

## インカム戦略

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>

2021.11.30

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



# 概要

## インカム

株式といい、債券(権)といい、資産とは、資本構成上の地位です。資産とは、資本構成上の地位に従い、事業キャッシュフローの分配を受け取る権利です。この資産に内包されたキャッシュフロー(分配金)をインカムと呼びます。インカムは、利息配当金等の総称です。

## 保守主義のインカム戦略

安定的なインカムの稼得を目指して、良質な事業キャッシュフローの源泉を厳選し、資本構成上の上位に投資することは、投資の保守主義の原則であり、その保守主義を貫徹するのがインカム戦略です。

## 管理できない付随リスク(マクロリスク)の抑制

インカム戦略のリスク管理は、管理不能な付随リスク(マクロリスク)を抑制し、優良な事業キャッシュフロー源泉を厳選し、分散して投資するという管理可能な領域において、行われるべきものです。マクロリスクが抑制されているからこそ、安定インカムの稼得という保守主義を実現できるのです。

## インカム源泉の分散

インカム戦略では、インカムの源泉を多様に分散してこそ、安定インカムが実現します。故に、マクロリスクを避け、より高いインカムを求めれば、自然と、ニッチな非効率へ広く分散することになります。

## 価値と価格

資産の価値は、内包している将来インカムの現在価値です。市場理論は、資産の市場価格は、資産の価値に一致していることを仮定しています。仮定を認めるにしても、現実には、常時、価値と価格が一致しているわけではなく、一定期間、乖離している事態は、普通に、生じています。

## 割安な状況としての投資機会(プラス)

価格が価値を下回っている状況を、割安(バリュウ)といいます。割安は、非常に、魅力ある投資の機会です。この割安な機会への投資を、インカムに対して追加的な利益をもたらす機会として、プラス戦略と呼びます。

## インカムプラス戦略

インカム戦略に、一定の制約条件のなかで、プラス戦略を取り込んだのがインカムプラス戦略です。制約条件は、自由に設計できます。

## 厳格な売却規律

プラス戦略は、割安だからこそ、成り立つものです。故に、割安でなくなったときには、厳格な規律として、投資回収すべきです。

# 資産運用の四つの原則

## 本源的価値(インカム)

- 資産が生み出す将来キャッシュフロー(利息配当金や賃料等のインカム)の現在価値
- 資産運用の課題 = インカムを高める(価値の増大を目指す)努力
- 期待インカム = 現在のインカム + 将来のインカムの変動(価値変動)

## 損失の可能性(リスク)

- 期待インカムの毀損 ⇒ 価値の低下 ⇒ 損失(リスク)
- 資産運用の課題 = 価値の毀損を回避する(リスクを避ける)努力

## 価格変動(ボラティリティ)

- 価値の周辺における市場価格の変動
- 価格が価値よりも低いとき(価値と価格の差がバリュー) = 投資の機会

## 保守主義

- 予測可能性の高いインカム
- 将来インカムの推計における仮定設定の保守主義
- 「安全性の厚み(マージン・オブ・セイフティ)」 = 価値と価格の差の大きさ
- 合理的に管理できること ⇒ 価値の判断 ⇒ 損失(リスク)の回避
- 合理的に管理できないこと ⇒ 価格の予想 ⇒ ボラティリティは管理できない(受け入れるしかない)

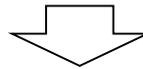
# 保守主義の原則

---

保守主義の原則 = インカムの質(予測可能性の高さ)を追求することで、結果的に、インカムの量がもたらされます。

## インカムの質を高める努力

- ⇒ 資本構成の上位への投資を原則とし、下位(株式)へ投資するときには、厳格な条件の下で行います。
- ⇒ 事業キャッシュフローの源泉を厳選し、厳選した範囲のなかで分散します。
- ⇒ 可能な限りで、積極的な経営関与を行います。



結果的に、インカムの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していきます。

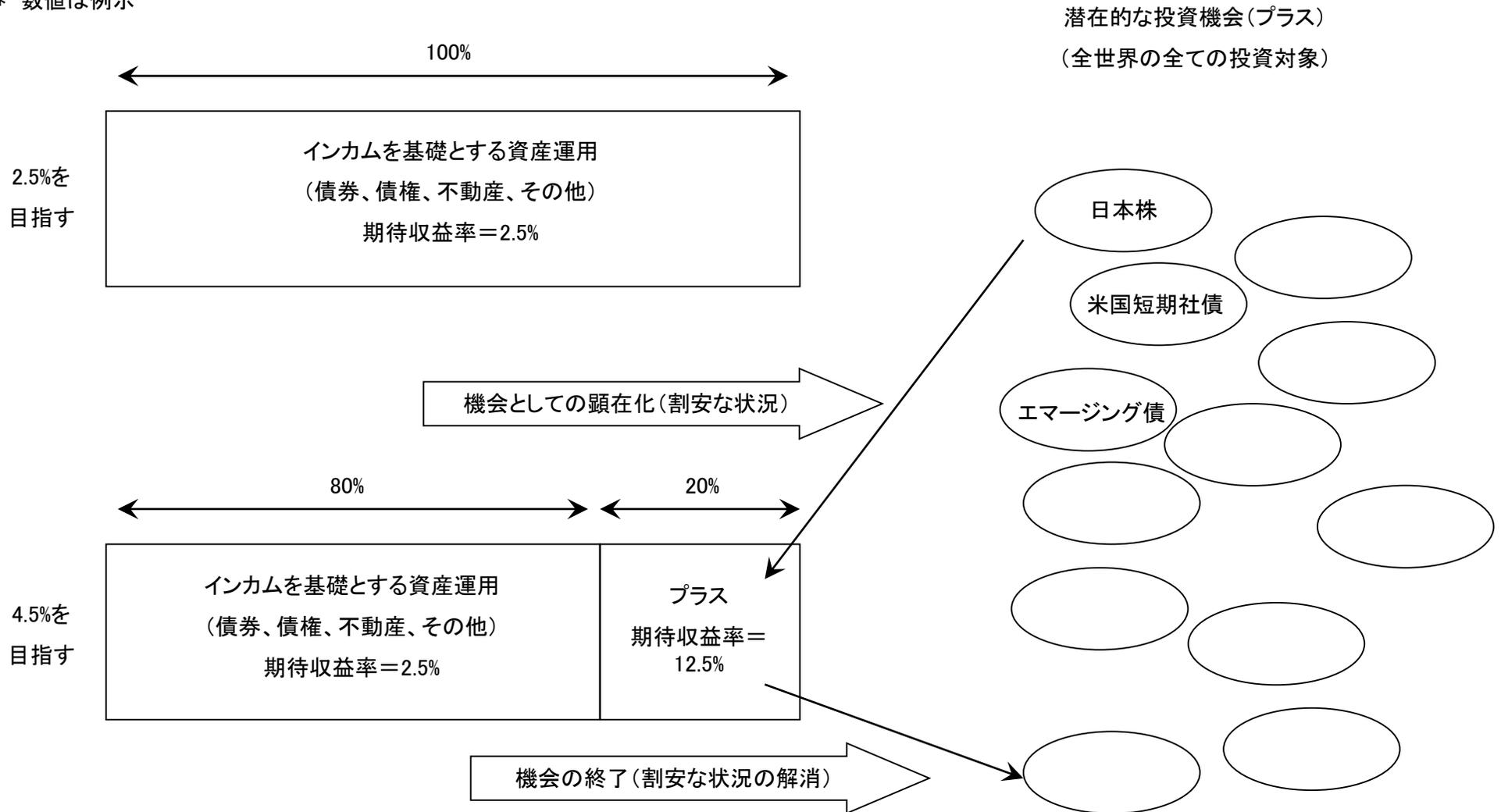
# インカム戦略の基本

## インカム戦略の基本哲学は徹底した保守主義

- 株価等の価格の変動リスク、金利リスク、為替リスクなどのマクロ経済・市場リスクは、原理的に管理不能であり、受け入れるしかありません。
  - ⇒ 積極的な収益の源泉とするものではなく、消極的に取らざるを得ないリスク総量を、厳格に許容範囲に留めます。
  - ⇒ 許容可能な金利リスクは、デューレション換算において、デューレション＝平均利回り
    - ・ 1%の金利上昇に伴う資産価格下落を、インカム、即ち金利配当金収入で、相殺できることが目安です。
    - ・ 通常、国債等では、インカム不足となるため、多様な源泉の非金利リスクを取り込むことで、インカムの増収を確保します。
  - ⇒ 外貨資産の95%を為替ヘッジ(ただし、ヘッジコストの状況等により、例外的に、ヘッジ率を下げる場合があります。)
  - ⇒ 原則として、株価等の価格変動リスクはとりません。
- 大きなリスクを避けて、小さな非効率に、収益機会を見つけます。
  - ⇒ 世界の債券市場(特に、米国)のニッチな分野には、多数の非効率が存在します。
    - ・ 信用リスクをとるのではなく、信用リスクが作り出す非効率の投資機会に着目します。
    - ・ 資産担保証券の構造のリスクをとるのではなく、複雑な構造が作り出す価格の非効率に着目します。
    - ・ 特殊償還条項の金利リスクをとるのではなく、実際の償還の背後にある非効率に着目します。
  - ⇒ 債券との近接分野(ローン、メザニン、アセットファイナンス等)については、同等の価値をもつ債券との比較において、大きな相対優位がある限りにおいて、投資を行います。
- 適切な分散と最高度の技術をもつ専門家を起用します。
  - ⇒ 過剰分散を避け、適切な数の戦略に分散投資します。
  - ⇒ 戦略は、適宜、入れ替えを行います。
  - ⇒ それぞれの戦略は、最高度の専門性を要求されるので、それにふさわしい運用会社を厳選して、起用します。
  - ⇒ 外国籍投資信託等(いわゆる「ファンド」)を利用します。

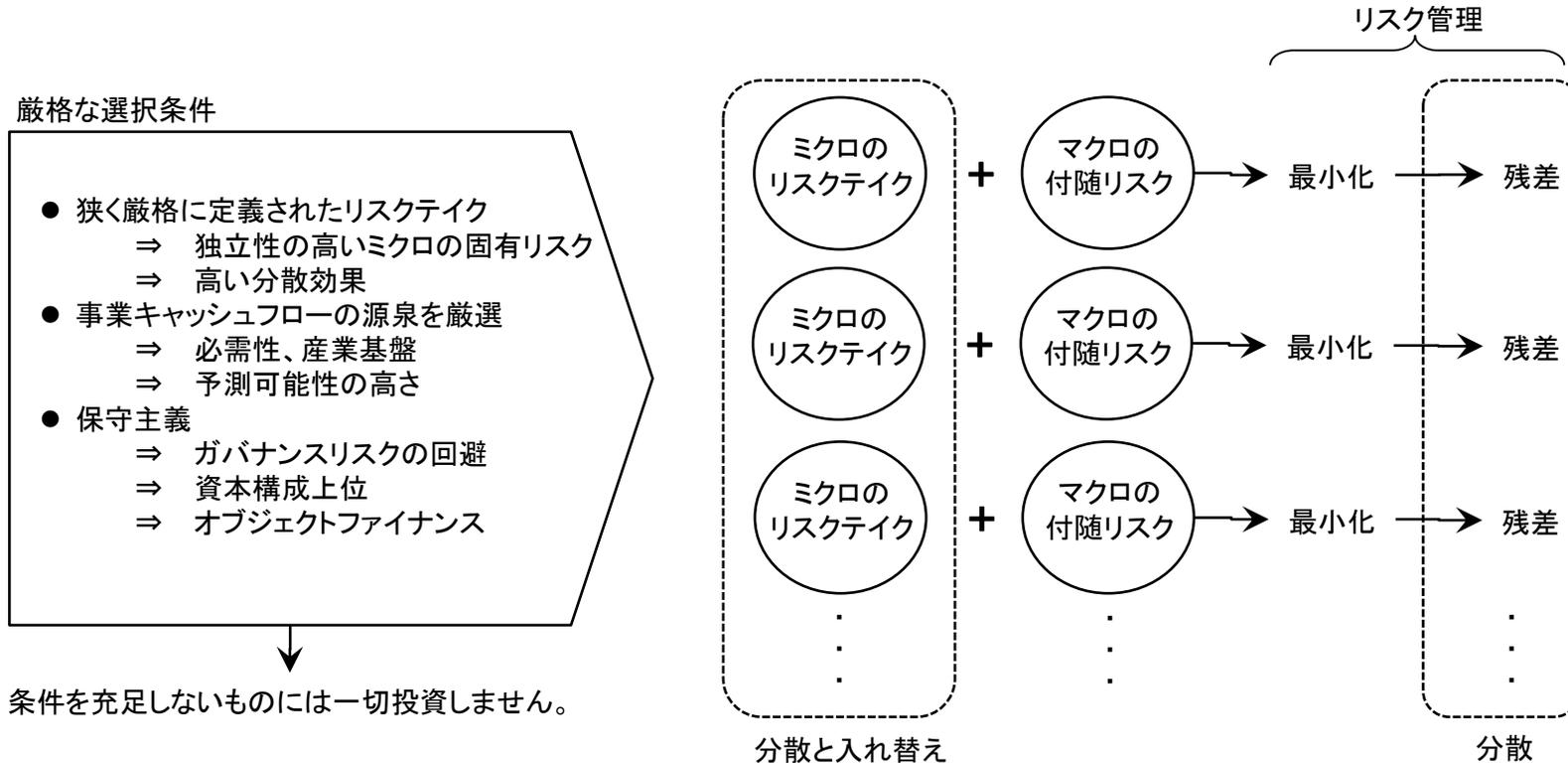
# インカムを基礎とした収益と投資機会による収益

\* 数値は例示



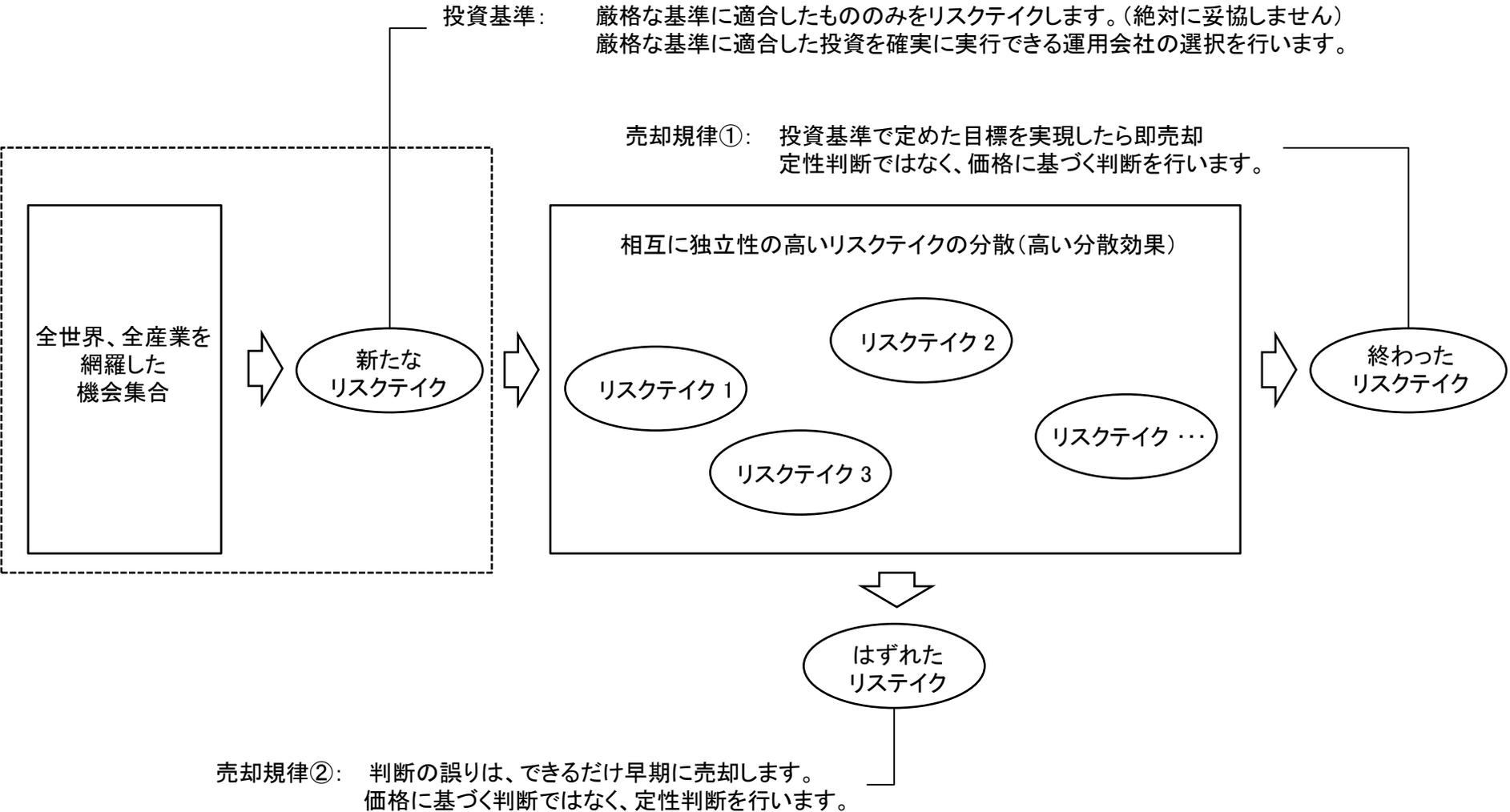
# HCの戦略 - 投資の技法 ①

リスクアパタイトフレームワークの最高度の適用=①意図的なリスクテイク、②付随する意図せざるリスクの最小化、③テイクしないリスク(テイクするリスクの厳格な制限)



- ☞ 顧客が異なる条件を定めない限り、全ての投資対象、全ての顧客に共通の原則として機能します。
- ☞ 例えば、株式投資についていえば、銘柄の厳選(ガバナンスリスク回避等)と必需性の高い産業への傾斜となり、債券についていえば、金利・為替リスクを最小化して、信用リスク等における銘柄の厳選となる。また、総合型戦略(インカムプラス)では、資産種類の伝統的定義を解体して、事業キャッシュフロー源泉に遡って再構築する戦略になります。
- ☞ 投資の実行は、全て、外部の運用会社の選定を通じて行うので、原則は、同時に、運用会社選択の原則として機能します。

# HCの戦略 - 投資の技法 ②



- 本ウェビナーは、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。