

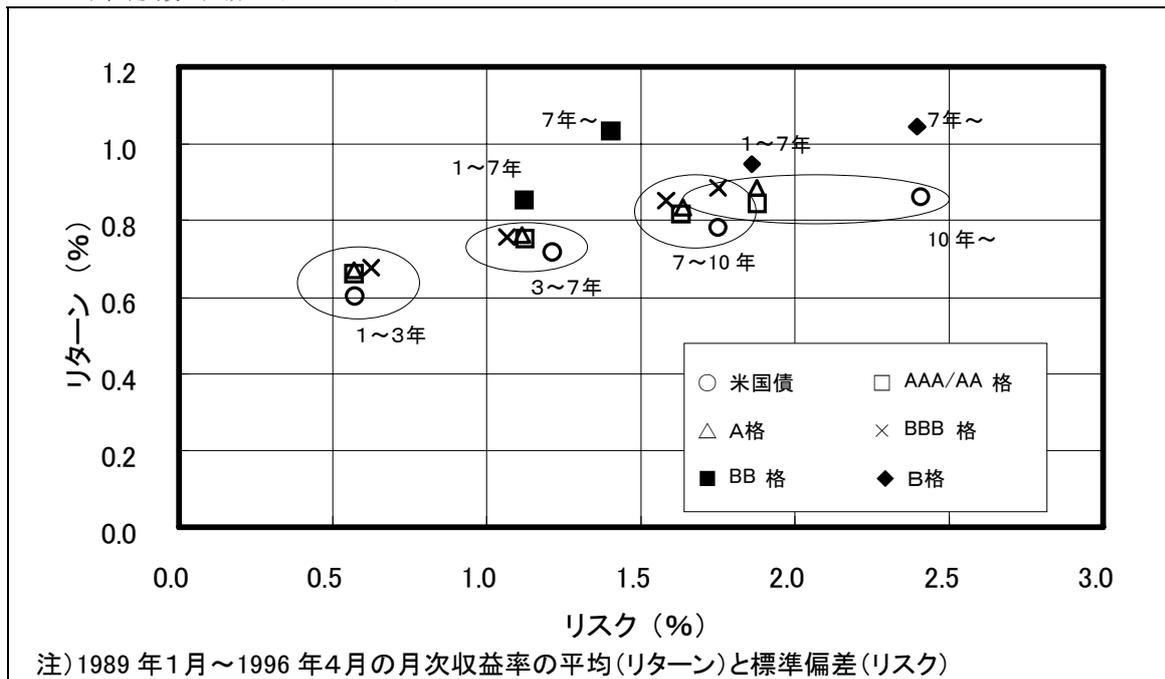
信用リスクをとった債券投資

最近の米国のハイ・イールド債市場では、信用リスクをとることにより、米国債や投資適格債よりも低リスクで高リターンが実現されている。1年前に適債基準が撤廃されたわが国でも、今後低格付けの起債が増大すれば、米国のような市場が形成される可能性もある。

現在、米国の債券投資の中で比較的高収益が期待できる分野の一つに、ハイ・イールド債市場がある。これは、投資適格（例えば、S & P社の格付け BBB 以上）ではない債券の市場である。

ハイ・イールド債市場では、債券発行体の信用力が低いため、投資適格債に比べて信用リスク（債務不履行に関わるリスク）をとることになる分、期待リターンは高い。ここで注目すべきことは、ハイ・イールド債への投資が、債務不履行リスクを考慮しても、米国債や投資適格債への投資に比べて十分高い収益をあげている点である。

米国債券市場のリスクとリターン



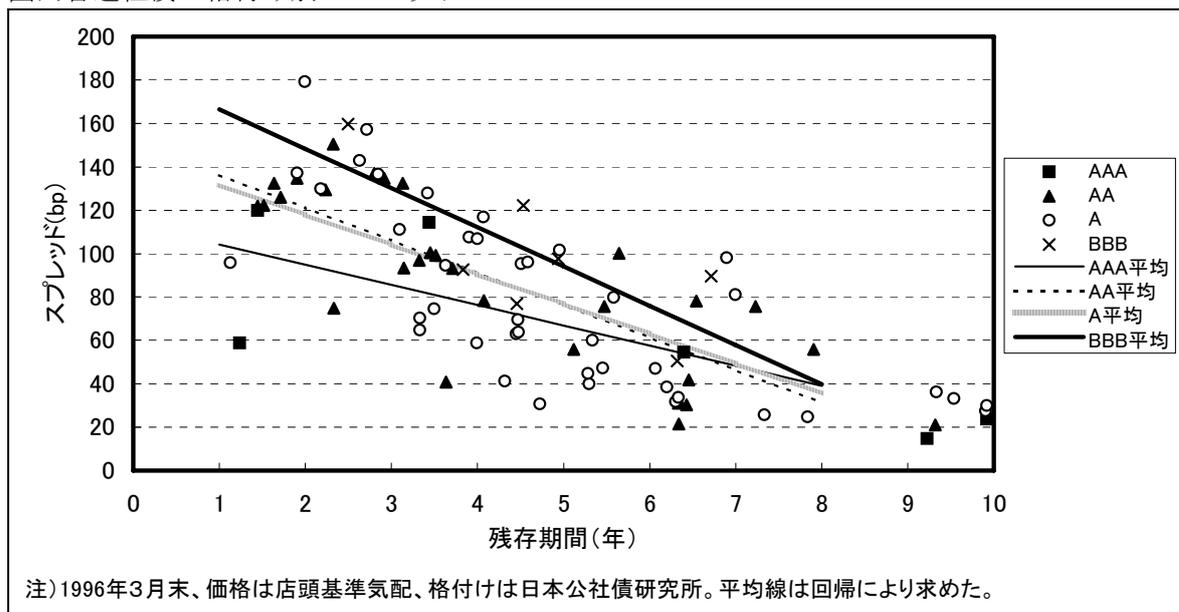
上図は、ソロモン・ブラザーズ証券の債券市場インデックスより作成したリスク・リターン図である。この図から、特に長期債（7年～）では、米国債や投資適格債よりも、BB 格債への投資の方が低リスクで高リターンを実現してきたことがわかる。

また、BB 格債は、リターン／リスクの値がモーゲージ担保証券と並んで非常に高いことも指摘されている。

最近のわが国では、社債の国債に対する利回り格差（スプレッド、債務不履行を考慮していない超過収益率）は、かつてと異なり、格付けを次第に反映するようになりつつある。

下図は、無担保普通社債のスプレッド分布である。同じ格付けでも、個々の債券のスプレッドは大きく散らばっている。しかし、BBB 格のスプレッドが平均的にやや高いことは見てとれる。

国内普通社債の格付け別スプレッド



96年1月に、社債発行の適債基準が撤廃され、11月には北海道のスーパー「ふじ」が、国内企業初のBB格の転換社債を発行した。同時期に発行の決まった転換社債と条件を比較すると、格付け差はわずか1ランクにすぎないが、表面利率や手数料はかなり高い。

転換社債「ふじ」「クレディア」の発行条件の比較

	ふじ	クレディア
格付け	BB+	BBB-
期間(年)	7	7
発行額(億円)	20	30
表面利率(仮条件、%)	1.5	1.0
引受手数料(%)	2.6	2.1
社債管理手数料(%)	0.07	0.045

注) 日経公社債情報より抜粋。株式への転換権がついているため、普通社債より表面利率は低い。

今後、わが国でも低格付けの債券発行が増大するなら、米国のハイ・イールド債市場のように高収益を期待できる市場が形成される可能性もある。