

債券市場研究会編

『米国債券投資戦略のすべて』

——グローバル運用への活用』

(金融財政事情研究会, 1998年8月)

松 尾 順 介

I

1993年の商法改正を契機として、日本でも国内普通社債発行が著増し、1998年には年初から月間1兆円を超える起債が相次いだため、暦年ベースでは12兆7,849億円に達し、初めて10兆円を上回るとともに、過去最高の起債額となった。これは、国内普通社債市場が従来の「限界的資金配分」手段から直接金融手段の中核へと位置づけられるに至ったことを表わしており、今後も趨勢的な拡大が見込まれるが、他方米国の社債市場と比較すると、未発達な点が多々みられ、改めて米国市場の規模の大きさ、その多様性、さらにその不断のイノベーションに驚かされる。ハイ・イールド債はいうまでもなく、CBO/CLO、インフレ連動債、さらにはレバレッジド・ローンなどさまざまな新手法が導入されている。

本書は、この米国債券市場の最新の動向を第一線の実務家たちが体系的に紹介し、日本市場へのインプリケーションを考慮して検討したものである。したがって、本書の特長は次の四点である。

第一に米国の債券市場の最新動向がほぼ網羅されており、これについて何らかの知見を得ようとするならば、最初にひも解くべき書物であるという点である。前述のように、CBO/CLO、インフレ連動債、レバレッジド・ローンなどについての最新の状況がデータとともに紹介されており極めて便利である。さらに、説明もその商品あるいは手法を日々駆使しているだけに具体的である。

第二に、執筆陣の質の高さも指摘される。本書の執筆陣は、赤井厚雄（モルガンスタンレー証券 MBS/ABS プロダクトマネージャー）、植田芳昭（同ポートフォリオ・ストラテジスト）、大久保勉（同金融派生商品グループ・エグゼクティブ・ディレクター）、島義夫（リーマン・ブラザーズ債券部シニア・ヴァイス・プレジデント）、ティモシー・ウイelson（モルガンスタンレー証券マーケット・リスク部門ヴァイス・プレジデント）、山崎昌義（長銀ウォーバーグ証券債券営業部エグゼクティブ・ディレクター、ただし現在はウォーバーグ・ディロン・リード証券債券営業部エグゼクティブ・ディレクター）という第一線の実務家であり、それぞれの分野および商品を論じる上でこ

の上ない執筆者をそろえることに成功しているといえる。

第三に、これら実務家を執筆者にそろえたことによって、クレジット分析やリスク管理といった実際の側面についての説明が入念に行われており、金融関係者にとって示唆に富むものとなっている。いうまでもなく、今後のすべての金融関係者にとって、これらのノウハウの向上は例外なく不可欠な課題であるからである。

第四に、日本に対する示唆に富んでいる点も付け加えなくてはならない。前述のように、日本の社債市場は拡大したとはいえ、ハイ・イールド債すら発行されないのが現状であり、米国社債市場に比べて多様性を欠いていることは明白である。その意味で、執筆陣の共通の問題関心が日本の債券市場にあり、彼らは米国債券市場を語りつつ、その視線を日本市場に注いでいるといっても過言ではない。その点、筆者は米国債券市場の専門家ではないが、本書から示唆されるとともに執筆陣に共感するところがあった。

II

本書の構成と課題をみてみよう。

まず本書の構成は、以下の通りである。

第1編 米国債のすべて

- I 米国債券市場
- II 決済制度
- III ハイ・イールド市場
- IV CBO/CLO 市場
- V モーゲージ債と資産担保証券

第2編 投資戦略とリスク管理

- I クレジット分析

II 債券ポートフォリオ分析の実際

III 全社的リスク管理

IV デリバティブ

前半の第1編で米国債券市場の最新動向が説明され、後半の第2編がポートフォリオ運用とリスク管理の実際的手法が解説されている。

各章毎に内容を簡単に紹介すると、第1編I 米国債券市場では、国債、政府機関債、事業債、ヤンキー債、さらにユーロおよびグローバル債までもが紹介され、さらにレポ市場にも1章が充てられている。ここで特に興味深いのは、まずインフレ連動債（TIPS: Treasury's Inflation-Protection Securities）であり、その導入意図として、①債券利回りに反映されているインフレ・プレミアムを削減させ、長期的に政府の国債費削減させうる、②TIPS 導入により国債市場の投資家層を拡大させ、国債市場の資金流入による金利変動を緩和すること、という2点を指摘している。この指摘は先行するイギリスの例を考えても説得的である。次に、最近日本でも拡大しているレポ取引については、日本での従来の主流がバイ・セル・バック（いわゆる現先取引）であったことを指摘した上で、米国における主なレポ取引として、ニューヨーク・スタイル・レポ（いわゆるクラシック・レポ）とセキユリティーズ・レンディングの2つを紹介している。とくに、後者は日本版レポ取引に一致しており、日本でのレポ取引を考える上で有益である。

II 決済制度では、FED ワイア、DTC (Depository Trust Company)、NSCC (National Securities Clearing Corporation: 全国証券清算会社)、ユーロクリア・システムが紹介されている。ここでは、各制度のリスク管理や今後の課題を提示しており興味深いが、

とくに DTC と NSCC との取引相互保証制度では、そのリスク管理が興味深い。現在日本でも決済制度のあり方がさまざまな市場で論議されているが、示唆される点が多いと思われる。

Ⅲ ハイ・イールド市場では、米国事業債におけるハイ・イールド債、エマージング・マーケット・ボンドおよびレバレッジド・ローンの3つに分類されて説明されている。米国事業債におけるハイ・イールド債市場では、90年のドレクセル倒産以降、急速に市場が回復しているとともに、ミューチュアル・ファンドがこの回復を支えていることが示されている。また、グローバル・ハイ・イールド債市場の重要な構成要素である、エマージング・マーケット・ボンド市場では、ブレイディ債が大半を占めており、高格付け債に引けをとらないくらいに流動性も高いことが指摘されている。さらに、レバレッジド・ローン・マーケットについては、それが1996年度でハイ・イールド債発行の約2倍に膨らみ、米国のキャピタル・マーケットの約2割を占めるに至っていることが紹介されたうえで、その仕組みが詳しく説明されている。レバレッジド・ローンはその名の通りローンであるが、資金の出し手としてはミューチュアル・ファンドが4分の1を占め、中心的な資金提供者となり、さらに証券会社も参入し、流通市場の整備も進んでいる。このことは投資銀行業務の展開を考える上で興味深い事態である。

IV CBO/CLO 市場では、これらの債券の組成が簡潔に説明されたうえで、これら債券の格付け決定の手続きや手法（分散指数：Diversity Score）、さらに信用補完（Credit Enhancement）が詳しく説明されている。ここで紹介された CBO については、最近日本でも各証券会社がこれを手がけ、低格付け企業の新

しい資金調達手段として注目を集めている。他方、CLO についても、後述するような障害があるものの注目されている。

V モーゲージ債と資産担保証券では、まずモーゲージ債の最大の特徴がコーラビリティにあるとし、期限前償還モデルを紹介した上で、パススルー証券、CMO、PSA リンク債、ARM 証券、CMBS、ABS についてそれぞれ詳しく解説している。現在、日本の社債市場では期限前償還はほとんどみられないが、今後は増加していくことも考えられ、期限前償還モデルが丁寧に紹介され検討されていることは興味深い。また、ここでは、各証券化商品のストラクチャーが実に具体的に説明されており、かねてより辞書的な説明では理解しにくかった部分にも明確な理解が得られた。

後半第Ⅱ編は投資戦略とリスク管理をテーマとし、より実践的な内容となっている。I クレジット分析では、格付けの手法や利用方法が米国オレンジ郡やアジア通貨危機などの実例を織り込みながら具体的に説明されている。これはこの章の筆者が S & P 社で格付を行っていた実務経験を持っているためと思われる。とくに、格付け情報の利用について、その限界を含めて十分なページを割いて説明されている点は貴重である。近年信用不安が高まるにつれ、格付け情報の「独り歩き」ともいうべき事態が生じ、格付けがあたかも絶対的な予言であるかのような誤解が広まったが、ここでの説明は格付け情報の冷静な利用を促すものである。さらにクレジット分析と債券投資戦略の関係が考察されており、とくにデフォルト・スタディを基にした投資戦略が詳述されている。これは現在日本でも社債投資がデフォルト・リスクを考慮することになってきたことを踏まえたものであり、投

資家のリスク管理体制整備を促す内容となっている。

Ⅱ債券ポートフォリオ運用の実際には、金利および債券価格に関する基礎的な概念が手際よく説明された後、複数の債券の相対価値分析として、トータル・リターン・プロジェクションによる分析方法が紹介され、さらにデュレーションを加えた上での分析方法が示されている。そして、これらの手法の保険および年金基金投資への応用が考察されている。とくに、ここでは金利キャップを用いた場合などのケース・スタディが織り込まれており、現実の ALM 管理を想定した内容となっている。さらに、カタストロフ保険リスクの証券化商品がハイ・イールド債に相当するものとして考察されている点はきわめてユニークである。

Ⅲ全社的リスク管理では、具体的に最近の金融機関の体系的かつ集中的なリスク管理方式が解説されている。まず社内体制が虚弱であったために多大な損失が発生した事例から、全社的なリスク管理体制の必要性が高まってきたことが説かれ、ポートフォリオにおけるバリュー・アット・リスク・モデルが発展したことが解説されている。とくに、リスク・ファクターの分析法として、ヒストリカル・シミュレーション法やモンテカルロ・シミュレーション法などを紹介し、それぞれの長所と短所を検討している。そして、全社的なリスク管理手法を発展させていく上で必要な事項を、マーケット・リスク、信用リスク、オペレーション・リスクおよびリーガル・リスクの観点から考察し、それぞれのリスク管理を行う上での問題や課題を丁寧に検討している。

最後のⅣデリバティブでは、スワップを中心として、その基本的な仕組みと取引の実際を説

明した後、金利スワップが金利体系に及ぼす影響が検討されている。ここでは、デリバティブの発展により中短期と長期の間の市場分断が少しずつ改称されていくことが予想されている。さらに、債券市場に対するデリバティブの影響も考察され、発行市場（とくに MTN 発行）におけるスワップの役割とともに、債券流通市場におけるリスク・ファクターを除去し、債券価格へ一元化する手段として考察している。すなわち、通貨スワップや金利スワップを利用することによって、為替リスクや金利リスクがヘッジされ、さらにはクレジット・デリバティブを利用することによって信用リスクまでもがヘッジされることがわかりやすい例示で説明されている。とくに、クレジット・リンク債や CBO もクレジット・デリバティブの観点から紹介されており、クレジット・デリバティブがきわめて重要な可能性を秘めていることを指摘している。また、デリバティブにおけるリスク管理について、会計処理における時価評価およびリスク許容度の範囲の設定を示唆している。

Ⅲ

では、以上のように本書の内容を確認した上で、次の4点をコメントしておきたい。

まず、第1編ⅠからⅣでは、米国債券市場が簡潔に紹介され、とくに後半はハイ・イールド債からレバレッジド・ローン、さらに CBO/CLO へという順序で説明されているが、この順序は単なる登場してきた時間的順序ではないと思われる。そこには近年の投資銀行業務の展開があると思われる。すなわち、かつて80年代はドレクセル・バーナム・ランベール社の独壇場で厚みのある手数料を享受できたハイ・イー

ルド債市場も、いまや競争激化によって其の収益性は低下し、陳腐化した市場となっており、それがレバレッジド・ローンへと投資銀行業を駆り立て、さらに CBO/CLO へと展開させていると思われる。本書は主な読者として機関投資家を想定していると考えられ、このような投資銀行業の展開については本章で触れられていないが、証券業とりわけ引受業務のあり方に関心を持つものとしては、本章の執筆担当者が米国の投資銀行業に詳しいだけに、その「内情」にも触れていただきたかったという思いが残る。つまり、米国のこのようなイノベティブな投資銀行業の展開は、社債市場が拡大してもハイ・イールド債市場さえ形成されず、高格付け債引受のみに偏重している日本の引受業務に対して示唆するところが大きいと考えられる。実際、日本の社債引受業務も最近の CBO 発行に示されるように、イノベティブな変化の萌芽も見られるのである。

第二に、CLO などのローンの証券化について、日本での阻害要因を2点指摘しておきたい。一つは、ローンを流動化するためには、第三者対抗要件を満たさなければならないが、その際債権者は債務者に譲渡通知しなければならない。しかし、銀行が債権者の場合、借り手企業とのメインバンク関係が障害になって譲渡しにくいという側面があることである。もう一つは、銀行は総合取引の観点から融資金利を設定しており、銀行ローンの金利設定が後述するようにデフォルト率に基づくものとなっていないという点である。とくに BBB 格企業への貸出には割安な金利設定が行われているといわれる。そのため、このようなローンを売却してもアンダーパーでしか売れず、流通市場が成立しにくくなっているのである。したがって、今後

日本でローンの証券化が拡大するためには、銀行のメインバンク関係とその金利設定が重要な鍵となっているものと考えられる。

第三に、ABS/MBS については、その最大の特徴をオリジネーターの信用リスクを排除し、担保資産のそのもののリスクを評価することであるとした上で、米国での市場発展の主要因として①発行体のストラクチャリング技術、②資産に関する情報開示、③キャッシュ・フローの予測可能性の高さを挙げている。そして、日本における資産流動化商品として、リース・割賦債権流動化商品、銀行ローン担保証券、短期債権の担保証券、不動産融資関連の流動化商品などを挙げるとともに、日本でこの市場が発展しない阻害要因として、既発の資産流動化商品がオリジネーターの信用リスクに依存した商品構成になっており、短期の商品を組成して販売する傾向が強いことを指摘している。この指摘は重要であるが、日本資産流動化研究所の高橋正彦氏も指摘¹⁾するように、現在法制面・会計面の整備が進んだとはいえ依然としてリーガル・リスクが残されていることも重要であろう。すなわち、証券化後にオリジネーターが破綻した場合、その倒産処理手続きに譲渡債権・回収金や SPC が組み込まれ、資産流動化商品の投資家が一般債権者として扱われる可能性がある。その意味では、拓銀のアパートローン・ユーロ ABS は、破綻時に拓銀が買い入れ焼却したために、リーディング・ケースにならなかったことが惜しまれるが、今後の倒産法制見直しなどで対処されるべき点であろう。

第四に、クレジット分析については、日本の社債市場の残された課題としてこれを指摘している。すなわち、市場参加者が独自のクレジット判断能力を備え、極端な格付けなどが排除さ

れるようになることが望ましいと述べている。そして、実際ヤオハンの転換社債のデフォルトなどを契機として、機関投資家の間でクレジット分析やリスク管理体制整備の動きがあることを指摘し、今後クレジット・リスクに対するスプレッドが適正に形成されるようになるための前提条件として、債券流通市場の拡大を挙げている。著者もうのように、社債市場の量的拡大は別として、今後の社債市場の質的变化を予想することは困難だが、今後社債市場においてクレジット・リスクに対するプレミアムが適正化されるためには、評者としてはさらにいくつかの条件を考慮する必要があると考える。ここでは次の4点を指摘しておきたい。まず、第一には機関投資家の投資行動が保守的であることが指摘できる。生命保険会社などでは社内規則でBBB格以下の格付の社債は投資対象としない場合も多く、現在ハイ・イールド債のみならずBBB格社債が発行されない一因となっている。第二に、BBB格社債が発行されない要因には、銀行の貸出金利が社債利回りを下回っているために、より金利の低い銀行融資を選択していることが指摘されている。つまり、社債市場におけるBBB格企業は格付けの低さのために、起債しようとしても高利回りを要求されるが、その反面銀行にとっては貸付を拡大させたい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸付競争が生じているといわれている。例えば、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の不良債権に位置づけられる企業は、早期是正措置や自己査定導入によって、「貸し渋り」の対象となるため、銀行はBBB格企業貸付を拡大することで総資産利益率の改善を図っ

ているわけである。したがって、銀行がデフォルト率に基づく金利を設定していないことがBBB格企業の資金調達を銀行借入にシフトさせ、社債市場の裾野の拡大を阻害しているという側面が指摘できる。第三には、引受証券会社間の引受競争激化が発行会社寄りの条件設定の温床となっていることが指摘できる。金融制度改革の結果、93年7月以降、銀行系証券子会社が参入し、従来固定的とされた主幹事関係において流動化がみられるようになってともに、主幹事ランキングでみると、銀行系証券子会社は大手証券3社以下の上位を独占するに至っている。この間に主幹事獲得競争が激化し、発行体寄りの条件設定が横行したのである。第四に、分割発行の増加によって1銘柄の平均ロットが小型化し、流通市場での売買を低下させる一因となっている。分割発行とは、発行企業が起債の折に償還期間を変えて2、3本に分割して発行するという事例（例えば、6年債と7年債）であり、一方の銘柄の主幹事をメインバンクの証券子会社に担当させ、もうひとつの銘柄の主幹事を従来の証券会社に担当させるというものである。最近では過半数の銘柄がこの分割発行に関係しており、流通市場育成の上で障害となっている可能性が高いと思われる。ただし、これらの4つの課題については、いずれも解消の可能性があるが、そのためには銀行行動の変化が最大の条件となると考えられる。とくに銀行の融資レートがクレジット・リスクを反映したものとなることによって、社債発行のあり方は大きく左右されることが考えられる。

IV

以上、個別の論点について評者なりに感じた

ところをコメントしたが、本書全体から得た印象をについて最後に触れておこう。

まず、冒頭にも述べたように、本書は米国債券市場についての考察を行うことを企図しているが、その念頭には日本市場、とりわけ日本の機関投資家の投資行動があるように見受けられた。本書において、クレジット分析とリスク管理にきわめて多くのページが割かれているのはそのためと思われる。最近に限らず、日本の証券市場の拡大や向上が論じられるとき、米国市場と比較して考察されることが多かったが、その際日米間の投資家層の差に議論が達着すると、それ以上議論が進まなくなることが多かったように思われる。とくに、ハイリスク型の商品が普及しない理由を、投資家層の未熟さあるいは薄さに帰するという傾向が強かった。しかし、個人金融資産1200兆円の金融大国となった現在、もはや投資家層が薄いということをその理由とすることはできず、投資家のリスク管理能力やクレジット分析能力の有無が問われるべきであると思われる。その意味で、本書は日本の機関投資家への期待とともにメッセージを多く盛り込んでいる。

次に、リスク管理能力やクレジット分析能力が問われているのは、機関投資家に限らず、金融機関全般についていえることであり、とりわけ銀行の能力は問われるべきであろう。振り返れば、70年代後半からの金融自由化の中で、銀行は本来これらの能力を向上させることによって時代の変化に対応すべきであったにもかかわらず、旧態依然とした担保主義によってバブル経済へと暴走していった。そして、現在もその

後始末は終わっていないわけであるが、日本の銀行はこの経験にもかかわらず必ずしも有益な教訓を引き出していないのではないだろうか。そのことは融資レートが依然として信用リスク・プレミアムを反映して決定されないことにも表れている。本書の執筆者はすべて外資系証券に勤務しているが、なかにはバブル期の大手都銀の勤務経験者も含まれている。評者は、バリュー・アット・リスクなどの考え方が、いまだ銀行経営に応用されていないことに対する批判を本書から読み取ったが、それは穿ちすぎであらうか。

最後に、本書は表題にも「投資戦略」とあるように、想定されている読者層は主として機関投資家であり、リスク管理やポートフォリオ運用については、非常に周到かつ遺漏なく説明されている。しかし、発行会社や証券業界の関係者からすれば、ページ数の問題を度外視すれば、資金調達サイドや引受サイドのノウハウや戦略についても説明してほしかったという思いが残るのではないだろうか。評者の知るところでは、本書執筆陣の多くは長く投資銀行業務に携わってきた方々であり、この執筆陣の力量をもってすれば、ファイナンス戦略や投資銀行業務の展開についても有益な著作が期待できるものと思われる。ぜひ次はこのメンバーでそのような著作がものされることを期待したい。

注

- 1) 高橋正彦「債権流動化とリーガル・リスク」、証券経済学会第50回全国大会報告、1998年11月7日、同「証券化は『魔法の杖』ではない」、『論争東洋経済』、1998年7月、「債権流動化・証券化と倒産法制の見直しについて」、『SFI会報』、第19号、1998年6月、などを参照。

(当所大阪研究所主任研究員)