

国際分散投資（3） - グローバル債券投資

前回までは、国際分散投資による、ポートフォリオのリスク・リターン改善を見た。今回は、債券のリスク特性と為替の関係を踏まえ、最近、一部に国内債をベンチマークに採用する動きもある外国債券の位置づけについて、改めて取り上げたい。

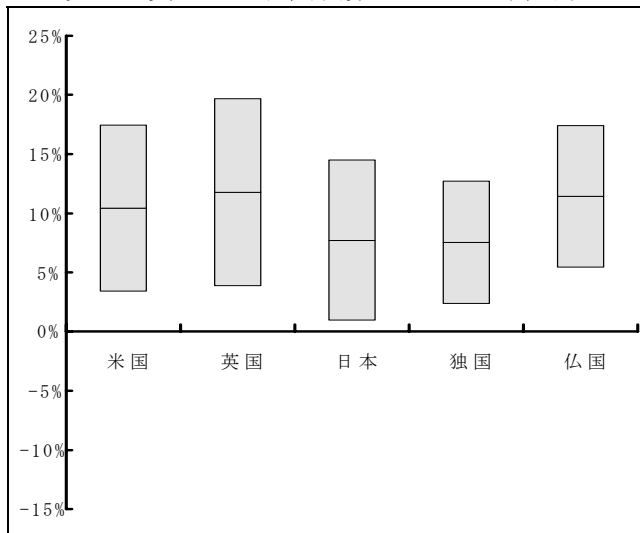
最近、年金資産の運用に際して、長期的に維持すべきコア・ポートフォリオから外国債券を除外したり、外国債券投資のベンチマークを国内債インデックスとする向きもある。これは、

①長期的に見れば期待値としての為替レートは金利差（インフレ格差）を反映した水準となり、その結果、内外の債券リターンは円ベースで同程度となること、

②特に、中短期の為替リスクは依然として大きいまま残ること、などを考慮したものと思われる。

実際の各国債券リターンを現地通貨ベースで見ると、分析期間の各国長期金利の推移を反映し、米国債（10.5%）や英国債・仏国債が日本債（7.7%）や独国債よりも高い。一方、ばらつき具合は各国とも大差なく（日本 6.8%、米国 7.0%）、類似したリスク特性を持つことが窺われる。

現地通貨ベース各国債券リターン（年率）



（注）データストリーム社の「データストリーム国債インデックス」を使用。データ期間は1985年1月～1996年9月。帯グラフ中央線はリターンの平均、両端は平均に1標準偏差を加減した値を示す。

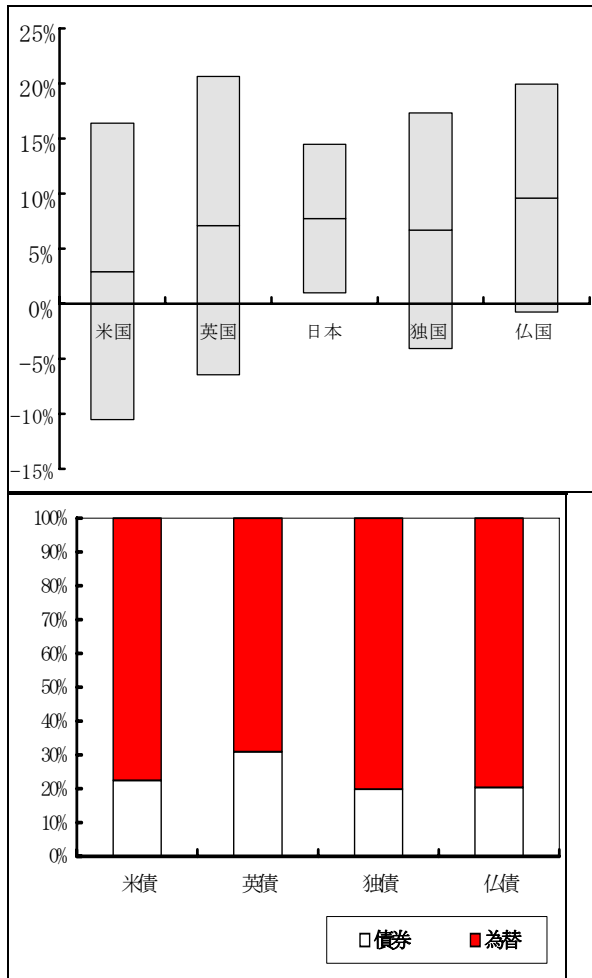
なお、「国際分散投資」シリーズ(1)(2)で使用したインデックスは、「超長期の分析」を目的に、弊社が独自に作成したもので、今回分析に用いたインデックスとは異なるものである。

また、各国債券リターンを円ベース（ヘッジ無）で見ると、米国債の平均は 2.9%と低下し、ばらつきも 13.5%に拡大している。そして、各国債券のリターン変動（リスク）の大半が、金利よりも為替の影響を受けていることがわかる。

つまり、この期間では購買力平価で計測する（▲2.7%）以上の円高進行（▲4.8%）により、外国債券の大半が低いリターンに止まったこと、為替の変動性が非常に大きかったことが見て取れる。

ヘッジ無・円ベース各国債券リターン

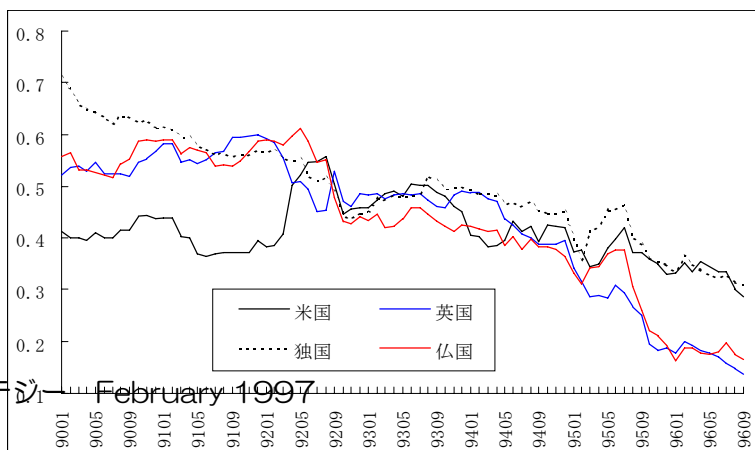
リターン変動性の要因分解



(注) 為替は、データストリーマ社のポンド建て各国通貨スポットレートから換算した。
 要因分解は、リターン変動制 (リスク) に対する各要因の占率を表す。

一方、現代ポートフォリオ理論の観点からは、リスクが大きいというだけでは、外国債券を除く理由にならない。さらに、為替リスク削減のために為替ヘッジを行うと、ヘッジコストのため長期的には内外債券の期待リターンは同程度となるが、各国金利が完全に連動しないため、同程度のリスク (期間、信用) を有する国内債との相関性は低く、また、近年その傾向が強まっていることは興味深い。

ヘッジ付・円ベース各国債券の日本債との相関係数の推移



(注) 円ヘッジ債データは現地通貨建て債券指数に1カ月の為替先物予約をロールオーバーさせたものとして作成。相関係数の推移は、各時点を終点とした60カ月の相関係数をローリングさせて作成。

為替リスクをとることの効果については議論のあるところで、投資の期間や、為替リスクを取る（ヘッジ無）、取らない（ヘッジ付）でリターンの期待値は変わる可能性があるが、外国債券を加えることにより、分散投資効果が表れるのは確かであろう。