

## インカム戦略とインカムプラス戦略

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

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

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京 2015.11.17  
大阪 2015.12.02  
名古屋 2015.12.01



概要	2-3
古い格言(乳牛と牛乳)	4
キャッシュフローを生み出す契約関係	5
事業価値と投資価値(本源的価値)	6
保守主義の原則	7
インカム戦略	8
インカムの投資領域	9
インカム源泉の厳選と投資機会の厳選	10
割安な投資機会(プラス)を考える際の基本的論点	11
割安な機会(プラス)への投資の期待収益率	12
インカムプラス戦略	13
リスク分散かリスク追加か	14
プラス戦略の回転	15
インカムを基礎とした収益と投資機会による収益	16
プラス戦略と機会費用	17

# 概要①

## 事業キャッシュフロー

投資とは、原点において、企業等の事業活動から生じるキャッシュフローへ参画することです。本来の資産運用は、事業キャッシュフローの源泉の厳選からはじめられるべきです。

## 事業主体と事業キャッシュフロー

事業キャッシュフローを生む主体は、一般に、企業ですが、不動産等の実物資産も、契約により、事業キャッシュフローを生む仕組みに構成できます。

## 事業資産と資金調達

事業キャッシュフローを創出するためには、事業資産の保有が必要です。その事業資産を保有するためには、資金を調達しなければなりません。貸借対照表とは、左に事業資産の目録を並べ、右に、調達資金の明細を並べて、均衡させたものです。

## 資本構成

資金調達には、債務の負担から、株式(資本)の発行まで、多様な手法があり得ます。その構成を、資本構成といいます。貸借対照表は、上から、弁済期限の短いもの、弁済優先順位の高いものの順に、記載されています。つまり、短期借入が最上位にあり、株式が最下位にあることとなります。

## 資本構成の意味

資本構成は、事業キャッシュフローを、資金供給者に配分するときに、優先順位を定める仕組みです。事業キャッシュフローが変動したとき、真っ先に、影響を受けるのは、優先順位最下位の株式です。上位債権は、株式が変動を吸収する限り、影響を受けません。これが、株式が債権(債券)よりもリスクが高いということの意味です。

## 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。

## 概要②

### 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。

### 流動性のリスク

インカム戦略に、非流動的なインカム源泉を含めることができれば、分散効率は大幅に上昇します。しかし、それは、投資家の選好と制約によることです。

### 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(バリュー)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。

### 早期売却の機会費用

厳格な売却規律の適用は、一般に、価格上昇期における早期売却につながりやすいと思われます。しかし、そのような機会費用は、価格下落期における取引費用よりも、小さいと思われる。

### 明日の危険

プラス戦略とは、価格が価値を下回る状況への投資ですから、明日のプラス戦略の機会を考えることは、要は、今日の危険を考えるのと同じです。ここに、インカムプラス戦略のリスク管理の要諦があります。

# 古い格言(乳牛と牛乳)

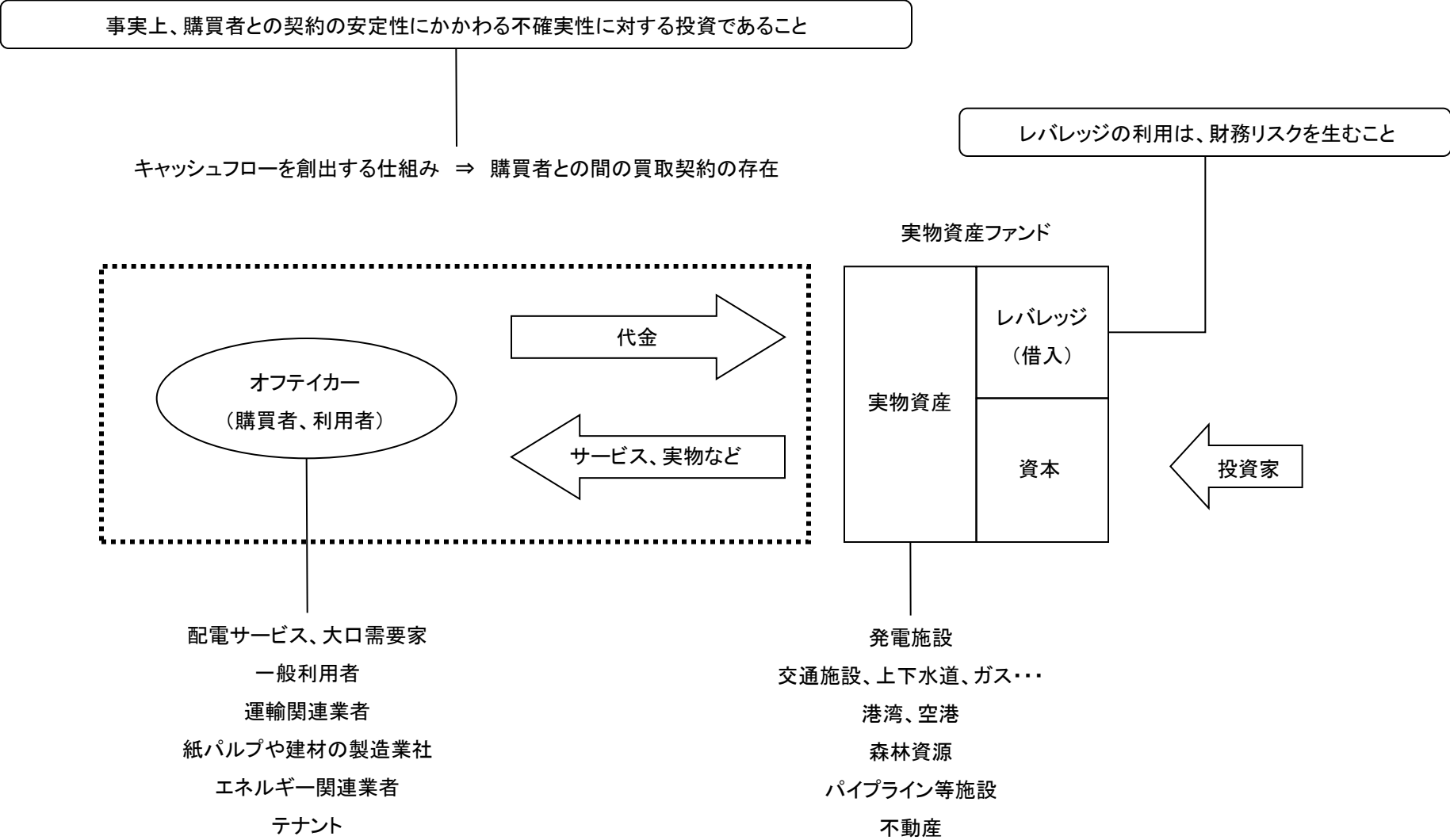
⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー(牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの)を得ることが目的である

⇒乳牛の価値(価格)は、当該乳牛から期待されるネット事業キャッシュフローの現在価値である



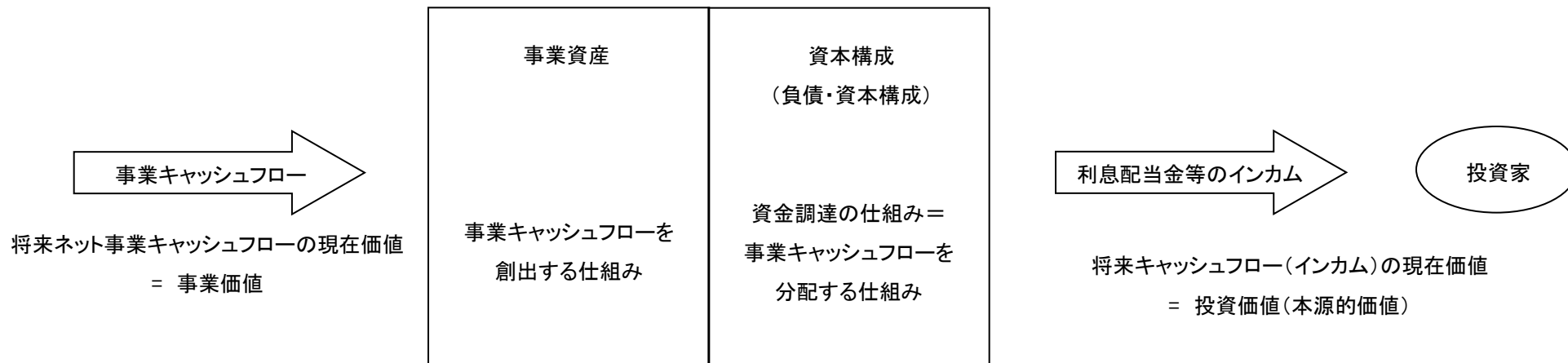
- ① いい乳牛を買う(事業キャッシュフローの源泉の厳選)
- ② 飼育技術を改善する(飼料や飼育環境の工夫)
- ③ 資金調達(逆の立場からいえば乳牛投資)の方法を工夫する

# キャッシュフローを生み出す契約関係



# 事業価値と投資価値(本源的価値)

事業主体(企業やファンド等)の貸借対照表



- 資産とは、利息配当金等の分配金、即ち、インカムを生むもの
- 事業キャッシュフローの将来見通しが変動すれば、インカム将来見通しも変動する ⇒ 本源的価値変動
- 事業キャッシュフローの変動に基づくインカムの変動は、資本構成に従い、下部(最下位が株式)から先に充当される  
⇒ 故に、株式はリスクが大きく、債券(債権)はリスクが小さい
- 本源的価値変動は、当然に、価格変動をもたらす ⇒ 本源的リスク
- 本源的価値が変動しなくとも、価格は変動する ⇒ 単なる価格変動としてのボラティリティ
- 価格が価値を下回るときは、有利な投資機会を作る

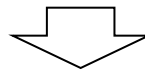
# 保守主義の原則

---

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、インカムの量もたらされる

## 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う
- ⇒ 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する
- ⇒ 可能な限りで、積極的な経営関与を行う



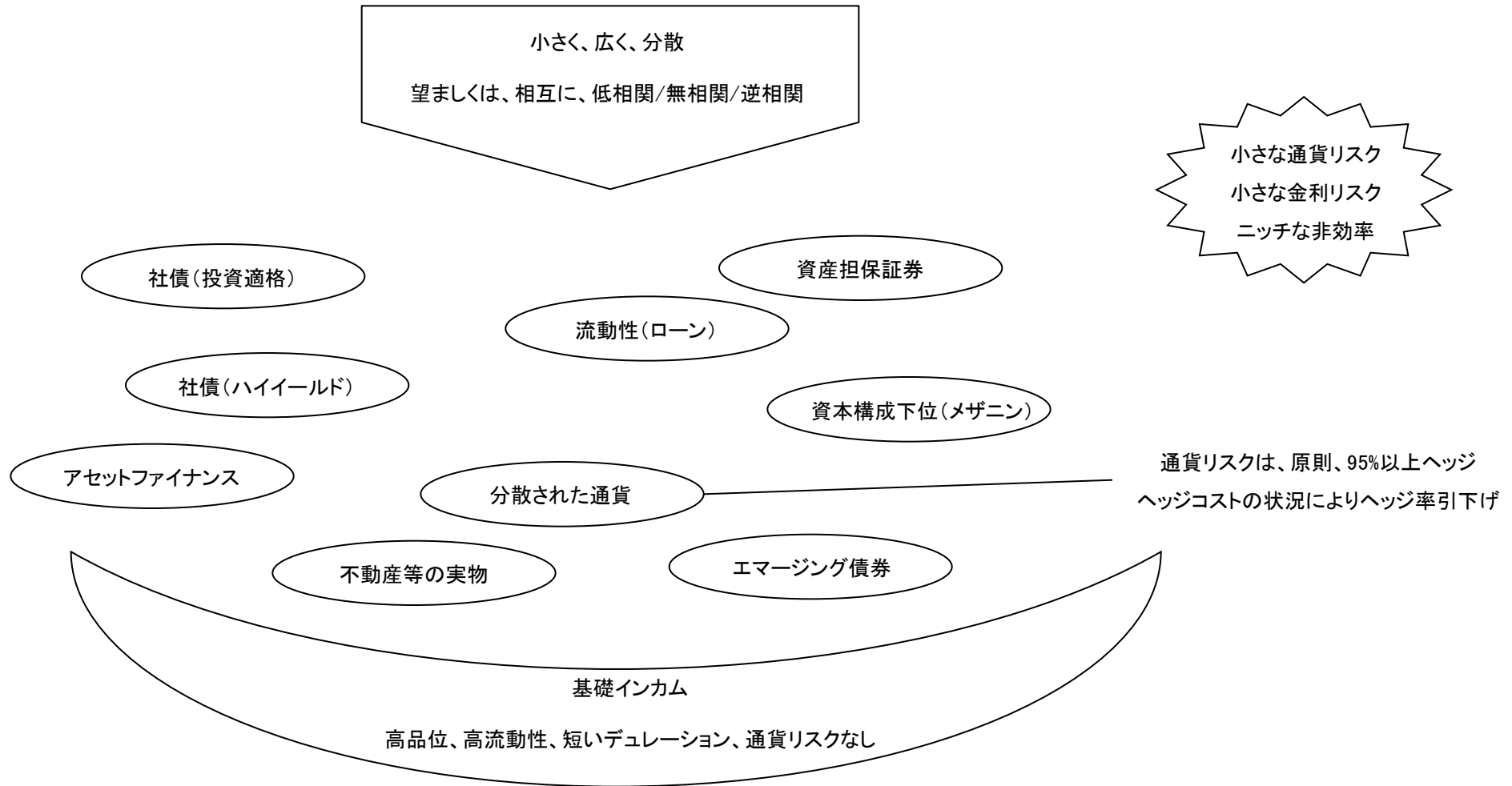
結果的に、インカムの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく



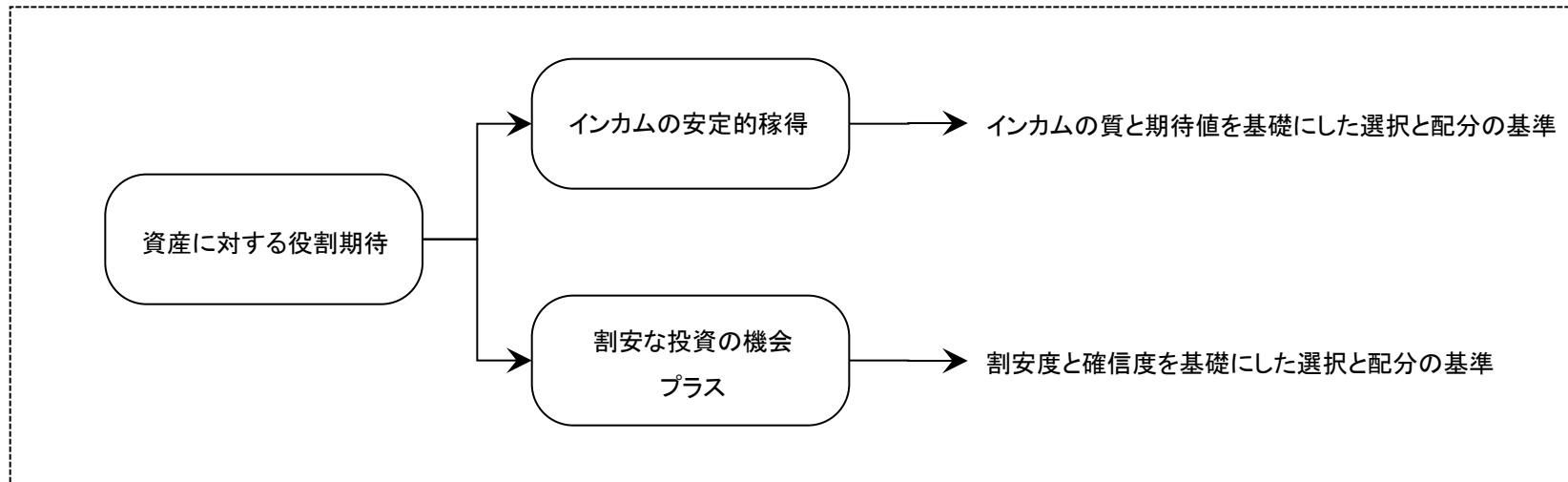
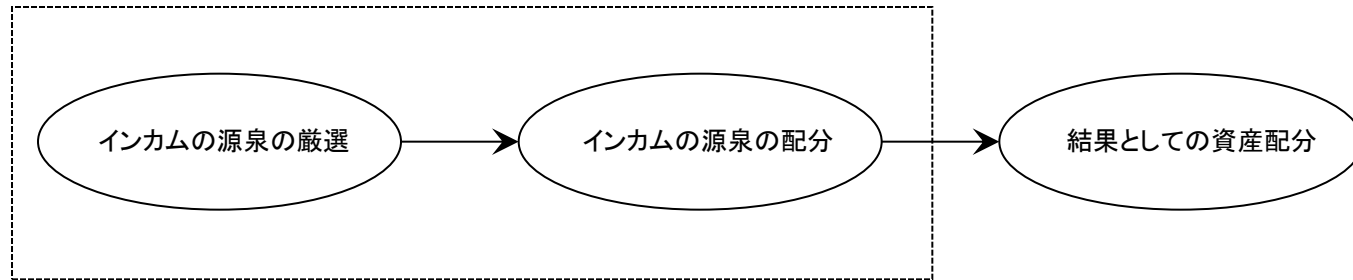
インカム戦略の基本哲学は徹底した保守主義

- 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、受け入れるしかない
  - ⇒ 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る
  - ⇒ 許容可能な金利リスクは、デューレーション2年程度
    - ・ 1%の金利上昇に伴う価格下落を、インカム収入で、相殺できることが目安
    - ・ 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する
  - ⇒ 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、ヘッジ率を下げることもある)
  - ⇒ 原則として、株価等の価格変動リスクはとらない
- 大きなリスクを避けて、小さな非効率に、収益機会を見つける
  - ⇒ 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する
    - ・ 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
    - ・ 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
    - ・ 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
  - ⇒ 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、投資を行う
- 適切な分散と最高度の技術をもつ専門家の起用
  - ⇒ 過剰分散を避け、適切な数の戦略に分散投資する
  - ⇒ 戦略は、適宜、入れ替えを行う
  - ⇒ 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、起用する
  - ⇒ 外国籍投資信託等(いわゆる「ファンド」)を利用
  - ⇒ 外部の運用会社とは、一切の利害関係をもたないので、解約すべきときに、確実に解約する

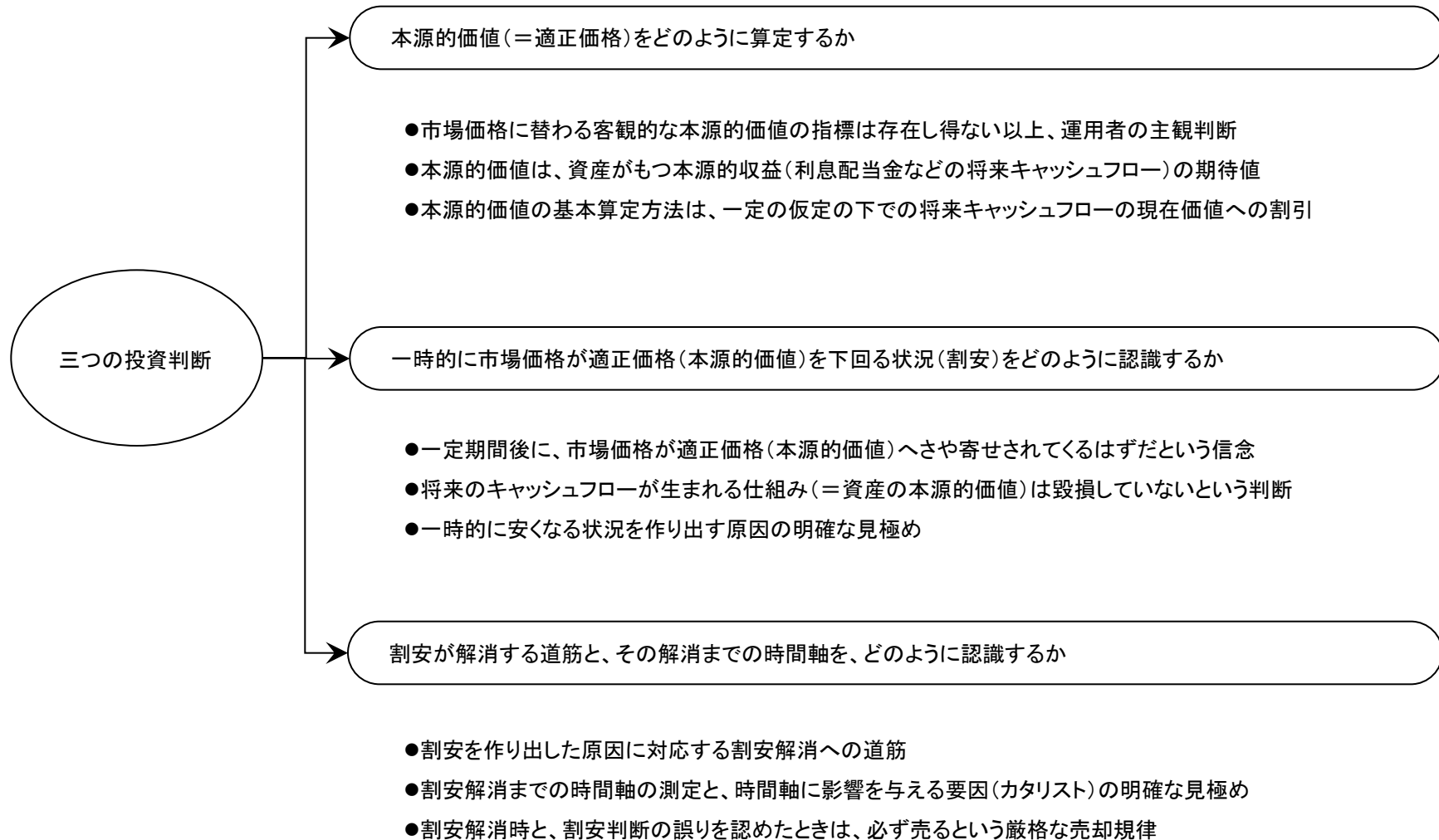
# インカムの投資領域



# インカム源泉の厳選と投資機会の厳選



# 割安な投資機会(プラス)を考える際の基本的論点



# 割安な機会(プラス)への投資の期待収益率

$$\text{プラスの期待収益率} = \text{資産の 本源的期待収益率} + \frac{\left( \text{本源的価値 (適正価格)} - \text{市場価格} \right)}{\text{割安解消までの時間(年)}}$$

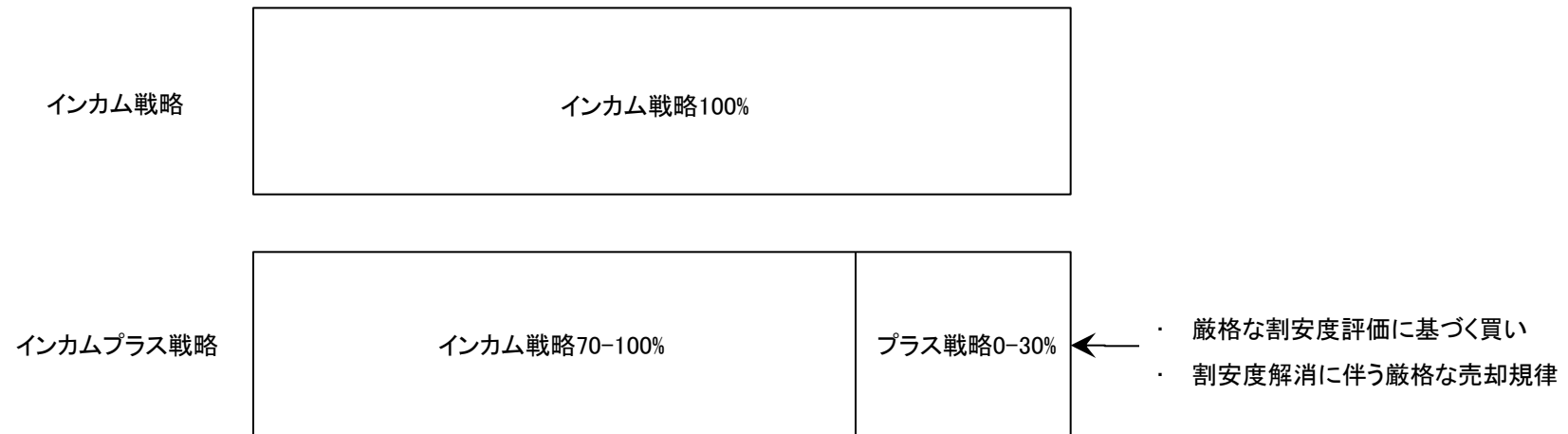
割安

- ⇒ 本源的価値(適正価格)と市場価格の差(割安度)が大きいほど、期待収益率は高い
- ⇒ 割安解消までの時間が短いほど、期待収益率は高いので、カタリストが重要になる

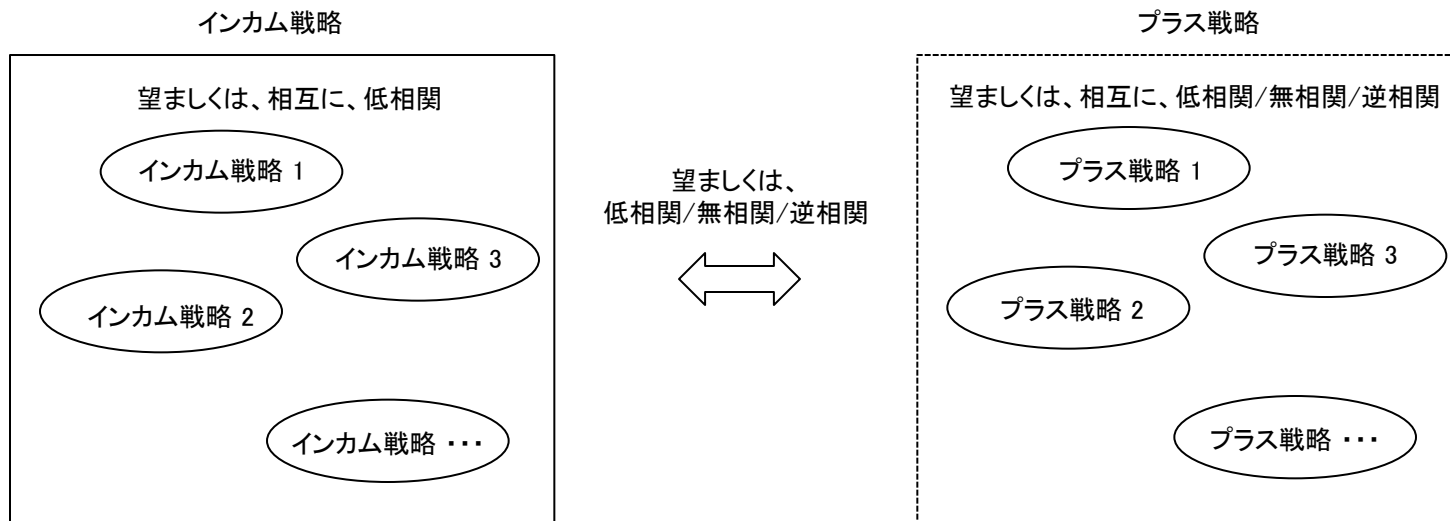
# インカムプラス戦略

インカムプラス戦略は、インカム戦略を基礎に、一定額(全体の30%未満)を、より広い投資領域の割安な対象(プラス)に、厳格な条件のもとで、適宜、振り向けるもの

- インカム戦略のもとで投資可能な範囲の外を、追加的投資機会という意味で、プラスと呼んでいる
  - ⇒ プラスに含め得るのは、原理的には、インカム戦略の範囲外のもの全て
  - ⇒ プラスに振り向け得る上限、プラスに含め得る対象の範囲等、全て、顧客の要望に基づいて、個別に設定
- プラスとして、投資できる条件は、投資対象が割安で魅力度が大きいときのみ
  - ⇒ 割安で魅力的であると評価できるものがないときは、インカム戦略100%とし、無理にリスクをとることはしない
  - ⇒ 魅力度について、徹底した調査の結果、確信をもてる限りで、投資を行う
- 割安でなくなったときは、更なる価格の上昇を追うことなく、確実に、売却し、次の投資機会へ再投資する



# リスク分散かリスク追加か



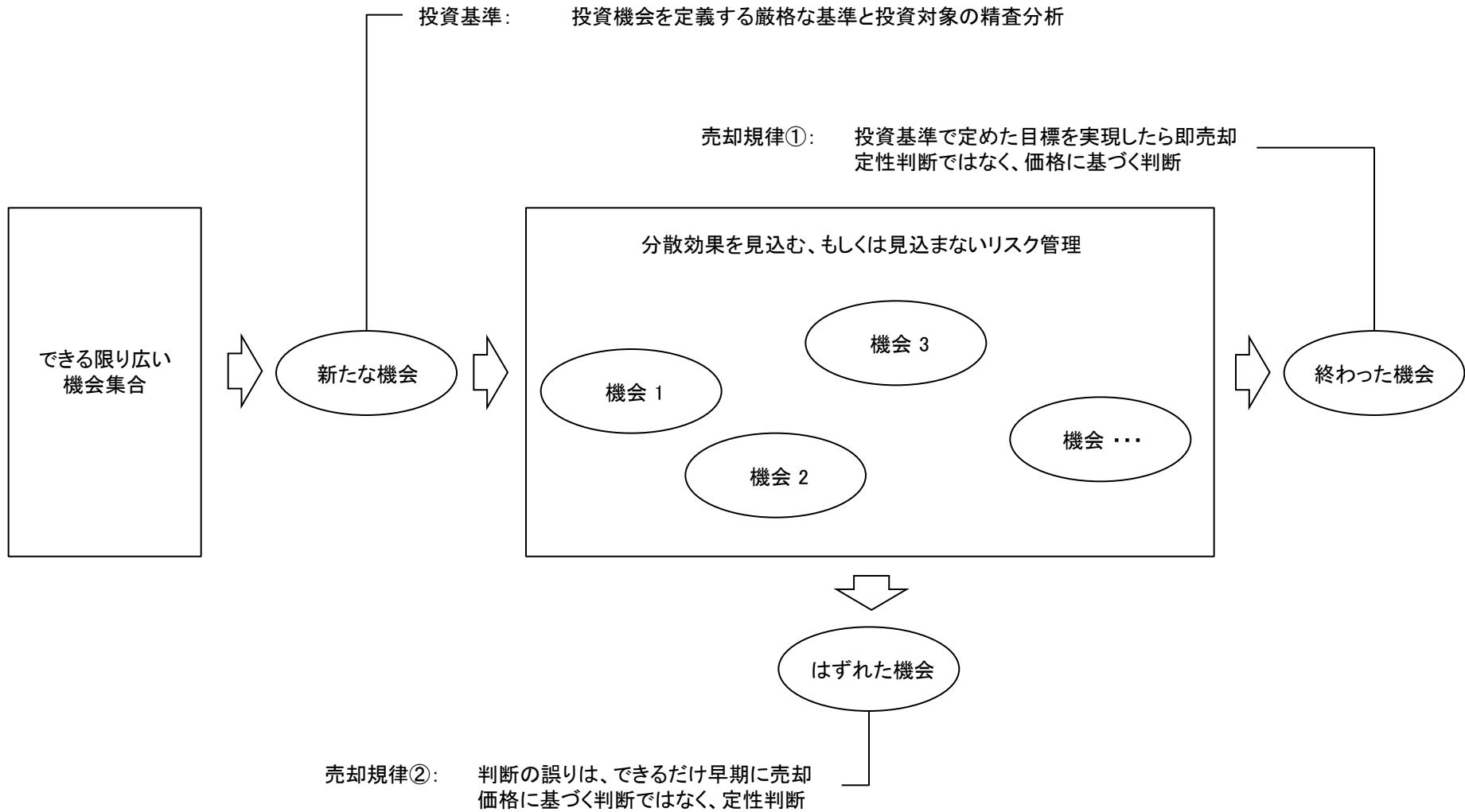
- リスク分散効果を積極的に狙う投資の考え方では、あるリスクをとることは、全体リスクの削減として正当化され得る

$$\text{リスク総量} = \text{戦略 1 のリスク} + \text{戦略 2 のリスク} + \dots + \text{戦略 3 のリスク} - \text{分散効果}$$

- リスク分散効果を想定しない保守主義(ストレスシナリオ)では、あるリスクをとることは、常に、リスクをとることとして認識される

$$\text{リスク総量} = \text{戦略 1 のリスク} + \text{戦略 2 のリスク} + \dots + \text{戦略 3 のリスク}$$

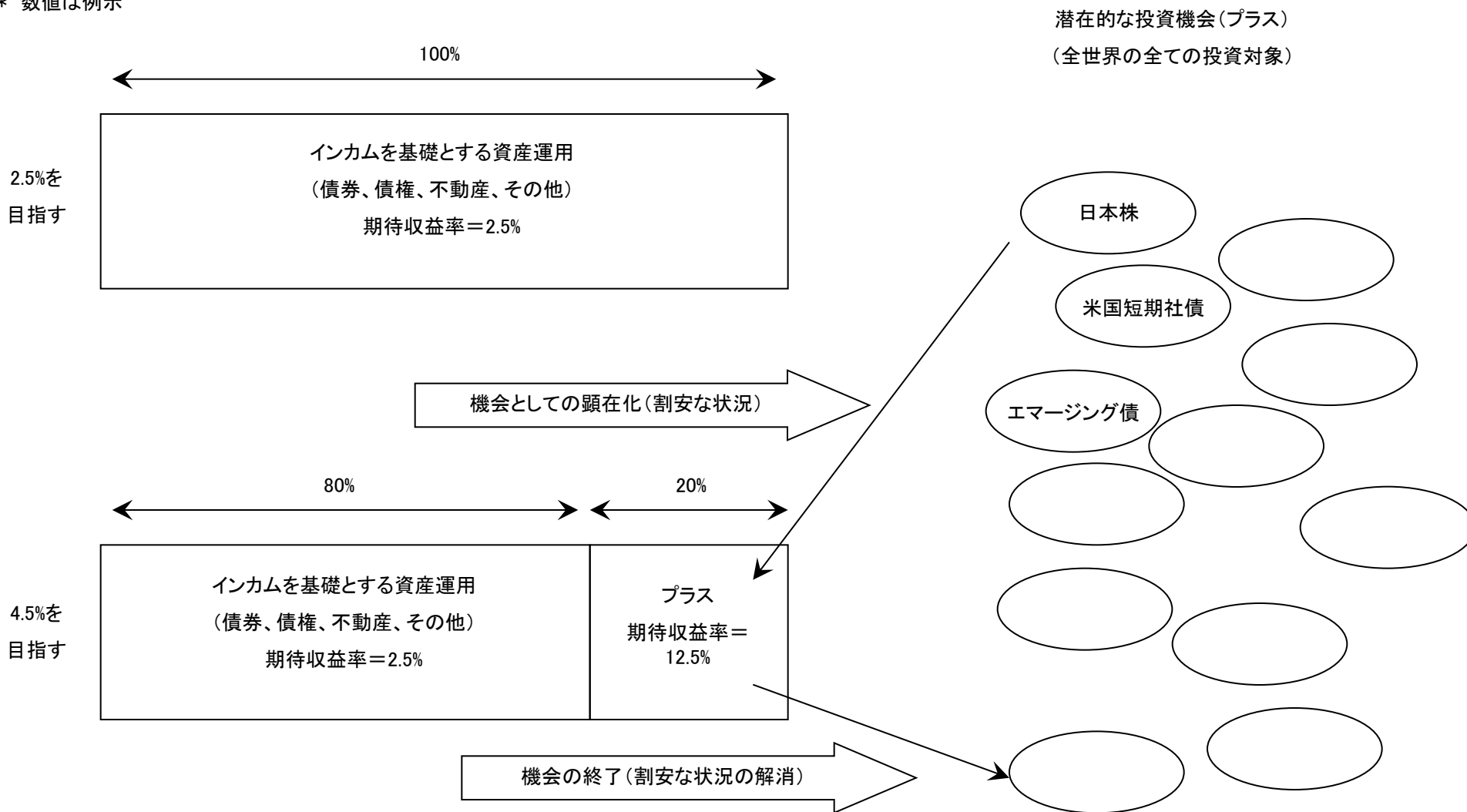
# プラス戦略の回転





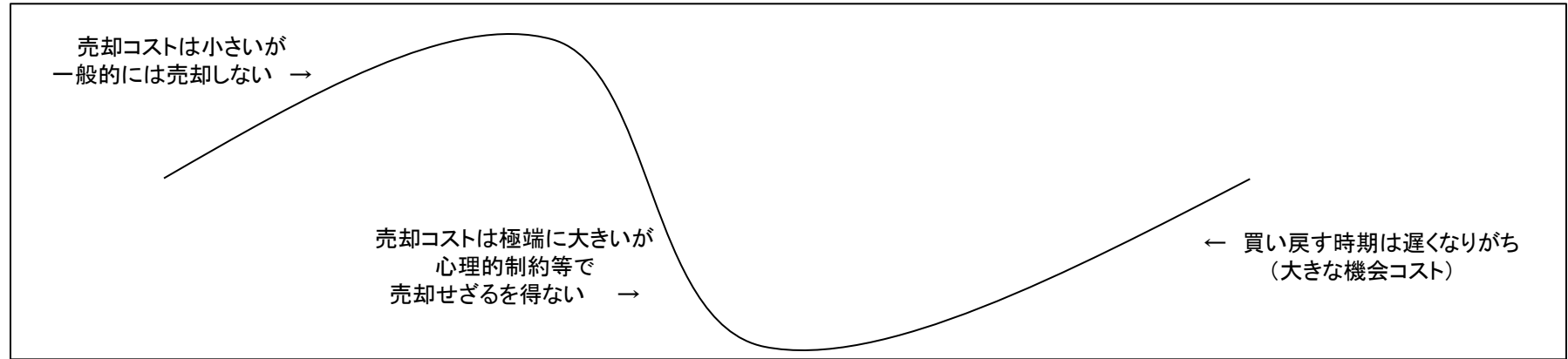
# インカムを基礎とした収益と投資機会による収益

\* 数値は例示

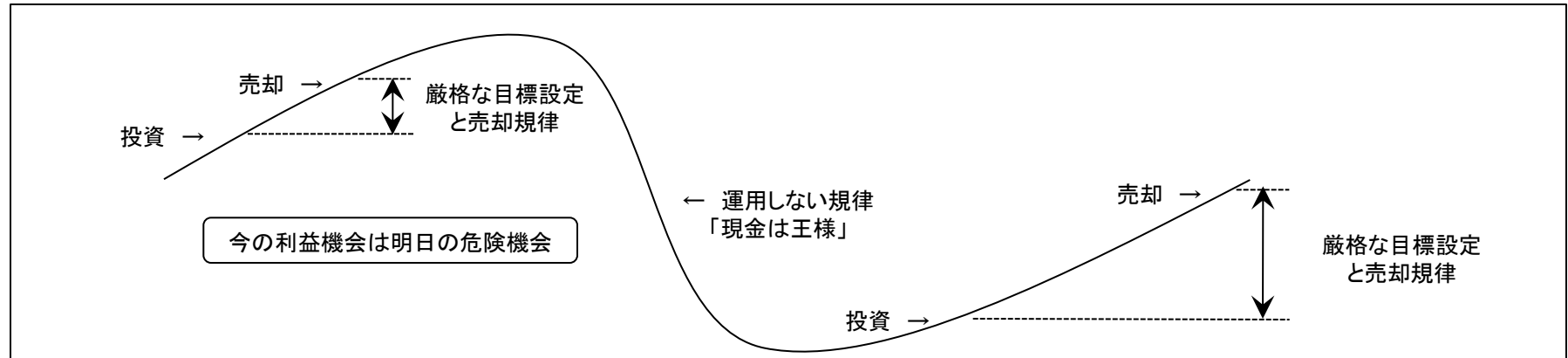


# プラス戦略と機会費用

損失を積み重ねるだけの利益が出ない投資に陥りかねない危険性がある



下落時の売却規律は有効ではなく、投資した段階で事前設定された目標の達成に伴う売却規律を徹底するほかない(早く売りすぎる機会コストが一番安い)



- 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。