

5 . 平成 15 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、イラク戦争やSARSの影響から、景気牽引役の輸出が減速に転じたこともあり、当初は弱含みの推移となりました。しかし、これらの問題が比較的短期間で終息し、株価が上昇傾向となったこと等から、国内の景況感が改善する中で、大企業製造業を中心とした設備投資は予想を上回る伸びを示しました。一方で、雇用・所得環境の停滞が続く中で、個人消費は低調な推移となったことから、景気全体は一進一退のなかでの緩やかな持ち直しにとどまりました。

米国経済については、戦争懸念が払拭される中で、7月に実施された減税の効果が重なったこともあり、夏場にかけては個人消費が牽引役となり、高い成長率を記録しました。企業部門でも、雇用や設備、在庫投資の拡大に対して慎重な姿勢を継続しつつも、消費拡大につれて生産活動が持ち直しに転じ、設備投資の改善傾向も徐々に強まりました。

こうした経済情勢の中で、運用環境には次のような特徴が見られました。

< 国内金利 >

年度当初は、新規資金の流入もあり、債券の買い入れ需要が強く、6月中旬には10年国債利回りが史上最低水準となる0.4%台まで低下しました。その後は、海外金利の上昇を契機に、銀行を中心に金利変動リスクの圧縮の動きが強まり、7月中旬にかけて長期金利は急上昇しました。株式市場が続伸し、景況感が一層改善した9月には、長期金利は再び上昇傾向を強め、一時1.6%台をつけました。

新発 10 年国債利回り	年度始 0.700%	上半期末 1.380%
--------------	------------	-------------

< 国内株式 >

年度当初は、景気見通しが不透明な中、厚生年金基金の代行返上に伴う売り圧力も強く、日経平均株価は4月下旬にバブル崩壊後の最安値をつけました。しかし、その後は、海外の株式市場が堅調に推移する中、過度に売り込まれていた国内株に対して、外国人の買い意欲が強まり、水準調整的な上昇局面に転じました。8月に入り、経済指標が概ね事前予想を上回る内容となったことで、株価は景気回復期待を織り込みながら一段高となり、9月中旬には一時11,000円台を回復しました。

日経平均株価	年度始 7,972 円	上半期末 10,219 円
TOPIX	年度始 788	上半期末 1,018

< 為替 >

ドル/円相場は、8月までは概ね115円から120円のレンジ推移となりました。米国政府がドル安を容認しているとの思惑や外国人投資家等の日本株への資金流入が円高圧力として作用する一方、本邦通貨当局は大規模な円売り介入を実施し、ドルを下支えました。しかし、9月に実施されたG7において、緩やかなドル安誘導が合意されたとの観測が強まり、円売り介入が実施しにくくなるとの思惑が高まったこと等から、ドル/円相場は1ドル = 110円台まで急落しました。

米ドル為替レート	年度始 120.20 円	上半期末 111.25 円
ユーロ為替レート	年度始 129.83 円	上半期末 129.19 円

運用の概況

<資産の状況>

中長期の資産運用方針に基づいて、公社債や貸付金を中心とした確定利付資産をポートフォリオの核とした運用を継続しました。国内の実質ゼロ金利政策に対応して、引き続きキャッシュ残高を圧縮する一方、為替リスクをヘッジした外貨建債券や企業向け貸付けの組み入れを積極的に行い、確定利付資産ポートフォリオの収益力向上を図りました。また、国内株式の残高圧縮を継続しておりますが、株式市況の大幅な回復の結果、株式の時価残高および一般勘定資産に対する比率は上昇しております。

資産	運用状況
公社債	残高は減少 長期金利は史上最低水準を更新した後に急上昇するなど、不安定な動きを続けましたが、イールド・カーブの形状変化を捉えたきめ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。また、国債の残高を削減する一方で、信用スプレッド動向に留意しつつ、地方債、社債、証券化商品等の積極的な組み入れを行い、ポートフォリオのインカム収益力向上を図りました。
貸付金	残高を積み増し 個別企業の信用リスク分析を厳格に行いつつ、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、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	残高は増加 中長期的なリスク量を削減する観点から、国内株式の残高圧縮を継続しておりますが、株式市況の大幅な回復の結果、株式の時価残高および一般勘定資産に対する比率は上昇しております。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により、ポートフォリオの収益力向上を図りました。
外国公社債	残高を積み増し 当社審査部門によるクレジット分析を経た社債ユニバースに基づき、時間分散に留意しながら社債の組み入れ比率を引き上げました。また、国債、社債、モーゲージ債といったセクター間の分散投資と適切なアロケーションにより、付加的な収益の確保に努めました。なお、外貨建債券の運用にあたっては、一定水準の為替ヘッジを継続的に実施するとともに、通貨分散に留意したポートフォリオ運用を行うことで、為替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	残高は横ばい 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を図りながら、ポートフォリオの収益力向上を図りました。
不動産	残高は微減 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 >

資産運用収益は、低金利の長期化による厳しい運用環境の中、キャッシュ残高を圧縮し、信用リスク性資産や為替ヘッジ付きの外貨建債券へ資金シフトを継続するなど一層の運用効率の向上に取り組み、利息及び配当金等収入の減少を抑制しましたが、有価証券売却益が減少したこともあり、前年同期比 7.5%減の 3,460 億円となりました。

一方、資産運用費用は、株価の回復により有価証券評価損が大幅に減少したため、前年同期比 44.3%減の 1,264 億円となりました。

その結果、資産運用関係収支は前年同期比 49.3%増の 2,195 億円となりました。

15 年度下半期の運用環境の見通し

年度後半の国内景気は、緩やかな回復傾向を維持すると予想します。米国を中心に世界経済が持ち直し基調を強める中、輸出の伸びは高まると考えます。また、設備投資は大企業製造業の更新投資を中心に引き続き底堅く推移し、個人消費もマインドの改善を背景に、低調ながらも若干の持ち直しを予想します。ただし、デフレの長期化に伴う企業の期待成長率の低下や過剰債務の削減傾向、人件費を中心とした企業のリストラ圧力は依然根強く、設備投資や個人消費が広がりを持って景気を一段と牽引するには至らないと考えます。

< 国内金利 >

補正予算策定期間にあたる年末にかけては、財政拡大懸念等により一時的に金利上昇圧力が高まることも想定されますが、量的緩和を含めた日銀の金融緩和政策の継続を考慮すると、長期金利が 1%台半ばを大きく超えた水準で定着することは難しいと考えます。一方で、今年前半に見られたような、金利変動リスクを軽視した極端な金利低下局面も終了したと見られることから、10 年国債利回りが 1.5%程度の水準に収斂する動きを予想します。

< 国内株式 >

足元で進行している円高の影響や海外資金流入の動きの持続性への懸念は残りますが、景気の再減速リスクが後退する中で、企業業績は改善傾向にあり、株価は暫く底固い値動きになると予想します。しかし、これまでの反発上昇によって、海外株対比での割安感は薄れてきていることから、上値は徐々に重くなると考えます。

< 為替 >

本邦通貨当局の円安誘導スタンスは不変と見られますが、国内株式市場への資金流入や米国大統領選に絡んだ実質的なドル安誘導政策への思惑等が意識されることから、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、日米の実体経済格差が続く状況に変わりがないことから、円高圧力は徐々に弱まり、現状水準でのレンジ推移になると考えます。

15年度下半期の資産運用方針

平成15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。引き続き実質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、社債、証券化商品、貸付を中心とする信用リスク性資産への積極的な投資を行います。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>残高は横ばい</p> <p>国内金利は期始から上昇しましたが、依然低水準で推移している現状を踏まえ、現在の組み入れ比率を維持します。国債の組み入れ比率を引き下げる一方で、信用スプレッド動向に留意しつつ、信用リスクに見合った超過収益が見込める銘柄への投資を積極的に行うことで、地方債、社債、証券化商品等の信用リスク性資産の組み入れ比率を引き上げ、ポートフォリオのインカム収益力の向上を図ります。</p>
貸付金	<p>残高は横ばい</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>残高を削減</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行うことで、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>残高を積み増し</p> <p>足元は円高ドル安圧力が強いものの、中期的には現状水準でのレンジ推移が予想されることや、海外でも緩和的な金融政策が続き、外貨建債券の運用環境は引き続き良好と見られることから、買入水準や時期の分散を図りながら、徐々に組み入れ比率を引き上げます。また、社債やモーゲージ債等の組み入れ比率を高めることで、分散投資効果によるポートフォリオの運用効率の向上、インカム収益力の強化を図ります。</p>
外国株式	<p>残高は横ばい</p> <p>企業業績の改善傾向や政策金利の低位安定は株価の下支え要因となりますが、足元の高い経済成長ペースが今後は緩やかになることが想定されるため、株価の上値余地は徐々に限られてくると考えます。従いまして、組み入れ比率を現状維持としながら、運用スタイルの分散や国別配分に留意したポートフォリオの構築に努め、収益力の向上を図ります。</p>