

債券戦略：基礎

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>

2025.7.1

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



信用リスク

国債は信用リスクがないとみなされるため、その他の債券の利回りは、国債よりも高くなることになり、その差をスプレッド(spread 上乗せ金利)と呼ぶ。債券の表面利率は、信用リスク(デフォルト確率と回収率を加味した損失可能性)を補償するだけ、高くならねばならない。理論的には、損失確率を調整した後では、信用リスクの差にかかわらず、どの債券も同じ期待収益率(債券を満期までもつときの総合収益)にならなければならない。ところが、実際には、一般に、信用リスクの高い債券ほど、総合収益の期待値も高くなる。その追加収益の源泉には、少なくとも、市場分断・資本コスト・流動性の三要素が考えられる。

信用格付

信用リスクの目安がなければ、普通の投資家は、債券に投資することができないため、債券毎に専門家から、客観的な信用リスク格付(rating)の付与を受けるのが通例になっている。一般的には、格付の高い債券ほど、利回りは低くなるように取引される。機関投資家の世界では、格付の低い債券を分離して管理するのが通例で、基準格付以上の債券を投資適格(investment grade)といい、それより下をハイイールド(high yield)と呼ぶ。一般に、どの国でも、国債は最も信用リスクが低いとされる。

資本コスト

預金取扱金融機関にはバーゼル規制が適用され、保有資産ごとに資本配賦が要求される。信用リスクが低いほど、構造が複雑であるほど要求資本は高くなり、銀行等には投資しにくい要因となる。逆に、資本規制を受けない投下にとっては、割安な債券を取得する機会となる。

流動性リスク

一般的に、売却制限がきついほど、スプレッドは拡大する傾向にある。流動性が低いほど、取引コストは拡大する傾向にある。

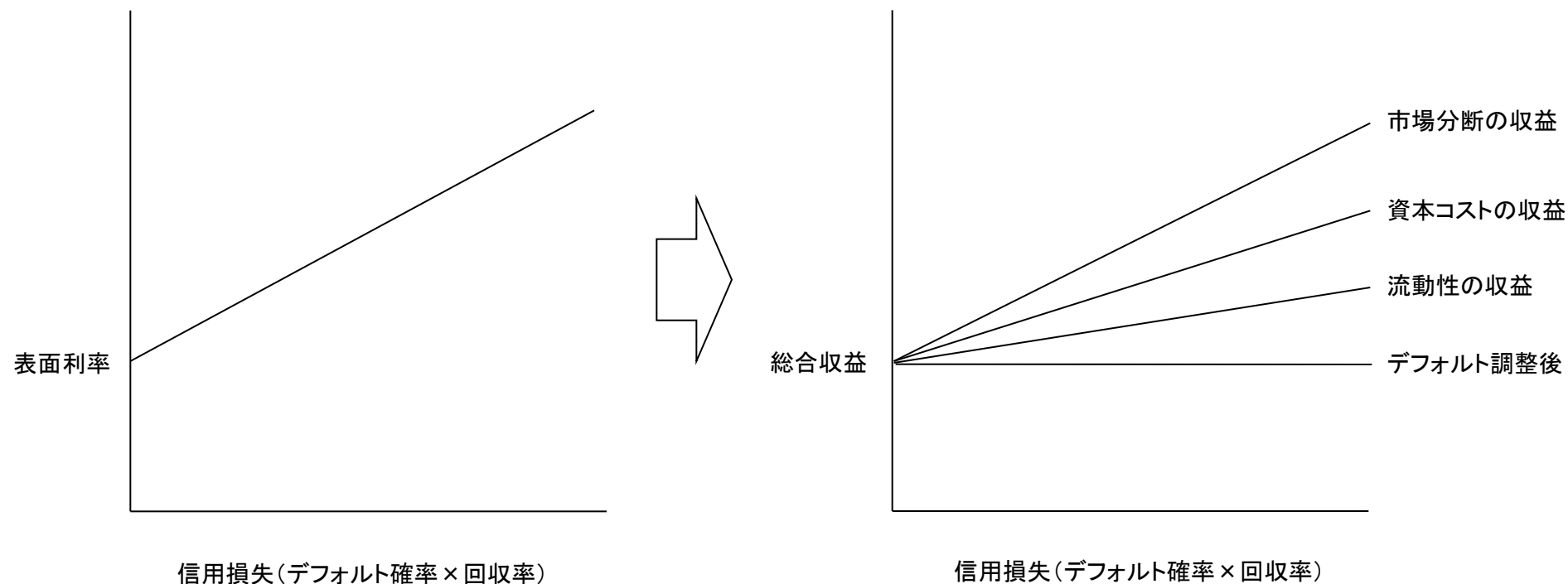
オプション

債券には様々なオプション(発行体や投資家の権利条項)を付与することができる。コールオプションは、将来のある期日までに、あらかじめ決められた価格で特定の商品を買う権利のことをいう。買い手はオプション料(プレミアム)を支払うことでこの権利を得られ、売り手はプレミアムを受け取る代わりに、買い手が権利を行使した場合、売却する義務を負う。プットオプションは、将来の特定の日に決められた価格で対象となる金融商品を「売る」権利を売買する取引を言う。買い手はオプション料(プレミアム)を支払うことで、権利を取得し、売り手は、買い手が権利を行使した場合に、その商品を買取る義務を負う。期前償還権は債券の発行体が債券の満期前に償還することを可能とする権利であり、その分クーポンは上乗せされる。

用語集もご参照ください <https://www.fromhc.com/glossary/>

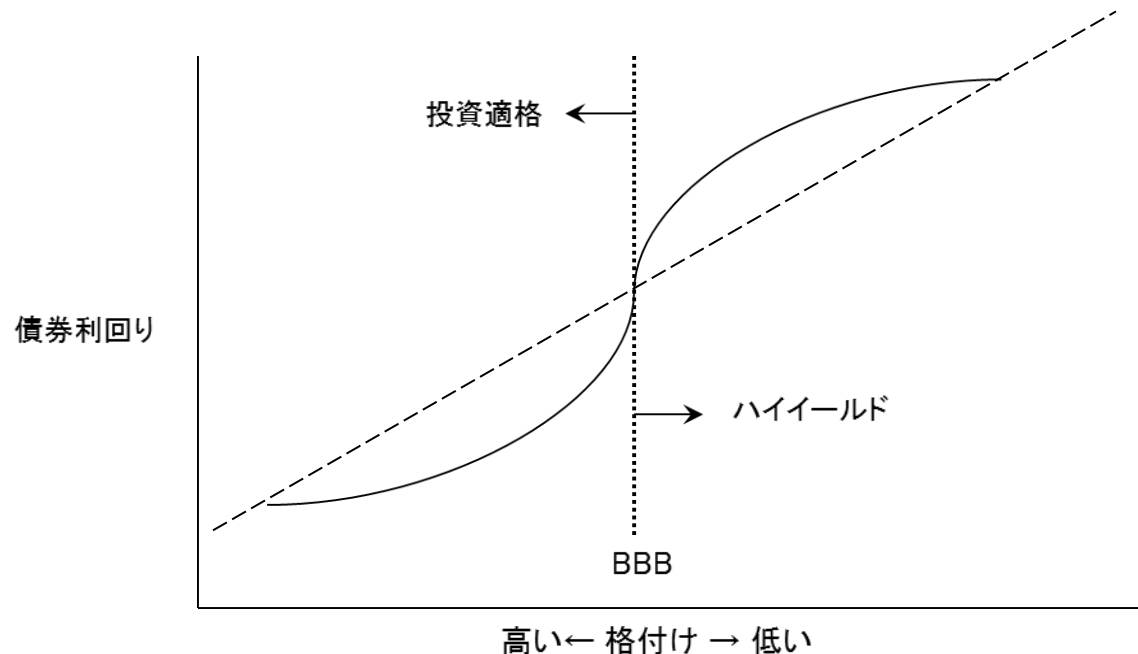
信用リスクのスプレッドと信用リスクに起因する超過収益

- ⇒ 債券の表面利率は、信用リスク(デフォルト確率と回収率を加味した損失可能性)を補償するだけ、高くならねばならない。
- ⇒ 理論的には、損失確率を調整した後では、信用リスクの差にかかわらず、どの債券も同じ期待収益率(債券を満期までもつときの総合収益)にならなければならない。
- ⇒ ところが、実際には、一般に、信用リスクの高い債券ほど、総合収益の期待値も高くなる。その追加収益の源泉には、少なくとも、市場分断・資本コスト・流動性の三要素が考えられる。



信用リスクを超える収益源泉(ハイイールドの例)

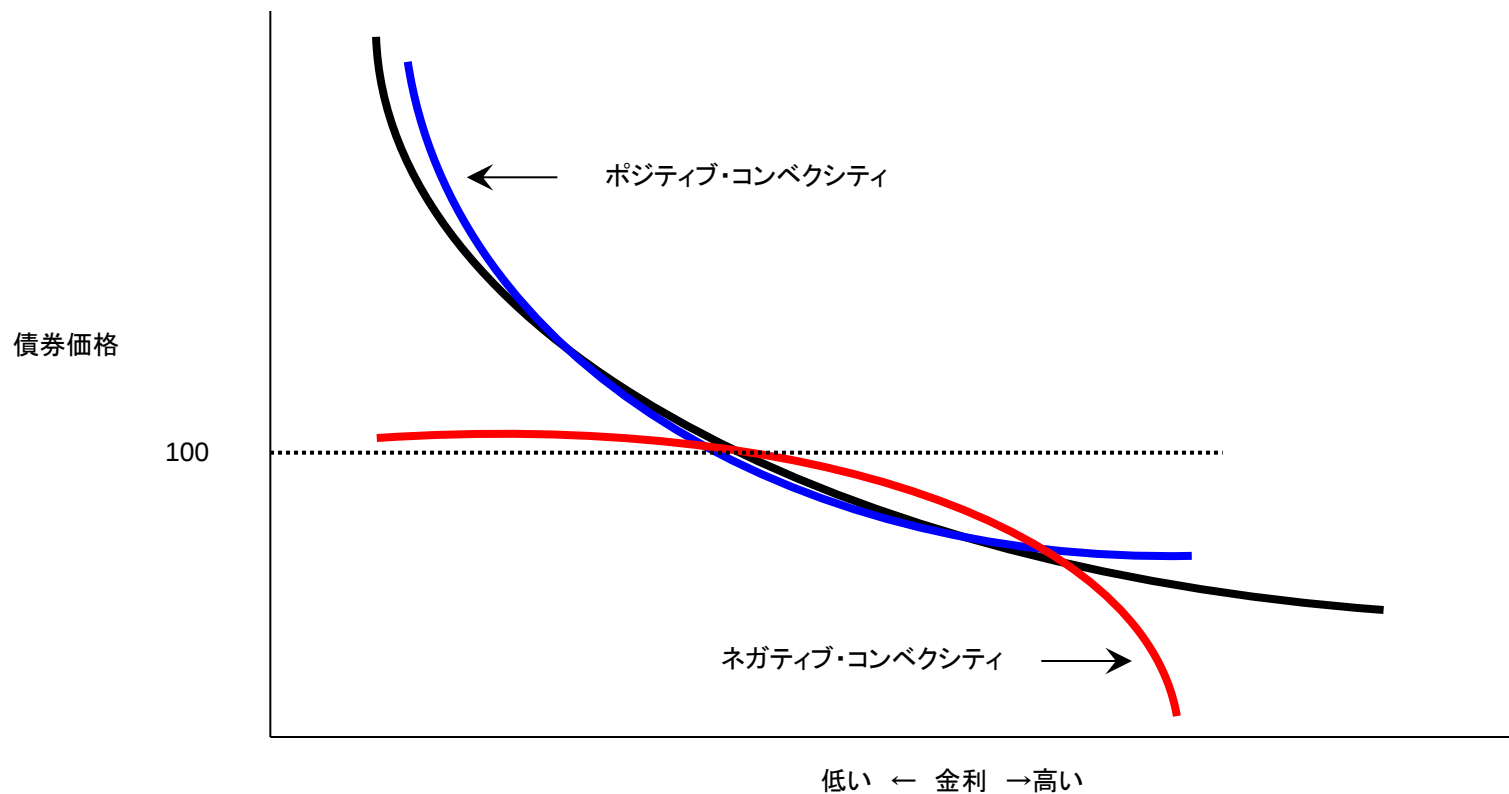
- 機関投資家は、ハイイールドを別枠管理するので、格付けが低下して、ハイイールドに分類されてしまうと、需給が一気に悪くなり、価格下落(利回りは上昇)する。これが、市場分断によるプレミアムの代表例である。
- また、短満期ものへ投資することで、信用リスクの総量を管理することが可能となる。



- **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。

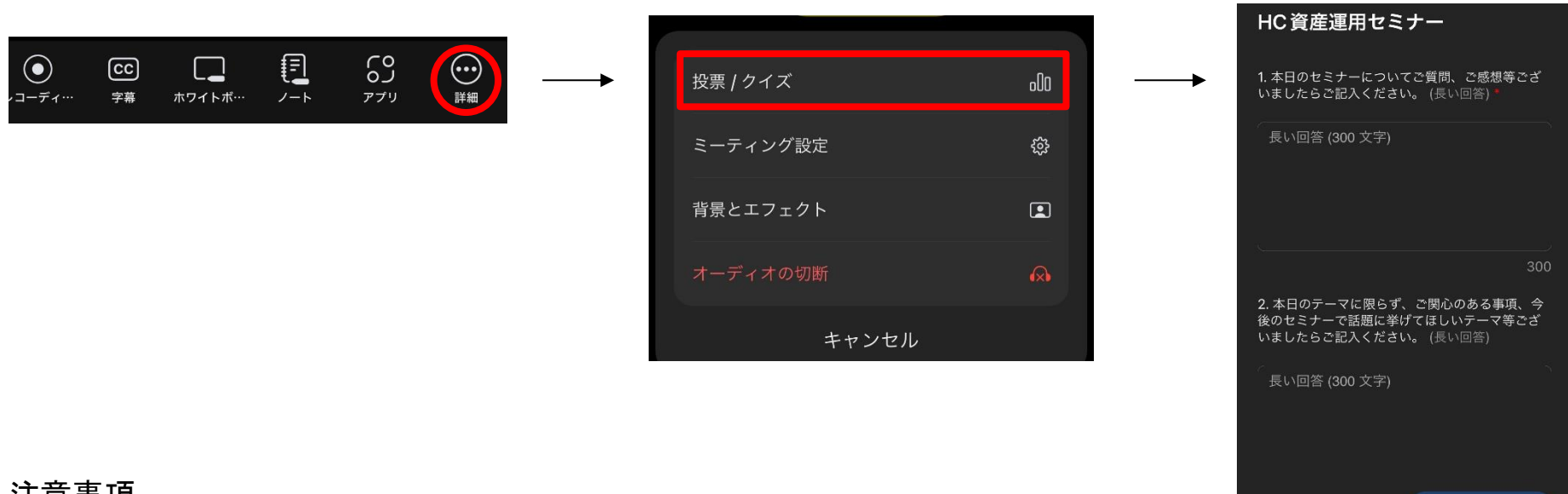
コンベクシティの重要性

- ⇒ 米国のMBSのような発行体に期前償還権がある債券は、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。



講演後アンケート/注意事項

今後の運営に活かしたく、ご質問やご意見、ご感想、ご興味あるテーマなどを承っておりますので、ご自由にご意見をお寄せください。
回答方法: 各セミナー講演途上でZoom上で配信します。配信後は一度閉じた場合でも、以下の通り詳細から再表示できます。



注意事項

- 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。