

## 不確実な世界での為替ヘッジ戦略



ピラー・ゴメス・ブラボー, CFA  
債券ポートフォリオ・マネジャー



ロバート・スペクター, CFA  
債券ポートフォリオ・マネジャー



オーエン・D・マーフィン, CFA  
債券運用部門インスティテュー  
ショナル・ポートフォリオ・  
マネジャー

### 要約

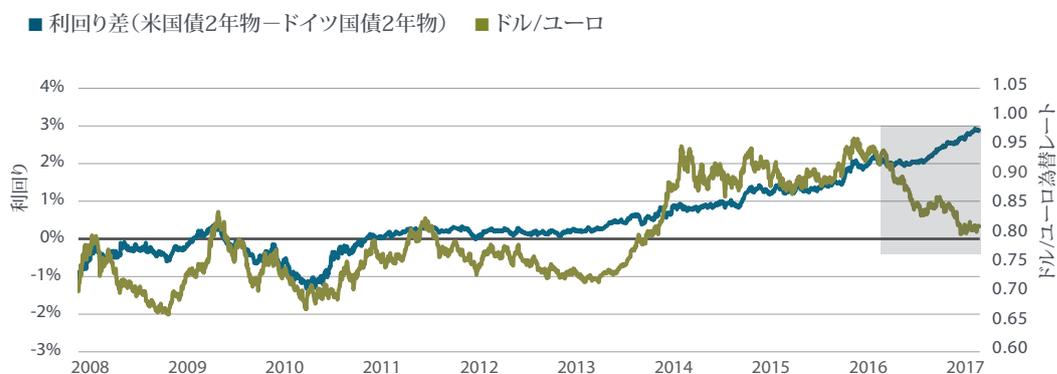
- 先進国を対象としたグローバル債券ポートフォリオの場合、為替ヘッジ付ベンチマークを選択することによりメリットを得られます。為替のアクティブ・リスク水準を慎重に検討した上で運用すれば、様々なアルファの源泉となります。
- ヘッジコストの上昇と長期に継続する通貨ベース（需給要因等により発生する上乗せ金利）により、欧州・アジアの投資家からのドル建て資産に対する選好が減退しています。これはアセットアロケーションにとって重要な意味があり、米国債券への戦略的な資金流入を減速させる可能性があります。
- 為替ヘッジを熟慮することは、クレジット債の銘柄選択、ポートフォリオの構築、「バイ・アンド・ホールド」戦略での目標利回り達成にとって極めて重要であると考えます。

2017年は、低ボラティリティの1年として記憶されることになるでしょう。量的緩和縮小が進む環境下でも世界経済の同時成長が見られたことや、ポピュリズム台頭の中で行われた欧州各国の選挙において懸念された程の波乱が起きなかったことから、2016年とは異なり、大きな市場変動要因とはなりません。債券のリターンは大変好調だった一方、ボラティリティは過去最低水準となりました。これに伴い、シャープレシオはかなり高水準となりましたが、近時のボラティリティの上昇と中央銀行による金融政策の転換を踏まえると、2018年に再びこの状況が繰り返される可能性は遠のいているようです。

米金利の上昇に伴い金利差が拡大する中、市場のコンセンサス予想とは逆にドル安となり、多くの投資家が不意を突かれる形となったことから、為替取引は金融市場では唯一、高ボラティリティが続くアセットクラスとなりました（図表1参照）。一方、円はリスクオンの環境や日銀の金融政策調整の遅れにもかかわらず、急激に値を上げました。

2017年のこれら従来の常識からやや外れた動きは、マクロ戦略ヘッジファンドのパフォーマンスが低迷する要因となりました<sup>1</sup>。これらの事実は、為替の動きが、ベンチマーク・リターンとアクティブ運用のパフォーマンス双方にとって如何に重要かを示しています。債券自体のリターンは今後、近年の水準より低下すると予測されていることから<sup>2</sup>、為替のリターン次第で債券ポートフォリオ全体のパフォーマンスが決まってしまう事態が想定されます。このため、ベンチマークを為替ヘッジ付とし、ヘッジ付ベンチマークを中心に為替レンジを設け柔軟にアクティブ運用を行うことを推奨します。

図表1: 米国債・ドイツ国債2年物の利回り差とドル/ユーロ為替レート



海外債券への関心は、外貨エクスポージャーが追加的にもたらす分散メリットを期待できるという点で正当化できます。また、複数の通貨で外貨準備を保有する必要のある（あるいは要求される）投資家もいます。他に、円やドルなど自国通貨が長期的に下落するという見通しから、敢えて意図的に長期間ヘッジなしのエクスポージャーを保有する投資家もいます。

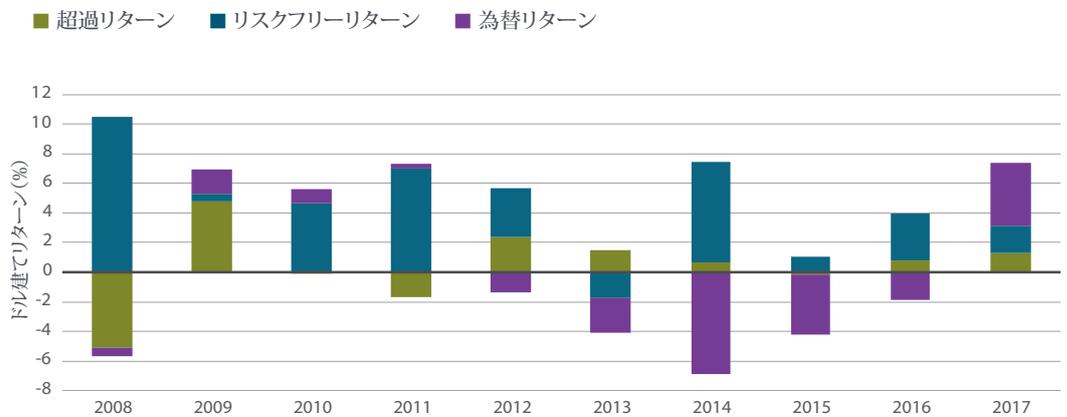
「ヘッジなし」のアプローチは、限られた特定の目標達成には役立つ可能性があるものの、統計データの分析結果からは、この手法を広く推奨することはできません。過去の実績データをみれば、為替の変動が、先進国債券のような低利回り・低収益のアセットクラスのリターンを軽く呑み込んでしまうことがわかります。

クレジット債券への投資は、国債等リスクフリー債券のリターンのクッション役となり得るものの、為替のリターンは時期やインパクトの観点でかなり大きく変化します（図表2参照）。こうしたリターンの不確実性やボラティリティの水準は、より長い投資期間を想定したとしても、殆どの債券投資家にとり高過ぎると思われれます。グローバル債券のベンチマークを、為替ヘッジ「あり」とするか「なし」とするかで生じるボラティリティ（年率）の変化は、他のアセットクラスと比較して歴然としています（図表3参照）。

BCAリサーチによる主要国債券市場に関する最新の長期調査によると、「ヘッジなし」のグローバル債券の場合は、日本を例外として、投資家に低リターン・高ボラティリティを強い結果が示されています<sup>3</sup>。「ヘッジあり」のグローバル債券では、特にカナダ・オーストラリア・ニュージーランドにおいて、リスク調整後のパフォーマンスが向上しています。

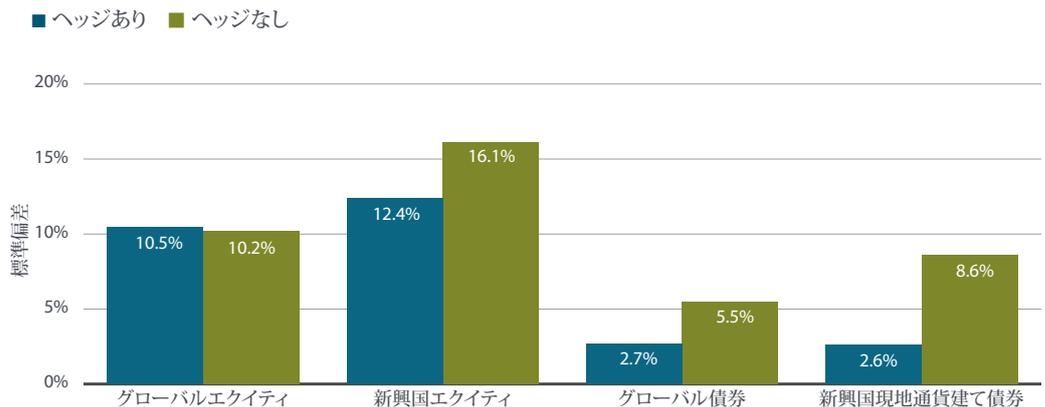
海外債券投資に関心を寄せる投資家は、  
外貨エクスポージャーが追加的にもたらす分散メリットを  
期待できるという点で正当化できます。  
また、複数の通貨で外貨準備を保有する  
必要のある（あるいは要求される）投資家もいます。▲

図表2: ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数 リターン内訳



出所: ブルームバーグ・バークレイズ指数(グローバル総合指数の超過リターン及びトータルリターン)。両者の差異がリスクフリーリターンと定義される。ブルームバーグ・インデックス・サービスズ・リミテッド("BISL")は、ブルームバーグL.P.(ブルームバーグL.P.が所有するその他関係会社と併せ「ブルームバーグ」と総称)の完全所有子会社。(2008年12月31日～2017年12月31日:年次データ)。

図表3: ボラティリティ比較(2015～2017年:年率平均)



出所: ブルームバーグ、MSCIグローバル、S&P US、JPモルガン、バークレイズキャピタル(2015年1月1日～2017年12月31日)。各指数とも税引後トータルリターンで算定。算定に使用した週次リターンは計算上ドル建てに転換。ボラティリティは2015年・2016年・2017年の年率ボラティリティの単純平均。

## アクティブ運用における為替リスクの乖離限度枠

ベンチマークの為替方針を策定した後に検討すべきことは、アクティブマネジャーに対しニュートラルポジションからの乖離を適度な範囲で許容する柔軟性、もしくは乖離限度枠をどうするかです。為替のアクティブ・リスクは、わずかな乖離幅であっても、他のアクティブ・リスク(例:投資適格債券の銘柄選択)に起因するトラッキングエラーに匹敵するため、この検討は重要な要素です。しかも為替はデリバティブ(フォワード取引等)を使い簡単に取引できるため、アクティブマネジャーがより大きなリスクを取る誘因となり、取引量が増加してしまいがちです。

アクティブな為替運用は、他とは相関のないアルファの源泉になると考えられる点も重要です。特にアクティブマネジャーが、全般的に市場の方向性にベットするスタイル(例:単一通貨でベンチマークから大きく乖離する)からは距離を置き、レティブバリュー戦略を採用する場合には、そうした傾向となります。

ベンチマークからの乖離限度枠の設定に際しては、以下の点に留意することが求められます。

- マンデートの特性やベンチマークの特徴（新興国市場のエクスポージャーを含む） – 低アルファでクレジット債券中心のマンデートは、マクロ・ドリブンのオポチュニスティック戦略や、制約のないアンコンストレインド・タイプのマンデートと比較した場合、為替リスクに関するアクティブ度合いは、より厳格な制限を課すべきです。新興国市場を含めるマンデートにした場合、高金利通貨のキャリーを生かすポートフォリオ構築も可能となります。
- 国別マクロ経済分析 – 運用会社には、広範で様々な角度から行う国別分析をベースに、景気サイクルの異なる各国間の相対比較やアノマリーを活用する投資プロセスが必要です。
- リスク管理システム – アクティブな為替運用と他のリスク（特に信用リスク）との相関を組み込んだ強固なリスク管理システムも必要です。

アクティブな為替運用では、マクロ経済の投資テーマを考える際、とりわけグローバル債券総合指数のような時価総額加重平均タイプの指数には多くの低ウェイト国（例：スウェーデンやメキシコ）が含まれているため、より柔軟に対処することができます。低ウェイト国で金利上昇が見込まれる場合に、その国債をネット・ショート（空売り）にできない制約下では、保有しないことでトラッキングエラーやパフォーマンスへの影響を限定することができます。金利上昇によって当該通貨に上昇圧力がかかると判断する場合は、為替ポジションのみに反映させ、リスクに対して、より効果的なポジションを取ることができます。このように、アクティブマネジャーは、主要国市場以外の金利にもきめ細かく目を配ることができます。

さらに、アクティブマネジャーは、地理的・経済的に結び付きの強い2国間における市場の一時的な変動をうまく利用することもできます。例としては、ノルウェークローネ/スウェーデンクロネ、豪ドル/ニュージーランドドルなどです。

## ヘッジコストとドル不足

欧州とアジアの中央銀行が採る量的金融緩和策の影響は多方面に及んでいますが、投資家の高利回り追求もその一つです。米国以外の殆どの投資家にとっての解答は、多様性に富み流動性の高い米国債券市場にあり、多くの場合、自国市場と比べ魅力的な利回りを提供しています。

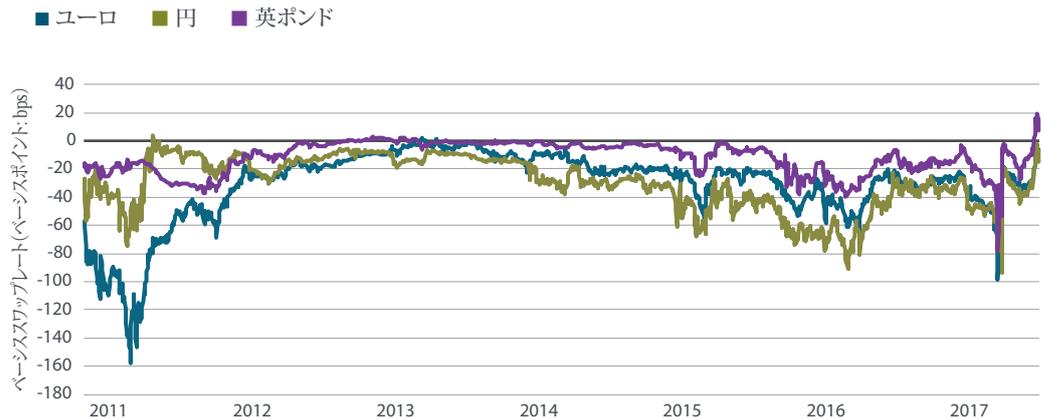
しかし、この戦略は現在、ヘッジコストの上昇という逆風に直面しています。世界経済は異例の同時成長の中にありながら、金融政策は国ごとに異なっています。この状況が続く限り、米国外の投資家にとって米ドルのヘッジコストは高く、今後も上昇する可能性があります。

さらに、米ドルに対する需要が高まる度に、繰り返し構造的米ドル不足が生じることになります。特に12月末にかけて不足感が増幅され、一段のヘッジコスト高を招きます。この米ドル不足の影響は、専門用語で通貨ベースとして知られていますが、米ドルを確保して為替ヘッジによりユーロや円といった自国通貨に戻そうとする投資家に追加的なコストを強いることになります。

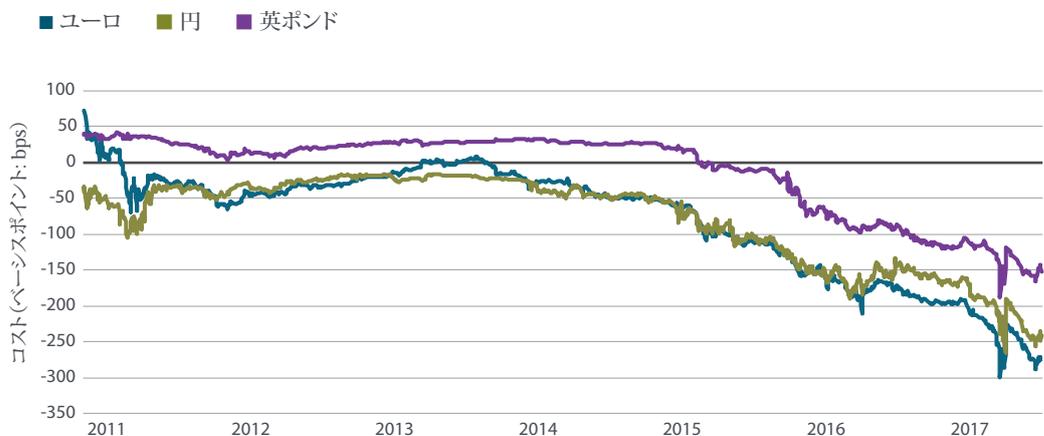
この追加的ヘッジコストは経時的に大きく変動します（図表4参照）。2017年12月には、年超えの資金調達圧力に絡み、大幅な急騰を見せました。また、2011年後半には、米ドルの出し手がユーロ圏分裂の可能性を危惧し、ユーロ需要が減少したため、ドル/ユーロ間の通貨ベースが著しく拡大しました。

投資家の多くは、カウンターパーティ・リスクを抑え、また、取引コストを下げるため、通常、短期の為替ヘッジ（例：3カ月）を用いますが、これに伴い、当初想定していなかったような中央銀行間の金融政策の乖離と通貨ベースリスクに晒されます。図表5は、英ポンド、ユーロ、円ベースのそれぞれの投資家から見た、金利差と通貨ベースを考慮に入れた米ドルのヘッジコストの推移を示しています。

図表4: 通貨ベースの推移



図表5: 米ドルヘッジの年率利回りへの影響



## 米ドル資産に対する強い需要は継続可能か

ヘッジコストがこれ以上さらに上昇してもドル資産への投資意欲は継続するのでしょうか。中国が米国債を大量保有していることはよく知られていますが、日本や台湾等、他のアジアの投資家も米国投資適格債券やモーゲージ証券の積極的な買い手です。これらクロスボーダーの資金フローは、米国債券市場の非常に強いテクニカルサポート要因となりましたが、一旦流れが変わると混乱を引き起こす可能性があります。

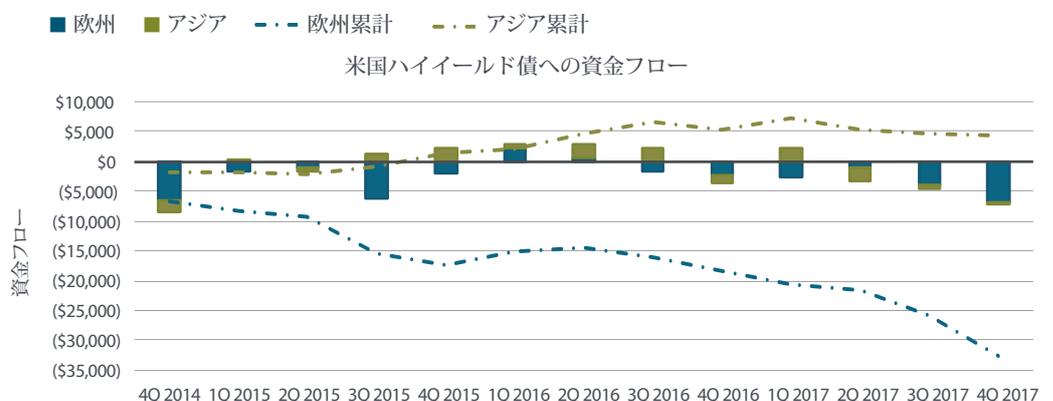
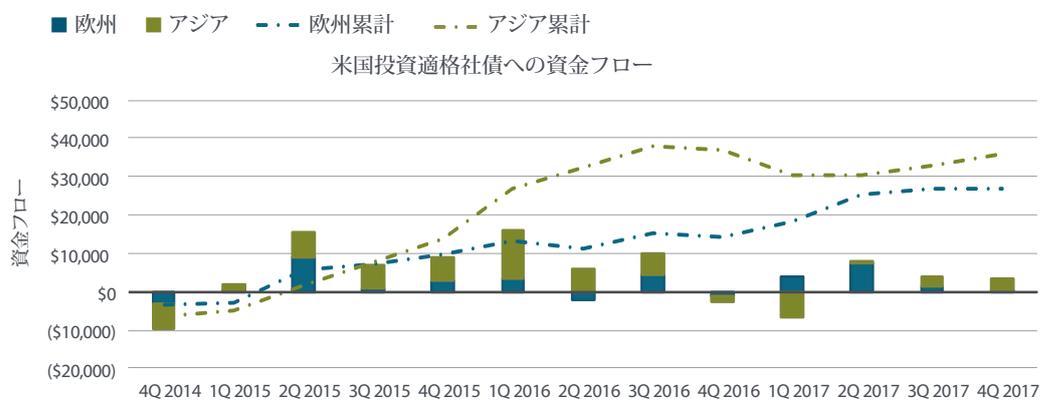
加えて、財源不足の中、米国の財政支出が拡大することによって、投資家の注目が双子の赤字（財政赤字と経常赤字）拡大に向けられると、海外投資家による米ドル資産購入の継続にも疑問符が付き、長期的米ドル安局面の前触れとなるかもしれません。

ヘッジコストとドル建て資産のバリュエーション評価（スプレッド、イールドカーブ形状等）は絶え間なく変化するため、こうしたアセットアロケーションの議論は複雑なものとなります。しかし、ヘッジコストの上昇により、ドル建て資産は他の選択肢より必ずしも好ましいものではなくなっていると云うことができます。今後、ヘッジコスト控除後のリターンや、クロスボーダー資金フローの減速が、一層大きく注目されると予測していますが、市場では既にいくつかの実証例を見ることができます（図表6参照）。

米国外の投資家は、ドル建て資産の場合、デュレーション・リスクをなるべく避けるため、期近物（但し、イールドカーブ上で現在は相対的に低利回り）へ向かう傾向にあります。その結果、新興国短期債券やバンクローンといったアセットクラスが選好される可能性があります。同時に、ユーロのヘッジコストの方がはるかに低いので、アジアの投資家なら、量的緩和策の出口戦略で相場に変調が生まれ、欧州周辺国やユーロ建て投資適格債券の利回りが上昇する投資機会を活用するでしょう。

欧州と日本の投資家から見たヘッジコスト控除後の利回りを、それぞれ主要な債券アセットクラスで比べると、米国投資適格債券とユーロ投資適格債券とでは利回りに僅かの差しかない一方、欧州の長期債は、中期ゾーンでスティープ化しているイールドカーブを反映し、有利な利回りを提供しています（図表7参照）。

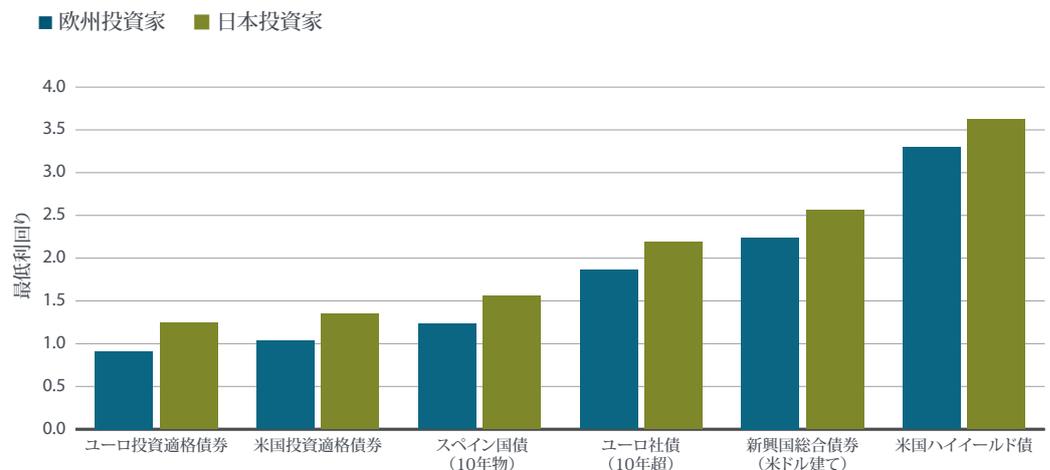
図表6: アジア・欧州から米国投資適格社債・ハイイールド債への投資



出所: eVestment Alliance LLC (2014年12月31日～2017年12月31日:四半期データ)。

金利差と通貨ベースのボラティリティがもたらすヘッジコストの上昇により、海外投資家は米国債券の購入を再考しており、その結果資金の流入が減速しています。今後、投資家はヘッジコスト控除後の利回りを一層重視し、本国金利や他国の代替市場と比較した上で投資判断すると予想されます。▲

図表7: ヘッジコスト控除後の利回り



出所: ブルームバーグ、パークレイズ、MFS(2018年4月6日時点データ)。

## ポートフォリオの管理と構築

債券利回りがマイナスかゼロ近辺では、たとえベンチマークの大部分を構成する債券であっても、あまりの割高さが嫌気され、投資家はその市場を敬遠しがちです。云うまでもなく、日本が典型的な例です。「イールドカーブ・コントロール」として知られる異形の量的緩和策とマイナスの短期政策金利が並行して実施され、イールドカーブの大半がマイナス圏に沈んでいます。日本は先進国債券指数の中で極めて大きなウェイトを占めていますが、ベンチマークに対してアンダーウェイトしようとする投資家の動きは無理からぬことです。

通貨ベースという現象が意味するところは、債券を利回りのみで見ると判断を誤る可能性があるということです。利回りだけでの判断では、右肩上がりで傾斜のきついイールドカーブから得られるロールダウン効果のリターンだけでなく、ヘッジ益の機会も無視することになります。

ベンチマークが米ドルベースでヘッジ付のマンデートの場合は、特にこのことが当てはまります。上述した米ドル不足は、裏を返せば、円建て債券を購入し米ドルにヘッジして利回りを実現する米国の投資家にとって利益となります。日本国債2年物を購入して米ドルにヘッジすると、同じ2年満期の米国債よりも52bp高い利回りになると知って驚く米国の投資家もいるかもしれません(2018年4月27日現在)。この計算事例は、現在のグローバル債券ポートフォリオ構築の重要な問題点を浮き彫りにしています。つまり、日本への過小投資の影で米ドル・キャッシュが滞留しているのです。日本の短期金利が劇的に上昇しなければ、利回りがマイナスの日本債券への投資であっても、ポートフォリオにプラスをもたらします。

通貨ベースがもたらす興味深い投資機会は、これ以外にも、複数の通貨建てで起債する発行体がよく利用する通貨間のレラティブバリュー分析にも見られます。大企業の財務部門は一般に調達ニーズに応じて複数の通貨で起債しますが、同じ発行体の債券であればアセットスワップベースで通貨間の比較ができます。すると、時折起こる上述の通貨ベースの歪みは、米国投資家の観点からは、ユーロ建てや円建て債券の方が、同じ発行体が出しているドル建て債券と比較して魅力的になるタイミングを意味します。

また、ドメスティック・バイアスや量的緩和策が、通貨ベース以上に歪みが引き起こす可能性もあります。例えば、欧州中央銀行による社債購入プログラム（CSPP）は、ユーロ圏の企業がユーロ建てで発行した債券を購入対象としていることから、該当する社債が他の通貨建て債券と比べ品薄になっています。一方、ブレグジットによって英国債券が海外投資家から嫌われるようになった結果、国内に多くの買い手を抱える英ポンド建て債券と比較し、ユーロ建て・ドル建て英国債券の価格は下落しました。アクティブマネジャーであれば、こうした市場の歪みを利用することで顧客に付加価値を提供できると考えています。

### バイ・アンド・ホールド戦略における為替リスク

バイ・アンド・ホールド戦略は、明確な満期の存在、分散、定期的なインカムゲイン、目標利回りといった魅力的な特徴を備えていることから、近年債券投資家の間で人気が増大しています。但し、米ドル建て債券を抜きに、米国外の投資家が魅力的な利回りを得ることはますます困難になっています。

一方、バイ・アンド・ホールド戦略で多通貨分散のポートフォリオを検討する場合は、複雑性が相当増してしまい、ヘッジ方法とコストに関し余程十分な事前準備がないと、リターンは予想利回りから大きく外れてしまう可能性があります。バイ・アンド・ホールド戦略特有の魅力の一つは予想利回りの確実性が高いことであり、それを期待している投資家なら、為替動向次第で振り回される事態を見たいとは思わないでしょう。同時に、為替ヘッジは想定していた達成可能な利回りを著しく損なう危険性もあり、投資家はこのことをよくよく認識しておかなければなりません。3カ月ヘッジのように、従来よく使われてきた為替ヘッジの手法でさえ、目標リターン達成の確実性を大きく低下させます。

最適な為替ヘッジのプログラムには、アセットスワップを活用した分散ポートフォリオのための煩雑な手法が必要と考えています。個々の債券が生む将来キャッシュフローを一件ずつベース通貨にヘッジし、ベース通貨建て以外の債券から得られるスプレッドのメリットを確保しようとするものですが、この手法だと非常に多くの長期スワップ契約を締結する必要があり、しかも、締結後に反対取引を行うのは困難です。つまり、ポートフォリオ内で債券の組合せを柔軟に変更することは難しいということです。クローズドエンド型のスキームであれば可能かもしれませんが、資金フローや信用リスクの状況変化を考えるなら、ある程度は銘柄の入替えの必要性を見しておくべきでしょう。その入れ替えは、必然的にスワップの反対取引を行う際の複雑さを増すこととなります。

---

バイ・アンド・ホールド戦略において想定リターンが設けられる場合、  
為替リスク・ヘッジコスト・ヘッジ方法の検討を  
入念に行う必要があります。▲

---

## 結論

グローバル債券の投資家は、為替ヘッジ戦略とそのポートフォリオへの影響に細心の注意を払うべきです。ヘッジなしのベンチマークの場合、ある特定の投資目標達成には役立つものの限定的であり、実際多くの投資家は、ベンチマークはヘッジ付とし、乖離限度等制約の範囲内で柔軟にアクティブな為替運用を行うタイプを選択しています。

金利差と通貨ベースのボラティリティによるヘッジコストの上昇を受けて、海外投資家は米国債券の購入を再考しており、その結果、資金流入が減速しています。今後、投資家はヘッジコスト控除後の利回りを一層重視し、自国金利や他国の代替市場と比較した上で判断すると予想されることから、米ドル資金は高利回りでデュレーションの短いアセットクラスへと流れると思われます。また、ユーロの利回り上昇が起きれば、欧州債券に資金が向かうと見えています。

米ドルベースの為替ヘッジ付ベンチマークで運用する米国投資家が、低利回りであるユーロ建てや円建ての資産を非保有とする際は、その機会費用に細心の注意を払う必要があります。

同じ発行体の債券であっても、複数の通貨間でスプレッド評価が変化することから、銘柄選択によってさらなるアルファが得られる可能性があります。パイ・アンド・ホールド戦略において想定リターンが設けられる際、為替リスク・ヘッジコスト・ヘッジ方法の検討を入念に行う必要があります。▲



## 巻末注

<sup>1</sup> インスティテューショナル・インベスター誌「マクロヘッジファンドマネジャーが存続できない理由」(2018年2月2日)

<sup>2</sup> MFS長期資本市場予測(2018年1月)

<sup>3</sup> BCAリサーチスペシャルレポート「外国国債に投資する理由」(2018年3月12日)

異なる表記がない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当資料は、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(MFS)および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性及び完全性を保証するものではありません。当資料は作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料のデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。当資料は特定ファンドの勧誘を目的とするものではありません。当資料に基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第312号

加入協会:一般社団法人 投資信託協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会