

野村証券
 フィデューシャリー・マネジメント部
 高橋 克典

ヘッジコスト控除後の利回り・ロールダウン効果に着目した債券戦略

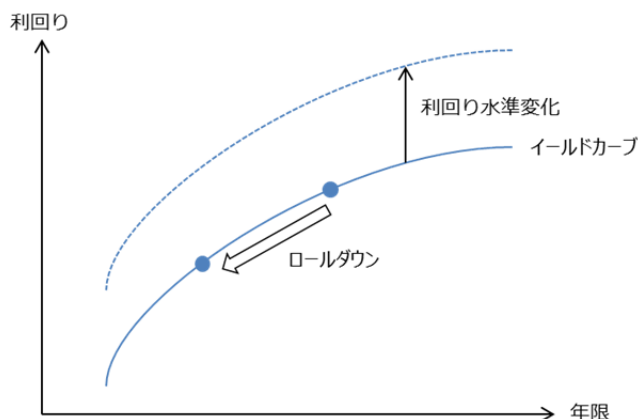
為替ヘッジ付グローバル債券の期待リターンは「利回り+ロールダウン-ヘッジコスト」で表すことができ、期待リターンが制約条件下で最大となるように国や年限を配分する債券キャリー戦略が近年注目されています。現在複数のファンドが提供されていますが、ファンドごとに運用プロセスやパフォーマンスの出方が異なります。本稿では戦略の概要に加え、パフォーマンス特徴や債券キャリー戦略に関する最近の動きについて解説します。

債券キャリー戦略とは

債券のスマートベータ戦略の一つとして、債券キャリー戦略が注目されています。為替ヘッジ付きグローバル債券の期待リターンは、「利回り+ロールダウン-為替ヘッジコスト」で表すことが出来、債券キャリー戦略は制約条件の下、ポートフォリオの期待リターンが最大となるように国や年限を配分する戦略を指します。ロールダウンとは図表1のように、イールドカーブが右肩上がり形状である場合に、残存が短くなることによる利回り変化から得られるリターンで、イールドカーブの勾配が急になるほどロールダウン効果は大きくなります。

FTSE世界国債指数などの時価総額加重型指数はデュレーションの長期化や、借入れの多い国や企業などの発行体に高いウェイトを置くといった問題点を抱えます。また時価総額加重型指数において高いウェイトを占める米国債は、イールドカーブのフラット化によりロールダウン効果が見込めず、またヘッジコストも高くなっているという背景もあり、ルールベースで期待リターンの高い国・年限を選択できる債券キャリー戦略に投

図表 1 ロールダウンと利回り水準変化



(出所) 野村証券フィデューシャリー研究センター

資を行う年金基金も多く見られます。

債券キャリー戦略ファンドの状況

債券キャリー戦略に関連したファンドは、近年では複数の運用機関で提供されています。それらのファンドは「期待リターンを最大化する」という基本コンセプトは共通していますが、投資対象国や銘柄、格付制限、最適化の手法、制約条件などの運用プロセスについては異なる点が多く存

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表 2 債券キャリア戦略ファンドの例とその特徴の違い

	目標デュレーション	目標リスク	格付制限	クレジットリスク抑制方法
ファンドA	-	4%程度	BBB格以上	アクティブジャッジ
ファンドB	-	3%程度	BBB格以上	アクティブジャッジ
ファンドC	5.5年程度	3.5%程度	A格以上	-
ファンドD	最長5年	-	AA格以上	-
ファンドE	5年程度が上限	TE3.0%以下	BBB格以上	CDSスプレッドの変動
ファンドF	WGBI除く日本の水準以下	-	BBB格以上	CDSスプレッドの変動
ファンドG	WGBI含む日本の水準以下	-	A-以上	CDSスプレッドの変動
ファンドH	6~9年程度	-	A格以上	-
ファンドI	5年程度	-	A格以上	CDSスプレッド
ファンドJ	なし	1.0~2.5%	BBB格以上	-
ファンドK	なし	3~5%	AA-格以上	-
ファンドL	現在6年前後	-	AA格以上	CDSスプレッドの変動
ファンドM	8~9年程度	-	AA-格以上	-

(出所) 運用機関資料等を用いて野村フィデューシャリー研究センター作成

在します。図表2において、リターンデータ等のファンドデータを取得できた債券キャリア戦略ファンドについて、デュレーションの目安、目標リスク、格付制限、クレジットリスク抑制手法といった項目の一部をまとめました。

図表2で示される通り、デュレーションや目標リスクや格付制限だけでもファンドによって様々であり、クレジットリスク抑制手法についても、アクティブジャッジするファンド、CDSスプレッドを使用するファンド、また格付制限のみとしているファンドなどが存在します。

図表3において、各ファンドの2016年度、2017年度、2018年度(12月まで)のリターンを示しています¹(図表2と図表3のファンド名は一致しています)。2016年度については金利が上昇局面でありFTSE世界国債指数はマイナスリターンで、債券キャリア戦略ファンドについても金利感応度が大きいファンドを中心に多くがマイナスリターンとなりました。2017年度については、FTSE世界

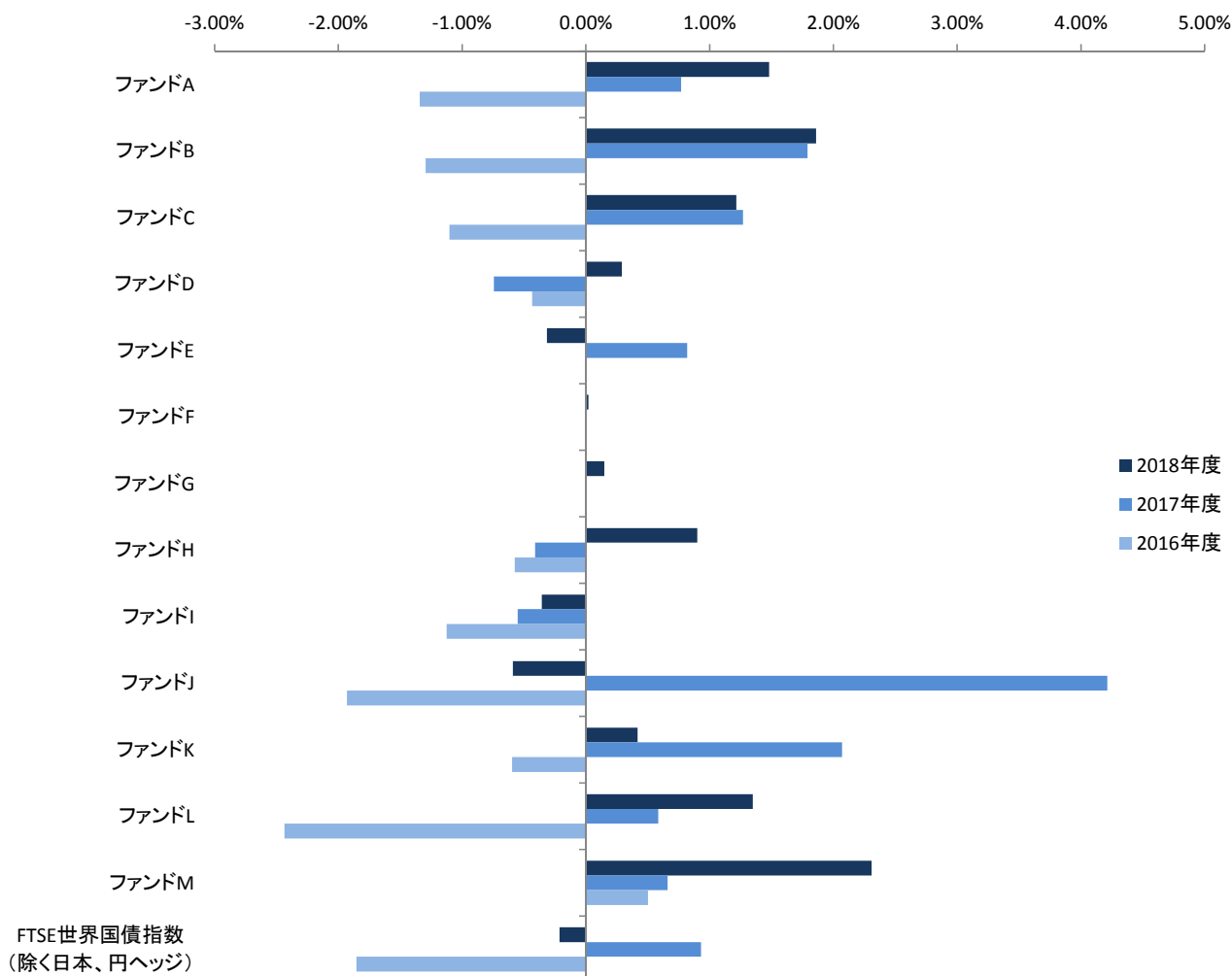
国債指数はプラスリターンとなった年度であり、債券キャリア戦略のうちいくつかはFTSE世界国債指数に対し超過リターンを得られています。この年度は米国債の金利は上昇していましたが、欧州の国債の一部は金利が低下もしくは僅かな上昇に留まり、かつロールダウン効果も比較的高かったため、そういった銘柄などにオーバーウェイトしていたファンドは超過リターンを得られたと考えられます。

2018年度についてはファンドによってリターンの水準がまちまちでした。特に投資対象がBBB格まで許容しているファンドの一部はFTSE世界国債指数と比較してもアンダーパフォームしています。2018年度の前半にBBB格のイタリア国債の利回りが大きく上昇(クレジットスプレッドが拡大)したため、保有していたファンドについてはパフォーマンスが劣化する要因となったことが考えられます。

このように債券キャリア戦略は金利感応度や国別ウェイト、また南欧の国債の組み入れなどによるクレジットリスクの度合いなど、ファンドによって異なることに留意が必要です。

¹ 多くの債券キャリアファンドのリターンが取得できた時期が2016年度以降であったため、2016年度からの期間とした。また各ファンドでデータが取得できない年度に関しては棒グラフの表示を行っていない。

図表3 債券キャリー戦略ファンドの年度毎パフォーマンス



(注) 2016年度～2018年度(2018年度は12月まで)

(出所) 運用機関資料等を用いて野村フィデューシャリー研究センター作成

債券キャリー戦略の最近の動き

以上のような債券キャリー戦略は前述のように、ある制約条件下で債券の期待リターンを最大化する運用手法であり、ルールベースでのポートフォリオ構築が可能です。そのため最近では、債券スマートベータ指数の一つとして債券キャリー戦略に関するインデックスの開発が進み、グローバル債券の「FTSE Nomura CaRD世界国債インデックス」が公開されました。このインデックスは、全体デュレーション及び国別金額デュレ-

ション²をFTSE世界国債指数と一致させて、「利回り+ロールダウンヘッジコスト」を最大化する手法により構成されるインデックスです。

こうした債券キャリー戦略のインデックスが公表され、それにトラックするパッシブファンドが運用機関等から提供されるようになれば、投資家にとって、既存のファンドに加え選択肢の幅が広がることになると考えられます。

² 国別デュレーションに国別ウェイトを掛けたもの。インデックス全体に対するその国へのデュレーション寄与度を表す。国別金額デュレーションの合計は全体デュレーションとなる。

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

3月11日(月)

発行予定です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

野村證券からのお知らせ

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、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。

野村證券株式会社

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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会の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:野村證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

発行:野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。