

(年金運用)：外国債券投資のあり方を考える

外国証券投資は為替のリスクを内包しており、実は、為替取引はデリバティブの一種である。デリバティブを活用すると、フルインベストメントへの固執から離れることができる。為替ヘッジは、外国債券投資のみならず国内債券投資の枠組みでも有効な手法になり得るだろう。

日本の年金運用においては、マーケットタイミングを取らないことが是とされて来ている。ベースとなる考え方は、「中長期的な運用前提に基づいて基本ポートフォリオを作成し、ロングポジションのフルインベストメントを維持する。投資対象の時価変動によって基本ポートフォリオから乖離した場合には、リバランスを実行して基本ポートフォリオへと戻す」というものである。近年では、ダイナミックアロケーション等の手法を用いて、これらの基本的な考え方へチャレンジする動きも見られているが、近年のように円安株高が持続すると、国内株式や外国証券への投資が効を奏しており、枠組みの見直しは疎かになりがちである。実は、このように運用が順調な時期こそ、将来の市場変動に備えた思考実験を行うのに最適なものである。マーケットタイミングのリスクに完全に晒されるのは、決して容易ではないし快適でもないだろう。例えば、株価の上昇を見越して国内株式への配分を増やすといった機動的運用は、判断の是非が運用成果として端的に表れるし、判断材料等を揃え説明責任を果たすのが困難であることは想像に難くない。責任回避が重要な行動原則となっている担当者にとっては、容易には選択できないことだろう。そこで、マーケットタイミングを取らないという一般的な運営に含まれているフルインベストメント原則の適用柔軟化という観点から、今回は外国債券という資産クラスに眼を向けてみたい。

GPIFをはじめ、一般的な年金運用においては、外国債券のベンチマークをシティ世界国債インデックスに置いている。時価加重平均で算出されるシティ世界国債インデックス（以下、WGBI）に対しては、大きな借金を抱える国の債券を多く組み入れることになり、適切ではないという批判が少なくない。先進国の中で最も対GDP比で国債を多く発行しているのは日本であり、日本の投資家は外国債券とし ex.Japan で利用しているため、この問題の影響は小さい。海外の投資家は、より WGBI に対する課題意識が強く、実際には、財政健全度や GDP で加重を行ったり、国債以外の債券を加味した他のインデックスを利用する例も多い。

基本的な日本の年金の外国債券投資においては、基本ポートフォリオで定めた組入れ比率に応じた時価となるよう、外国債券で運用するファンドへ資金を投入する。その際、基本形としては、WGBI をベンチマークにした投資を採用することとなる。外国債券投資において超過リタンの獲得を目指すことについては、決して容易ではないという見方もあるが、年限構成や国別・通貨別配分といった様々な観点でアクティブ運用に取り組む価値があり、投資資金の規模等に問題がない限り、すべてをインデックス運用とする必要はないだろう。外国債券に投資する前提として、為替リスクはオープンでありヘッジ取引を行わない前提となっている。一方、報道されているように、生命保険会社の外債投資においては、かつて特定の会社が外国債券投資を全額フルヘッジで行うと表明した例もあるが、一般的には、内外の金利と為替相場に応じて、柔軟にヘッジ比率をコントロールしている。つまり、常に外債のリスクをフルに負っているのではなく、状況に応じてエクスポージャーのコントロールを行っているのである。

つまり、年金において、キャッシュという意味でのフルインベストメント原則から逸脱することが怖くても、一種のデリバティブ商品である為替を用いたヘッジ取引を導入することで、機動的にリスクをコントロールすることが可能なのである。つまり、状況に応じて為替のヘッジ比率を調整することで、リターンを高めることができる可能性がある。

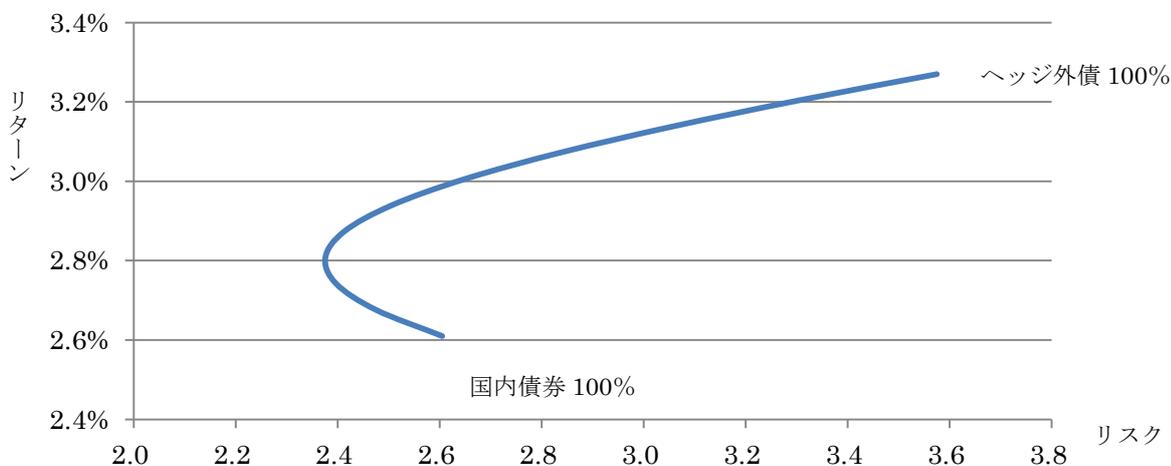
図表1 国内債券と外国債券のリスク・リターン

	国内債券 NOMURA-BPI	外国債券 WGBI	フルヘッジ外債 WGBI w/hedge
リターン(年率)	2.61%	7.64%	3.27%
リスク(年率)	2.60%	10.90%	3.57%
シャープレシオ	1.00	0.70	0.92
国内債との相関	—	0.14	0.30

注：データは1995年4月～2015年3月のもの

為替に関する金利平価の考え方に立てば、外国債券の為替リスクをフルヘッジしてしまえば、国内債券と同様のリスクリターンプロファイルになってしまう。こうした観点から、フルヘッジの外債ポジションを国内債券の枠に組み入れて考える年金も存在する。ところが、実際には、為替の動きが常に金利平価に沿ったものではないために、フルヘッジの外債で得られるリスクとリターンは、国内債券投資とまったく同じにならない。従って、ヘッジ外債を投資として利用し国内債券の資産クラスに組み入れるとしても、各々が図表1のような資産特性であるから、分散投資による効果を期待することも可能なのである。国内債券とフルヘッジ外債との2資産での分散効果を試算してみると、フルヘッジ外債を組入れることで、リスクを抑えたリターンの向上を図ることができる。また、国内債券とフルヘッジ外債との投資比率を、生保会社が実行しているように環境に応じて見直すとしたらどうだろうか。更なるリスクリターンプロファイルの改善が図れるのではないか。こうした国内債券とヘッジ外債との間の機動的なアロケーションを組み入れた商品を提供する運用会社もある。これらを活用することによって、低金利と来るべき金利上昇で苦しむことが必至の国内債券投資に工夫を加えることも面白いだろう。

図表2 国内債券とフルヘッジ外債の分散効果



注：データは図表1と同じく1995年4月～2015年3月のものによる

(徳島 勝幸)