



株式会社エー・エム・シー

第8回年金資産運用セミナー第2部

「クレジット投資」

平成19年1月

Amc

1. クレジットとは

◆ クレジット(CREDIT)

= 信用

何に対する信用？

= 約束が履行されることへの信用

どのような約束？

= キャッシュフローのスケジュール(利息の支払・元本の返済)

誰が、誰に対して行う約束？

= 債務者(債券の発行者・ローンの借入者)が、
債権者(債券の保有者・ローンの貸出者)に対し行う約束

◆ クレジットリスク(CREDIT RISK)

= 信用リスク

リスク？

= 不確実性

信用リスク

= 約束が履行されることに対する不確実性

◆ クレジット スプレッド(CREDIT SPREAD)

= 信用格差

何に対する格差？

= 相対的に「信用力の低い債務」が「信用力の高い債務」に対し要求される金利の格差。

信用力の高い債務とは？

= 一般には、ある一国において最も信用力の高い主体は、国や政府であるとみなされる（理由 国には徴税権がある 等）

= 金融取引においては、国際金融取引を行っている大手銀行間での資金調達コスト(LIBOR)が、信用力の基準として使用される

T・スプレッド

= 債務者が所属する国の国債利回りと、同年限の社債等との利回り格差

L・スプレッド(LIBOR SPREAD)

= 債務と同じ通貨のLIBORもしくはLIBORを基準としたスワップ 金利と、同年限の社債等との利回り格差

◆ デフォルト

= 債務不履行

具体的には？

= 利払い遅延・利払い停止・元本返済の遅延・元本返済の停止 など
(倒産や破綻といったコーポレートイベントそのものを指すのではない)
(約束の不履行を指し、最終的な損失の有無を指すものではない)

デフォルトリスク

= 債務がデフォルトする確率

◆ 格付け

= 債務不履行の可能性に関する格付け会社の意見を記号化したもの。

格付けとは事業会社や金融機関をはじめとする様々な経済活動主体や債券に代表される金融商品の債務の履行能力に関する格付け会社の意見です。(S&P社ホームページより)

発行体格付け

= 債務者が債務を履行する総合的な能力(信用度)へ対する格付け

個別債務格付け(債券格付け)

= ある特定の債務や特定の種類の債券などに対する格付け
担保の有無や、弁済順位などの個別要素を加味してある格付け

◆ クレジット投資

= クレジットリスクのある債務に対する投資

債券

- 一般事業法人・金融法人・地方自治体・政府機関・新興国等の発行する債券
 - 投資適格債 (格付けがBBB格以上のもの)
 - 非投資適格債(ハイ・イールド) (格付けがBB格以下のもの)

債権(ローン)

- 一般事業法人等が金融機関から借り入れた債務
 - 一般貸し出し債権
 - レバレッジドローン(優先担保付低格付債権)

証券化商品

- 債券・債権・リース債権・賃貸料など、一定のキャッシュフローの見込まれる資産を担保として発行した証券(ABS/CDO)

CDS(CREDIT DEFAULT SWAP)

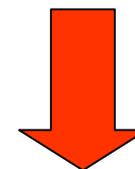
- 信用リスクをヘッジするための保険の売買

クレジットのプラス局面に
おいて使用される表現



- クレジットの好転・改善
- 信用力の上昇
- クレジットリスクの縮小
- クレジットスプレッドの縮小
- デフォルトリスクの縮小
- 格付けの好転
- 格付けの上昇

クレジットのマイナス局面
において使用される表現



- クレジットの悪化
- 信用力の低下
- クレジットリスクの拡大
- クレジットスプレッドの拡大
- デフォルトリスクの拡大
- 格付けの悪化
- 格付けの低下

2. 格付けの歴史と意味

◆ 格付会社の歴史

- 1868年ヘンリー・ヴァーナム・プーアが『米国鉄道マニュアル』を発行
- 1900年ジョン・ムーディーが鉄道だけでなく公益事業会社も含めた投資レポートを刊行
- 1908年ムーディーが鉄道債についての評価を「格付け」という記号で表現する
- 1920年代 ムーディーによるムーディーズ社以外にも、プーアの流れをくむプーアーズ・パブリッシング社、スタンダード・スタティックティックス社、フィッチ・インベスターズ社が、格付け業務を開始。普通社債の98%に格付けがつけられるようになった。
- 1941年プーアーズ社とスタンダード社が合併し、S & P社誕生
- 1960年代ムーディーズ社はダン & ブラッドストリート社に、S & P社はマグロウヒル社に買収される。
- 1968年S & P社が発行体からの格付料金徴収を開始。69年ムーディーズも有料化開始

- 1974年三井物産が米ドル建転換社債の発行に際し米国の格付会社から初めて格付けを取得する。
- 1985年
 - 日本経済新聞社が日本初の格付会社である日本公社債研究所を創設。(R & I)
 - 日本の社債の起債銘柄や起債額、発行条件などの調整を行っていた受託銀行と引受証券会社から構成された「起債会」を中心にして日本インベスターズサービスが創設。後にR & Iと合併。
 - 機関投資家を中心にして日本格付研究所が創設(JCR)

ムーディーズ社の長期信用格付けに対する表現

長期債務格付けは、当社の満期が1年以上の固定債務の相対的な信用リスクに関する意見である。この格付けには、金融債務が約定通りに履行されない可能性を示す。格付けにはデフォルトが発生する確率と、デフォルト発生時の金銭損失の両方が反映される。

S&P社の「投機的」についての表現

「BB」「B」「CCC」「CC」「C」に格付けされた債務は投機的要素が強いとみなされる。これらの債務は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の大きさや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある

	ムーディーズ長期信用格付け それぞれの格付けに1.2.3という数字付加記号を加える		S & P個別債務格付け(長期) それぞれの格付けに+記号-記号を付加することがある
Aaa	信用力が最も高く、信用リスクが限定的であると判断される債務に対する格付け	AAA	当該債務を履行する債務者の能力は極めて高い。スタンダード&プアーズ社の最上位の個別債務格付け
Aa	信用力が高く、信用リスクが極めて低いと判断されるか債務に対する格付け	AA	当該債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付けとの差は小さい
A	中級の上位で、信用リスクが低いと判断される債務に対する格付け	A	当該債務を履行する債務者の能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化からやや影響を受けやすい
Baa	信用リスクが中程度と判断される債務に対する格付け。中位にあり、一定の投機的な要素を含む	BBB	当該債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い
Ba	投機的要素を持ち、相当の信用リスクがあると判断される債務に対する格付け	BB	他の「投機的」格付けに比べて債務が不履行になる可能性は小さいが、事業環境、財務状況、または経済環境の悪化に対して大きな不確実性、脆弱性を有しており、状況によっては当該債務を履行する能力が不十分となる可能性がある
B	投機的であり、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付け	B	債務者は現時点では当該債務を履行する能力を有しているが、当該債務の履行にかかる不確実性は「BB」に格付けされた債務よりも高い。事業環境、財務環境、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい
Caa	安全性が低く、信用リスクが極めて高いと判断される債務に対する格付け	CCC	当該債務の履行については現時点で不確実性が高く、債務の履行は、良好は事業環境、財務状況、および経済状況に依存している。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い。
Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込めると判断される債務に対する格付け	CC	当該債務の履行について現時点で不確実性が非常に高い
C	最も格付けが低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収見込みも極めて薄い債務に対する格付け	C	劣後債務または優先株式に「C」が付された場合には、当該劣後債務または優先株式の支払いについて現時点で不確実性が非常に高いことを表す。

ムーディーズやS & P社が半世紀を越えて付加してきた格付け記号と、その結果とを統計処理したものをデフォルト率という

Moody's社 社債格付別平均累積デフォルト率(1983年から2005年)

	1年目	5年目	10年目
Aaa	0.00	0.09	0.21
Aa	0.01	0.20	0.42
A	0.02	0.56	1.25
Baa	0.21	2.25	4.72
Ba	1.31	11.85	21.04
B	5.69	29.73	46.93
Caa- Ca	20.98	57.01	78.67
投資適格	0.08	0.93	1.91
投機的	5.15	23.49	35.51
全体	1.74	7.73	11.11

Default and Recovery Rates
of Corporate Bond Issuers, 1920-2005

ムーディーズ社がAAAと格付けした社債のうち、格付け後1年以内にデフォルトしたものは0%、10年間の累計でも0.21%に過ぎなかった。

ムーディーズ社がAと格付けした社債のうち、格付け後1年以内にデフォルトしたものは0.02%、10年の累計では1.25% (100社の内10年で1.25社の割りでデフォルトが起きた)となった。

ムーディーズ社がBと格付けした社債のうち、格付け後1年以内でデフォルトしたものは100社中5.69社の割合。10年累計では全体の46%の社債がデフォルトしていた。



このような統計的な事実を用いて、クレジットリスクに見合ったクレジットスプレッドを算出できると考えられるようになった。

3. クレジットスプレッドの決定要因

◆ デフォルト率

ムーディーズのA格デフォルト率は10年で1.25%、1年平均で0.125%

もし、A格の事業債を100銘柄保有していたとするならば、

1銘柄平均で $0.125\% \div 0.99 = 0.126\%$ 以上

のクレジットスプレッドがあれば、この事業債ポートフォリオの期待値は同年限の国債の期待値を上回ると考えられる

B格は10年で46%がデフォルトしてしまう。1年平均では100銘柄中4-5銘柄がデフォルトする計算。

デフォルトした銘柄の損失を、補填できるだけの利息が、そのグループの債券には必要とされる。従ってB格の債券には理論的には4-5%以上のクレジットスプレッドが要求される

デフォルトによって被る損失可能性を、リスクプレミアムとして上乗せした金利が、クレジットスプレッドの基本的なベース金利となる

◆ 流動性

発行量が多く、市場での売買量も十分な債券は、換金に際してかかるコストや時間が少ない。一般に国債に比べ発行量の少ない事業債等は、流動性が劣る分国債よりも高い利回りが要求される。

また、MBSなどの資産担保証券等にみられるように、償還や利払いのスケジュールが一定ではないものも、取引の利便性にかけるため、スプレッドが必要であるとみなされる。

◆ 需給

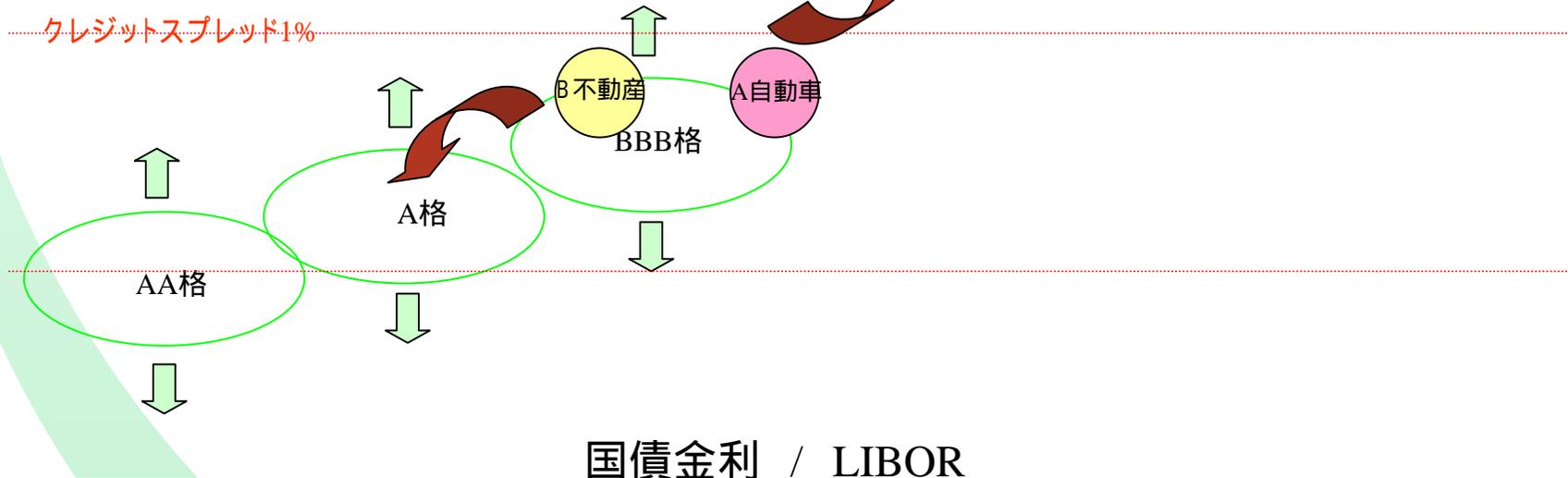
金融不安など、市場全体に信用リスクを回避するような傾向がでるとクレジット市場の魅力度が乏しくなり買い手が減る。一方、昨今の好調な米国経済景気においては、信用リスクに対する投資家の信頼度が高まり、クレジット市場では買い手が優勢となる。

また、テロや戦争など金融市場が大きな外的ショックを受けた際には、投資家がより安全な資産へ回帰する傾向があることから、クレジットスプレッドは拡大する。(質への回帰)

個別債務のクレジットスプレッドは、その債務が属する格付けというカテゴリ全体のスプレッドの変動と、その債務がどの格付けのカテゴリに属するか、さらに、その格付けグループの中での相対的位置、の3点によって影響を受ける。

所属するカテゴリが変更される場合 (= 格付けが変更される場合)、その債務のクレジットスプレッドは、大きく階段状に変化するケースが多い。

格付けグループ全体のクレジットスプレッドは、クレジット市場全体に対する投資家ニーズの強さ(需給)や、経済環境がデフォルト率に与える影響度の評価などによって変化する。



4. クレジットに投資する

日本の事業債市場2006年12月末 NOMURA - BPI総合より集計

	配分比率	デュレーション(年)	単価	利率	利回り(複利)	T スプレッド
総合	497.15兆円	5.80	100.74	1.48	1.31	6BP
国債	73.4%	6.07	100.98	1.49	1.27	0BP
除く国債	26.6%	5.05	100.10	1.46	1.40	20BP
地方債	5.90%	5.75	99.26	1.44	1.49	20BP
政保債	6.40%	4.80	99.63	1.32	1.29	12BP
金融債	2.70%	2.77	99.29	0.81	1.09	19BP
事業債	9.90%	5.35	101.18	1.69	1.45	23BP
円建外債	0.90%	4.17	101.01	1.64	1.45	37BP
MBS	0.90%	6.72	98.66	1.88	2.10	40BP

NOMURA-BPIの銘柄組み入れ基準

インデックス・ポートフォリオに組み入れられる銘柄は、各月の25日において以下の条件を満たしていなければならない。

- 国内発行の公募固定利付円貨債券(但し転換社債、ワラント付社債、資産担保証券、社債担保証券、ローン担保証券、ステップ・アップ債を除く)
- 残存額面10億円以上、残存期間1年以上
- 事業債、円建外債およびMBSの場合、A格相当以上の格付(S&P、ムーディーズ、格付投資情報センター、日本格付研究所のうちいずれかから取得)
- 新発債の組み入れは、国債が発行月の翌月、金融債は発行月から3ヶ月後、その他一般債は発行月の翌々月から行う。

	金額(億円)	配分比率	デュレーション(年)	T スプレッド	Tスプレッド(3-7年)		金額(億円)	配分比率	デュレーション(年)	T スプレッド	Tスプレッド(3-7年)
事業債計	483.390		5.35	23BP	22BP	パルプ・紙	2,600	0.54%	3.80	33BP	33BP
						小売	2,450	0.51%	3.79	29BP	26BP
電気・ガス	138.390	28.63%	6.07	15BP	14BP	石油石炭	2,000	0.41%	5.30	28BP	27BP
財投機関	98.690	20.42%	7.06	25BP	22BP	ゴム製品	2,000	0.41%	3.83	25BP	25BP
銀行	56.700	11.73%	4.11	27BP	26BP	その他製品	1,900	0.39%	5.44	20BP	19BP
その他金融	28.560	5.91%	3.38	41BP	46BP	サービス	1,750	0.36%	2.93	21BP	23BP
陸運	26.160	5.41%	7.40	20BP	18BP	非鉄金属	1,700	0.35%	3.56	25BP	24BP
情報通信	21.680	4.48%	4.15	17BP	17BP	繊維製品	1,650	0.34%	3.35	25BP	24BP
電気機器	17.930	3.71%	3.48	26BP	25BP	保険	1,650	0.34%	3.54	20BP	19BP
輸送用機器	13.080	2.71%	3.54	19BP	20BP	ガラス土石	1,300	0.27%	3.74	26BP	25BP
卸売り	12.150	2.51%	4.32	29BP	31BP	海運	1,300	0.27%	6.25	30BP	26BP
証券・商品	9.440	1.95%	3.25	38BP	38BP	精密機器	700	0.14%	2.12	33BP	38BP
化学	9.360	1.94%	4.27	27BP	27BP	金属製品	500	0.10%	3.11	27BP	29BP
鉄鋼	9.050	1.87%	3.06	26BP	29BP	医薬品	330	0.07%	1.48	22BP	-
不動産	7.400	1.53%	5.97	35BP	40BP	倉庫・運輸	250	0.05%	3.82	27BP	27BP
食料品	5.400	1.12%	3.27	24BP	27BP	水産農林	0	0.00%			
機械	4.470	0.92%	3.69	27BP	28BP	鉱業	0	0.00%			
建設業	2.850	0.59%	2.89	34BP	38BP	空運	0	0.00%			

	最高格付	最低格付	デュレーション(年)	T スプレッド	Tスプレッド(3-7年)
AAA格	185.040	18,540	8.30	22BP	16
AA格	195.450	226.920	5.93	19BP	18
A格	102.910	161.420	5.06	23BP	23
B B B格		72.710	3.53	37BP	40
B B格		3,800	3.56	44BP	46

海外の事業債市場

LHEMAN Global Aggregate (日本円除く) 2006年3月末

	時価ウェイト	デュレーション(年)	単価	利率	利回り(複利)	T スプレッド	平均格付け
総合	2098兆円	5.30	102.39	5.01	4.67	30BP	AA1
国債	43.1%	5.85	105.42	4.83	4.15	0BP	AAA
除く国債	56.9%						
政府関連債	15.16%	4.94	100.98	4.76	4.70	29BP	AA1
(内政府機関)	(8.69%)	4.22	99.75	4.63	4.81	28BP	AAA
(内地方政府)	(3.18%)	6.21	105.49	5.04	4.31	27BP	AA1
(内外貸建政府)	(1.58%)	5.60	104.93	5.60	5.00	54BP	A1
(内国際機関)	(1.71%)	5.63	95.98	4.24	4.57	19BP	AAA
社債	17.82%	5.62	101.84	5.56	5.14	72BP	A1
(内産業債)	(7.21%)	5.86	102.69	5.86	5.33	85BP	A2
(内公益債)	(1.54%)	6.82	103.53	5.80	5.14	76BP	A2
(内金融債)	(9.07%)	5.23	100.89	5.28	4.98	62BP	AA3
資産担保	23.94%	4.29	98.59	5.06	5.26	42BP	AAA
(内MBS)	(16.26%)	4.09	97.60	5.34	5.81	49BP	AAA
(内ABS)	(0.80%)	5.61	100.37	4.77	4.84	48BP	AA1
(内CMBS)	(1.29%)	5.30	99.92	5.61	5.47	65BP	AAA
(内カードB)	(5.60%)	4.44	101.05	4.1	3.67	16BP	AAA

2006年12月末

通貨別 時価ウェイト	LEHMAN GlobalAG	(除く日本 円)	CitiG WGBI	(除く日本 円)
米ドル	38.7%	46.2%	20.5%	28.6%
ユーロ	31.6%	37.8%	39.8%	55.5%
英ポンド	5.6%	6.7%	5.7%	8.0%
スウェーデン	0.6%	0.7%	0.8%	1.1%
デンマーク	0.7%	0.8%	0.7%	1.0%
ノルウェイ	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
日本円	16.4%		28.3%	
その他アジア	2.8%	3.3%	0.7%	1.0%
カナダドル	2.3%	2.7%	1.8%	2.5%
その他	1.4%	1.6%	1.5%	2.1%



BB格以下の
ハイ・イールド市場
1兆ドル = 120兆円

◆ 事業債の価格変動

発行者	日本国
発行日	2007年1月20日
償還日	2009年1月20日
利息	額面に対し1% (年間)
額面	100円

発行者	株式会社A電機 (S&P A格)
発行日	2007年1月20日
償還日	2009年1月20日
利息	額面に対し1.2% (年間)
額面	100円

2007年1月20日
現在

債券価格100円 債券利回1.0%

↔
クレジットスプレッド0.2%
価格差0円

債券価格100円 債券利回1.2%

市場金利上昇

債券価格99.03円 債券利回1.5%

↔
クレジットスプレッド0.2%
価格差0円

債券価格99.03円 債券利回1.7%

A電機信用リスク
悪化

債券価格100円 債券利回1.0%

↔
クレジットスプレッド0.4%
価格差0.39円

債券価格99.61円 債券利回1.4%

市場金利上昇
A電機信用リスク
悪化

債券価格99.03円 債券利回1.5%

↔
クレジットスプレッド0.4%
価格差0.38円

債券価格98.65円 債券利回1.9%

債券インデックス運用

国内債券や外国債券インデックスをベンチマークとした債券ポートフォリオに対し、クレジットリスクのある債券の組入れ率や、組入れ銘柄を変動させることで、インデックス収益率を上回ることを目指す運用。

クレジットスプレッドがある債券の保有比率を多くすると、ポートフォリオの受取り利息は増える インカムは増大する。

一方、組入れている事業債のクレジットスプレッドが拡大すると、ポートフォリオ時価が相対的に下落する キャピタルロスがでる。

反対にクレジットスプレッドが縮小すると、ポートフォリオ時価は相対的に上昇する キャピタルゲインがでる。

格付け対比で割安な個別銘柄や業種を探す

格付けが変更される可能性のある銘柄を探す

クレジットスプレッド全体の拡大・縮小を予想する

事業債等の組入れ比率を変更したことにより、歪みが生じたポートフォリオのデュレーションやイールドカーブは、他の国債などと合算しポートフォリオ全体でリスク調整を行なう

レバレッジはかけない

クレジットロング債券運用

クレジットスプレッドのある債券だけで、ポートフォリオを構成する。

MBSファンド

投資適格社債ファンド

ハイ-イールド債券ファンド

エマージング債券ファンド

というように、投資対象をある程度限定し、その中で割安である(インカムゲインがクレジットスプレッド拡大によるキャピタルロスを上回る・クレジットスプレッドが縮小する)とみなされる債券を個別にピックアップする。

ポートフォリオには、クレジットスプレッド以外の金利変動リスクが存在する。

通常、MBSや投資適格社債ファンドでは、金利変動リスクをなくすため、国債や債券先物、金利スワップなどを「カラ売り」することで、クレジットスプレッド以外の金利リスクを回避する。

ハイ-イールドやエマージング債券においては、クレジットスプレッドの変動幅の方が、市場の金利変動幅よりも大きいことが多いため、「カラ売り」によるヘッジはあまりおこなわない。

「カラ売り」を行なうクレジットロング戦略ではレバレッジをかけた運用が行なわれる

クレジットロング&ショート運用

クレジットスプレッドのある債券のうち、割安なロングポートフォリオに、割高な銘柄のショートを組合せる。但し、この場合のショートは債券の「カラ売り」ではなく、CDS(クレジットデフォルトスワップ)というデリバティブ商品を利用する。

CDSは、クレジットリスクの損害保険のような商品。

「信用リスクの売り手」は「信用リスクの買い手」に対し、年間0.2%といった保険料(手数料)を支払い、約束の期間中に特定の参照債務がデフォルトした場合、信用リスクの買い手が参照債務を額面で買い取る、という仕組み。

「信用リスクの売り手」=クレジットの悪化(クレジットスプレッドの拡大)が利益。

「信用リスクの買い手」=クレジットの好転(クレジットスプレッドの縮小)が利益。

CDSの取引においては、

「信用リスクの売り手」=「プロテクションの買い手」「信用リスクの買い手」=「プロテクションの売り手」と表現する。

従って、クレジットロング&ショート運用では、割安なクレジット債券の買いと割高なクレジットのプロテクションの買いとでポートフォリオを構成する。

最近はCDSの取引量が増加し流動性も増したことから、クレジットロングの対象としてCDSを利用するケースも見られるようになっているが、CDSと現物のクレジット債券とのリスクは同じではなく、CDSの時価変動幅もクレジット債券よりも大きくなる傾向があるので、ヘッジ目的以外の取り扱いには注意が必要。

バンクローン(レバレッジドローン)運用

バンクローン = レバレッジドローン = 優先担保付銀行貸出債権

主に、無格付け、もしくは低格付けの主体に対する銀行ローン。但し第一順位の担保を有しており、デフォルトしても、資産価値がゼロになることはほとんどない。

金利は、銀行取引金利(LIBOR)に2%から3%程度上乗せされた変動金利。

金利は3ヶ月または6ヶ月ごとに、その時のLIBOR金利を基準に見直されるため、市場金利の変動による価格変動は起きにくい。

バンクローンは米国だけで約1兆5千億ドル以上の市場規模があるといわれ、バンクローンを売買するための2次市場も存在する。

通常バンクローンは、100銘柄から200銘柄程度をポートフォリオとして運用される。

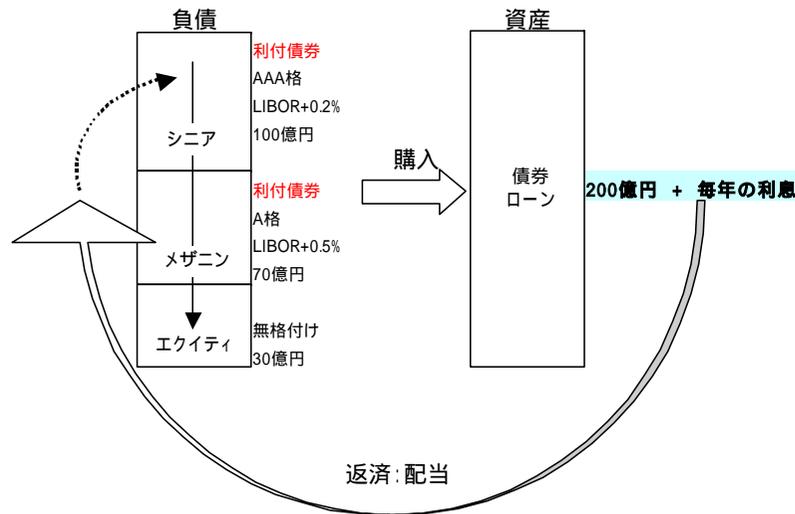
バンクローンは高金利の借り入れであること、LBOなど特定のイベントに必要な資金であるケースが多いことなどから、比較的早期返済されることが多い。従ってバンクローンのポートフォリオでは償還と新規購入とが繰り返されることになる。

クレジットスプレッドが拡大する局面は、既存のバンクローンの価格には悪影響となるが、新規に「組入れるローンのスプレッドも上昇するため、中期的にみれば時価に対する影響は少ない。

CDO(CBO:CLO)

COLLATERALIZED DEBT(BOND)(LOAN) OBLIGATION

社債やローンなどのポートフォリオのキャッシュフローを担保とした資産担保証券



CDOでは一定の利息と元本の返済を約束した債券部分と、債券部分の元利返済後の残余財産権を保有するエクイティ部分とに分割され、それぞれの投資家に販売される。

担保となる社債やローンなどの元本や利息は、シニアとメザニンの債券保有者への利息支払いと償還金の保全にあてられ、その後エクイティの投資家に配分される。

債券の保有者には、約束された利息と元本以外は一切配分されない。資産価値の上昇によるキャピタルゲインや、配当と支払い利息との差額は全てエクイティ投資家の権利となる

エクイティ投資家の視点からみると、シニアとメザニン投資家から借り入れた資金を利用して、自己資金の数倍の資産を保有しているということになる。

5. クレジット投資の特徴

- ◆ クレジット投資とは「確定しているリターン」に対する「実現可能性」の売買
- ◆ 最大利益は、約束された利払いと額面の返済。
最大損失は、投資元本の消滅。
と との距離感と、償還期限(額面が返済される日)との距離感
- ◆ 債券のアナリストは減点法・株式のアナリストは加点法
- ◆ デフォルトすることを前提にした投資。
銀行融資はデフォルトするかしないかを審査する。(点)
債券投資はデフォルトする確率の変化について予想する。(線)
- ◆ 格付けや業種などブロック単位で市場が変化する傾向が強い。業種分散が大切。
- ◆ クレジットの収益率は飛び地ができやすい。細かく稼いで大きく損する？
リスク管理、特に最大損失管理が非常に重要

6. 最近のクレジットを巡る話題

◆ LBOとクレジット市場

- LBO (Leveraged Buyout) とは、M&A (買収・合併) にかかる買収資金を、被買収側の資産を担保にして借り入れること。
被買収側に豊富な現金や、担保価値の高い不動産など優良資産がある場合は、LBOの対象となりやすい。
LBOにより、当該企業の資産が第三者の担保に供されてしまうことは、既存の債権者にとっては信用リスクの増大にあたるため、格下げやクレジットスプレッドの拡大を招く可能性がある。

◆ クレジットは縮みすぎたか？

- 好調な米国経済と、過剰流動性を背景に、米国のクレジットスプレッドが買われすぎているのではないかという懸念を表明する専門家は少なくない。
- 一昨年のGM・フォードショックで、一旦拡大を見せたクレジットだが、その後はGMショック以前の水準にまで縮小してしまっている。
- 特に最近急激に拡大したCDS取引が、投資家のレバレッジ比率を拡大させる傾向にあるとされている。
- 一方で、CDSの発展はクレジットポートフォリオのヘッジ機能を提供しており、クレジット市場は数年前に比べ格段に流動性や透明性を増していると指摘する専門家もいる。

