

## 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  
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2023.7.11

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。

# 概要

## **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。

## **住宅ローン担保証券 (Mortgage-Backed Securities MBS)**

資産担保証券の一種であり、住宅ローンの元利返済金を裏付けとした債券です。

## **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。

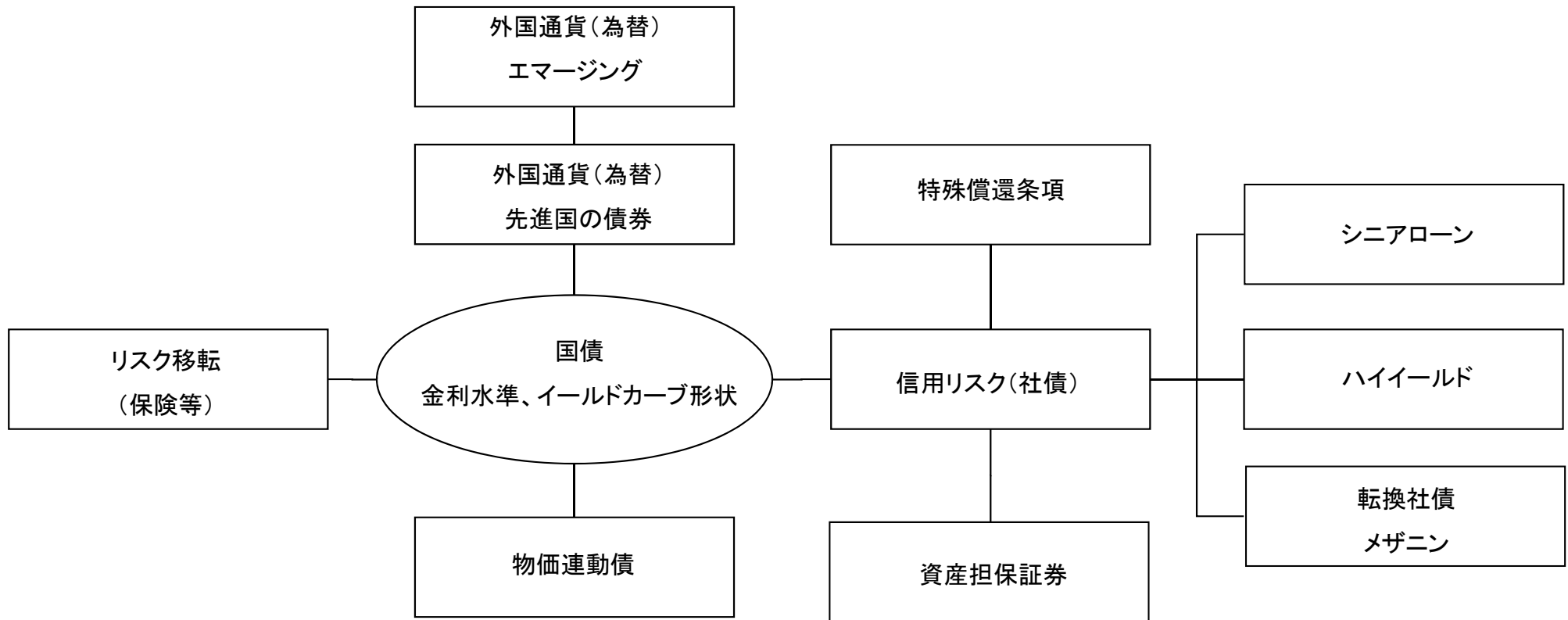
# 頭の体操:ニッチとは何か

- ⇒ 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。

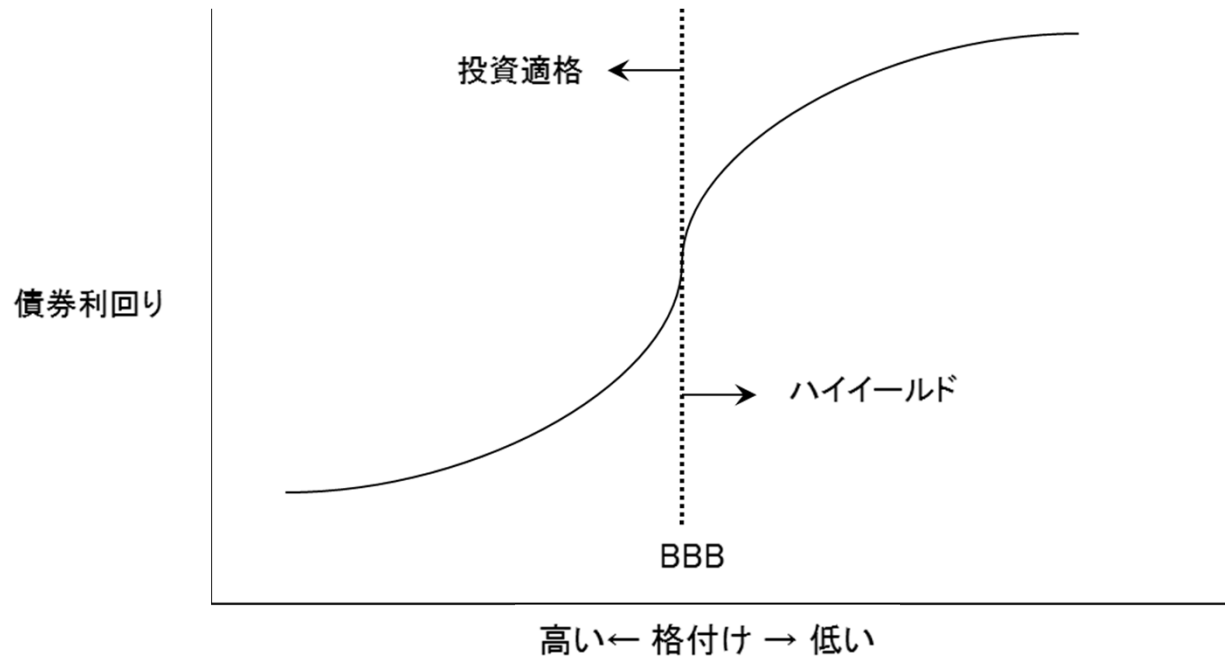
# 債券運用におけるニッチな投資対象

- ⇒ 債券は非常に範囲が広い。理論的には、どのような種類の特殊なリスクも、債券の仕組みの中に取り入れることができる。
- ⇒ 損害保険のリスクのうち、特に天災のリスク(カストロフィ)を移転したもの(キャットボンド)、転換社債のように、株式のリスクを内包したもの、物価連動債のように、物価指数を内包したものなど、様々なものがあり得る。
- ⇒ 外貨建ての債券は、為替変動のリスクを内包する。
- ⇒ 特殊償還条項は、金利オプションを内包したものである。



# 信用リスクを超える収益源泉(ハイイールドの例)

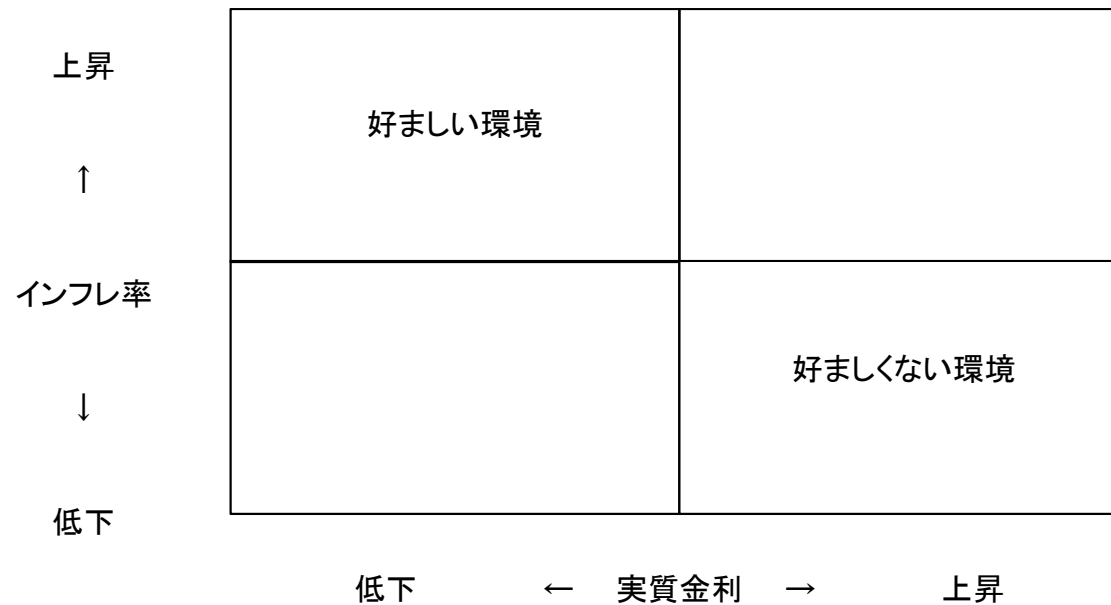
- 機関投資家は、ハイイールドを別枠管理するので、格付が低下して、ハイイールドに分類されてしまうと、需給が一気に悪くなり、価格下落(利回りは上昇)する。これが、市場分断によるプレミアムの代表例である。
- また、短満期ものへ投資することで、信用リスクの総量を管理することが可能となる。



- **満期の短いハイ・イールド債**  
⇒信用リスクはとっているものの、厳選し満期が短いものを選択することで、リスクを限定しつつ高い利回りを享受できる。
- **ハイクオリティ・ハイイールド債(BB債券)**  
⇒投資適格(BBB)へ格上げされると価格が大きく上昇する一方、Bへ格下げされても大きくは下らない。
- **満期の短いハイクオリティ・ハイイールド債**  
⇒上記2つの長所を併せ持つが、きわめてニッチであり価格は高くなる。

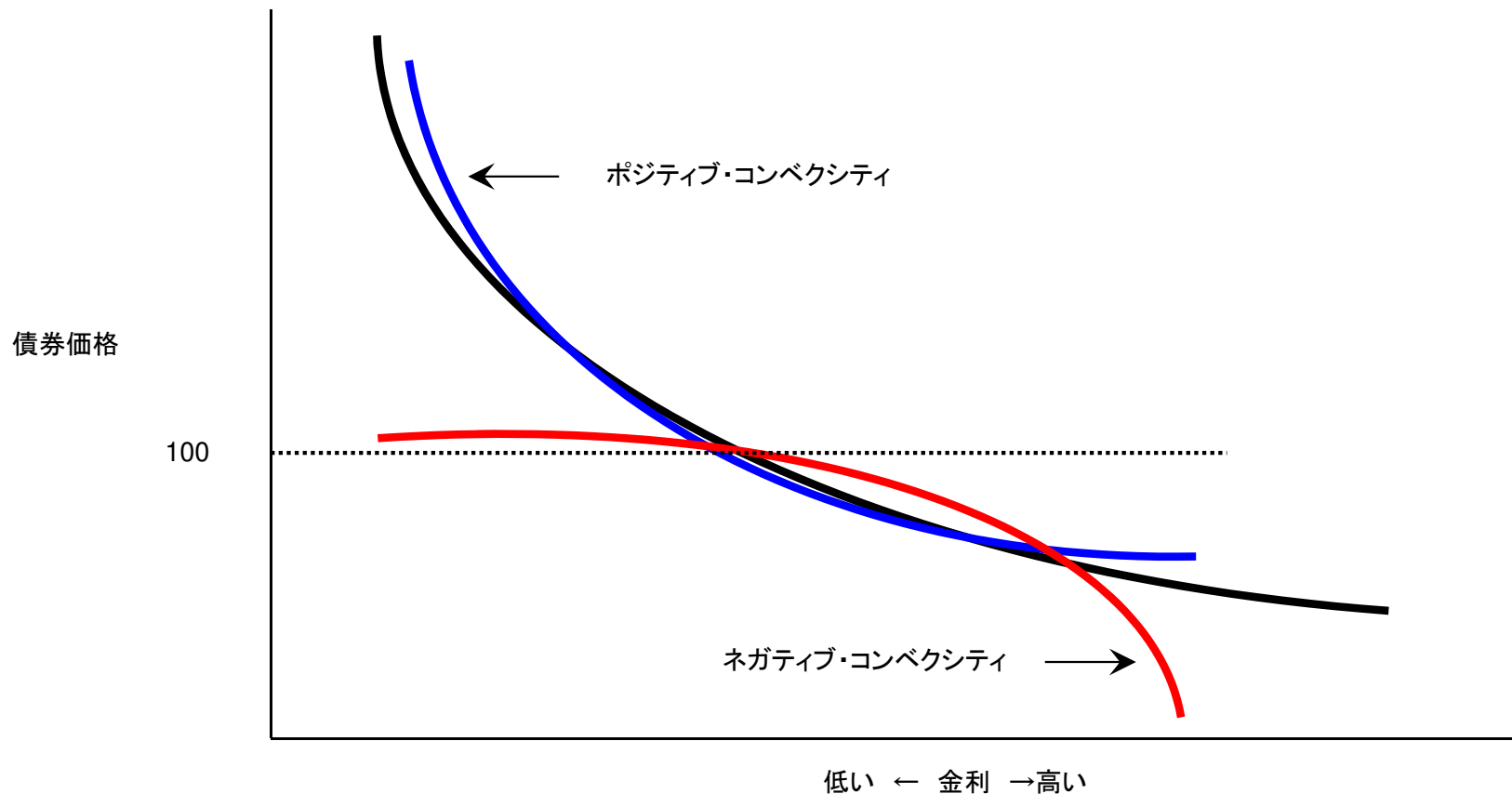
# 物価連動債

- ⇒ 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従可能な点は、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、即座に追従することは可能だが、短期的なものである。



# コンベクシティの重要性

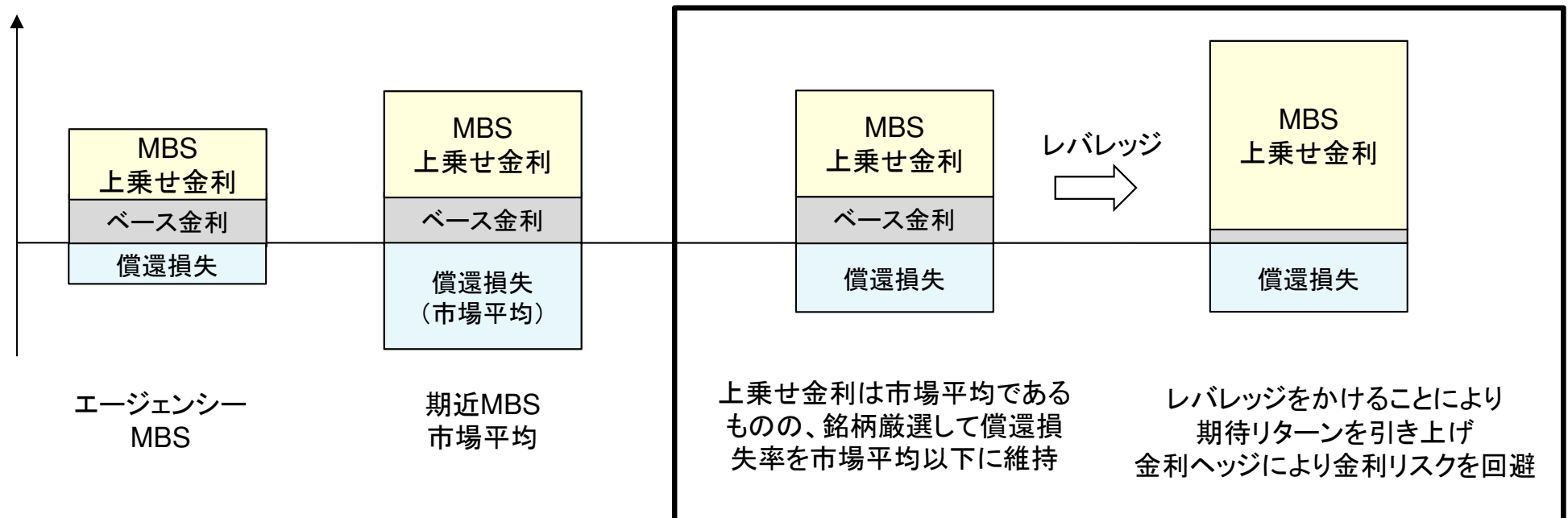
- ⇒ 米国のMBSのようなコーラブルな債券は、通常の債券と異なり、コンベクシティが下に凸ではなくて、上に凸になる。これを、ネガティブ・コンベクシティ(negative convexity)という。
- ⇒ また、プッタブルな債券や、超長期債(100年債など)は、コンベクシティが、普通の債券よりも大きくなる。これを、ポジティブ・コンベクシティ(positive convexity)という。
- ⇒ ネガティブ・コンベクシティは、金利変動が小さいときに有利で、ポジティブ・コンベクシティは、金利変動が大きいときに有利。





# 「期近MBS(Seasoned MBS)」の投資機会

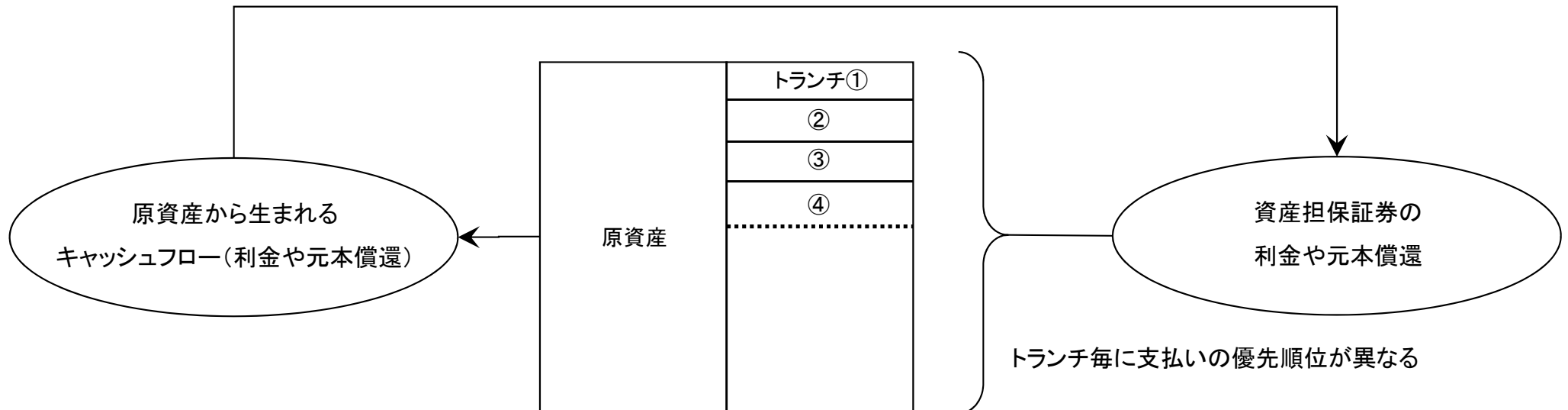
- ⇒ MBSは、住宅ローン提供機関から住宅ローンを取得した発行体が、住宅ローンの元利返済金を裏付けとして新たに発行した債券である。
- ⇒ エージェンシーMBSの投資家に対する元利支払金は、エージェンシーと呼ばれる米国住宅ローン機関\*によって保証されており、格付は米国債と同様AAA格。
- ⇒ 期近MBSは発行から10年超過し、複数の金利サイクルの中で期限前償還が行われなかったMBSである。その中から今後も期限前償還されにくく、高利率の銘柄を選定することで、長期的に安定したインカム収入を確保することはできる。オーバーパー(価格が100以上)で取引するため、期限前償還は最大リスクであり、金利が低下した局面ではローンの借り換え費用低下により、期限前償還が発生しやすい。
- ⇒ 期限償還されない要因は地域により異なり、同分野に特化したプロのみ組入れ銘柄の分析、選定が可能。ひと銘柄あたりの金額は少額であり、市場の新規参入者が限定的。



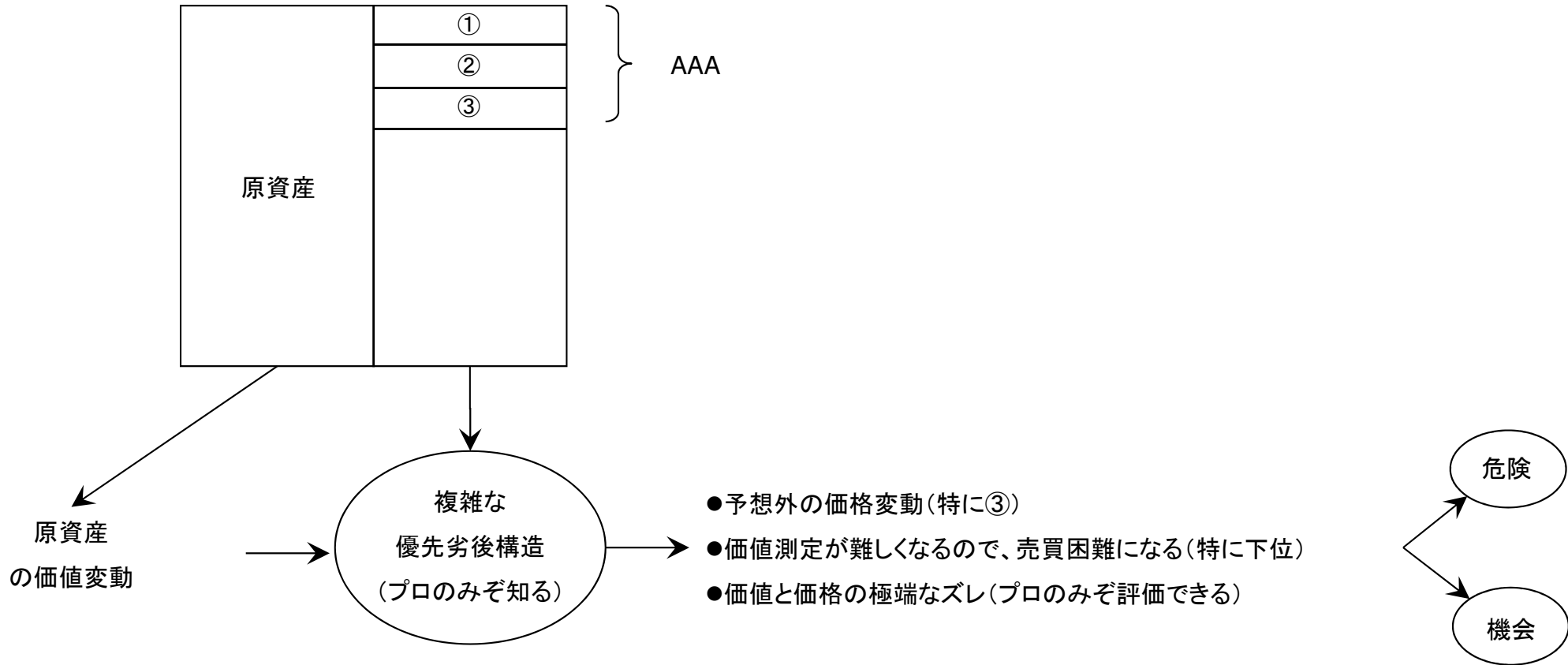
\*連邦政府抵当金庫(ジニーメイ)、連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)、連邦住宅金融抵当公庫(フレディマック)をまとめてエージェンシーといい、ジニーメイは政府機関、ファニーメイ、ジニーメイは政府支援企業

# 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



## 講演後アンケート

---

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/qaCGbyWAcznSudkr7>

- 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。