

債券投資の位置づけ再認識と書籍『債券運用と投資戦略(第5版)』

年金運用にとって債券運用は最も基本的かつ大変重要です。昨今、投資対象の多様化や運用環境の不透明感の高まりなどを受けて、改めて理解を深める機運が高まっています。本稿では、本日刊行『債券運用と投資戦略』(第5版、金融財政事情研究会、弊社編著、以下「本書」)をもとに、昨夏策定されたアセットオーナー・プリンシプルも念頭に、債券投資の役割や枠組みについて解説します。

金利水準の変化と国債の流動性

マイナス金利政策解除後、政策金利が段階的に引き上げられており、現状、金利上昇局面にあると言えます。直近、10年金利は1.5%を超え、40年金利は2.8%程度と過去最高水準になるなど、この10年で金利水準は大きく変化しました。

また、本書4章3節で触れている通り、この金融政策正常化過程において、国債の流動性も改善しつつあります。2013年に日本銀行が大量の国債買い入れを開始して以降、国債の流動性が低下し、その後、2018年まで国債売買高は減少傾向でした。2019年以降には、日銀による買入ペースが鈍化したことに伴い、国債売買高は再び増加傾向にあり、国債における流動性改善が伺えます。同時に認識しておきたいのが投資家層です。2023年度において債券売買高が最も大きかった投資家は外国人投資家であり、全体の29.6%を占めました。前版(第4版)で掲載した2015年度における外国人投資家の比率は13.4%でしたので、シェアが2倍以上となりました。このような参加プレーヤーの変化からは、ボラティリティの増大懸念も読み取れます。

債券投資の役割

今後の更なる金利上昇やボラティリティ増大が見込まれるといった、従前とは異なる環境下において、年金運用における債券投資の役割を改めて見直すことは重要です。3章1節では、債券投資の目的として次の4点を挙げています。

1. 収益の追求
2. 流動性の確保
3. 金利変動リスクのコントロール
4. その他(財務会計上の目標達成等)

いずれも年金運用においては有用な点です。年金ALM上、3.金利変動リスクのコントロールは国内債券が果たす役割として常に存在します。また、前述の通り、国債の流動性は改善しており、2.流動性の確保は債券の役割として再認識できる点です。そして何より、マイナス金利期と比較して金利水準が一定程度上昇した現状、今後の焦点となるのは、1.収益の追求でしょう。

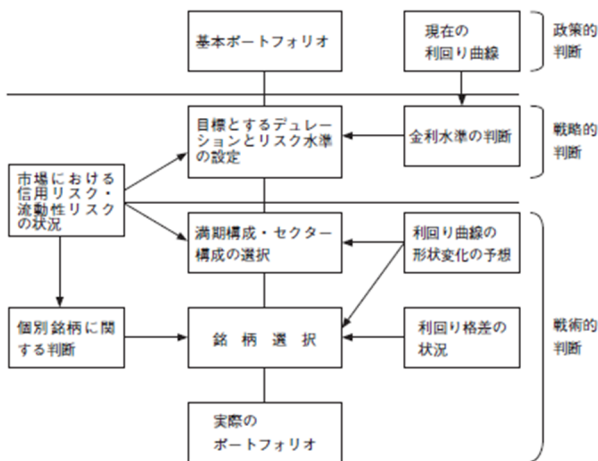
収益追求としての債券投資

3章1節をもとに金利予測や信用リスク分析によりリターンを高めることを目標とする積極的運

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

用について考えてみましょう。図表1では、その枠組みとして、現在の利回り曲線や今後の金利水準見通し、利回り曲線の形状変化等がそれぞれの段階で重視して考慮されるかの基本観を整理しています。金利水準自体が上昇している過程においては、中長期的な水準の不透明さから政策的判断として基本ポートフォリオを見直すことは困難です。一方で、政策金利予想等に基づく短期的な利回り曲線の形状変化予測のもと、戦術的判断は見直したい観点といえるでしょう。

図表1 債券の積極的戦略の枠組み



(出所) NFRC 作成

アセットオーナー・プリンシプル策定に伴って

この戦術的判断、ひいては投資対象選定に関しては、昨夏に策定されたアセットオーナー・プリンシプルでも言及されています¹。補充原則3-4では、運用委託先の選定における考え方やリスク管理手法等総合的な評価の必要性を述べています。また、補充原則3-5では、運用委託先や運用方法の定期的評価・見直しが掲げられています。そこでは、自身の運用目的・目標・方針に沿っているか照らし合わせるが必要と記述されています。補充原則3-4での選定も、補充原則

¹ 詳細は、野村年金ニュース解説 No.945「アセットオーナー・プリンシプルと大手共済の新たな取り組み」をご参照下さい。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、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。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

3-5での評価であっても、評価は再選定と捉えれば、基本的な観点・プロセスは共通です。次では、運用委託先の選定・評価を行う上での論点を確認します。

委託先の選定・評価にあたって

3章5節では、債券運用評価における論点を定性・定量の両観点でまとめています。まず、定性評価においては、①目標設定、②運用に対する考え方、③収益源泉、④プロセス、⑤体制、⑥投資対象の決定という、委託運用先を選定・評価する上での一連の流れが説明されています。

②運用に対する考え方では、その運用手法がなぜ付加価値をあげることが出来るのかという、ある面では市場の非効率性に関する考え方が根底にあること述べています。これは、先の補充原則3-5でも挙げられていた観点を鑑みても、委託先を選定・評価する上でまず確認しておきたいポイントといえるでしょう。

そして、③収益源泉においては、デュレーション・イールドカーブ・種別によるスイッチ・個別銘柄選択といった代表的な手法を紹介しています。それぞれの戦略において、どのようなスキルセットが求められるかを具体的に説明しています。デュレーションであればマクロ、イールドカーブであれば規制等に伴う相対的な需給動向の違い、といったように同じ金利に着目しても求める情報・スキルが異なることが分かります。

一定程度金利水準が上昇したものの、更なる国内金利上昇も想定されるなか、改めて国内債運用における収益源泉をどこに見込むか。前述のような運用評価プロセスをpushした上で、自身が望む考え方・手法が反映されているか委託先選定・評価を再確認することが望ましいでしょう。

金利上昇局面下におけるリスク管理

さて、定性評価を具現化するための定量的な指標も重要です。定量的尺度として、大きく収益

性指標とリスク指標があります。外国人投資家の割合も増えるなか、ボラティルな局面での収益追求において、十分に配慮したいのがリスク管理です。更なる金利上昇が見込まれる環境下では、パフォーマンス特性分析は特に確認したいポイントです。具体的には、最大ドローダウン(過去の最大下落率)や局面分析、ダウサイド・キャプチャー・レシオ(市場下落局面において、市場対比でどの程度パフォーマンス低下を抑制できたかを表す指標)といった指標の活用です。ファンド選定にあたっては、過去の金利上昇局面においてどのようなパフォーマンスを得てきたかは今後の想定される損失額を推計する上では注意深く確認しておきたい点です。

他金融機関でのリスク管理と投資対象多様化

この他にも、現在のポジションが許容可能なリスク量かを見積もる際には、ストレステストも有効です。これは他の投資家も同様であり、3章4節で述べる通り、年金に並ぶ債券保有主体である銀行や生保では、それぞれに課される規制上指定された手法があります。銀行・生保ともに①上方パラレルシフト、②下方パラレルシフト、③ステップ化、④フラット化の4シナリオは共通で指定されています。①、③、④は特に確認したい値であり、他資産との相関や負債との対比でも認識しておく必要がある数値といえます。

また、リバース・ストレス・テスト(避けなければならない損失等の限界からそれが実現するであろう市場シナリオを特定する方法)についても金利上昇が年金財政に与える影響をみる上では重要な観点です。

なお、銀行での投資対象の多様化例として、金利スワップやベアファンド投資や伝統的資産との低相関が見込めるプライベート資産への投資が挙げられています。これらの投資は年金運用でも既に採用されていますが、この他にも銀行ではルールベースでデリバティブを活用したQIS

(定量的投資戦略)も拡大しています。デリバティブを直接利用することは年金運用ではハードルが高いと考えられますが、考え方や商品形態によっては年金運用での活用も期待できます。

債券投資を見直すにあたって

本稿では、マイナス金利政策解除後の不透明な市場環境における債券投資の見直しについて、本書を用いて解説しました。本稿で紹介した債券の積極的運用の枠組みは1981年刊行の初版から掲載されています。40年以上前の当時はもちろん、現在でも、債券運用を体系的に行う上での土台として、その枠組みは有用です。投資の枠組みや採用している投資の考え方・収益源泉を極力明確化することは、アセットオーナー・プリンシプルで述べられている「コンプライ・オア・エクスプレイン」の意味でも重要と言えるでしょう。

このような基本的な考え方がある一方で、規制や市場環境、投資・リスク管理手法、主要な投資家層といった債券運用を取り巻く環境は時々刻々と変化しています。そして、その環境に応じて、その枠組みを具現化する手法も改良されていきます。本書では、改訂を繰り返す中で、そのような時流を意識したアップデートも行っています。土台となる債券運用において、その考え方を再認識し、現行の手法を幅広く確認し、そして必要に応じて採用することが安定した年金運用に繋がると考えます。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、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。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《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。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com