

Bond Basics

July 2006

(米国のボンド・ベーシックスを翻訳したものです。)

ボンド・ベーシックス：債券ベンチマークの選定

債券投資家にとって、ポートフォリオのベンチマークの選定はきわめて重要です。ベンチマークはポートフォリオ・マネージャーにとって、ポートフォリオを作り上げる際の起点になると同時に、構築したポートフォリオをリスクとリターンの双方の観点から、どのように運用すべきかの指針として常に機能するものでもあります。

今日、債券市場には膨大な数のベンチマークが存在しますが、適切なベンチマークを選定することは必ずしも容易ではありません。このベンチマーク選定プロセスの一助となるよう、このレポートではベンチマーク自体について説明すると共に、適切なベンチマーク選択が難しい理由と、個別のポートフォリオにとっての最適なベンチマークを選定しようとする際に考慮すべき点について解説します。

ベンチマークとは

ほとんどの場合、投資家はポートフォリオのベンチマークとして市場「インデックス」を選択しています。インデックスは投資適格債市場など、広い範囲を包括する資産クラスのパフォーマンスをトラックするものもあれば、投資適格社債など、市場の限定的な一部分のみのパフォーマンスをトラックするものもあります。インデックス持ちきりベースでみたリターンをトラックするものであり、どの債券が最も魅力的かを見極めようとするものではありません。つまり、インデックスは「パッシブ型」運用アプローチを象徴するものであり、アクティブ運用ポートフォリオのパフォーマンスを判定する際の優れた基準として利用することが可能です。インデックスを利用することにより、アクティブ運用の債券マネージャーがどれだけの付加価値を生み出したのか、そしてその付加価値は何から、もしくはどの投資商品から得たものかを把握することが可能になります。

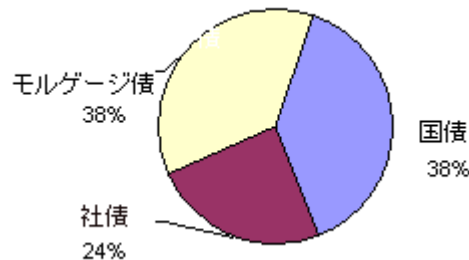
債券の場合、一般的にリーマン・ブラザーズやJPモルガン、メリル・リンチ、シティグループといった大手証券会社が開発したインデックスが利用されています。こうした会社は数多くのインデックスを開発し、投資家が取得しようとする可能性のあるほぼすべての債券市場エクスポージャーに対するベンチマークを提供しています（例：リーマン・ブラザーズは30種類以上のインデックスを発表）。

こうした企業はインデックスを作り上げるにあたり、インデックスにおいてトラックしようとする資産クラスを代表する債券を抽出し、そのリターンをトラックしています。例を挙げると、リーマン・ブラザーズのグローバル債券総合インデックスは、世界中のさまざまな種類の債券を含む、世界の投資適格債市場をトラックするように設計されています。グローバル総合インデックスでは市場の時価総額に占める各地域の割合に応じて、それぞれの地域の債券を組み入れています。

Bond Basics

July 2006

リーマン米国総合債券インデックスの構成
2006年6月30日現在



出所：リーマン・ブラザーズ

主要なインデックス提供業者はインデックスに組み込まれる銘柄の判定について、発行額や格付水準など、前もって規定した明確な基準を公表しています。通常の場合、インデックスの採用基準とリターンやその他の統計数字はインデックス提供業者のホームページ、もしくはブルームバーグやロイターといった情報サービスから取得することが可能です。

投資家の間で新たな種類の債券ポートフォリオに対する関心が高まると、新たなインデックスが開発されることが一般的です。たとえば、エマーシング債に対する投資家需要の高まりを受けて、JP モルガンは 1992 年にエマーシング市場のベンチマークを市場参加者に提供することを目的に、エマーシング市場債インデックスを開発しました。

適切なベンチマークを選ぶ重要性

インデックスは膨大な数が存在するため、ベンチマークとしてどのインデックスを採用するかを決めることは簡単ではありませんが、インデックスの選定は次の 3 つの理由からきわめて重い意味を持ちます。

第 1 に、ポートフォリオのリスクとリターンはベンチマークから強い影響を受けます。ポートフォリオ・マネージャーはポートフォリオを作り上げる際に、ベンチマークに採用されている銘柄を起点としてアクティブ運用ポジションを取り、付加価値の獲得を目指すことが一般的です。

第 2 の理由として、投資家によるベンチマークの選定はポートフォリオに組み入れるべき債券の種類を示すだけでなく、ポートフォリオに組み入れられない債券の種類も示します。具体的にいうと、ポートフォリオのベンチマークとして、国債インデックスを選択することは、ポートフォリオ・マネージャーに対して、ポートフォリオに組み入れる高リスク債券の割合を低く抑えるべきというシグナルを送ることになります。もう 1 つの例を挙げると、モーゲージ債を含まない投資適格債インデックスをベンチマークとすることで、投資家はポートフォリオにおけるモーゲージ債の比率が高くなることを希望していないというシグナルを送っていると考えられます。

第 3 の理由として、個別の運用目標や運用スタイルを理由に、見合うベンチマークを採用するケースもあります。ポートフォリオの目標を、金利と共に変動する負債を相殺することに置く場合、ベンチマークの選定にあたって最も重要になるのは、見込まれるリターンではなく、ベンチマークの金利感応度、すなわちデュレーションになることでしょう。元本の保全を最重要視する投資家の場合であれば、ベンチマークのクレジット・クオリティも重要な条件になると考えられます。

Bond Basics

July 2006

適切なベンチマークの選定は、外国債券やグローバル債券に投資しようとしている投資家にとって、特に重要になります。外国通貨に対するエクスポージャーはポートフォリオの価値とボラティリティ双方に影響を与える可能性があるため、外国為替エクスポージャーをヘッジするかどうかによって、グローバル債は異なる 2 つの意味合いをポートフォリオに持たせます。為替ポジションを取るための手段として、外国債券に投資しようとする投資家の場合には、為替ヘッジなしのインデックスを利用するでしょう。このインデックスは、通貨価値の変動の影響を受けることになります。たとえば、米ドルの下落を予想している投資家は、他通貨建て債券への投資を選択することでしょう。これは、ドルの下落により、他通貨建て債券の価値は増大するからです。為替は債券よりもはるかにボラティリティが高いため、為替ヘッジなしで外国債券に投資する場合、バリュエーションの重大な変動は債券の価格変動ではなく、通貨のボラティリティによって生じることになります。しかし、投資家は元本の保全や債務とのマッチングを求めて、債券への投資を検討することが多いため、ほとんどの場合には為替リスクをヘッジしたインデックスを採用して、外国通貨への投資により生じるボラティリティの回避が図られます。

次の表は最もよく利用されるベンチマークを投資家の種類別にみたものです。ただし、これはあくまでも例であり、ここに挙げたものだけが適切な選択肢というわけではありません。

投資家の種類	インデックス	デュレーション	組み入れ債券
年金/基金/財団	リーマン米国総合インデックス	4.8	国債、MBS、クレジット
負債のデュレーションが長期となる投資家	リーマン米国長期債インデックス	10.4	残存 10 年超の米国債
負債が物価に連動する投資家	リーマン米国 TIPS インデックス	6.1	米国物価連動国債
運営資金	メリル・リンチ 3 ヶ月物 T ビル・インデックス	0.2	3 ヶ月物 T ビル
健康保険	メリル・リンチ米国債(1-3 年)インデックス	1.7	残存期間 1-3 年の米国債
オルタナティブ資産への配分可能な投資家	JP モルガン EMBI グローバル・インデックス	6.7	エマージング国債

ベンチマーク選定にあたっての主要な考慮点
 これまで適切なベンチマークの選択が重要であることを説明してきましたが、次にベンチマークを選択するにあたって浮上する代表的な疑問とそれに対する回答を示します。

全体的なパフォーマンス目標をどこに置いているか？ どの程度のボラティリティやリスクを許容できるか？トラック・レコードのリターンが高いインデックスでは、月次リターンや四半期リターンのボラティリティが高くなる可能性があり、短期的にはリターンがマイナスになる可能性も高くなります。しかし、投資家はリターンの高いボラティリティを容認することで、長期的には高い絶対リターンを獲得することができます。

流動性はどの程度必要か？ 必要な運営資金を得るために構築され、高い流動性が必要になるポートフォリオの場合、超短期の債券ファンドで最も多く採用されているシティグループ 3 ヶ月物 T ビル・インデックスを利用することでしょう。これよりもリスクの高いベンチマークになると、流動性に劣る銘柄が含まれ、金利感応度も高くなります。

Bond Basics

July 2006

投資資金の裏側にある負債はどういった性質のものか？ 上記のように、投資家の負債の性質は、金利感応度、すなわちデュレーションの点で、どのようなインデックスを採用すべきかに影響を与えます。負債のデュレーションが長いポートフォリオでは、金利が低下すると負債が大幅に増加しますが、こうしたポートフォリオの場合、リーマン米国長期債インデックスや長期クレジット債インデックスなど、デュレーションの長いインデックスが適していると考えられます。

負債はインフレに連動しているか？ インフレ率が上昇すると、投資家の実質リターン、すなわちインフレ調整後リターンが損なわれます。そのため、負債がインフレ率に連動している投資家の場合には、リーマン米国 TIPS インデックスが選択されると考えられます。このインデックスは、元本と利息がインフレ率に合わせて調整される米国物価連動国債で構成されています。

ポートフォリオ・マネージャーに対してどういった分類の債券への投資を認めるのか？ ベンチマークは、投資可能な証券の範囲という点で、投資家のポートフォリオと運用マネージャーにうまく「マッチ」している必要があります。幅広い投資ユニバースは潜在的に、リターンの向上とボラティリティの低下に寄与する可能性があります。一方、ベンチマークの範囲を必要以上に絞り込むと、運用マネージャーにとって、アクティブ運用によりポートフォリオ全体のパフォーマンスに寄与することが困難になります。

優れたベンチマークとは

どのベンチマークを選択すべきかは、投資家それぞれによって異なりますが、検討対象となるベンチマークすべてが満たすべき最低限の基準があります。ベンチマークがその機能を果たすためには、以下のすべての項目、もしくは大部分を満たす必要があります。

- **透明性が高いこと**：ベンチマークを構成する債券の銘柄とウェイトが明確に規定されていること。
- **投資可能であること**：ベンチマークは投資家が市場で購入可能か、容易に置き換え可能な債券で構成されていることが必要。
- **毎日に値洗いされること**：ベンチマークのリターンが定期的に計算されていること。
- **過去データの入手が可能であること**：ヒストリカル・リターンを測定するためベンチマークの過去のリターンが入手可能であること。
- **柄入替え頻度が低いこと**：インデックス採用銘柄の入替え頻度が高いことは望ましくありません。インデックスの構成が頻繁に変更されると、それを基にポートフォリオ配分を決めることが困難になるためです。
- **前もって確立されていること**：ベンチマークは評価開始時点以前に確立されていることが必要。
- **リスク特性が公表されていること**：ベンチマーク提供業者がベンチマークの詳細なリスク特性を定期的に発表し、それにより、運用マネージャーがアクティブ運用のポートフォリオのリスクをパッシブ運用となるベンチマークのリスクと比較可能なこと。

結論

債券ポートフォリオにとって、ベンチマークはポートフォリオ運用のリスクとリターンのパラメーターを規定するものであるため、適切なベンチマークを選定することはきわめて重要です。債券市場では選択肢となり得る数多くのベンチマークが存在しますが、その中からどれを選択するかは、個々の投資家によって異なる多くの要因によって変わ

Bond Basics

July 2006

ります。適切なベンチマークを選択するにあたっては、最低限必要な条件を満たすベンチマークを特定し、その中からポートフォリオの投資家の目標とそうした目標を達成するために投資家が積極的に取ろうとするリスク水準に最も良く適合するインデックスを選択することが重要になります。

ピムコ ジャパン リミテッド

105-0001

東京都港区虎ノ門 4-3-20

神谷町 MT ビル 10 階

証券投資顧問業登録	関東財務局長第 768 号
投資一任業務認可	金融再生委員会第 5 号
証券投資信託委託業認可	金融再生委員会第 27 号
日本証券投資顧問業協会	会員番号 011-00768 号

ピムコ・ジャパン・リミテッドが提供する投資信託商品はやサービスは、日本の居住者であり法律による規制のないものに対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない場所の投資家に提供するものではありません。

債券市場の各セクターへの投資にはリスクが伴います。地方債は利益を生むこともあれば、税負担を生じさせる場合もあります。財務省証券や TIPS、国債に対する保証は、元本と金利を予定通り支払うことを約束したものであり、ポートフォリオの時価を保証するものではありません。モーゲージ債には期限前償還リスクがあります。社債においては発行者がその履行義務を必ず果たすとの保証はありません。また、通常ハイイールド債への投資には、高格付の債券に比べて、より大きなリスクを伴います。自国通貨建て証券への投資には投資対象国の経済および政治情勢に起因するリスクを伴う場合があり、新興成長国市場への投資では、かかるリスクが増大する可能性があります。

米国政府が発行する物価連動型国債、通称 TIPS は、元本価値がインフレ率に連動して定期的に調整される債券です。米国政府は償還時に、インフレ調整後の元本を返済することを保証しています。しかし、物価連動債の時価や物価連動債に投資するポートフォリオの時価は保証されておらず、どちらも変動する可能性があります。特定の証券や種類の証券の信用格付により、ポートフォリオ全体の安定性や安全性が確保されるわけではありません。デュレーションは、債券のセンシティブティを計測するものであり、年数で表されます。

JP モルガン EMBI グローバル・インデックスはプレイティ債とユーロ債のトータル・リターンを測定するインデックスであり、アルゼンチン、ブラジル、ブルガリア、コロンビア、エクアドル、メキシコ、モロッコ、ナイジェリア、パナマ、ペルー、ポーランド、フィリピン、カタール、ロシア、韓国、トルコ、ベネズエラが対象となります。JP モルガン EMBI グローバル・インデックスはエマージング市場諸国の政府や準政府が発行した米ドル建ての証券、プレイティ債、ローン、ユーロ債、および各国現地市場の金融商品に投資した場合のトータル・リターンを測定するインデックスであり、測定対象は特定の地域や国に限定されます。リーマン長期国債/クレジット債インデックスは長期の国債および投資適格社債の全体的な値動きを示すインデックスであり、期間 10 年以上で転換社債を除く、固定金利で投資適格の米ドル建て債券が含まれます。リーマン米国総合インデックスはグローバルな投資適格債の中でも、流動性がきわめて高い国債、社債、および担保付証券によって構成されます。流動性の観点から、このインデックスに採用される銘柄はすべて発行額が 3 億ドル以上とされています。リーマン・ブラザーズ・アグリゲート・インデックス (LBAG) は米国内で発行された投資適格債の全体的な値動きを示す合成インデックスです。リーマン米国長期債インデックスは期間 10 年以上の米国債で構成される合成市場インデックスです。

リーマン米国 TIPS インデックスは投資適格 (Baa3 以上) に格付される米国インフレ連動国債で構成された合成インデックスであり、採用銘柄は期間 1 年以上で発行残高が 2 億 5000 万ドル超に限定されています。このインデックスの 1997 年 10 月以前のパフォーマンス統計はリーマン・インフレーション・ノーツ・インデックスのリターンを示します。メリル・リンチ米国債 (1-3 年) インデックスは、米国財務省が発行した期間 1-3 年の公募債で構成される合成市場インデックスです。合成指数に直接投資することはできません。

Bond Basics

July 2006

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。本稿には、本稿著者の現時点での見解が含まれていますが、その見解は必ずしも PIMCO グループ各社の見解ではありません。また本稿は特定の証券、戦略、もしくは投資商品の勧誘を目的としたものではありません。著者の意見は、予告なしに変更される場合があります。本資料に記載されている情報は、信頼できると確信できると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や販売している証券の勧誘を目的としたものではありません。

本資料の一部、もしくは全てを書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権は PIMCO に帰属します。2006 年

(注) PIMCO はパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。