

債券運用におけるニッチな投資領域の魅力

- 債務を意識した運用における金利リスクの管理 -

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>

2009.05.18



機関投資家は債務性を帯びた資産を運用していますが、その債務コストを上回る投資収益機会は必ず存在するはずで

もしも、そのような機会が存在しないならば、債務負担をすることの経済的合理性自体がなくなってしまう。

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。しかし、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や信用のリスクをとるとか、債券以外の株式などのリスクをとるかです。

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。従って、債券を中心にした運用の中で、機関投資家の課題は十分に実現できるはずで。

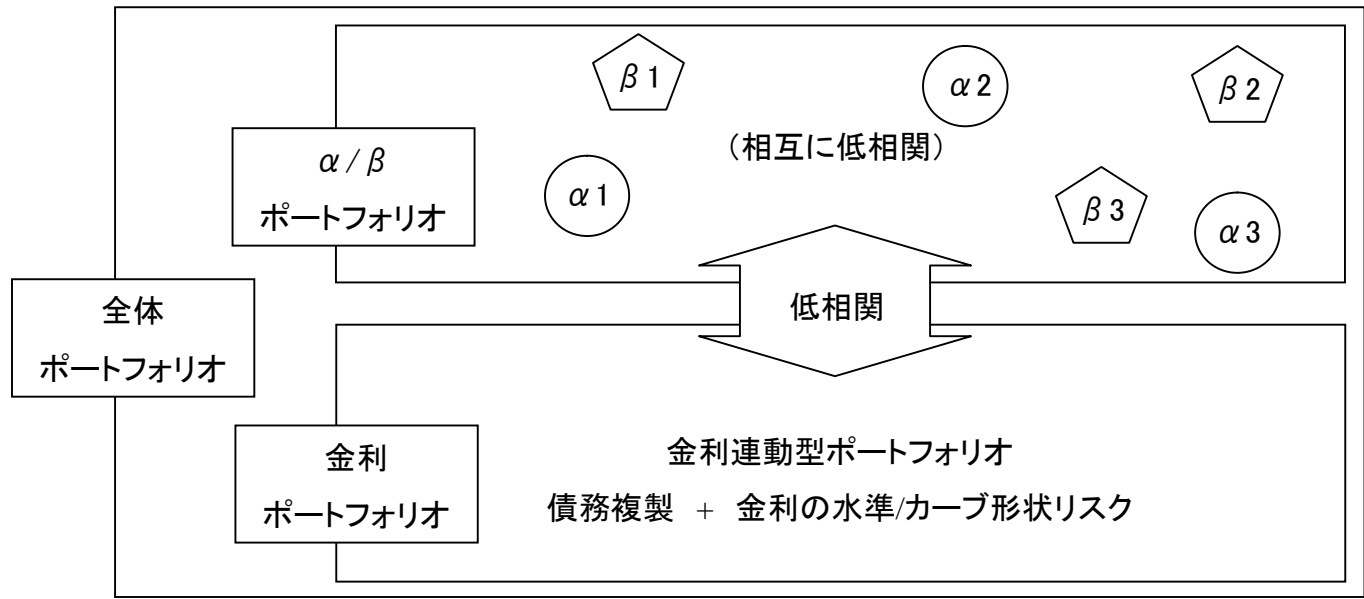
債券を中心にした運用の中でのリスク分散が重要な課題です。

債券という区分の中でも、金利リスク以外の多様なリスクへ分散することが可能です。更に、リスクの許容度に応じて、債券という区分の外からも多様なリスクを導入することで、より効率的な運用が可能になる可能性があります。

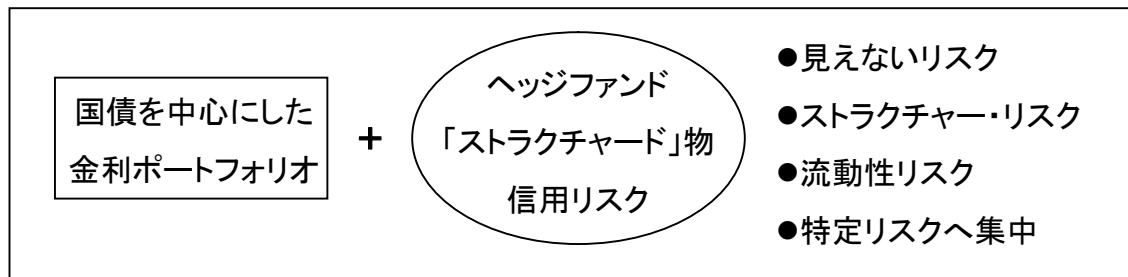
債務構造が変動するリスクにも十分な配慮が必要です。

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。

資産運用の概念図

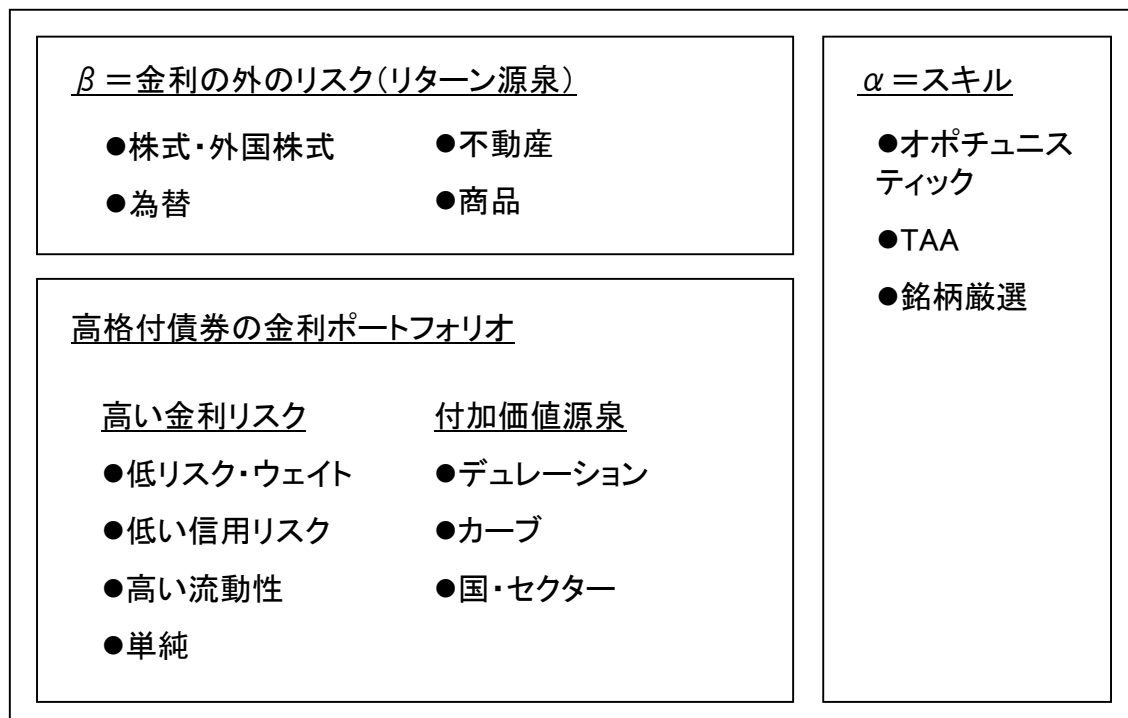


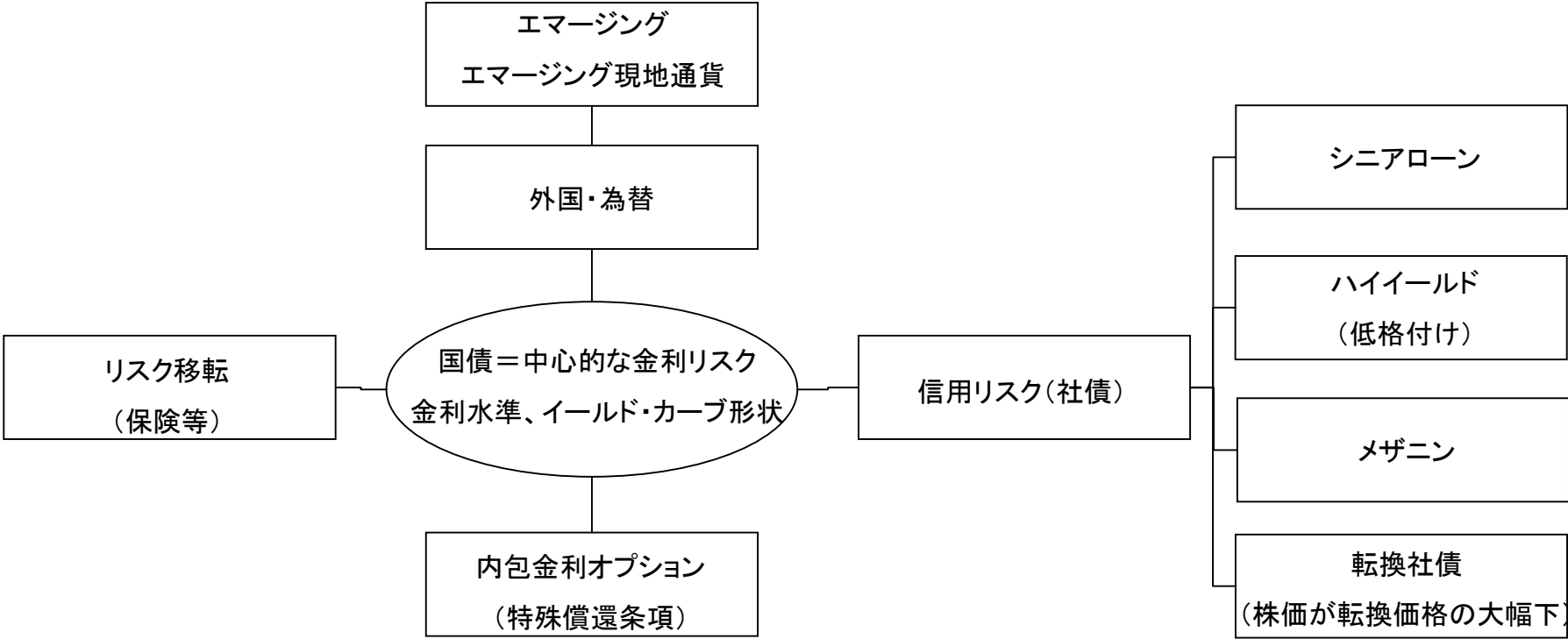
基本的な考え方



リスク概念

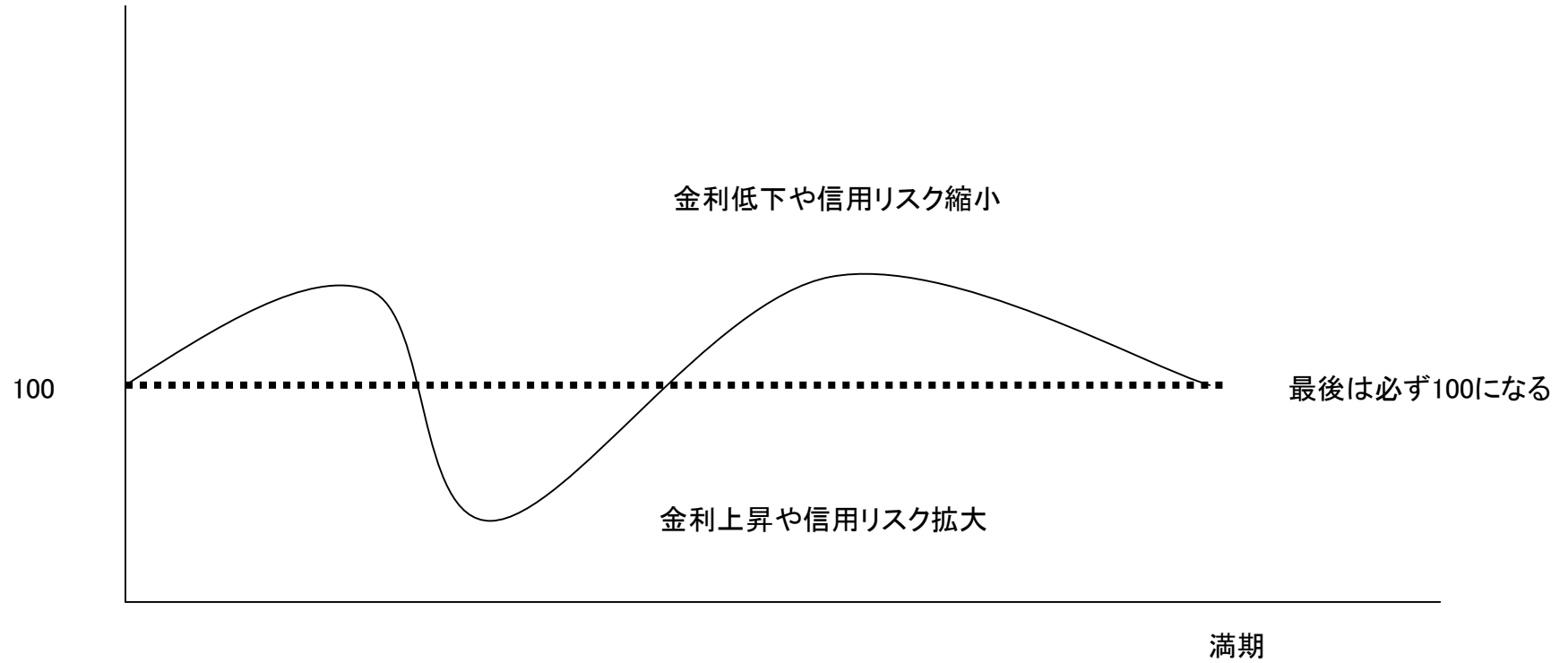
- 管理できるリスク
 - 明示的なリスク
 - 単純なリスク
- 金利に対する相対リスク
 - 動的リスク





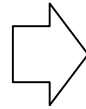
- エマージング現地通貨債券
- 相対的に格付けの高いハイイールド(ハイクオリティ・ハイイールド)
- 満期の近づいたハイイールド(シーズンド・ハイイールド)
- 満期の近づいたモーゲージ(シーズンド・モーゲージ)
- 株価が転換価格を大幅に下回る転換社債
- 保険リスク等の移転(CATボンドなど)
- バンク・ローン
- ライフ・セトルメント(解約返戻金と保険の理論価値の差)
- インフレ連動債
- 金利・通貨関連のマネッジド・フューチャーズ

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

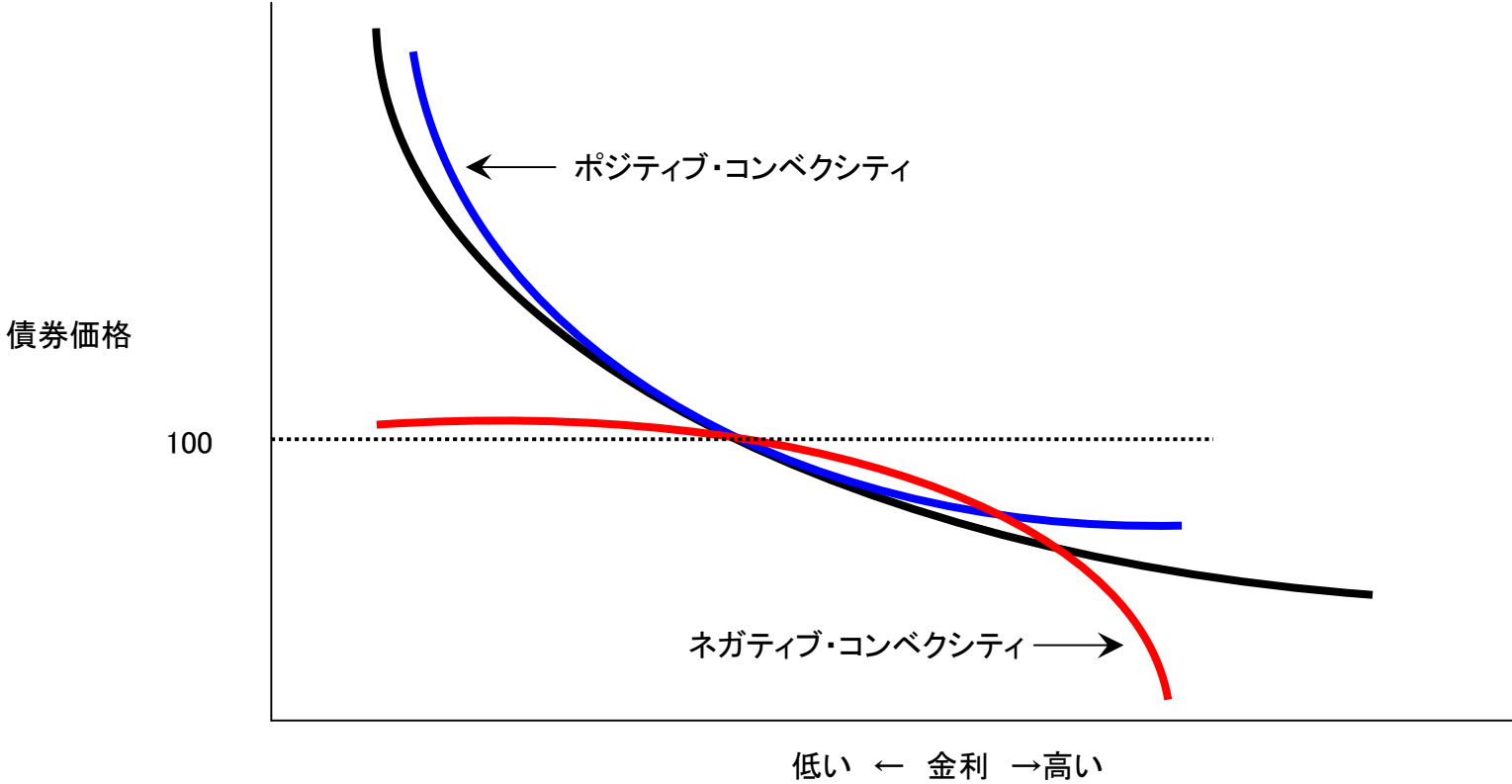
金利低下すると、発行体は、償還して借りかえるのが有利。代表例は、米国のMBS(住宅ローン担保債券)

⇒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

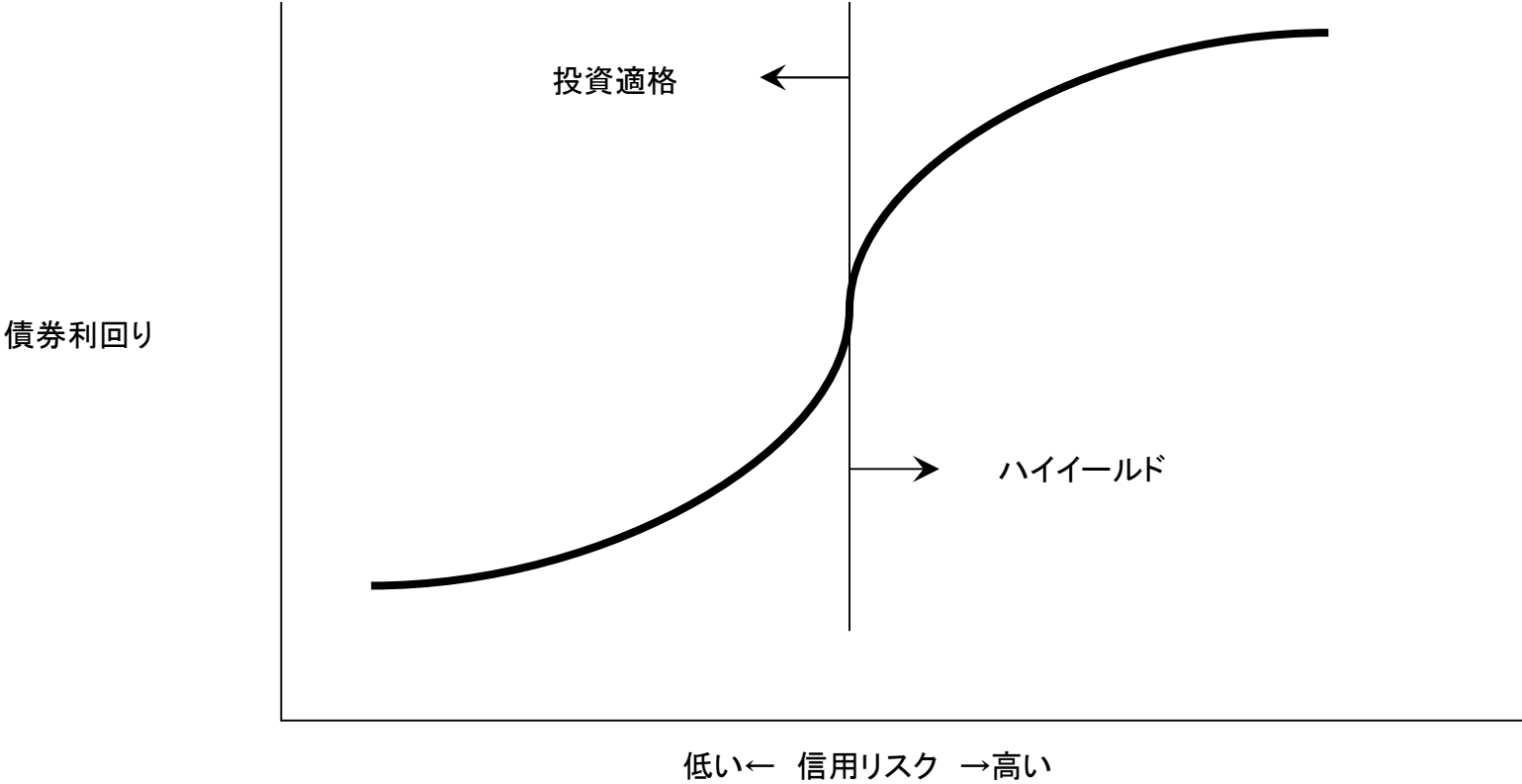
⇒一方、発行体は、理論的には、償還できる選択権(オプション)のプレミアムを払うので、その分が、投資家の利益

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

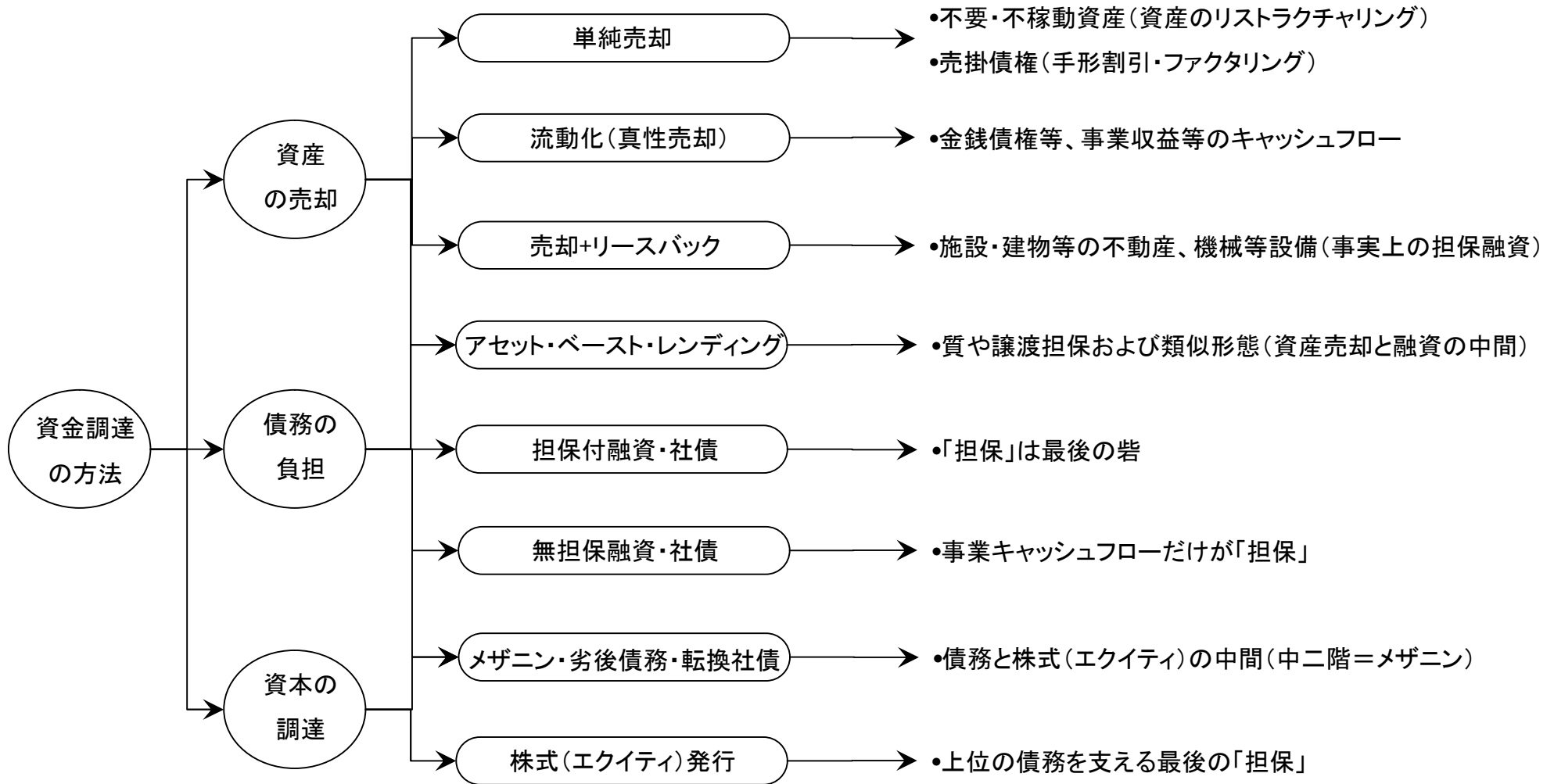
債券運用の領域



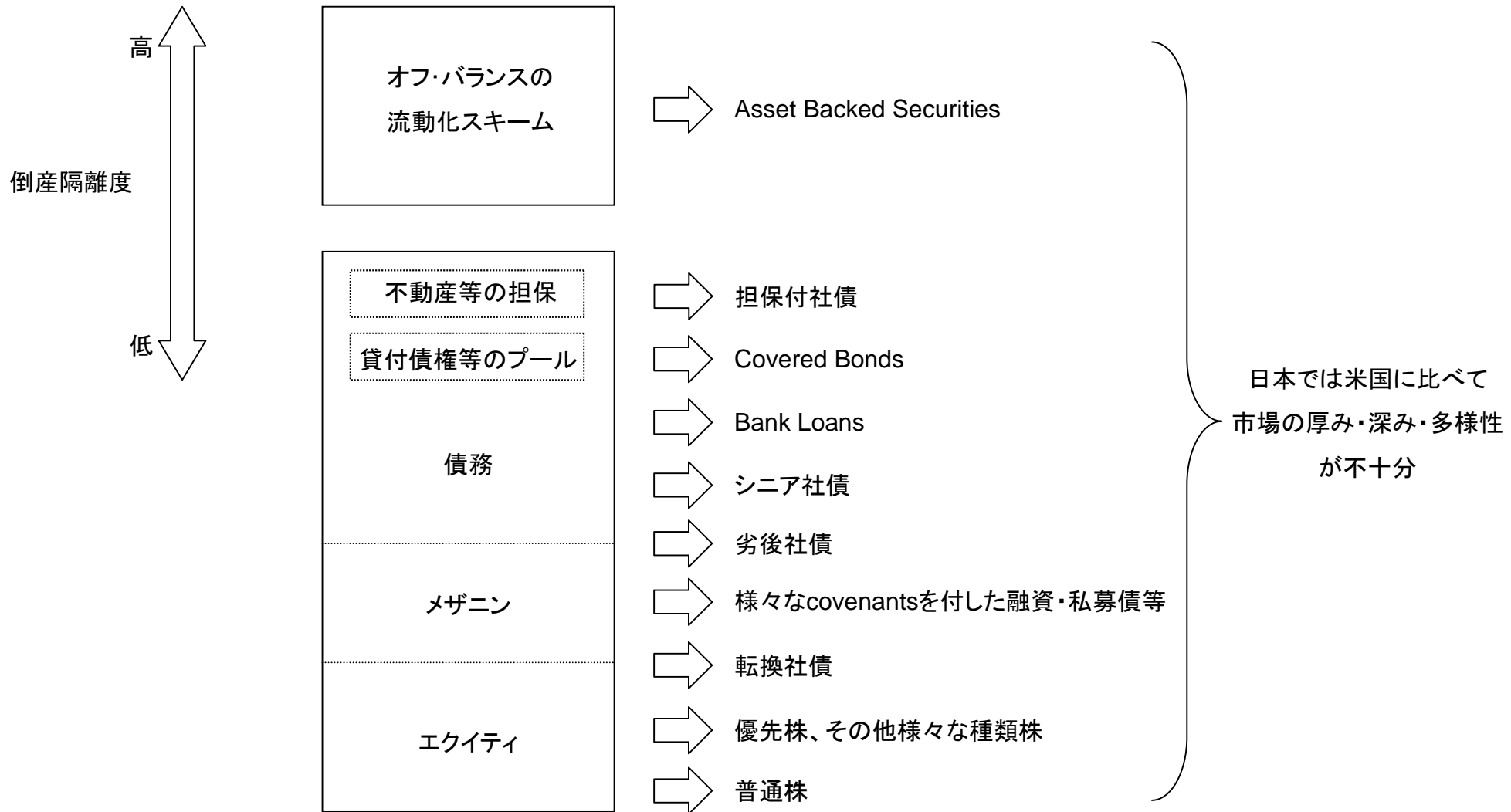
信用リスクとスプレッド



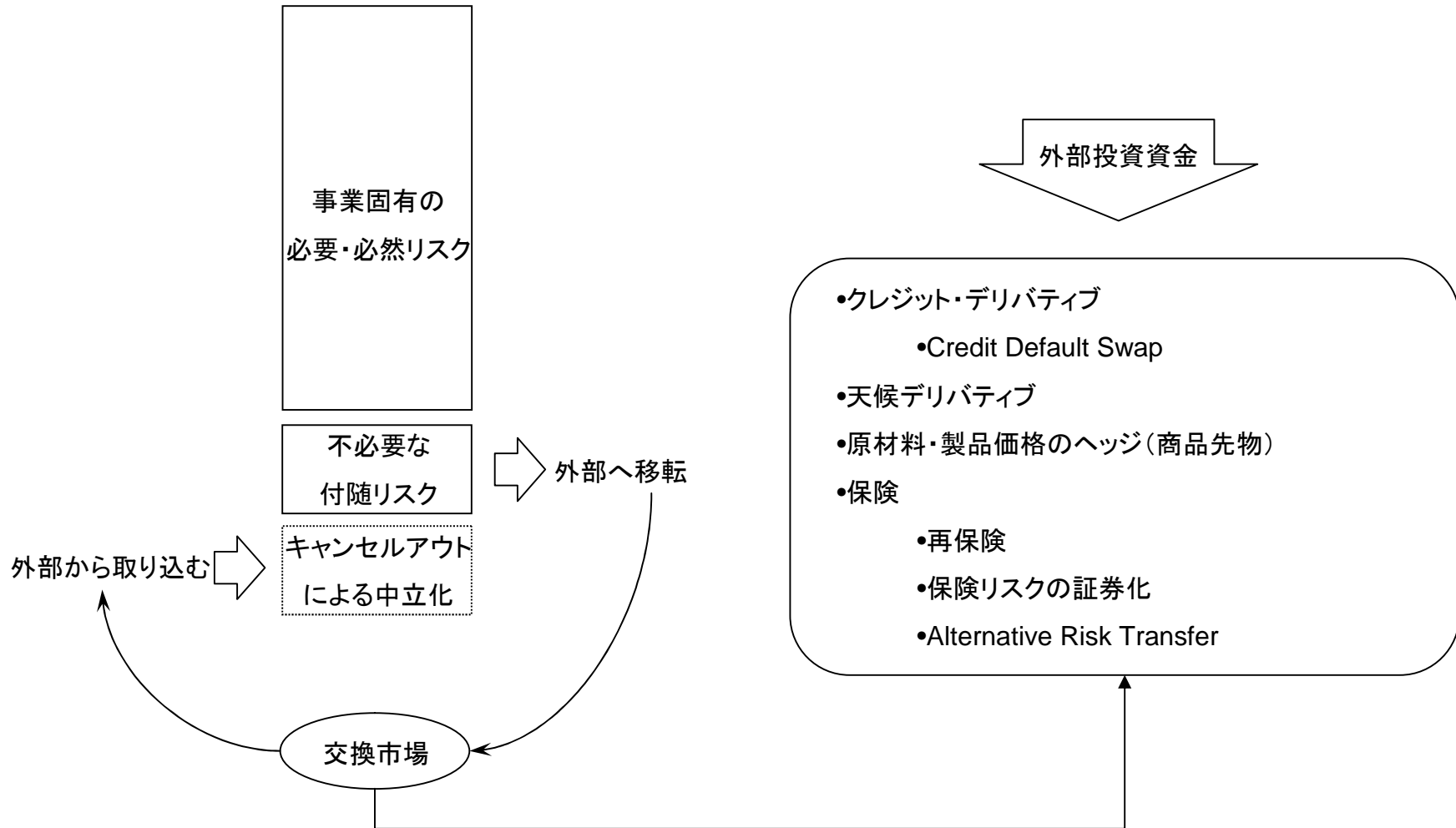
伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



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

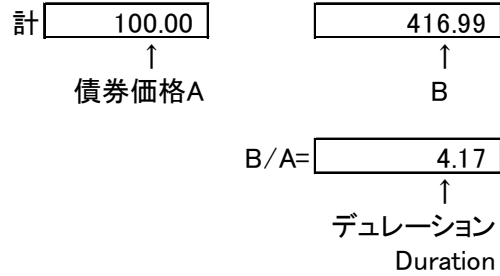


デュレーションの意味

クーポン10%、満期5年の債券の価格とデュレーション

金利 = 10 %

年 ①	キャッシュフロー ②	現在価値 ③	①×③
1	10	9.09	9.09
2	10	8.26	16.53
3	10	7.51	22.54
4	10	6.83	27.32
5	110	68.30	341.51



デュレーション = 現在価値の加重をかけた平均回収期間

デュレーション・金利と債券価格変動の関係

クーポン10%、満期5年の債券の価格とデュレーション

年	キャッシュフロー 金利(%) =	現在価値							
		13	12	11	10	9	8	7	
1	10	8.85	8.93	9.01	9.09	9.17	9.26	9.35	
2	10	7.83	7.97	8.12	8.26	8.42	8.57	8.73	
3	10	6.93	7.12	7.31	7.51	7.72	7.94	8.16	
4	10	6.13	6.36	6.59	6.83	7.08	7.35	7.63	
5	110	59.70	62.42	65.28	68.30	71.49	74.86	78.43	
計=債券価格		89.45	92.79	96.30	100.00	103.89	107.99	112.30	
デュレーション		4.12	4.14	4.15	4.17	4.19	4.20	4.22	
修正デュレーション			3.74	3.79	3.84	3.89	3.94	4.00	
1%の金利変化に対応する債券価格の変化率									

コンベクシティ= 金利が変化することによりデュレーション自体も変動する率
Convexity

銀行預金と生命保険契約

生命保険契約には、信用リスクがある

保険会社倒産に伴うリスクは、銀行預金のペイオフのリスクと同じ

有期利率保証特約

5年定期の方が普通預金よりも金利が高いが、定期預金を途中解約すると、金利放棄になる
同様に、有期利率保証特約(GIC型)にすると、利率面で有利でも、期前解約すると解約控除をとられる

有期利率保証特約の基準金利は、国債の流通利回りに連動

信用リスクと利回りの関係

理屈の上からは、信用度の低い保険会社の契約のほうが金利が高くなるべきだが、実際にそうか

- 本資料は、投資対象としての債券関連領域について解説・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、投資対象としての債券関連領域についての解説・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。