

年金資産運用説明会

～今後の投資環境見通し～



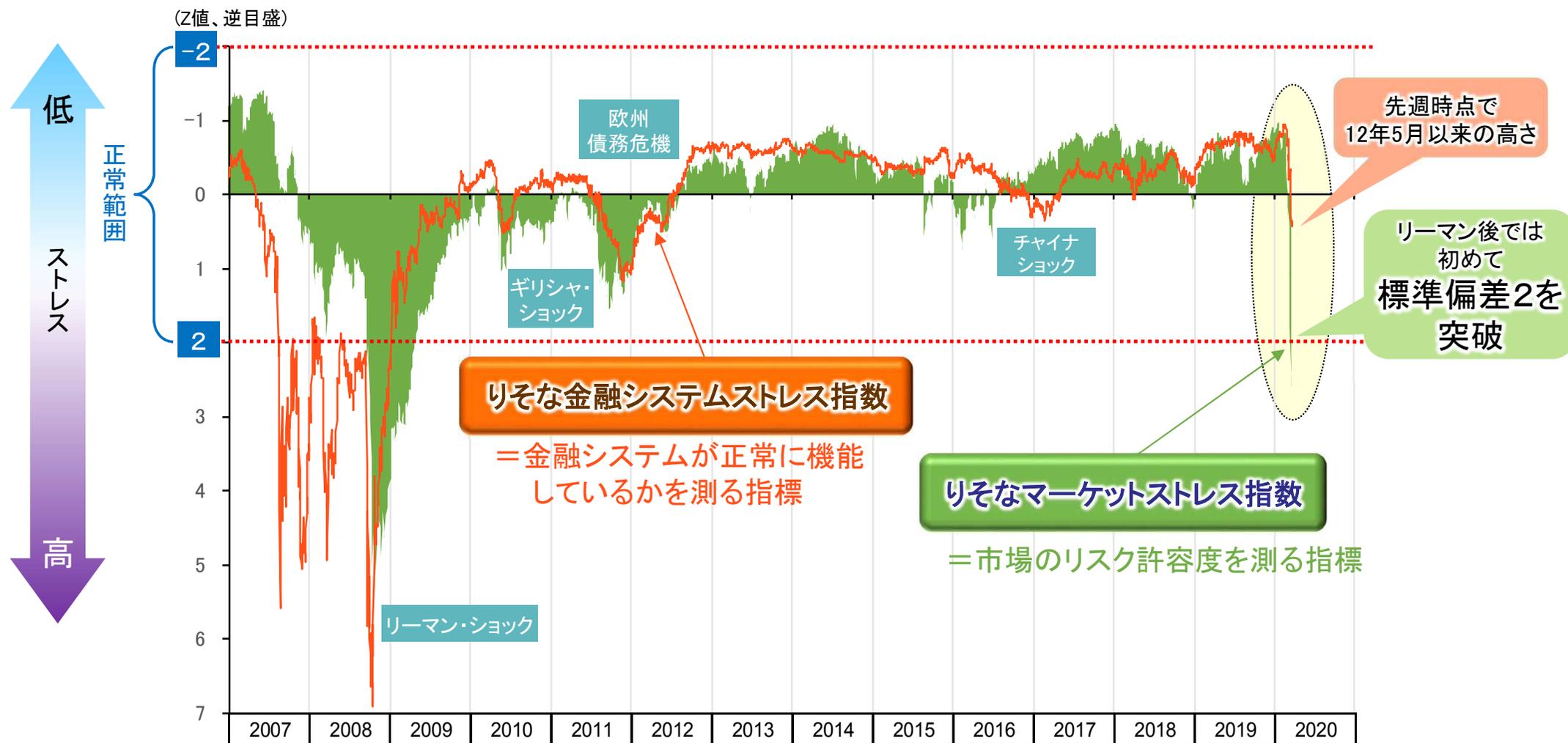
1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

2. 各国政策対応の評価

3. TAA資産配分戦略の方向性

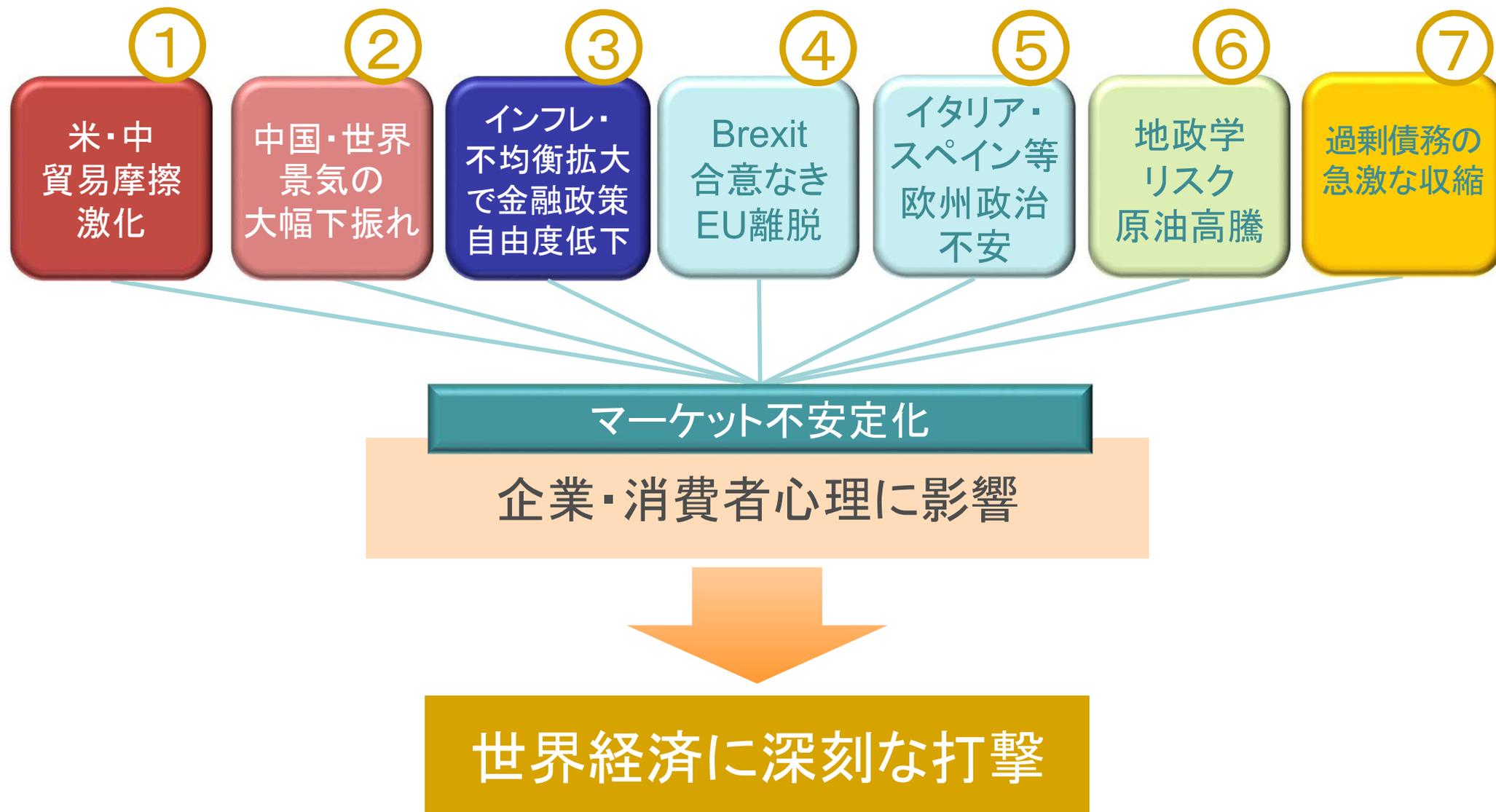
1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

りそなストレス指数はリーマン後では最大級のストレスの高まりを示唆



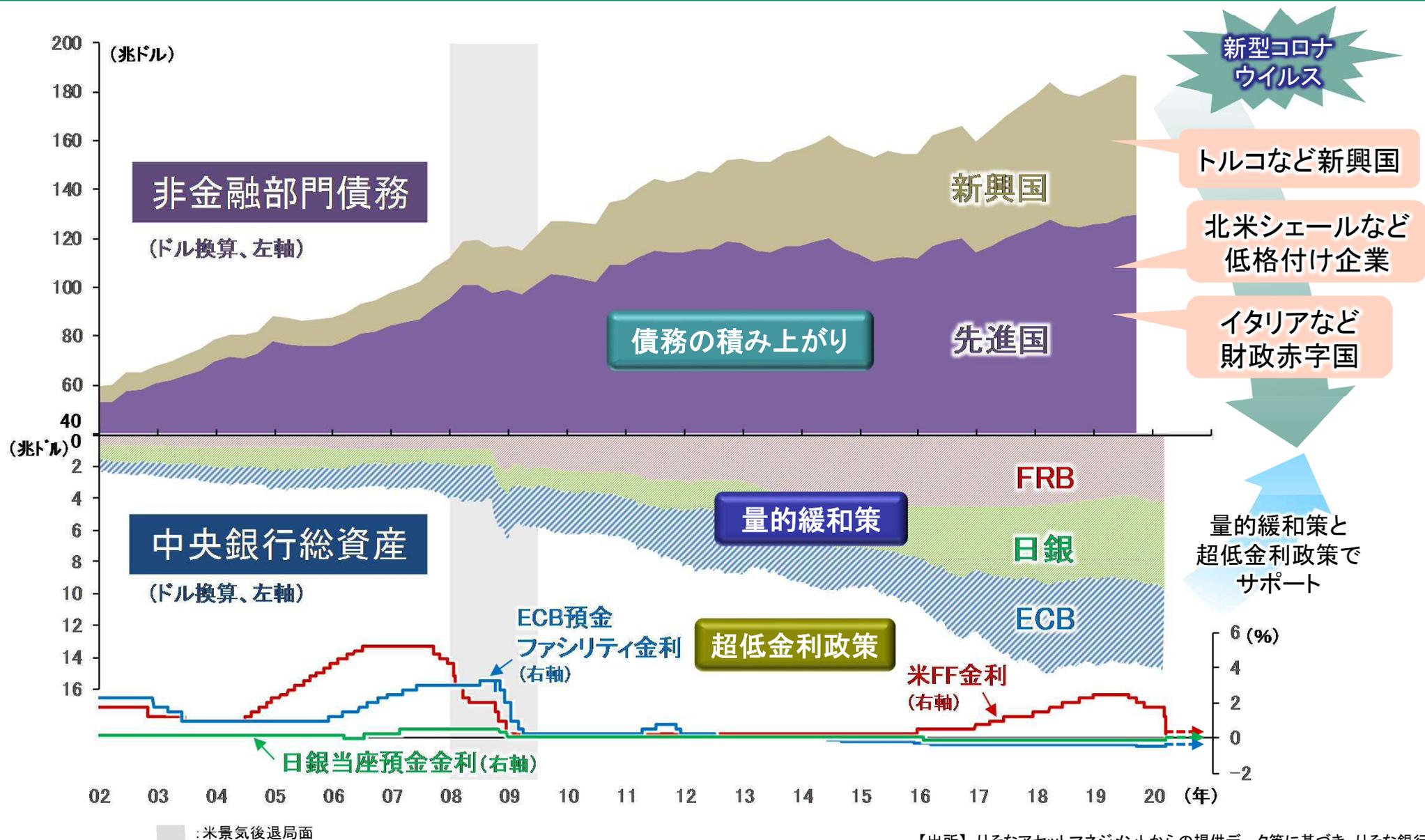
【出所】りそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、りそな銀行作成

リスクシナリオ： 世界経済見通しの下振れ 主なリスク要因と直近の動き



1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

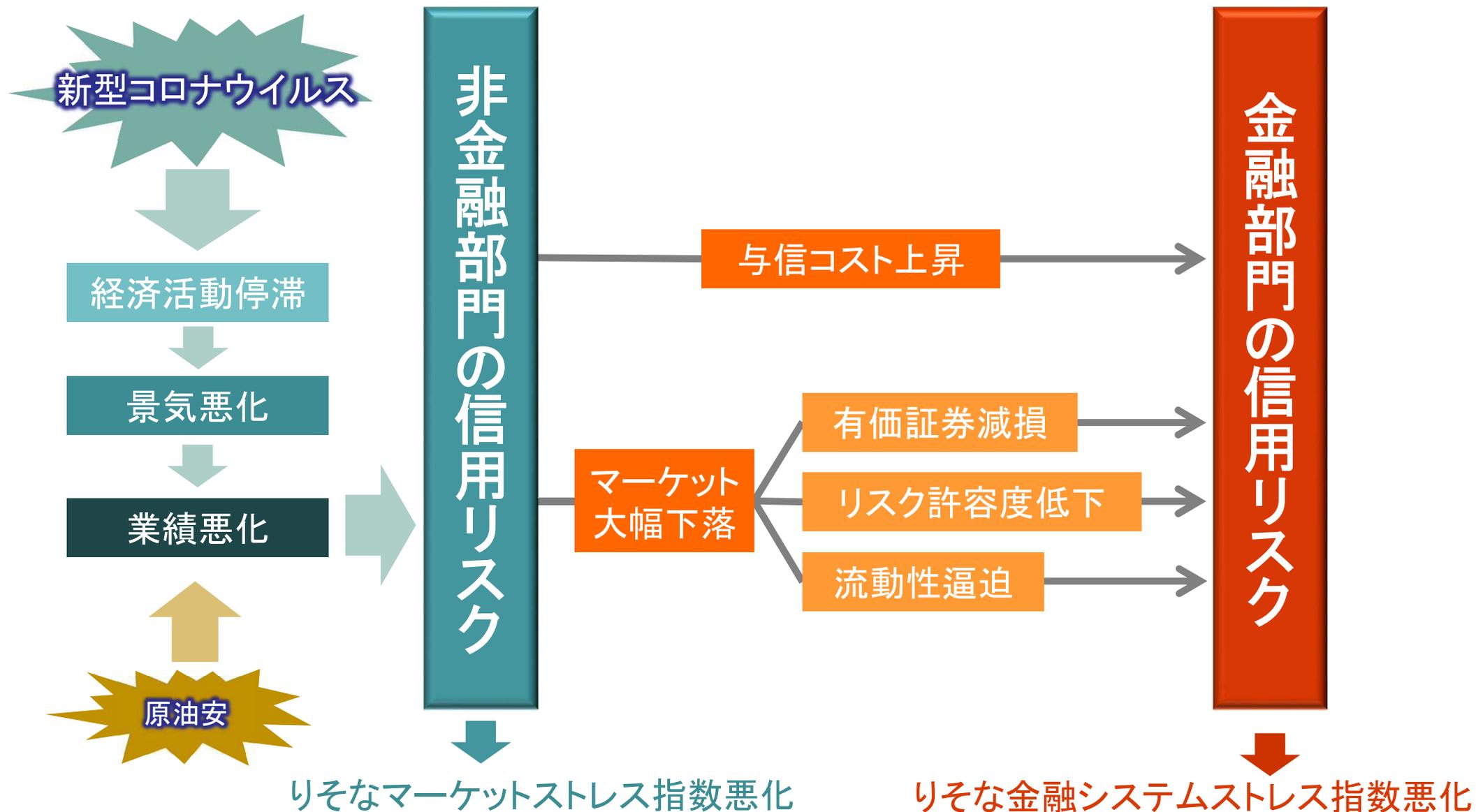
大規模金融緩和の長期化で世界的に非金融部門の債務が膨張



【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

非金融部門の信用リスクが金融機関の信用リスクに伝播する経路

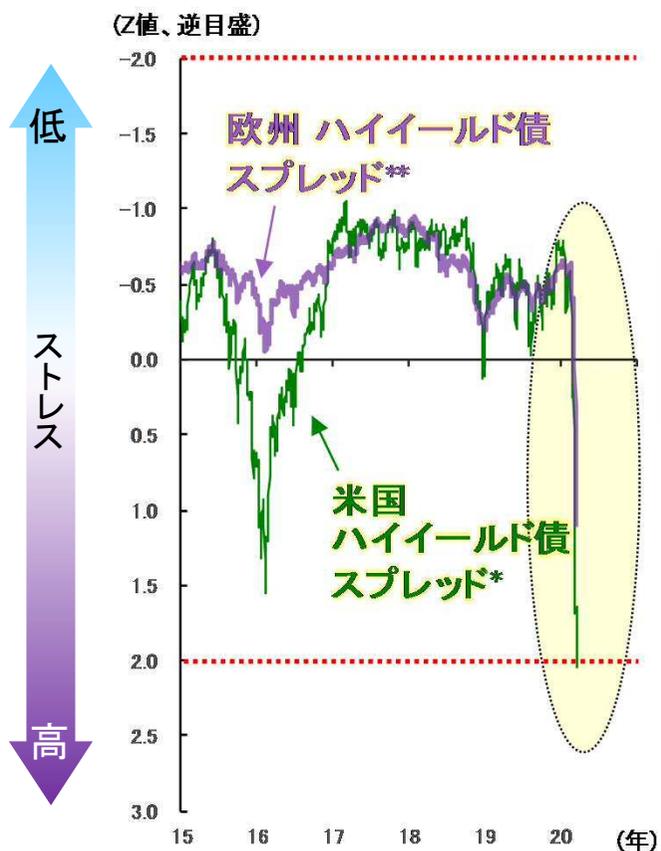


1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

企業の信用リスクが金融機関の信用リスクに伝播の兆候が見られる

企業の信用リスク

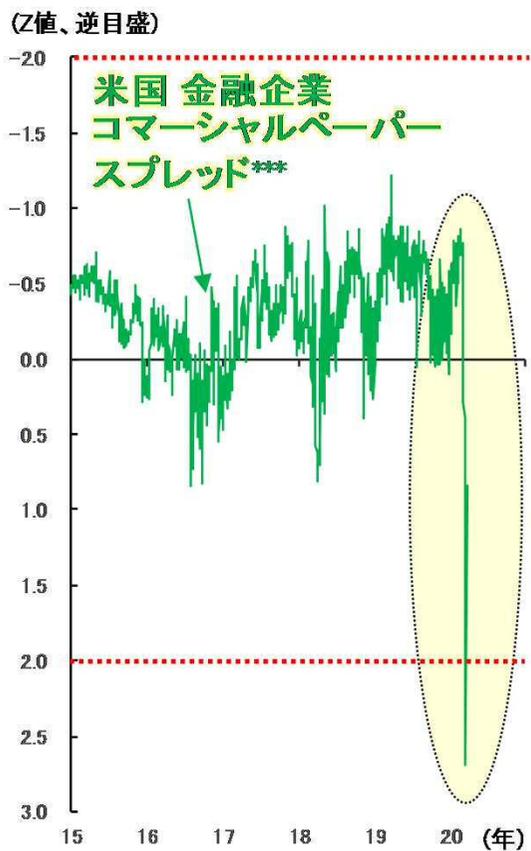
(マーケットストレス指数に現れる)



*ハイイールド債利回り-投資適格社債(BBB格)利回り
**ハイイールド債利回り-独10年債利回り

金融企業のリスク

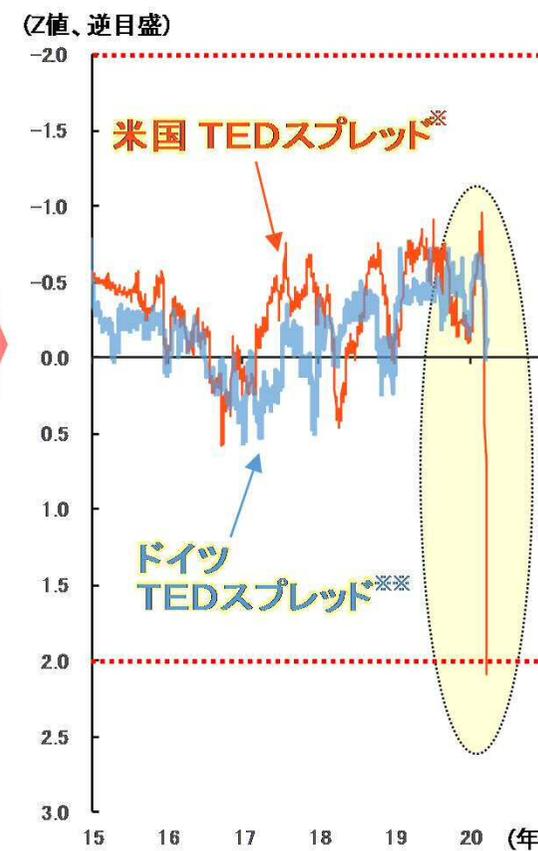
(金融システムストレス指数に現れる)



***米3カ月物コマーシャルペーパー利回り-米短期財務省証券利回り

銀行システムリスク

(金融システムストレス指数に現れる)

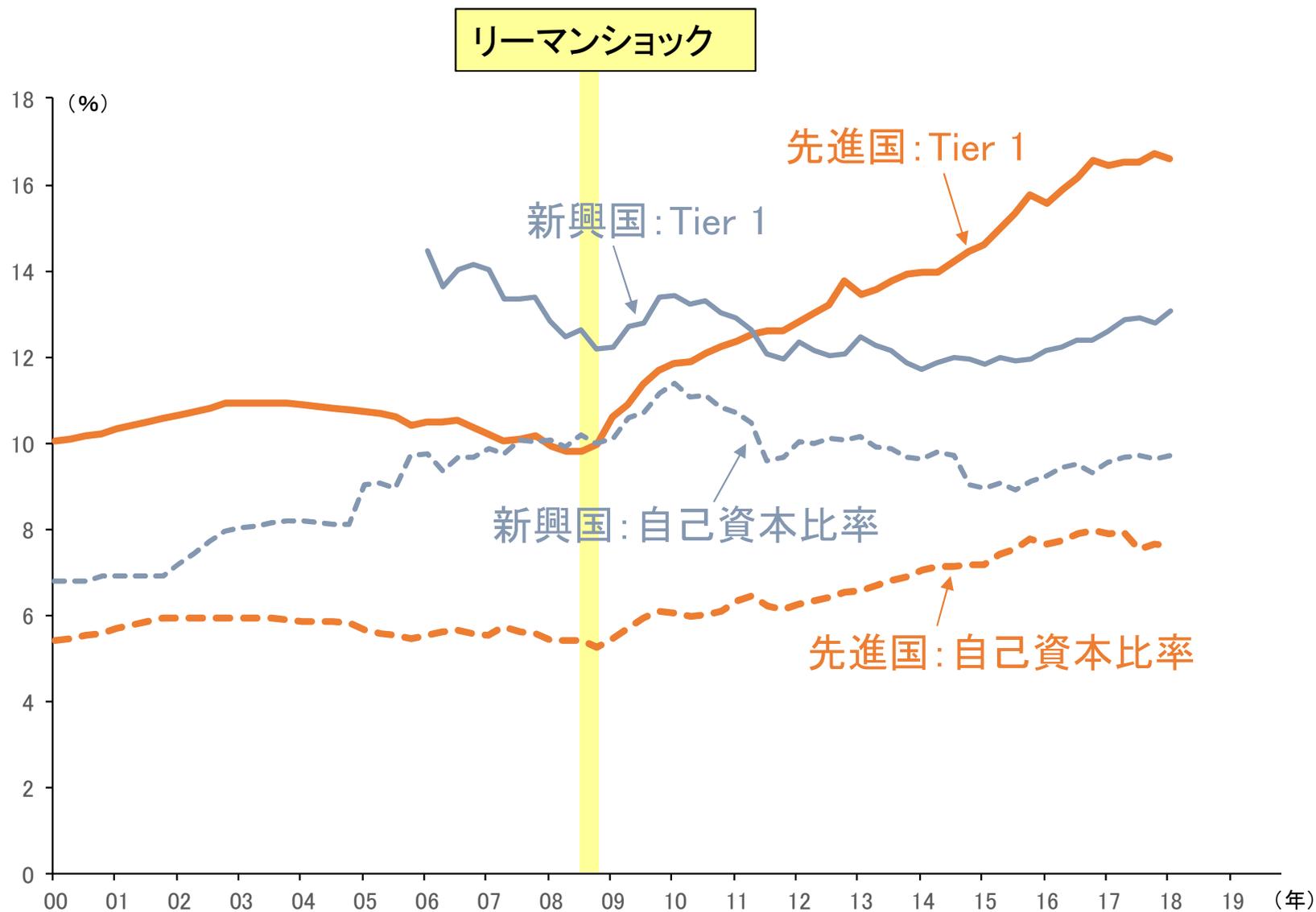


※3ヶ月物米ドルLibor-3ヶ月物米短期国債(T-bill)利回り
**※3ヶ月物ユーロLibor-3ヶ月物ドイツ短期国債利回り

【出所】りそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、りそな銀行作成

1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

金融システムの頑健性は大きく向上

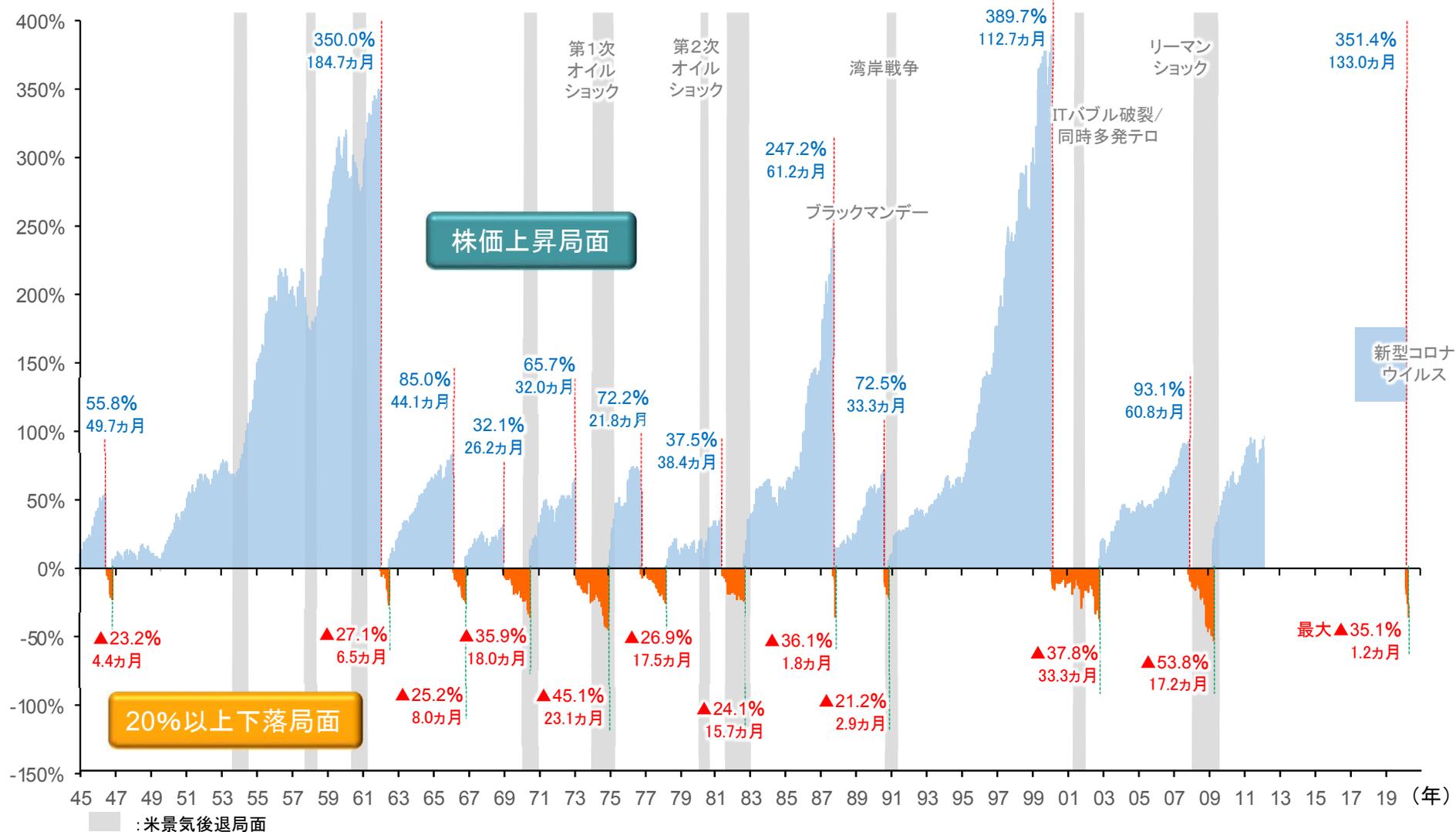


【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

1. 過剰債務問題が引き起こす信用収縮

NYダウが直近高値より20%超下落は戦後12回目 下落率は6番目の大きさ

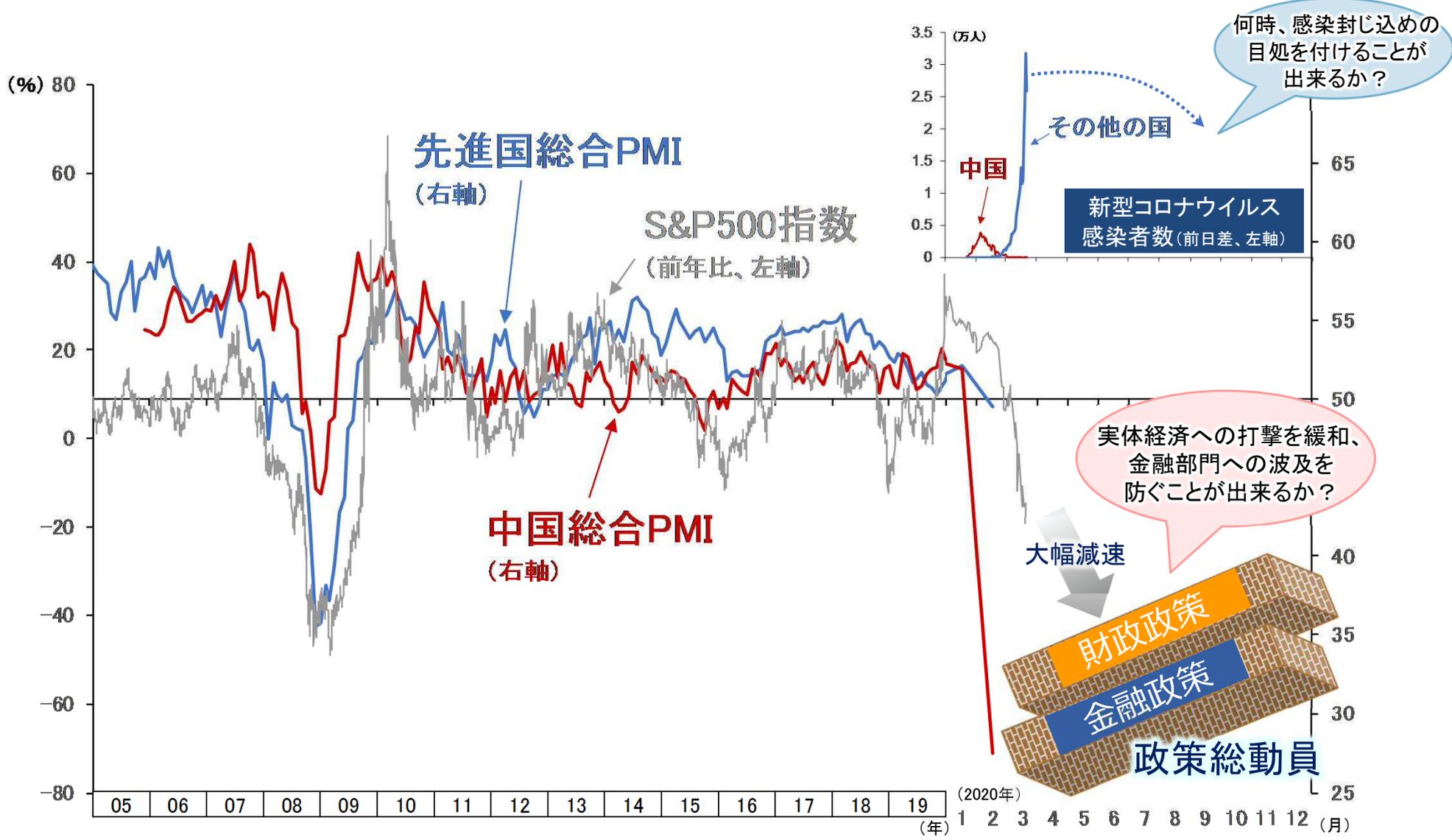
NYダウの上昇局面と下落局面の累積騰落率



【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

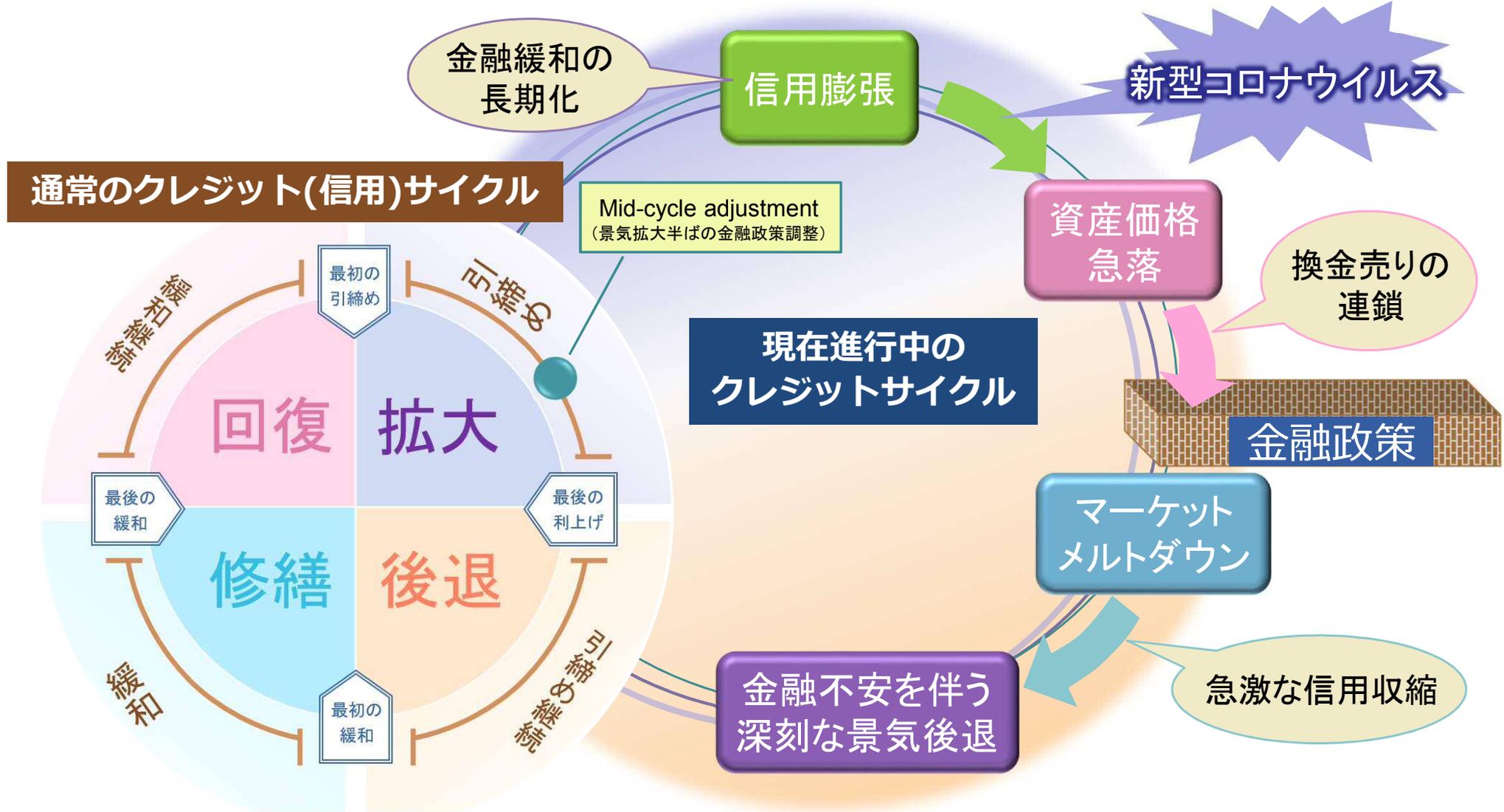
政府は新型コロナウイルス感染抑制の取り組みと政策総動員による経済・マーケットの下支え



【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

ミンスキーモーメント：持続不能な信用膨張の破綻を引き金に金融危機リスクが高まる時

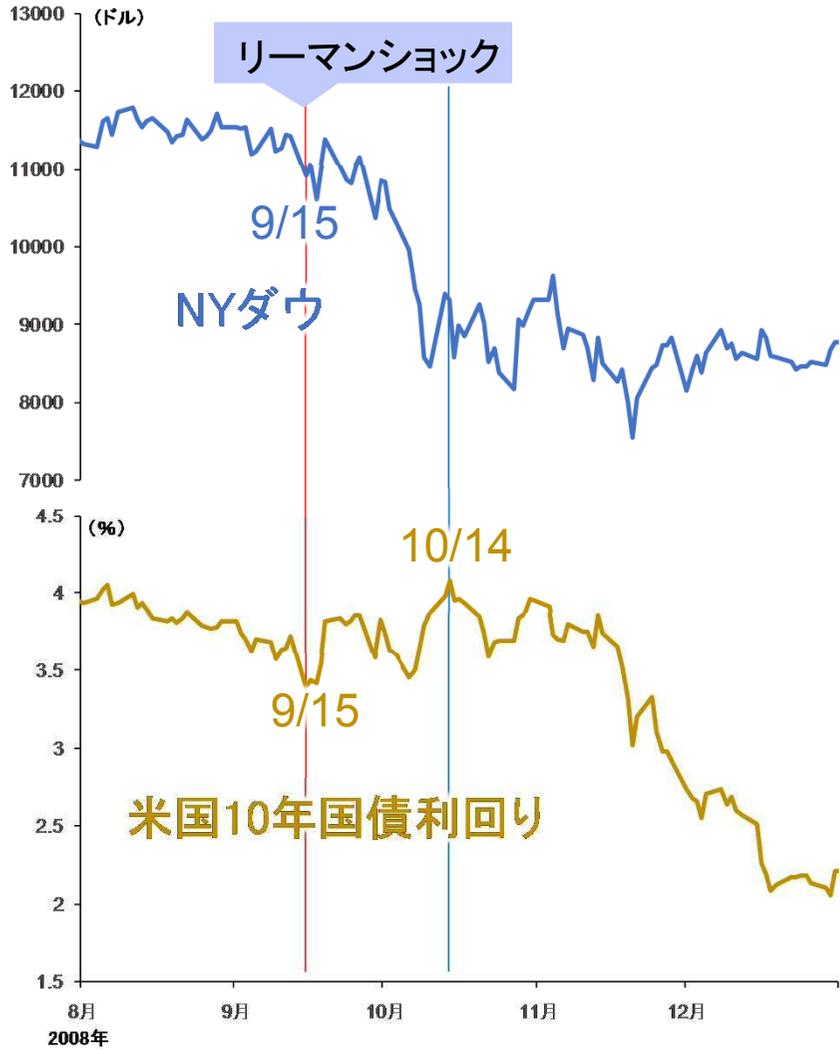


【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

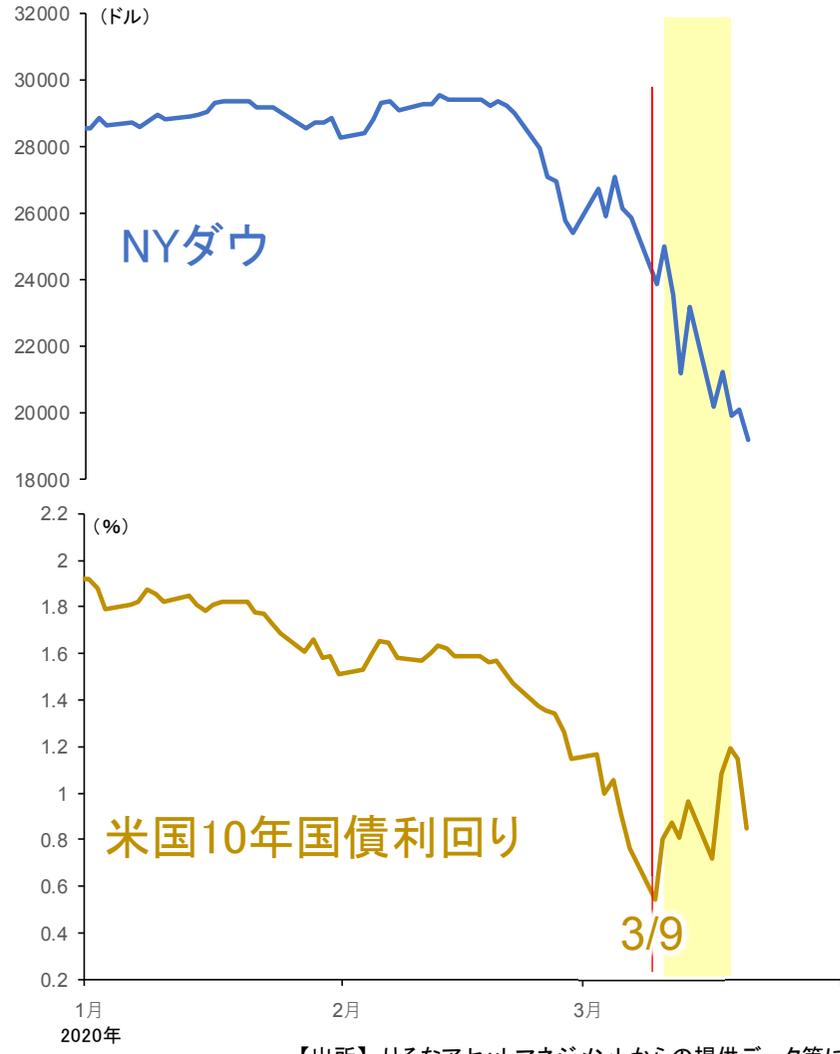
2. 各国政策対応に対する評価

2008年9月のリーマンショック直後でも同様に株・債券同時安が起きている

リーマンショック直後



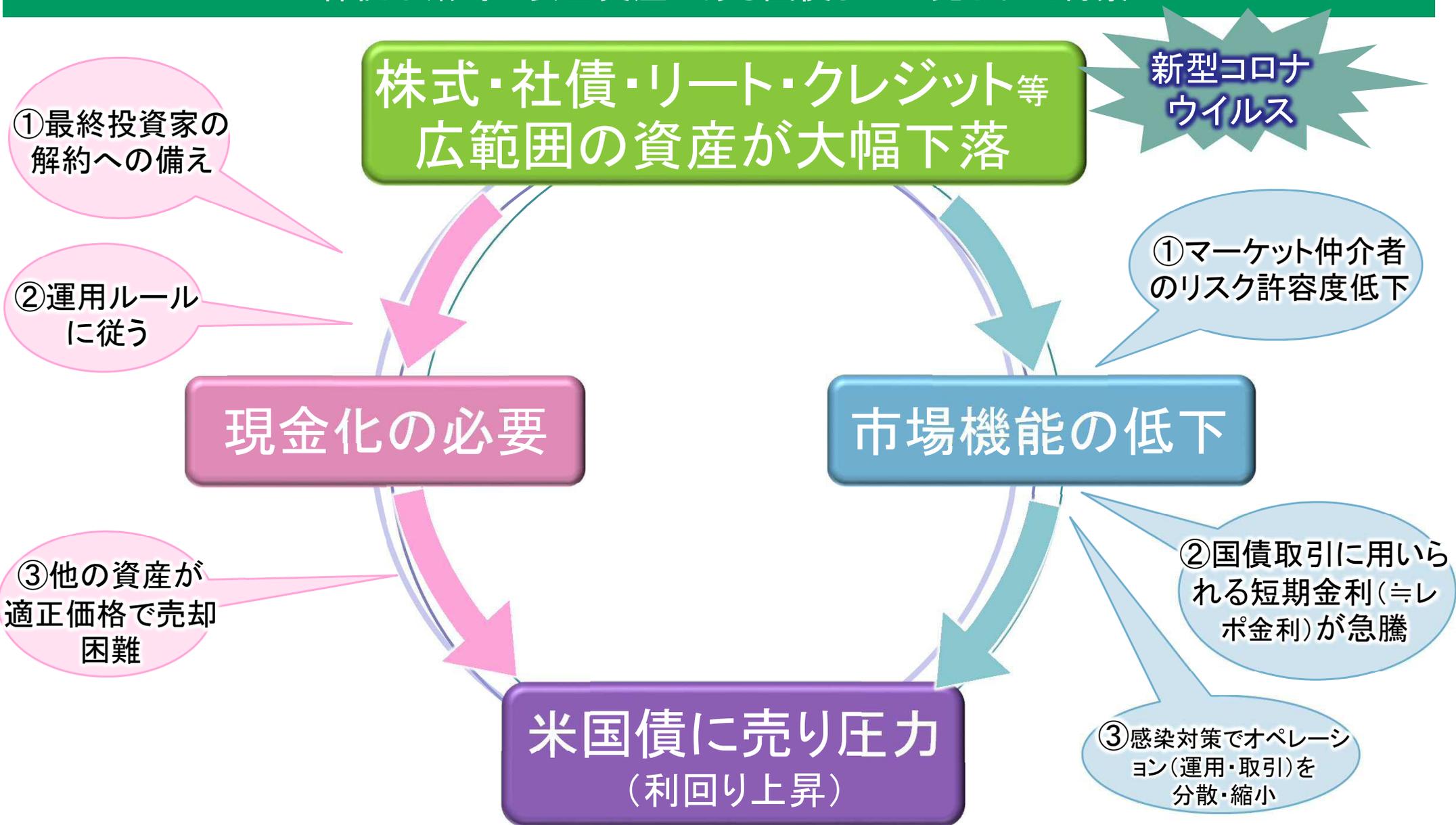
NYダウと米10年国債利回り



【出所】りそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、りそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

株価下落時に安全資産である国債までが売られた背景

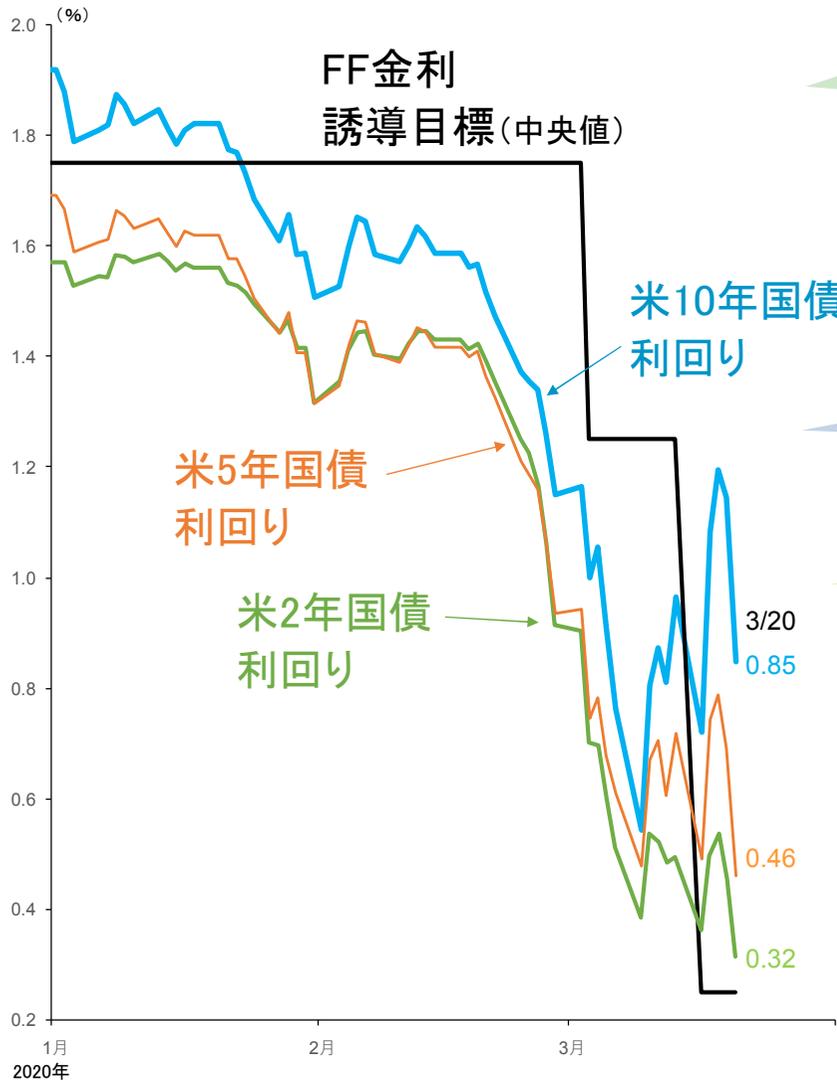


【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

FRB(連邦準備制度理事会)の対応で米国債市場は落ち着きを取り戻し始める

米国債利回りとFRBの対応



3月3日 緊急利下げ、▲0.5%

3月9日 臨時オペ増額

翌日物レポのオペ規模の下限を
1000億ドル → 1500億ドルに引き上げ、
2週間物レポは 200億ドル → 450億ドルに引き上げ

3月15日 緊急利下げ、▲1.0% 実質ゼロ金利に

3月15日 量的緩和再開

国債5000億ドル・モーゲージ債2000億ドルの買い入れ枠設定

3月17日 CP買い入れ策 企業の資金繰りを下支え

3月17日 証券会社向け低利融資策

資産(国債や社債など)を引き受ける証券会社に
公定歩合(0.25%)で融資、流動性を供給

3月18日 MMFの流動性向上策

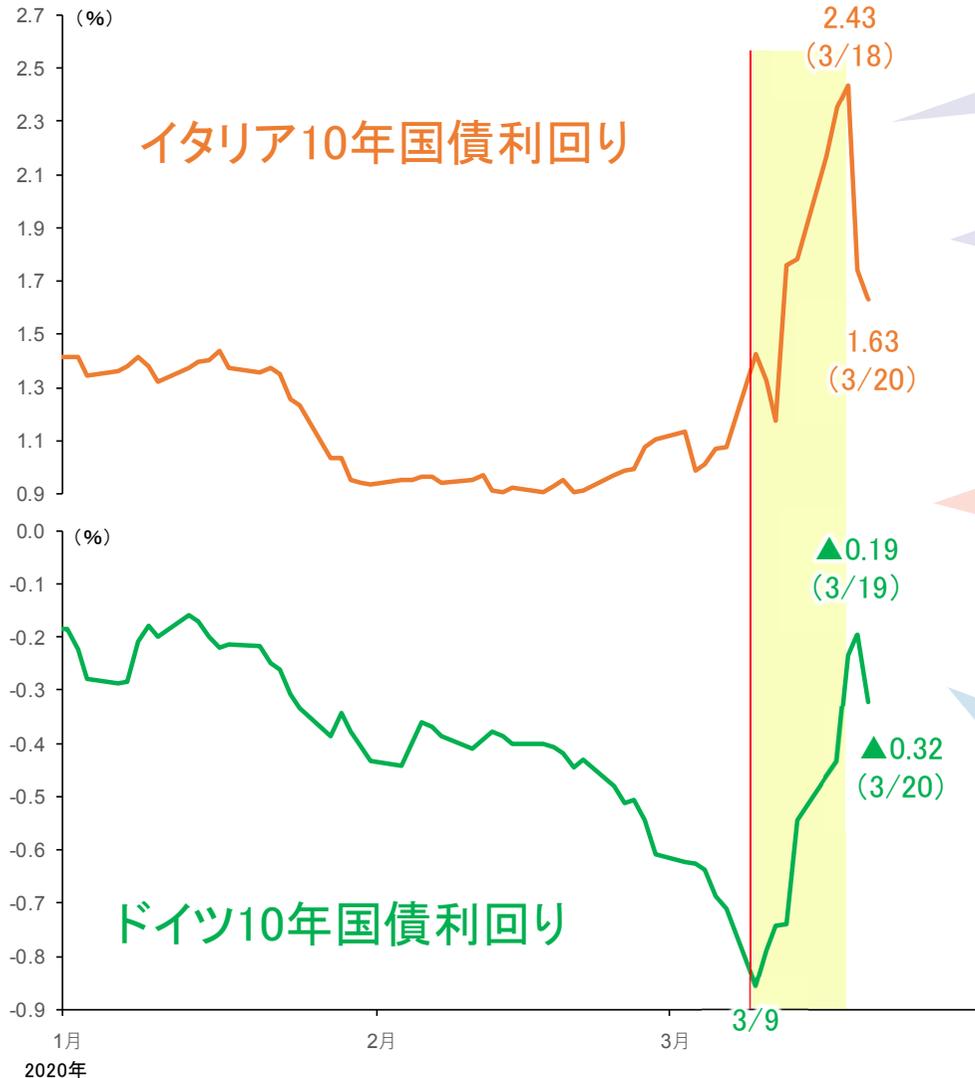
MMFから購入した資産(CP、社債など)を引き受ける
銀行に最長1年の貸し出し

【出所】りそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、りそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

ECB(欧州中央銀行)の対応

イタリア国債とドイツ国債



3月12日 資産買い入れ枠を1200億ユーロ増額

3月12日 長期オペ(TLTLO)の条件緩和

6月から最低0.75%で銀行に資金貸し出し
6月までは長期リファイナンスオペを実施し、資金繰りを支援

3月18日 7500億ユーロの資産買い入れ枠設定

国債や社債のほか、金融企業以外のCPやギリシャ国債など、従来の買い入れ策の対象外の資産も購入

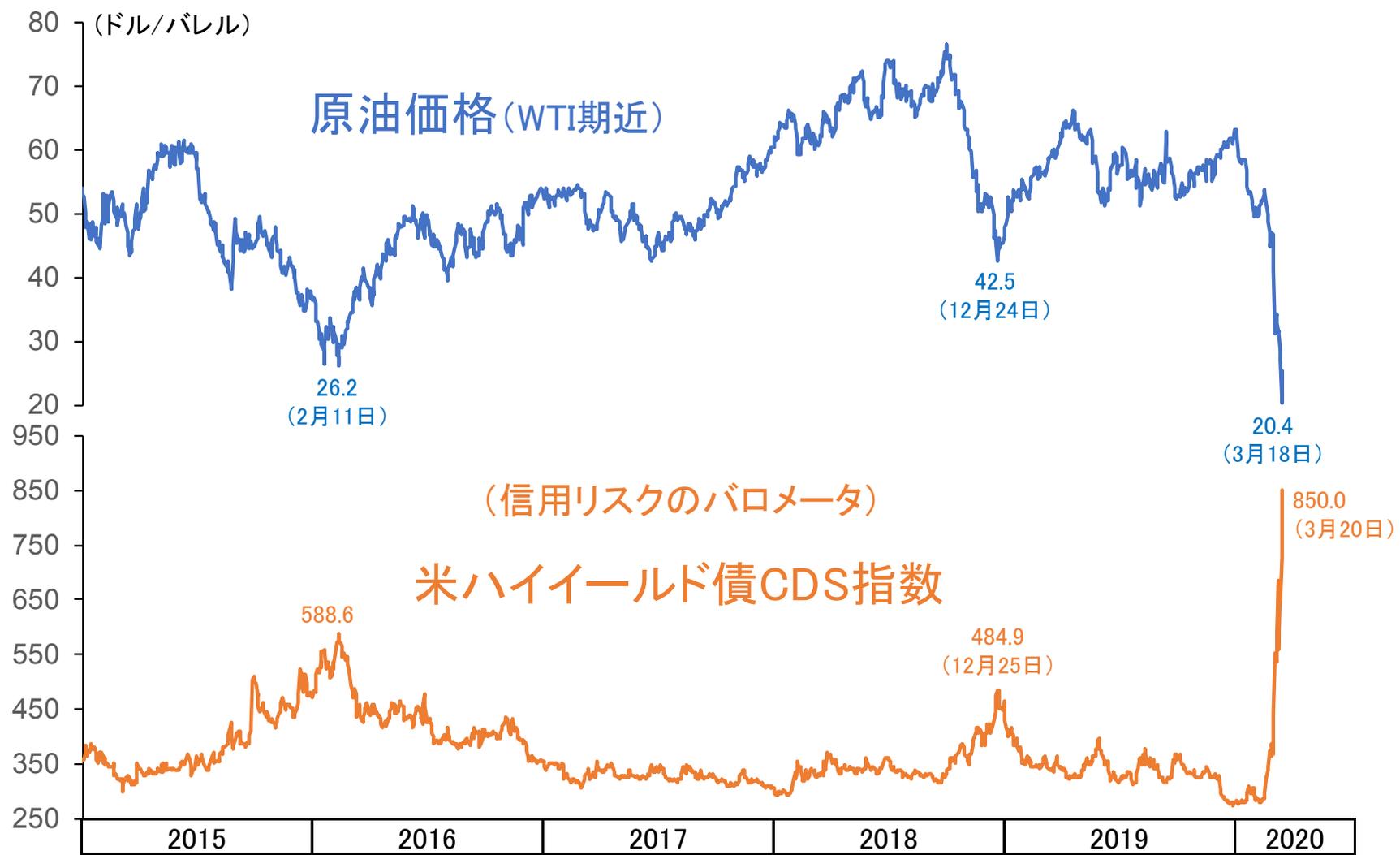
3月18日 ドイツ、フランス政府が
銀行の資本規制を緩和

資本バッファの一部を開放、ドイツでは50億ユーロ程度、フランスでは80億ユーロ程度の資金が利用できるように

【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

米社債市場：原油下落で米シェールなどエネルギー会社の信用リスク急浮上

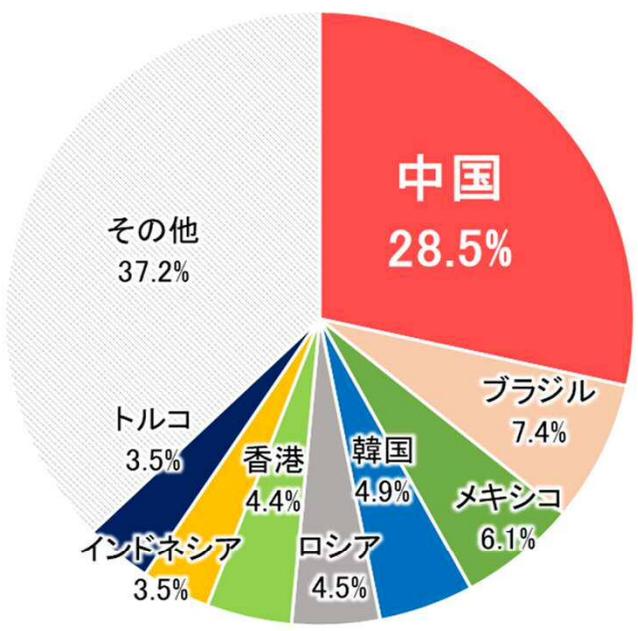


【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

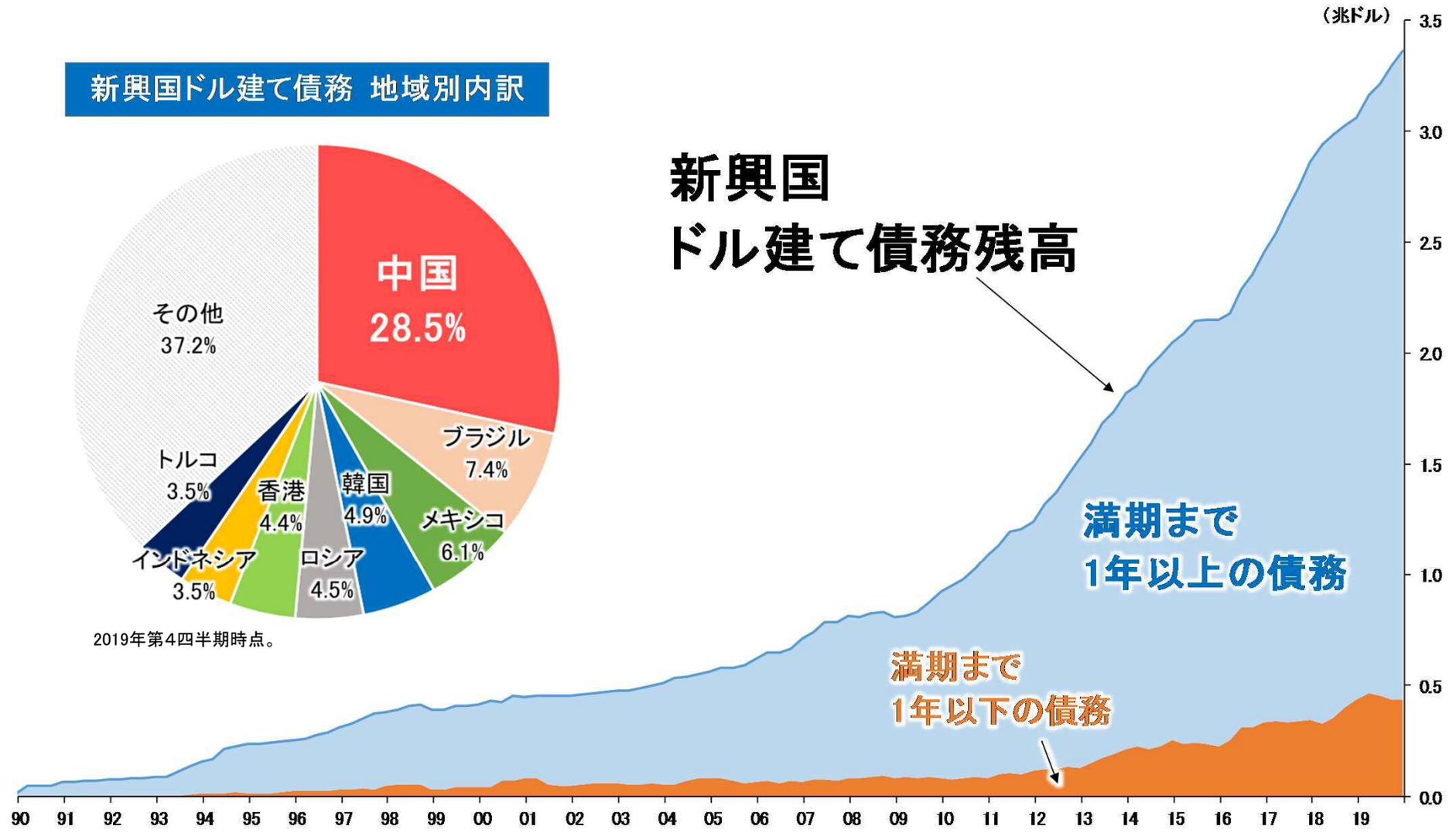
新興国の過剰債務問題:ドル建て債務が近年急増

新興国ドル建て債務 地域別内訳



2019年第4四半期時点。

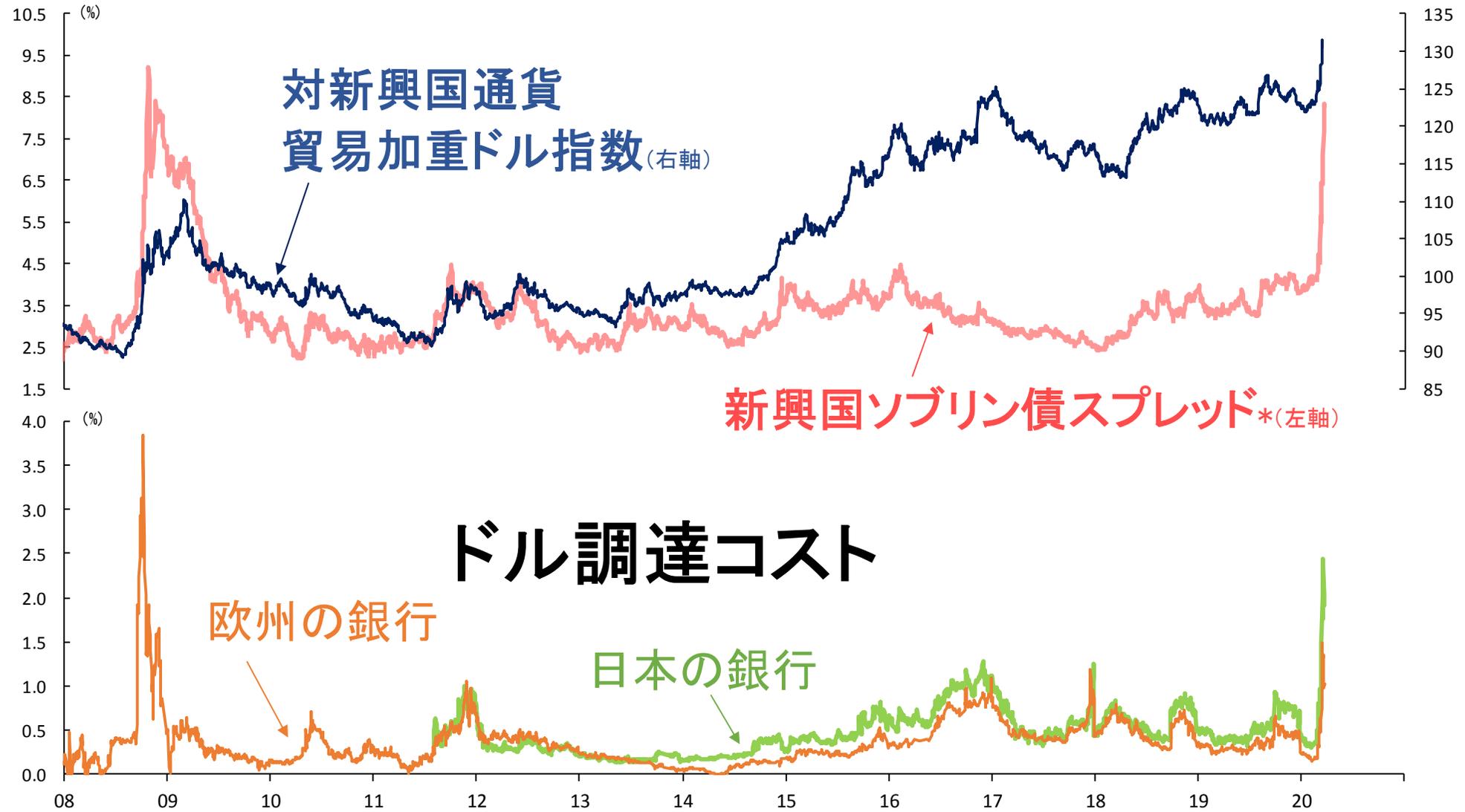
新興国 ドル建て債務残高



【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

2. 各国政策対応に対する評価

新興国の過剰債務問題:ドル資金調達難が追加的な不安定要素



*ブルームバーグ・バークレイズ新興国債指数の利回り-米10年国債利回り

【出所】りそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、りそな銀行作成

3. TAA資産配分戦略の方向性

2020年度投資環境見通し シナリオ整理

楽観シナリオ

早期感染終息、V字型回復

ベースシナリオ

年度前半に感染終息にメド
後半より緩やかに回復

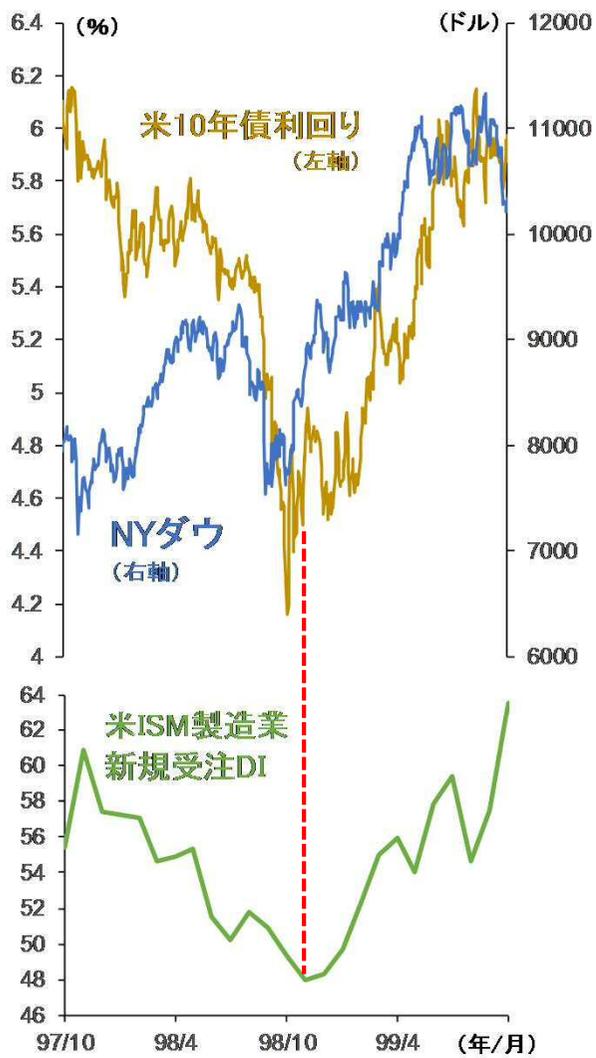
悲観シナリオ

感染拡大長期化
金融不安を伴う景気後退

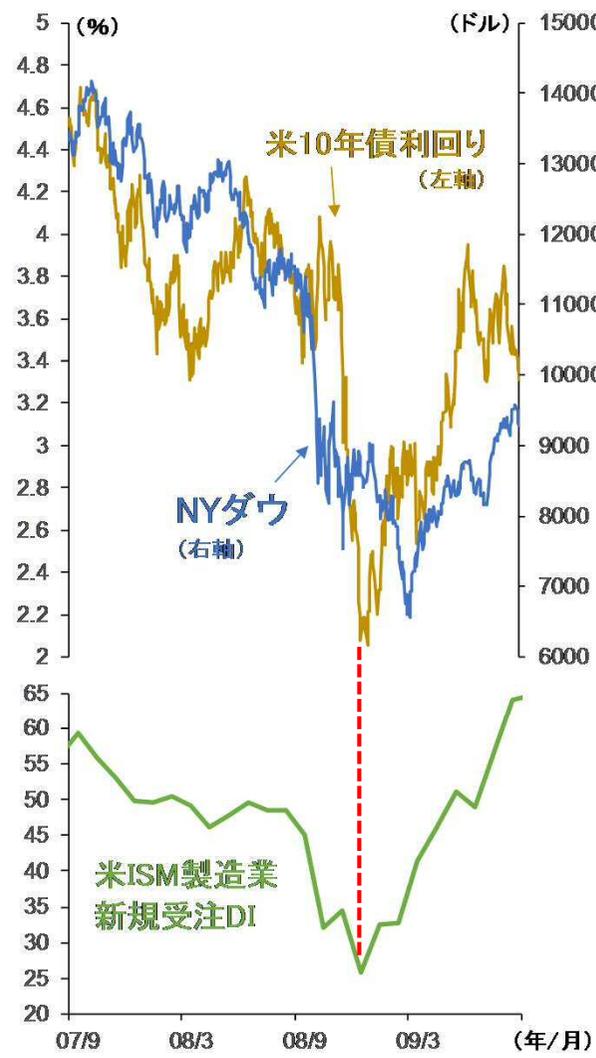
3. TAA資産配分戦略の方向性

短期景気サイクルの底入れを見極め

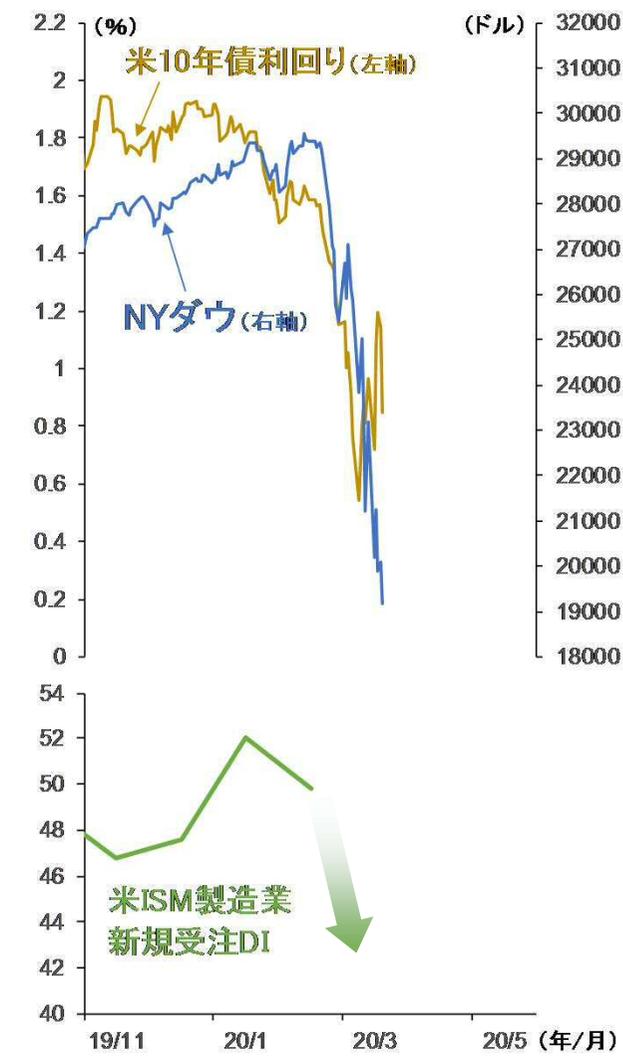
LTCM危機(1998年)



リーマンショック(2009年)



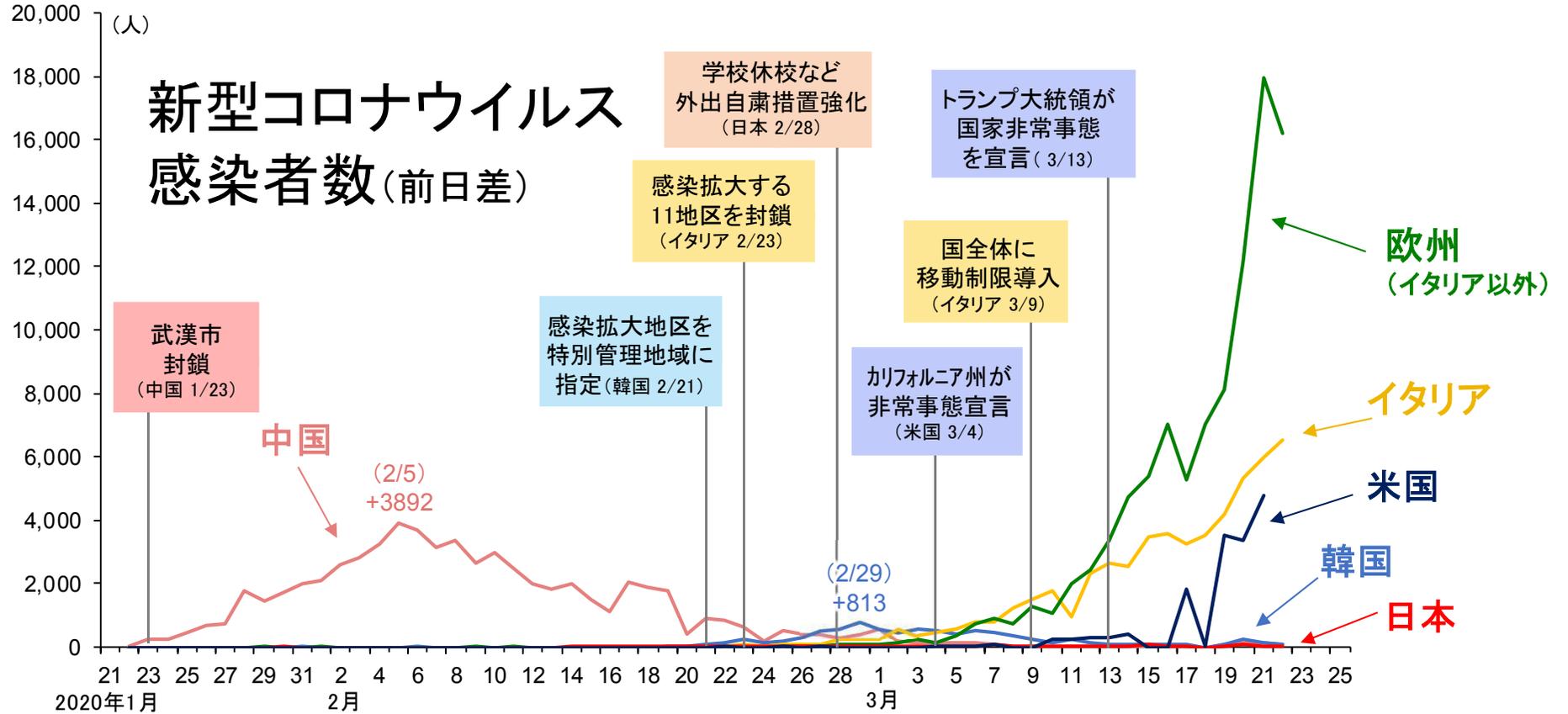
今回:新型コロナウイルス



【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

3. TAA資産配分戦略の方向性

感染拡大の最前線は欧州・米国に 米国の感染拡大のピークアウトが焦点に



	1日	2日	3日	4日	5日	6日	7日	8日	9日	10日	11日	12日	13日	14日	15日	16日	17日	18日	19日	20日	21日	22日
中国	+574	+206	+130	+118	+143	+146	+102	+46	+45	+20	+31	+26	+10	+30	+27	+29	+39	+0	+58	+126	+116	+82
韓国	+586	+476	+600	+516	+438	+518	+483	+367	+248	+131	+242	+114	+110	+107	+76	+74	+84	+0	+93	+239	+147	+98
イタリア	+240	+561	+347	+466	+587	+769	+778	+1,247	+1,492	+1,797	+977	+2,313	+2,651	+2,547	+3,497	+3,590	+3,233	+3,526	+4,207	+5,322	+5,986	+6,557
欧州(伊以外)	+98	+118	+250	+167	+354	+744	+893	+716	+1,300	+1,088	+2,021	+2,439	+3,361	+4,724	+5,397	+7,034	+5,274	+7,045	+8,141	+12,161	+17,964	+16,195
米国	-	-	+2	+44	+21	+19	+65	-	-	+259	+224	+291	+277	+414	-	-	+1,825	+33	+3,551	+3,355	+4,777	-
日本	+9	+15	+14	+16	+33	+32	+59	+47	+33	+26	+54	+52	+55	+41	+64	+34	+15	+0	+44	+77	+46	+50

中国の2月13日-16日の新規感染者数に関しては、簡易診断による感染確認者を除く。

【出所】リそなアセットマネジメントからの提供データ等に基づき、リそな銀行作成

りそなストレス指数・構成指数

りそな金融システム・ストレス指数		指標の概要
① TEDスプレッド		3ヶ月物米ドルLiborと3ヶ月物米短期国債(T-bill)との金利差
② CP(AA、金融機関)-T-Billスプレッド(3ヶ月物)		ダブルA格の金融機関が発行する3ヶ月物CP(コマーシャル・ペーパー)と3ヶ月物米国債との金利差
③ スワップ・スプレッド(2年)		スワップ金利と、同一期間の米国債との金利差
④ 独TEDスプレッド		3ヶ月物ユーロLiborと3ヶ月物独短期国債の金利差
⑤ 独国:スワップ・スプレッド(2年)		ユーロスワップ金利と、同一期間の独国債との金利差
⑥ 英国:スワップ・スプレッド(2年)		英ポンドスワップ金利と、同一期間の英国債との金利差
りそなマーケット・ストレス指数		指標の概要
① 米国:地方債-国債スプレッド(10年)		米国地方債(期間20年、平均格付AAA)と、米10年国債との金利差
② 米国:社債(トリプルA)-国債スプレッド(10年)		トリプルA格(ムーディーズ)の社債(10年債)と、米10年国債との金利差
③ 米国:ハイ・イールド債-社債(トリプルB)スプレッド(10年)		ブルームバーグ米国ハイイールド・インデックス(5-10年)の利回りと、投資適格社債(トリプルB)との金利差
④ ユーロ・ジャンボファンドブリーフ債-国債スプレッド		ユーロ・ジャンボファンドブリーフ債(残存期間5年)と独5年国債とのスプレッド
⑤ ユーロ:ハイイールド債-国債スプレッド		ブルームバーグユーロハイイールド・インデックス(5-10年)と独10年国債とのスプレッド
⑥ 伊独国債スプレッド(10年)		伊10年国債と独10年国債の金利差
⑦ S&P500金融株指数騰落率		S&P500金融株指数の過去1年間の最高値からの騰落率
⑧ StoxxEurope600金融株騰落率		ストックス・ヨーロッパ600金融株指数の過去1年間の最高値からの騰落率
⑨ VIX		変動率指数。S&P500を原資産とする株価指数オプション価格に示唆されているボラティリティ(インプライド・ボラティリティ)を指数化したもの。シカゴ・オプション取引所(CBOE)が算出・作成。別名「恐怖指数」
⑩ 米国債ボラティリティ指数		メリルリンチMOVE(Merrill Lynch Option Volatility Estimate)指数。1ヶ月物T-Bill(米短期国債)オプションのインプライド・ボラティリティについて、オプションのイールドカーブに応じて加重平均して算出された指数
⑪ ユーロ・ドルのインプライド・ボラティリティ		ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ユーロ・ドル)
⑫ ドル・円のインプライド・ボラティリティ		ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ドル・円)
⑬ ポンド・ドルのインプライド・ボラティリティ		ブルームバーグ算出の3ヶ月満期の為替オプションのインプライド・ボラティリティ(ポンド・ドル)
⑭ 人民元オンショアオフショアスプレッド		人民元のオンショア・レートとオフショア・レートの差
⑮ CBOE EM ETF Volatility Index		新興国株価指数ETF(iShares Emerging Markets Index)を原資産とする株価指数オプションのインプライド・ボラティリティ

ご注意ください(必ずご覧ください)

企業年金制度(厚生年金基金制度、確定給付企業年金制度、非適格退職年金制度など)にかかる年金信託契約等については以下の内容を十分にお読みください。

■ 年金信託契約に関するリスク

- 年金信託契約では、お客さまの信託財産を各種の年金投資基金信託受益権等を通して、または直接に、投資対象である株式、公社債、外貨建て証券、不動産等に投資し、または貸付金として貸し付けるなどして運用します。これら投資対象は価格変動を伴うため、以下のような場合に元本の欠損が生じるおそれがあります。
 - 株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場、その他金融商品市場における株価指数等の指標の変動に伴い、運用対象である有価証券等(投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等も含む。以下同じ。)の価格が変動する場合
 - 有価証券等の発行者や保証会社等、または貸付金や貸付有価証券(現金担保の再運用を含む)の貸出・運用先の業務や財産状況の変化に伴い運用対象である有価証券等の価格が変動する場合
 - 一般信用取引の取引相手となる証券会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合
- 為替オーバーレイ運用および一般信用取引では、売り建てた通貨や株式の価格が予想とは反対に変化したときの損失が限定されていません。

■ 年金信託契約のお客さまにご負担いただく費用

お客さまには、信託契約に基づき①および②の費用を、業務委託契約等に基づき③の費用をそれぞれの費用に係る消費税等と共にご負担いただきます。なお、これらの費用は信託財産の中からいただくか、またはお客さまにご請求します。(費用の詳細については弊社にお問い合わせください)

① 信託契約期間中にご負担いただく費用

項目	内容
信託報酬 (信託財産の運用・管理にかかる費用)	信託財産に対して信託報酬率を乗じて計算します。信託報酬率は、お客さまからご提示いただく信託財産の運用指針、信託財産額等に応じて個別に決定するため記載することができません。
投資対象に係る 手数料等	ヘッジファンド、ファンド・オブ・ヘッジファンズ等への投資にあたっては、当該ファンド等の組成費用、信託報酬等がかかる場合があります。また、投資事業有限責任組合や匿名組合等への出資にあたっては、組合等の監査費用、売買手数料、郵送費、振込手数料、弁護士費用等がかかる場合があります。これらの手数料等は種類が多岐に亘り、また運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。
信託事務の処理に 要する手数料等	有価証券売買委託手数料、株式分割手数料、名義書換手数料、外国証券の取得管理費用、有価証券保管手数料、信託財産留保金その他費用が発生しますが、これらは信託財産の運用状況、保管状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

② 信託契約解除時にご負担いただく費用

早期解除 手数料	契約締結の日から最長5年以内(契約種別により異なります)に契約の解除の申し出があった場合には、契約解除日における信託財産に対して、6.0%を上限とする料率を乗じて計算する早期解除手数料をご負担いただきます。
-------------	---

③ その他年金制度の運営等に関してご負担いただく費用

弊社がお客さまの年金制度の幹事受託機関として年金制度の管理や資金のとりまとめを担当する場合には、委託を受ける業務の内容に応じて手数料をご負担いただきます。この手数料は委託を受ける業務の内容により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

■ 年金信託契約に関してご注意いただきたい事項

- 年金信託は、元本及び収益が保証されていない実績配当型の商品であり、損益はすべてお客さま等に帰属します。また、本商品は預金保険の適用は受けません。
- 弊社は正当な事由があるときは、お客さまに対する1ヶ月前の予告により受託者の任を辞することができます。また、信託目的の達成または信託事務の遂行が著しく困難になった場合には、お客さまへの通知により信託契約は終了します。
- 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等ならびにオプション等一部の派生商品については権利行使期間に制限があります。また、貸株取引の対象株式は議決権行使に制限を受ける場合があります。
- 投資事業有限責任組合や匿名組合等に出資する場合、出資持分の譲渡や担保差入れは当該組合等の運営者(無限責任組合員等)の事前の同意を要する等の制約を受けることがあります。
- ファンド・オブ・ヘッジファンズ等は解約通知をいただいてから資金化までに6ヶ月程度を要することがあります。

- 為替オーバーレイ運用および国内株式ならびに外国株式のエンハンスト・アクティブ運用では、為替オーバーレイの対象資産残高、および国内株式ならびに外国株式の投資元本を上回る取引を行うことがあります。

商号等: 株式会社りそな銀行

- 本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて、作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- 本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。