

Portfolio Insights

日本債券運用

- コロナ禍における対応 -

2021年4月 **ダイジェスト版**



コロナ禍の適切な対応と堅調なパフォーマンス

弊社の日本債券運用チームが受託している日本債券運用の代表口座(当運用チームが運用する日本債券運用戦略のうち、代表的な口座)は、アクティブマネージャーにとって厳しい運用を強いられたコロナ禍でも柔軟かつ適切にリスク調整を行った結果、堅調なパフォーマンスにつなげました(図1)。

図1：コロナショック前後のパフォーマンス(2019年9月30日～2020年12月30日、日次)



2019年9月30日を100として指数化

※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。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:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

コロナショックへの初期対応

①新規感染症の傾向

ワクチン開発や免疫の獲得によって収束する性質があると判断

②新型感染症と市場動向

過去100年間において新型感染症が今回のような市場動揺につながった事例がないと判断

③政策対応比較

過去の金融危機事例との政策対応の比較において、金融・財政政策対応がかつてないほど迅速かつ大規模であると判断

弊社では、1918年のスペイン風邪にはじまり過去100年間に発生した事象と市場動向との関連を徹底的に分析し、運用プロセス変更の要否やリスク管理策を再検討しました。多角的かつ広範囲な調査分析の結果、新型感染症の市場への影響は一時的な現象に留まる可能性が高い特殊な事象と早期に結論づけました。

コロナ禍における金利戦略

2020年3月を中心とした市場変動が大きい局面で、不確実性・リスクシナリオを考慮した上でのリスクバジェット配分手法の強化、特定の年限やデリバティブ、またカーブ/スプレッドへのリスクを抑制し、ポートフォリオの機動性を重視する体制へと改善を行いました。

当初市場見通し

欧米におけるコロナウイルス市中感染により、それまでの中国におけるサプライチェーン問題などの金利低下要因に対して、景気後退という需要サイドの金利低下要因が加わったと判断しました。



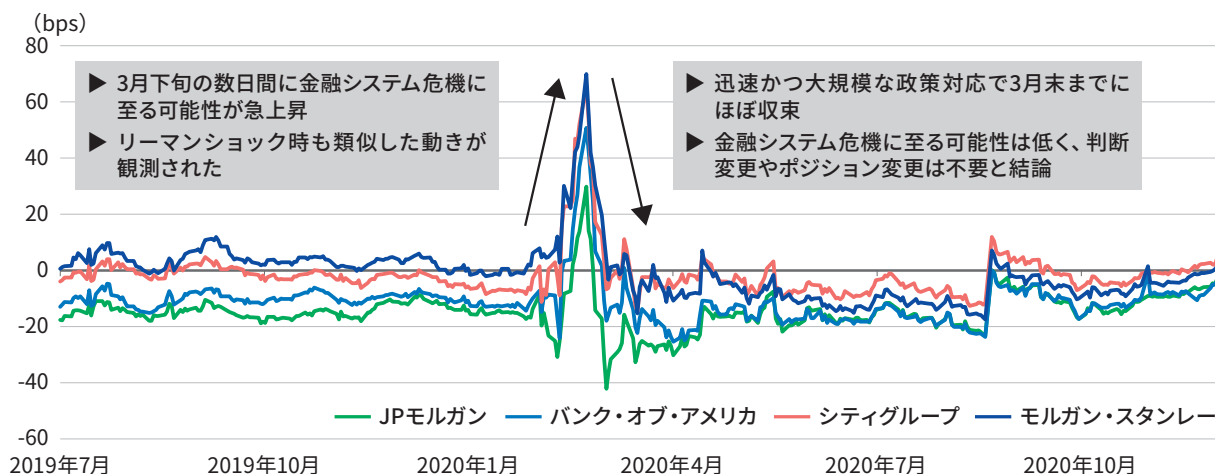
投資行動

デュレーションは小幅長期化とし、月中には調整を行いました。月中には先物が現物対比で極端に割高になるなど、金利水準の割高感を勘案してデュレーションリスクは抑制しつつ、押し目買いスタンスとしました。

コロナ禍におけるクレジット戦略

政策対応が極めて迅速かつ大規模であったために金融システム不安に至る可能性は低いと評価、大きな判断変更やポジション変更はすべきでないとの結論に至りました。一方、需要減に伴う景気の落ち込みは甚大となり得るため、個別銘柄については格下げや減損等のイベントが想定されたことから、**景気循環型銘柄の一部についてはポジション削減**を行いました。

図2：米国主要金融機関のCDS（対CDX指数）推移（2019年7月31日～2020年12月31日、日次）



※上記の個別の銘柄・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。また、将来の組入れ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・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

アフターコロナを見据えて

コロナショックに対して、弊社では早期から十分な時間をかけ、あらゆる視点から「過去」の出来事を分析することで「現在」のリスクの抑制・最小化に努めました。同時に、一貫した運用プロセスや哲学を忠実に実践することで、アフターコロナの「将来」に対する攻めの準備もできたと考えております。

図3：アフターコロナのポジション変更例



金利戦略

- デュレーション短期化や国債先物の売建てによる金利上昇への対応
- イールドカーブ戦略では30年をロングして40年をショート
- 国債に対するスワップのアンダーパフォーマンスを想定して30年スワップ払い



クレジット戦略

- 短期債から長期債にシフトしてクレジット・スプレッドの縮小に備え
- 景気循環型産業や低格付銘柄中心の積極的な銘柄構成に変更
- 資本構造別には、発行体の高い信用力に対して割安感のある利息繰延条項付劣後債とAT1債を積極的に保有

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

※将来の市場環境の変動等により、当該運用方針が変更される場合があります。

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ます。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、マニュアル・インベストメント・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。

マニュアル・インベストメント・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