

資産運用会社から見た社債市場

2009年9月28日

代表取締役社長

大村 信明

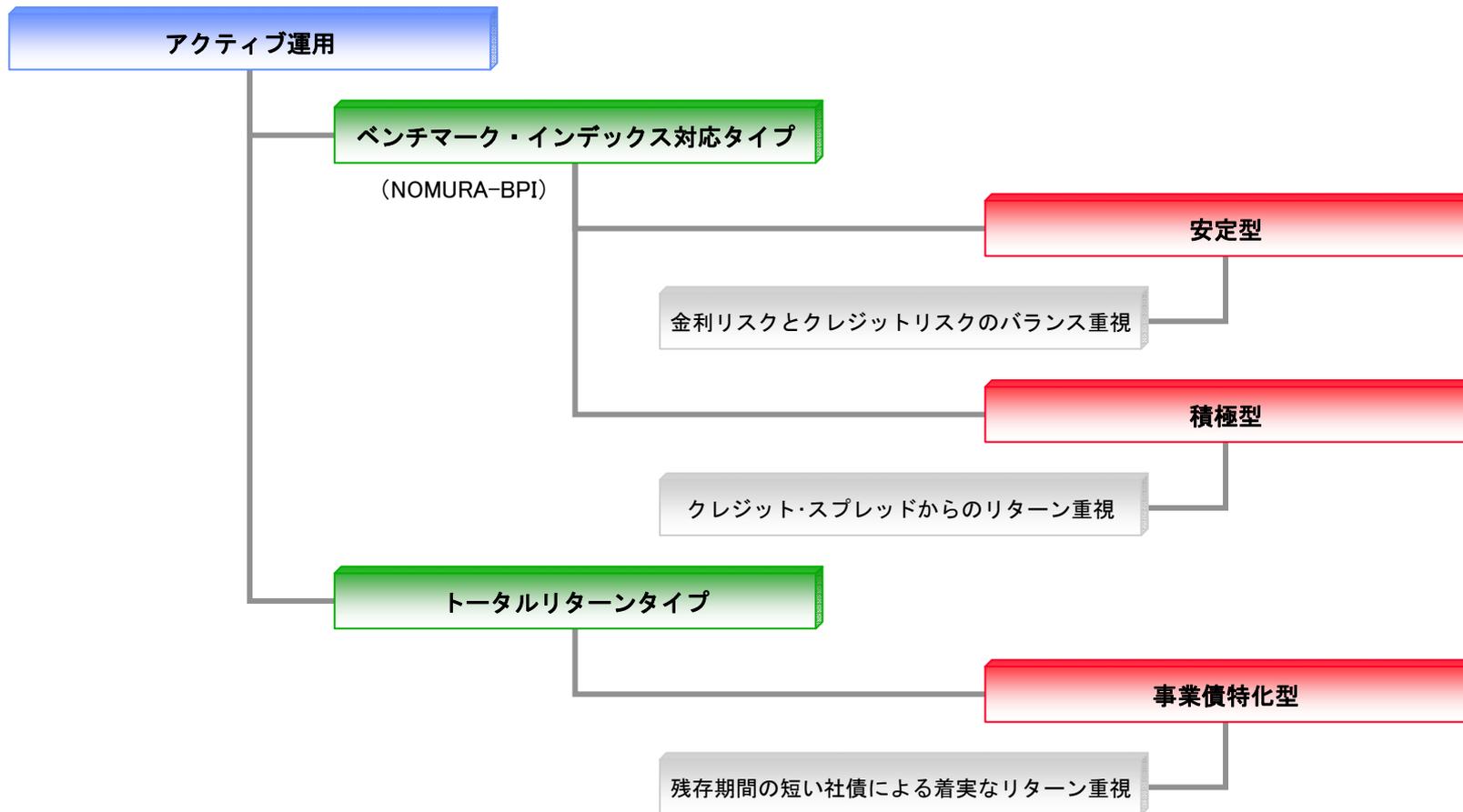
大和住銀投信投資顧問

Daiwa SB Investments



当社の国内債券運用状況(1)

□ ポートフォリオの種類

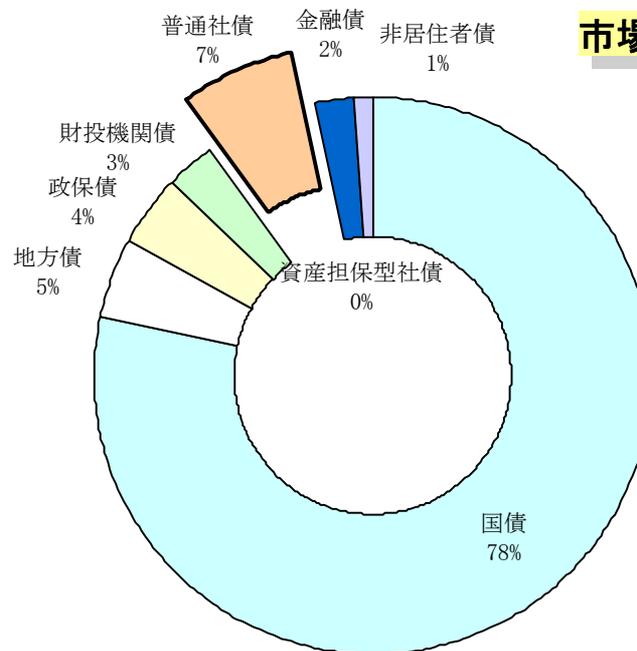


当社の国内債券運用状況(2)

市場の発行残高

□ 社債への投資状況

- 市場ウェイトは、約7%
- 安定型は、市場と同程度の6~7%
- 積極型は、20%程度
- 事業債特化型は、原則社債のフル・インベストメント



種別	現存額面(億円)	比率(%)
国債	6,897,095	78.4%
地方債	420,636	4.8%
政保債	361,079	4.1%
財投機関債	230,180	2.6%
普通社債	587,152	6.7%
資産担保型社債	7,955	0.1%
金融債	201,768	2.3%
非居住者債	92,498	1.1%
合計	8,798,362	100.0%

証券業協会(2009/7末統計値)

当社の国内債券運用状況(3)

□ 社債投資の主なガイドライン

- 投資対象…信用ある格付機関の何れか(原則、R&I、JCR、Moody's、S&P、及びFitchの5機関)によりBBB格相当以上を取得していること
- 同一発行体の組入れ比率上限
- 同一業種(東証33業種分類)の組入れ比率上限
- 社債等のポートフォリオ組入れ比率上限
- BBB格債券組入れ比率上限

社債投資のキーポイント(1)

- クレジットマーケットの投資環境(銘柄間共通ファクター)
 - マクロ経済、企業信用力の方向性、市中金利の絶対水準、投資家の動向予測など、全体的なクレジットスプレッドの方向性
 - 社債の持高を増やすか減らすか

- 発行体に起因するリスク/スプレッド(個別銘柄ファクター)
 - 銘柄固有のリスクプレミアム
 - 固有リスクの中味、属する業種のプレミアム、格付の方向性、クレジットスプレッドの水準、想定される流動性リスクなどに鑑み、効率的な投資対象かどうか

社債投資のキーポイント(2)

□ 運用資金の性格

- 年金等からの委託資金が中心
- 運用評価期間があり、持ち切り(バイアンドホールド)よりも、アクティブ運用(保有銘柄の入替えによるリターン獲得)が中心
 - ◆ ベンチマーク・インデックスを構成する投資適格銘柄を投資対象とする、流動性重視の運用が中心

□ 流動性

➤ 換金性

- 適正価格で売却可能か(主に個別銘柄リスクが高い銘柄)

➤ アベイラビリティ

- 必要な量の確保が可能か

- ◆ 格付等により極端に割高・割安な銘柄が混在する二極化市場において、効率的な社債の保有量及び銘柄の組み合わせが重要

□ 発行体の多様化と発行規模の拡大

➤ ローンから社債への誘導

- 依然として根強い間接金融

- ローンの低スプレッドが社債と競合

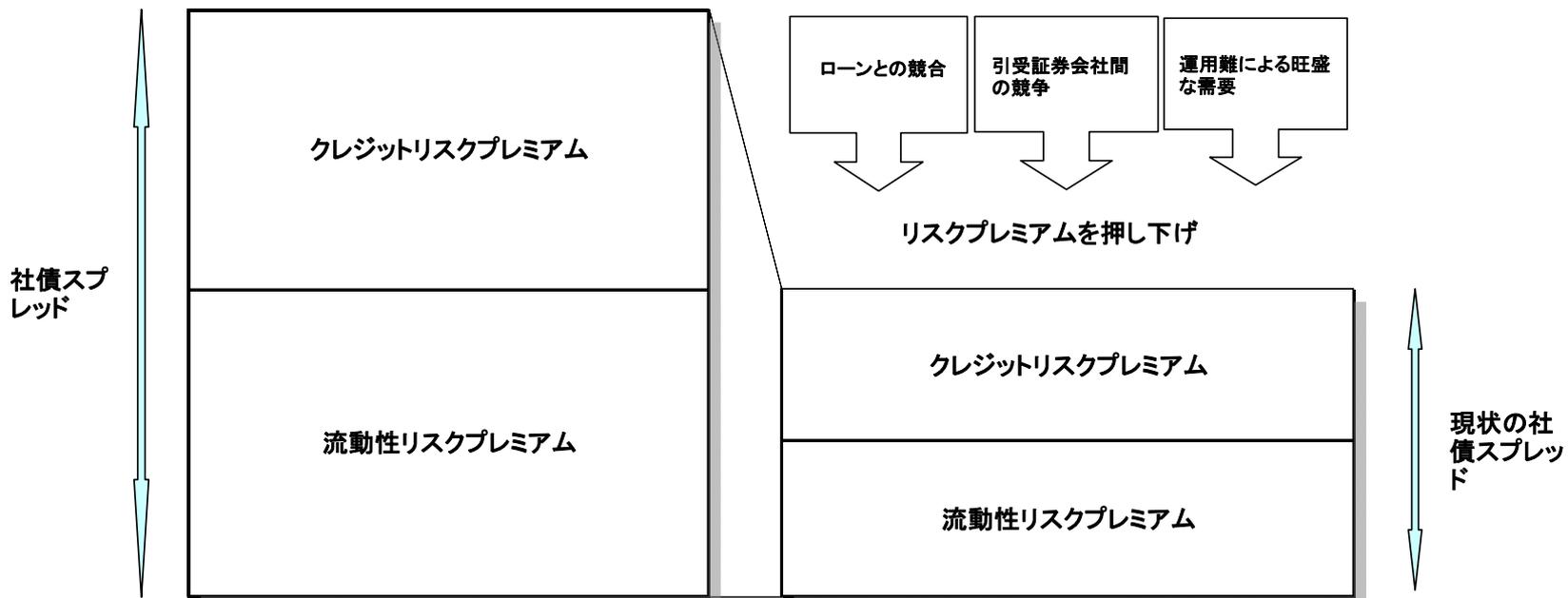
➤ 低格付債発行やローンの証券化などの発行体の多様化に期待

発行市場における課題(2)

□ 発行条件設定のメカニズム

- ローンとの競合
- 引受証券会社間の競争
- 運用難による旺盛な需要

〈リスクプレミアム構成:参考イメージ図〉



□ 投資家層の拡大

- 運用機関及び委託最終投資家の独自化・洗練化が必要
 - 機関投資家の同質性
- 個人、外人投資家に対する制度面のサポート
 - 個人、外人投資家に対する課税は大きな障害
 - 開示資料の充実、グローバル投資家への対応
- 発行条件
 - 個人・法人市場の「Two-tiered Market」の解消

発行市場における課題(4)

□ 投資家保護

- 社債の銀行ローンに対する劣後性(コベナンツ問題)は、社債市場活性化の大きな障害
 - ◆ 銀行ローンコベナンツの開示、及びコベナンツの負債間条件の見直しが望まれる
- 一社格付
 - 格付け会社一社からのみ投資格付を得て(レートショッピング)社債を発行
 - ◆ 低格付債における複数社格付の検討
 - (参考)社債管理会社の機能改善について:低格付債においては、格付取得コストと同様に、投資家の利益代理人としての機能に再構成するべく、コストを支払うことも検討するべき

流通市場における課題(1)

□ 流動性の高い流通市場の育成

- 多様なリスク選好を持った投資家層の拡大
- マーケットメーカーの育成、マーケットメイク義務化
 - ◆ 仲介機能の充実による、低流動性銘柄の流動性改善
 - ◆ 証券会社の一層の自助努力、社債レポ市場の整備
 - ◆ 証券会社は実勢に見合った評価値を提供し、評価値と実勢値の乖離を縮小
- 税制改革
 - ◆ 個人、外人投資家への課税見直し
- 情報基盤の整備
 - ◆ 流通市場における銘柄情報、市場情報を整備
 - ◆ ネット環境の利用など

大和住銀投信投資顧問株式会社

Daiwa SB Investments Ltd.

代表取締役社長 大村 信明

所在地 〒100-0013 東京都千代田区霞が関3-2-1
電 話 (03) 6205-0200
ファックス (03) 6205-0568

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第353号

加盟協会 社団法人日本証券投資顧問業協会
社団法人投資信託協会