

野村証券

フィデューシャリー・マネジメント部

西内 翔

債券スマートベータ

スマートベータは株式運用を中心に多くの商品が登場しており、年金基金による採用事例も増加しています。一方、債券運用ではその動きはまだ限定的なようです。そこで、本稿ではスマートベータを「ファクター投資」のツールと位置付け、スマートベータによるアプローチに適したファクターの整理と、その利用方法について考えてみます。

スマートベータの普及の状況

年金運用において広がりを見せるスマートベータは、これまでのところ株式インデックスを中心に普及が進んでいます。トータルリスクを最小にするよう銘柄構成比率を決定する最小分散インデックスや、ボラティリティが低い銘柄を中心に構成する低ボラティリティ・インデックス、企業の財務指標を用いて構成比率を決定するファンダメンタル・インデックスやクオリティ・インデックスなど、様々なタイプのスマートベータが提案されています。GPIFが2014年4月に実施した国内株式のマネージャー・ストラクチャーの見直しで「スマートベータ型アクティブ運用」を導入するなど、採用する基金は増加傾向にあるようです。

一方債券については、GDP加重や財政健全度加重インデックスのような、債券市場の時価総額とは異なる指標で構成比率を決定する外国債券のスマートベータがいくつか提案されています。しかし、株式スマートベータと比べると選択肢はそれほど多くはありませんし、実際に導入している年

金基金も限定的なようです¹。GDP加重インデックスなどは国別構成比に焦点を当てて設計されたもので、後述するような「ファクター」の観点で設計されたスマートベータはまだ多くはないのが現状です。

スマートベータとファクター投資

株式スマートベータは、しばしばファクター投資と関連付けて議論されることがあります。これは、多くの株式スマートベータは、特定の「ファクター」に対して継続的にエクスポージャーを取るような設計になっているためです。株式運用においては、バリューやサイズ、モメンタム、低ボラティリティなどが超過リターンを生むファクターとして知られています。つまり、株式スマートベータは、これらのファクターへ継続的にエクスポージャーを取る設計となっており、年金基金が自らファクターへの配分調整を行う「ファクター投資」を実践するためのツールと見ることができます。

¹ 地方公務員共済組合連合会は2014年8月、外国債券アクティブ運用において野村RAFI外国債券運用基準インデックスをベンチマークとしたプロダクトを選定しました。

野村年金マネジメント研究会

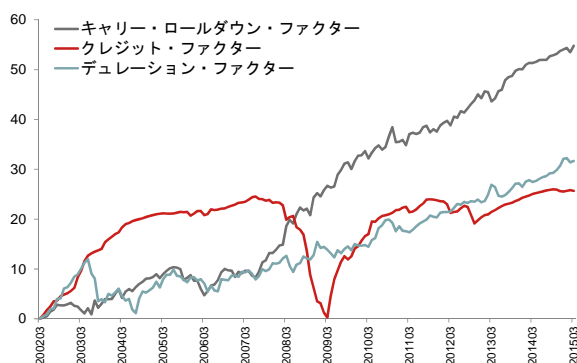
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

株式と同じように、債券スマートベータをファクター投資のツールと位置付けるためには、まずは債券運用におけるファクターを整理して、その特徴を理解する必要があります。そこで、以降では特に国内債券運用における主要なファクターをいくつか取り上げ、どのファクターがスマートベータのようなアプローチに適しているのか、そしてその利用方法について考えたいと思います。

債券運用におけるファクター

債券運用においては、一般にデュレーション(金利)とクレジット、キャリー・ロールダウンが主なリターンファクターとして挙げられます。図表1に、これら3つのファクターのリターン推移を示しました²。いずれのファクターも過去12年においてはプラスのリターンとなっていることが分かります。

図表1 ファクターリターンの推移(累積値)



(注)リスク調整後リターンの累積値
(出所)野村証券クオンツ・リサーチ部

デュレーション・ファクターは最も変動が小さく、リターンを積み上げているように見えます。このファクターはベンチマークよりデュレーションを長くすることで得られる超過リターンを意味します。従って、これまでのように、金利が一貫して低下傾向にある場合には有効ですが、金利上昇を想定

すると、エクスポージャーを取りにくいファクターかもしれません。

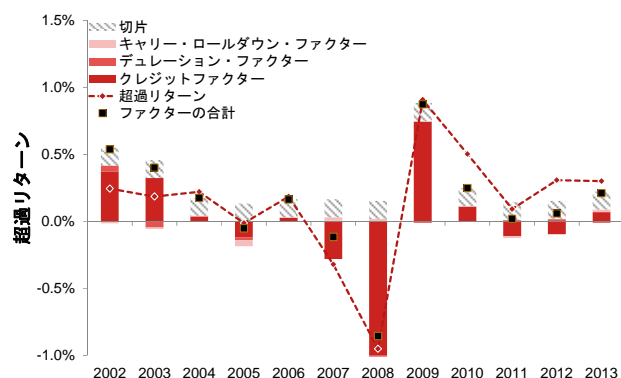
クレジットについては、ファクターリターンのボラティリティが非常に大きいことが特徴です。長期的には高い超過リターンが期待できるものの、安定性には欠け、リーマンショックのような金融危機が起きると、大幅にリターンがマイナスになる傾向があります。ボラティリティが高いことから、投資するタイミングによりパフォーマンスが大きく左右されるファクターと言えます。

キャリー・ロールダウンは、イールドカーブの形状に変化がないという前提のもとで、債券を一定の期間保有することで得られるインカムゲインとキャピタルゲインの総和です。このファクターは、リスク調整後の超過リターンが最も高く、その変動は安定的です。このファクターのリターンは、イールドカーブの形状に依存するため、平行な金利上昇局面においてはあまり影響を受けませんが、イールドカーブの形状が大きく変化する場合にはマイナスリターンになる可能性があります。

アクティブリターンの要因分解

図表2は、年金情報において四半期毎にリターンが公表されている信託合同口のうち、ベンチマ

図表2 アクティブリターンの要因分解



(出所)野村証券クオンツ・リサーチ部

² ファクターの組成方法等の詳細については、野村証券フィデューシャリー・リサーチNo.39をご覧ください

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

ークがNOMURA-BPI(総合)と考えられるアクティブファンドの平均超過リターンを、前述の3ファクターで要因分解した結果です。

アクティブ運用は全体的にクレジット・ファクターに強く影響されていることが分かります。デュレーションとキャリー・ロールダウンについては、はっきりとした傾向は見て取れません。これは、マネージャーによって金利やイールドカーブの形状に対する見通しがことなるため、平均的には個々の影響が相殺されていると推察されます。紙面の都合上、本稿では省略しますが、上記の分析を個々のアクティブファンドに適用してみても、やはり多くのアクティブファンドはクレジットに対して有意なエクスポージャーを取っていることが分かりますが、デュレーションやキャリー・ロールダウンに対してもエクスポージャーが有意と判定されるファンドは多くありませんでした。

債券スマートベータの利用方法

以上のファクター分析を踏まえると、国内債券運用においては、主に2つの債券スマートベータの利用方法が考えられます。1つは、アクティブマネージャーの代替としての利用方法です。アクティブファンドのリターン変動の大部分は、クレジット・ファクターで説明が可能であるため、クレジット

にエクスポージャーを取るスマートベータを採用することで、通常のアクティブ運用よりフィーを抑制することが期待できます。アクティブマネージャーの費用対効果に疑問を持っているような場合には、検討に値するでしょう。

もう1つは、十分にエクスポージャーを取れていないファクターに対する補完としての利用方法です。ファクター分析結果から、国内債券のアクティブファンドを複数採用すると、デュレーションとキャリー・ロールダウンに対するエクスポージャーが相対的に小さくなる傾向にあることが分かりました。デュレーションについては、一般にアクティブマネージャーは自らの金利見通しに基づいて動的に調整すると考えられるため、ポートフォリオ全体でエクスポージャーを一定に保つことは難しいかもしれません。ただし、キャリー・ロールダウンについては、ファクターリターンは非常に安定していながら、多くのマネージャーがエクスポージャーを取れていないことが分かりました。従って、このファクターに一定のエクスポージャーを継続的に取るスマートベータやアクティブファンドを採用することで、ポートフォリオに分散効果が働き、パフォーマンスの改善が期待できます。

最近になり、ファクターの観点で開発された債券スマートベータが徐々に登場してきています。このようなスマートベータの採用を検討する際は、本稿で示したようなファクター分析をベースとしたアプローチで、投資の位置付けを整理することが有用でしょう。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

10月13日(火)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会