

債券投資の応用編

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
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

<https://www.fromhc.com>

2024.10.22

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



信用リスク

信用リスクの目安がなければ、普通の投資家は、債券に投資することができません。そこで、債券毎に専門家から、客観的な信用リスク格付(rating)の付与を受けるのが通例です。一般的には、格付の高い債券ほど、利回りは低くなるように取引されています。機関投資家の世界では、格付の低い債券を分離して管理するのが通例です。基準格付以上の債券を投資適格(investment grade)といい、それより下をハイイールド(high yield)と呼びます。一般に、どの国でも、国債は最も信用リスクが低いとされます。

信用リスクのスプレッドと超過収益

国債は信用リスクがないとみなされるため、その他の債券の利回りは、国債よりも高くなることになり、その差をスプレッド(spread 上乗せ金利)と呼びます。スプレッドは、信用リスクが大きな債券ほど、大きくなります。従って、総合収益の期待値も高くなります。その追加収益の源泉には、少なくとも、市場分断・資本コスト・流動性の三要素が考えられます。

銀行の制約

金融機関は信用リスク管理体制の整備を要請される中、投資可能な信用格付けの水準を内規等で定め、取れる信用リスクに制限をかけます。また、高格付けの社債は、自己資本規制上も有利に扱われ、金融機関の主要な投資対象の一つとなっています。一方で、金融機関が投資できない相対的に低格付けの社債の中には、割安で放置された魅力的な投資対象が存在します。

資産担保証券 (Asset-Backed Securities ABS)

債権等の資産を裏づけに、資産から発生する収益(債権の金利や償還金)を、債券の金利支払と元本の償還に充当するものをいいます。仕組み上、原資産は、安定的なキャッシュフローを生むものでなければいけないので、多くの場合、貸付債権が使われます。原資産の集合(プール)に対して、優先順位の異なる複数の種類の証券(トランチ)が発行され、優先順位の高いものは、格付が高いです。

住宅ローン担保証券 (Mortgage-Backed Securities MBS)

資産担保証券の一種であり、住宅ローンの元利返済金を裏付けとした債券です。

トランチング (tranching)

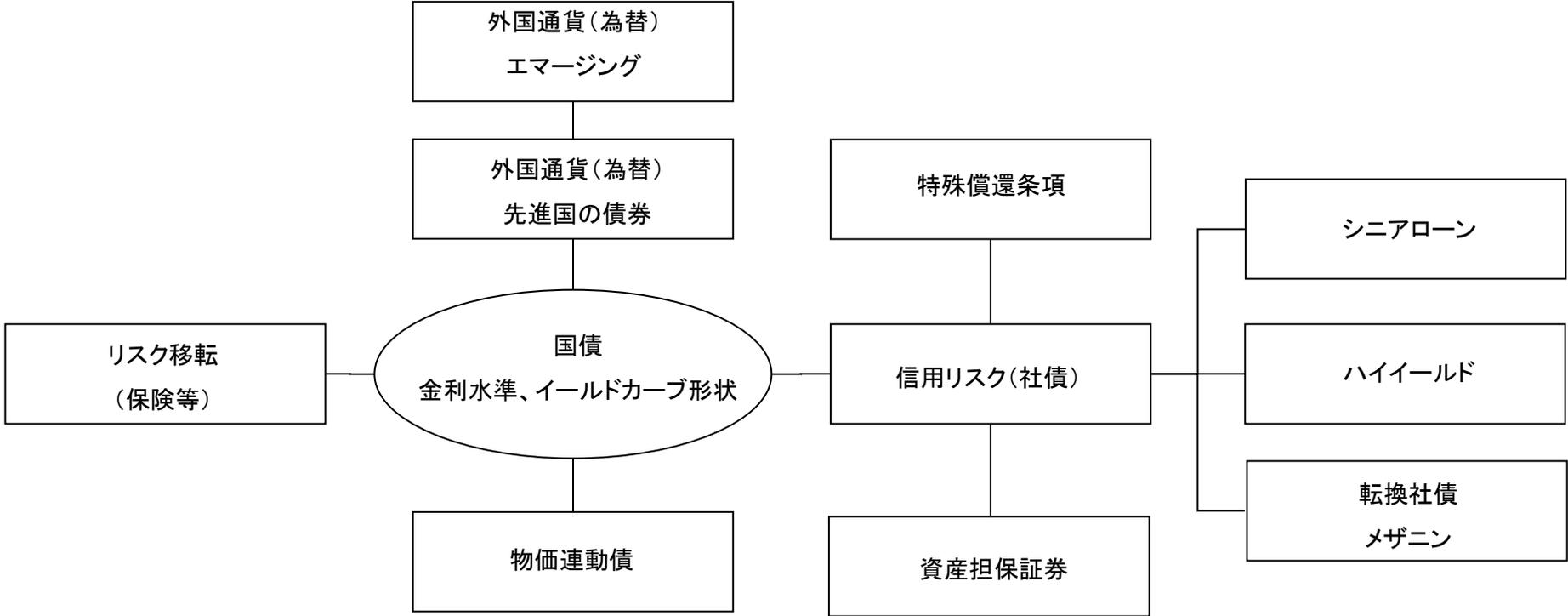
フランス語で一切れを意味するトランシュ(tranche)が語源で、一塊の原資産の集合について、返済の優先順位の異なるトランシェを切り分けること。こうして切り分けられた優先順位の高いトランシェには、高い信用格付けが付与されます。

早期償還リスク

米国のMBSのように早期償還が可能な債券は、金利低下時には早期償還されるため、債券価格は100に収束してしまい、一方、金利上昇時には回収が長期化し、デュレーションが大きくなるため、金利上昇に対する価格の下落には一層拍車がかかります。

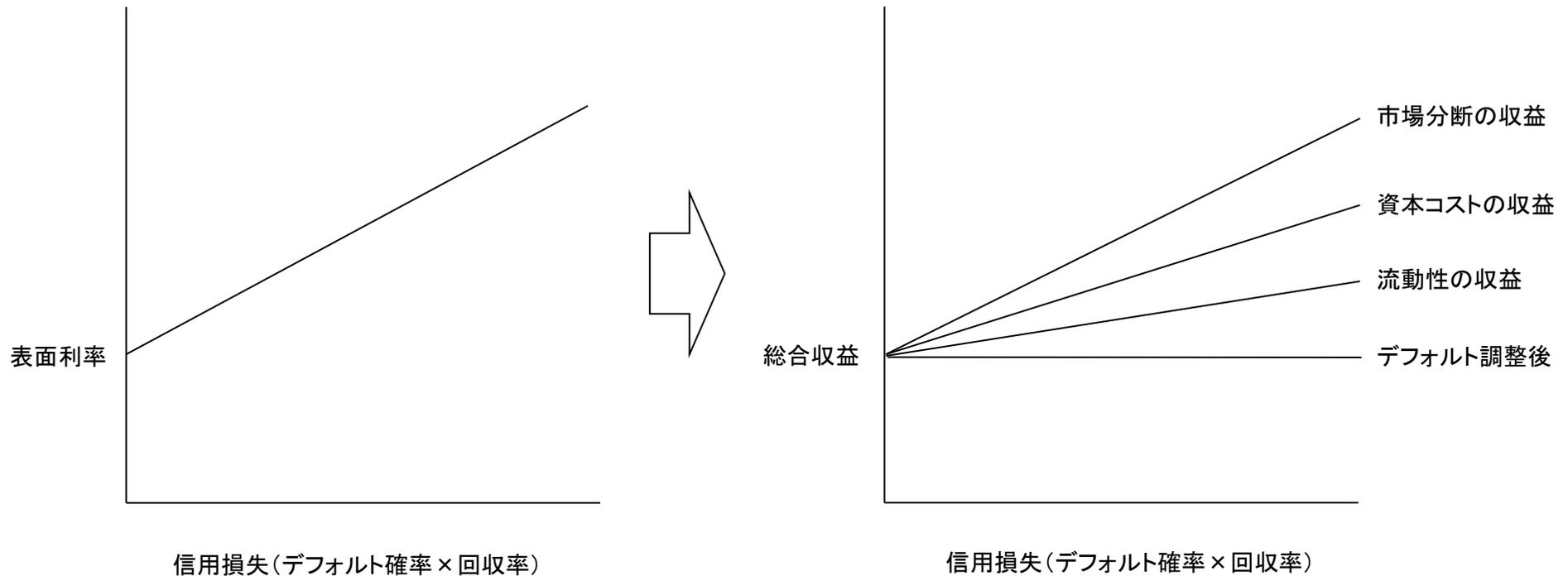
債券運用におけるニッチな投資対象

- ⇒ 債券は非常に範囲が広い。理論的には、どのような種類の特殊なリスクも、債券の仕組みの中に取り入れることができる。
- ⇒ 損害保険のリスクのうち、特に天災のリスク(カタストロフィ)を移転したもの(キャットボンド)、転換社債のように、株式のリスクを内包したもの、物価連動債のように、物価指数を内包したものなど、様々なものがあり得る。
- ⇒ 外貨建ての債券は、為替変動のリスクを内包する。
- ⇒ 特殊償還条項は、金利オプションを内包したものである。



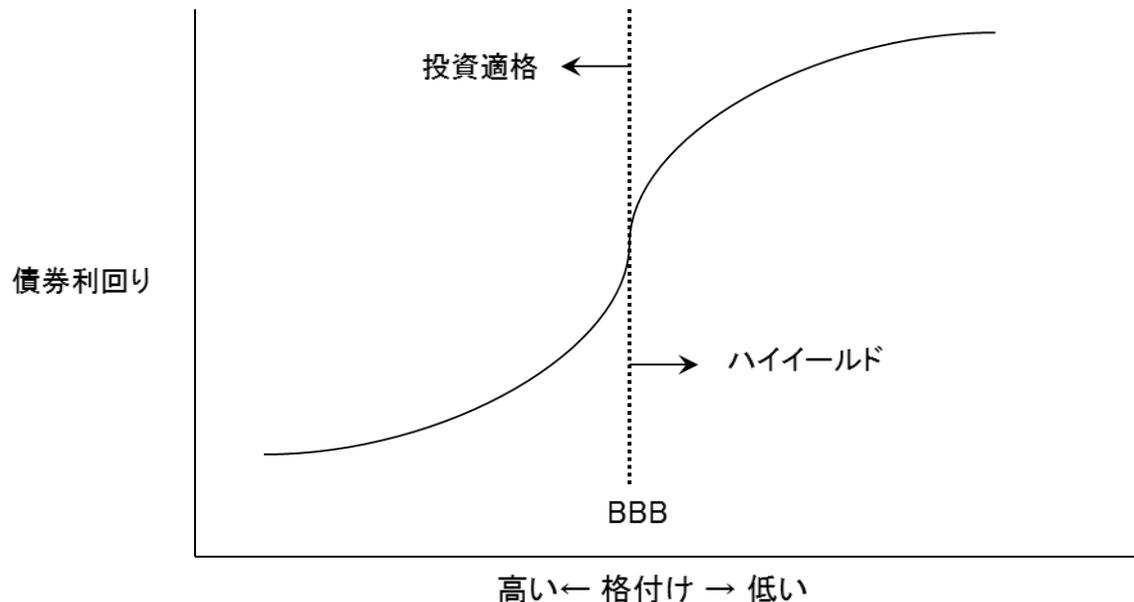
信用リスクのスプレッドと信用リスクに起因する超過収益

- ⇒ 債券の表面利率は、信用リスク(デフォルト確率と回収率を加味した損失可能性)を補償するだけ、高くならねばならない。
- ⇒ 理論的には、損失確率を調整した後では、信用リスクの差にかかわらず、どの債券も同じ期待収益率(債券を満期までもつときの総合収益)にならなければならない。
- ⇒ ところが、実際には、一般に、信用リスクの高い債券ほど、総合収益の期待値も高くなる。その追加収益の源泉には、少なくとも、市場分断・資本コスト・流動性の三要素が考えられる。



信用リスクを超える収益源泉(ハイイールドの例)

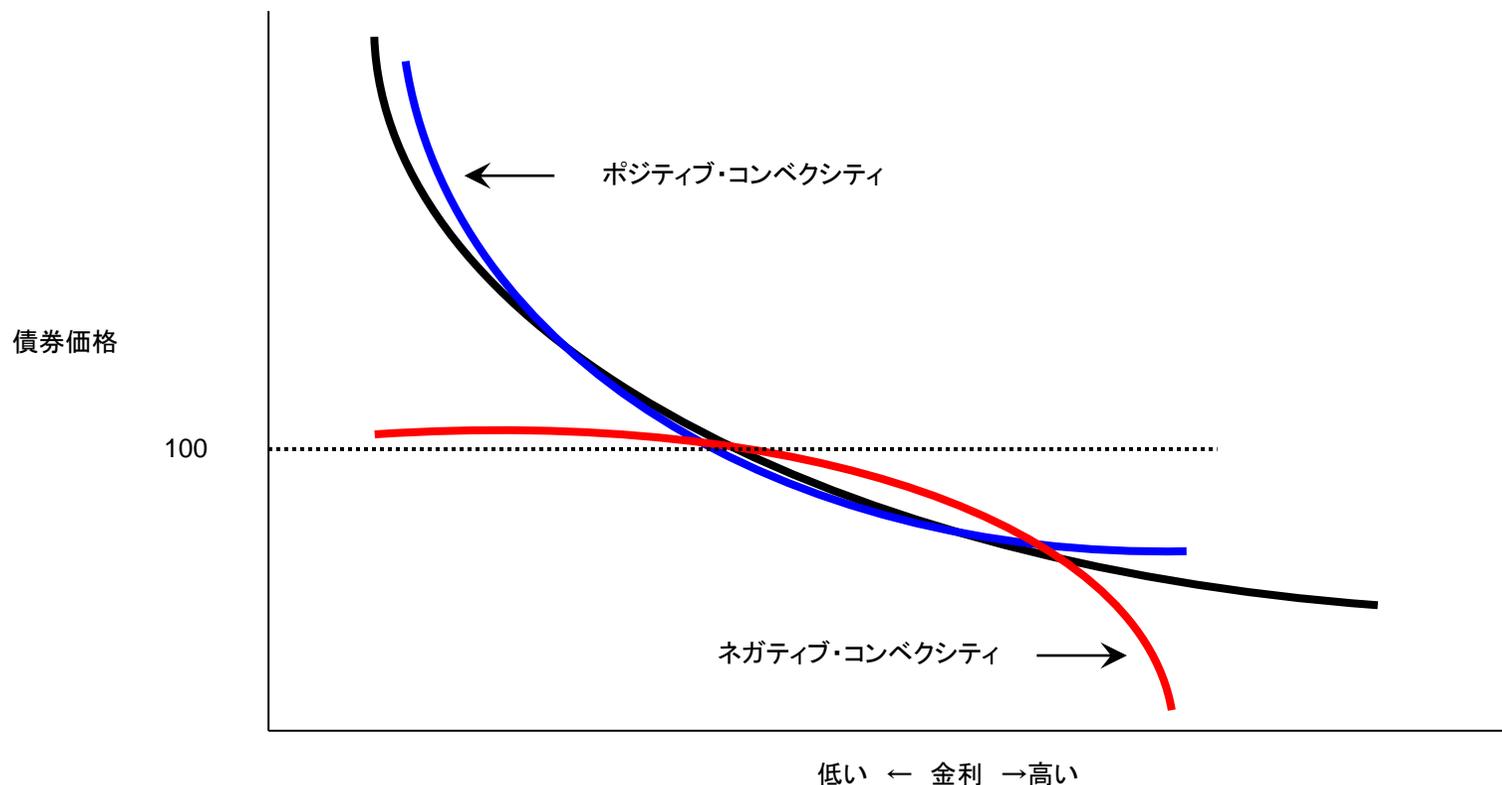
- 機関投資家は、ハイイールドを別枠管理するので、格付が低下して、ハイイールドに分類されてしまうと、需給が一気に悪くなり、価格下落(利回りは上昇)する。これが、市場分断によるプレミアムの代表例である。
- また、短満期ものへ投資することで、信用リスクの総量を管理することが可能となる。



- **満期の短いハイイールド債**
⇒信用リスクはとっているものの、厳選し満期が短いものを選択することで、リスクを限定しつつ高い利回りを享受できる。
- **ハイクオリティ・ハイイールド債(BB債券)**
⇒投資適格(BBB)へ格上げされると価格が大きく上昇する一方、Bへ格下げされても大きくは下らない。
- **満期の短いハイクオリティ・ハイイールド債**
⇒上記2つの長所を併せ持つが、きわめてニッチであり価格は高くなる。

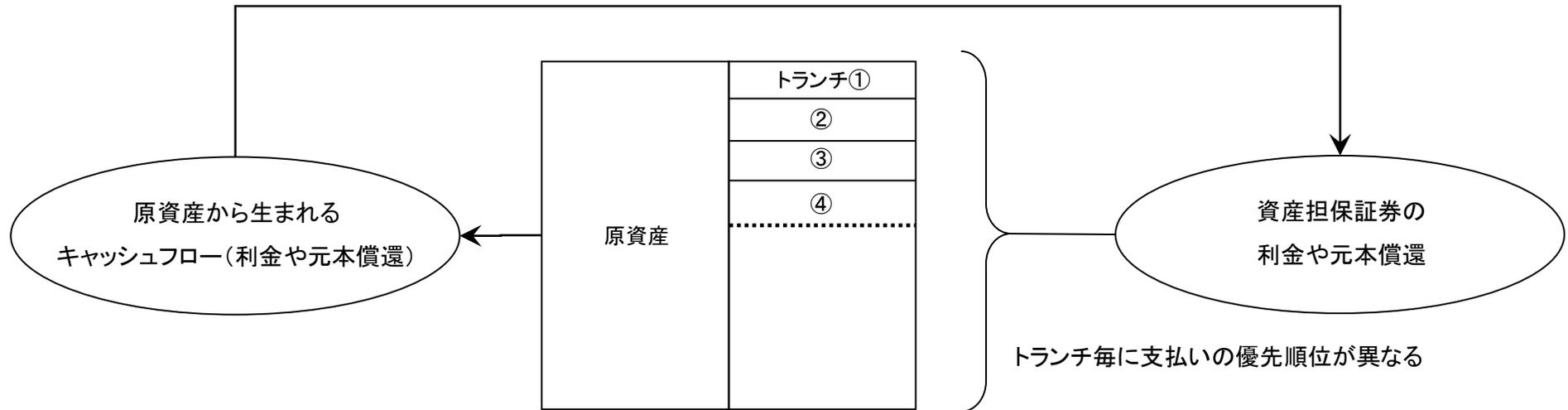
コンベクシティの重要性

- ⇒ 米国のMBSのようなコーラブルな債券は、通常の債券と異なり、コンベクシティが下に凸ではなくて、上に凸になる。これを、ネガティブ・コンベクシティ(negative convexity)という。
- ⇒ また、プッタブルな債券や、超長期債(100年債など)は、コンベクシティが、普通の債券よりも大きくなる。これを、ポジティブ・コンベクシティ(positive convexity)という。
- ⇒ ネガティブ・コンベクシティは、金利変動が小さいときに有利で、ポジティブ・コンベクシティは、金利変動が大きいときに有利。



資産担保証券

- ⇒ 資産担保証券 (ABS) は、その名の通り、債権等の資産を裏づけに、その資産から発生する収益 (債権の金利や償還金) を、債券の金利支払と元本の償還に充当するものをいう。
- ⇒ 仕組み上、原資産は、安定的なキャッシュフローを生むものでなければいけないので、多くの場合、貸付債権が使われる。
- ⇒ 貸付債権は、債権管理の必要性の低いものでなければならず、住宅ローン、不動産向け融資、消費者ローンなどが主流。
- ⇒ 一般に、これら資産担保証券は、住宅ローン等の貸金業者の資金調達の方法として、発行される。
- ⇒ 資産担保証券は、原資産の集合 (プール) に対して、優先順位の異なる複数の種類の証券 (トランチ) が発行される。当然に、優先順位の高いものは、格付が高い。



講演後アンケート

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/zccrJ4juuaXXdMQy6>

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。