

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
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhmc.com>

2021.06.22

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



概要

なぜ、ニッチか

金利という大きな支配的要素があるからです。債券的な投資対象は、常に、金利が最大の要素であって、そこに他の異なる収益源泉を含めるにしても、一つの投資対象における源泉拡大には大きな限界があります。ですから、一つの投資対象に小さな収益機会(ニッチな機会)を見つけ、その小さな機会を多数集積するしかないのです。

ニッチなもの

ニッチな領域を構成するものは多様であり得ます。信用、知名度(認知度)、流動性(売買可能性とその費用の小ささ)、構造(資産担保証券など)、内包オプション、リスク移転(債券という器に様々なリスクを移転してくる仕組み)などなどです。大切なことは、どの一つにも、大きな傾斜をかけずに、常に多様なものに分散しておくことです。

銀行機能の補完としての投資機会

様々な理由で、銀行が融資を抑制せざるを得ない領域では、銀行に替わる代替金融機能が強く求められます。そこに投資の機会があります。現在では、不動産関連、エネルギー関連、船舶関連、中小企業などが、世界的に代替金融機能を強く必要とする分野なのでしょう。

リスク転換

債券という器に様々な付随リスクを外部に移転する仕組みです。代表的なものは、クレジット・デリバティブ(Credit Default Swap)、天候デリバティブ、商品先物等が挙げられます。

債券を中心にした運用の中での付加価値源泉の厳選と分散

債券という区分のなかでも、金利以外の多様な収益源泉へ分散することが可能です。例えば、信用、知名度(認知度)、流動性、構造等。更に、流動性のないローン債権等に枠を拡大させれば、より効率的な運用が可能になる可能性があります。ただし源泉の分散と同時に、源泉の厳選が重要です。

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。

格付の問題

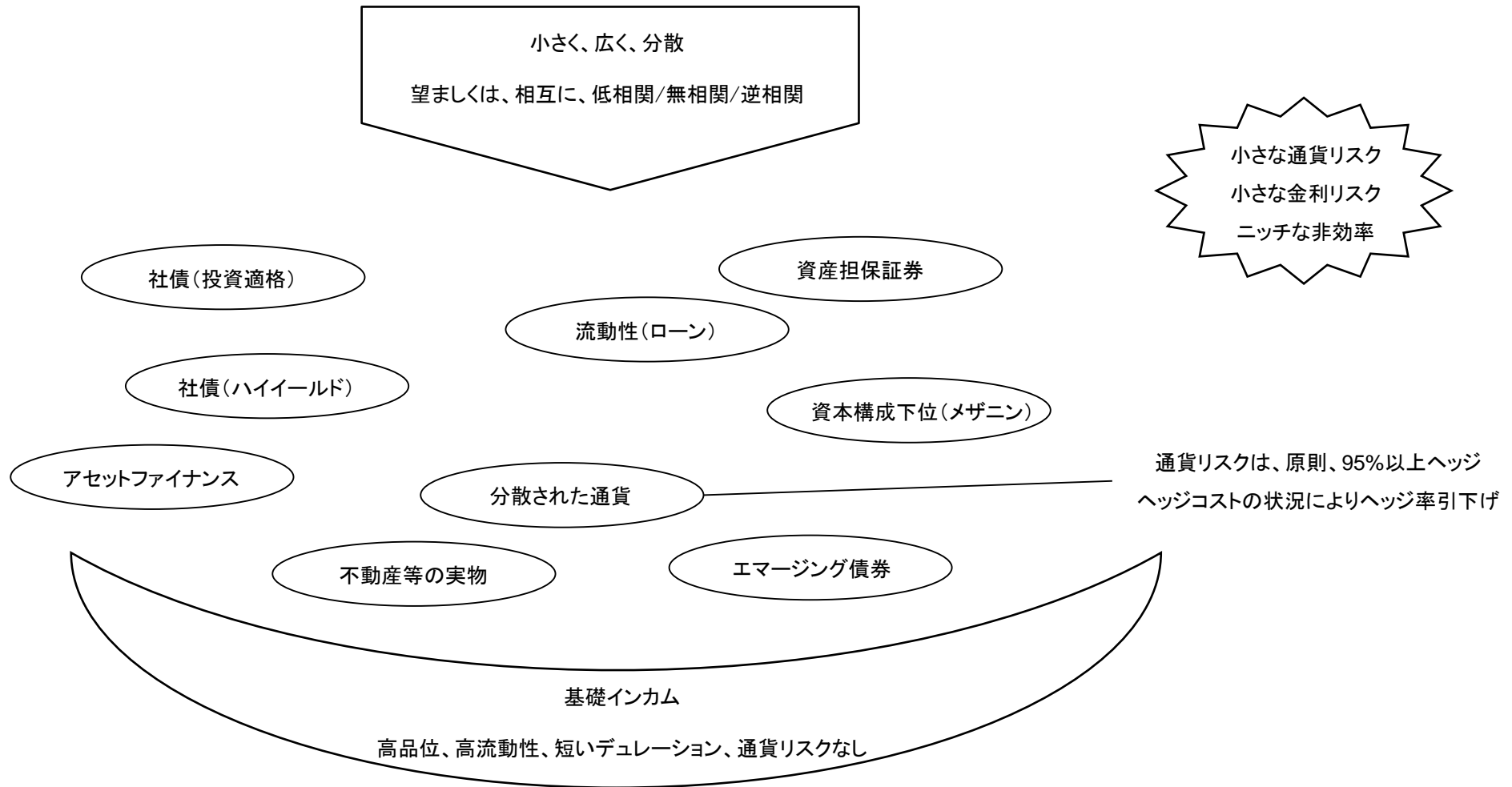
証券化された融資を証券として投資する投資家は、一般的には、格付等を基準として購入し、格下げ等の事由による売却によって、信用リスク管理をしています。情報の非対称性の上に、もしも、融資実行者が乱脈な融資をし、一定の格付要件をクリアするように巧妙に流動化して証券を創出すると、そのような証券への投資家は、極めて危険な立場におかれます。

頭の体操:ニッチとは何か

- ☞ 新発の10年国債と、10年前に発行された20年国債とを比較し、相対価値差を論ぜよ。
- ☞ 同じ発行体が同一地位の社債を二種類発行し、片方をプロの投資家専用として格付を取得せずに発行したとする。両者の相対価値差を論ぜよ。
- ☞ 借換自由の住宅ローンがあったとして、金利が低下しても、借換されずに高金利の住宅ローンが残り得る理由を考察せよ。
- ☞ 多額の資産を保有する富裕層でも、高金利な消費者ローンを借りる理由を考察せよ。
- ☞ 東京の超一等地である大手町にある不動産と、その北に日本橋川を挟んで隣接する地区にある不動産との間には、大きな賃料格差があるが、その相対価値差を純経済的に考察せよ。

非効率はなくなる。 = ニッチな領域には必ず魅力ある投資対象がある。

インカム戦略におけるニッチな投資対象

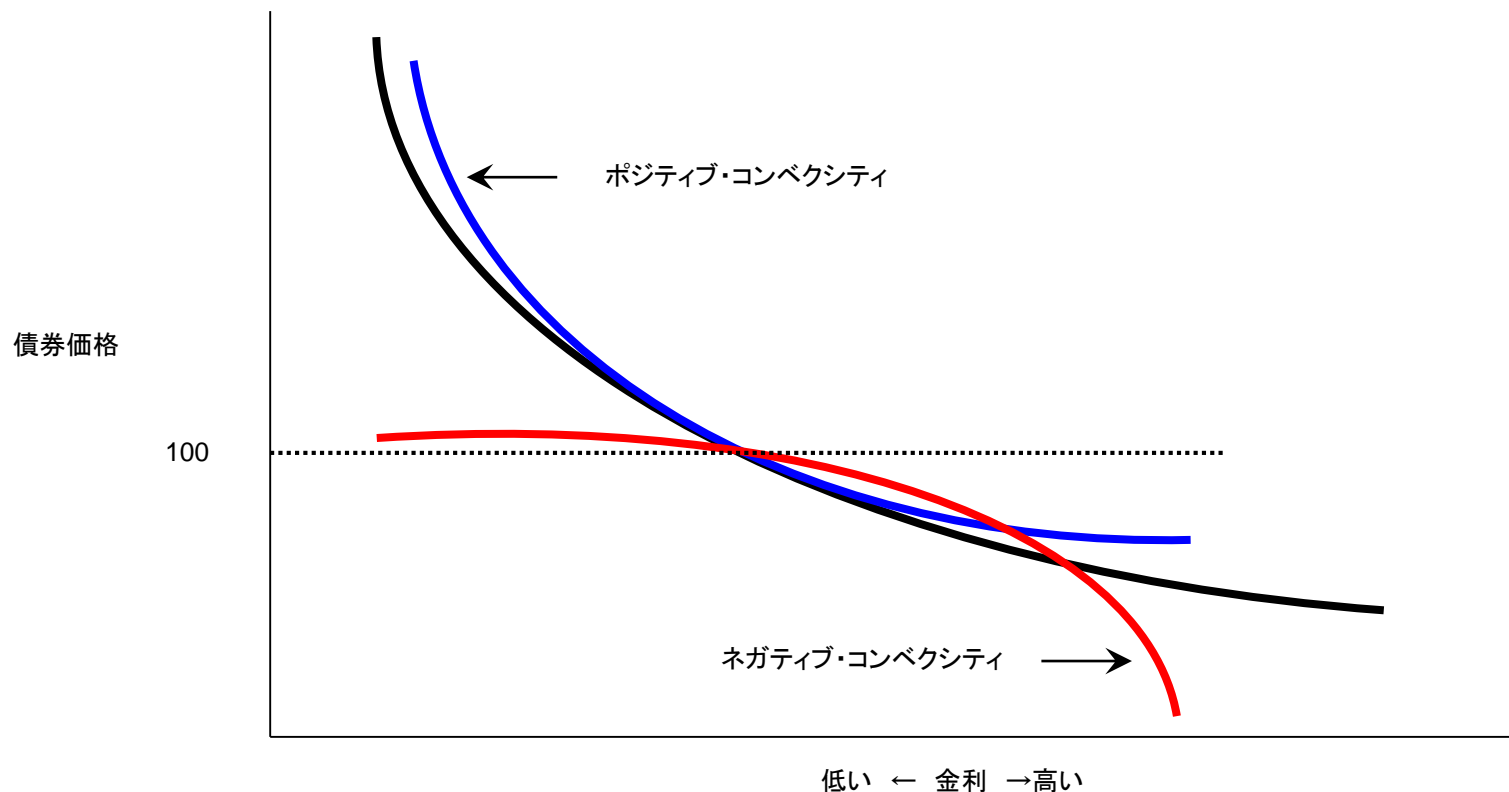


特殊償還条項

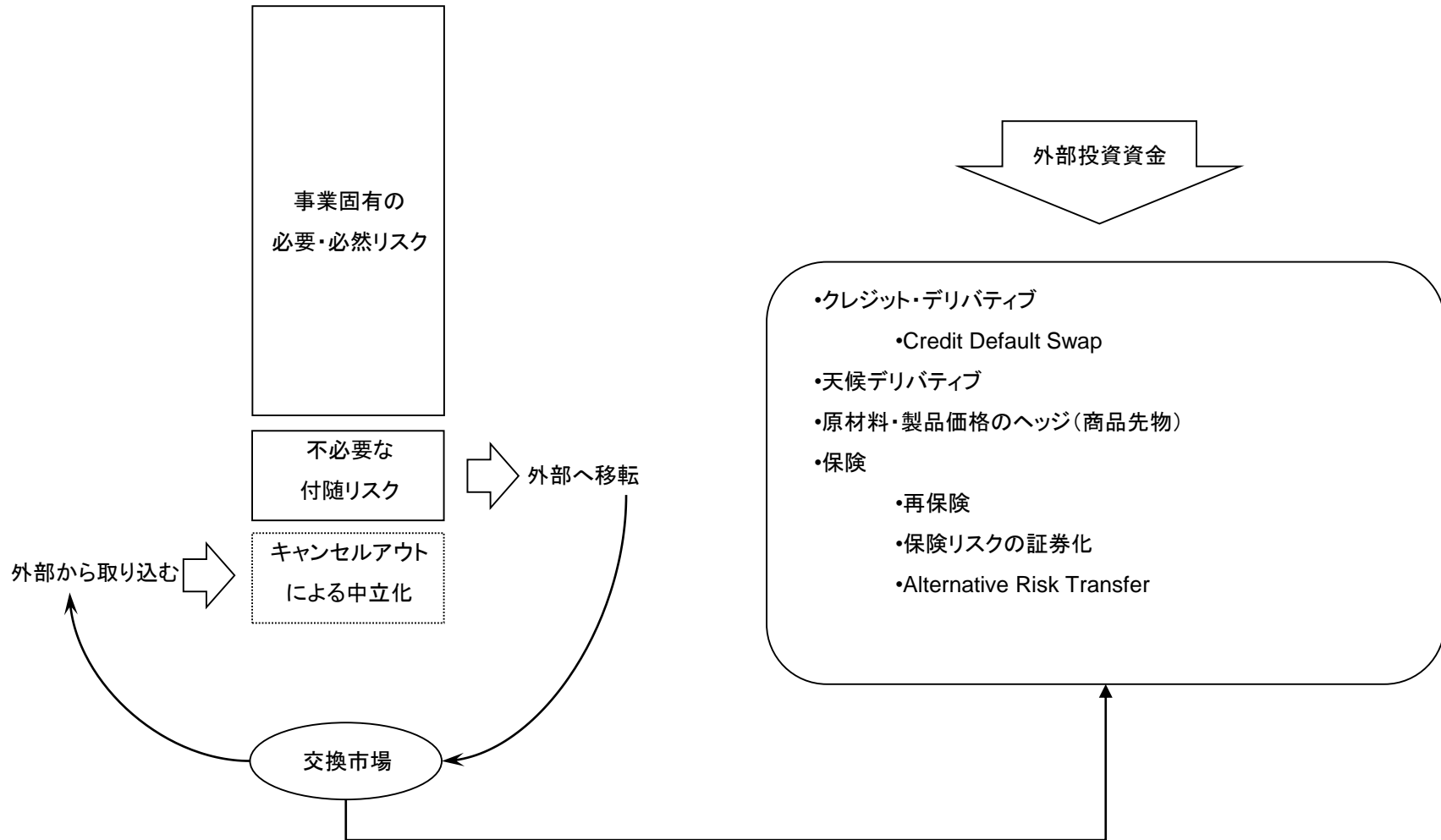
- ⇒ 債券は、通常は、事前に定められた満期時点で、一括償還される。このような満期一括償還をブレット(bullet)型という。現在では、一部の資産担保証券以外は、ブレットが普通である。
- ⇒ 発行体が、満期以前に償還のできる権利を留保することもある。この発行体が留保する権利を、コールオプション(call option)という。これは、金利が低下したときに、借換が容易にできるようにする仕組みであり、発行体有利である、その分、利回りは高くなる(オプション料の受け取り)。金利が低下(価格が上昇)しても、償還は100で行われるので、価格の上昇は抑制される(投資家不利)。このような債券は、コーラブル(callable)と呼ばれる。
- ⇒ コーラブル債券の代表例は、米国の住宅ローンを使った資産担保証券(mortgage-backed securities MBS)である。米国の住宅ローンは、手数料なしで借換え自由なので、金利が低下すると、原資産の償還が加速する。米国のMBSは、原資産の償還を全て債券の償還に充当する(パススルー pass through)仕組みになっている。
- ⇒ その他、投資家側が満期前に償還を要求できる債券(プッタブル puttable)、分割償還される債券(減債基金 sinking fund)など、様々な償還条項をもつ債券がある。

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。

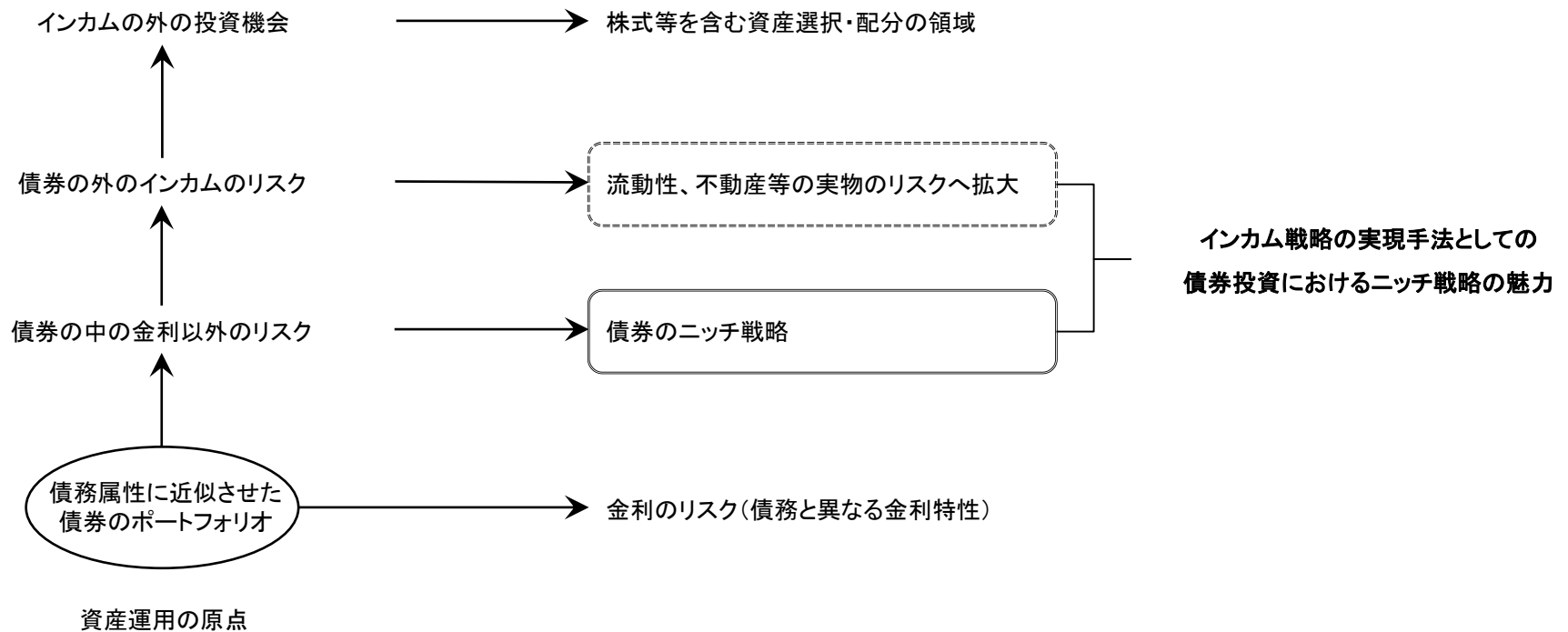


リスク移転・交換市場の拡大



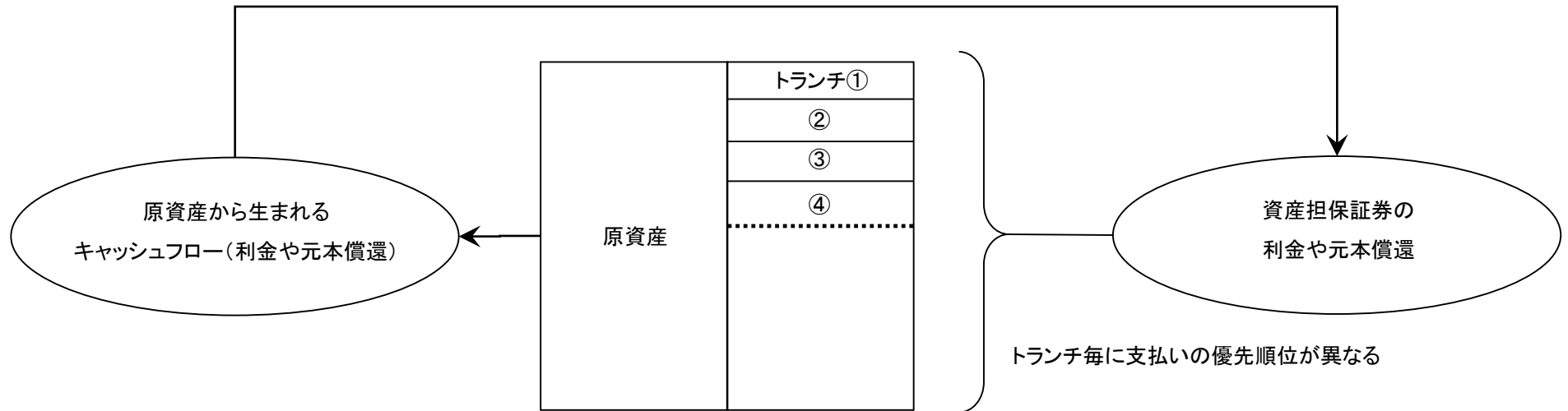
資産債務総合管理の視点

- ⇒ 資産構成によって、債務属性を複製することは、極めて困難である。
- ⇒ 債務属性に占める金利要素は、圧倒的に大きい。
- ⇒ 債券の外にある金利要素を軸とした収益機会をインカムと呼べば、インカムの追求により、金利リスクを抑制しつつ、付加価値を生むことができる。

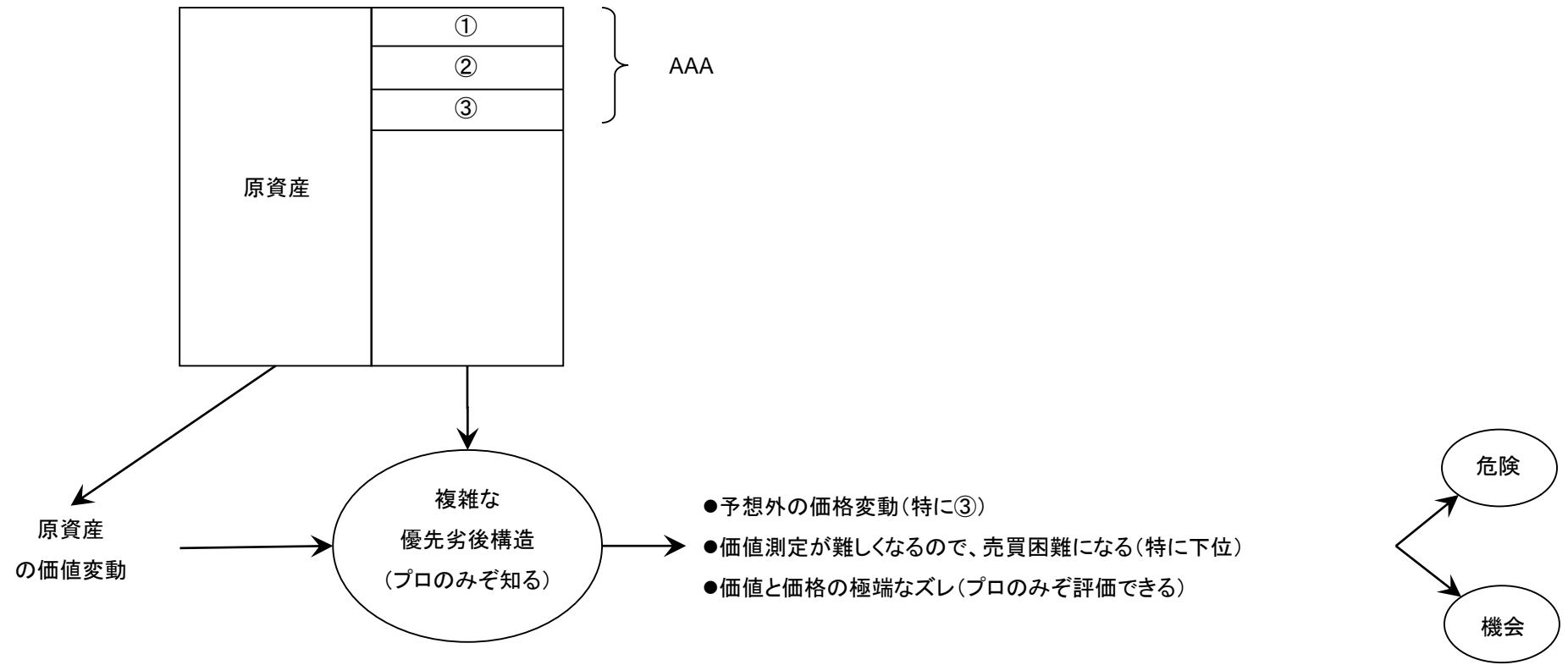


資産担保証券

- ⇒ 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。



資産担保証券の難しさと機会



物価連動債

- ⇒ 参照する物価指数が上昇すると収益はプラスに、物価指数が低下すると収益はマイナスとなる。また、実質金利が低下すると収益がプラスに、上昇すると収益がマイナスとなる。
- ⇒ 通常の債券でも、「クーポン>デュレーション」を維持できれば、金利上昇時にマイナスを避けつつ遅行的に追随可能な点は、中長期的には、物価連動債と同様。
- ⇒ なお、今、名目金利が2%でインフレ率が1%だとして、インフレ率が2%へと上昇し、名目金利も3%へと上昇するような金利上昇局面において物価連動債へ投資を行うと、即座に追随することは可能だが、短期的なものである。



- 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。