

Portfolio Insights

日本債券運用

- 円債運用20年の歩みとこれから -
運用チームとの対談

2022年3月

はじめに

～変わらないために、変わり続ける： マニユライフ・インベストメント・マネジメントの日本債券運用チームの挑戦～



「変わらないために、変わり続ける」 変化の時代を生き抜いた経営者たちの著書や人生を謳った歌詞などに多く使われてきたフレーズです。マニユライフ・インベストメント・マネジメントの日本債券運用チームのこれまでの歩みを一言で表現すると、この言葉に尽きます。

日本銀行によるゼロ金利政策、量的緩和政策が導入されてから20年の月日が経過し、日本債券市場は金利水準の一貫した低下傾向、クレジットスプレッドの縮小、そして、市場のボラティリティの低下と債券投資家にとっては、快適な状況が長く続いてきました。こうした変化が非常にゆっくりとしたペースで進んだ結果、短期的にみると市場環境はあまり大きく変わっていないという錯覚に陥りがちです。しかし、10年、20年単位でみると、我々は遥かに違う場所にいることに気付かされます。

ゆっくりとしたペースで進行する変化の危険性は、時に組織や人を、いわゆる“ゆでガエル”状態に晒し、変化へのアジリティー（敏捷性）を奪っていくというところにありま

す。そして、外部環境の変化に気づき思考パターンや行動パターンを変えようと思っても、これまでのパターンから抜け出せずアクティブ・イナーシャ（積極的な惰性、Portfolio Insights 2021年10月号「はじめに」参照）の泥沼に嵌ってしまう。

こうした罠に陥らないためには、まず常に変わらない志を持ち続け、原点を忘れないことが求められます。そして、その志という北極星を見ながら、環境変化に合わせて絶えず変化し続けられるかが、その組織やビジネスの持続可能性を決定づけるのではないのでしょうか。しかし、変化するには勇気が必要です。なぜならば、新しいことには常にリスクが伴うからです。従って、変化を組織のカルチャーとして根付かせるということは、ほぼ等しくリスク・テイク・カルチャーを醸成するということと捉えるべきなのかもしれません。

マニユライフ・インベストメント・マネジメントの日本債券運用チームは、リスク調整後の高いリターンを実現し続け、お客様に円債運用における有効なインベストメント・ソリューションを提供するという“変わらない”志の下、運用プロセスの改善、投資ツールの多様化、投資戦略の多様化、クレジット評価に関する独自の手法の確立、業界に先駆けたESGへの積極的な取り組みなど、“変わり続ける”ことを実践してきました。

その結果、業界でもトップクラスの運用成績を維持するだけでなく、経済産業省、環境省、金融庁のESG関連の委

員会で、運用会社から選出される数少ないメンバーの一社としてもお声がけいただくようになりました。これも適温状態が長く続く日本債券市場の中において、初期の志を忘れることなく絶えずチャレンジし続け、学び、変化し続けた結果であり、運用会社としてのリスク・テーク・カルチャーが深く根付いていることの表れと自負しております。

本稿では、マニユライフ・インベストメント・マネジメン
トの日本債券運用チームの主要メンバーとの対談を通じ
て、私共の「変わらないもの」と「変わり続ける」ものが何な
のか?ということをお伝えできればと思っております。

そして、今後もダーウィンが残した「生き残る種とは、最も強いものではない。最も知的なものでもない。それは、変化に最もよく適応したものである」という言葉の通り、これまで培った変化やリスク・テーク・カルチャーを大切に、変化の時代においても高い付加価値を提供し続けられる会社となれるよう精進して参ります。本稿が皆様の今後の資産運用の一助となれば幸いです。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社
代表取締役社長 山本真一



目次

1. 円債運用のあゆみ (津本啓介)	P04
▶ 一貫した投資哲学と変化への対応	
▶ 日本債券運用チームの取り組み	
2. 金利戦略 (金丸壮史)	P07
▶ 多様な戦略によるパフォーマンスの追求	
▶ デリバティブの活用	
▶ 今後の運用方針	
3. クレジット戦略 (長藤徹志)	P09
▶ 金融危機の克服	
▶ コロナショックでの適切な対応	
▶ 今後の見通し	
4. クレジット調査 (押田俊輔)	P11
▶ 進化し続けるクレジット調査チーム	
▶ ESGに対する取り組み	
まとめ	P13

1. 円債運用のあゆみ

一貫した投資哲学と変化への対応

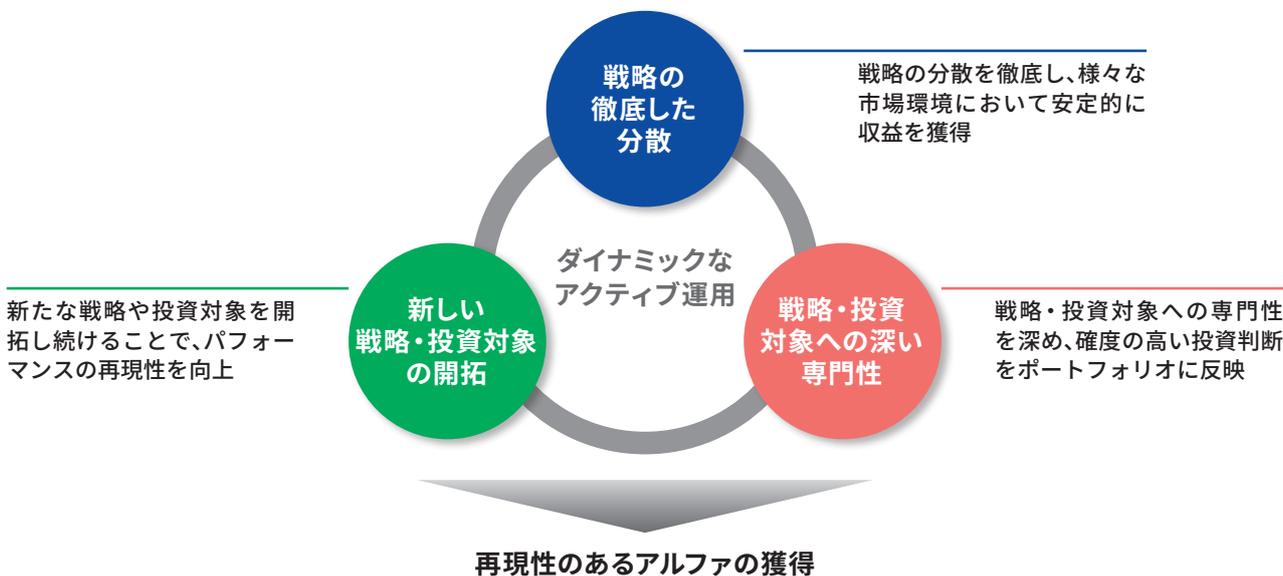
山本 長期にわたり、代表戦略である「日本債券ストラテジック・アクティブ戦略」に携わってこられました。リーマンショックや欧州債務危機などもあり、金融市場は大きく変わってきています。日本債券市場も大きく変遷してきた中で、運用において変わったもの、変わらないものについて聞かせてください。

津本 まず、変わらないものとして投資哲学があります。弊社の投資哲学は、①戦略の分散を徹底すること、②新しい投資対象を開拓し続けること、③戦略・投資対象への専門性を深めることの3つです。これらを通じて様々な市場環境のもとで再現性のあるアルファの獲得を目指しています。

そして変わったものについては、市場の変化に合わせて、戦略および投資対象を増やしてきたということです。市

場は常に変化しますが、その変化は多くの場合、市場参加者の想定を大きく超える規模となります。過去10年を振り返ってみても、グローバルな金融政策の大きな転換、そしてコロナ・ショック等、10年前には全く想定しえなかった規模で市場の変化が起こりました。過去においては、国債を保有し続けたり、シニア債の運用でアルファが比較的容易に獲得できましたが、現在の超低金利環境においては、そうした戦略だけでは通用しなくなってきています。そうした変化に対応する中で、金利デリバティブ(先物、オプション、スワップ)や物価連動国債の活用、ハイブリッド債券投資の拡大、日銀社債オペ等を活用したクレジット戦略の拡充等に取り組んできました。

図1：投資哲学のイメージ



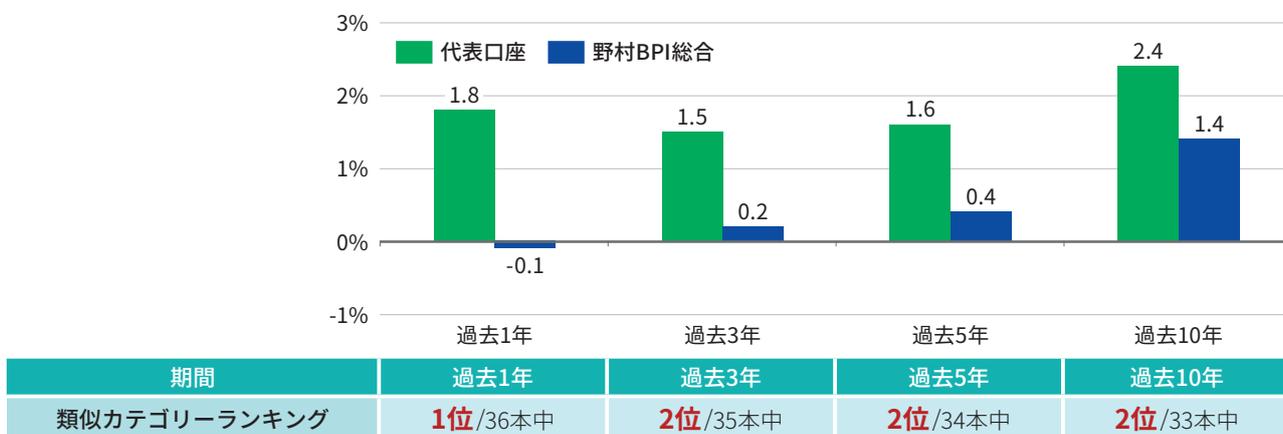
※上記は運用プロセスを単純化したイメージ図であり、実際の運用とは異なる場合があります。

山本 長期のトラックレコードを積み上げてきましたが、これまでを総括してください。また、今後について再現性のあるパフォーマンスを出していくために、取り組んでいくことについて教えてください。

1.93%、1.28%、1.22% (いずれも年率、運用報酬控除前、税引き前)アウトパフォームすることが出来ました。これは業界平均を大きく上回る運用実績です。

津本 弊社の円債アクティブ運用の代表口座は、2021年12月末までの1年、3年、5年で、それぞれ、ベンチマークを

図2：弊社運用チームが受託する日本債券運用の代表口座のパフォーマンス



※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。
 ※上記の代表口座のパフォーマンスは運用報酬控除前、税引き前のものです。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 2021年12月末時点

津本 チャールズ・エリスの著書「敗者のゲーム」では、資産運用業界において一部を除き市場平均を有意に上回るリターンを継続的に出すアクティブ・ファンドはほとんどないと記されています。

弊社の投資哲学に基づいて戦略の分散・拡充や投資対象の拡大を愚直に進めてきたことが、こうした運用実績につながったものと評価しています。仮に弊社が現物国債中心の金利戦略やシニア債中心のクレジット戦略を続けていたとすれば、ここまでの高いリターンを計上することは難しかったと思います。



また、2019年10月に公募投資信託として設定した円建ハイブリッド債券に投資するファンドは、2021年12月末までの約2年2か月で5.90%（年率換算2.66%、運用報酬控除前、税引き前）のリターンを計上することができました。おかげさまで同ファンドは昨年1年間で約2,800億円の資金流入を記録し、国内債券カテゴリーにおいてベストセラーとなりました。

足元の3年ほどで見ると、ハイブリッド債券中心にリターンを上げているという形になってはいますが、この環境が永遠に続くわけではないと考えており、次のアルファの源泉となる投資対象をいかに発掘していくかが重要と考えています。ここまで金利が下がってしまうと、ここから更に下がるということはなかなか想定できません。今のアメリカ市場では金融緩和の大逆転が起き始めていますが、いずれ日本でも同じようなことが起こってくることを想定すると、その時にロングポジションというのは当然ながらマイナスイチになりますので、ショートでいかにリターンを上げるかということが重要と考えています。

日本債券運用チームの取り組み

山本 再現性のあるアルファを出すためにチームのカルチャーは非常に重要な点だと思いますが、この点どのように考えていますか？

津本 一人一人が、パフォーマンスの向上に対して真剣に向き合っていくというのが私のチームの強みです。それに対して、チームのヘッドとしては皆が気持ちよく働ける環境、仕組づくりというのが非常に重要だと思います。

市場は常に変化します。市場参加者の行動様式も変化します。変化する市場環境のもとで再現性のあるアルファを出すために、弊社運用チームでは、運用・調査プロセスを常に改善し続けることを最優先課題の一つと位置付けています。

チームや個人の年次業績目標にもプロセス改善を掲げていて、プロセス改善をメンバーの業績として大きく評価します。背景には、改善・進化がなければ停滞・後退するという強い危機感があります。不断の改善を続けずに再現性のあるアルファを出すことはできません。

優秀な運用人材が集い、一人一人の運用プロフェッショナルがその能力を最大限発揮して再現性のあるアルファを実現すること、そのための創意工夫を奨励し、運用成果を真っ当に評価することが重要です。

山本 変化する市場環境の中でプロセスを改善していくという点について、チームでどのように取り組んでいますか？

津本 月次や隔週で行う会議の中で、新しいアイデアや運用手法について議論をしており、直近ではクレジット・サイクルに係る予測モデルの改良を行いました。こういったものは、定期的に行うというよりも常にマーケットの変化に遅れないように我々の運用手法もブラッシュアップしていくことを心がけています。

再現性のあるアルファを実現するために何が最善か、チームのメンバーやマネジメントと議論をしながらベスト・プラクティスを追求し続けたいと思います。



2. 金利戦略

多様な戦略によるパフォーマンスの追求

山本 「日本債券ストラテジック・アクティブ戦略」の運用を開始して20年の時が経過し、良好なパフォーマンスが続いています。運用開始時と現在では金利水準が大きく異なり、特に昨今のゼロ金利・マイナス金利政策といった低金利環境下でアルファを生み出すのは非常に難しいテーマだと思いますが、運用担当者としてどのようにパフォーマンスを積み上げて来られましたか。

金丸 運用担当者としては、低金利よりも金利の動きがないことの方に難しさを感じます。「金利が低い＝アルファの源泉がない」、というわけではありません。金利が低い局面においてもレンジ内で上昇することもあることから、ショート戦略を取ることが可能です。逆に金利が高いとロング側倒れになりがちであり、それもリスクが高まるため、必ずしも良い戦略とは言えないと思います。

アクティブ運用においては、低金利環境でもある程度変動すれば、手数(戦略)を持ち合わせていることで対応出来ると考えています。

山本 低金利よりも低ボラティリティへの対応が難しいということですね。

金丸 そうですね。一方、顧客の視点からは低金利で収益性が低いと円債の魅力が落ちてしまいます。アクティブ運用でベンチマークに対して超過リターンを出したとしても、絶対リターンが低いためアピール力に欠けてしまいます。このように、アセットクラスとして難しい側面はあると思います。

デリバティブの活用

山本 弊社の運用の特徴としてデリバティブの活用が挙げられますが、金利戦略ではどのようにデリバティブを用いていますか。

金丸 デリバティブは債券運用においては必須のツールであると考えています。例えば現物のみの運用では、デュレーション・ロングポジション構築のためには、債券購入資金としてキャッシュ(含む同等物)が必要ですし、反対にデュレーション・ショートポジション構築のためには売却可能な債券の保有が必須ですが、デリバティブ活用によってこうした制約が大幅に緩和されます。最も流動性が高い国債先物の使用だけでも大きく改善しますが、金利スワップや店頭オプションによるシンセティックポジションの使用によって年限構成も柔軟に構築することが可能となります。

山本 デリバティブを活用することで、より見通しを表現しやすくなるということですね。デリバティブの活用方法として、レバティブ・バリュー取引もあると思いますが、具体的には現在どのような取引を行っていますか。

金丸 現在は、現物国債対比の先物戦略に力を入れています。先物は海外投資家が多用するため海外金利との連動性が高く、結果として現物国債対比で大幅に割安または割高になるケースが散見されます。そういった局面で逆張りのアウトライト先物戦略や、銘柄選択的に先物割高時に先物ショート vs 10年JGBロングといった戦略が有用と考えています。取引コストの観点では、先物は卸値、現物国債はオファービッド込みの小売価格と例えることができ、先物を上手く活用したいと考えています。

図3: デリバティブの活用例

デリバティブ	戦略	用途
先物	デュレーション・ショート戦略	金利上昇局面で収益獲得
先物	アウトライト・ロング戦略	金利低下期待&先物アウトパフォーム期待
先物	スプレッド戦略	例:先物ショート vs 10年現物ロング
金利スワップ	スティーブナー戦略	カーブのスティーブ化から収益獲得
金利スワップ	アセットスワップ戦略	JGBとスワップの相対リターンに着目
金利スワップ	短期ゾーン・アウトライト戦略	無担保コールレート予想から固定受けまたは払い
OTCオプション	シンセティック・ロング/ショート	JGBポジションを複製(制約の緩和)

※上記の見解・見直し・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。

山本 日々の投資アイデアはチームの中でどのようなプロセスで生み出されているのでしょうか。

金丸 投資戦略や運用プロセスは月に2回程度見直しを行っており、積極的に課題を発見しつつ、早期に改善を施して行きたいと考えています。その時々良かったことや悪かったことを洗い出してプロセスの改善につなげています。頻度については、少な過ぎると忘れてしまい、多過ぎても同じ内容が繰り返され結果的に何もしくなる、ということがあるので、月2回がちょうど良いと感じています。過去の様々な失敗・成功のパターンの蓄積を上手く使いながら、プロセスをどう改善すべきか議論し、見直しを実施しています。

今後の運用方針

山本 足元のマーケットではアメリカが金融緩和から引き締めへ前倒しで動く可能性があり、インフレも長引く可能性があるという見通しの中で、少なからず日本にも影響が出てきています。このようなマーケットの変化に対する具体的な投資アイデアについて教えてください。

金丸 今年は「日銀」が大きなテーマになると考えています。現在の日本の低インフレはテクニカルに見て過小評価されており、今年はそれが剥がれていき、個人的には今後一時的に2%を超えるのではないかと見ています。過去、黒田総裁になってから物価目標達成まで遠い状況が続いてきましたが、期せずして一時的とはいえ達成してしまう可能性があります。黒田総裁の任期は来年4月までですが、時間が経過するにつれてポスト黒田体制の政策レジームが意識される可能性が高く、また総裁後任を占う上で重要な前哨戦となる7月の参院選も材料視されそうです。利付国債については金利が断続的に上昇圧力を受け一方で低下余地が限られるとの見方から、デュレーション・ロングは慎重スタンスとし、むしろ割高時のデュレーション・ショート戦略を追求する方針です。

山本 インフレ率の上昇を想定した場合、物価連動国債をより活用していくことは考えていますでしょうか。

金丸 現状は物価連動国債のアウトライト・ロング取引を行っています。名目金利は上がる余地もあり、下がる可能性もある一方、現状の期待インフレ率は+0.5%程度ですが、今後CPIの伸び率が一時的としても+2%に向けて拡大する中ではバリュエーション的に押し上げられる可能性が高いと考えています。物価連動国債のアウトパフォーマンスは想定できると見ています。



山本 最後に、日本のマーケットだけ見てはJGBの変動要因を分析できないということがありますが、海外のマーケットのモニタリングはチームでどのように行っていますか。

金丸 JGBの変動要因にはグローバル・ファクターと国内ファクターがあります。グローバルはアメリカが中心ですがヨーロッパの比重が高くなる局面もあります。基本的にはグローバル・ファクターのウエイトの方が大きい時間が長いのですが、日銀が動くとき国内ファクターが大きくなります。どちらのファクターに重きを置くべきかという分析が重要であることから、相対的な重要性を常にチェックするプロセスを組み入れています。チームでは6割程度の時間を海外金利の分析に割いている一方、日銀に関する不確実性リスクが高まる局面においては国内ファクターを集中的に分析しています。



※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。

3. クレジット戦略

金融危機の克服

山本 過去20年以上に亘ってクレジット運用を担当され、良好な運用実績を積み上げてこられました。その背後では様々な危機や低迷期もあったのではないかと思います。過去を振り返り、一番困難な時期はいつだったのか教えてください。

長藤 多くの市場参加者と同様に、2008年の金融危機が最も困難な局面として記憶に刻まれています。全ての社債価格が大幅に下落し、多くの銘柄の流動性が蒸発してしまったという点で、それまで誰も経験したことのない大規模なショックでした。2007年に20bpsを下回っていた野村BPI事業債の対国債スプレッドは、2009年初頭に80bpsを超える水準まで拡大、流動性は枯渇しました。

当時、社債を主な収益源泉としていた運用商品はいずれも大きな打撃を受け、投資家離れが進みました。私は当時もクレジット戦略担当のポートフォリオ・マネージャーで、顧客からの解約こそなかったもののパフォーマンスは悪化し、周囲の厳しい視線に晒された時期です。何も分かっていなかったことを思い知らされ、打ちのめされるという辛い経験でした。

当時の運用プロセスは1～3カ月程度のやや短期的な市場見通しに基づいたものであり、また分析データの期間は過去30～50年程度に留まっていた。100年に一度と言われる2008年の金融危機のような大きな潮流を予測することは叶わず、限界を思い知らされました。二度と同じ過ちを繰り返さないためには、運用プロセスの抜本的な見直しが必要でした。



山本 それまでの危機に比べ、2008年は金融システム自体の危機という誰も経験したことのない打撃であったと思います。その際の運用プロセスの改善内容はどのようなものだったのでしょうか。

長藤 二度と同じような損失を被らないことを目標として掲げ、世界中の入手可能な全てのデータを集め、洗い直す膨大な作業に取り組みました。海外、特に米国では経済統計やクレジット市場関連データを1800年代まで遡って取得することが可能です。データが取れない国や時期については各種文献を読み込みました。過去100年以上遡って各国のクレジット・サイクルや金融危機を様々な角度から分析していくうちに、2008年の金融危機の発生メカニズムを理解できるようになりました。

弊社ではクレジット・サイクルを3-5年程度の民間部門債務のサイクルと、50年単位の政府部門債務のサイクルに分けて捉えます。大きな金融危機はこの政府部門債務のサイクルに基づいて発生しています。このクレジット・サイクル予測プロセスの下で2011年後半の欧州債務危機を予測、2011年半ばに円建外債を削減、2011年末から円建外債をオーバーウェイトすることで相対的に優位なパフォーマンスを上げることができました。

クレジット・サイクルを的確に予測できれば、よりハイリスク・ハイリターンな投資対象を適時適切に活用できる強みにつながります。弊社はハイブリッド債券を積極的に活用していますが、そのウェイトや銘柄構成をクレジット・サイクルに応じて変動させています。これが長きに亘って優位なリターン/リスクを維持している重要な要因の一つになっています。

コロナショックでの適切な対応

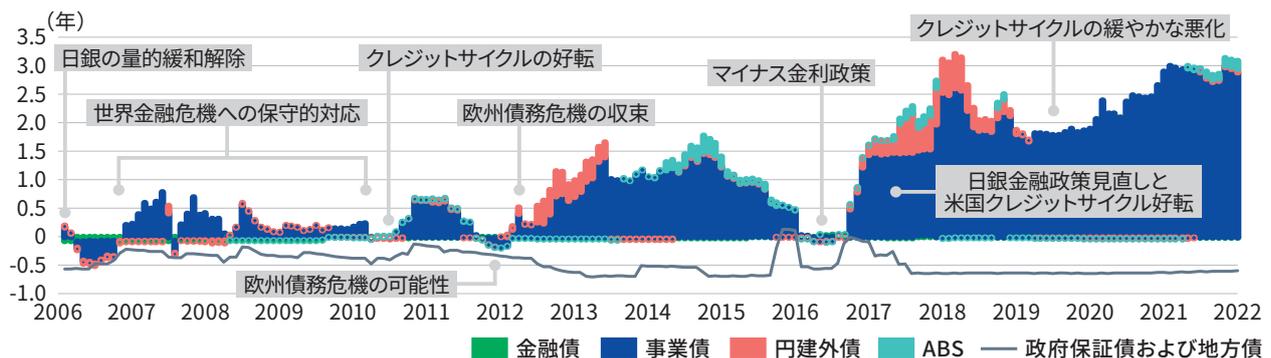
山本 2020年にはコロナ禍という新たな脅威が到来した訳ですが、パンデミックという金融市場の外から来るリスクに対して、どのように乗り越えられたのでしょうか？

長藤 2020年のいわゆるコロナ・ショックは、従来の運用プロセスでは予測が難しいという点で新たなチャレンジでした。数週間かけて過去100年以上に亘る世界中の新規感染症と経済ファンダメンタルズ、資本市場の関係を洗い直した結果、新規感染症の発生によって資本市場に大きな影響が継続する可能性は極めて低いと結論づけました。これは、過去において新規感染症は繰り返し起こりましたが、それによって資本市場が動揺した期間は一時的

なものに留まっていたためです。

このように、資本市場では新しい事象が常に発生しますが、それを改善の機会と捉え、固有の立証基盤に基づいて運用プロセスを拡充させていくことが弊社の強みであると考えています。市場では繰り返し起こる普遍的な事象(例えばクレジット・サイクル)と、一時的に止まる特殊な事象(例えばコロナ・ショック)がありますが、この二つを見極めるためには固有の立証基盤を拡充していくアプローチが有効です。メディアや他の市場関係者の見方を鵜呑みにせず、自分で調べて自分の頭で考えることです。

図4：クレジット配分の推移(2006年1月1日～2021年12月31日、月次)



*クレジット配分は事業債等の時価ウェイトと修正デュレーションの積(野村BPI総合対比)。年限を加味したアクティブ・ウェイトを指す(2021年12月末現在)

今後の見通し

山本 最後に、世界的にインフレ率が上がり金融引き締め局面に入ってくる中で市場は転換点を迎えているように見えます。今後3-5年を見据えて、市場の見通しと投資方針、投資家が気を付けなければならないことについて教えてください。

長藤 3-5年程度の中長期的なクレジット・サイクルは2022年半ばまで良好と判断しています。設備投資は徐々に増加し、需給ギャップは改善し、クレジット・スプレッドは縮小または安定する局面です。ただし、足元の物価上昇や金融緩和縮小が示すように、徐々に景気に過熱感が出てきます。2022年半ば以降はそうした負の側面に留意していく必要があります。

50年単位の超長期クレジット・サイクルの観点では、しばらくの間は低金利環境が続き、金融システム内の流動性が高い状態が続くため、金融危機が起こる可能性は低いと捉えています。ただし中国のGDPが世界に占める割合が上昇していく中、同国の金利水準や景気サイクル、通貨はこれまで以上に大きな潮流に影響を及ぼしていくと考えられます。

こうした市場見通しの下で、段階的にディフェンシブなポートフォリオにシフトしながら、業種・銘柄選択や年限・格付の観点で利上げや中国のリスクにも備える方針です。一方、低金利環境が継続するという長めの視点では、相対的にキャリア・ロールダウン効果の高いハイブリッド債券のような投資対象がアウトパフォームしやすい市場環境が続くと考えています。

※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。

4. クレジット調査

進化し続けるクレジット調査チーム

山本 2006年に「日本債券ストラテジック・アクティブ戦略」が設定されて以来、15年以上にわたり良好なパフォーマンスを牽引する、弊社のクレジットリサーチチームの特徴を教えてくださいませんか。

押田 ①「グローバルで一貫したクレジットリサーチ手法と海外投資家目線の説明力」、②「1オン1ミーティングをベースとした徹底的なリサーチ」、③「生命保険(マニユライフ生命グループ)の一般勘定での投資をベースとした幅広いカバレッジ」の三つが大きな特徴です。

山本 弊社はグローバルな金融グループの一部ではありますが、具体的にはどの様に運用プロセスの中にグローバルな視点を取り入れているのでしょうか。

押田 我々の業務では最初に社内格付けを付与するのですが、アナリストのファンダメンタルズ分析をベースに、発行体が属する産業内における同程度の格付け付与先との比較と社内格付けモデルでの相対的な水準の確認というプロセスを通じて行われ、信用力評価の客観性・妥当性を高め、その一貫性と再現性の確保に努めています。これにより、世界各国のアナリストが同水準の格付けを付与することができます。弊社の場合、海外のアナリストと議論ができる点が強みですが、海外のアナリストと同一の尺度で議論するには、日本企業のビジネスモデルや特有の状況をグローバルな動向と合わせて英語で説明することが求められます。

山本 例えばハイブリッド債券にしても、海外と日本で特徴が違ったり、コールスキップに対する考え方にも違いがあると思うのですが、それぞれの差異をどの様にアジャストしていますか。

押田 ハイブリッド債分析の起点となる銀行セクターの分析では、グローバルに規制は同一ですが、規制当局の運

用が異なるといった事象も海外アナリストに各国の状況等をヒアリングできますし、実際にかかなりの数の議論を重ねてきました。例えば、欧米ではコールスキップが経済合理性をベースに考える商慣行となっているので、なぜそのような商慣行となってきたのかということを知ることができます。

山本 二点目に挙げた「1オン1ミーティングをベースとした徹底的なリサーチ」について、他社も企業訪問は実施していると思うのですが、弊社の特徴や差異はどこにあるのでしょうか。

押田 弊社が1オン1ミーティングを行う場合、新規の発行体以外はプレゼンテーションを依頼せず質疑からお願いするというのが一番大きな違いかと思います。質問の作成等、アナリストの負担は増加しますが、ミーティング時間の効率的な活用、発行体の弊社取り組み姿勢の理解による継続的な発行体とのコミュニケーションの容易さ等に大きなメリットがあると考えております。例を一つお伝えすると、ある発行体の社債発行IRで、弊社は3時間を頂きました。当該IR全体で15社合計15時間と聞いておりますので、弊社の取り組みが当該発行体にも伝わった例だと考えています。

山本 三つ目の特徴である「生命保険の一般勘定での投資をベースとした幅広いカバレッジ」については、具体的にどのような点がクレジット調査において有利に働いていますか。

押田 一般勘定の運用とグループ外のお客様の運用でカバレッジが異なり、幅広くカバーしていることが強みに繋がっています。これにより、どのような局面でも様々な銘柄の起債に機動的に対応可能になっています。例えばハイブリッド債券投資に関しては、一般勘定でカバーしている発行体から起債が始まったのですが、発行体のファンダメンタルズ分析は継続的に行っているため、個別債券の特性・バリュエーション評価を行えば当該債券への投資の可否やどの程度のバリエーションであれば投資できるかを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。



ESGに対する取り組み

山本 クレジットアナリストチームではESGインテグレーションにも精力的に取り組んできたと思うのですが、なぜ取り組んできたのか、また弊社のESGに対する取り組みの特徴を教えてください。

押田 ESGインテグレーションには、2017年の外部のセミナーをきっかけにESGがクレジット評価に対してどこかで非常に大きな影響を与えるかもしれないと考えるようになり、お客様からの要望も相まって、真剣に取り組むようになりました。弊社の場合、海外のグループ会社には多数のESGスペシャリストが在籍しており、そこから情報を得ることができます。特にカナダは資源輸出国であり、資源輸入国の日本とは、共に資源が重要という観点で親和性が非常に高いのではないかと考えており、カナダの企業であるという点は日本でESG活動を行う上で大きな強みとなったと感じています。

山本 ESGの取り組みがクレジット調査にどのような影響を与えていますか。

押田 ある企業が大型買収に伴ってハイブリッド債券を発行したのですが、弊社では財務IRだけではその企業のサステナビリティや、財務戦略に対して確信を得ることができませんでした。その際、同社のサステナビリティ部門とエンゲージメントをする機会があり、経営者の経験に基づく同社の考え方を聞くことができました。また、エンゲージメントには、被買収企業の方も臨席をされていて、実際のシナジーを感じることができました。このミーティングを踏まえ、投資を実行したという例があり、我々のクレジット調査においてもプラスの効果が出てきています。

山本 最後に、押田さんは、中央省庁の検討委員会のメンバーとして国内ESG債のルールを作る側にもいますが、今

後ESGに関する企業側の開示や運用者の運用姿勢はどのように発展してくと感じますか。

押田 発行体が、ESG債の発行を通じて自分たちの戦略を上手くアピールできる場になれば良いと思います。自社の戦略を上手く伝えて頂くことで、企業価値向上、ひいては信用力向上について投資家の理解が進むことが期待できます。社債をより多く発行できることにもなりますので、我々の投資機会にもつながっていくと思います。また、ESG債は、ポートフォリオマネージャーの選択肢の幅を広げることになるのではないかと思います。運用者の姿勢については、ESGの評価をどこまで、運用プロセスの中に実質的に取り込めるかというところが重要だと思います。伝統的なクレジット分析では3年から5年程度しか分析していなかったのが、ESGに取り組むことで、より長い期間の分析をするようになったので、伝統的信用格付が想定する期間(3~5年)を超えた先にある事業機会とリスクに対する予見可能性が高まったと思います。ESGのリスクと機会をおさえることは、パフォーマンスをあげるための良いツールになるのではないかと思います。



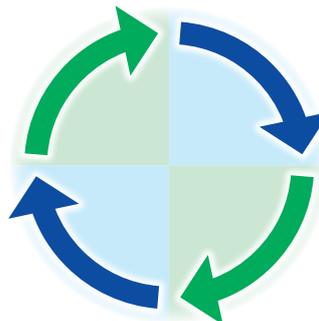
図5：日本債券運用チームのESGインテグレーション

Investment

投資実施時の調査に加え、イベントリスクスコア等によるポートフォリオのリスク管理を実施

Engagement

グローバルESGチームとの緊密なコミュニケーションによるグローバルな視点・債券投資家としての視点から発行体の企業価値向上に係る対話を実施



Screening

ESGスコアと信用格付等を組み合わせて債券投資家の視点からのスクリーニングを実施

Integration

ESG課題が将来的にクレジットリスクとなる可能性を考慮し、リスクの“可視化”に取り組む例：人口減少、気候変動

※上記は当社が説明のために作成したイメージ図です。

まとめ

1. 円債運用のあゆみ

- 一貫した投資哲学
 - ①戦略分散、②新しい戦略・投資対象の開拓、③専門性の追求
- 投資哲学の徹底した追求と変化への対応がアルファの源泉
- 再現性のあるアルファ実現のために、チームでベストプラクティスを追求

2. 金利戦略

- 低金利環境下においても戦略の多様化によりパフォーマンスを追求
- デリバティブを活用することにより柔軟なポジション構築が可能
- 今後のマーケットでは日銀の政策レジームの変化に着目

3. クレジット戦略

- 2008年の金融危機を克服し、クレジット運用プロセスを危機に耐えるものに改善
- コロナ・ショックでは過去事例を徹底的に分析し、適切に対応
- 景気過熱を背景とする2022年後半のクレジット・サイクル悪化に備え、保守的な運用方針で臨む

4. クレジット調査

- マニユライフ・グループの特徴を活かして進化し続けるクレジット調査チーム
- カナダの企業であるという点は日本でESG活動を行う上で大きな強みに
- ESGのリスクと機会をおさえることは、パフォーマンスをあげるための良いツールになる

Portfolio Insightsでは、引き続き弊社の日本債券運用を支えるさまざまなテーマに焦点を当てて解説させていただく予定です。

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。
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。

ディスクレーム

- 本資料は、マニユライフ・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。
- 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・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

 **Manulife** Investment Management