

## (年金運用)：国内債券ベンチマークを考える

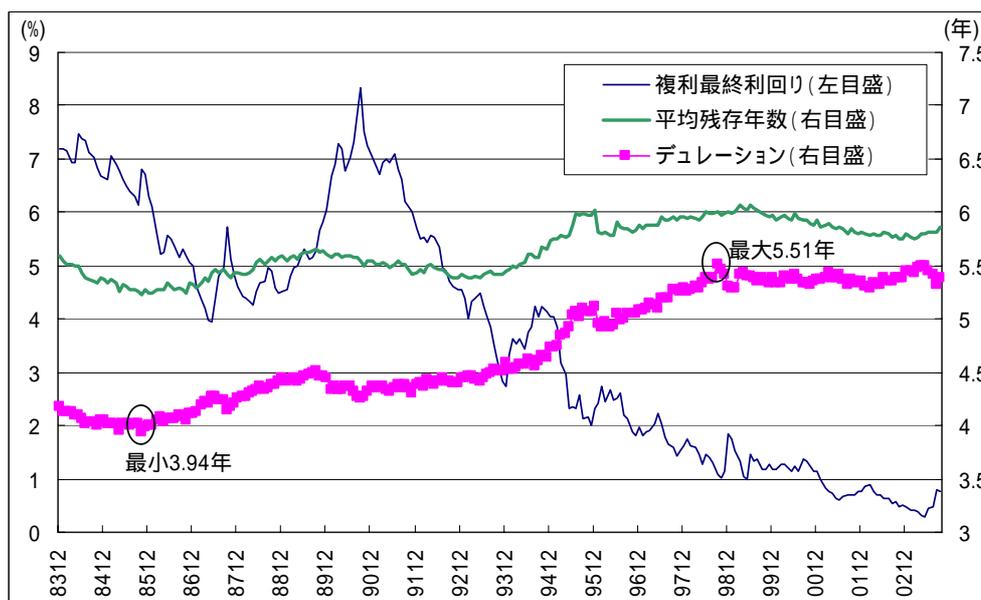
政策アセットミックスを決定する際には、各資産クラスのリスク・リターン特性を表現する「ベンチマーク」が設定されるが、それには各資産クラスを包括する市場インデックスが用いられることが多い。ただし、国内債券については、市場インデックス固有の問題及び年金 ALM の観点から、カスタマイズド・インデックスの導入も選択肢の1つになるだろう。

国内債券のベンチマークとして、多くの年金基金で、市場に現存する債券の大半を組入れた「NOMURA-BPI 総合」が使用されている。しかし、構成銘柄の入替が多いこと、年金基金の時価評価基準である公社債店頭売買参考統計値(日本証券業協会公表)とインデックス採用時価(野村證券の評価・算定時価)の違い、低流動性銘柄の存在(インデックスは残存額面10億円以上が対象)、などの問題点が指摘されている。

中でも、インデックスの銘柄入れ替えが頻繁に生じるために、インデックス自体のリスク・リターン特性が不安定で変化し続ける、いわゆる「ムービング・ターゲットの問題」は無視できない。

例えば、債券の最大リスク・ファクターであるデュレーションは、過去、大きく変化(最小3.94年 - 85年10月、最大5.51年 - 98年9月)してきた(図表1)。現在のインデックスのリスクは、80年代の「約1.2~1.4倍」相当に達している。こうしたデュレーション変化の背景として、金利水準の変化はもちろんだが、残存年数構成の変化及び種別構成の変化といった、発行体(資金調達者)の起債行動の影響を強く受けている点も見逃せない。

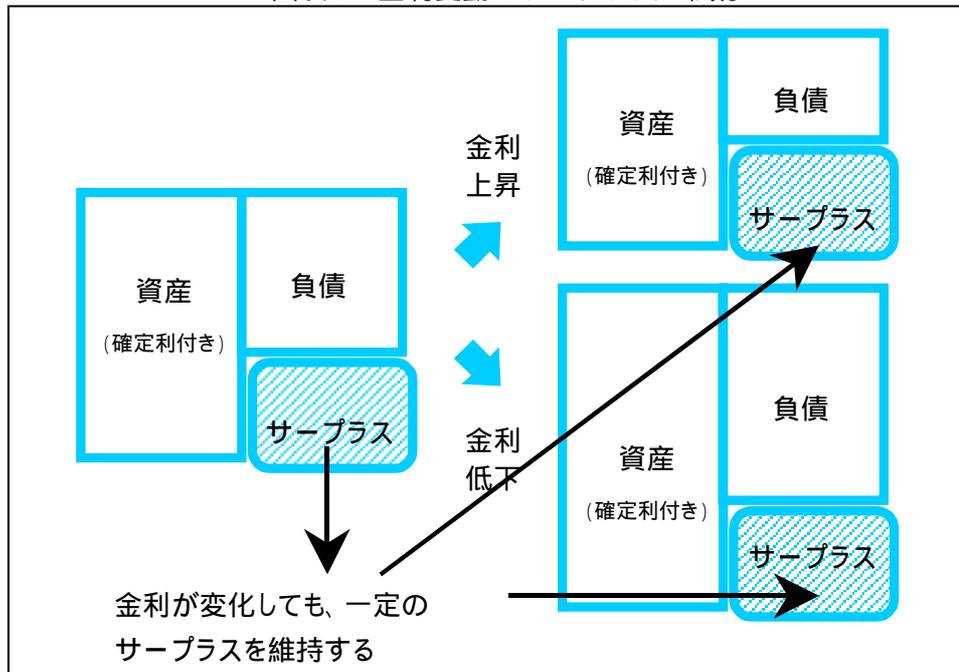
図表1 NOMURA-BPI 総合のデュレーション推移



(データ出所) 野村證券

次に、年金 ALM の観点から、国内債券ベンチマークを考えてみよう。サープラス・フレームワーク（バランスシート型年金 ALM）では、資産と負債の双方を時価評価し、その差額であるサープラスとそのリスク（サープラスの変動）に着目する。このフレームワークの下では、金利が上昇して負債が減った場合は資産も同程度減る、金利が低下して負債が増えた場合は資産も同程度増える、という状態を作り出すことによって、一定のサープラスを確保することが目標になる（図表 2）。

図表 2 金利変動とサープラスの関係



つまり、年金資産と年金負債のデュレーション（金利変化に対する感応度）をマッチングさせてサープラス・リスクを回避できるようにするために、国内債券ベンチマークは、年金負債に見合った長期のデュレーションを持つインデックスが望ましいことになる。

ところが、NOMURA - BPI 総合のデュレーションは 5.38 年（2003 年 9 月末時点）と、年金負債のデュレーションより通常短いため、このフレームワークに合致しない。しかも、年金基金によって負債構造が異なるのだから、本来的には、NOMURA - BPI 総合のような市場インデックスを皆が画一的に選択する結果にならないはずであろう。

以上、国内債券ベンチマークの設定にあたっては、市場インデックス（並びにその一部を構成するサブ・インデックス）の特性を検討し、メリット及びデメリットを把握した上で、個々の年金基金にできるだけ相応しいものを選択することが重要である。そこで、先進的な年金基金においては、相応のコスト負担が新たに発生するが、自身の負債構造に合わせたカスタマイズド・インデックスの本格導入も選択肢の 1 つになるだろう。

（佐々木 進）