

債券ベンチマーク・インデックスの選択

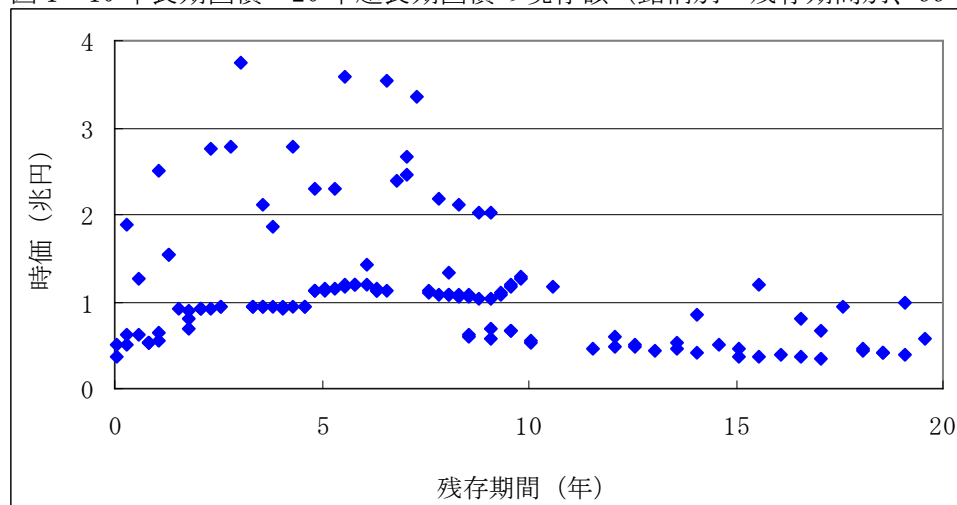
債券ベンチマークとしては、通常、市場参加者の平均的なポートフォリオを表す、投資可能な公募利付債を組み入れたインデックス（例えば、「NOMURA-BPI 総合」）が選択される。しかし、年金債務や運用機関の特性に応じて、独自にインデックスを構築する考え方もある。そこで、債券ベンチマークの決定方法につき、整理してみたい。

政策アセット・アロケーションを構築する際、債券ベンチマークとして「NOMURA-BPI 総合」が広く用いられている。このインデックスのデュレーション（金利変化に対する価格感応度）は5年強なので、年金債務のデュレーション（通常、10年以上）を考えると、金利リスクをかなり負っていることになる。

金利リスクを回避する、デュレーション・マッチングの観点からは、年金資産サイドで、より長期のデュレーションをもつ債券インデックスを選択するのが望ましい。（もともと、将来のインフレ率や、死亡率、脱退率によっても、年金債務が変化するため、デュレーションを一致させても、リスクが完全になくなるわけではない。）

しかし、99年度に30年超長期国債の発行が予定されているものの、現時点で残存期間（及びデュレーション）が長い債券は、現存額が少なく、相対的に流動性も低い（図1）。そこで、より長期のデュレーションをもつカスタム・インデックスを独自に構築、採用する動きが、わが国でも一部に見られるが、①各基金の年金債務にマッチしているのか、さらに、②マーケット・インパクト等の取引コスト、③新インデックス採用に伴う事務管理コスト、といった点を十分に考慮して、対応する必要があるだろう。

図1 10年長期国債・20年超長期国債の現存額（銘柄別・残存期間別、99年2月末）

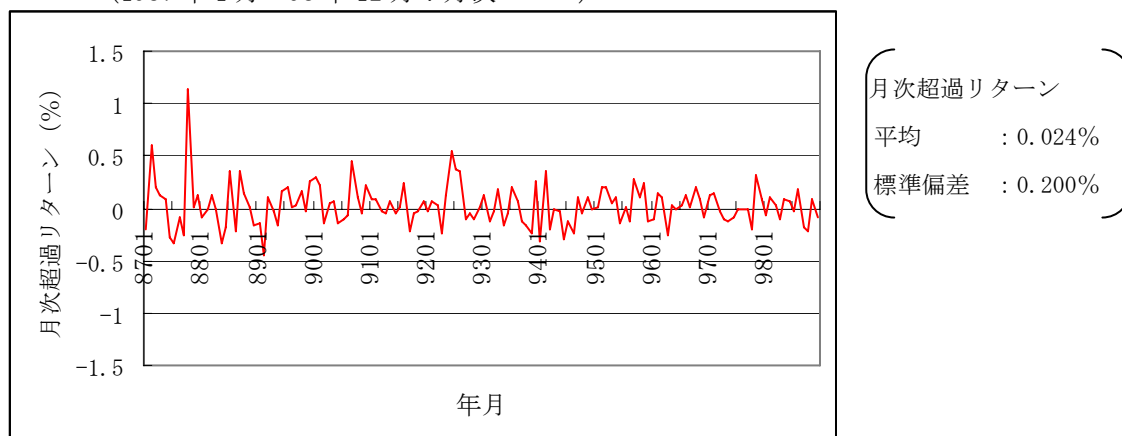


(注) 価格は、日本証券業協会の店頭基準気配値を使用。時価は経過利息を含む。

そこで、次に、「NOMURA-BPI 総合」をベンチマークに採用している基金の、債券運用を考えてみよう。現在、複数の運用機関に委託する場合、流動性の高い国債を中心に運用しているにも関わらず、国債以外の債券のウェイトが 39.2%（額面構成比、99 年 2 月末時点）もある「NOMURA-BPI 総合」を、そのまま運用ベンチマークに採用しているケースが多い。

たしかに、国債のみを投資対象として、インデックス運用を行う場合には、ある程度、ベンチマークにトラッキングが可能なことが分かる（図 2）。

図 2 「NOMURA-BPI 総合」インデックス・ファンドの月次超過リターンの推移
（1987 年 1 月～98 年 12 月：月次ベース）



（注）月次超過リターンの標準偏差（＝トラッキング・エラー）の値が小さいほど、一般に、トラッキングが優れていると言える。バックテストにあたり、投資対象は、10 年長期国債と 20 年超長期国債、設定金額は 50 億円とした。また、ポートフォリオの構築は、①複利利回り最大化、②デュレーションはインデックスと一致、③リバランスは 3 ヶ月毎、などを条件とした。

しかし、国債のみに投資するアクティブ運用を委託する場合には、ミスフィット部分（国債以外の流動性の低い債券）に起因するベンチマークの変化に対して、意図せざるリスクを、運用機関にとらせてしまう可能性がある。そこで、アクティブ運用の超過リターンを要因分解するなどによって、正確にリスク管理を行うことが求められよう。

たとえば、運用機関には、運用ベンチマークとして国債インデックスを付与し、残りのミスフィット部分は、「バイ・アンド・ホールドを基本とした」自家運用（もしくは、他の運用機関）で補完するなどの方法も、選択肢の一つであろう。

以上のように、債券ベンチマークの決定には、①政策アセット・アロケーションの構築時、②運用機関に委託時、という 2 つの段階がある。そして、基金が、既存インデックス、あるいはカスタム・インデックスのどちら（もしくは両方）を選択するかは、債券市場動向だけでなく、基金自身の投資政策やリスク管理能力も考慮して決めるべきであろう。