



WEBセミナー クレジット市場と運用戦略 報告

(本レポートは、2022年7月22日に開催したWEBセミナーの内容をダイジェストしてお伝えするものです。)

セミナープログラム

第1部 グローバル債券運用の再整理

第2部 国内社債投資という選択肢

【第1部 グローバル債券運用の再整理】

運用戦略部 部長 都甲 貴久

モデレーター 運用本部副本部長 浅野 孝

年初からインフレ環境の変化を受けた、米欧金融政策当局の金利引き上げ等の影響で、海外を中心に債券利回りは急上昇しています。中長期的な投資環境の潮流変化も意識される中、債券投資環境の変化とそれに対する対応に関して考えていきたいと思います。

現在の環境認識

まず最初に現在の経済の状況からお話します。米国のインフレ率は歴史的な高水準となっており、食品とエネルギーの影響を除いたCPIコアで見ても6%と、FRB（米連邦準備制度理事会）の目標である2%を大きく上回り、1980年代以来の水準となっています。一方で、失業率はFRBの長期予想である4%を下回り歴史的な低水準となっていますので、FRBの政策目標との比較でも問題とはならないことが分かります。このような状況下では、FRBは最優先課題として、当面は物価安定に注力すると考えられます。



出所：BloombergをもとにTMAM作成

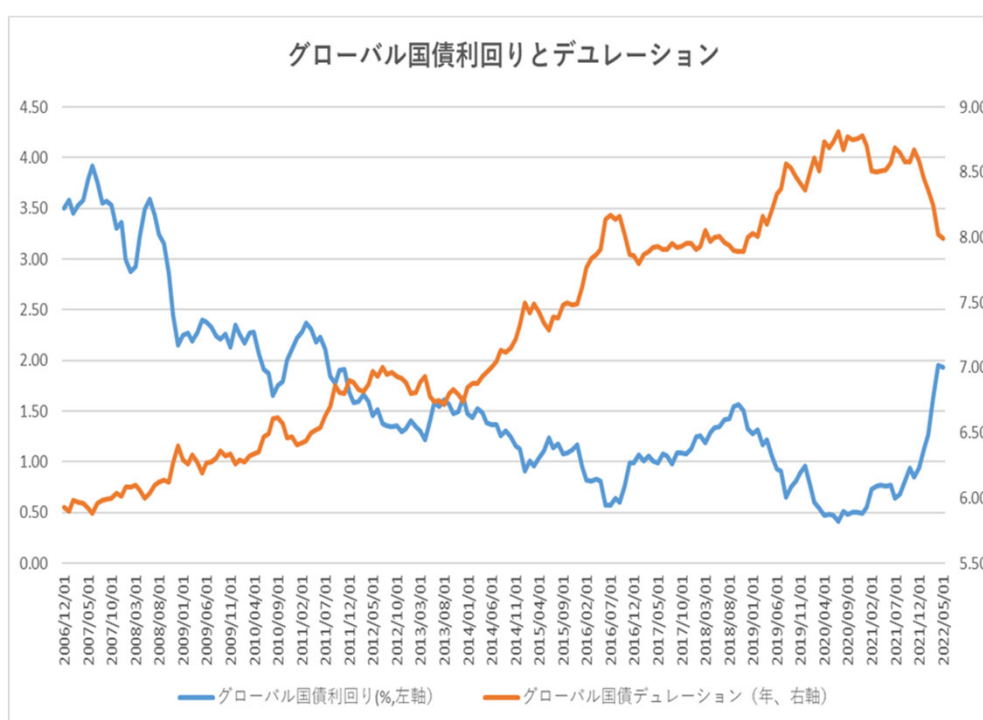
歴史的な高水準となっているインフレに対してFRBは本年から利上げを開始しており、直近では一度に0.75%という大幅な利上げを行っています。金融市場では既に今後の追加利上げが織り込まれ

ていますが、実質短期金利（FF金利 - コアインフレ率）は足元で大幅にマイナスとなっており、現在織り込まれているFF金利の水準は、インフレ率との比較で低水準と考えられます。市場では1年後までに相当程度の追加利上げが織り込まれていますが、これを加味しても実質短期金利は歴史的低水準であると言えます。つまり、インフレ率が急速に低下しない限り、インフレ抑制のためには追加で更なる利上げが必要となり、これが従来の想定以上に大幅になる可能性を示していると考えられます。

グローバル債券投資の課題

現在、グローバル債券投資には二つの課題があると考えています。

一つ目の課題は、グローバル債券投資におけるリスク対比のリターンの低下です。グローバル債券に投資する際、金利変動リスクは大きなリスクの一つと考えられますが、金利変動リスクを示すデュレーションが延びている一方で、それに対して享受できる利回り＝リターンが低下していることが分かります。



出所：BloombergをもとにTMAM作成

グローバル国債：Bloombergグローバル国債インデックス、2022年5月31日時点

二つ目の課題は直近のピークからの下落率です。本年はグローバル債券にとって非常に厳しい環境となっており、政策金利の引き上げに伴う長期金利の上昇と、社債スプレッドの拡大が同時に見られる中、足元までのグローバル債券のドローダウンは金融危機時に匹敵もしくはこれを上回るものとなっています。

従来、債券市場でドローダウンがみられる際には、その後に金融緩和が期待されることから相対的に小幅に留まることが多かったのですが、今回はインフレ抑制のための金融引き締めに起因するため、ドローダウンが大きくなっていることが特徴です。したがって、このような環境下では、ドローダウン（ダウンサイドリスク）をいかに抑えるかが大きな課題であると考えます。

グローバル債券投資に期待する役割

投資家にとって、グローバル債券投資に期待する役割の一つは、「リスク資産に対するヘッジ効果」であると考えます。通常、グローバル債券は概ね株式と逆相関であり、株式に対して中長期でヘッジ効果が期待できるのですが、本年初から株式と債券が同方向に動くことが多くなっており、ヘッジ効果が低下しているよう

に見えます。このような局面でグローバル債券投資をどのように考えるのかは整理が必要です。

期待する二つ目の役割は、「安定的な利回り享受」であると考えられます。グローバル債券は相対的に高利回りであり、利回り享受の観点からは魅力的な投資対象と考えられる一方で、グローバル債券インデックスの利回りの低下とデュレーションの長期化により、金利上昇リスクへの対処を考えなければなりません。

グローバル債券運用の再整理

グローバル債券投資に期待される役割と投資家の課題を踏まえ、現在の環境に適したグローバル債券投資のポイントは、メリハリをつけることだと考えます。中長期的観点で期待されるリスクヘッジ機能を実現するためには、金利感応度が高い（デュレーションが長い）ことが重要になります。一方で、足元のような金利上昇局面では、デュレーションリスクを抑え、社債スプレッド等を中心に利回りを享受する投資が有効とみられます。

このような、中長期と短期で一見矛盾する要請に応えるため、グローバル債券投資を再整理する必要があります。具体的には、グローバル債券運用の一部を、以下のような戦略にすることを考えます。

まず、中長期的な要請である、リスク資産へのヘッジ効果を得るために、金利感応度が高く、リスク資産のヘッジ効果を最も効率的に享受できる、グローバル超長期債への投資を考えます。次に、デュレーションリスクを抑えて、社債のスプレッドを安定的に享受できる、グローバル短期社債への投資を考えます。他には、円建て社債の有効活用も考えられますが、これに関しては後述いたします。

再整理後のグローバル債券投資は次のようなイメージとなります。

従来からあるグローバル債券への投資をコア資産と位置付け、グローバル超長期債、及びグローバル短期社債等をサテライト資産と位置付けます。そのうえで、コア資産とサテライト資産を組み合わせます。サテライト資産は、それぞれ期待される役割が異なりますので、状況や目的に応じてこの投資割合を変えることができます。例えば、足元のような金利上昇局面では、当面は短期社債の比率を高めとし、その後金利上昇の進展とともに徐々に超長期債に入れ替える等ということが考えられます。

グローバル短期社債の特徴

ここでは、サテライト資産としての「グローバル短期社債」の特徴として3点ご紹介します。

まず、デュレーションリスクの低さによるリターンの安定性が挙げられます。デュレーションリスクに対する利回りは、他の債券インデックスを大きく上回っており、デュレーションリスクをあまりとらずに効率的に利回りを享受できる投資対象であると考えられます。

	利回り(%)	デュレーション(年)	利回り/デュレーション
グローバル国債	1.99	7.95	0.25
グローバル総合債券	2.59	7.10	0.36
グローバル社債	3.77	6.66	0.57
グローバル短期社債	2.86	1.98	1.44

出所：BloombergをもとにTMAM作成、2022年5月31日時点、グローバル債券利回りは現地通貨ベース

グローバル国債：Bloombergグローバル国債インデックス

グローバル総合債券：Bloombergグローバル総合インデックス、

グローバル社債：Bloombergグローバル社債インデックス

次に、グローバル短期社債は歴史的に他の債券インデックス対比で相対的に低ドローダウンとなっています。金利上昇とスプレッドの拡大が同時に発生するというグローバル債券にとり非常に厳しい今回の局面でも、グローバル短期社債のドローダウンは他の債券インデックスの半分程度になっています。

3点目は、良好なリスクリターンと他資産との相関の低さです。過去15年間の各債券インデックスと比較すると、グローバル短期社債のリスクはグローバル国債、グローバル総合債券の約6割程度である一方、リターンはグローバル国債等とほぼ同水準であり良好なリスクリターンとなっています。また、グローバル短期社債は他資産と相対的に低相関となっており、投資することにより、分散効果が期待できると考えられます。

【第2部 国内社債投資という選択肢】

債券運用部シニアファンドマネージャー 岩城 尚也

モデレーター 運用本部副本部長 浅野 孝

激変する投資環境の中で国内クレジット市場環境に関しても変化が見られます。それは、これまでよりもポジティブに受けとめられるでしょう。第二部においては、メリハリの利いた投資選択肢の一つとして、国内社債投資をご紹介します。

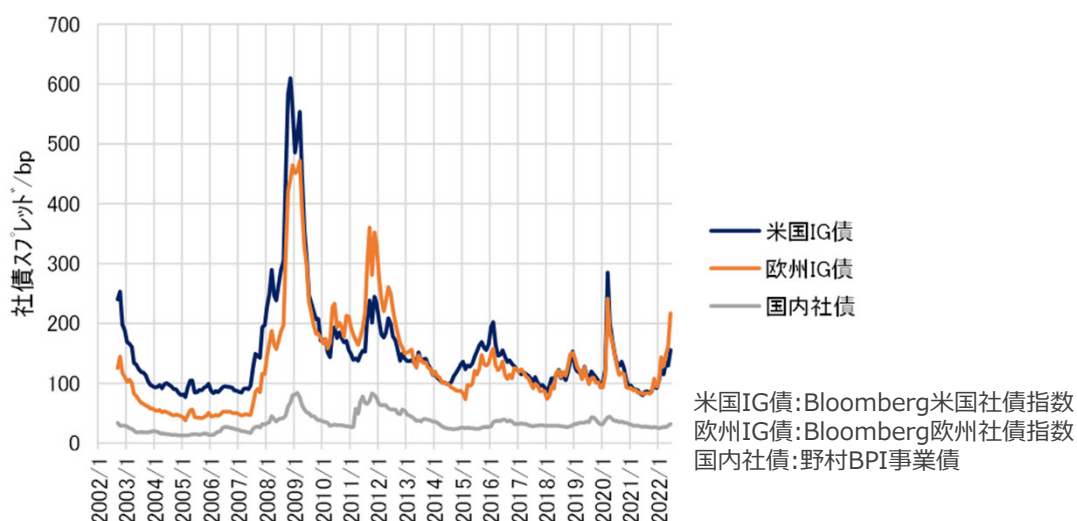
現在の環境認識

年初来からのリスク資産の下落率をみると、株式だけでなく債券の中でも低格付社債やデレートの長い債券の下落幅が大きくなっています。債券の種別で比較すると、ハイイールド債のスプレッドが拡大しマイナス幅が大きくなっている一方で、国内債券や国内社債に関しては下落幅は相対的に小さなものにとどまっています。

日米欧の10年債の利回り推移でみると、日銀によるフォワードコントロールにより日本国債の利回りは欧米に比べて抑えられています。また、ヘッジコストが上昇してきているためヘッジ付き米国債の利回りに対して、国内債券の利回りが相対的に見直されてきています。

また、現在社債スプレッドが拡大している環境ですが、金融市場環境と企業景況感の両方の面から、今後もスプレッドは拡大しやすいと考えます。ただし、年初来の金融政策正常化に伴う金利上昇と、過度な利上げによる景気後退懸念によるスプレッド拡大により、過去20年のなかでも欧米の社債スプレッド

<日米欧社債スプレッド推移>



出所：BloombergをもとにTMAM作成

レドの水準が高くなっているのに対して、このような環境下で国内社債のスプレッドの安定性には注目したいと思います。

資金の置き場としての国内社債

次に国内社債の特徴を紹介します。

①ドローダウンの小ささ

年金ポートフォリオに組み入れられる代表的なリスク資産と比較すると、リターンにおいて見劣りするもののドローダウンの小ささからは、安定的なリターンであると言えます。リーマンショック時には社債スプレッドの拡大により対国債超過収益はマイナスとなったものの、社債利回りのベースとなる国債金利が低下したことで、社債全体（国債+社債スプレッド）のリターンはプラスとなりました。

②株式との低相関性

過去の収益率からみて、国内社債と内外株の相関は低くなっています。社債と株式の相関は高いのではないかとご質問をいただくことがありますが、国内に限定した場合には株式と社債の相関は総じて低くなっております。

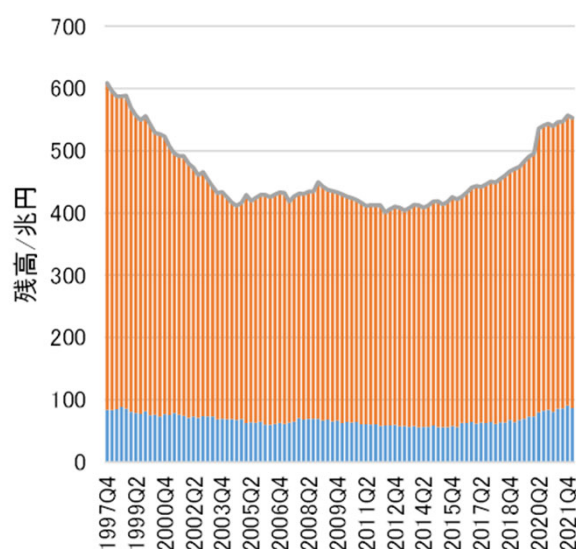
③保有主体が持ち切り中心の銀行や保険会社

国内社債の保有者構造を見ると、預金取扱機関を含め持ち切りの投資家が多く、証券投資信託や年金基金、公的年金が主にアクティブ運用の主体でありセカンダリー市場でも取引を行っていますがその割合はおよそ10%程度となっています。そのため、環境が悪くなった際にも売られることが少なくスプレッドが広がりにくくなっています。

④間接金融主体の調達構造

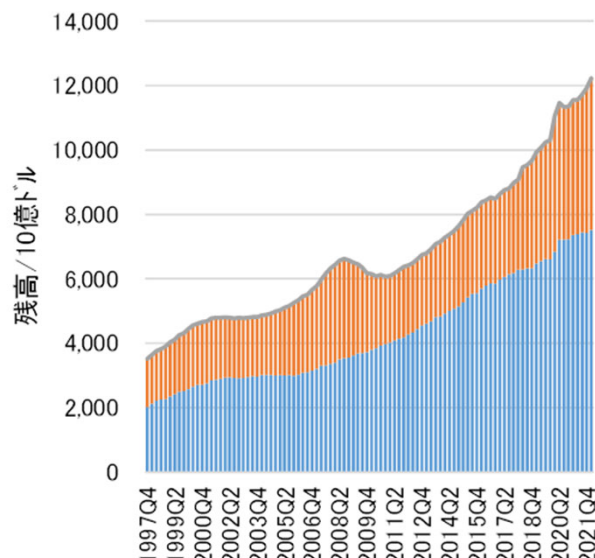
国内企業の資金調達は社債調達が増えてはいるものの、依然として間接金融が中心です。そのため、社債発行による直接調達が厳しい環境下になった際には、間接金融を利用できることが、スプレッド推移が安定する一因となっています。

<国内非金融法人の有利子負債の調達構成>



出所：日本銀行資料をもとにTMAM作成

<米国非金融法人の有利子負債の調達構成>



出所：FRB資料をもとにTMAM作成

■ 間接調達(銀行借入等)
■ 直接調達(社債、CP等)
— 有利子負債

⑤国内大手企業の強固な財務基盤

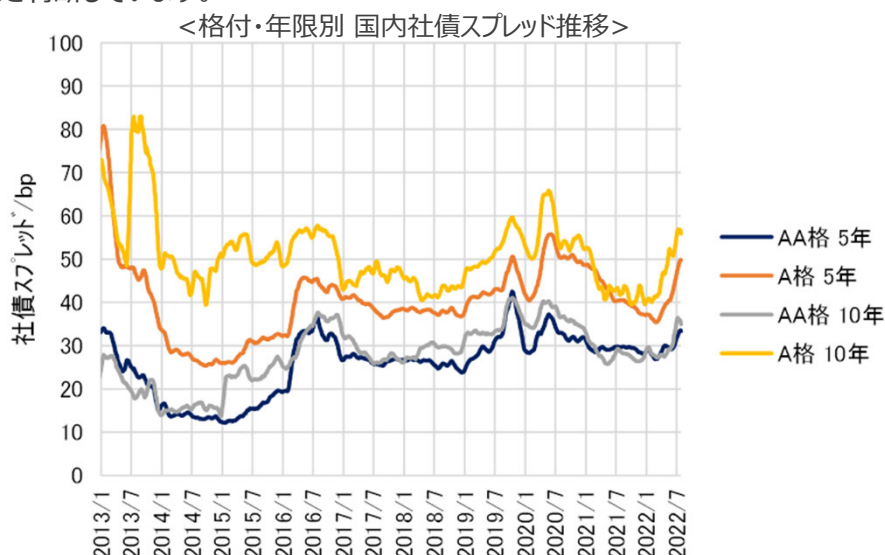
過去からの利益蓄積があることから、国内大手企業の財務基盤は強固となっています。コロナ禍により予防的に手元キャッシュを厚めに持つために有利子負債を増やしたことやEBITDAの減少により、財務指標は一時的に悪化したものの、その影響は現状ではほぼなくなっています。自己資本比率も高い水準となっており、強固な財務基盤に支えられて格下げがされづらいと考えています。

国内社債投資の論点

まず、社債スプレッドの先行きの見通しですが、足元の海外スプレッド拡大による投資家センチメントの悪化が好転することは見込みにくく、電力会社の起債の増加もあり、スプレッドの拡大基調が続く可能性があります。ただし、スプレッドの水準はヒストリカルに見て高い水準となっているため、投資するタイミングとしては悪くない水準にきていると見ています。

次に、格付やクオリティの考え方についてですが、コロナ禍のスプレッド拡大は財政・金融政策のサポートにより早期に解消されましたが、高インフレ下での政策サポートは期待しづらいでしょう。したがって、市場見通しの不透明感が払拭できない環境下では、ダウンサイドリスク抑制の観点からは種別・格付など質の見極めが重要であり、格付ではAA格とA格の上位まで、種別では劣後債よりもシニア債を 선호します。

最後に、年限の考え方です。基本的には、国内の需給ギャップがマイナスであるなかで、金融政策の正常化に向かうことは国内経済へのマイナス影響が大きく、仮に修正があったとしても金利急上昇という展開は想定しづらいものと考えています。国内の物価上昇は財価格中心の上昇であり、足元では商品（コモディティ）価格に頭打ちの兆しも出てきています。2023年にかけては、グローバルにインフレ率がピークアウトし、利上げ打ち止めから利下げに転じる可能性もあります。そのような見通しからは、短い年限（5年程度）までが買やすく、イールドカーブコントロールで支えられている10年までは投資妙味があると判断しています。



出所：BloombergをもとにTMAM作成

【終わりに】

足元の経済環境、投資環境、不透明性は非常に高い状況が続いております。

ただ、こうした状況下にあっても、いや、こうした状況であるからこそ、メリハリの利いた形で安定収益の追求手法としての債券投資に関して、ここまで述べてきたように再考する余地があると考えられます。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）、S&PグローバルSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第8号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）、ムーディーズSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第3号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2021年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。