



HCアセットマネジメント株式会社
〒101-0051
東京都千代田区神田神保町1-13
コンベックス神保町
IP-Phone.050-3539-5013
Tel.03-5283-1650 Fax.03-5283-1659

<http://www.hcax.com>

2010年2月4日 森本紀行 資産運用コラム

クレジット投資の魅力

お金を貸したら、一定期間後に利息をつけて戻ってくる、これが投資の、というよりも金融そのものの、原点です。お金が戻ってくる、つまり、リターン return してくるから、リターン(投資収益)というのです。

リターンしてくる金額は、最初に貸し出した元本と、元本から生まれた利息の、二つの要素に分けられます。利息は、元本から生まれた子供だから、利息(利子)とよばれるのです。1月14日のコラム「[価値と価格とインカムとバリュー](#)」では、この投資収益の基本的形態である利子的要素を、インカムと名づけました。インカムという用語を使うのは、観念的に「お金を貸す」ということは、具体的形態(法律的または金融技術的)として、多様な姿をとりうる、その全てに共通する利子的要素を、インカムと呼んだのです。

投資の基本は、全く当然のこととして、このインカムを増やすことと、元本を守ること、この二つにつきるといいでしょう。なお、元本を守ることが大切なのは、元本が減ると、その上に発生するインカムも減るからです。これが、元も子もない、ということの本当の意味です。このことは、2009年4月のコラム「[元も子もなくなるから資産を守れ!](#)」([23日の前編](#)、[30日の後編](#))で論じておきましたので、ご参照ください。

さて、このインカムですが、二つの基本要素に分解されます。一つは時間、もう一つは確実性です。「お金を貸したら、一定期間後に利息をつけて戻ってくる」と、冒頭に書きましたが、一定期間後という時間の要素と、戻ってくることの確実性の要素との、二つがあるのだということです。

時間の要素については、2008年8月7日のコラム「[時間と金利と農林水産業ファンド](#)」で、論じておきましたので、ご参照ください。今回は、時間ではなくて、もう一つの確実性の要素について論じたいと思います。

実は、1月の14日のコラム「[価値と価格とインカムとバリュー](#)」から始めて、21日の「[投資のオポチュニティーと金融の社会的機能](#)」、前回28日の「[バリューとカタリスト](#)」と、今、連載コラムの形で、投資の基本概念的整理をしていて、これが4回目になります。これまで、インカム、バリュー(およびカタリスト)、バリューアップ、オポチュニティー(およびプレミアム)というふうに、カタカナで基本概念を整理してきました。今回は、このインカムの中に、クレジットという概念を付け加えようと思います。クレジットとは、イン

カムの確実性のことです。

クレジットという言葉で、何か特別なことを意味しようとしているわけではありません。通常の信用リスクのことです。お金を貸したときに、元利金を回収できるかは、100%絶対に確実ということにはなり得ません。日本国政府に貸す(つまり国債を買う、ということですね)ときにすら、絶対に元利金の支払いが確実だとはいえません。

元利金の支払いの確実性は、債務者ごとに、様々に異なります。だからこそ、目安として、信用格付が必要になるのです。しかし、格付は、目安にすぎません。クレジット投資の王道は、あくまでも、投資のプロフェッショナルとして、元利金の支払いの確実性を詳細に分析評価した上で、投資価値判断を下すことです。

ダブル A 以上の銘柄に投資するというような基準は、それ自体としては、間違いではないでしょう。しかし、詳細な銘柄分析をすれば、ダブル A 以上の銘柄の中にも、実質価値としては、シングル A 以下と判断されるものもあるでしょうし、逆に、シングル A 以下の銘柄の中にも、ダブル A 以上の実質価値をもつものも、たくさんあるでしょう。特に、後者のように、表面の価値が本当の価値を下回るところに、投資の意味を見出すのが、本来のバリュー投資であるわけです。

さて、クレジット投資の魅力を考えるについて、いきなり、唐突なことを申し上げます。いわく、いかにクレジットに差があっても、即ち、いかに投資資金回収の不確実性が異なっても、トータルリターン(利息による収益と破綻等による損失の合計値)の期待値は、同じであろうということです。これは実は、いわずもがなの、自明なことなのです。なぜかという、予測される損失額を補填するように、利息水準が定められるからです。

単純な例で考えましょう。絶対に確実な債券(そのようなものは、本当は、存在し得ないのですが、話を単純化するために想定するのです)があって、その金利が 1%で、満期が一年としましょう。一方、破綻確率が 1%で満期 1 年の債券が、多数の銘柄種類(統計的に 1%の破綻確率が有意なものとなるのに充分なだけ多数、ということです)があって、破綻した場合は投資額全額が損失になるとしましょう(これも、そのようなことはなく、通常は、ある程度は回収できます)。この場合、破綻確率 1%の債券の利率は、2%でなければならない。

これは、簡単な計算ですね。十分に分散された破綻確率のある債券の集合は、破綻による損失 1%を、残りの 99%の 2%(ほぼ 2%ですね)によって埋めて、結局、1%の収益が残るからです。おそらくは、このことが、本来の「ハイリスク、ハイリターン」の意味だったのでしょう。破綻による損失(ハイリスク)を補償するには、高い利息(ハイリターン)が要求される、ということだったので。

しかし、一方で、この「ハイリスク、ハイリターン」のハイリターンについて、トータルリターンそのものも、ハイリターンになると考えられています。つまり、単なる損失補償分だけではなくて、さらに追加的なリターンも必要なのだと考えられています。なぜでしょうか。

一つの理論的根拠は、損失と利益は、単純に相殺されないということだと思います。つまり、発生の時期がずれる可能性があるということでしょうね。損失は、いつ発生するかわからないから、保守的には、事前に引当てたほうがいいですね。銀行等の資本規制の考え方は、まさに、そのような思想に立脚しています。こうなると、実は、経済も変わるのです。

さきほどの同じ単純例でいっても、破綻確率のある債券は、投資したところで、1%の損失を引当てます。つまり、資本規制上、1%相当の資本が要ることになります。ところが、破綻確率のない債券のほうは、そのような引当ての必要がない。この違いが重要な意味を持ちます。破綻確率のある債券へ投資する場合は、必ず、追加所要資本があって、その資本には当然にコストがかかるのですから、その資本コスト分だけ、さらにリターンがないと辻褃が合わないというわけです。

この資本コストの問題は、非常に重要な意味をもちます。破綻確率が高くなるほど、引当額が大きくなり、所要資本が大きくなるので、要求リターンが急激に高くならざるを得ないということです。クレジット投資は銀行等の金融機関の本業です。その重要な投資主体が、このような資本利潤の要求をもつことは、クレジット関連投資対象の価格に、大きな影響を与えます。ここに、クレジット投資の魅力があるのです。

なぜ、クレジット投資は魅力的なのか。企業年金や財団のような、本来の投資家は、資本コストがないからです。他人の資本コストを含んだリターンを、資本コストを払わずに手に入れることができる。ここに、大きな魅力があるはずですが、さらにいえば、理屈上、信用リスクが大きいものほど、資本コストが大きいので、相対魅力度は高いはずなのです。

最後に、一つ付け加えておきましょう。鋭い読者の方は、既にお気づきでしょうが、サブプライムに代表される、信用リスクの大きな債権(券)を使った資産担保証券は、まさに、この資本コストの作り出す非効率を、もの見事に逆手にとった金融工学の濫用であったわけです。

資本規制下にある銀行等にとっては、資本コストのかからない投資対象に組成する一方で、資本規制を受けない投資家にとっては、資本コスト分だけ追加リターンがでるように組成していたはずなのです。その理屈自体は、やはり、正しいのだと思います。しかし、理屈を実践する方法は、明らかに間違っていたと思います。それでも、方法の間違いは、基本理論の正しさと関係ないのも、事実でしょう。

3月10日の月例セミナーは、「クレジット投資の魅力」です。ぜひ、ご参加ください。

以上