

# Portfolio Insights

## 日本債券運用

- 魅力度を増す日本のクレジット市場 -

2023年6月 **ダイジェスト版**

# 1. 注目に値するバリュエーション水準

## テクニカルな視点で投資妙味

国内社債の平均的なクレジット・スプレッド(社債利回りと国債利回りとの差)は、2022年に入ってから足元まで拡大を続けてきました。図1は野村BPI事業債のクレジット・スプレッドの推移です。現在の46bpsは1997年以降の過去26年間ではかなり高い水準であることが分かります。国内のクレジット・スプレッドを歴史的に俯瞰すれば、少なくとも相当なリスクを織り込み済みであると言えるでしょう。クレジット・スプレッドの特徴の一つである平均回帰性を踏まえれば、ここからのスプレッド拡大余地は限定されている一方、スプレッド縮小余地は大きい

と考えています。

クレジット・スプレッドの特徴のもう一つに、上下に循環(サイクル)を繰り返すという点があります。図1の下表で表しているように、国内のクレジット・サイクルは平均的には4年程度続く傾向があり、そのうちクレジット・スプレッド拡大局面は15か月程度、縮小局面は34か月程度とより長く続く傾向が見られます。足元のクレジット・スプレッド拡大局面はすでに15か月以上が経過していることから、ある程度成熟していると捉えることができます。

## 海外市場と比べて割安感のある国内市場

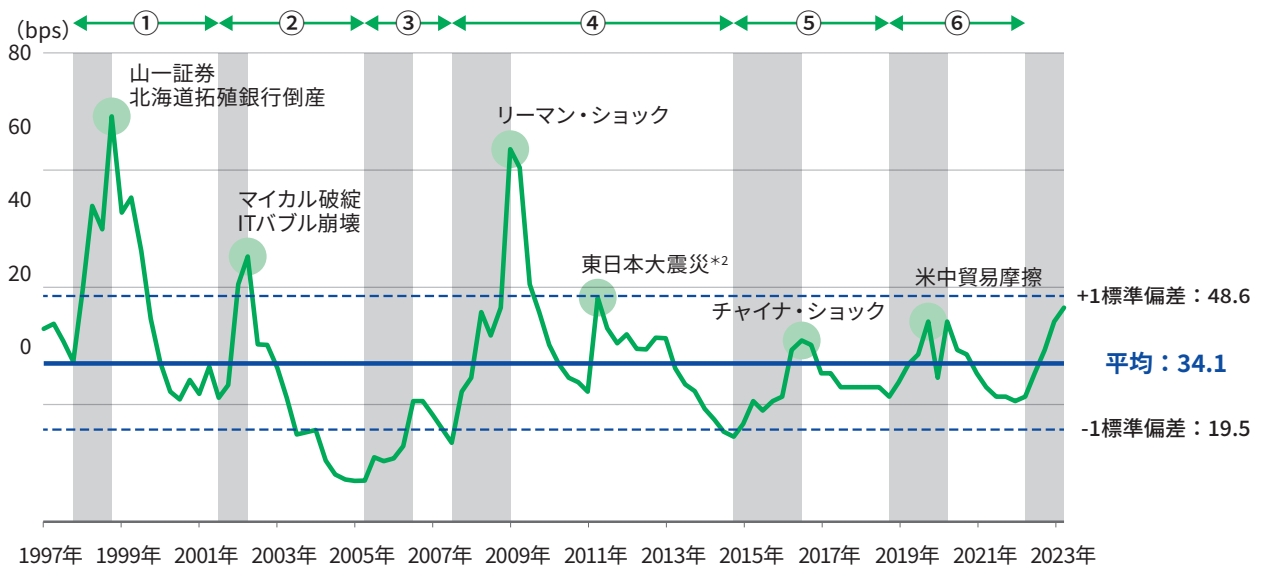
国内市場が米国市場に対して割安である理由は様々な可能性が考えられますが、その一つに金融政策の正常化が遅れていることによる不確実性があると捉えています。

12月19-20日に開かれた金融政策決定会合で、日銀はイールドカーブ・コントロール(長短金利操作、YCC)の下での10年物国債金利の許容変動幅について、従来のプラスマイナス0.25%からプラスマイナス0.50%に拡大するこ

とを決定しました。これを受けて、当日の10年国債利回りは0.25%強から0.50%弱に急上昇しました。

金融政策における2023年の位置づけとしては、2024年以降の出口に向けた過渡期となる可能性が高いと捉えられます。したがって日銀の政策不確実性は断続的に高まりやすく、国内クレジット市場を相対的に割安な水準にとどめる要因となる可能性があります。

図1：NOMURA-BPI事業債スプレッドの推移 (1996年12月末～2023年3月末、四半期)



	①	②	③	④	⑤	⑥	平均
サイクル(年)	3.8	3.8	2.2	7.3	4.0	3.3	4.0
拡大局面(月)	12	9	15	18	21	12	14.5
縮小局面(月)	33	36	12	69	27	27	33.9

\*1：2011年3月～15年3月は東京電力を除く。

\*2：東日本大震災によるスプレッドの拡大は天災による一時的な特殊要因のため、クレジット・サイクルの拡大局面とは見なしておりません。

※上記実績は過去のものであり、将来の成果等を示唆または保証するものではありません。

出所：Bloomberg Finance L.P. (以下「ブルームバーク」といいます。)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

本頁内に記載された見解・見通し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。

## 2. マクロ経済ファンダメンタルズの先行きと投資機会

### クレジット・サイクルと投資機会

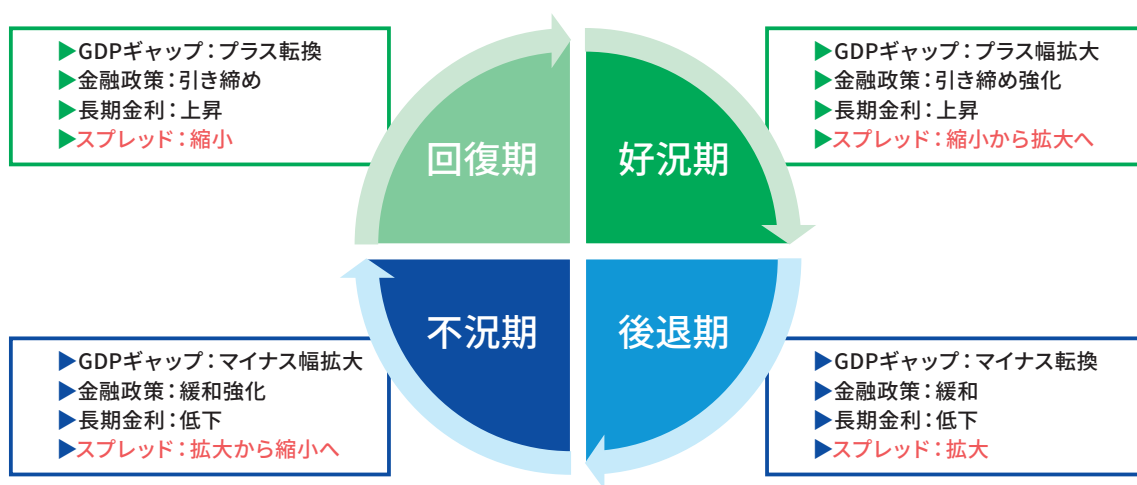
各国の中央銀行は、景気循環に応じて金融政策を変更することで物価や雇用の調整を図っています。中央銀行の対処に伴い、企業の投資や家計の消費行動が変化することで、クレジット・スプレッドは循環的にサイクルを描いてきました。図2は景気循環とクレジット・スプレッドとの関係を示したものです。

今後3か月から6か月程度の短期的な視点では、物価上昇率の低下や金融引き締めが投資家にソフト・ランディングを意識させ、クレジット市場の悪化は一旦

落ち着く可能性があります。

2023年後半以降、経済成長が続いてGDPギャップのプラス幅が拡大していく場合、追加的な金融引き締めの結果としてクレジット・スプレッドが再度拡大する恐れがあり、注意が必要です。なお、次にスプレッドが大きく拡大する場合はそこがピークとなりやすく、その後はクレジット・スプレッド縮小局面、すなわち投資の好機となる可能性が高いと想定しています。

図2：景気循環とクレジット・スプレッドの関係(クレジット・サイクル)



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

## 3. 国内企業の信用力とボトムアップ調査の視点

### 国内企業の信用力は総じて安定的

国内では長きに亘る経済成長率の低迷により期待収益率も低下し、国内企業が全体として設備投資を抑制して投資を回収してきた結果、負債資本構成は長期的に改善傾向が続いてきました。大企業製造業の設備投資動向は国内のクレジット・サイクルに大きな影響を与える傾向があり、全産業と分けてその動向を把握しておくことが

重要です。また、国内企業の信用力は総じて安定的と言えますが、社債発行体を個別に見ればその財務健全性や信用力の方向性は様々です。同じ発行体でも社債の商品性が多様化しているため、個別債券ごとにそのリスクも異なっています。

### ボトムアップ調査能力がますます重要に

多様なリスクと投資機会を見極めて、安定的に運用成果を上げていくために曖昧な投資推奨を許さない仕組みが有効です。当社が構築している仕組みでは、投資推奨

の高いものほどパフォーマンスが良く、また投資推奨の悪いものは明確にアンダーパフォームしており、そして長期に亘ってパフォーマンスの再現性も維持しています。

本頁内に記載された見解・見通し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。



## 4. ポートフォリオ構築上のポイント

### 戦略分散とシステムチック・リスクの管理

当社の総合型円債運用では、多様な戦略から分散されたリターンを得ることを重視しています。金利とクレジットへの戦略分散を行った上で、システムチック・リスク(クレジット市場全体の変動リスク)をシナリオ分析で管理し、個別銘柄リスクは多様な角度から分析した上で管理します。

システムチック・リスクについては、スプレッドの変動シナリオ別にその変動幅と確率を付与し、確率の変化に基づきポートフォリオを構築します。当社で実際に用いているシナリオ毎の期待リターンをマトリックスで例示したのが図3です。

図3：スプレッド変化とポートフォリオの期待リターン（2023年6月時点）

〈今後6か月間のクレジット戦略想定リターン(キャリア・ロールダウン考慮後)〉

クレジット アクティブCTD*	6ヶ月後 NOMURA-BPI事業債スプレッド変化								
	-10bp	-5bp	-2bp	+0bp	+2bp	+5bp	+10bp	+20bp	+40bp
2.1	+1.69%	+1.25%	+0.99%	+0.81%	+0.63%	+0.37%	-0.08%	-0.96%	-2.73%
1.9	+1.55%	+1.15%	+0.91%	+0.74%	+0.58%	+0.34%	-0.07%	-0.88%	-2.50%
1.7	+1.42%	+1.05%	+0.83%	+0.68%	+0.53%	+0.31%	-0.06%	-0.79%	-2.27%
1.5	+1.28%	+0.95%	+0.75%	+0.61%	+0.48%	+0.28%	-0.05%	-0.71%	-2.03%
1.3	+1.14%	+0.84%	+0.67%	+0.55%	+0.43%	+0.26%	-0.04%	-0.63%	-1.80%
1.1	+1.00%	+0.74%	+0.59%	+0.48%	+0.38%	+0.23%	-0.03%	-0.54%	-1.57%
0.9	+0.86%	+0.64%	+0.51%	+0.42%	+0.33%	+0.20%	-0.02%	-0.46%	-1.34%
0.7	+0.72%	+0.54%	+0.43%	+0.36%	+0.28%	+0.17%	-0.01%	-0.37%	-1.10%
0.5	+0.58%	+0.44%	+0.35%	+0.29%	+0.23%	+0.15%	+0.00%	-0.29%	-0.87%
0.3	+0.44%	+0.33%	+0.27%	+0.23%	+0.18%	+0.12%	+0.01%	-0.21%	-0.64%
0.1	+0.30%	+0.23%	+0.19%	+0.16%	+0.13%	+0.09%	+0.02%	-0.12%	-0.41%

\*事業債・円建外債・ABSのアクティブCTDの合計値、現在のアクティブCTDを網掛け表示

〈想定スプレッド水準\*〉

事業債	35bp	40bp	43bp	45bp	47bp	50bp	55bp	65bp	85bp
ハイブリッド債券	145bp	159bp	168bp	174bp	180bp	189bp	203bp	232bp	291bp

\*事業債：NOMURA-BPI事業債スプレッド、ハイブリッド債券：ハイブリッド債券平均スプレッド

※上記実績は過去のものであり、将来の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・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

### 多様な個別銘柄リスクを管理する

個別銘柄リスクには実に多様なものが存在しています。当社の個別銘柄リスク管理プロセスには、以下に挙げるような多様な手法があり、多角的に個別リスクを捉えることに注力しています。

- ① イベント・リスク評価に基づくデュレーション寄与度(年限を加味した保有比率)上限管理
- ② 資本性証券コール蓋然性分析と6か月前売却ルール
- ③ M&Aリスク評価
- ④ 不正会計リスクスコア
- ⑤ 格付の方向性によるリスク管理
- ⑥ 相対株価分析

① イベント・リスクとは、銘柄固有のリスク全般を担当クレジット・アナリストが事前に5段階で評価するものです。イベント・リスクを評価するだけでなく、それが社債価格に織り込まれているかどうかも踏まえて、その程度に応じてポートフォリオに組み入れられるデュレーション寄与度の上限を設定しています。

② 資本性証券のコール蓋然性分析では22の評価項目を設定し、資本性、経済性、投資家保護姿勢など、様々な観点からコール・スキップ・リスクを評価しています。またポートフォリオ構築にあたっては、コールまで6か月以内の銘柄は原則として保有しません。

### 社債需給分析とトレーディング戦略による収益分散

当社の円債運用における社債売買高は年間数千億円に上ります。プライマリー市場とセカンダリー市場双方での大量の売買を通じて、ディーラー動向や投資家動向など、様々な需給情報を分析することで運用成果の向上に努めています。社債需給を分析することで今後の社債価格について、特に数か月程度の短中期的な予測力を向上

させることができます。

需給に基づく短中期的な社債価格の動きは、経済ファンダメンタルズに基づく長期的な動きとは異なる方向となる場合が多くあります。当社では、トレーディング戦略を種別選択と個別銘柄選択に続く第三の収益源として活用しながら、同時に戦略分散も図っています。

上記の運用方針は作成時点におけるものであり、将来の経済・市場環境により変更する場合がございます。

## 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ます、これによって投資元本を割り込むことがあります。
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。 [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見込まれる場合には、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、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。
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。
- 金融商品取引契約の締結等に当たっては、必ず契約締結前交付書面や金融サービス提供法に基づく重要事項説明書等をご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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。
- 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