

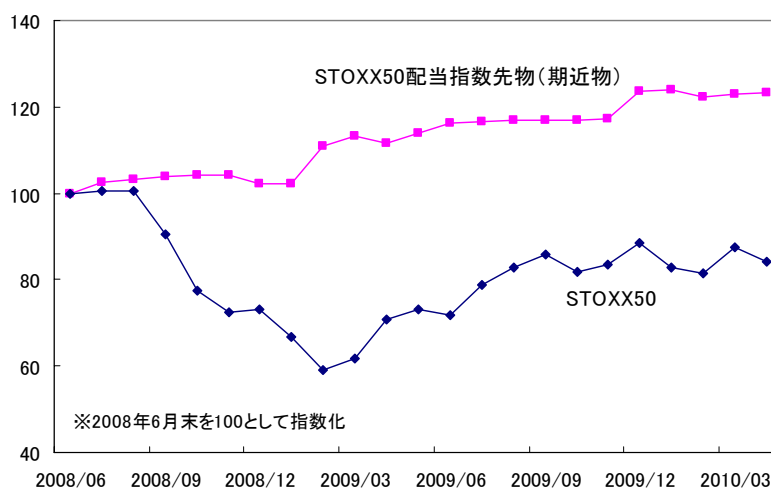
## (年金運用)：年金における配当指数の利用可能性を考える(2)

前回紹介した日経平均・配当指数および TOPIX 配当指数等の先物が7月26日に東証に上場される。今回は、日本に先行して2008年6月に導入されたユーロ STOXX50 配当指数先物の価格変動特性を分析し、日経平均・配当指数先物等の年金基金での利用可能性を考える。

まず、図表1は STOXX50 株価指数と STOXX50 配当指数先物の推移を示したものだが、リーマンショック(2008年9月)やその後の金融危機で株価が大きく下落した局面でも配当指数先物は横ばいであった。また、配当指数先物登場後の期間のリスク(リターンの標準偏差)は、STOXX50 株価指数が年率25.3%に対し、同配当指数先物は7.9%とだいぶ低い。

このように、株価指数と比べて配当指数先物の価格変動が小さいのは、理論的には株価指数が将来の無限期間の企業収益を反映するのに対し、配当指数先物は特定の1年間だけの企業収益(正確には配当額)を反映するからだ。特に、期近物(近物)の場合は当年度の企業収益を見通しやすく、先物価格を左右する「配当変動リスク」が小さいことが最大の理由と考えられる。

図表1：株価指数と配当指数先物の推移



(資料) Bloombergのデータから作成

次に、配当指数先物と他資産のリターンの相関を見てみる。ここでは、欧州の投資家にとっての内外株式、内外債券及びグローバル REIT という位置づけで、図表2に示した資産との相関を調べたところ、STOXX50 配当指数先物は全ての資産との相関係数が負となった。

図表2：STOXX50 配当指数先物と他資産の相関

位置づけ	インデックス	相関係数
国内株式	STOXX50	-0.19
外国株式	MSCI World Ex Europe	-0.20
国内債券	Barclays Capital Pan Euro Aggregates	-0.08
外国債券	Barclays Capital Global Aggregates	-0.23
REIT	S&P United States REIT	-0.33

(資料) Bloomberg、DataStream、Morningstar EnCorrから作成

株価指数だけでなく、債券やREITといった他資産との相関も低い理由は、前述のとおり期近物の価格変動要因が（無論、厳密には需給なども影響するが）「当年度の配当額のみ」であることに加えて、配当指数先物のリターンが構造的にプラスとなる可能性が考えられる。

どういうことかと言うと、配当指数先物の売り手は、将来の配当変動リスクをヘッジしているため、ヘッジ・コストを支払う必要がある。このヘッジ・コストは先物の買い手が受け取るので、配当指数先物のリターンがプラスになるという考え方だ（図表1に示した先物のリターンは、22ヶ月のうち16ヶ月がプラス）。

この考え方を確認するため、予想配当に比べて先物価格がどのくらい割り引かれているかを試算すると（図表3）、STOXX50および英FT100ともに、期先になるほどディスカウント率が高い傾向が見られる。限月までの期間が長いほどヘッジ・コストも高くなるはずなので、その分、先物価格のディスカウント率が高くなるとすれば、前述の考え方と整合的だ。

図表3：配当指数先物のディスカウント率（試算）

（単位：ユーロ、ポンド）

	年	期近・期先	①予想配当	②先物価格	ディスカウント率 (①-②)÷①
STOXX50	2010	期近	122.8	111.7	9.1%
	2011	1期先	125.6	111.9	10.9%
	2012	2期先	140.3	112.7	19.7%
FT100	2010	期近	209.9	198.6	5.4%
	2011	1期先	219.6	204.8	6.7%
	2012	2期先	239.5	206.6	13.7%

（注）2010年4月30日時点。予想配当はBloomberg予想。

（資料）Bloombergのデータを基にニッセイ基礎研究所作成

先物の買い手から見ると、より高いリターンを獲得する観点からはディスカウント率が高いほど魅力がある。しかし、期先になるほどリスクや株価との相関も高くなる点に注意が必要だ。図表1や図表2と同じ期間において、配当指数の『2期先物（例えば2010年なら2012年12月限）』は、リスクが年率45.4%、株価指数との相関係数は0.80と、かなり高くなった。

分析結果をまとめると、配当指数先物の価格変動特性は、①期近物はリスクだけでなく他資産との相関も低い、②先物の買い手は構造的に正のリターンが期待できる、③但し、期先物ほどリターンの期待値と同時に、リスクや他資産との相関も高い。

以上の特性から、年金基金における配当指数先物の利用方法としては、無論、配当指数が誕生したニーズと同様に、保有株式の配当リスクをヘッジする手段のほか、新しい資産クラスとして投資対象に加えることも考えられる。特に、他資産との相関が低い期近物はオルタナティブ投資の候補として検討に値するだろう。

また、運用機関では自社アナリストの配当予想に基づいて配当指数先物を売買する新しい商品の開発も考えられる。いずれにしても、日経平均・配当指数等が身近な存在となり、流動性に厚みが出ることを期待したい。

（井出 真吾）