

(年金運用)：NOMURA-BPI 総合は年金にとって適切なインデックスなのか

株式や外債においては、時価加重平均型インデックスに対する批判が強くなっている。スマートベータの流行も、単に有効なアクティブ運用が見出せないために、代替的な投資手段として注目が集まっているだけではない。マイナス金利下で国内債券投資の難易度が高まっており、将来を意識してより適切な国内債券運用のあり方を考えるべきではなかろうか。

株式や外国債券の世界においては、時価加重平均型インデックスに対する批判が強くなっている。株高などから利回りが確保できている状況では声が小さくなる傾向にあるものの、根本的には、大型株の動向にインデックスの動きが左右されることや、大きな債務を有する債務者の発行する債券ウェイトが大きくなることなど、時価加重平均インデックスに課題があるの是一目瞭然である。それと同時に、不必要に多数の銘柄をユニバースとするインデックスが不適切なことは言うまでもないだろう。東京証券取引所第一部上場等一定の基準を満たすインデックスについては、それが市場の実勢であるというファンタジーを伴っている。外国債券や外国株式のインデックスにおいて、特定のプロバイダーが銘柄数を絞ったインデックスを採用しているのに対し、国内債券や国内株式については、より多くを含むインデックスが市場実勢であると主張するのは、無理筋ではなかろうか。アメリカの投資の教科書を見るが良い。株式マーケットのリターンを算出するのに、S&P500 を利用するのが通例である。

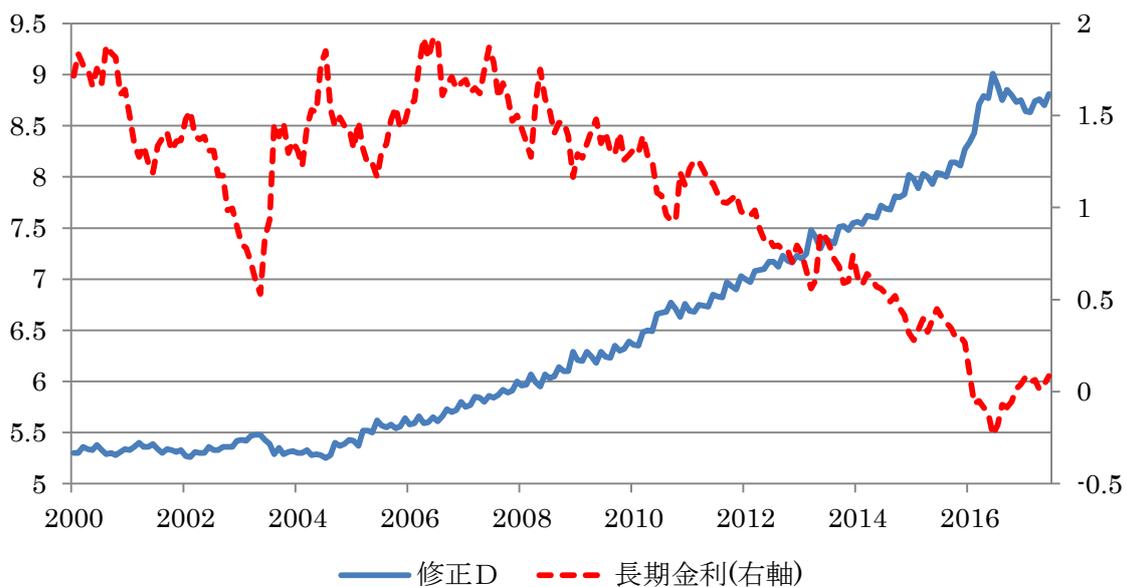
国内債券における分散と国内株式における分散とが、まったく異なる意味を有していることは各々の証券の特性と値動きを考えると容易に理解できよう¹。東証一部に上場されている全銘柄を投資対象にするという意味で、株式市場の平均的な姿として TOPIX を参照することがある。しかし、一定の基準を設け市場に現存する債券のほとんどを組入れたインデックスにおいては、信用力や流動性等の観点からの分散は可能なものの、最大の値動きを支配する主成分である金利は、国債であろうが、社債であろうが、ほぼ同一のものである。社債等一般債の利回りを“国債+ α ”と表現するではないか。しかも、日本の国内債券市場においては、全体に占める国債の時価比率は80%を超えている。国債には様々な残存年限があるものの、イールドカーブで示される年限と利回りの関係性が存在しており、満期償還が行われることもあって、債券の価格は株式の価格変動と異なりランダムウォークしないのである。

国内債券投資における一般的な指数として用いられる NOMURA-BPI 総合は、残念ながら、上記の批判がいずれも当てはまる。しかも、銀行や生保の運用においてALMが強く意識される時代でも年金運用でALMやLDIが定着しない要因の一つに、未だに NOMURA-BPI 総合に固執していることがある。実は、GPIF は被用者年金一元化以前においては、複数のインデックスからなるコンポジットを採用しており、現状は、他の公務員共済等との運用共通化において容易に理解できるよう NOMURA-BPI 総合を掲げているに過ぎないと考えられる。昨今のようなマイナス金利下において、公的年金は、国内債券のパッシブ運用を NOMURA-BPI 総合に対するトラッキングエラーを押さえるよう愚直に実施してはいない。現環境下での単純なパッシブ運用は、フィデューシャリー・デューティーの観点から問題がある。

QUICKによる月次調査〈債券〉(2017年5月)のアンケート結果を見ると、この1年強に及ぶマイナス金利下の債券運用において、マイナス利回りの債券を“購入していない”という回答が48%と約半数を占める一方、主に年金運用担当者と考えられる“運用方針に基づき保有目的で購入した”とする回答が29%もあった。これは、NOMURA-BPI 総合をベンチマークとする年金運用において、新たな取組みに躊躇しているという影響ではなかろうか。

これまでNOMURA-BPI 総合を国内債券運用のベンチマークとして愚直に利用して来る中で、その弊害があまり意識されなかったのは、金利低下が続く中でNOMURA-BPI 総合のデュレーションが長期化を続けて来たためと考えられる。図表は、2000年以降のNOMURA-BPI 総合の修正デュレーションと10年国債利回りの推移をプロットしたものである。2003年に起きたVaRショックや2016年にBrexitを問う英国国民投票の結果を受けた後の反動期を除いて、デュレーションはほぼ継続的に長期化している。これは、すなわち、NOMURA-BPI 総合において時価の8割以上を占める国債の残存年限が、継続的に長期化しているためである。金利低下が続く中でインデックスのデュレーションが長期化したため、年金はそれに単に追随することで金利低下の果実を享受して来たのである。

図表：NOMURA-BPI 総合の修正デュレーションと長期金利の推移 (%)



出所：野村証券及び日本相互証券の公表する数値を基に筆者作成

少子高齢化による日本経済の停滞を考えると、今後も簡単に金利が上昇するような状況にはないと見られるが、更なる金利の低下を期待するのは難しい。現在の国債発行計画のトレンドを考えると、引続き、NOMURA-BPI 総合のデュレーションは長期化を続けるだろう。その状況下において、物価上昇や財政プレミアムの拡大により金利が上昇するならば、国内債券投資によって得られる利回りはマイナスになることが必至である。金利低下期のデュレーション長期化は、年金運用者にとっては僥倖であった。しかし、将来においては、金利上昇局面でのデュレーション長期化という極めて悲惨な状況の現出することが予想される。なるべく早い時期にNOMURA-BPI 総合に基づく債券運用から脱却する準備をはじめておいた方が良いだろう。

(徳島 勝幸)

ⁱ 徳島勝幸『債券インデックスに関する実務的視点からの考察』証券アナリストジャーナル 2005年10月号 47頁