

## 低金利下の債券運用の革新

－ 本源的投資収益としての利息の量と質 －

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  
（社）日本証券投資顧問業協会

<http://www.fromhc.com>

<http://www.hcax.com>

2009.07.27



## はじめに

弊社の投資情報サイトfromHCより	2
世界における日本	3
日本における「外国人」	4
資本制約と国債の実質的リスク	5

## 第一部 金利リスクの枠の中での債券運用の多様化

概要	6
債券運用の領域	7
債券運用のニッチ領域	8
100で償還するということ	9
特殊償還条項(内包金利オプション)	10
債券運用の領域	11
信用リスクとスプレッド	12
伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法	13
キャピタル・ストラクチャーの多様化	14
リスク移転・交換市場の拡大	15

## 第二部 非金利リスクを債券運用に効率的に取り込む方法

概要	16
資産運用の目的は利息配当金額の量と質を高めること	17
利息配当金収入を意識した運用	18
資産運用の概念図	19
基本的な考え方	20
インカムを中核としたリターン源泉の分散	21
資産配分の考え方の見直し	22
資産運用の目的の見直し	23
リスクとリターンは結果であり、直接には管理できない	24

## 注意事項

日本の国債の「信用リスク」について、どのように、お考えでしょうか？

1. そもそも、国債について信用リスクを論じることには、実益はない。
2. 理論的には、一定の信用リスクはあるが、実務上は、ないものと看做さざるを得ない。
3. 信用リスクがあるにしても、それは、利回りに合理的に反映しているはずだ。
4. 潜在的な信用リスクは、利回りに反映しておらず、投資対象として魅力がない。

もしも、日本国財務省がドル建ての国債を発行するとしたら、その利回りは、米国財務省証券との関係で、どのようになると予測されますか？

1. 日本国債の方が低い。
2. ほぼ同等になる。
3. 0.5%程度高くなる。
4. 1.0%程度高くなる。
5. 1.0%以上も高くなる。

<http://www.fromhc.com> をご覧ください!

# 世界における日本

世界株式市場における存在感の低下と、世界国債(国の借金!)における異常な占率の高さ

	MSCI AC の時価構成比	シティグループ 世界国債指数 の時価構成比	バークレイズ・キャピタル グローバル総合指数 の時価構成比
日本	9.8%	30.0%	17.9%
米国	42.3%	21.6%	36.4%
英国	8.8%	6.1%	5.2%

データ出所: MSCI、LehmanLive、Citigroup

2009年5月末

## 23.6%

「外国人」の日本株式の保有比率

東京証券取引所ほか全5取引所の2009年3月末時点での「株式分布状況調査」結果  
ちなみに、2008年3月末では、27.6%

## 64.8%

東証一部の株式売買の委託注文に占める「外国人」の比率

東京証券取引所の「投資部門別株式売買状況調査」結果。数値は2008年1年間の売買金額代金合計における占率  
ちなみに、2009年5月については、51.4%

## 7.0%

政府短期証券と国債・財融債の保有に占める「海外」の比率

日本銀行の資金循環統計(2009年3月末速報)によれば、政府短期証券と国債・財融債の残高合計は798兆円。その内、「海外」の保有額は56兆円

# 資本制約と国債の実質的リスク

資本規制上の「リスク」と、資産運用上の実質的なリスクとは、一致しない

⇒どのような手法であれ、一定の定められた方法の下では、資本市場の本当のリスクを見積もることに、限界がある

静態的なリスク(保有することのリスク)

- 資本規制上、過小に評価されている可能性のある国債
- 実質価値に対して、割高である可能性のある国債

動的なリスク(価格変動することのリスク)

- 長期金利(長期国債)との相関を下げるために、特定リスクへ傾斜することは、逆にリスクを高める可能性  
⇒ 多様なリスクへ細かく分散することが必要
- 国債の投資主体が、国内金融機関に極端に偏っていること  
⇒ 本当の流動性は不透明

# 第一部 金利リスクの枠の中での債券運用の多様化 概要

**機関投資家は債務性を帯びた資産を運用しています。**

債務が金利と期間によって規定されている以上は、資産運用においても、金利と期間という債券を構成するリスクの管理が、基本になります。

**債務コストは、期間と、それに対応した金利で規定されます。**

債務コストと同じ期間と金利で、債券を中心にした投資収益機会が存在するはずですが、そのような投資機会は、コストと収益が一致するのみで付加価値を生まない以上、経済的には無意味です。

**資産運用の目的は債務コストを上回ることであり、そのような機会は必ず存在します。**

債務コストを上回る投資機会が存在しないならば、債務負担ということの経済合理性がなくなります。債務コストを上回るためには、債務構造と異なるリスクをとるしかありません。債券を中心にした投資対象の中で期間のずれなどのリスクをとるということです。

**資産運用のリスクは、債務構造との差です。**

債務コストを上回る付加価値を大きくしようとすれば、債務構造との差を大きくしなければならず、リスクが大きくなります。しかし、通常の機関投資家の運用の場合、債務コストを大きく上回るような付加価値を追求することは一般的ではありません。債券を中心にした運用と適切なリスク管理の枠組みの中で、機関投資家の課題は十分に実現できるはずですが。

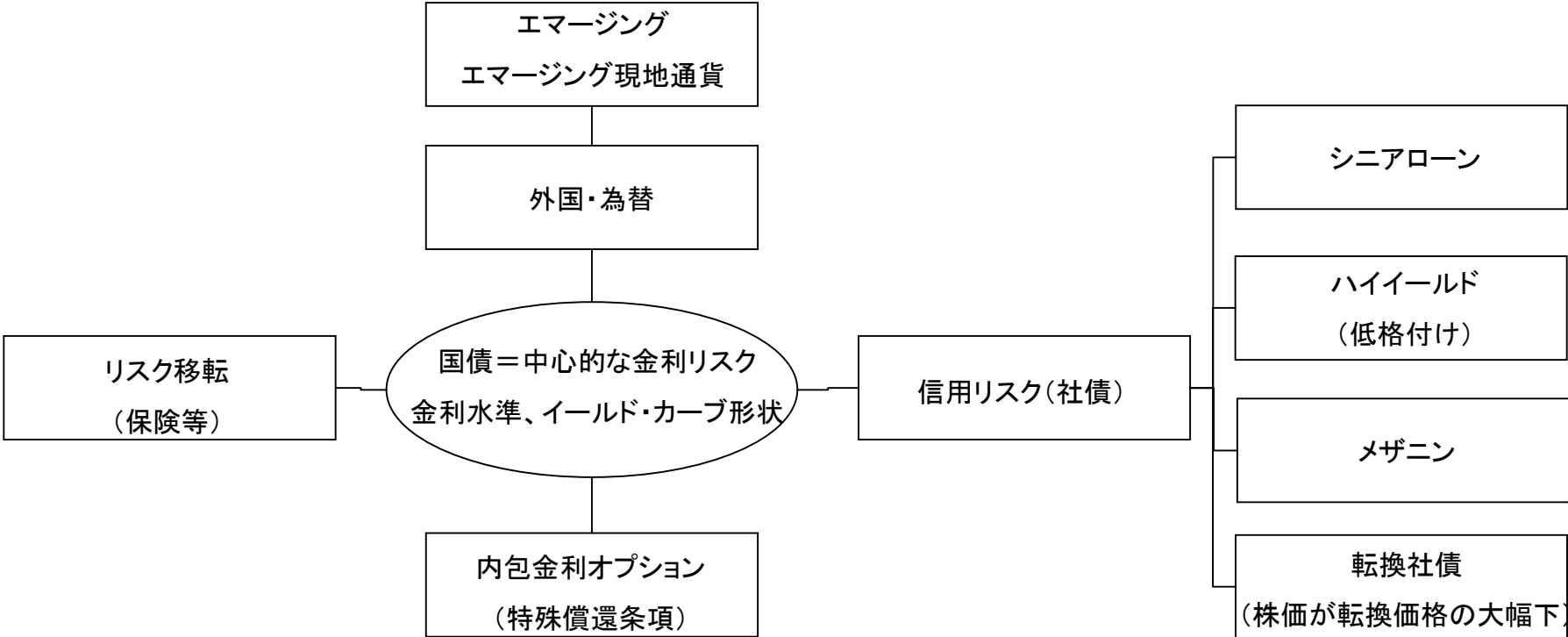
**債券を中心にした運用の中でのリスク分散が重要な課題です。**

金利リスクという狭い枠組みの中でも、多様なリスクへ分散することが可能です。途中償還条項、為替ヘッジ付外国債券などが代表です。

**債務構造が変動するリスクにも十分な配慮が必要です。**

投資環境の変化は、債務の構造そのものを、程度の差こそあれ何がしかは、変化させます。投資サイドの損失が、債務サイドの変動を誘発することで、累積的に膨らむリスクこそが、今日の金融環境における本質的なリスクです。

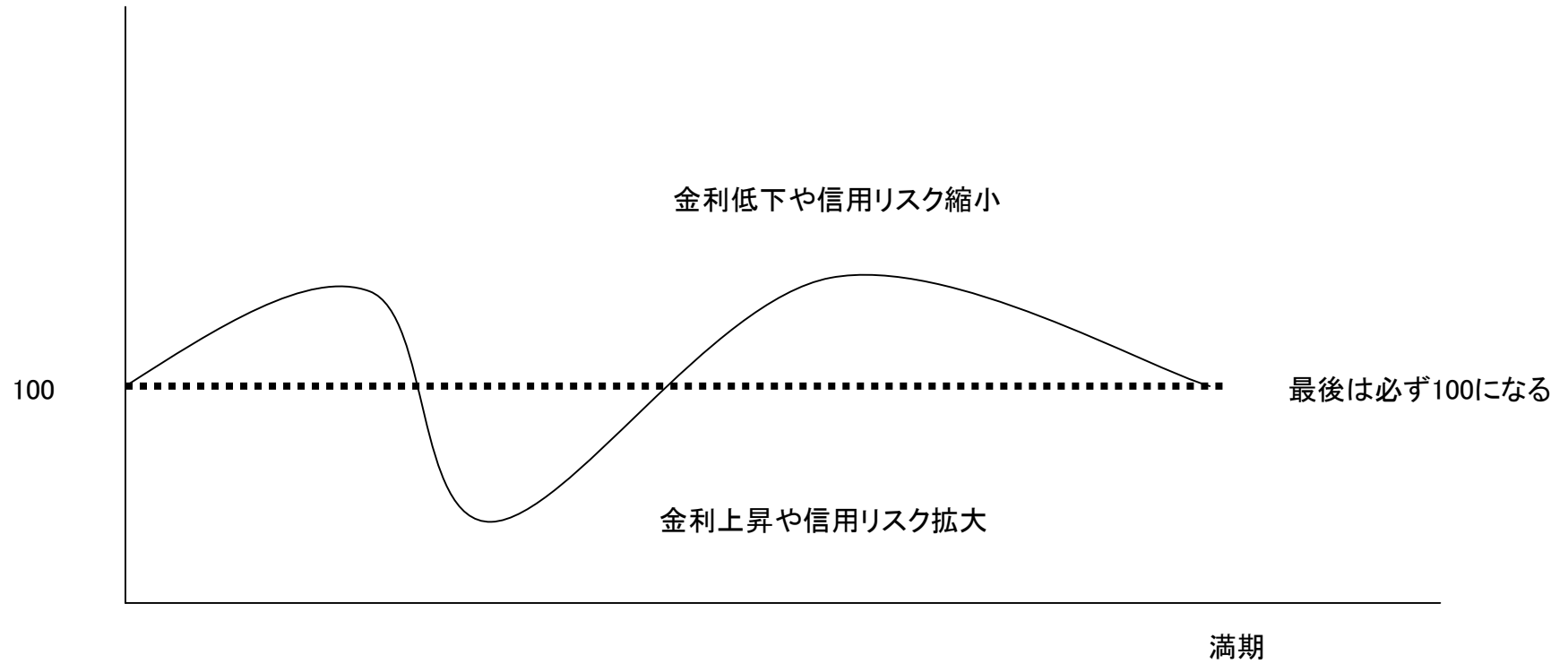
# 債券運用の領域





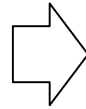
- エマージング現地通貨債券
- 相対的に格付けの高いハイイールド(ハイクオリティ・ハイイールド)
- 満期の近づいたハイイールド(シーズンド・ハイイールド)
- 満期の近づいたモーゲージ(シーズンド・モーゲージ)
- 株価が転換価格を大幅に下回る転換社債
- 保険リスク等の移転(CATボンドなど)
- バンク・ローン
- ライフ・セトルメント(解約返戻金と保険の理論価値の差)
- インフレ連動債
- 金利・通貨関連のマネッジド・フューチャーズ

# 100で償還するということ



# 特殊償還条項(内包金利オプション)

金利が変動すれば、  
債券の価格は変動するが、  
償還価格は常に100であること



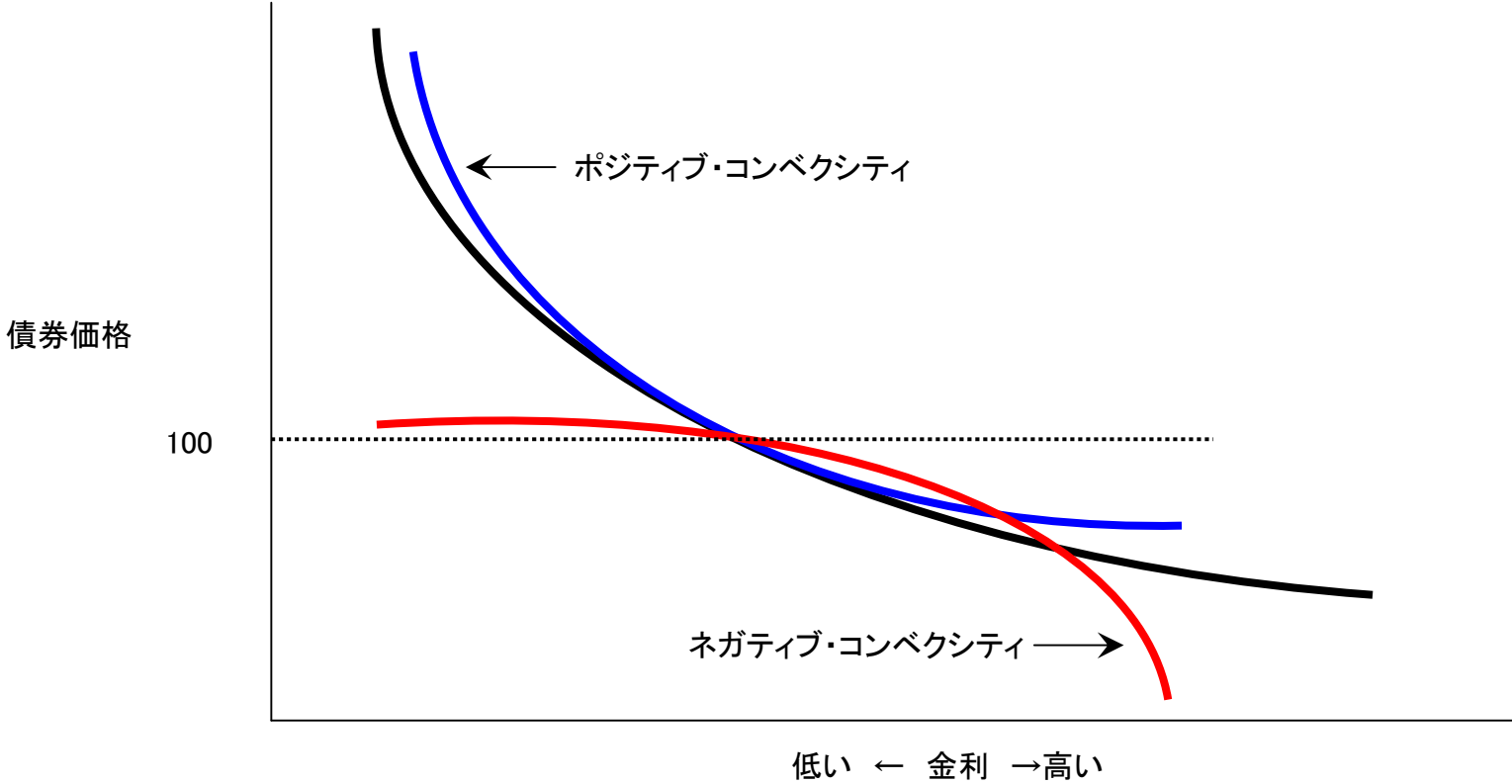
コーラブルCallable  
発行体が定時、もしくは、期前(満期前に)随時償還できる権利を持つ債券

金利低下すると、発行体は、償還して借りかえるのが有利。代表例は、米国のMBS(住宅ローン担保債券)

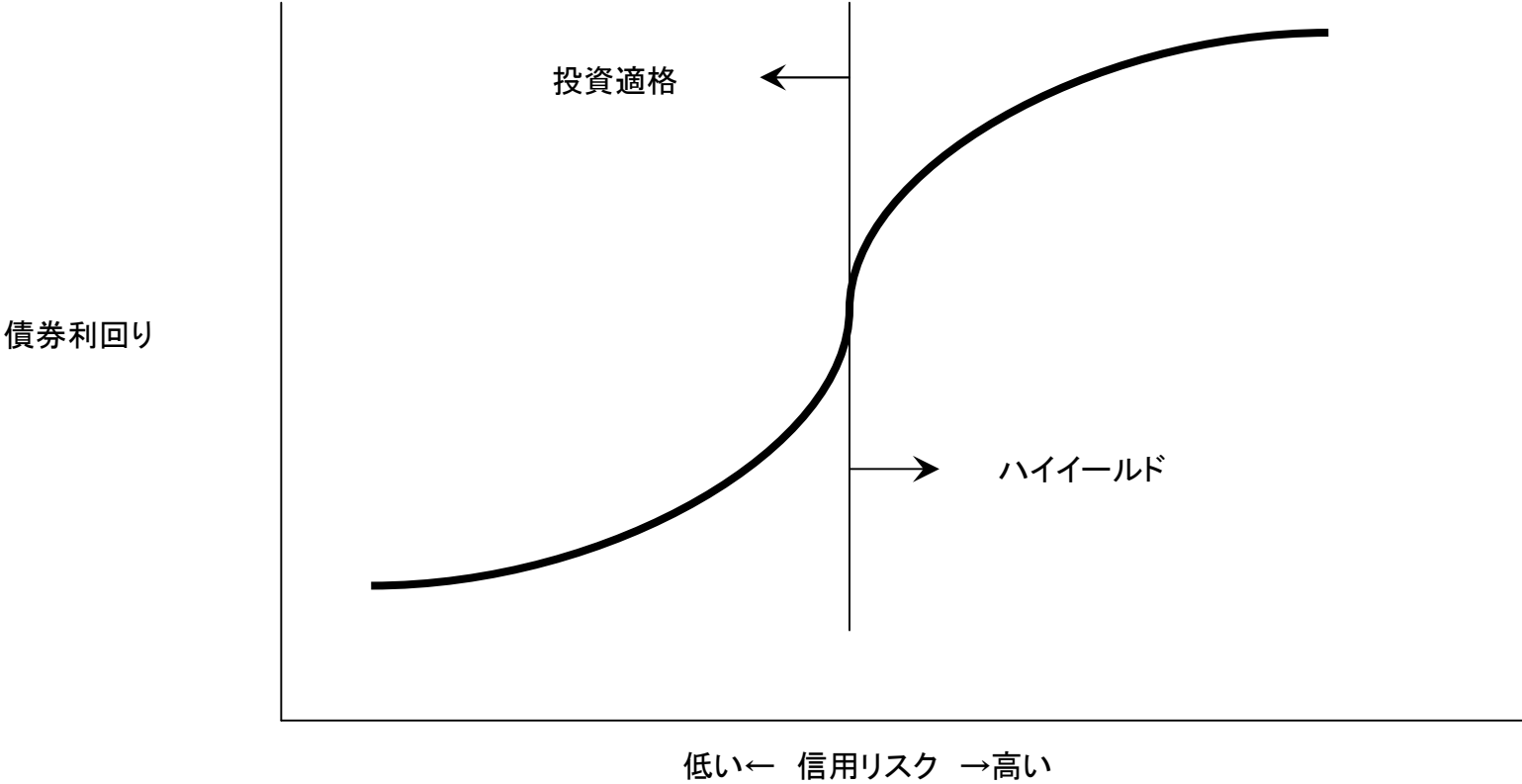
⇒償還リスクが高くなるので、金利低下にもかかわらず、価格は、100を超え得ない

⇒一方、発行体は、理論的には、償還できる選択権(オプション)のプレミアムを払うので、その分が、投資家の利益

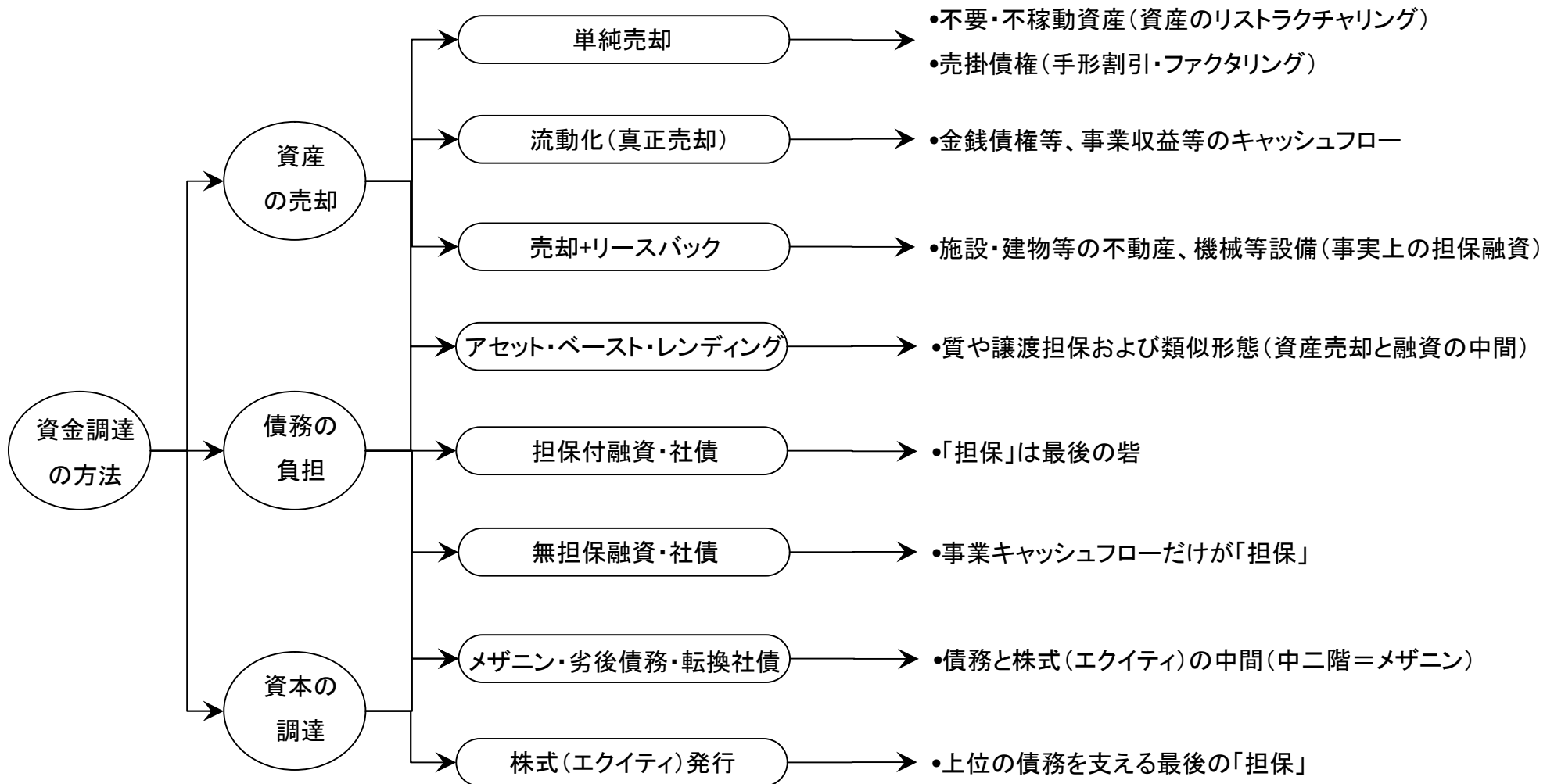
プッタブル、減債基金。その他  
満期一括償還でない、様々な償還条項



# 信用リスクとスプレッド



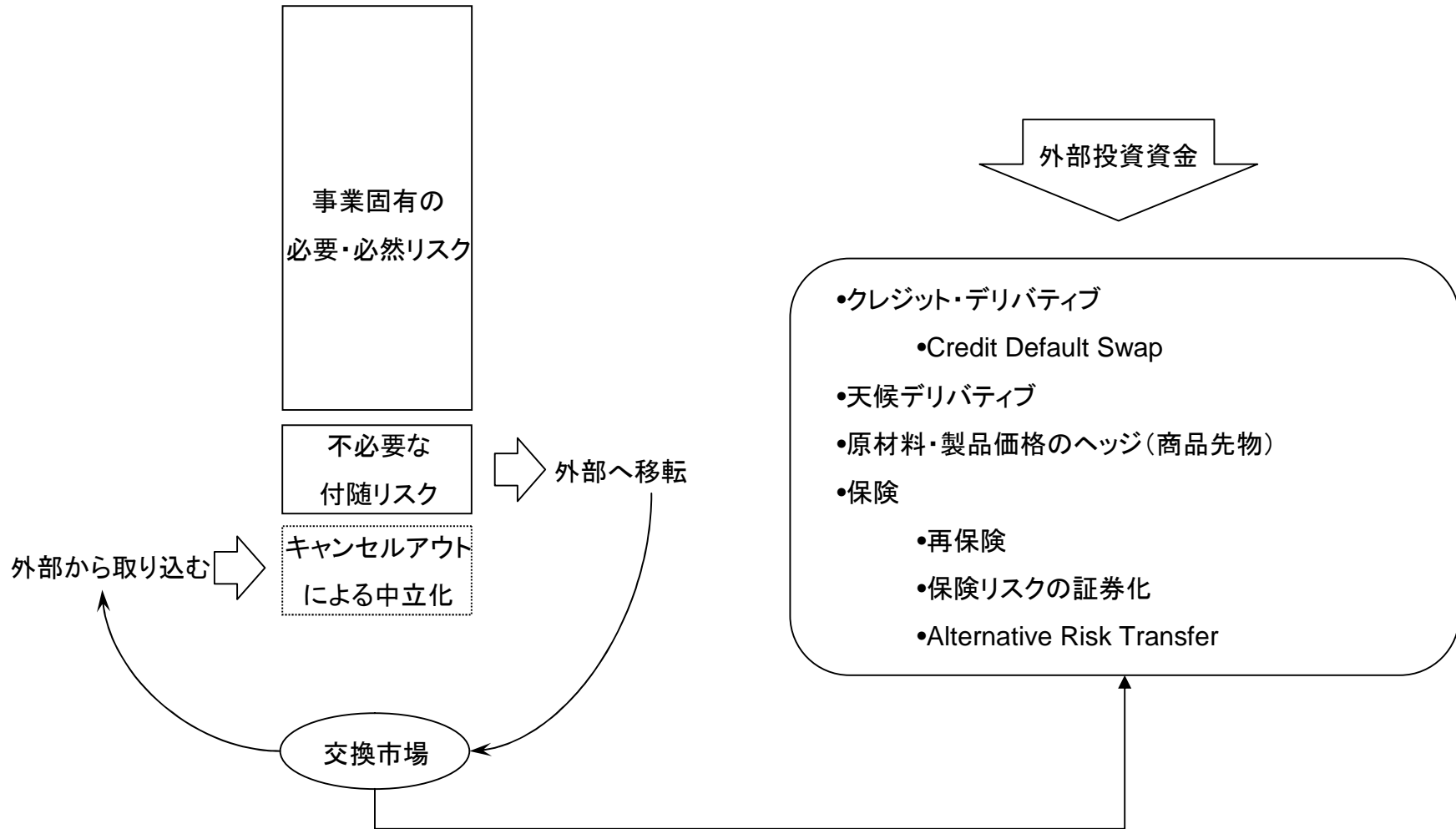
# 伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



# キャピタル・ストラクチャーの多様化



# リスク移転・交換市場の拡大





## 第二部 非金利リスクを債券運用に効率的に取り込む方法 概要

**債券の外に出ることで、資産運用の付加価値を大きくできる可能性があります。**

資産運用の付加価値を高めようとするならば、金利関連のリスクと異なるリスクを取り込むことが必要です。即ち、資産配分というレベルで、信用リスク、株式、外貨建て証券などの債券以外のリスクを取込む方法です。

**リスク分散が重要な課題です。**

債券の外から多様なリスクを導入することで、付加価値を高くするだけでなく、より効率的な運用が可能になる可能性があります。

**「国債」のリスク**

銀行等の金融機関では、金利上昇に伴う国債価格の下落リスクは、本質的なリスクです。国債と連動しないリスクへの投資は、リスクヘッジと付加価値追及の二面において、金融機関の資産運用に有意義です。

**「債券代替」ということの再考**

企業年金等の長期的な投資家にとっては、「債券代替」という名目で行われてきたヘッジファンド投資等が、少しも債券代替としての機能しなかった昨年の経験を踏まえ、債券代替ではない債券運用の延長を再検討する必要があります。

**キャピタルストラクチャの多様化による多様な投資機会の創出**

信用供給のメカニズムが変われば、様々な代替的資金調達の方法が工夫されてきます。劣後の仕組みや株式転換権を組み合わせる、いわゆるメザニンが代表例です。ほかにもまだ、質屋金融的な実物資産担保融資(アセット・ベースト・レンディング)など、色々な方法があります。投資の立場からいえば、新しい投資対象が、どんどん生まれているということです。

**「仕組債」の問題点**

仕組債は、債券という器に債券以外のありとあらゆるリスクを盛り込む手法です。割高なコストや仕組みの不透明性など、問題も多いわけですが、逆にいえば、透明性と適正なコスト構造をもつならば、それなりの投資意義がないわけではありません。実際、物価指数連動債などは、立派な仕組債です。

# 資産運用の目的は利息配当金額の量と質を高めること

**投資の目的は「リターン」を得ることです。**

これは自明です。ところで、「リターン」とは「戻ってくる」ことに他なりません。「戻ってくる」とは投資した資金が回収されることです。投資するという入口が問題なのではなくて、「回収」という出口が問題なのです。

**回収の基本は利息配当金です。**

投資元本そのものを回収してしまうのは機関投資家の資産運用においては、あり得ないことです。例えば、企業年金においては、制度が存続する限り資産運用は継続するからであり、資産運用が必要なのは給付原資として利息配当金が必要だからです。

**定常状態に達した企業年金では、掛金額と利息配当金の合計が給付額に一致します。**

仮に4%が予定利率で資産額が1000億円あるならば、一年間に40億円の利息配当金を見込んでいるということです。そのとき給付年額が60億円ならば掛金年額は20億円で足りる、というのが事前積立制度としての企業年金の経済の基本です。

**利息配当金が同じでも環境が変われば時価は変化します。**

利回り5%の10年国債を100億円保有していると、毎年5億円の利息が入ります。いま、金利が低下して3%になったとすると、国債の時価は上昇します。時価が上昇したからといって毎年5億円の利息額は変わりません。環境が変われば時価は変わりますが、資産としての本来的な利息配当金を稼ぎ出す力は変わりません。

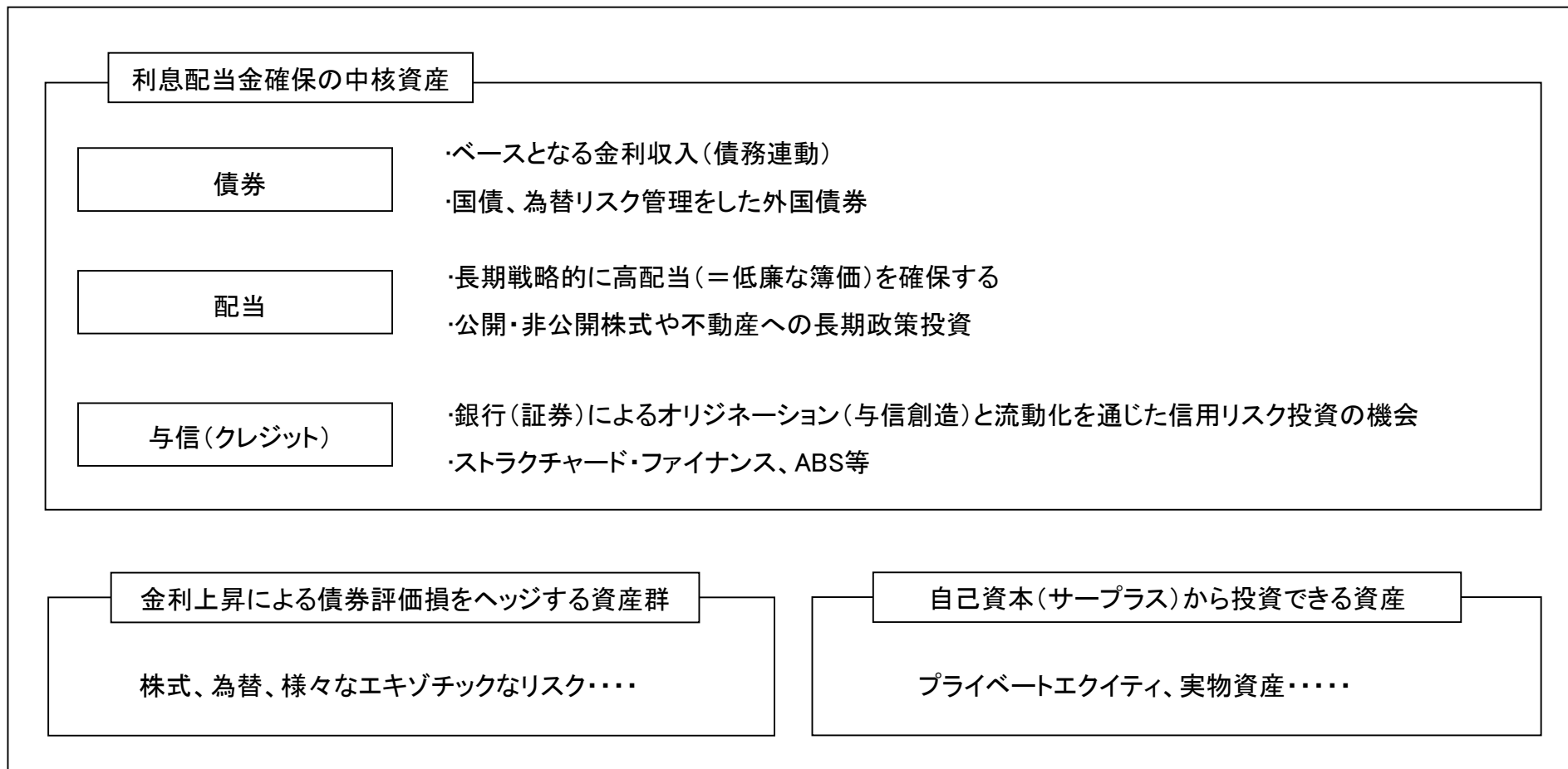
**本来的な利息配当金を稼ぎ出す力が上昇すれば時価は上昇します。**

企業の本来的な収益力が改善し、結果として配当が増えるならば、株価は上昇するでしょう。ビルを改修しテナント政策に工夫をこらせば、テナント料収入は増え、ビル価格は上昇するでしょう。時価の上昇は、目的であるよりも結果です。

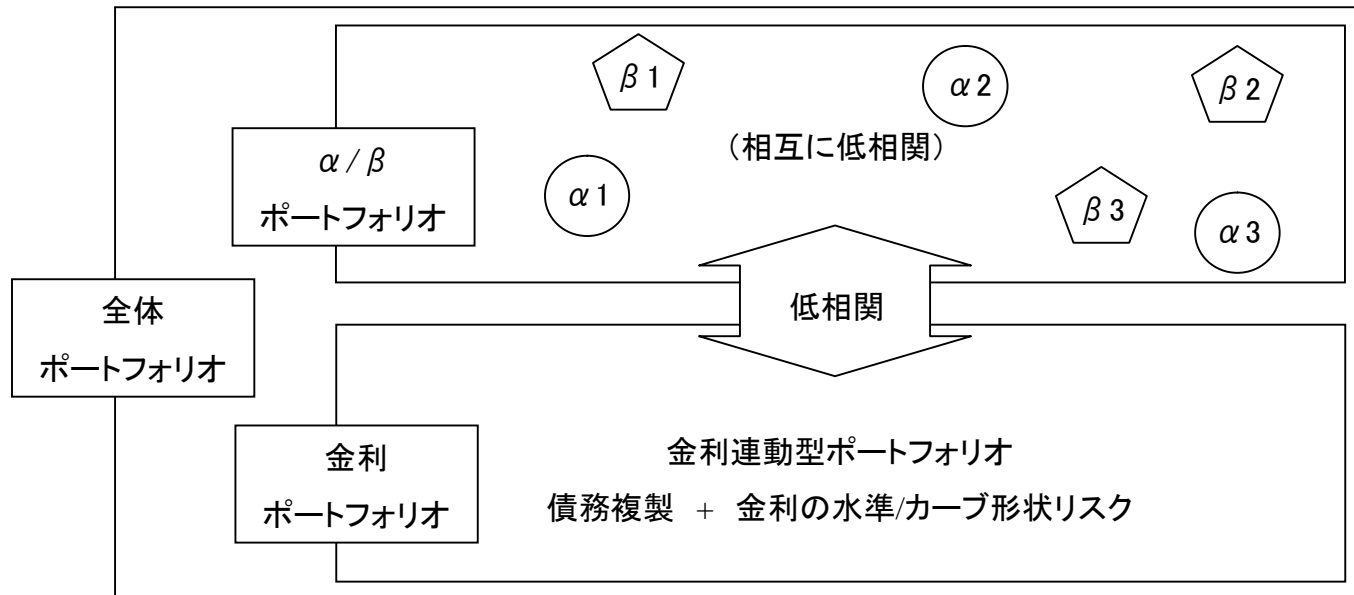
**資産運用の課題は、資産の持つ本来的な利息配当金を稼ぎ出す力を高めることです。**

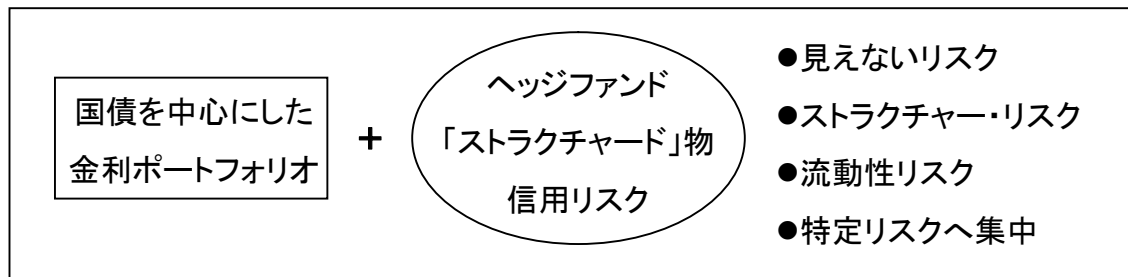
利息配当金を稼ぎ出す力が増えれば、結果として、時価は上昇します。資産運用とは、資産の配分を工夫し、また各資産の中での収益性改善努力を通じて、資産から生まれる利息配当金の期待収入額を増やすことです。これが、投資の基本です。基本中の基本です。

# 利息配当金収入を意識した運用



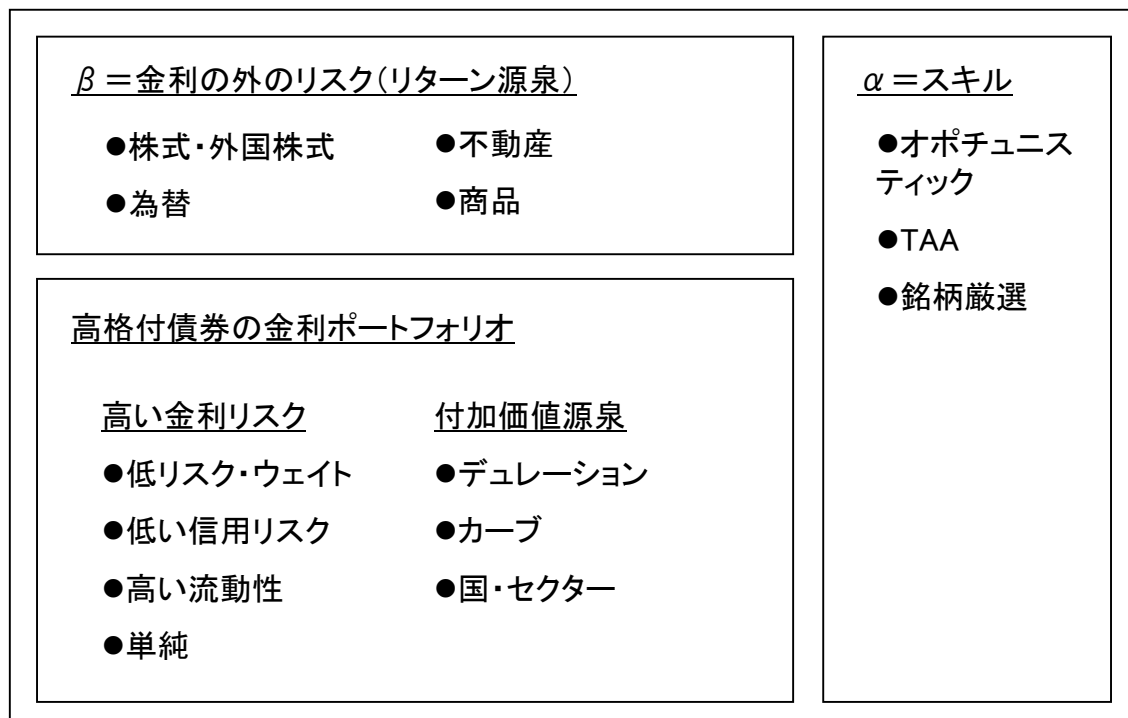
# 資産運用の概念図



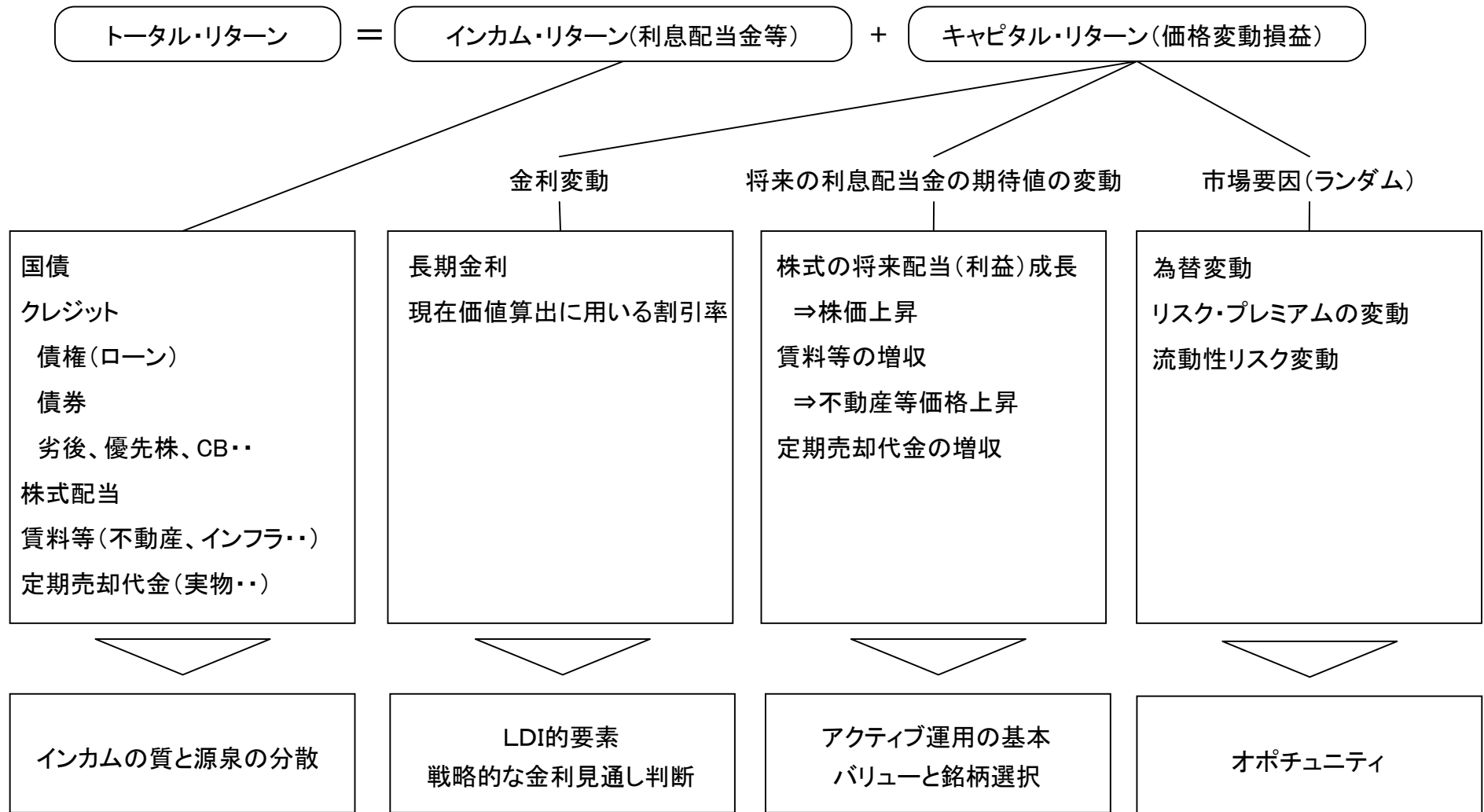


## リスク概念

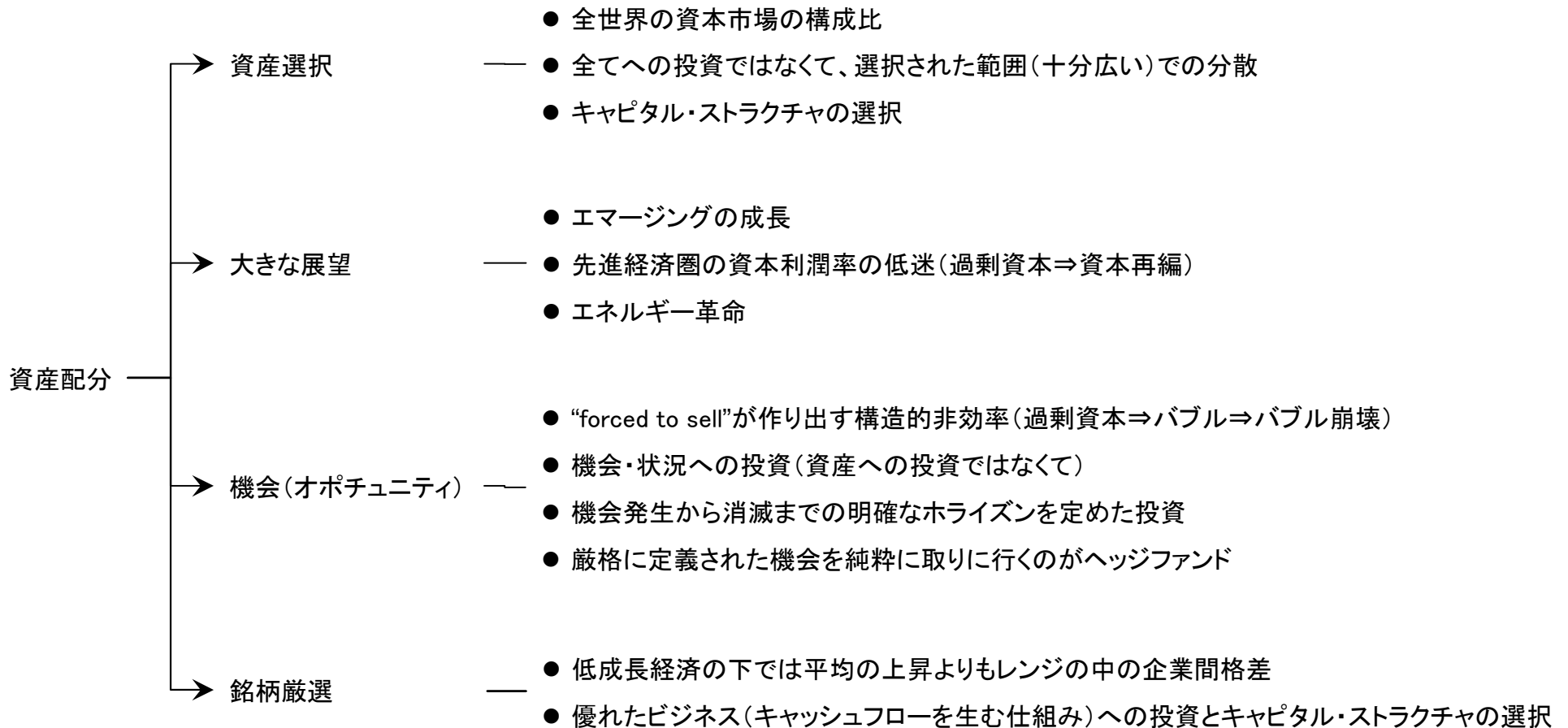
- 管理できるリスク
  - 明示的なリスク
  - 単純なリスク
- 金利に対する相対リスク
  - 動的リスク



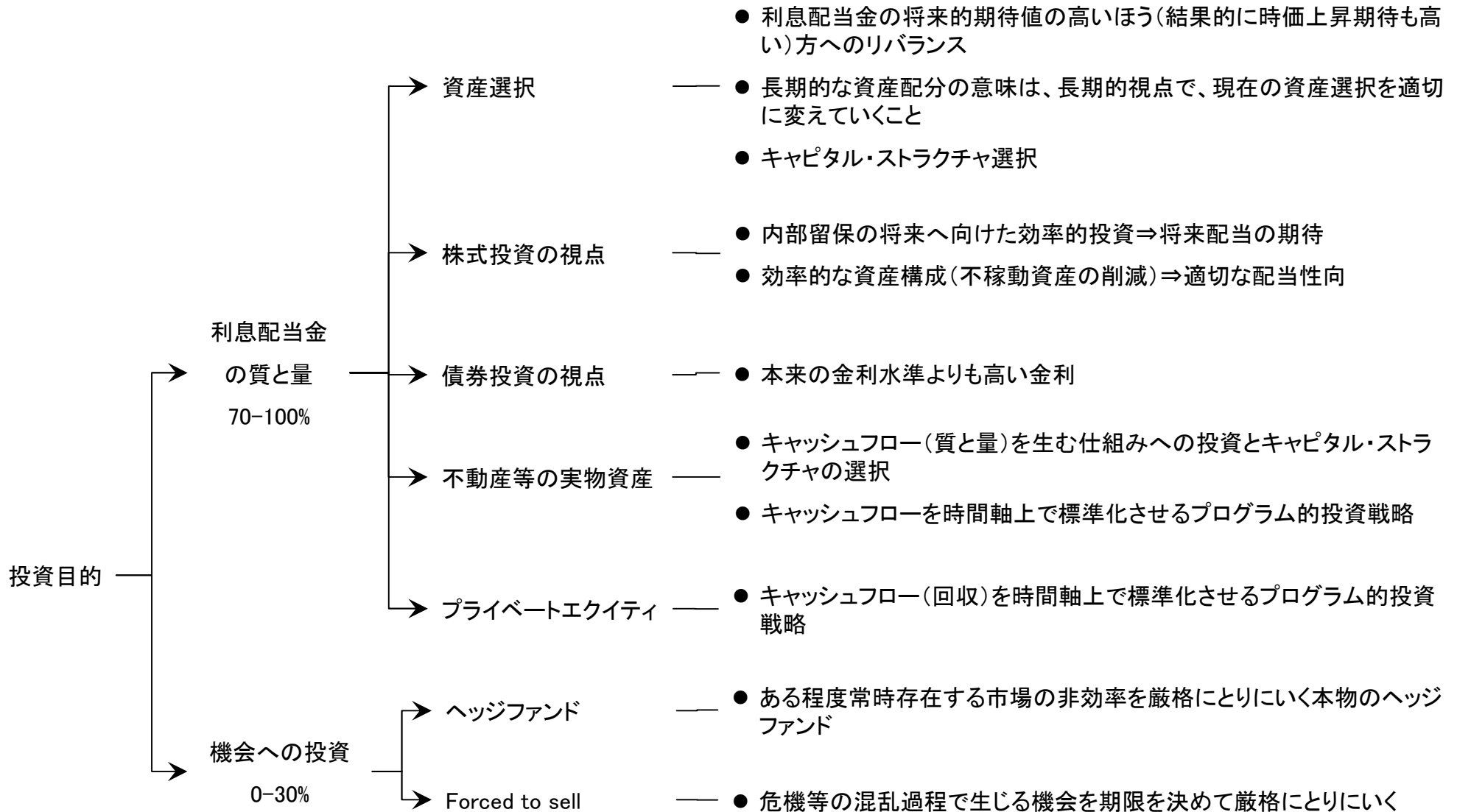
# インカムを中核としたリターン源泉の分散



# 資産配分の考え方の見直し



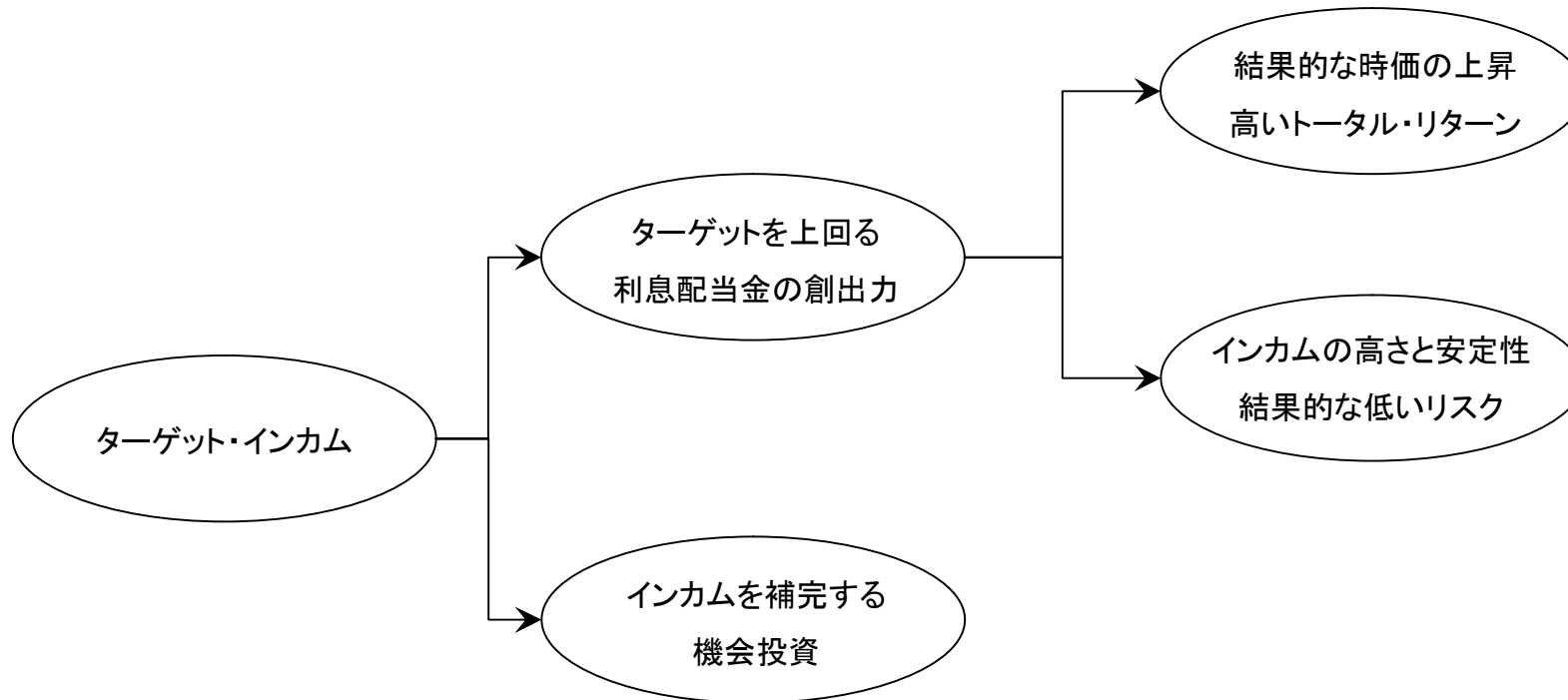
# 資産運用の目的の見直し





# リスクとリターンは結果であり、直接には管理できない

時価の上昇は目的ではない。利息配当金を生み出す力の改善が、結果的に時価の上昇をもたらす  
管理できるのは、ターゲット・インカムと機会



- 本資料は、本源的投資収益としての利息の量と質について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- 本資料は、本源的投資収益としての利息の量と質についての解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業、投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに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。