



野村証券株式会社 インデックス業務室



Vol. 023



今月は、NOMURA-BPI に新たに組み入れられた T 種 MBS についてのコラムと、グリーンボンドについてのコラム(第二弾)をお届けします。

今月、野村企業価値分配指数の定期入替を行いました。

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

本年は定期入替公表日が8月9日、定期入替実施日が8月20日でした。私たちは“運用しやすいインデックスをお届けする”をいつも心掛けるようにしていますが、このインデックスの運用を担当されているファンドマネージャーの方々はきっとお盆休み返上ですよ。

それに比べて、うちの室長は……。室長から一言、今回もおまけとして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 ▶ 「NOMURA-BPI 組入対象として、T 種 MBS が登場」 権代 紘志

コラム2 ▶ 「やっぱり気になるグリーンボンド」 深澤 弘恵

室長から一言 ...言わせてください ...を読み解く3つの「は」

業務室だよりの定期配信(月1回)やバックナンバー含めた閲覧をご希望で、下記「メール配信サービス利用規約」にご同意いただける方は、大変お手数ですが、必要事項1~6.をご記入の上、野村証券インデックス業務室までお知らせくださいますようお願い申し上げます。

■ 必要事項

1. 「[メール配信サービス利用規約](#)」に同意します。
2. 貴法人(貴基金)名 :
3. ご部署 :
4. お名前 :
5. メールアドレス :
6. お電話番号 :

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>

スマートフォンをお持ちの方は右記の QR コードを読み込みアクセスすることができます。



NOMURA-BPI 組入対象として、T 種 MBS が登場

権代 紘志

NOMURA-BPI の MBS セクター

NOMURA-BPI(以下、BPI)の MBS セクターは、住宅金融支援機構(以下、機構)が発行する MBS を組入対象としています。機構発行の MBS には月次 MBS と S 種 MBS と呼ばれる 2 つのシリーズがあり、前者は「金融機関が直近数ヶ月間に実行した融資を機構が買い取って証券化」、後者は「旧住宅金融公庫時代の直接融資のリファイナンス(借換え)に伴う証券化」と、その発行目的が異なります。月次 MBS は現在も毎月発行されていますが、S 種 MBS は 2005~2009 年の間に発行されて以降は、発行されていません。

新たなシリーズ...T 種 MBS の登場

2018 年 6 月 29 日に新たなシリーズとして機構より T 種 MBS が発行されました。発行目的は S 種と同様、「旧住宅金融公庫時代の直接融資のリファイナンスに伴う証券化」です。しかし、MBS の担保として設定される信託債権(住宅ローン債権)で、デフォルト債権(元利返済が 4 ヶ月延滞する等)が発生した場合には、月次 MBS と同様の「解約方式¹⁾」が採用されるなどの点で、S 種 MBS とは異なる商品設計となっています。

1) 「解約方式」では、MBS の担保である信託債権の一部がデフォルト債権となった場合、当該信託債権を解約し、デフォルト債権に相当する元本額を MBS 投資家に期限前償還します(なお、信託債権に係る信用リスクは機構が負担しています)。これに対し、S 種 MBS では「差替え方式」が採用されており、デフォルト債権が発生した場合には、当該信託債権と同等の住宅ローン債権で差し替えられます。
2) MBS 銘柄の担保となる住宅ローン債権の契約締結時期は、機構のホームページの「次回債情報」から取得できる信託債権関連データにおける「金銭消費貸借契約及び抵当権設定契約締結年月別構成」に記載されています。

T 種 MBS の BPI への組入れ

T 種 MBS 銘柄は、2018 年 8 月ポートフォリオから BPI に組入れられました。T 種 MBS は月次 MBS と同様に今後も定期的な発行が予定されていますが、双方の商品設計が異なることに由来するリスク特性の違いに留意する必要があります。そこで、T 種 MBS と月次 MBS の相違点を考察してみたいと思います(図表 1 参照)。

T 種 MBS と月次 MBS の商品性の比較

まず、発行目的が異なるので、信託債権に含まれる住宅ローン債権の契約締結時点²⁾から現在までの加重平均経過期間(Weighted Average Loan Age: WALA)は大きく異なります。T 種 MBS では WALA が 20 年超で発行されるのに対し、月次 MBS ではゼロ年です。このことは、T 種 MBS の担保である住宅ローンが完済されるまでの期間が既に短くなっていることを意味し、推計される T 種 MBS の将来キャッシュフロー(以下、将来 CF)も月次 MBS に比べて短くなると予想されます。実際に、発行時の T 種 MBS の将来元本 CF の加重平均残存年数(Weighted Average Life: WAL)は約 4 年ですが、月次 MBS では約 8 年と推計さ

れます。また、信託債権の WALA が大きく異なることにより、WAL 水準に差がでるだけではなく、将来の市場金利変動時における住宅ローン債務者の債務返済行動(借換えなど)の違いも考える必要が出てきます。

住宅ローン債務者の債務返済行動

T 種 MBS のように発行時の WALA が長い(=住宅ローン債権の契約締結時点からかなりの時間が経過している)信託債権は、これまでの金利低下局面を経験しても未だに借換えられていない債権から構成されています。すなわち、金利感応度の低い債務者の割合が高くなった信託債権となっているため、将来の市場金利変動に際しても、元本の期限前返済のスピード、延いては、

MBS の将来 CF の変化は小さくなりがちです。逆に、WALA がほぼゼロ年の月次 MBS では、市場金利変動に対して将来 CF の変化は相対的に大きくなるでしょう。

MBS セクターの評価には...

以上見てきたように、T 種 MBS と月次 MBS には大きな違いがあります。MBS セクターの適切なリスク評価のためには商品性の違いや銘柄ごとの信託債権の WALA 等の差異に留意することが大切です。BPI では、MBS 銘柄の指標値を日々算出・提供していますので、MBS 銘柄のお取扱いの際には BPI データの利用を検討されてみてはいかがでしょうか。

(図表 1) T 種 MBS と月次 MBS の商品性の比較

		T種MBS	月次MBS
発行目的		旧住宅金融公庫時代の直接融資事業に係る借換え(リファイナンス)	金融機関が融資実行したフラット35の金融機関からの買取り
担保となる信託債権(住宅ローン債権)		1996年以降、証書貸付となった旧住宅金融公庫時代の直接融資債権	原則、発行条件決定日の前月に買い取ったフラット35
発行額		2018年度発行予定額は2000億円	発行条件決定日の前月のフラット35の実行状況に影響されやすい
発行頻度		1回につき500億円で換算すると年4回	原則、毎月発行
発行価額(払込金額)		額面100円につき金100円(パー発行)	
クーポン水準の決定		固定(新発5年国債利回り+スプレッド)	固定(新発10年国債利回り+スプレッド)
元本償還・利払方法		月次パススルー償還・月次利払(毎月10日)	
クリーンアップコール(一括繰上償還)		あり	
デフォルト債権(4ヶ月延滞等)の取扱		解約方式	
MBS 発行 時点	MBS データ	将来元本CFの加重平均残存年数(WAL)	4年程度
	信託 債権 データ	加重平均経過期間(WALA)	20年超
			8年程度
			0年

(出所) 住宅金融支援機構の公表資料とホームページにもとづき野村作成
※ MBS の信託債権データである WALA は、MBS 銘柄ごとに機構が定期的に公表しています。一方で、MBS の将来元本 CF の WAL は機構公表データと NOMURA プリペイメント・モデルに基づいて算出した推計値です。NOMURA プリペイメント・モデルの詳細は、[債券インデックスハンドブック](#)をご参照ください。

やっぱり気になるグリーンボンド

深澤 弘恵

広がりを見せるグリーンボンド

昨年9月に、本業務室だよりでグリーンボンドを取り上げましたが¹、その後もグリーンボンドの発行は続いています。円建債に限っても、ここ数か月は毎月グリーンボンドが起債されています。形態も投資法人債や個人向け債など広がりを見せています。

NOMURA-BPIの組入条件を満たせば、グリーンボンドも当然BPIに組み入れられます。今後、グリーンボンド“市場”が拡大していけば、サブインデックスを含め何かしらの情報提供の機会があるかもしれません。今回は改めてグリーンボンドについて考えてみたいと思います。

“見合った”リターンを獲得できるか

まずグリーンボンドの投資妙味について確認してみましょう。満期保有の投資家にとって、最終利回りの水準は投資成果に直結する重要な指標です。図表2は事業債、ABSにおける残存年数や信用格付(最高格付)と対国債スプレッド(以下、Tスプレッド)との関係です。緑の点がグリーンボンド²ですが、“相対的に”利回りは低いと言わざるを得ません。

受託者責任のある年金運用においては、プロジェクトの内容や方向性が長期視点

で望ましいものだとしても、あまりにリターンの見込みが低いものに投資するには相応の理由が必要です。

しかし、グリーンボンド投資家は、発行体の信用力水準やTスプレッドの水準以外にも、調達された資金の用途に関心をもっているはずで、グリーンボンドの評価軸は自ずと異なるものになるのではないかと思います。例えば、価格変動リスクを考えてみましょう。グリーンボンドの投資家は、金融市場や景気変化とは異なる理由(実はグリーンウォッシュ債券³だったと発覚する等)がなければ、一旦購入した銘柄を簡単に売却するとは考えにくいです。結果として、グリーンボンドは値崩れしにくくなる可能性があります。現時点での判断は難しいですが、こうした価格変動リスクの観点でグリーンボンドの投資成果を評価するののも一つかもしれません。

投資成果の評価軸は？

実際にグリーンボンドに投資をする際には、グリーンボンドやSDGs債⁴市場全体に対するパッシブ投資、あるいはグリーンボンドによる超過リターン獲得を狙ったアクティブ投資などが考えられます。

まず、パッシブ投資の際には、ベンチマークには、投資可能性や流動性、市場平均を表現できるか、といった観点が求められます。現状では、市場規模が小さいため課題が残ります。特に後者は、1銘柄の変動による影響が大きいため、インデックス化してもそれが”平均”とは言い難いかもしれません。

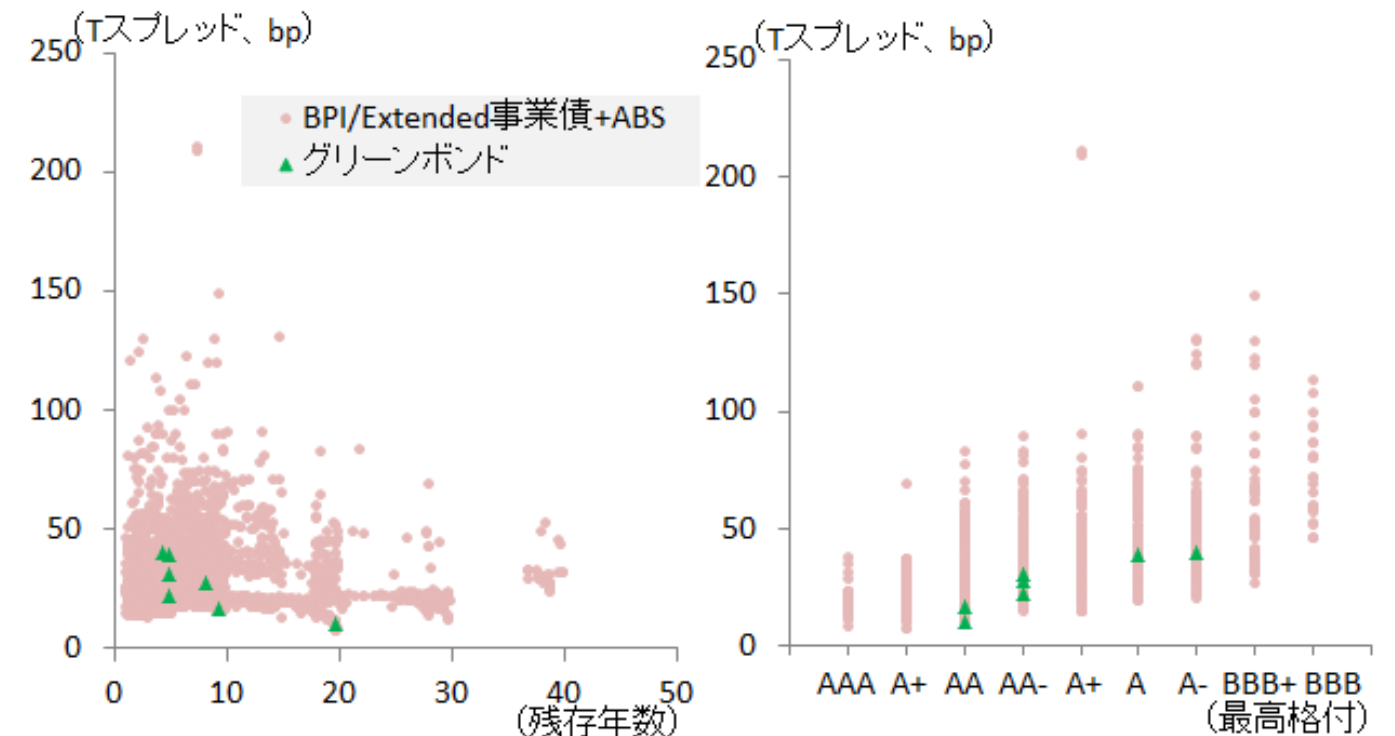
一方のアクティブ投資では、グリーンボンドは環境改善事業への取り組みによる持続的な企業価値向上を土台としたリターン獲得を期待するものと捉えられます。例えば、低格付発行体が環境改善事業に注力したことで、結果として発行体自体の信用力が

上がり、Tスプレッドが縮小するケースです。超過リターンはどのようなリスクの代償として得られたのかを判断する評価軸としてのインデックスが必要かもしれません。

更なる市場発展を見据えて

上述のように、グリーンボンド市場は発展途上であり、評価軸の設定を含め検討課題は多いです。われわれ指数プロバイダーとしては、透明性はもちろん、使いやすい指数を提供したいと考えております。組入基準の検討もさることながら、どんなリスク指標を用いて投資成果を評価すべきなのか、などなど引き続き検討していきたいです。

(図表2) NOMURA-BPI/Extended 事業債、ABS における Tスプレッド分布



(注)2018/07/31 時点
(出所)Climate Bonds Initiative,野村

1 業務室だより Vol.012 を参照ください。
2 Climate Bonds Initiative における“Labelled green bonds data”にリストアップされている銘柄
3 実際には環境改善効果がない、又は調達資金が適正に環境事業に充当されていないにも関わらずグリーンボンドと称する債券
4 資金の使い道を環境や社会貢献に限定する債券

室長から一言…

言わせてください

を読み解く3つの「は」

例によって「一言」を書かずに夏休みに入ってしまった室長。代理執筆をするため、過去の「室長から一言」を読み返していると、3つの「は」を持つパターンに分類できることに気が付きました。今回は室長から一言を読み解くヒント(?)を皆さんと共有したいと思います。

はさむ

冒頭 : 執筆時に話題になったニュースや気になった出来事

中段 : キーワードまたは映画やドラマ、楽曲などの引用→「さて」で言いたいこと

最終段 : 冒頭に関連する内容

といったように“楽曲の引用と言いたいこと”を“最近の出来事”で「はさむ」パターン。典型例は、[ダウントン・アビー\(Vol.008\)](#) や [黒猫 \(Vol.022\)](#) の話。さっと引用できる楽曲の引き出しが多いのは、昔取った杵柄なのか、はたまた洋楽を聞きながら通勤しているお陰なのか…このパターンは頻繁に出てきますよね。

はぶく

固有名詞や因果関係の説明を「はぶく」パターン。登場人物の名前を出さずに肩書きで言い換えて曖昧にしている典型が [Vol.020 の「あなたのとりこ」](#)。読み返してみると、米朝会談のあれこれを思い出すまで何の話かさっぱりで、考えながら読まされてしまいました。もしかするとそれも狙っているのかもしれませんが。「はぶく」のもう一つの典型は [Vol.010 のパンダの話](#)。室長曰く「情景が浮かぶように描いている」そうですが、皆さんはハードボイルドなパンダが見えましたか？

はずす

最後に読者の期待を裏切ったり、余計な蛇足をわざわざ入れたりして「はずす」パターン。例えば、導入部で室長の奥さんと娘さんがホーキング博士とよくすれ違ったという話をしているながら、室長は結局博士に会えなかったとか ([Vol.018](#))、つづく(かも)とか言いながら続かない ([Vol.17](#))、とか。肩透かしを食らった気持ちになった読者は編集委員だけではないはず。当の室長は「兵法を会得している曹操孟徳が、わざとその一部を崩すのと同じ」としたり顔で言っていました。室長という役職柄、色々な部署から人を集めてくる自分と曹操を重ねて合わせているのでしょうか。

「はさむ」と「はずす」の合わせ技が光ったのが [Vol.19 のアフリカの話](#)。初めにケニアの話からアフリカ話で盛り上げたのにもかかわらず最後にケニアに行ったことがないと書いて、見事に「はさん」で「はずす」構造になっています。

室長はこうしたテンプレートを持っているから、「1時間で書けた」ということが可能なのかと妙に納得してしまいました。もっとも、そんな短時間で書けるなら書いてから休みに入って欲しかったなと思う編集委員なのでした。

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.