
公社債	<b>残高は増加</b> ALM強化の観点に基づき、長期金利の上昇局面では長期・超長期の公社債を中心とした責任準備金対応債券の組み入れを積極的に行い、収益力強化を図りました。また、イールドカーブの形状変化を捉えた木目細かなポートフォリオ調整を実施することで、利回りの向上に努めました。
貸付金	<b>残高は減少</b> 企業の有利子負債圧縮の動きが継続する中、残高は減少となりましたが、貸出先の与信判断を厳格に行い、社債市場における信用スプレッド動向等を勘案しながら適切な貸出レートの設定を行うことで収益の確保に努めました。また、流動化の活用や回収の強化を通じて不良債権残高の削減を行いつつ、高格付企業の組み入れ比率を引き上げることで、ポートフォリオの収益性・健全性を高めました。
国内株式	<b>残高は減少</b> 中長期的なリスク・コントロールの観点から、国内株式の残高圧縮を継続しました。一方で、当社アナリストの企業調査に基づき、高い競争力や成長性が期待できる銘柄や業種への入れ替えを進めることで、ポートフォリオの収益力向上を図りました。
外国公社債	<b>残高は増加</b> 内外金利資産への分散投資による収益性向上の観点から、為替ヘッジ外債を中心とした投資を継続しました。為替オープン外債についても、債券種類や通貨の分散に努めるとともに、市場動向に鑑み、適宜、為替ヘッジを行うこと等により、リスクをコントロールしつつ運用効率の向上に努めました。
外国株式	<b>残高は微増</b> インハウス運用に加えて、外部の運用会社も活用したマルチマネージャー運用による投資スタイル分散の強化を図りながら若干の残高積み増しを行いました。
不動産	<b>残高は横ばい</b> 国内の地価動向の二極化と投資家・テナントの物件選別の強まり等を総合的に勘案しつつ、低収益物件を中心に売却を実施し、ポートフォリオの収益性・健全性を高めました。

#### <収支の状況>

資産運用収益については、長期・超長期の公社債を中心とした責任準備金対応債券の買い入れや、為替ヘッジ外債投資の継続により、利息及び配当金等収入が前年度と比べ増加したこと等から、前年同期比 140 億円増の 3,600 億円となりました。

また、資産運用費用につきましても、全般的に落ち着いた市場動向であったこと等から、前年同期並みの水準となった結果、資産運用関係収支は前年同期比 54 億円増の 2,250 億円となりました。

#### 平成 16 年度下半期の運用環境の見通し

年度後半の国内景気は、これまでの高い成長ペースからの減速を予想します。減速の背景としては、米国や中国の景気減速による外需の鈍化が見込まれることや、景気を牽引していたハイテク分野の在庫調整圧力が高まっていること等が挙げられます。ただし、引き続き堅調と見込まれる企業収益を背景として、慎重ながらも設備投資が増加し、雇用環境の改善を受けて個人消費も下支えされることから、景気は緩やかな回復を継続すると考えます。

#### <国内金利>

日銀のゼロ金利政策の継続が見込まれる中、景気回復ペースの減速も想定されていることから、下半期の長期金利動向は落ち着いたものになると考えます。ただし、景気の基調自体は回復傾向が続く中では、極端な金利低下は見込まれず、10 年国債利回りは 1% 台半ばを中心とした水準でのレンジ推移になるものと予想します。

#### <国内株式>

海外からの資金流入が伸び悩む中、国内景気にも循環的な減速が見込まれることから、やや調整の圧力が強まると考えられます。しかし、企業収益は改善傾向を継続すると見込まれることから、調整余地は限られたものとなり、景気の減速程度を確認した後は、株価は緩やかながらも回復傾向になると予想します。

#### <為替>

原油価格高騰による米国経済への影響が懸念される中、大統領選挙後の為替・通商政策への思惑や、財政・経常赤字が注目される局面も想定されることから、暫くはドル安圧力の強い状況が続くと予想します。しかし、中期的には、経済の成長力格差を反映したドル高傾向への回帰が見込まれることから、円高圧力は徐々に弱まるものと考えます。

平成 16 年度下半期の資産運用方針

平成 16 年度下半期についても、中長期の資産運用方針に基づき、安定的な運用収益の確保を目指す観点から、公社債などの確定利付資産を中心とするポートフォリオ運用を継続します。引き続きゼロ金利環境の継続を見込み、キャッシュの組み入れ比率を低位に維持する一方、ALM強化の観点から金利上昇局面においては公社債の積み増しを行います。また、為替市場動向に留意したリスク・コントロールを行いながら外貨建債券投資を継続し、ポートフォリオ全体の運用効率向上を図ります。

資産	運用方針
公社債	<p><b>残高は増加</b></p> <p>国内金利は依然として低水準ではありますが、景気回復基調は継続するとの見込みから、金利上昇局面ではALM強化を図るために長期債や超長期債へのシフトを踏まえた残高の積み増しを行う予定です。</p>
貸付金	<p><b>残高は横ばい</b></p> <p>審査部門における厳格なクレジット分析を実施した上で、社債市場における信用スプレッド動向等を勘案しながら適切な貸出レートの設定を行い、新規貸し出しに取り組みます。また、適切な与信判断や債権流動化の活用等を通じて、引き続き不良債権残高を低水準に抑制し、ポートフォリオの健全性・収益性の向上を図ります。</p>
国内株式	<p><b>残高を漸減</b></p> <p>ポートフォリオ全体の中長期的なリスク量をコントロールする観点から、残高を漸減させる方針とします。また、中長期的に成長が期待できる業種や銘柄へのシフトを積極的に実施し、ポートフォリオの収益力向上を図ります。</p>
外国公社債	<p><b>残高は横ばい</b></p> <p>物価動向が低位安定推移していることから、足下の金利上昇圧力は限定的なものを見込まれることもあり、内外金利資産への分散投資による収益性向上の観点から、残高を維持する予定です。債券種別や国別配分について十分な分散を図り、為替ヘッジなどを適宜活用することにより、リスク・コントロールを継続します。</p>
外国株式	<p><b>残高は微増</b></p> <p>海外景気にも減速が見込まれるものの、企業業績見通しは緩やかな増益基調を維持することが想定されるため、組み入れ比率を若干引き上げます。また、外部の運用会社も活用したマルチ・マネージャー運用による投資スタイル分散を図りながら、ポートフォリオの収益力の安定化に努めます。</p>