日本の年金運用を熟知した野村アセットが世に問う
最新のコア債券ソリューション
「世界国債ファクター・プレミアム戦略」

オル・イン VOL.46 WINTER 2017
(一部抜粋)

野村アセットマネジメント

禁無断転載

野村アセットマネジメント

日本の年金運用を熟知した野村アセットが世に問う 最新のコア債券ソリューション 「世界国債ファクター・プレミアム戦略」

債券運用は課題山積で打つ手がない状況に

「債券運用は実に多くの課題に直面していると思います」と話すのは、野村アセットマネジメント（以下、野村アセット）運用部 ソリューション担当 Co-CIO、川原淳次氏だ。

債券ベンチマークが構造的に抱えている問題を、彼はことに重視する。例えば時価総額加重方式が債務国偏重につながること。これに対処するためにGDP や財務の健全性に注目する指数も開発されてはいるが、構成国のウェイトが変わるだけで全体的な解決にはほど遠いという。

運用部 ソリューション担当 Co-CIO
川原 淳次氏

「さらに重要なのは、超低金利下、少しでも金利の高いところへと向かう調達サイドの意識がデュレーションの長期化をもたらし、それによってベンチマークに内在する金利上昇リスクがどんどん膨らんでしまうことです。公的・私的年金の皆さんにとって、これらは安易に見過ごせることではありません。ベンチマーク運用を続けるほど意図せざるリスクを抱えることになるわけですから」（川原氏）。

ともあれ現状、債券の代わりに「債券」の役割を担える運用手段は限られる。年金ポートフォリオの中核をなす国内債券を代替しうるそれは、ことに乏しい。投資家の一部は為替ヘッジ付きの先進国国債に投資しているが、欧州に象徴される多くの国がマイナス金利に沈む中、当然のこと利回りは望む水準を下回る。

米国の利上げにともなうヘッジコスト上昇懸念も看過できない。一方に社債を組み入れたり、オルタナティブ資産の比率を増やしたりといった動きもあるが、それらはあくまでも「サテライト」としての方策だ。ポートフォリオの「コア」に据える資産には相応の安定感と堅実性が求められる。

国内年金の課題を熟知した野村アセットならではの新提案

「『円債投資は、もう続けたくない』とおっしゃるお客様の切実な声をうかがったのは、約２年前のこと。国内債券代替商品の決定版を開発するためのプロジェクトが動きはじめたのは、思えばそれがきっかけでした」（川原氏）。

以来、超低金利に悩まされ、ベンチマーク運用への疑問を抱く顧客の気持ちを汲み、単に先進国国債をヘッジした投資資産ではなく、あくまでNOMURA-BPI をベンチマークにした国内債券の代替戦略として活用できる商品の開発を追求。結果として完成した「世界国債ファクター・プレミアム戦略」は、日本の年金運用を熟知する野村アセットが債券運用の今日的課題に正面から向き合い、そして導き出した一つの答え、債券スマートベータにほかならない。

川原氏が Co-CIO を担当しているソリューショングループで、この戦略の開発に中心メンバーとして関わった、同社運用部の中村千草氏は、戦略のコンセプトを次のように語る。

「非時価総額加重型でロングオンリーのルールベース運用であることが大前提。その上で年金運用のニーズにかなう円債代替商品を実現するための工夫を、随所に散りばめました。全体像を一言で表現するなら、債券のファクターとしてもっとも投資効率の良い長短金利差に選択的にベットすると同時に、集中することによるリスクを抑え、ヘッジコスト控除後にリターンをしっかり残すことを目指したプロダクト、ということになります。あえて金利リスクのみに着目したのは、株式など他の資産クラスとのリスク分散を考慮してのことです」。

ちなみに過去、債券ファクターで最も投資効率が良かったのは長期金利だが、これは数十年にわたって金利が下がり続けてきたため。限界的に下げた現在となっては、長期金利は「金利上昇リスクの固まり」でしかない。一方、クレジット、エマージングなどは利回りこそ高いが違うリスクを内包してくる。その点、「期間ファクター」とも言い換えられる長短金利差にベットすることは、実質的に為替ヘッジコストがあらかじめ織り込まれるという意味でも至極合理的なのだ。

ソブリンリスクを機動的に抑制するクレジットリスク管理も徹底

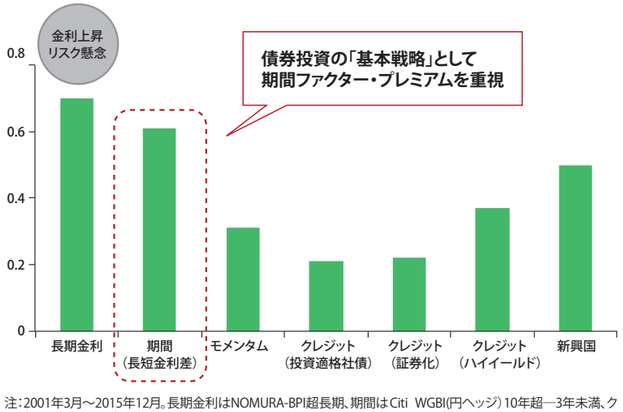
さらに戦略の特長を見ていこう。まず高い流動性と投資対象の高格付けは、コア資産として当然だろう。一般的な外債ベンチマークであるシティ世界国債インデックス（以下、WGBI）が採用する 23 カ国の国債をターゲットとしながら、格付けがＡ格未満の銘柄は排除する。これは、格付けに関してよりハードルの高い NOMURA-BPI の基準（A 格以上。WGBI は BBB 格以上）を踏襲することで、国内債券投資に準ずる低リスク運用を実現するためだ。あわせてソブリン CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のスプレッドを活用してソブリン・クレジットリスクを考慮するのも大きなポ

運用部 ソリューショングループ
アシスタント・ポートフォリオマネージャー
中村 千草氏

【図１】期間ファクター（長短金利差）に着目する理由

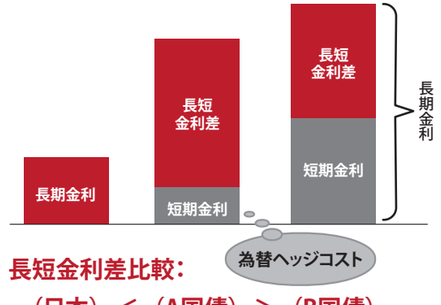
為替ヘッジ後のファクター投資効率性とリターン期待のため、**期間ファクター（長短金利差）**に着目

①債券ファクター別の投資効率性（リターン÷リスク）を比較



②為替ヘッジ後のリターンを比較

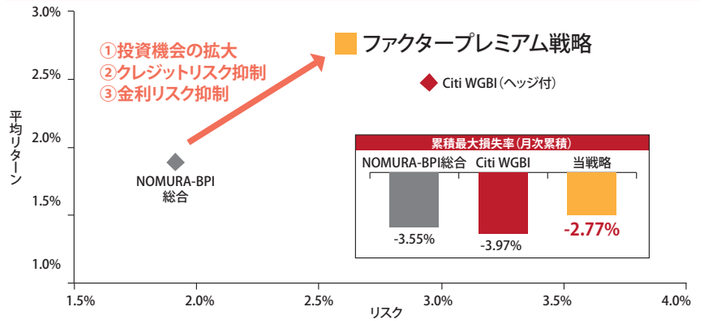
長期金利比較（例）：
（日本） ＜ （A国債） ＜ （B国債）



長短金利差比較：
（日本） ＜ （A国債） ＞ （B国債）

注：2001年3月～2015年12月。長期金利はNOMURA-BPI超長期、期間はCiti WGBI(円ヘッジ)10年超―3年未満、クレジット、新興国は各種指数を使用。モメンタムは、主要19か国の1年リターン（直近2カ月ラグ）と翌月のリターンを回帰して推定したファクターリターン。(出所)Bloomberg, Barclaysより野村アセットマネジメント作成

【図2】リスク・リターン特性



注：2000年12月～2017年9月、年率換算。取引コスト控除後。運用報酬控除前。2016年6月まではシミュレーション、2016年7月以降は実績（概算）。上記グラフは過去数値であり、将来のパフォーマンスを予想あるいは示唆するものではありません。
（出所）Citi Yieldbook、Bloomberg等より野村アセットマネジメント作成

イントだ。

23カ国の国債の中から選ぶ投資銘柄は、マイナス金利国を除く長短金利差の上位8カ国。高金利国への集中を避け、投資銘柄を増やすほどリスクは抑制され、利回りの低下を招くことになるが、ロールダウン効果の最大化を図ることでリターンの上乗せを狙う。国内債券代替として適正なリスク水準を想定している。

ここで注目したいのは、選択の際、長短金利差からソブリンCDSのスプレッドを差し引いた数値でランク付けすることだ。これは各国の信用リスクの変化を機動的にフォローするためだという。

「例えば2010年の欧州債務危機のとき、単に長短金利差だけで選んでいたら、上位はアイルランド、スペイン、ギリシャ、ポルトガルといった財務状況が危うい国ばかりになるところでした。CDSのスプレッドには市場が判断するクレジットリスクがリアルタイムで反映されますから、これを差し引くことで的確な銘柄選択が可能になるのです。同様に実質的な信用力の変化に後れをとる格付けの変更についても、CDSスプレッドをチェックすることでスピーディに織り込むことができます」（中村氏）。

こうして選んだ8カ国に対して等金額（年限ラダー）投資を行うのは、選別リスクを回避し金利リスクを一定の条件で管理するため。もっとも、等金額はあくまで原則であり、パフォーマンス向上のために少々「工夫」を施す。

「イールドカーブは国によって少しずつ違います。これをチェックしてカーブが立っているところ、すなわちロールダウン効果が大きいところを多めに買ってリターンの底上げを図るのです。デュレーションは、ポートフォリオ平均で一定になるように調整します」と中村氏は補足する。

ただし市場が混乱したとき、金利が上昇したときなど、「荒天時」には「雨宿り」するのを忘れない。一時的にポートフォリオのデュレーションを短期化させ金利リスクを抑制し、「雨雲」が去ったと見たら元に戻すのである。

ファンドの設定は2016年6月。それ以前のデータはシミュレーションながら、リターンではWGBIとNOMURA-BPIを上回る。また、リスク水準は前者を下回り、後者をやや上回る。コア代替にふさわしいパフォーマンス特性が見て取れる（図2）。

何より目を引くのは累積最大損失率の低さである。NOMURA-BPI総合は－3.55%、WGBIは－3.97%なのに対し、本戦略は－2.77%にとどまる。このダウンサイドへの抵抗力もまた、コア資産にふさわしい特性だろう。

「2016年11月の“トランプショック”発生時には、デュレーションの短期化を実行してダウンサイドを抑えることに成功しました。その後、17年3月末には正常化させましたが、8月にまた短期化を実行。直近、NOMURA-BPIとWGBIが大きく下げる中、本戦略が最小限の損失で済んでいるのは、それが奏功してのことです」（中村氏）。

直近（17年10月末時点）のポートフォリオ構成は、アメリカ（12%）、カナダ（12%）、オーストラリア（12%）など、全部で11カ国。WGBIのそれはアメリカ（34.4%）の比率が突出しているのとは対照的に、ほどよい分散がなされていることがわかる。

円債運用の課題を直視し原点回帰で解決に挑む

円債代替戦略は各社が数多く提案しているが、純粋な金利商品での代替という大問題に向けたソリューションは数少ない。そんな中、日本の年金運用を知り尽くした野村アセットが満を持して「和製円債代替戦略」を世に問うことの意義は、むろん大きい。投資家が関心を寄せているのも当然だろう。年金基金の運用担当者からの問い合わせは多く、ラップ口座の顧客も興味を示しているという。

「特にご評価をいただいているのは、ダウンサイドに強いところです。デュレーションを短くとっているので、仮にこの環境で金利が下がるとリターンはベンチマークに負けることになりますが、それでもダウンサイドを抑えてもらったほうがありがたいというお言葉をしばしば頂戴します」と、川原氏は顧客からの反響に確かな手ごたえを感じているという。

ヘッジ付き外債やクレジット、オルタナティブ資産などによる円債代替策を講じてきた年金にとっては、円債の課題解決という原点回帰のシンプルな戦略として検討しやすいはず。一方、ここにきて国内債券の問題解決に本格的に乗り出した年金には、まさに渡りに船だろう。クレジットなどほかの資産クラスに寄り道することなく、債券ベンチマークの問題をストレートに解決できるソリューションだからだ。

本戦略の開発は、既存のアクティブ運用を担う債券運用グループと川原氏の率いるソリューショングループが連携して手がけた。当初は各部署が横断的に参加し、定期的に開催するプロジェクトチームを中心に議論を重ね、その後は顧客の意見も採り入れながら戦略に落とし込んでいったという。

「ソリューショングループは債券担当とアセットアロケーション担当の2チームから成る発足してまだ3年経っていない新しい部署です。スマートベータに代表されるルールベースの運用手法を中心に担っています。特徴的なのは、お客様とディスカッションしながら商品を作っていくこと。一般のアクティブ運用の場合は、こちらが良いと思ったものをお出しするイメージが強いですが、私たちはお客様との対話から出発します」（中村氏）。

今後は個々のニーズとリスク特性に合わせてリスクプレミアムを取っていくような柔軟なソリューションを提供していきたいと、中村氏は意気込む。それぞれが多様な事情とニーズを抱える国内の年金基金にとって、野村アセットはことのほか頼もしいサポーターといえるだろう。 AD

I. 当商品を取り扱う金融商品取引業者
商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第373号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会
連絡先：野村アセットマネジメント株式会社　投資顧問企画部　TEL:(03)3241-9858
2. 商品に係る費用（手数料等）
・投資顧問業務の対価として、一般に、平均時価資産残高に対して最大30bp（残高に対する逓減料率・税抜き）の投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。
・投資顧問報酬とは別に、有価証券売買委託手数料や、有価証券の保管等に係る諸費用が費用として発生し、契約資産から控除されます。これらの費用は運用状況により変動するため事前に料率・上限額等を表示することができません。
・投資一任契約内で、弊社の投資判断として当商品の投資信託を購入する場合があり、購入ファンドの種類に応じて投資信託の委託会社として最大10bp（残高に対して一律・税抜き）、及び販売会社・管理会社の費用として最大3.5bp（残高に対して一律・税抜き）が発生致します。また、投資信託の換金に際し、最大7bpの信託財産留保額がかかる場合があります。
・この場合、運用報酬の重複を防ぐために投資顧問報酬の調整を行います。調整の計算方法は個別の契約で別途定めますが、上記投資顧問報酬金額から当該投信に係る運用報酬額を控除したものをお客様の投資顧問報酬と致します。また販売会社・管理会社等への管理報酬等は投信内でご負担いただきます（お客様から直接いただく形式ではございません）。
3. 当商品の投資リスク
お客様のために行う金融商品取引行為については、株式、新株予約権付社債、公社債等に投資します（投資信託・リミテッドパートナーシップを通じて投資する場合を含みます）ので、国内外の経済・政治情勢、金利変動、発行体の業績や財務状況の変化等の影響により、投資する株式、通貨等の価格が下落し、損失が生ずるおそれがあります。また、当商品ではデリバティブ取引を使用することがあります。同取引は証拠金の金額以上のレバレッジを活用して行なうことから、原資産となる有価証券や指数等の変動によって価格も変動し、差し入れた証拠金を上回る損失が生じる可能性があります。またこのレバレッジの比率は投資方針や国内外の市場環境の変化等により、随時変えていきますので事前に表示することができません。証拠金はデリバティブ取引を行なう期間、発注先証券会社の計算に基づき当社が妥当であると判断した金額を契約資産から預託いたします。
4. 指数に関するお知らせ
・NOMURA-BPI：対象指数は野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権その他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しております。また、野村證券株式会社は、当該指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、ファンド又は口座の運用成果等に関して一切責任を負うものではありません。
・シティ世界国債インデックス：シティ世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCの知的財産であり、指数の算出、数値の公表、利用など指数に関するすべての権利は、FTSE Fixed Income LLCが有しています。

野村アセットマネジメント

野村アセットマネジメント

野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 373 号
加入協会：一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会