

マイナス金利と為替ヘッジ付外国債券投資

日本銀行によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、本邦機関投資家の間では、外国債券を積み増す動きが出てきています。しかし、米国が利上げ局面に入った今、ドル需給の引き締めから為替ヘッジコストが高まり、為替ヘッジ付外国債券投資から得られるリターンが低下していくことも考えられます。そこで本稿では、為替ヘッジコストについて概説し、為替ヘッジ付外国債券投資の留意点についてとりあげます。

マイナス金利政策の導入後の市場環境

日本銀行が2016年1月に開催した金融政策決定会合で、金融機関が日本銀行の当座預金に預け入れる際の付利を0.1%から▲0.1%へ引き下げる「マイナス金利付き量的・質的金融緩和(以降マイナス金利政策)」が導入されました。

10年国債利回りは低下基調を辿り、2016年4月末まででイールドカーブはブルフラットニングしています(図表1、2)。また、残存12年程度まで、マイナス利回りの年限が長期化してきています。係る環境下、財務省公表の対外対内証券投資データによると、本邦機関投資家が外国債券投資を増加させていることがわかります。銀行は、2016年4月は期初の益出し¹から若干の売り越しとなりましたが、2016年2月と2016年3月には2兆円超の買い越し、生命保険会社は2016年2月から3ヶ月連続で1兆円程度の買い越しと際立っています(図表3)。

¹ 銀行はパフォーマンスを四半期で評価するため、期初に評価益である資産の利益を確定させる傾向がある。特に、パフォーマンスが良かった後の期初はその傾向が強い。

野村年金マネジメント研究会

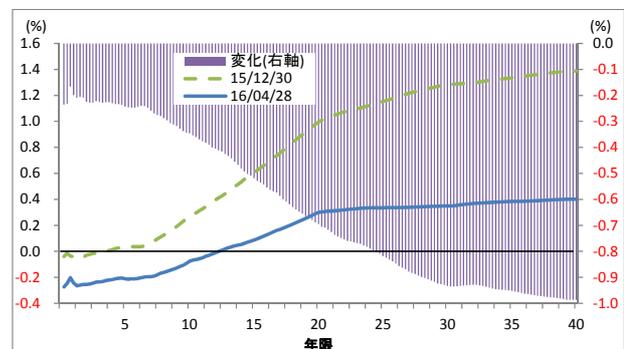
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 1 10年国債複利利回り推移



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表 2 国債イールドカーブ変化



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表3 本邦機関投資家によるネット外国債券投資

	(億円)		
	銀行	生命保険会社	信託銀行
2014年4月～2015年3月	45,097	17,795	30,586
2015年4月～2016年3月	44,079	55,240	29,516
2015年4月	-41,994	7,593	3,223
2015年5月	17,444	7,814	-1,717
2015年6月	-27,509	-35	-2,122
2015年7月	8,552	1,370	3,064
2015年8月	10,920	-113	7,245
2015年9月	30,350	2,282	1,921
2015年10月	5,403	4,790	2,915
2015年11月	3,286	4,032	2,042
2015年12月	-6,040	2,649	4,247
2016年1月	-734	663	1,505
2016年2月	21,574	10,040	5,749
2016年3月	22,828	14,153	1,443
2016年4月	-70	9,820	969

(出所) 財務省のデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

さらに、主要生命保険会社の2016年度運用計画によると、多くの生命保険会社が為替ヘッジ付外国債券及び為替オープン外国債券を積み増す意向を発表しています。

また、マイナス金利政策への対応について2016年2月に実施した弊社アンケートによると、多くの基金が「年金資産運用・年金制度になんらかの問題が生じる」と考えており、その約半数が対応を検討していると回答しました²。さらに、そのうち60%が国内債券の枠内での対応を検討しているとの回答が得られています。

国内債券の枠内でのマイナス金利への対応策として、①デュレーションの長期化、②社債等による信用リスクへの投資の拡大、③為替ヘッジ付き外国債券投資等が考えられますが、本稿では、③の為替ヘッジ付外国債券の現状について考察していきます。

為替ヘッジ付外国債券

1. 為替ヘッジ

外貨建て資産である外国債券投資には、金利変動リスクと為替変動リスクが伴います。為替ヘッジ付外国債券は、デリバティブを用いて為替変動リスクを排除(為替ヘッジ)したうえで、

² 有効回答数109件のうち67%。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

外国債券へ投資する手法です。

為替ヘッジの手段としては、主にフォワード取引(為替予約)とベシススワップ取引が用いられます³。また、ヘッジの期間については、日本銀行の「わが国における店頭デリバティブ市場残高調査」によると、為替ヘッジのためのデリバティブ取引の残高は、期間1年未満の取引が約67%を占めており、短期的なヘッジが多いことがわかります⁴。しかし、長期的な投資ホライズンを持つ年金はより長い期間の為替ヘッジを行うことでヘッジのロールリスクを抑制することも選択肢になり得ると考えます。

ここで、銀行と生命保険会社について、為替リスクの考え方の違いを確認します。まず、銀行は、短期金融市場で外貨を調達し、外貨建て資産に投資するため、実質的に為替リスクを負っていません⁵。しかし、生命保険会社は、基本的には負債(将来の保険支払いのための準備金等)が円建てであり為替リスクをヘッジするインセンティブが高いと考えられます⁶。

2. 為替ヘッジ付外国債券投資の留意点

為替ヘッジ付外国債券へ投資すると、為替変動のリスクをヘッジするためのヘッジコストを

³ フォワード取引は、取引最終日の為替レート(取引開始日の為替レートとは異なる)を取引開始日に決定し為替リスクをヘッジする。ベシススワップ取引は、期中に変動金利交換を行うことで取引開始日と取引最終日の為替レートを一致させ、為替リスクをヘッジする。

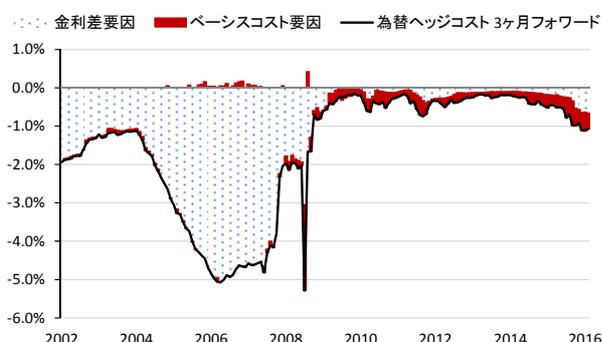
⁴ 1ヶ月や3ヶ月のフォワード取引が主流。Citi WGBIでは、1ヶ月のフォワード取引によるヘッジを前提としている。

⁵ 保有する債券を担保にした短期資金調達であるレポ取引での外貨調達が一般的で、長短金利差のリスクはある。また、レポ取引によるリスクを大きくとれない場合は、フォワード取引やベシススワップ取引等を利用するケースもある。

⁶ 決算書によると、フォワード取引、ベシススワップ取引、オプション取引によるネット外貨売建てによるヘッジ比率は50%程度。但し、1年未満のフォワード取引が大半。

負担しなければなりません。ヘッジコストについて、リーマンショック以前は、内外金利差要因だけでほぼ決定されていたため、従来は、リスクリターン分析の際に、簡便的に内外金利差が用いられてきました。しかし、現在では、ベースコスト要因⁷が全体のコストの40%を超えるまで拡大してきています(図表4)。そのため、為替ヘッジ付外国債券の利回りをより正確に把握するためには、ヘッジコストとしてベースコストも考慮する必要があります。

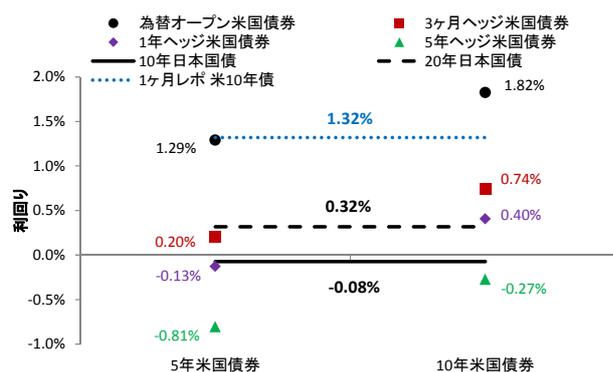
図表4 為替ヘッジコストの要因分解



(注) 3ヶ月フォワード取引を、3ヶ月 Libor による日米金利差要因とその他ベースコスト要因に分解。

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表5 利回り分析



(注) ヘッジコストは、フォワード取引を前提としている。

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

以上の点を考慮したうえで、2016年4月末時点での為替ヘッジ付き米国債券の利回りと日本国債の利回りを比較したのが図表5です。銀行の一般的な投資手法であるレポ取引による10年米国債券投資であれば1.32%の利回りが確保できている一方、3ヶ月為替ヘッジ付きの利回りは0.74%まで縮小します。それでも、20年日本国債0.32%よりは高い利回りが確保できますが、為替ヘッジコストの上昇によるロールリスクを考慮し、長めの期間の為替ヘッジをかけると、1年為替ヘッジ付きでは0.4%、5年為替ヘッジ付きではマイナスの利回りになってしまいます。長めの期間の為替ヘッジをかけつつプラスの利回りを確保するためには、社債やMBS等、金利リスク以外のリスクをとリスペッドの上乗せを目指すことが求められます⁸。

まとめ

日本銀行によるマイナス金利政策導入後、本邦機関投資家が外国債券を積み増す動きが出てきています。年金基金においても、マイナス金利への対応の選択肢として、為替ヘッジ付外国債券投資が考えられます。しかし、米国が利上げ局面に入った今、ドル需給の引き締めからヘッジコストが拡大し、為替ヘッジ付外国債券投資から得られるリターンがさらに低下していくことには注意が必要です。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月13日(月)

発行予定です。

⁷ フォワード取引から金利差要因を除いた部分をベースコスト要因としている。

⁸ 社債投資によるクレジットリスクや、MBS投資による早期償還リスク。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

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、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。

野村証券株式会社

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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。