

Portfolio Insights

日本債券運用
- クレジット調査 -

2021年1月 **ダイジェスト版**



弊社の日本債券運用は長年に亘って業界トップクラスの実績を維持してきましたが、こうした実績は充実したクレジット調査体制に支えられています。

チームアプローチ：ベストプラクティスを共有し最適解を探求

クレジット調査において、弊社の投資哲学である「戦略の徹底した分散」、「戦略・投資対象への深い専門性」、「新しい戦略・投資対象の開拓」が鼎立せず、高いレベルで互いに補完しあう関係を取ることを目指しています。再現性の高いプラットフォームを用いることにより分析の質を担保するとともに業務効率を徹底的に向上させ、リソースをユニバースの拡大、深い知見の習得や新規戦略の開拓に関して投入しています。また、知見の共有や新規戦略の立案に当たってはチームでベストプラクティスを共有し、最適解を見つけていくアプローチを採用しています。

幅広い調査カバレッジと効率的な調査体制：迅速な意思決定、機動的な対応ができる体制

弊社のクレジット・アナリストのカバレッジ数(国内発行体)は概ね230となっています。一般勘定向けが140、外部顧客(年金・投信)向けが同じく140で、重複する発行体数が50あるため計230となります(図1)。また、ハイブリッド債券を含めたいわゆるオフベンチマーク債券も50銘柄程度をカバーしています。

図1：調査カバレッジのイメージ



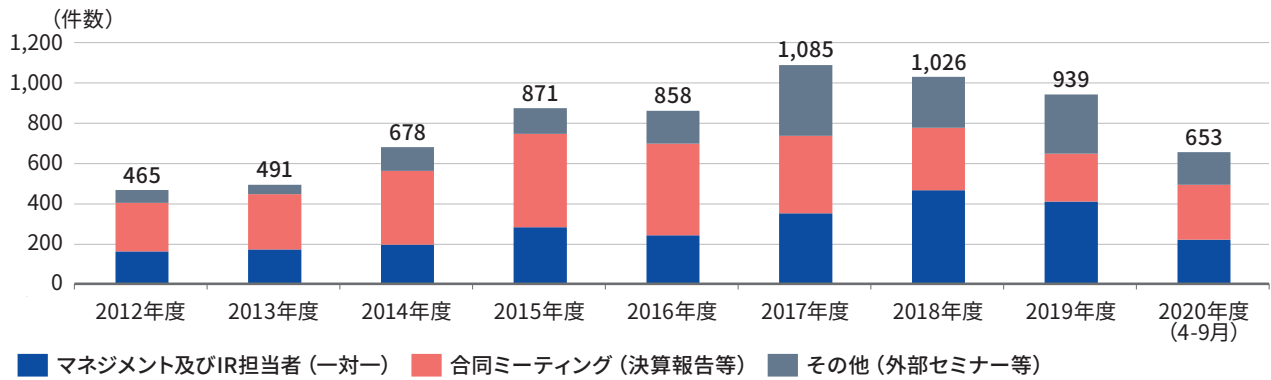
※上記は調査カバレッジを単純化したイメージ図であり、実際とは異なる場合があります。

ここ数年の傾向としては、一般勘定向けで投資をしてきた業歴が長く比較的格付けが高い発行体のハイブリッド債券の発行が増加しています。ハイブリッド債券分析を行う際、発行体のファンダメンタルズ分析を継続的に行っているため、個別債券の特性調査やバリュエーション(相対価値)分析を行えば当該債券への投資の可否やどの程度のバリュエーションであれば投資できるかを効率的に判断できることとなり、迅速な意思決定が可能となっています。また、市場変動が激しい局面においても様々な銘柄の起債に機動的に対応できる体制となっています。

クレジット調査の特色：妥協を許さないクレジット評価

個別銘柄選択を的確に行う上で前提となる弊社のクレジット調査の強みは、①グローバルで一貫したクレジット調査手法と、②一対一ミーティングをベースとした徹底的な調査と考えます。クレジット投資を行う際には必ず発行体・債券に社内格付を付与することになっています。社内格付の客観性を高めるために独自の分析手法の策定も行っています。グローバルな調査手法を採用することによって、グローバルな視点で海外オフィスのアナリストにも理解できるだけの説明力が維持されます。また、2020年度においては第2四半期までに一対一ミーティングを含む653件の取材を行っています(図2)

図2：弊社クレジット調査チームの年度別調査件数(期間：2012年4月～2020年9月)



一貫したプロセスにより企業のファンダメンタルズ分析を行うことで各クレジット・アナリストは自信を持って投資推奨を行うことが可能となります。各アナリストは、社内格付を付与するだけではなく、各銘柄に対して投資推奨を行っていますが、この投資推奨は売りと買いの推奨をはっきりさせることによって、ポートフォリオ・マネージャーが買いか、売りの投資判断を行いやすい仕組みとなっています。

ESGインテグレーション：債券投資家として業界に先駆けた取り組み

弊社は日本債券運用チームとして、業界に先駆けてESGインテグレーションに取り組んでまいりました。弊社では、ESGを従来のクレジット分析に対して付属的なもの、あるいは独立して存在するものとするのではなく、クレジット分析の本源的な要素の一つと捉え、一連の調査プロセスに組み込んでいます(図3)。

ESG課題については、一般的に超長期で捉えられる傾向にありますが、企業がそれを喫緊の課題として認識し、早期対応を取らなければ、将来的な事業・財務・クレジットリスクとして顕在化する可能性が高いものとして、その顕在化の時期・影響度等を極力特定する努力を行っています。

図3：ESGと一体化した調査プロセス



※上記は調査プロセスを単純化したイメージ図であり、実際とは異なる場合があります。

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。
- 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