



# 機関投資家の運用から見た 社債市場の課題

---

2009年9月9日

日本証券業協会

「社債市場の活性化に関する懇談会」資料



# 機関投資家の社債投資の特徴

## ■ 投資の基本的特徴

- 現状市場全体の約30%
- 第三者の資金を運用、原則専門運用機関に委託
- 対ベンチマーク運用、リターン競争、時価評価
- 内外市場全体の中でリスク・リターンの相対比較

## ■ 資産配分

- 国内債に50 - 70%、国内債の中で、国債・政保債とそれ以外のクレジットもの(社債は約10%)

## ■ 債券投資収益源泉 = リスクテイクのファクター

- デュレーション・イールドカーブ・クレジット



# 債券ファンドマネジャーの着目点

---

## ■ 価格

- 絶対的・相対的に、リスクに見合うリターンか？

## ■ 流動性

- 必要な時、必要な金額を許容範囲内の価格で、速やかに売買できるか？
- 大手機関投資家にとって望ましいサイズ
  - 1件当たり、数億円、発行額500億円以上



# リスクに見合うリターンか？

---

- イールド・スプレッドの中身
  - クレジット・リスクと流動性リスクのプレミアム
- なぜリターンの魅力が乏しいか？
  - 経験的に低い倒産確率を反映
  - 低リスクなら低リスク・プレミアム
- 倒産メカニズム不透明 = 予測困難
  - 一般的には銀行による救済融資・DESの可能性
  - = 銀行の貸出政策次第という側面
- 社債権者は実質的に銀行に劣後(コベナンツ)



# 流動性の問題 - 間接金融問題

---

- サイズ = 大型・継続発行の問題
- 継続的資金需要は本当にあるのか？
  - 海外でも、季節性あるものの公募社債市場は、大企業対象
- マーケット・メイク機能に懸念
  - 投資家の範囲・種類が限定的  
= 投資家のリスク・リターン評価基準が同質



# 今後の方向性

---

- 間接金融優位の下で、社債市場だけの改革には限界？
- 改革の核心は内外投資家から見て魅力的な、サイズと発行条件の実現
  - 社債以外の非国債市場の整備が前提？
    - ABS, LBO関連ハイ イールド債、海外企業債など
  - 異なるリスク選好を持つ投資家層の拡大
    - 非居住者税制見直し
  - CP市場の整備拡大