

M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

第10回 内外債券のデューデリジェンス(後編：パフォーマンス評価)

1 はじめに

前回は債券で運用する投信について、リスク・リターン水準、投資対象地域、運用スタイル、債券種別毎の仕組みなどを踏まえながら、評価対象ファンドの商品コンセプトを理解するプロセスを概観しました。今回は、評価対象となる債券ファンドのパフォーマンス実績の分析を通じて、実際のリスク・リターン特性が商品コンセプトと整合的なものになっているのかを、定量・定性両面から確認するプロセスについて見ていきます。パフォーマンス評価については他の資産でも共通する部分が多いため、今回は債券のアクティブ運用特有の部分を中心に説明していきます。

2 リスク・リターンの定量分析

債券と他の資産の最大の違いは「発行体が債務不履行に陥らない限り、購入から償還までの利払いと償還金の将来キャッシュフローを想定できる」という特性にあります。この特性を生かした債券ならではの運用手法としては、金融法人や機関投資家などの特定の投資家が、個別の運用目的に応じてポートフォリオを構築するBuy&Hold戦略^(注1)やキャッシュフロー・マッチング^(注2)などがあり、その運用目的も踏まえた会計処理や評価の考え方も確立されています。

一方、不特定多数の投資家の合同運用である公募投信における債券運用では、特定の投資家の運用目的に特化した運用手法を取り得ないため、一部の限定追加型投信などを除く大抵の投信では、他の資産と同様に、運用効率に配慮しながら商品コンセプトに応じた収益を継続的に確保することを目的とする運用手法を採用しています。そのため、今回はBuy&Hold戦略やキャッシュフロー・マッチングなどの評価の説明は割愛し、債券で運用する公募投信のデューデリジェンス(以下、DD)を前提に、リスク・リターン水準やシャープレシオ、市場ベンチマーク指数や類似ファンドとの比較等の評価方法について説明していきます。

(1) 目標収益や市場ベンチマーク指数との比較

株式のパフォーマンス評価を説明した第8回でも触れましたが、日本のアクティブ型の公募投信では目論見書等で目標とする収益率や参照ベンチマークを開示しているものは多くはありません。従って、株式と同様に債券で運用する投信でも、債券市場全体の値動きを表す市場インデックスを定量分析のベンチマークとすることが一般的です。

内外債券の代表的な市場インデックスは図表1の通りで、いずれも時価総額加重平均型の指数です。外国債券で運用する投信の場合は、これまでの本レポートシリーズで説明の通り、外貨建ての市場インデック

スのリターンを日本時間の電信仲値相場(TTM)で円ベースに引き直し、為替ヘッジ付商品の場合は、為替ヘッジコストを考慮して比較分析を行います。

債券で運用する投信の場合、高いインカム収益を得ることを目的に、単一又は複数の高金利通貨の債券に集中投資する商品コンセプトのファンドも多く見られます。このようなファンドでは「インカムに着目して銘柄選択をしており、市場ベンチマークを上回る収益の獲得を運用目標としていないため、市場ベンチマークとの比較評価は意味がない」といわれることがあります。しかし、インカムに着目するファンドといっても、投信は債券ではなく、日々の基準価額は債券価格の時価変動を反映しており、海外債券なら為替リスクも負っています。そのため、このようなタイプのファンドの評価においても、結果としてのパフォーマンスの良し悪しや、その要因の分析を行う物差しとして、市場ベンチマークとの比較は必須といえるでしょう。

図表1 内外債券の代表的な市場インデックス

投資対象	インデックス名
国内公社債	NOMURA – BPI総合
先進国国債	FTSE世界国債(除く日本)
新興国国債	J.P.Morgan EM-GBI Global Diversified Index
全世界公社債	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index

出所：M&I総研

(2) 投資対象地域や債券種別を限定したファンドのベンチマーク

世界全体の債券発行残高は米国、日本、ユーロ圏のソブリン債と、米国の政府系モーゲージ債と社債が大半を占める構成であり、発行地域にはかなりの偏りがあります。一方、債券で運用する投信では、投資対象の利回り水準の高さを訴求材料にした商品組成がなされる傾向が強く、先進国の中では比較的高金利になりやすい資源国のオーストラリアやカナダ、新興国ではアジア全体やインド、あるいはブラジルといった特定の地域や単一国にだけ投資をするファンドも多数設定されており、これらのファンドが販売会社の預り資産残高の上位に顔を出すケースも数多く見られます。

一方、債券種別には固定利付債、変動利付債、モーゲージ債など仕組みの違いによる種別と、国債、投資適格社債、ハイイールド債^(注3)等の信用リスク水準の違いによる種別がありますが、それぞれ利回り水準もリスク特性も異なります。より高い利回りや金利動向に対する値動きの違いに着目して特定の種別に特化するファンドも多く、ハイイールド債やバンクローン^(注4)への投資に特化した投信などは代表的な事例でしょう。

また、低金利の長期化により数は少なくなりましたが、債券特有の運用スタイルとして、短期や中期の金利リスクが低い年限ゾーンに特化した安定運用ニーズに対応するファンドも見られます。

このように、投資対象地域、債券種別、残存年限などを絞り込んだファンドの場合、運用スキルの評価の観点からは、同じように投資対象を絞り込んだインデックスと比較するのが基本です。但し、特定分野に特化したファンドは、年限ゾーン特化型では低金利の長期化により報酬に見合う収益の獲得が難しくなっていること、それ以外のケースでは相対的に高リスク商品となることが多いため、顧客ニーズとの適合性も踏まえてDDを行う場合、先進国や新興国全体に分散した市場インデックスとの比較も併用することが望ましいのは債券でも同様です。

実務の中では、例えば「主要国の中から金利の高い順に数か国の国債に投資する」などの商品コンセプトのように、投資対象国をかなり絞り込んでいるにも関わらず、特定地域のインデックスを当てはめにくい商品も多く見られます。このような場合は、投資対象国の絞り込みのコンセプトの良し悪しの評価も含め、先進国・新興国を全て含んだグローバルインデックスとの比較が妥当と考えます。

（３）運用スタイル別の比較

株式のパフォーマンス評価では、大型、小型、グロース、バリュー等の所謂スタイルインデックスとの比較について説明しましたが、債券の場合、「金利予測型」「スプレッド型」「複合型」等の運用スタイルは、株式のように代表的なファクターで説明できる性質のものではないため、スタイルインデックスのような指数はありません。

一方、国債や社債、モーゲージ債などの債券種別に特化したインデックスは存在します。金利予測型は主に国債などの固定利付債を使ったデュレーション戦略や年限構成比戦略を超過収益源泉とし、スプレッド型は主に社債やその他の種別の債券のクレジットスプレッドの割安・割高判断を超過収益源泉としている実態を踏まえると、実務的には「債券運用における株式の運用スタイルに相当するものは債券種別」と評価の切り口を整理して、それぞれ対応する債券種別のインデックスと比較分析をすることが現実的と考えます。

（４）類似ファンドとの比較

インデックスとの比較に加えて、類似ファンドとの比較を行うことの意義、そして類似ファンドを適切に選定することの重要性は、どの資産でも共通です。M&I総研の債券における類似ファンド選定では、まず先進国、新興国、米国、欧州、日本などの投資対象地域及び為替ヘッジ有無と、国債、社債、ハイイールド債などの債券種別及び年限ゾーンの二軸で候補ファンドを絞り込みます。更に金利予測型、スプレッド型、複合型などの運用スタイルも考慮の上、一定以上のパフォーマンス実績期間とファンド規模があるものを選定しています。

（５）パフォーマンス実績の定量分析におけるチェックポイント

債券のパフォーマンス実績の定量分析におけるチェックポイントも、基本的には1年、3年、設定来というように複数の期間で計算したリスク・リターン水準やベンチマーク比での超過収益、時系列でベンチマークと比較した時の超過収益の安定性や市場局面別の特性などを、商品コンセプトとの整合性の観点から確認することになります。

足元では世界的に量的緩和と低金利が長期化する中で、金利の変動幅が縮小し、クレジット・スプレッドのタイト化が常態化していることを背景に、金利とクレジットの両面で、商品コンセプト通りにアクティブリスクを取れなくなっているファンドの評価が課題となっています。先進国の国債を中心に投資するファンドにその傾向が強く、結果的に市場ベンチマーク比で運用コスト程度のマイナスをコンスタントに計上しているファンドが散見されます。このようなファンドが新規採用候補になることは稀だとは思いますが、商品コンセプトと投資環境のミスマッチが長期化する可能性があることから、採用済のファンドにおいても、アクティブリスクを取れていない理由などを運用会社に確認した上で、販売継続の是非を検討する必要があると考えます。

また、債券で運用する投信では毎月分配型が数多く設定されています。前回説明した2階建や3階建でのスキームは分配重視の極端な例ですが、ファンドの分配政策の健全性の観点から、分配金利回りとパフォーマンス実績の関係は確認しておきたいポイントです。分配金の原資は、基本的にはファンドの運用で獲

得したインカム収益とキャピタル収益、そして収益調整金^(注5)などです。分配金再投資後の基準価額で見た過去2～3年の年率リターンと分配金利回りを比較して、分配金利回りのほうが大きく上回っているような場合には、運用実績以上の分配を実施、すなわち投資元本を原資とする特別分配金が多くなっている可能性があり、運用効率の観点から顧客ニーズとの適合性を慎重に判断する必要があります。

3 投資行動の確認

(1) ポートフォリオの構成比率

パフォーマンス実績の要因分析の前提として、まずポートフォリオの各種構成比率や銘柄入れ替えの頻度等の時系列推移を確認します。国、通貨、債券種別、業種(社債やバンクローンの場合)、残存年限、格付け等の構成比率や個別銘柄比率等の主要な部分は運用会社の月次運用レポートにある程度開示されていますが、より精緻な分析を行うには、運用会社から追加的に市場インデックスとの乖離状況や、ポジション変更の頻度・変更幅、売買回転率などの情報開示を受けて、投資環境の推移の中で商品コンセプトとの整合的な運用が行われているのかを確認する必要があります。

(2) アクティブリスクやリスク指標の推移

実績TEやデュレーション、平均利回りなどの指標の推移が、商品コンセプトと整合的か確認します。前述の通り、世界的に量的緩和と低金利が長期化する中では、商品コンセプト通りにアクティブリスクが取れているかどうかの確認は、ますます重要になっています。

債券運用の場合、株式におけるBarra[®]社のリスク分析モデルのようなデファクトスタンダードとなっているものはなく、リスク分析モデルのベンダーが複数ある他、インデックスベンダーが提供しているリスク分析モデルや運用会社が独自のリスク分析モデルを用いて運用を行っているケースも多くあります。実務的には推定TEや実績TE、一般的なポートフォリオ属性である直利、最終利回り、残存年限、デュレーション、格付け、スプレッドなどの平均値の推移を市場インデックスと比較する方法が標準的です。

また、現在の低金利環境下においては、リターンの安定性をチェックする簡単な方法の一つに、ポートフォリオの最終利回りとファンドの実質運用コストの比較があります。必ず発生する運用コストを安定的に得られるインカム収益で賄った後の余裕が大きいほど、ファンドのリターンの安定性は増します。逆に運用コストをインカム収益で賄えていない場合は、投資家が享受するリターンは、金利やクレジットスプレッドの変動に伴うキャピタル収益や運用者の超過収益獲得スキルに負うことになり、債券ファンドとしてのリターンの安定性は低いという評価にならざるを得ないでしょう。

また、ハイイールド債やバンクローンなど、低格付け債に投資するファンドであれば、評価期間中、特に市場イベント時のデフォルト率や、デフォルト銘柄の平均回収率なども運用者のスキル評価の観点で確認すべきポイントといえるでしょう。

(3) パフォーマンスの要因分析

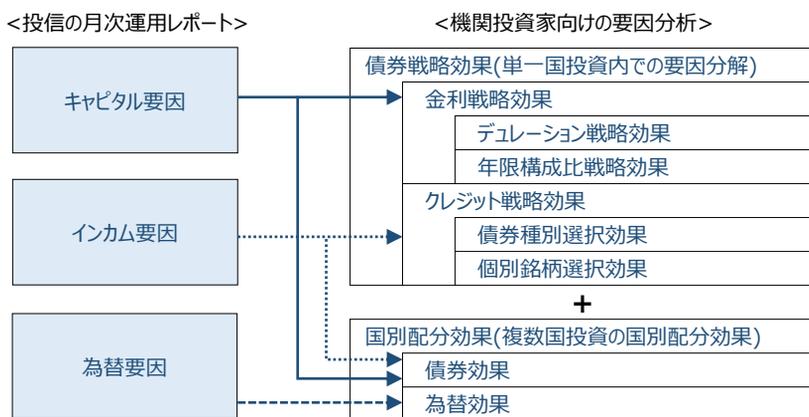
上記(1)で確認した国、通貨、債券種別、残存年限、格付け、個別銘柄の構成比率等を市場インデックスと比較することで、市場インデックス比のパフォーマンス実績の勝ち負けの要因が確認できます。

株式の要因分析では、国別配分要因、業種配分要因、銘柄選択要因と、要因分析の階層が少なくシ

ンプルですが、債券の場合は、様々な債券種別があることもあり、要因分析の階層はより複雑です。また、運用会社が採用している運用スタイルによって要因分析の手法が異なることもあるため「これがデファクトスタンダード」というような要因分析スタイルがないのも債券の特徴ですが、ここでは投信の月次運用レポートなどで開示されている寄与度分解と企業年金基金などの機関投資家向けの超過収益の要因分析の最大公約数的な姿の対応関係を図表2にまとめました。

前述の通り、債券運用では株式におけるスタイルインデックスとの比較のような分析が馴染まないため、商品コンセプト通りの運用が実践されているかどうかは、機関投資家向けの超過収益の要因分析のレベルまで確認しないと、なかなか把握できないのが実態です。公募投信でも、最近では月次運用レポートにインカム要因、キャピタル要因、為替要因などの大まかな区分でパフォーマンス寄与度を記載するケースも増えてきましたが、ベンチマークを設定して超過収益の詳細な要因分析を開示するファンドは依然多くはありませんので、DD時には可能な範囲で運用会社から詳細な要因分析の開示を受けることが望ましいと考えます。

図表2 債券のパフォーマンス要因分析の例



(4) ポイントとなる市場局面での投資判断と投資行動

実際の投資判断や投資行動が商品コンセプトと整合的に運営され、かつ収益獲得の結果が出ているかどうか、上記(1)~(3)に加え、具体的な事例を複数確認することで、より精緻な評価が可能となります。例えば、2014年の米国の量的緩和政策の終了前後や、2016年のチャイナショック時の量的緩和再拡大等、金融政策が大きく変化した時期に、ファンドマネジャーが実際にどのような対応をしたのか、投資判断プロセスと投資行動について詳細なヒアリングを実施します。債券運用の場合、特に主要国の金融政策の変更や、特定の新興国の通貨の変動、あるいは低格付け債券のデフォルトなどからパフォーマンスに大きな影響を受けますので、評価対象商品の運用スタイルが影響を受けたであろうと想定されるマクロ経済の動向や個別銘柄のイベント事例を具体的に指定して説明を受けることが重要と考えます。

4 今後の運用方針

商品採用時のDDを行う際に、今後の運用方針をファンドマネジャーに確認することで、運用実績や投資行動などの過去データによる評価に加えて、リアルタイムで運用の実践状況が確認できます。第9回で説明

した通り、債券運用ではトップダウン的な要素に基づいて投資判断がなされる比率が株式に比べて高い運用スタイルが多いため、投資環境の見通しと運用方針の因果関係は比較的分かり易くなっています。そのため、リスクシナリオが発生したときに想定される投資行動なども含めて確認しておくことで、お客さまへの提案の際に販売会社として説明すべきリスクなどが確認できることは、他の資産以上にメリットが大きいと考えます。

債券で運用するアクティブファンドのパフォーマンス評価に関する説明は以上です。次回は、その他資産のDDについて説明します。

- (注1) Buy&Hold戦略：購入した証券を長期間保有し続ける戦略のことで、債券運用の場合は購入後は売却せずに償還まで保有し続けることを意味する。繰り返し売買を行う戦略と比べて売買手数料や税負担が相対的に軽減されるメリットがあるとされる
- (注2) キャッシュフロー・マッチング：年金のような将来の支払額と支払時期が確定している負債と債券の元利金のキャッシュフローが一致するようにポートフォリオを構築する運用手法
- (注3) ハイイールド債：格付会社の信用格付けが投資適格ではないBB格以下の低格付け債券。相対的に債務不履行に陥るリスクが高い一方、高い利回りが得られる債券。「ジャンク債」や「投機的格付債」とも呼ばれる
- (注4) バンクローン：広義には、銀行等の金融機関が企業向けに行う融資のことを指すが、狭義には、投資適格未満の信用力が低い企業に対して行われる融資を指し、レバレッジド・ローンとも呼ばれる。第三者への譲渡が可能な債権でバンクローン市場で売買されている
- (注5) 収益調整金：追加型株式投資信託で追加設定により既存の受益者の収益分配可能額が希薄化しないように、追加設定の払込みにかかる元本の一部を分配原資となり得る投信計理上の別勘定にしたもの。株式投資信託の分配金の一つである「特別分配金」の原資となる

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。