

第5章 社債投資の在り方について

第5章 社債投資の在り方について

本章では、前章までの調査をもとに、運用を専門としていない投資家の社債投資の在り方について検討の上記述する。まず債券投資に伴う信用リスクを始めとする諸リスクや運用スタイル、ALMとの関係などについて概要を述べ、次に、運用を専門としていない投資家の社債投資の在り方について信用リスク管理の観点から述べる。

5.1 社債投資の意味と信用リスク

第二次世界大戦後の日本では投資家の多くが社債を含む債券への投資を安全・確実なものと考えていたことから、かつては機関投資家であっても、その投資スタイルはいわゆるバイ・アンド・ホールドが大部分であった。信用リスク管理の重要性への認識の高まりは、平成9年9月のヤオハンの転換社債デフォルトや同年11月の三洋証券・北海道拓殖銀行・山一証券の経営破綻などが契機となっており、第4章で述べたように機関投資家の多くはその態様は様々ながら、ある程度の信用リスク管理体制を現在は構築するに至っている。さらに、平成13年のマイカルの社債デフォルトに際しては、多くの個人投資家や運用を専門としない公的投資家などが損失を蒙る事態となり、社債投資に伴う信用リスクについての認識は一般社会でも高まっている。

金利リスクなどとは違って信用リスクは社債投資に特有のリスクであるが、実は社債投資の意味はこの信用リスク（リスクプレミアム）をとってリターンを上げることにある。言い方を変えれば、社債投資とは信用リスクをリターンに転化することであると言えよう。

一般に資産の利回りは国債利回りとそれへの上乗せ部分に分けて考えられることが多いが、社債の利回りも国債利回り（リスクフリー利回り）の部分とリスクプレミアム（対国債スプレッド）の部分に分けて考えられる。このリスクプレミアムは理論的には社債のデフォルトリスクから計算することが可能であるが、実際に格付期間が公表する過去の累積デフォルト率をもとに「デフォルト率をカバーするのに必要な社債スプレッド」を計算すると現実の社債スプレッドよりかなり低いのが通常である。これは格付機関のデフォルトデータは過去の実績だが、現実の投資にあたっては将来の予想が必要であり、市場はあらかじめ将来の予想外のリスクを社債スプレッドに織り込もうするためであると考えられる。国債とは違ってリスクフリーではない社債に投資する意味は、この将来の予想外のリスクを含む信用リスクをとってリターンをあげることに他ならない。

以上のような社債投資の意味から考えれば、程度の差はあれ、社債投資に際しては信用リスクの管理が必要であり、それは機関投資家のみならず、運用を専門としていない投資家にとっても同様であると考えられる。

5.2 社債投資に付随する諸リスク

前節では社債投資に付随する信用リスクについて言及したが、社債投資に伴うリスクは信用リスクだけではない。ここでは信用リスクも含めた社債投資に伴う様々なリスクについて簡単にまとめる。

5.2.1 信用リスク

債券投資における信用リスクとは発行体の倒産・破綻等で元本・利息が支払われないリスクである。前述の通りこのリスクは社債投資に特有なリスクであるが、同時にリターンの源泉でもある。もしコストや人材その他の事情で、要求される水準の信用リスク管理が困難ということであれば、社債投資は困難となる。

5.2.2 流動性リスク

債券投資における流動性リスクとは、保有債券を売却するときにそれができないかあるいは通常より不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を蒙るリスクである。

このリスクを低くする為には、流動性の低い銘柄、例えば私募債、発行履歴の少ない銘柄、仕組み上売却困難なものなどについては投資対象から除外すべきと考えられる。

しかし、運用資金の性質や選択する投資スタイルによっては異なる対応も考えられる。償還期日までの保有を前提に、高格付銘柄の中から流動性が低いために価格が相対的に安い（スプレッドが相対的に高い）銘柄を探し出して購入するという対応である¹。この場合は保有期間の長期化により信用リスク変動の可能性が高まることには留意する必要がある。

5.2.3 金利リスク

金利リスクとは、市場金利の変化が原因で、債券の価格が変動するリスクのことであり社債投資だけでなく国債投資も含んだ債券投資全体に共通のリスクである。一般に金利が下がった場合は債券の価格は上昇し、逆に金利が上がった場合は債券の価格は下落する。金利リスクを管理する為には金利予測とデュレーション調整が必要であるが、これは機関投資家・金融機関などがALMで管理する重要な課題のひとつである。

ただし、社債市場の規模は国際市場のそれに比べて小さく、売買できる銘柄や期間にも限界があるため、金利リスクの管理のためのポジション調整には国債の現物や先物の売買、あるいはデリバティブが使われるのが通常である。

¹ 満期保有を原則としている投資家の中には、流動性は低い割安感のある住宅金融公庫債券を積極的に購入している例もある。この場合流動性リスクよりは住宅ローンの繰上げ返済に伴う繰上げ償還リスクが懸念されている面がある。

5.2.4 為替リスク

為替リスクとは、為替が円高や円安に変動することによって、円貨の資産価値が変動するリスクのことである。為替リスクをとらない方針であれば、銘柄は元本利払共に円貨のものに限定する必要があり、外貨建ての債券に加え、デュアル・カレンシー債（利払いが円、償還が外貨）、リバース・デュアル・カレンシー債（利払いが外貨、償還が円）なども投資対象からはずすことになる。

5.3 運用スタイル及び債券ポートフォリオの分類

本節では債券投資の運用スタイル及び債券ポートフォリオの分類について基本的事項を簡単に述べる。

5.3.1 アクティブ運用とパッシブ運用

債券投資のスタイルを分類する場合、アクティブ運用とパッシブ運用の二つの大きな類型に分けて考えるのが一般的である（図表5-1参照）。

① アクティブ運用

市場には非効率な面が残されており、適切に情報を収集し分析すれば市場平均以上の運用パフォーマンスを実現する（outperform する）ことが可能であるとの信念のもと、市場平均を上回る超過収益の獲得を目指す運用スタイルである。

金利予想に基づいて債券ポートフォリオのデュレーションを調整することはアクティブ運用の重要な手法である。また社債については、セクター（業界）ごとのスプレッド変化を予測し銘柄の割安・割高判断を行って入れ替えを行ったりすることによって収益を高めようとするセクターアロケーションによる運用も多く用いられている。後述する債券ポートフォリオの中では、バーベル(ダンベル)型やブレット型はアクティブ運用に利用される。

アクティブ運用では一般的にポートフォリオを頻繁に改訂するため売買頻度が高くなりがちであり、また、情報の入手や分析にも労力を要するため、運用コストが高くなる。

② パッシブ運用

市場が効率的であることを前提に、「コストを支払って情報の収集・分析を行い機動的に運用しても、長期的には市場平均を上回る運用成果を獲得するのは困難である」という考え方（効率的市場仮説）に立っている。

金利予想や投資判断は行わず、投資による特定のリスクを減らす運用を目指すもので、インデックス運用がこの典型であるが、一度購入した債券やポートフォリオを長く持ちつづけるバイ・アンド・ホールドもこれに入る。後述する債券ポートフォリオの分類では、満期構成を毎年均等に保有するラダー型の運用がその代表的な例である。

ここでインデックス運用とバイ・アンド・ホールドについては概要を述べる。

ア インデックス運用

典型的なパッシブ運用のひとつ。個別銘柄の投資判断を行わずに、ポートフォリオを市場のインデックス（NOMURA-BPI 等）に連動させることによって、市場に近いパフォーマンスをあげることを目的とする運用方法。

投資銘柄をインデックスと同じ構成比で保有する手法をフルキャップ法と言う。しかし、現実の銘柄数は膨大である上、各銘柄の流動性にも大きく差があることから、実際にはセクターごとに任意抽出した銘柄を組み入れる方法（層化抽出法）やいくつかのファクターに注目してインデックスに追随する最適な銘柄を選択する方法（最適化法）が一般的である。

インデックス運用を行うには一定規模の資産額が必要となる上、管理の面からシステム投資も必要になる。ただし経済分析や銘柄分析などの、市場予想を行うためのコストは不要であることや売買取引コストが少ないことからアクティブ運用に比べてコストは安い。

イ バイ・アンド・ホールド

パッシブ運用のひとつで、いったん購入した債券はすぐには売らず、基本的には償還日まで保有することを前提に債券投資を行うスタイルである。

このスタイルの背景には、長期にわたって調達コストが一定している場合それをやや上回る利回りを提供する固定利付債を購入すれば、そのあとは基本的には手間をかける必要はないという考え方がある。

図表 5-1 アクティブ運用とパッシブ運用の比較

	アクティブ運用	パッシブ運用
前提とする考え方	市場は非効率的である	市場は効率的である
特徴	<ul style="list-style-type: none"> 運用者の知見に基づいた大きな超過収益を狙う。ただし運用実績がインデックスを下回る場合もある。 投資家の特性に応じて多様な運用方針を設定することが可能。 コストが一般的に高い。 (売買頻度が高くなりがちであり、情報の入手や分析にも労力を要するため。) 	<ul style="list-style-type: none"> バイ・アンド・ホールドを採用する場合はコスト・手間共に低い。 インデックス運用の場合は市場実績に近い運用実績をあげることが可能。ただし売買コスト分は負ける。また相応のシステム投資が必要になる。 コストは一般的には低い。(アクティブ運用に比べて)
具体的手法	<ul style="list-style-type: none"> ○金利予測に基づく債券ポートフォリオのデュレーション調整 ○セクターアロケーションによる運用 (債券ポートフォリオの型) ○バーベル型 ○ブレット型 	<ul style="list-style-type: none"> ○インデックス運用 ○バイ・アンド・ホールド (債券ポートフォリオの型) ○ラダー型 ○バーベル型(アクティブ運用にも利用)

5.3.2 債券ポートフォリオの分類

アクティブ運用とパッシブ運用の分類は運用スタイル（姿勢）による分類だが、それとはやや別の観点で、債券ポートフォリオに組み入れる債券の残存期間に着目して以下のような分類方法がある。残存期間が重視されるのは、債券の流動性・収益性・価格変動性の大小が債券残存期間の長短に依存する面がある為である。

① ラダー型²

短期債から長期債まで、残存期間の異なる債券に同額ずつ投資するポートフォリオのこと。原則的には債券のバイ・アンド・ホールドを前提にしており、運用スタイルとしてはパッシブ運用に属する。償還金は原則としてその時点での最長期物に機械的に再投資される。この手法の利点は金利予測が不要で管理が容易である点にある。

② バーベル（ダンベル）型³

投資資金を短期部分と長期部分に2分し、中期債はいっさい組み入れない方法。パッシブ運用の一手法であるが、アクティブ運用にも利用される。パッシブ運用であれば短期債と長期債への資金配分、その内部での満期構成、個々の債券の配分比率といった細目を決めておき以後は機械的にこの細目に従って運用していく。アクティブ運用であれば先行きのイールドカーブの形状を予想して、短・長期の割合を変化させたり満期構成を動かしたりしてより高い収益を獲得しようとすることになる。

③ ブレット型⁴

保有債券の残存期間を一定の年限に集中させたポートフォリオで、デュレーション⁵など、ほかの条件が同じラダー型やバーベル型に比べて利回りが高いことが多く、金利が大きく変動しないならば、良いパフォーマンスになると言われる。先行きのイールドカーブの形状を予想して残存期間を設定することからアクティブ運用のひとつである。

² ラダーというのははしごの意味で、残存期間と投資額や毎年の償還金の大きさを棒グラフに書くと、はしごを横にした形に似ていることからそう呼ばれる。

³ バーベル（ダンベル）と呼ばれるのは、時間という横棒の両端に、短期債と長期債の償還金というオモリがついているイメージからである。

⁴ ブレットという名称の由来は、償還金など、債券の大きなキャッシュフローのことを bullet payment ということがあるためと言われている。

⁵ ここで言うデュレーションとは、債券の平均回収期間を指す。デュレーションの詳細な説明については、『証券投資論』（日本証券アナリスト協会編）などのテキストを参照のこと。

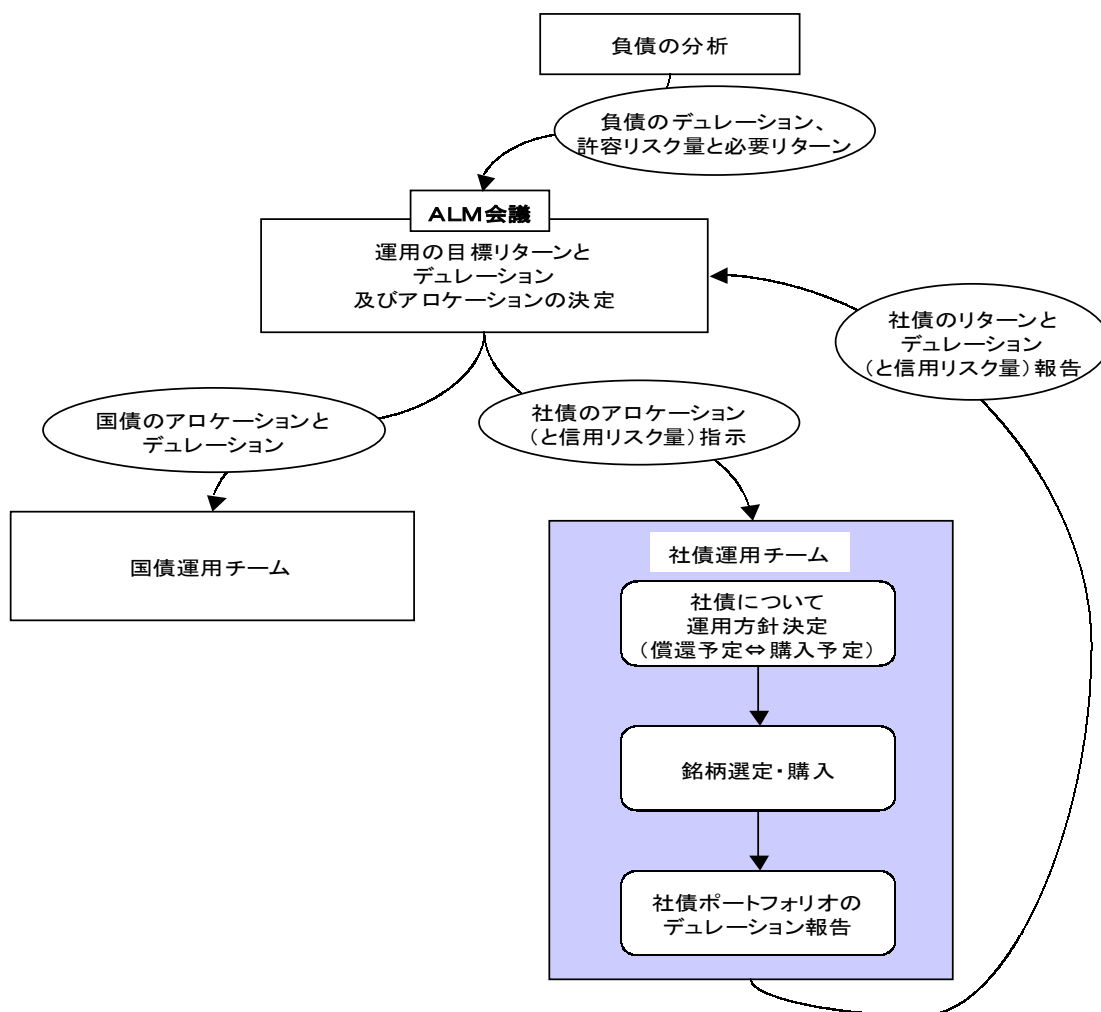
5.4 ALMと社債投資の関係

ALMと社債投資については第4章でも触れたが、ここでは双方の関係をその連動性が高い場合と低い場合に分けて記述する。

5.4.1 ALMとの連動性が高い場合

多くの金融機関のようにALMとの連動性が高い場合、資産運用戦略はすべて負債の分析から始まる。社債ポートフォリオについては、与えられたアロケーションの範囲で運用方針を決定し、銘柄を選定する。新たに購入した銘柄を加えたポートフォリオのデュレーション（及び信用リスク量；計量化している場合）についてALM会議その他の場に報告する。ALM会議などでは、社債ポートフォリオの金利リスク（デュレーション）などを加味して国債の売買やデリバティブ（スワップ・オプション・先物）などによるデュレーションの操作を行う（図表5-2参照）。

図表5-2 ALMとの連動性が高い場合（例）

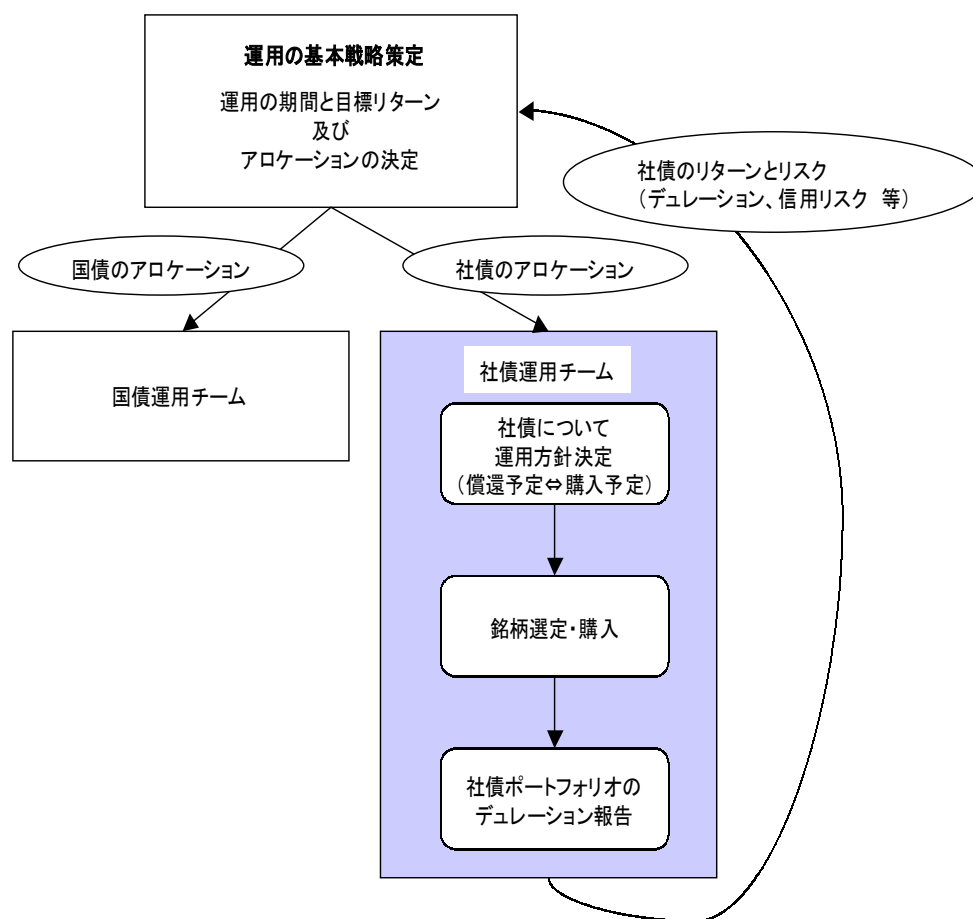


5.4.2 ALMとの連動性が低い場合

基金運用の外部委託や事業法人の余資運用のようにALMとの連動性が低い場合、運用方針の立て方は目標となる運用期間、目標リターン及び（各資産の予想リターンとリスク情報等から導かれる）アロケーションの決定から始めるというのが一般的考え方である。

アロケーションが定められた後の社債ポートフォリオ運用については、ALMに基づいた運用をする場合と大きく異なるものではない。年金基金を外部委託する場合などは、そもそも運用の基本戦略を策定する際に、あらかじめ年金の負債構造を分析することが前提となる。この点においては、ALMとの連動性が高い場合と基本的な考え方は変わらない⁶（図表5-3参照）。

図表5-3 ALMとの連動性が低い場合（例）



⁶ 年金の自家運用が外部委託に比べるとALMとの連動性が高いという点については、異論があり得るが、理論的には、企業の財務内容や業績予想などを織り込んだ企業年金ならではのALMが成り立ち得るとい研究もある。一方で、外部委託の年金運用においても、事前に年金の負債構造の分析が不可欠である。

5.5 社債投資の在り方

現在の債券市場は、平成11年に導入された日本銀行の実質ゼロ金利政策の結果その変動性が従来に比べ低くなっており、また、全体に占めるインデックス運用の割合が増えていることから期待投資収益が低下していると言われている。長期的には金利上昇に伴う債券価格の低下が避けられないことも懸念されている。

債券市場の一角を占める社債市場については、第1章で述べた通り、国債市場に比べて流動性が低いことを始めとして未成熟な面があることは否めない。しかし、その一方、今後も事業法人の資金調達手法は銀行借入を中心とする間接金融から株式・債券の発行といった直接金融にシフトする傾向が続くと考えられ、社債市場の重要性は次第に高まっていくものと思われる。そして社債市場の拡大や債券発行主体の多様化に伴って、今まで以上に信用リスク管理の重要性も高まっていくものと思われる。こうした状況のなかで、運用を専門としない投資家にとっては信用リスク管理の面から見た社債投資の在り方が重要な問題となっている。

基本的には、運用資産の規模や資金の性質などによって望ましい社債投資の在り方も異なってくると考えられる。特にコスト面や人材面の理由で有効な信用リスク管理体制の構築が困難な場合や、外部に対する説明責任の問題がある場合などは、運用規模にもよるが、外部への委託運用の利用も有力な選択肢となり得る。

自家運用を選択する場合、運用資産全体の規模が小さく、社債投資がその一部分を占めるに過ぎない投資家の場合は、比較的少数の銘柄をバイ・アンド・ホールドする方針をとることが多いと考えられる。しかしその場合でも、信用リスク管理の観点から債券購入時の信用リスクのチェックや購入後のモニタリングが必要となり、場合によってはロスカット（損切り）の判断も必要になる。さらに運用ルール制定の重要性も高い。

運用資産の規模が十分に大きく、本格的な社債ポートフォリオの自家運用を行う方針をとるのであれば、民間機関投資家に準じた信用リスク管理体制の構築が必要になる。つまりはクレジットアナリストとファンドマネージャーの分業体制をとり、債券ポートフォリオの組成により分散投資を図り、社債市場全体の銘柄についてスクリーニングを行って投資銘柄を決定し、定期的な売買を行ってトータルリターンの向上を目指す方向である。

以下では、まず外部への委託運用の利用について述べ、次に信用リスク管理を考慮した運用について、バイ・アンド・ホールドによる運用と、本格的な債券ポートフォリオの組成を前提にした運用について記述する。

5.5.1 外部への委託運用

前述したように、コスト面や人材面の理由で有効な信用リスク管理体制の構築が困難な場合や、外部に対する説明責任の問題がある場合などは信託銀行や投資顧問会社への委託運用も有力な選択肢になり得る。以下では委託運用の具体的方法などについてまず述べ、さらに自家運用と委託運用のメリット・デメリットなどについてまとめる。

① 委託運用の具体的方法

具体的な委託運用の方法には現在大きく分けて特定金銭信託（通称、特金）を利用する方法と私募投信を利用する方法がある。後者は平成10年の投資信託法の改正により設立が可能となったものだが、特定金銭信託と較べると資産規模が小さくても利用可能なことから運用を専門としない投資家にとっても利用の機会が高まっていると考えられる⁷。

ア 特定金銭信託（通称、特金）

運用方法や運用先を委託者が特定できる金銭信託であり、代表的な委託運用の方法である。株式・債券投資に運用を限定したものを営業特金という。この方法で社債投資を行う際の投資家にとっての難点は、単独で相応の資産規模がなければならない点である。一般に社債ポートフォリオを組むには50銘柄程度の債券を一銘柄5千万円から1億円の単位で運用することが必要となるため、最低でも30億円から50億円の資産を社債のみに投資することが出来なければ現実には利用が困難ということになる。

イ 私募投信

私募投信は、公募投信に比べると顧客のニーズに合致した自由な商品設計が可能であるという特色があり、政令で定められた機関投資家のみを勧誘の対象とする「適格機関投資家私募投信（プロ私募）」⁸と2名以上50名未満の一般の少数投資家を勧誘の対象とする「一般投資家私募投信（少人数私募）」とに別れる。

資産規模が足かせとなって特定金銭信託の利用はできない投資家も⁹、後者を利用することができれば、事実上投資顧問による合同運用の道が開けることになる。自家運用に比べて売買コストの低減や、分散投資範囲の拡大など、新たなメリットを享受できる可能性がある。

⁷ 実際に投資顧問が比較的小規模な年金基金を私募投信の形で合同運用する形が増えている。

⁸ 適格機関投資家私募投信は別名プロ私募とも呼ばれ、勧誘の対象は政令により証券会社・投信委託業者・会社型投資信託・銀行・生損保・一任投資顧問・一定の基準（資本金）に該当する一般の事業法人に限定されている。

⁹ 実際に私募投信で社債のみに限定した運用を行う場合に、最低必要な資産規模がいくら程度であるかは、同じ運用ニーズをもった別の投資家の運用資産と合わせて30～50億円規模のファンドが組むことができるかどうかによる。

② 自家運用と委託運用

運用の外部委託は、信用リスク管理の観点から言えば、委託先の管理のノウハウを一定のコストを払って利用する行為とすることができる。実際の導入にあたっては運用する資産規模の大小や人材面・コスト面の制約に加えて資金の性質なども含めて総合的に判断することになる。

図表5-4では自家運用と委託運用のメリット・デメリットをまとめたが、近年、私募投信を利用できる可能性が広がっていることや、運用実績に関する説明責任の問題¹⁰が各方面でクローズアップされていることから、運用を専門としない投資家にとって委託運用は社債投資を行う際の有力な選択肢になり得ると考えられる¹¹。

図表5-4 自家運用と委託運用

	自家運用	委託運用
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ●資金規模が十分大きければ、本格的な社債ポートフォリオを組む場合でも、委託運用に比べてコストが割安になる可能性がある。 ●運用ノウハウを自社に蓄積可能。 ●運用手法・リスク管理手法などを投資家の側で独自にカスタマイズ可能。 	<ul style="list-style-type: none"> ●資産規模によっては自家運用よりコストが割安になる¹²。 ●自社固定費抑制可（人、システム） ●コストが明確。 ●最低限の運用方針を委託先に伝えれば委託先が運用ルール・プロセスの構築について責任を持つ。 例)「格付A以上を対象に運用すること」等のみを伝えれば済む ●複数の委託先の比較・選択が可能
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ●本格的な社債ポートフォリオを組む場合、インフラ投資（システム投資と人件費）が必要。 ●自社固定費がかさむ。 ●登用できる人材・インフラに依存する運用手法しか実行できない。 ●運用ルール、プロセス、パフォーマンスも含めて自社で管理しないといけない。 	<ul style="list-style-type: none"> ●資産規模によってはコストが割高になる可能性がある。 ●運用ノウハウの社内蓄積ができない ●一定以上の規模ないとカスタマイズできない

¹⁰ 例えば、企業年金については、近年運用者の責任が明確に問われる環境となったことを背景に、外部委託するのが一般となってきている。

¹¹ 資産規模によっては自家運用を行いつつ特定の資産については委託運用することも考えられる。機関投資家でも、生命保険会社が複数集って変額年金保険の資産を私募投信により運用している例などがあるようである。

¹² 前述した少人数私募の運用委託手数料については明確な資料はないが、目安として「プロ私募が50bpから70bp、少人数私募は100bp」との話がある。

5.5.2 信用リスク管理を考慮した運用

本項ではまず信用リスク管理に必要な具体的データについてまとめ、次に運用規模が小さい投資家に採用される可能性が高いバイ・アンド・ホールドによる運用と、運用規模が大きい投資家による債券ポートフォリオの組成を前提にした運用の二つに大きく分けてそのあり得る姿について記述する。

① 信用リスク管理に必要なデータ

信用リスク管理に必要なデータについては第4章でもその内容について触れたが、ここではその分析のポイントや入手先等についてまとめた（図表5-5参照）。

図表5-5 信用リスク管理に必要なデータ

	分析のポイント	分析の頻度 (保有時など)	入手先
格付	<ul style="list-style-type: none"> •現状の格付け水準 •アウトルックが出ているか、その内容 等 	<ul style="list-style-type: none"> •変更リストを毎日確認 	<ul style="list-style-type: none"> •各格付け会社(データ購入契約、ホームページなど) など
財務データ	<ul style="list-style-type: none"> •フリー・キャッシュ・フロー、有利子負債比率、インタレストカバレッジレシオ、等 •上記の過去5～10年推移 等 	<ul style="list-style-type: none"> •四半期/半期決算予測発表時及び決算発表時 	<ul style="list-style-type: none"> •各取引所公表決算短信、決算公告、各種報道 など
スプレッド	<ul style="list-style-type: none"> •同格付け同期間(デュレーション)他銘柄との相対水準 •同業他社銘柄との比較 等 	<ul style="list-style-type: none"> •毎日 	<ul style="list-style-type: none"> •取引証券会社のオファーシート •証券業協会(参考値) •Js-Price など
株価	<ul style="list-style-type: none"> •絶対水準、PBR、過去数ヶ月推移と変動率 等 	<ul style="list-style-type: none"> •毎日 	<ul style="list-style-type: none"> •各種情報端末、インターネット など

② バイ・アンド・ホールドによる運用

運用規模が比較的小さく社債投資もその一部分を占めるに過ぎない投資家の場合は、少数の銘柄をバイ・アンド・ホールドする方針で運用することが多いと考えられる。

バイ・アンド・ホールドという言葉にはやや保守的で静的なイメージがある。しかし、信用リスク管理を意識した場合には、債券購入時はもちろん購入後も以下に述べるような点に留意して運用を行うことが必要になると考えられ、その管理負担は決して軽くはない。

ア 債券購入時の信用リスクのチェック

格付のチェックはもちろんだが、購入を検討する債券の財務データ・スプレッド・株価などの情報を収集してその債券の真の信用リスクを見極めて投資を検討する¹³。

イ 購入後の信用リスク変動のモニタリング

購入銘柄について格付・財務情報・スプレッド・株価などのチェックを定期的に行い、債券価格の変動や格付の変更に先んじて信用リスクの変化を予想する。

ウ 信用リスクの拡大時のロスカット（損切り）検討

モニタリングにより一定の基準以上への信用リスクの拡大が認められた場合にはロスカット（損切り）を検討する。

エ ロスカット・ルールを含む運用ルールの制定¹⁴

前述した購入時の信用リスクチェック・購入後のモニタリング方法・さらにロスカットに関する規定（ロスカット・ルール）などを制定する。

③ 本格的な債券ポートフォリオの組成を前提にした運用

運用規模が大きく、債券ポートフォリオを組成して自家運用を行う投資家であっても信用リスク管理に関する基本的な考え方は前述の場合と変わらない。ただしこれらの投資家では、信用リスク管理体制、債券ポートフォリオの運用、スクリーニングなどの項目について、機関投資家に準じた体制をとってトータルリターンの向上を目指すことになる。

ア 信用リスク管理体制

本格的な社債ポートフォリオの組成を前提に社債投資を行うのであれば、多くの民間機関投資家と同様に、クレジットアナリストなどの信用リスク管理担当者の設置が望ましく、またクレジットアナリストとファンドマネジャーの分業体制をとることが望ましい。

¹³ 当初購入時の銘柄チェックについては、「信用のある格付機関のいずれかにより A 以上の格付けを得ている銘柄」などのように格付のみに基づく制限を設けている例が多いと思われる。しかし信用リスク管理の観点からは、諸データから債券の真の信用リスクを判断することが重要である。さらに信用リスクが同水準の銘柄と比較して市場での債券価格が割安か割高を判断し、割安と判断した場合に購入して期待収益を高めることが考えられる。このような手法はレバティブバリュエーションに基づく投資といわれる。

¹⁴ 実務上ロスカットが適切かどうかを判断することはなかなか困難である。それ故に、ロスカットをしなければならない場合の基準を明文化しておくことが、予想外に大きな損失を防ぐために必要であり、対外部監査上も重要である。なお、信用リスクの悪化から保有債券の売却を検討する際に重要なのは、その銘柄を売却すると損失が出るかどうか、ではなく、その債券を保有し続けていて、今売却できる価格以上の現在価値を得られるかどうか、である。

イ 債券ポートフォリオの組成

相応の資産規模がある投資家が債券を用いて資金運用を行う際には、金利リスクや流動性リスクを管理するALMが重要となる。すなわち、資産負債バランスまたは将来の資金ニーズを見極めて戦略的デュレーション調整や戦術的なデュレーション¹⁵調整を行うことが不可欠になる。

この場合債券ポートフォリオは原則的に入れ替えを行わない中核部分と、短期的に売買を行う売買用の部分とに分けて運用することが適当である。この中核部分は戦略的デュレーション調整に利用する部分であり、具体的投資対象は主に国債であるが、信用リスクの低い社債を満期まで保有することを前提に組み入れることも考えられる。売買用の部分は戦術的デュレーション調整に利用する国債運用中心の部分と、いわゆるスプレッド・トレーディングを行う社債運用中心の部分に分けて管理することになる（図表5-6参照）。

社債運用中心の部分では、インデックス運用を志向することも考えられるが、より能動的に信用リスクや流動性リスクなどの各種リスクをとってリターンを上げるアクティブな運用を行うことが考えられる。具体的には、社債市場全体を調査・分析の対象範囲とし、財務情報・スプレッド・株価などから真の信用リスクに比べて利回りが高い割安な銘柄（言い方を替えれば理論価値より割安な銘柄）を定期的な売買により社債ポートフォリオに組み込みトータルリターンを求める運用である。なお、実際にこの運用を行うためには相当の人材やシステムが必要であり、前述したようにこの社債運用中心の部分について外部委託を行うことは、相応の資産規模がある投資家でも有効な選択肢となり得る。

図表5-6 債券ポートフォリオの組成

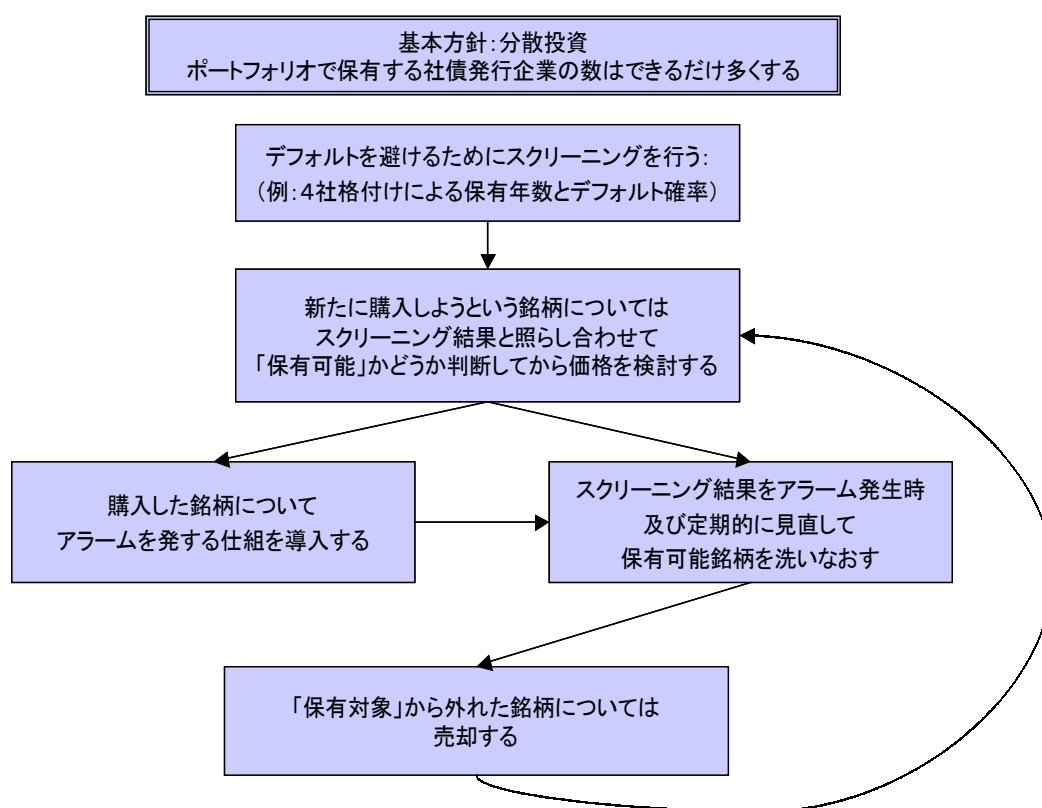
		主たる運用の手法	一般に想定される債券の種類
債券 ポート フォリオ	中核部分 (原則入れ替えなし)	戦略的デュレーション調整	国債中心 信用リスクの低い社債(満期保有前提)
	売買用部分 (定期的に売買)	戦術的デュレーション調整 スプレッド・トレーディング	国債中心 社債など

¹⁵ 戦略的デュレーション調整とは、中長期的予測に基づいてポートフォリオのデュレーションを調整する手法であり、例えば今後半年間で金利が下落すると予想すれば、デュレーションを長めにする、というものである。これに対して戦術的デュレーション調整とは、短期間（例えば1日、1週間など）の金利予想に基づいてポートフォリオの一部のデュレーションを調整するものであり、国債のほか、国債先物やオプションなどを用いる場合も多い。一時的にデュレーションを短くするために先物を売りとる、等がこれに当たる。

ウ スクリーニング

社債ポートフォリオの組成は分散投資によるリスク分散を可能にするが、それに必要な銘柄数は一般に約 50 以上といわれている。これだけの銘柄数を運用する前提として、社債市場全体を格付・財務データ・株価・スプレッドなどのデータをもとに分析を行うスクリーニングが必要となり、このスクリーニング結果を、社債の購入時や定期的売買を行う際の銘柄チェックに利用することになる（図表 5-7 参照）。

図表 5-7 社債ポートフォリオとスクリーニング



5.6 まとめ

本章では、前章までの調査をもとに、運用を専門としていない投資家の社債投資の在り方について信用リスク管理の観点から記述を試みた。

信用リスクは社債投資に特有のリスクであるが、社債投資の意味はこの信用リスク（リスクプレミアム）をとってリターンを上げることにある。その意味から考えれば、程度の差はあれ、社債投資に際しては信用リスクの管理が必要であり、それは機関投資家のみならず、運用を専門としていない投資家にとっても同様である。

社債投資には信用リスクの他にも流動性リスク・金利リスク・為替リスクなどがあり、またそのスタイルとしては大きく分けてアクティブ運用とパッシブ運用がある。インデックス運用は後者の典型であり、いわゆるバイ・アンド・ホールドもこれに入る。

望ましい社債投資の在り方は運用資産の規模や資金の性質などによって異なってくると考えられる。

コスト面や人材面の理由で有効な信用リスク管理体制の構築が困難な場合や、外部に対する説明責任の問題がある場合などは、外部への委託運用の利用も有力な選択肢となり得る。具体的には特定金銭信託や私募投信の利用があるが、資産規模が足かせとなって前者の利用はできない投資家も、後者を利用することができれば、事実上投資顧問による合同運用の道が開けることになる。これにより売買コストの低減や、分散投資範囲の拡大など、新たなメリットを享受できる可能性がある。

自家運用を選択する場合、運用資産全体の規模が小さく、社債投資がその一部分を占めるに過ぎない投資家の場合は、比較的少数の銘柄をバイ・アンド・ホールドする方針をとることが多いと考えられる。しかしその場合でも、信用リスク管理の観点から債券購入時の信用リスクのチェックや購入後のモニタリングが必要となり、場合によってはロスカット（損切り）の判断も必要になる。さらに運用ルール制定の重要性も高い。

運用資産の規模が十分に大きく、本格的な社債ポートフォリオの自家運用を行う方針をとるのであれば、民間機関投資家に準じた信用リスク管理体制の構築が必要になる。クレジットアナリストの設置が必要であり、またファンドマネジャーとの分業体制が望ましい。分散投資によるリスク分散を図るためにポートフォリオを構築し、社債市場全体の銘柄について格付・財務データ・スプレッド・株価などの諸データをもとに分析を常時行うスクリーニングを実施する。そして定期的な売買により銘柄入れ替えを行ってトータルリターンの向上を目指すことになる。

