

# Portfolio Insights

日本債券運用  
～クレジット戦略～

2019年12月 **ダイジェスト版**



「日本債券運用～クレジット戦略～」では、日本債券運用の中で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。

## 業界トップクラスの実績を支えるクレジット戦略のパフォーマンス

当運用チーム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誇ります。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高い寄与度を示しています。

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)

期間	過去1年	過去3年	過去5年	過去10年
類似カテゴリーランキング*1	2位/37本中	2位/37本中	2位/37本中	5位/35本中
運用実績*2	4.87%	1.85%	2.60%	2.55%
(ご参考)超過リターン(対野村BPI総合)*2	0.89%	1.11%	0.74%	0.77%
(ご参考)金利要因*2	0.48%	0.26%	0.21%	0.23%
(ご参考)クレジット要因*2	0.42%	0.85%	0.53%	0.55%

\*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。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・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

## パフォーマンスの再現性を重視した運用プロセス

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徹底した収益源泉の多様化(戦略分散)、②深い専門性に基づく独自のクレジット・サイクル理論、③新しい投資対象の開拓、の3つのポイントがあります。

### ①徹底した収益源泉の多様化

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。

### ②深い専門性に基づく独自のクレジット・サイクル理論

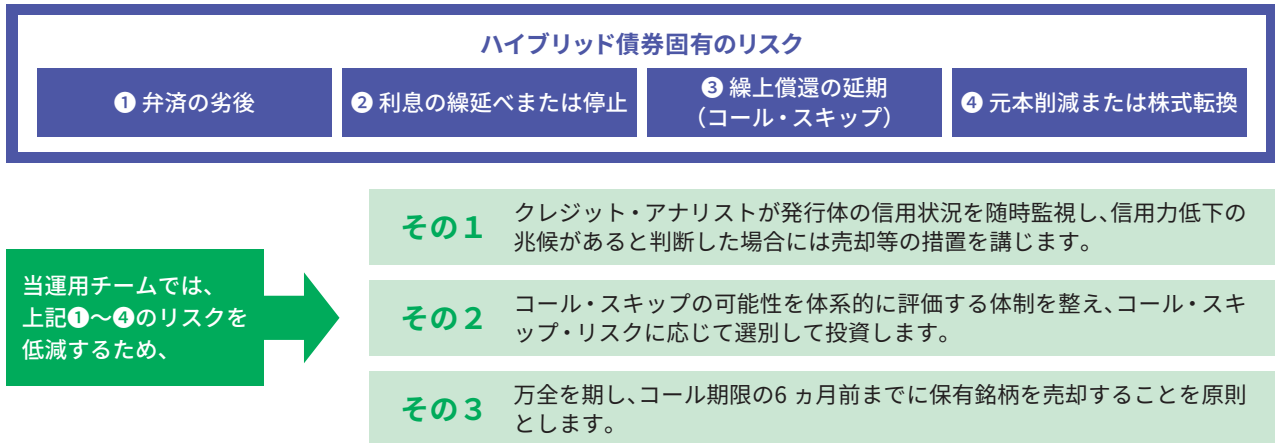
2つ目のポイントは、クレジット・サイクルを高い確度で捉え、サイクルに応じて最適なポジションを取ることです。当運用チームでは、主要国の経済ファンダメンタルズとクレジットスプレッドの関係に着目した独自の「クレジット・サイクル理論」を基に意思決定を行っています。

### ③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。ハイブリッド債券(資本性証券)の発行残高は、約19兆円(2019年8月末時点)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。円建てハイブリッド債の発行額は増加傾向にあり、今後も高水準の発行が見込まれます。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。一方で、図2に示す通り、ハイブリッド債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2：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。

現在のような低金利環境下において、クレジット戦略の重要性は高まっています。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、調査能力を確立し、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、更なる収益の獲得が可能となります。

## 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られない限り、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、マニュライフ・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。

マニュライフ・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