



野村証券株式会社 インデックス業務室



Vol. 007



新年度が始まり、新人さんが配属されたり異動直後であったりと慌ただしい月になっているのではないのでしょうか。
心機一転してお届けしたい今月号は、株式インデックスのパフォーマンスの結果を3つの要因に分解して解説したコラムと、物価連動国債の仕組みについてご紹介しているコラムとなっております。ご多忙な合間の一息に皆様に読んでいただけるようなものをお送りできたらいいなと思っています。

……あら、室長。今回は歌詞シリーズじゃなくて、映画の話なんですね。しかもさりげなく顔文字織り交ぜちゃって……。いつもの通り気軽にお読みいただければと思います。

(業務室だより編集委員会 委員)

- コラム1 ▶ 「R/N Prime 2016 年度パフォーマンスの敗因」 小見山 奈々
 - コラム2 ▶ 「物価上昇に備えましょう」 小野澤 麻弓
- 室長から一言... 言わせてください

バックナンバー含めた閲覧や定期配信(月1回)をご希望の方(機関投資家様限定)は、以下までご連絡ください。

連絡先 **野村証券株式会社 インデックス業務室**

TEL 03-6703-3986 E-mail idx_admin@jp.nomura.com

URL <http://qr.nomura.co.jp/jp/index.html>

R/N Prime 2016 年度パフォーマンスの敗因

小見山 奈々

R/N Prime とは？

ラッセル野村プライムインデックス(以下、R/N Prime)は、東証一部だけでなく、日本の国内金融商品取引所に上場する全ての普通株式のうち、流動性と浮動株調整時価総額を基に上位 1000 銘柄を組み入れ対象とした市場型タイプの日本株式インデックスです。

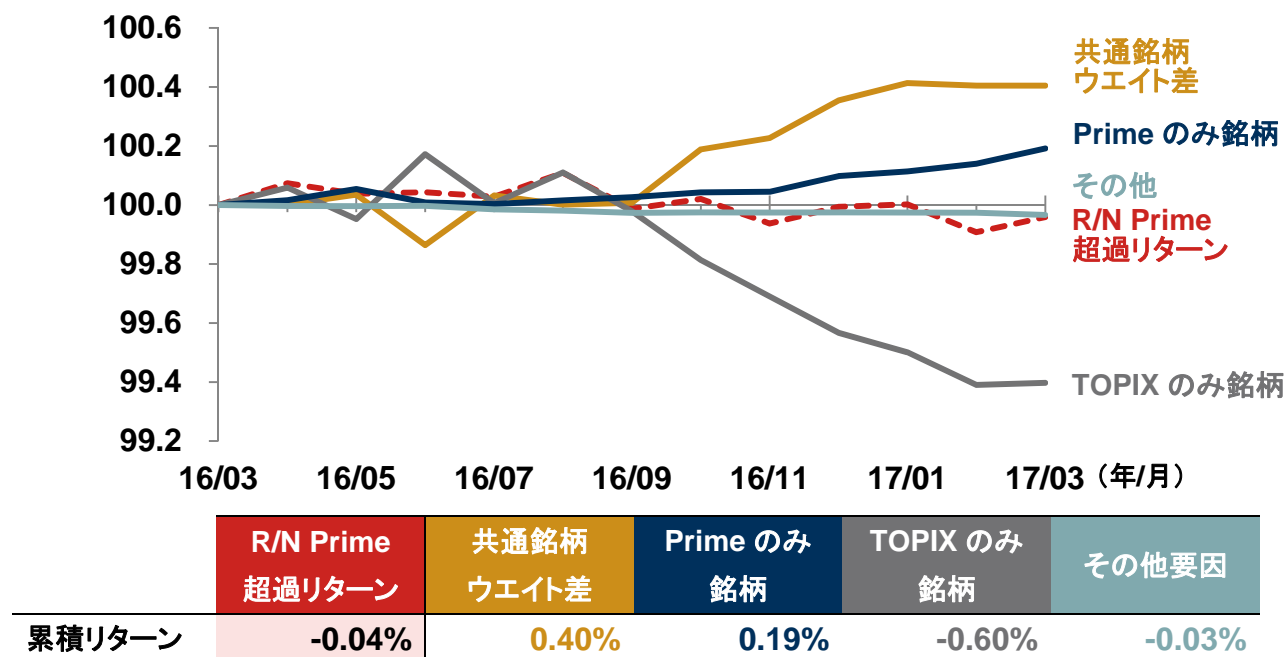
2016 年度のパフォーマンス(配当除く)はプラス 12.6%でしたが、TOPIX に対しては相対で 0.04%のマイナスとなりました。“負け”です。今回はその敗因(要因)について整理させていただきたいと思います。

パフォーマンス要因分解の方法

ここでは、3つの要因に分けて検証します。①両インデックスに共通して組み入れられている銘柄であるものの、構成銘柄ウエイトに差があることによって生まれる超過リターン(以下、“共通銘柄ウエイト差”)、②TOPIX 構成銘柄ではなく、R/N Prime のみに組み入れられている銘柄(以下、“Primeのみ銘柄”)とその反対の③TOPIX にのみに組み入れられている銘柄(以下、“TOPIXのみ銘柄”)によって生まれる超過リターンです。

2016 年度の 3つの要因に分解した対 TOPIX 超過リターンは(図表 1)になります

(図表 1) R/N Prime の対 TOPIX 超過リターンの要因分解(累積)



(注)2016 年 4 月末から 2017 年 3 月末までの月次リターン(配当除く)より計算、2016 年 3 月末を 100 とした。ラッセル野村プライムインデックスの対 TOPIX 超過リターンを文中にある 3つの要因とその他要因に分解した。
(出所)野村

が、R/N Prime と TOPIX の指数ルールの違いを基にこれらを読み解くと、次のようになります。

要因 1 😊 : 共通銘柄ウエイト差

まず、“共通銘柄ウエイト差”ですが、これに起因する 2016 年度の対 TOPIX 超過リターンは 0.40%プラスでした。R/N Prime では有価証券報告書の大株主情報以外に保有有価証券明細表の情報を用いて安定持株比率を算定しているため、TOPIX と比べて銀行業の安定持株比率は恒常的に高く、銀行業はアンダー・ウエイトになりがちです。2016 年度の銀行業のパフォーマンスは好調だったので、R/N Prime には不利でした。しかし、2016 年度の対 TOPIX オーバー・ウエイト業種である電気機器や化学のパフォーマンスが良かったため、結果として R/N Prime にプラスに寄与しました。

要因 2 😊 : Primeのみ銘柄

“Primeのみ銘柄”に起因する超過リターンはプラス 0.19%でした。これは東証 2 部の銘柄や、東証マザーズ、JASDAQ といった新興市場の中で時価総額の大きい銘柄が R/N Prime に組み入れられている影響といえます。2016 年度は東証 2 部への市場変更によりシャープが TOPIX から除外されたため、この影響も受けました。

要因 3 😞 : TOPIXのみ銘柄

最後に“TOPIXのみ銘柄”ですが、対 TOPIX 超過リターンは 0.60%のマイナスとなりました。この要因は大きく 2つの理由で発生します。1 点目は、新規上場銘柄の指数組み入れタイミングの違いです(R/N Prime では大型銘柄に限り 3 か月に 1 度新規上場銘柄を組み入れる一方、TOPIX は新規上場日の翌月末に組み入れます)。ただ、2016 年度はこれに該当する影響はありませんでした。2 点目は、R/N Prime より時価総額が小さい、もしくは流動性が低い銘柄を TOPIX は組み入れ対象としていることです。年度末時点ではこれらの銘柄は約 1000 銘柄あり、TOPIX 全体の 3.3% 相当を占めていました。2016 年度は小型株優勢の市況で締めくくられましたが、R/N Prime が“負け”た理由はまさにここにあります。

指数としては、相対で 0.04%のマイナスでしたが、これに連動するファンドのパフォーマンスでは如何でしたでしょうか。低流動の小型株が敗因であることが、“運用しやすさ”の代償であれば良いのですが。。。 (お見苦しい言い訳ですみません。)

物価上昇に備えましょう

小野澤 麻弓

元本保証のある物価連動国債

日本の物価連動国債は、リーマンショックによる市場環境の悪化のため一時的に発行を停止していましたが、2013年10月より商品設計を変えて発行が再開されています。物価(コアCPI:生鮮食品を除く消費者物価指数)に連動して想定元本が変動する国債という意味では従来と変わらないのですが、発行時よりも物価が下がった場合に想定元本も下落する従来の商品設計と異なり、現在の物価連動国債では元本保証(フロア)が設定されています(図表2参照)。つまり、仮に償還時のコアCPIが発行時より下落していたとしても、額面で

の償還となります(ただし、利子額は想定元本を基に算出されます。また、買入価格を保証しているわけではないことに留意ください。)

物価連動国債の価格変動要因は？

そもそも、物価連動国債の想定元本は図表2にある算出方法によって決まりますが、それは実績値であるコアCPIに連動します。発行時よりもコアCPIが上昇すれば想定元本も増加します。

次に、名目金利との関係を考えてみましょう。固定利付国債の利回りと物価連動国債の利回りの差¹をブレーク・イーブン・インフレ率(以下、BEI)と呼びますが、これは、

文字通り、二つの債券に投資する際の損益分岐点を示しています。ここで、物価変動が考慮されない固定利付国債の利回りを名目金利、物価変動が考慮される物価連動国債の利回りを実質金利と考えると、

$$\begin{aligned} \text{BEI} &= \text{固定利付国債利回り} - \text{物価連動国債利回り} \\ &= \text{名目金利} - \text{実質金利} \\ &\approx \text{期待インフレ率} \end{aligned}$$

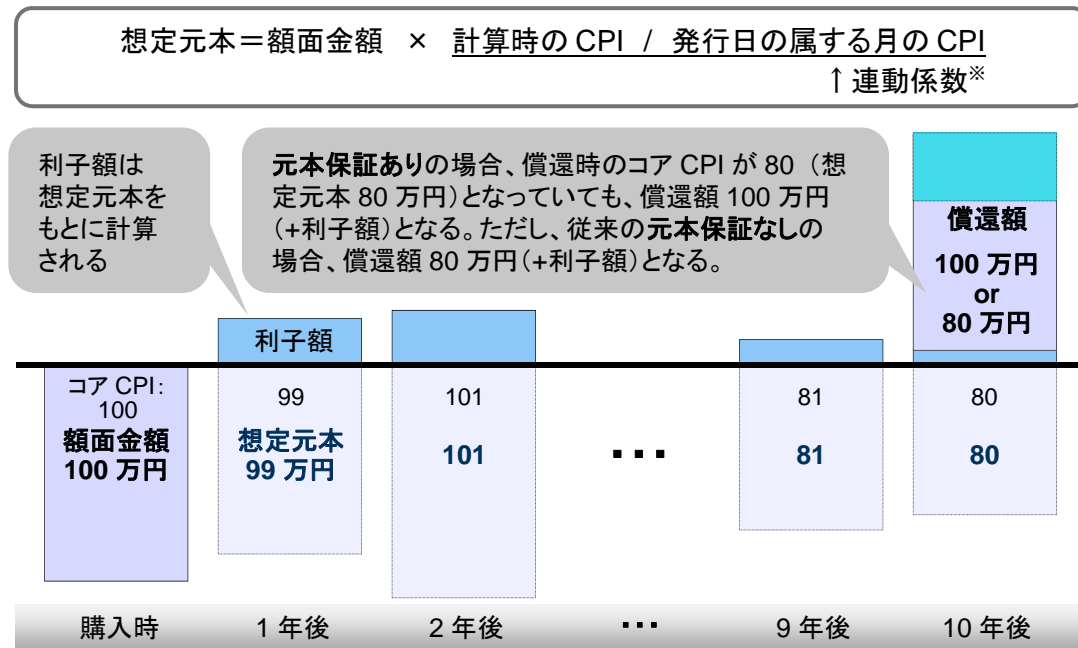
と言えます。この関係(マクロ経済学ではフィッシャー方程式と呼ばれます)に従えば、物価連動国債の価格変動に影響を与えているのは、固定利付国債利回りの水準と

市場の期待インフレ率(≒BEI)ということになります。発行時にBEIが上昇(下落)していれば物価連動国債の価格は高く(低)くなります(図表3参照)。また、BEIが不変の場合、固定利付国債の価格が下落(上昇)すれば物価連動国債の価格は下落(上昇)する関係にあります。

将来のインフレに備えて

物価連動国債は現在、年に4回定期的に発行されその発行残高は増加しています。いつ物価の上昇が起こるのかわからない状況下で、それぞれの価格変動要因の動向に着目し、“もしも”に備えてこの債券に注目してみたいはいかがでしょうか。

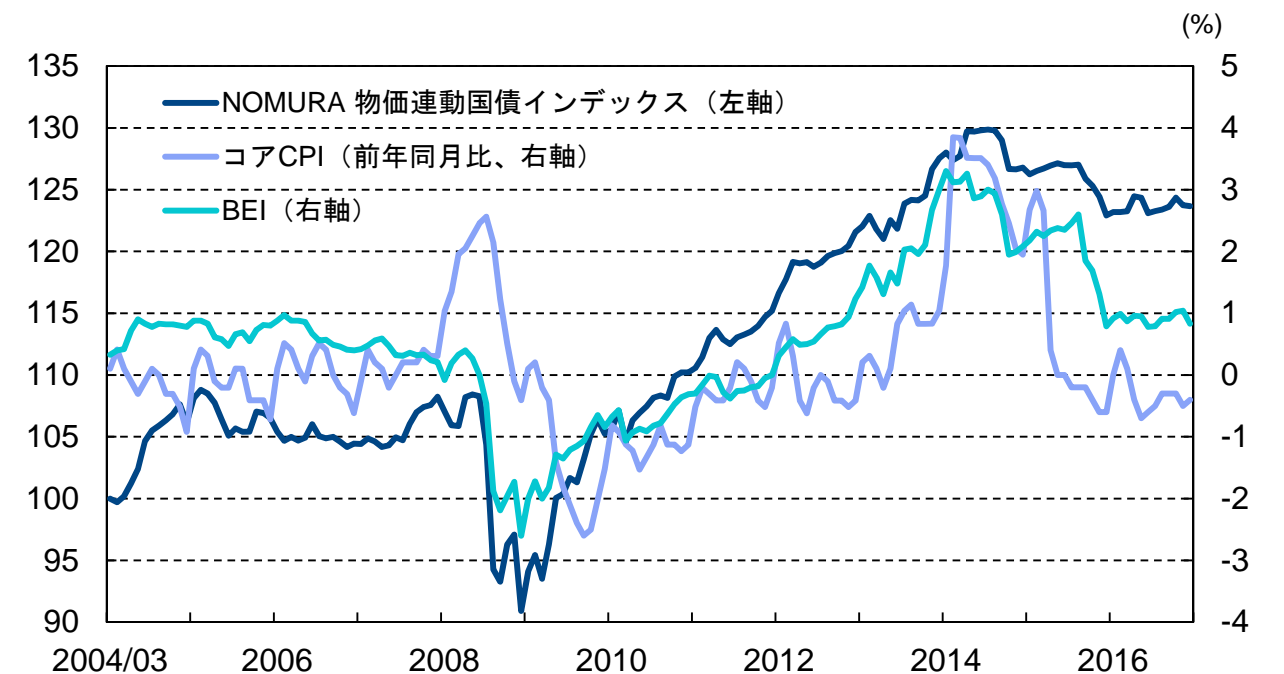
(図表2)物価連動国債の商品設計



* 連動係数の定義については、財務省のHP http://www.mof.go.jp/jqbs/topics/bond/10year_inflation-indexed/keisuu/ を参照。

¹ 10年物価連動国債に対して、10年固定利付国債。それぞれ複利。

(図表3)NOMURA 物価連動国債インデックスとコアCPI、BEIの推移



(注)2004年3月~2017年2月までの月次データ。NOMURA 物価連動国債インデックス(総合)とコアCPI、BEIの推移。(出所)野村、統計

室長から一言…

言わせてください

“Back to the Future”の終幕近く、主人公のマーティは手を怪我した黒人ギタリスト、マーヴィンの代役として1955年のステージに立ちます。「僕のいたところでは懐メロなんだけど」と前置きして、マーティが弾きまくった曲が“Johnny B. Goode”。その舞台袖で、黒人ギタリストは慌てて電話します。「チャック、いとこのマーヴィンだ。お前が探してた新しいサウンドだぜ！」と。電話の向こうでこれを聞いた“チャック”は実際には1958年にこの曲を発表する本人なのですが、これって、いわゆるタイム・パラドックスですね。

“マーヴィン・ベリーのいとこ”ことチャック・ベリーは、先月18日、故郷ミズーリ州の自宅で亡くなりました。享年90。ギター・リフ(印象的なフレーズの繰り返し)、歌詞のメッセージ性、(膝と腰を曲げて弾く)ダック・ウォークや背面弾きといった演奏スタイルなど、後世のミュージシャンに与えた影響は計り知れません。

いくつもある彼の代表曲のうち、今回は“Too Much Monkey Business”を採り上げたいと思いますが、“猿仕事”って日光〇〇〇?とか連想した人、(一、一)b)チッチッチ、違いますよ。確かに、猿まね、猿芝居と“猿”はあまり良い意味では使われません。英語でもそうでした、“Monkey Business”は“インチキ商売”を意味します。同曲では、きつい仕事ばかりなのに不渡りが出る工場の労働者、「後払いで良いから」とものを売りつけるセールスマン、壊れてお金が戻らない公衆電話、売上のないガソリン・スタンドで色々サービスさせられる従業員など、タイトル通り、“インチキ商売の話ばかり”です。

ちょっと楽しいことに、この曲と同じタイトルを冠したスマートベータ関連の論文があります。EDHEC リスク・インスティテュートの論文、Amenc et al.(2015)*は、スマートベータが決して“インチキなものではない”ことを論証しています。マルキールの名著に触発されたのか、先行研究は“猿”がお好きなようで、例えば、Arnot et al.(2013)**は、“Monkey Portfolio”(猿がダーツを投げて銘柄選択してきた等金額加重のポートフォリオ)が時価総額型市場指数をアウトパフォームできると主張しましたし、Clare et al.(2013)***は、“Simian Experiment”(類人猿の実験:コンピュータ上にランダムなポートフォリオを大量に作って実験)を行い、ランダムなポートフォリオに相対で勝てるのは最適化型のスマートベータくらいであることを実証しました。いずれも、スマートベータを肯定する論文であり敢えて噛みつく必要もないのですが、Amenc et al.(2015)は、スマートベータを“ファクターのパッケージ”として捉え、更に真面目に分析した上で、それが“Monkey Business”などでは決してないことをダメ押ししています。とても真剣な論文なのですが、そのタイトルには洒落な遊び心がありますね。見習いたいものです。

さて、今回の「一言」はずっと温めていたものなのですが、先月号でこれを書こうかどうか迷っていた矢先に、“ロックンロールの父”は逝ってしまいました。RIP(Requiescat In Pace:安らかにお眠りください)。

* Amenc, N., Goltz, F., and Lodh, A., “Too Much Monkey Business: a Rebuttal of Simplistic Explanations of Smart Beta Performance”, EDHEC-Risk Institute Research Insights, 2015 Spring INVESTMENT&PENSIONS Europe

** Arnott, R. D., J. C. Hsu, V. Kalesnik and P. Tindall, “The Surprising ‘Alpha’ from Malkiel’s Monkey and Upside-Down Strategies”. *Journal of Portfolio Management* 39(4): 2013

*** Clare, A., Motson, N., and Thomas, S., “An Evaluation of Alternative Equity Indices, Part 1: Heuristic and Optimised Weighting Schemes”, Cass Business School’s Centre for Asset Management Research, City University of London, March 2013.

本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%（税込み）（20万円以下の場合は、2,808円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料（換金時手数料）および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
Copyright © 2017 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.