



2022年9月15日 森本紀行はこう見る

投資の極意はS字カーブにあり

価格は価値の関数で、価値が増せば価格も上昇しますが、その関係は直線的ではなく、多くの場合、S字の曲線となり、価値に対して、価格が相対的に安くなる場所が生じるのです。

東京の中心は、東京駅と皇居との間に広がる丸の内と大手町ですが、この領域は、背の高い巨大な建物が林立して壮観を誇り、特異な美しさを湛えています。大手町の北は日本橋川に画されていて、この川を渡ると、景色は一変し、さして綺麗でもない低層の建物が轟くようになります。この地区は普通の商業地区で、古本屋街で知られる神保町も、その一部です。

神保町は、大手町から歩ける距離にあり、複数の地下鉄が乗り入れていて、交通至便です。また、ここには多数の飲食店があり、老舗の名店も少なくありません。故に、事務所を構える場所として、大手町と神保町とを比較したとき、利便性に差はなく、快適性において神保町に優位があるといっていいいでしょう。

神保町の最大の優位性は、賃料の安さですね。

丸の内と大手町は特別な場所ですから、その名前には大きな価値があって、確立した社会的評価として、ここに事務所を構えることが一流企業の証になっていますし、人員の多い大企業には、この大型物件が集積する地域に立地せざるを得ない事情もあります。こうした特殊な需要は、この地域の賃料を著しく高いものにするわけです。

それに対して、神保町においては、大企業が入居できる物件は少なく、カレーや中華の名店があるからといって、また古本屋街だからといって、事務所の賃料が高くなる理由になりません。故に、神保町は、事務所の立地として大手町と比較するとき、利便性に差はなく、快適性は高く、賃料は低いことになります。実際、大手町と神保町とでは、平均賃料に非常に大きな差があるのです。

賃料のS字カーブですか。

賃料は、大手町を起点として、そこから北に離れると低下していきませんが、距離に比例

して直線的に低下するのではなく、大手町と隣接地の神保町との間に急な崖を形成し、崖下の神保町から先は緩やかに下ります。つまり、賃料は、S字カーブを形成して、高いところから低いところへ推移しているのです。

利便性については、大手町と神保町との間に格差はないのですから、S字カーブの崖の上の大手町に対して、崖の直下の神保町は、利便性と賃料との関係において、著しく有利になっています。また、神保町を超えて大手町から離れていくと、利便性は急激に低下しても、賃料の低下が緩やかなので、利便性と賃料の関係は悪化していきます。

HCアセットマネジメントは、こうした理論的背景のもとで、創業来、神保町に事務所を構えているわけです。

神保町の開発が進むと、大手町との賃料格差がなくなるのではありませんか。

東京の中心部は外延を急速に拡大させていて、例えば、東京駅を挟んで丸の内の反対側になる八重洲、日本橋、室町、京橋方面は、多数の大規模開発により、景観が激変しています。遠くない将来、神保町周辺にも背の高い建物が林立し、大手町と神保町との賃料格差は解消に向かうでしょう。

地価は賃料の関数ですから、神保町の賃料が上昇すれば、地価が上昇し、神保町を開発した業者は大きな利益を得ることになります。不動産開発は、この利益が誘因となっているのですから、当然のこととして、丸の内と大手町に近接する地に集中し、中心部を拡大させようとしています。そして、実際に中心部が拡大していけば、隣接した崖下の地価は飛躍的に上昇し、不動産投資に大きな利益をもたらすわけです。

投資の有利な機会は、S字カーブの崖の下にあるわけですね。

投資は、その本質的な側面として、より安く買って、より高く売ることには帰着しますが、それをS字カーブで表現すれば、カーブの崖の下で買って、崖の上で売ることになりますから、投資の極意は、様々な領域において、巧みにS字カーブを発見することになり、より積極的には、S字カーブを創造することになります。実際、東京の中心部を手掛ける大手の不動産開発業者は、中心部と外延との間にS字カーブを創造して、大きな利益を得ているのです。

他に、どのようなS字カーブがあるでしょうか。

債券のイールドカーブは、横軸に満期までの年限をとり、縦軸に年限に応じた利回りをとったものです。債券は、時間の経過とともに、満期までの時間が短くなりますから、イールドカーブに沿って、年限に対応する利回りが変化していきますが、イールドカーブが右肩上がりになっているときは、利回りは低下していきます。

利回りが低下すると、債券価格は上昇しますから、イールドカーブ上にS字カーブ的な歪みがあるときは、崖の上の年限の債券を買っておくと、時間の経過とともに、利回りは崖下へ急低下します。債券の場合は、利回りが崖の上にあることは、価格が崖の下にあることを意味しますから、価格は急上昇するということです。

このとき、イールドカーブ全体が上方に移動し得るので、価格の絶対値が上昇するとは限りませんが、価格変化は相対的に有利になります。これがロールダウン効果と呼ばれるもので、この効果を狙うことは、債券投資の基本的技術です。

債券といえば、信用スプレッドのカーブもありますね。

社債の利回りは、国債の利回りが基礎となって、発行体の信用力、即ち元利金の支払い余力に応じて、上乗せ金利が付加されることで形成されていて、上乗せ金利はスプレッドと呼ばれています。スプレッドは、信用リスクが大きくなるほど、即ち信用力が低下するほど、拡大しますから、横軸に信用力をとり、右にいくほど信用力が低くなるようにしておき、縦軸に利回りをとると、右肩上がりのカーブができます。

一般に、社債には信用力の指標として格付がついています。最高格付はトリプルAで、順次、ダブルA、シングルA、B格、C格と低下していくので、最低格付はシングルCになりますが、金融機関や年金基金等の機関投資家においては、信用リスク管理の手法として、通常の投資対象をトリプルB以上の格付のある社債に限定しています。こうして限定された社債は、投資適格債と呼ばれています。

投資適格の境界に、S字カーブの崖が生じるわけですね。

格付がダブルB以下の社債は、投資不適格とされるわけではありませんが、投資適格債への投資に制約がないのに対して、様々な制限のもとでしか投資され得ませんから、需要不足で価格が低迷する、即ち利回りが高くなります。故に、信用スプレッドのカーブは、

トリプルBとダブルBとの間で必ず崖を生じて、S字に歪みます。

トリプルBとダブルBとの間の利回り格差は、投資適格という人工的に設定された境界によって作られていますから、信用リスクの格差を正しく反映したものではありません。故に、ダブルBの利回りは、理論的なスプレッドよりも、大きなスプレッドがついていて、ダブルB社債は、投資対象としての魅力が高くなっています。つまり、崖の上に投資の有利な機会があるのです。

シングルB以下の社債には魅力がないのでしょうか。

S字カーブの極意は崖に着目することですから、トリプルBとダブルBとの格差が問題なのです。ダブルB社債の魅力は、静態的に、スプレッドが厚いということだけではなく、動態的に、ロールダウン効果と同じで、崖を滑り降りることにあるわけです。それに対して、ダブルBとシングルBの間には崖がないのですから、シングルB以下の社債には、特別な魅力はありません。

崖を滑り降りるとは、格付の変化のことでしょうか。

発行体の信用力は変化し、その変化を反映して、格付は改訂されていきます。ダブルBがトリプルBに格上げになれば、利回りは崖を急下降しますから、債券価格は急上昇し、トリプルBがダブルBに格下げになれば、債券価格は急落します。これで、ダブルB社債がトリプルB社債よりも相対的に価値の高いことは明らかです。

米国では、ダブルB以下の社債は、信用リスクの高さよりも利回りの高さが強調されて、ハイイールド債と呼ばれますが、ハイイールド債市場は非常に大きく、投資適格という基準をもつ投資家にとっても、投資適格債とは異なるものとして、普通に投資対象にされています。そして、その代表的な投資戦略は、ダブルBのハイイールド債を中心に運用するものなのです。