

Portfolio Insights

日本債券運用
～クレジット戦略～

2019年12月



はじめに

マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」といいます。)は2019年9月にPortfolio Insights 第1号「日本債券運用～低金利環境下におけるリターンの獲得～」を発行しました。その中で、低金利環境下においてもリターンを獲得するためには、デリバティブやオフ・ベンチマーク証券の活用等により、投資対象を拡げ、リターンの源泉の多様化を図ることが必要であると述べました。

第2号「日本債券運用～クレジット戦略～」では、弊社の日本債券運用の中でもクレジット戦略に焦点を当て、その運用手法やリターンの源泉、新しい投資対象の開拓、またそれらを可能にする組織体制について掘り下げて解説いたします。

目次

1. クレジット戦略のパフォーマンス P.03

- ▶ 業界トップクラスの実績

2. クレジット戦略の運用プロセス P.04

- ▶ 高いリターンを実現する3つのポイント
- ▶ 収益源泉の多様化(戦略分散)
- ▶ クレジット・サイクルを高い確度で捉える分析力
- ▶ 新しい投資対象の開拓
 - ①ハイブリッド債券
 - ②クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)
 - ③ハイイールド債券

[コラム] 高く安定したパフォーマンスを実現する 企業文化と組織体制 P.11

- ▶ 成果主義、現場主義、柔軟な組織
- ▶ 業界屈指の運用調査体制

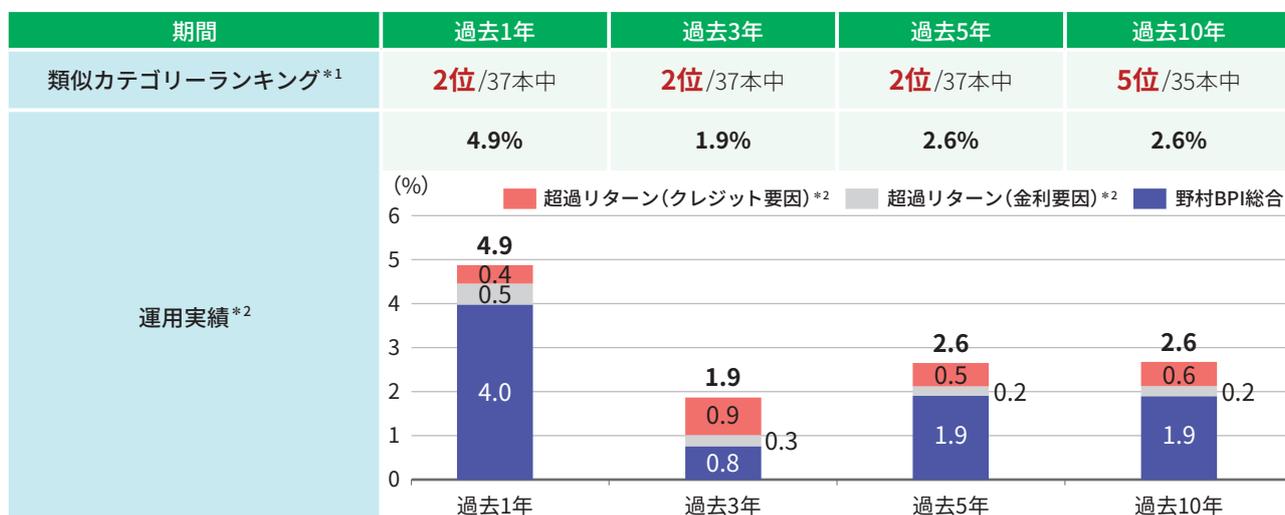


1. クレジット戦略のパフォーマンス

業界トップクラスの実績

弊社が運用を受託する日本債券運用の代表口座は、長年にわたり業界トップクラスの実績を上げています。代表口座の超過リターン(対野村BPI総合)をクレジット要因と金利要因に分解すると、クレジット要因はいずれの期間でも比較的高い値を示しており、金利要因と共にパフォーマンスに寄与しています(図1)。マイナス金利が定着した過去3年の実績を見ても、クレジット要因による超過リターンは年率0.9%と良好なパフォーマンスとなっています。

図1：代表口座の類似カテゴリーランキング*1 および期間別運用実績(2019年9月末現在、年率)



*1 Mercer Insightの日本債券アクティブ・ユニバースに属するファンド・口座を対象に過去の一定期間の運用実績を分析したものです。

*2 上記の代表口座のパフォーマンスは運用報酬控除前のものです。代表口座のパフォーマンスは参考情報として掲載しております。数値を四捨五入しているため合計値が運用実績と異なる場合があります。公募投資信託として提供されている商品ではありません。

※過去の実績は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

出所: Mercer Insightのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が作成



2.クレジット戦略の運用プロセス

高いリターンを実現する3つのポイント

当運用チームのクレジット戦略が安定的に高いリターンを実現し続けている背景には、①収益源泉の多様化(戦略分散)、②クレジット・サイクルを高い確度で捉える分析力、③新しい投資対象の開拓、の3つのポイントがあります。

収益源泉の多様化(戦略分散)

1つ目のポイントは、複数の収益源泉を活用して戦略を分散することです。戦略には種別配分戦略、個別銘柄戦略、トレーディング戦略があり、それぞれマクロ要因、ミクロ要因、需給動向といった異なる要因に基づいて投資判断を行うことで分散効果を高め、リターンを安定させています。



1.
収益源泉の多様化
(戦略分散)



2.
クレジット・サイクルを
高い確度で捉える分析力



3.
新しい
投資対象の開拓

図2：多様なクレジット戦略

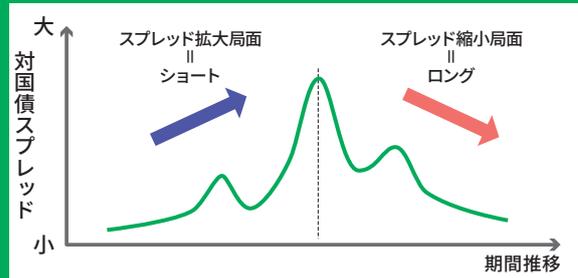
種別配分戦略は、市場全体のクレジット分析および見通しに基づき、投資対象セクター間のスプレッドの変化を予想して種別構成比をコントロールすることで超過収益を狙う戦略です。



種別配分戦略

トップダウン調査に基づき、種別(地方債、政府保証債、事業債、金融債、円建外債、CDS、ABS等)を選択

クレジット・サイクルや
相対価値に応じて
ポジションを変更



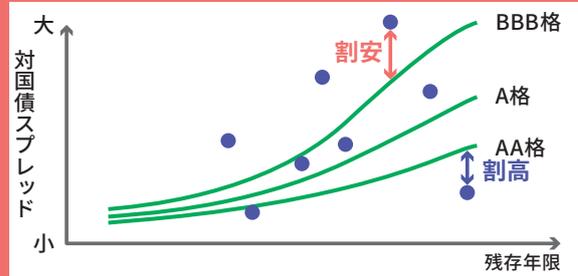
個別銘柄戦略は、個別銘柄のクレジット分析および見通しに基づき、個別銘柄ごとのスプレッドの変化を予想して銘柄選択を行うことで超過収益を狙う戦略です。



個別銘柄戦略

ボトムアップ調査に基づき、銘柄(現物、CDS等)を選択

高い(低い)
パフォーマンスが
見込まれる銘柄を
ロング(ショート)



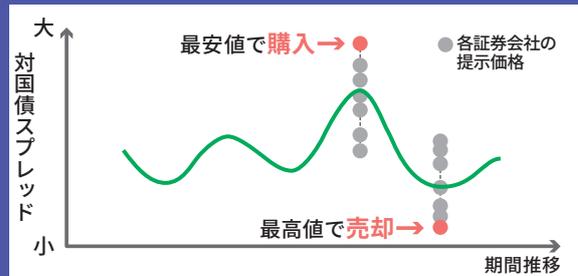
トレーディング戦略は、市場環境や需給動向、店頭価格の歪みなどに基づき売買を行うことで超過収益を狙う戦略です。



トレーディング戦略

需給情報分析に基づき、現物を売買

割安な機会で購入、
割高な機会で売却



※上記は各戦略を単純化したイメージ図であり、実際の運用とは異なる場合があります。
※過去の実績は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

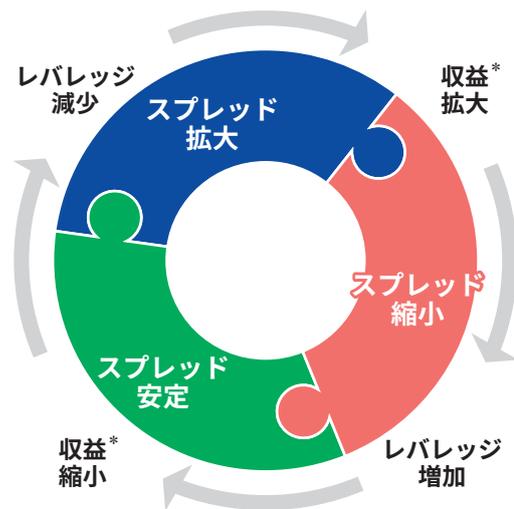
クレジット・サイクルを高い確度で捉える分析力

2つ目のポイントは、クレジット・サイクルを高い確度で捉え、サイクルに応じて最適なポジションを取ることです。当運用チームでは、主要国の経済ファンダメンタルズとクレジット・スプレッドの関係に着目した独自の「クレジット・サイクル理論」を基に意思決定を行っています。

この理論は、主要国における超長期にわたる市場・経済環境を分析して確立したものです。主要国では平均7年程度の中期的なクレジット・サイクル(図3)が観察されます。基本的には民間企業の収益性(ROA)と金融政策(資金調達コスト)によって設備投資循環が回り、クレジット・スプレッドの変動が起こっています。また、平均50年程度の超長期サイクルも観察され、中期と超長期の2つのサイクルによってクレジット・スプレッドの中長期的な方向性を予測するプロセスを確立しています。

図4は、この理論を使って日本のクレジット市場で行った運用シミュレーションの結果です。クレジット・サイクル理論に基づき、事業債ウェイトをアクティブに変更する運用と持ち切り運用を比較したものです。アクティブ運用は野村BPI事業債に対し年率14bpsの超過収益となり、持ち切り運用の8bpsを上回り、高い有効性と再現性を示しています。

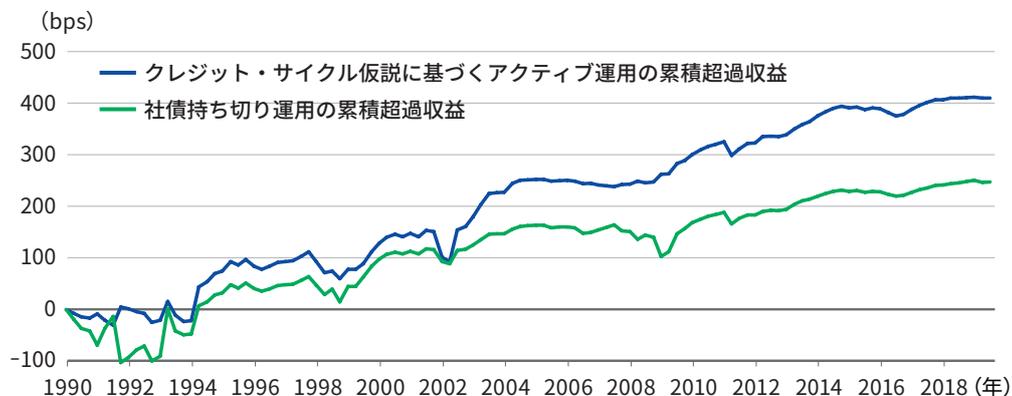
図3：クレジット・サイクル(民間企業の財務レバレッジのサイクル)のイメージ



*収益=ROA(総資産利益率)-i(資金調達コスト)

※上記はクレジット・サイクルを単純化したイメージ図であり、すべてのケースに当てはまるとは限りません。

図4：日本のクレジット市場における運用シミュレーション(1989年12月末～2019年6月末、月次)



※上記は野村BPI事業債を対象として、クレジット・サイクル仮説に基づきアクティブ運用を行った場合と社債を持ち切りで運用した場合を比較したシミュレーション(費用・報酬等控除前)です。

※シミュレーション結果は将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

出所:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが作成

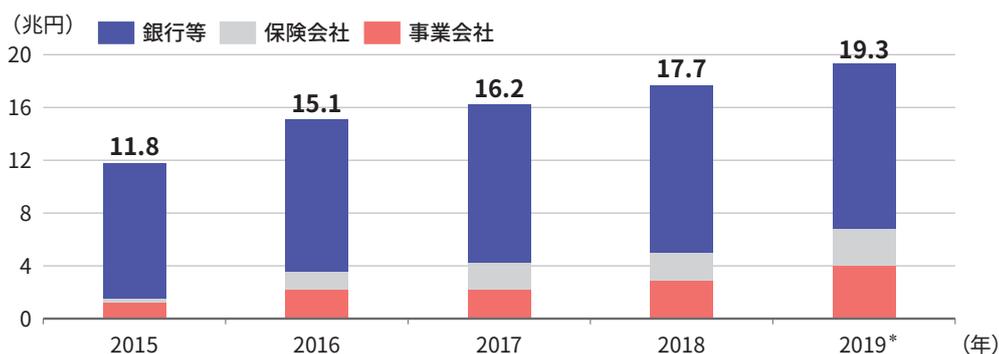
新しい投資対象の開拓

当運用チームは、市場の変化に応じて常に新しい投資対象や投資アイデアを開拓することに注力し続けています。近年に取組みを始めた新しい投資対象として、ハイブリッド債券、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)、ハイイールド債券があります。

①ハイブリッド債券

円建ハイブリッド債券(劣後債)の発行残高は、約19兆円(2019年10月末現在)と推計され、発行体の内訳は銀行67%、保険会社15%、事業会社19%となっています。円建ハイブリッド債券の発行額は増加傾向にあり、①銀行の新資本規制対策、②生損保会社のソルベンシー・マージン比率の向上、③事業会社の財務柔軟性の向上(増資による希薄化防止や格付け対策)等から、今後も高水準の発行が見込まれます。

図5：円建ハイブリッド債券の発行残高の推移

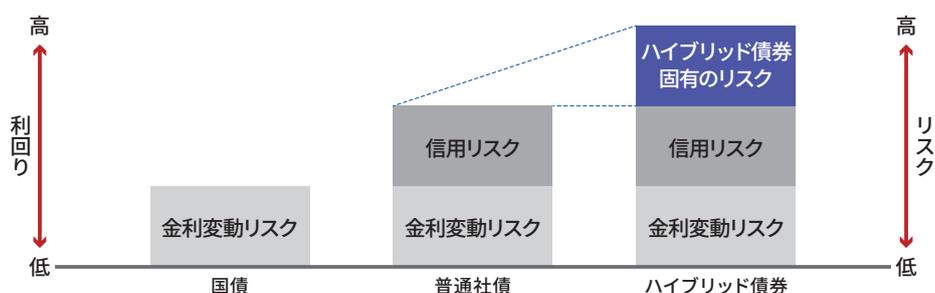


* 2019年は2019年10月末現在の数値

出所:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが作成

ハイブリッド債券には国債や普通社債にはない固有のリスクがあるため、普通社債よりも利回りは相対的に高くなっています(図6)。

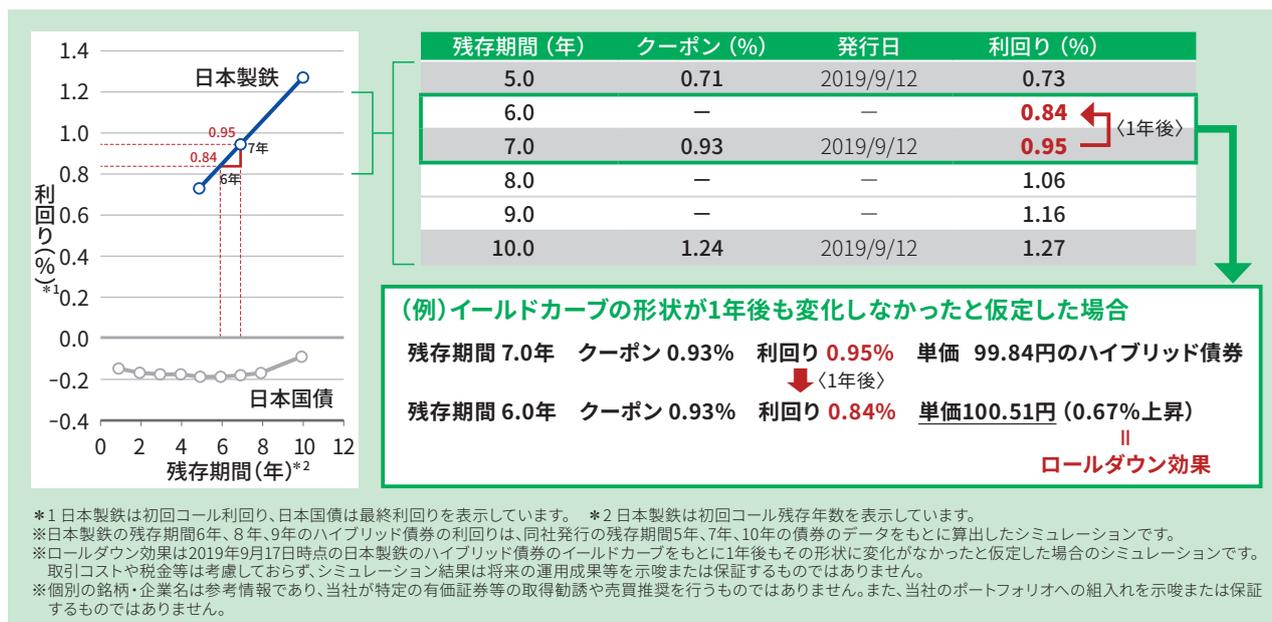
図6：ハイブリッド債券の利回りとリスクのイメージ



※上記はハイブリッド債券の特性等を単純化したイメージ図であり、すべてのケースに当てはまるとは限りません。

また、ハイブリッド債券の特徴として、イールドカーブの傾きが大きく、ロールダウン効果が高いこともあげられます(図7)。

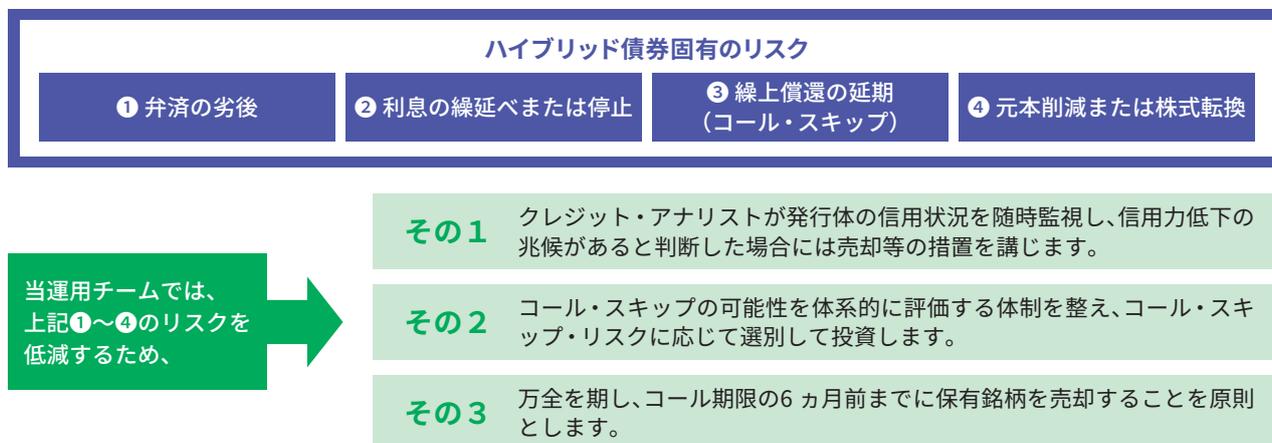
図7：日本製鉄のハイブリッド債券と日本国債のイールドカーブ



2019年9月17日時点
 出所:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが作成

一方で、ハイブリッド債券には固有のリスクがあります。こうしたリスクに対応するため、当運用チームでは組織的な対応を行っています(図8)。

図8：ハイブリッド債券固有のリスクとリスク低減策



※すべてのリスクが低減されるものではありません。
 ※将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。

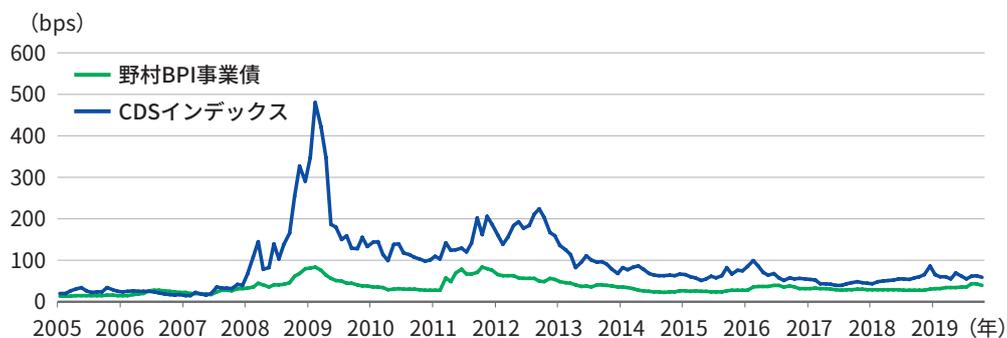
②クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)にはインデックスCDSと個別銘柄CDSがあり、現物社債とは異なる特徴を持つためにポートフォリオのリスク・リターンを管理する上で有効な手段となっています。まずインデックスCDSは、現物社債と異なり、流動性がかなり高く売りポジションが容易に構築可能であることから、ヘッジ手段として活用する場合があります。例えば、流動性がやや劣る利回りの高い現物社債を保有しながら、流動性の高いインデックスCDSの売りポジションを構築します。これにより、クレジット市場が悪化した際に損失を抑制しながら安定的に利回りを享受することを目指します。

また、現物社債の市場参加者がほぼ国内の投資家で占められているのに対し、CDSの市場参加者は外国人投資家が多いため、一般的にはCDSは現物社債よりも海外動向に左右されやすい傾向があります。こうした背景から、同じ発行体の現物社債とCDSとでは価格差が生じるケースが多々あります。そのため、割高なCDSを売って割安な現物社債を購入する裁定取引で利益を得る機会も存在します。

更に、一般的にはCDSの方が現物社債よりも変動が大きいため、CDSを投資対象に加えることで収益機会を拡大させる狙いもあります。図9は、野村BPI事業債とインデックスCDSのスプレッド推移です。野村BPI事業債は過去15年間で100bpsを上回ることはありませんでしたが、インデックスCDSはリーマン・ショック時に400bpsを上回って推移しています。

図9：野村BPI事業債とインデックスCDSのスプレッド推移(2005年1月末～2019年10月末、月次)



※CDSインデックスはMarkit iTraxxジャパン指数を使用
出所:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが作成

CDSを導入することは、下記に示す通り、ポートフォリオの残高増加に対応しつつ、パフォーマンスを維持・向上させる上で有効と考えます。

リスク・リターンの向上	CDSは社債に比べ期待リターンが高く、社債との相関が低いいため、分散効果によりポートフォリオのリスク・リターンが向上
ポジション構築の柔軟性・迅速性	CDSは発行額に制約のある社債を代替するため、柔軟かつ迅速なポジション構築が可能
市場環境変化への対応	機動的なセクター配分、プロテクション買いによるリスク抑制、ロングショートなど、市場環境に応じて超過収益を獲得しつつ柔軟なリスク管理が可能

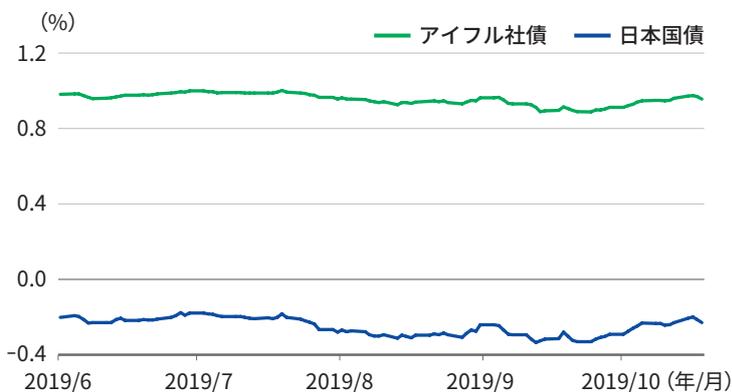
※クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)は、企業や国などの破たんリスクを売買するデリバティブです。

③ハイイールド債券

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国内債券運用ガイドラインにおいて、格付BB以下のハイイールド債券への投資を認めたことから、国内債券市場でもハイイールド債券の発行気運が高まっています。2019年5月にはアイフルが国内初の公募ハイイールド債券を発行しました。格付けはJCRからBBを取得しており、年限は1.5年です。同年限の国債利回りが-0.2%を下回って推移しているのに対して、アイフル社債は概ね0.9%以上と相対的に高い利回りを維持しています。

アイフル社債に対する需要は高く、信託銀行、運用会社、機関投資家等の数十にのぼる投資家が公募に参加し、最終需要は2倍を超えたと報道されています。

図10：アイフル社債と日本国債の利回りの推移
(2019年6月14日～10月31日、日次)



※日本国債はジェネリック日本国債2年単利を使用

※個別の銘柄・企業名は参考情報であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。

出所:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメントが作成

当運用チームでは、弊社ボストン拠点の米国ハイイールド債券運用チームと連携し、格付BB以下の日本債券運用調査プロセスを確立しています。具体的には、2018年6月以降、ボストンの同チームとハイイールド債券運用及び調査に関する会議を行い、北米ハイイールド債券運用で実際に行われているファンダメンタルズ分析等を共有しています。また、弊社香港拠点にてハイイールド債券調査を担当するクレジット・アナリストとも情報交換を行うなど、海外拠点と連携しながら調査を進めています。

新しい 投資対象の開拓

- 1 ハイブリッド
債券
- 2 クレジット・
デフォルト・
スワップ
- 3 ハイイールド
債券

[コラム] 高く安定したパフォーマンスを実現する 企業文化と組織体制

成果主義、現場主義、柔軟な組織

当運用チームではポートフォリオ・マネージャーの報酬体系を戦略的に活用し、高くかつ安定したパフォーマンス実現に資する仕組みを導入しています。例えば、成果を重視し、それに応じた報酬を徹底するため、以下のような方針を採用しています。

- ・ 高く安定したパフォーマンス実現を促進する考え方の明文化
- ・ 上記が徹底されるような報酬の仕組みづくりやコミュニケーション
- ・ 変動報酬の割合とその変動幅を適切に設定
- ・ 運用資産残高よりもパフォーマンスを重視
- ・ KPIやそのウェイトを一定程度機械的に算出する報酬の仕組み
- ・ 報酬繰延支払の仕組み(リテンション・ボーナス)
- ・ 自社ファンドに投資する仕組み

その一方で、運用統括責任者は担当ポートフォリオ・マネージャーや担当クレジット・アナリストの意見や判断を尊重し、現場が適宜適切に運用調査活動を行えるような職場環境の整備に努めています。

また、当運用チームではポートフォリオ・マネージャーを債券種別の担当制とはせず、柔軟な戦略開発が可能となる組織体制を敷いています。例えば、ポートフォリオ・マネージャーは現物債とデリバティブ、国債と一般債のように、市場環境の変化に応じて柔軟に投資対象を組み合わせた戦略開発を行うことができる体制としています。

成果主義、
現場主義、
柔軟な組織

業界屈指の
運用調査体制



業界屈指の運用調査体制

当運用チームは、長きにわたり弊社親会社であるマニユライフ生命の資産を運用する中でクレジット調査体制を充実させて綿密な調査を行ってきたことから、アセット・マネジメント業界屈指の運用調査体制を誇っています。

図11：当運用チームのメンバー

～平均経験年数は20年以上～



ポートフォリオ・マネージャー

左後ろから順に

沼 俊成 Toshinari Numa
(経験年数10年)

中島 雄三 Yuzo Nakajima
(経験年数26年)

金丸 壮史 Takeshi Kanamaru
(経験年数16年)

中村 彰宏 Akihiro Nakamura
(経験年数31年)

左前から順に

津本 啓介 Keisuke Tsumoto
運用統括責任者
(経験年数30年)

長藤 徹志 Tetsushi Nagato
(経験年数24年)



クレジット・アナリスト

左から順に

鈴木 泰之 Yasuyuki Suzuki
(経験年数18年)

芦田 光久 Mitsuhisa Ashida
(経験年数26年)

押田 俊輔 Shunsuke Oshida
(経験年数18年)

マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社にて撮影 2019年6月現在

まとめ

現在のような低金利環境下においては、クレジット戦略を活用したリターンの獲得は重要であると考えます。

クレジット戦略には多様な投資戦略が存在するため、収益源泉を多様化することで、分散効果が期待できます。また、クレジット戦略を有効に活用するためには、分析力を確立し、クレジット・サイクルを高い確度で捉えることも重要です。さらには、市場環境の変化に応じて常に新しい投資対象や投資アイデアを開拓していくことで収益の上積みが可能となります。

弊社の日本債券運用におけるクレジット戦略は、このようなプロセスを実践することで良好な実績を積み上げて参りました。

次回のPortfolio Insightsでは、弊社の日本債券運用のもう一つの柱である金利戦略に焦点を当て、その運用手法とリターンの源泉について解説させていただきます。



主なリスク(リスクは下記に限定されるものではありません)

日本債券運用は、値動きのある有価証券等に投資しますので、投資元本は保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。運用による利益および損失は、すべて投資者(受益者)の皆様に帰属します。

価格変動リスク	有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があり、これによって投資元本を割り込むことがあります。
信用リスク	有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。
ハイブリッド債券固有のリスク	一般的に、ハイブリッド債券は普通社債等に比べて市場規模や取引量が小さく、流動性が低いため、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、ファンドの基準価額が下落する要因となります。 [弁済の劣後] 一般的に、ハイブリッド債券の法的弁済順位は普通社債に劣後します。したがって、発行体が倒産等となった場合、他の優先する債権が全額支払われない限り、ハイブリッド債券は元利金の支払を受けられません。また、一般的に普通社債と比較して低い格付けが格付機関により付与されています。 [繰上償還の延期] 一般的に、ハイブリッド債券には繰上償還(コール)条項が設定されており、繰上償還の実施は発行体が決定することとなっています。予定された期日に繰上償還が実施されない場合、あるいは実施されないと思込まれる場合には、当該ハイブリッド債券の価格が大きく下落することがあります。 [利息の繰延べまたは停止] ハイブリッド債券には利息の支払繰延条項を有するものがあり、発行体の財務状況や収益の悪化等により、利息の支払いが繰延べまたは停止される可能性があります。 [トリガーイベントに伴うリスク] ハイブリッド債券の一部には、発行体の自己資本比率が一定水準を下回った場合や、実質破綻状態にあると規制当局が判断した場合等に、普通株式に強制的に転換される、または元本の一部もしくは全部が削減される条項(トリガー条項)等がついているものがあります。それらが実施された場合には損失が一旦確定し、ファンドの基準価額は影響を受け、大きく損失を被ることがあります。なお、普通株式に転換された場合には、株価変動リスクを負うことになります。
流動性リスク	有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
デリバティブ取引に関するリスク	デリバティブ取引等を行う場合、取引額は委託証拠金その他の保証金(以下「委託証拠金等」といいます。)の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が生じる可能性があります。

費用・手数料等

お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等(以下「手数料等」といいます。)は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。

デリバティブ取引等を行う場合、委託証拠金等の額や計算方法は取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率をあらかじめ表示することはできません。

ディスクレマー

- 本資料は、マニライフ・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」といいます。)が作成した情報提供資料です。
- 当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料に記載された個別の銘柄・企業名は参考情報であり、当社がこれらの銘柄について取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。また、当社のポートフォリオへの組入れを示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第433号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

※マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社は、2020年4月1日付で社名をマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社に変更いたします。