

2021年3月16日

金利リスクをヘッジすることの妥当性について検証する

トム・マッカータン, FIA, CFA, プリンシパル, ライアビリティ・ドリブン・ストラテジー

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

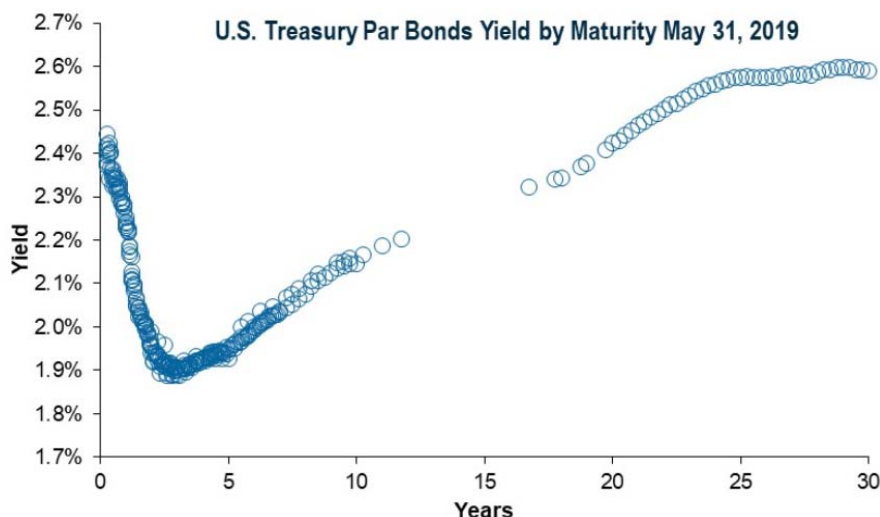
足元の米国長期金利と株価の上昇によって、米国の企業型確定給付年金の抛出現状は93%近くにまで改善された。¹ こうした抛出現状の改善および高い金利水準を背景として、年金スポンサーである多くの事業主は、年金債務の金利リスクのヘッジ率を高めるべき時期に差し掛かっているのかという疑問を投げかけるようになっている。

本稿では、年金債務の金利リスクのヘッジがリターンにどのような影響を及ぼすのかを評価するための基本的なアプローチ方法について取り上げる。このアプローチ方法は、将来にわたるキャッシュ運用リターンと長期債のリターンについて比較を行う。キャッシュ運用による将来的なリターンが低水準に留まるとの我々の見通し、および米国債のイールドカーブが足元でスティープ化していることを考慮すれば、確かに年金スポンサーである事業主は年金債務の金利リスクのヘッジ率を高める好機に差し掛かっている可能性があると考えられている。

2018年後半から2019年にかけて逆イールド現象が発生

2018年後半から2019年にかけて、米国の債券市場において逆イールド現象が発生していたことを覚えているだろうか？ 今となっては、遠い過去の出来事のように感じられる。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大以前には、1年以上もの期間にわたって逆イールド現象が市場参加者やメディアの注目を集めていた。

図1：遠い過去の出来事：2018年後半から2019年にかけて米国の債券市場では逆イールド現象が発生していた



出所：ブルームバーグ、2019年5月31日現在

世界金融危機後、連邦準備制度理事会（FRB）はゼロ水準だった政策金利の引き上げを開始するまでに7年を要し、2回目の利上げを実施したのは更にその1年後だった。その後、2018年後半にFF金利は2.5%に達し、逆イールド現象が発生した。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

なぜ逆イールド現象が発生したのか。これは、パウエル FRB 議長による利上げサイクルはすでに中立金利を上回っており、もはや「中立金利まで、まだ距離がある」金利水準ではないということを市場が示していたからだと考えられる。

3.6%の失業率、景気サイクルに支えられた 1 兆米ドル規模の減税政策、潜在 GDP 成長率を上回る経済成長にも拘わらず、米国のインフレ率は頑なに低位で推移していた。逆イールド現象は、過去における実質中立金利よりも、現時点の実質中立金利の方が遥かに低い可能性があることを示唆するものであった。

最終的に FRB は、金利水準が中立金利を上回っていることを認識し、コロナウイルス感染拡大前の時点で政策金利を 1.75%にまで引き下げたが、更なる利下げについても準備していたように見受けられる。

年金債務は長期債の利回りで評価されるが、何故これが年金債務に基づいた投資（LDI：Liability Driven Investment）の投資家にとって重要なのか？

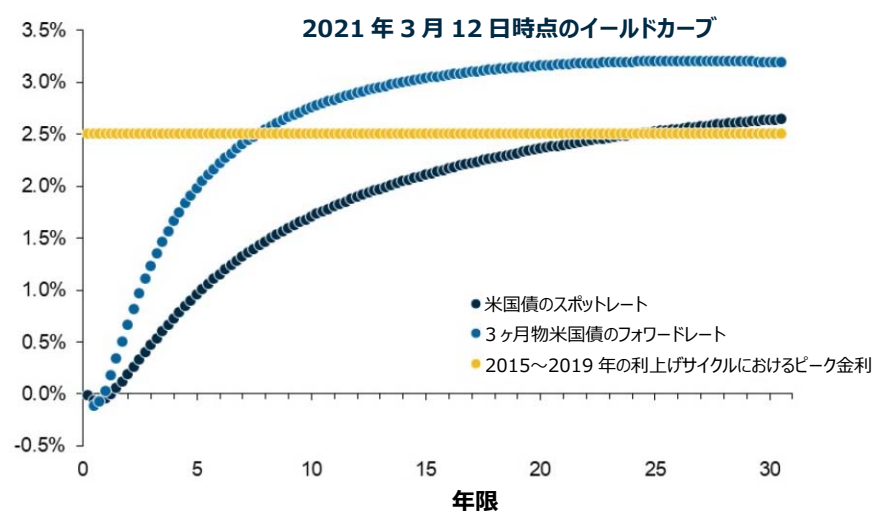
年金債務は信用力の高い社債の利回りで評価されるが、社債の利回りは米国債利回りと信用スプレッドに分解することができる。² 右上がりの米国債イールドカーブは、時間の経過と共に年金債務にキャリアおよびロールダウンによるリターンの両方をもたらす。

金利リスクをヘッジするという意思決定を行えば現状の米国債イールドカーブの傾斜（スティーブ化度合）を確保することになる一方で、ヘッジしないという意思決定を行えばキャッシュ運用を続けることと等しくなる。³ 足元のイールドカーブに織り込まれている短期（キャッシュ）のフォワードレートの上昇が将来的に実現しない場合、現状のイールドカーブのスティーブ化度合をヘッジすることによってキャッシュ運用をアウトパフォームし、企業型確定給付年金の拠出状況は改善されるであろう。逆に、今後の短期金利の上昇が現状イールドカーブに織り込まれているフォワードレートを上回った場合、イールドカーブのスティーブ化度合をヘッジしない方がアウトパフォームすることになる。

キャッシュ運用による将来的なリターン予想と長期債によるリターンを比較することで、金利リスクのヘッジ率に関する意思決定を単純化させることができる。そこで、足元のフォワードレートに注目し、これらのフォワードレートが実現する可能性について検証する。

米国債のイールドカーブは 2020 年後半以降、大きくスティーブ化している。このように足元で米国債のイールドカーブがスティーブ化する中、図 2 は、3 年先の 3 ヶ月物米国債のフォワードレートが 1%、5 年先では 2%、その後の 25 年は 3%を超えることを示している。

図 2：現時点における 3 カ月物米国債のフォワードレート



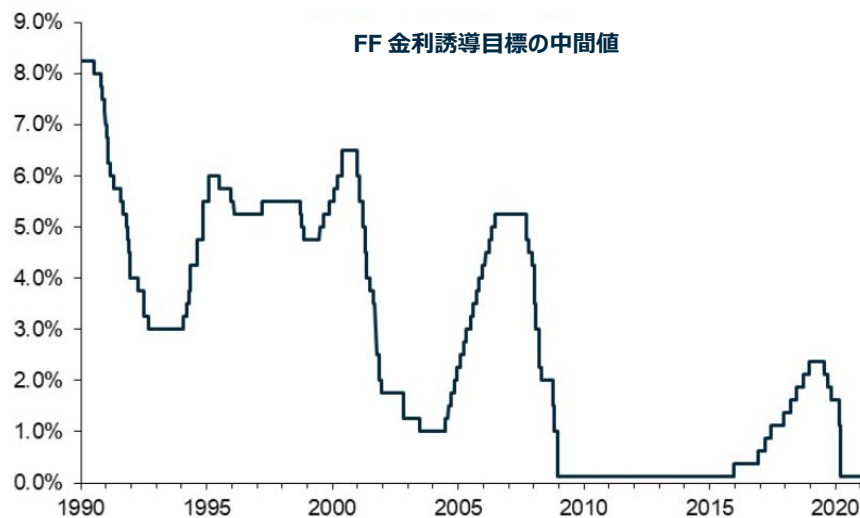
出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021年3月現在

我々の予想では、今後 30 年間にわたり、このような短期金利の軌道が実現する可能性は非常に低く、実現したとしても一時的に留まると考えられる。これは、こうしたフォワードレートが単に市場が予測する今後の短期金利の推移のみを織り込んでいる訳ではないことにも由来している。即ち、フォワードレートやイールドカーブの傾きには、デフレーション・リスクの代償であるターム・プレミアムも織り込まれている。しかし、

LDI の投資家にとって、これは年金債務の金利リスクの軽減に対する代償を意味する。投資に際してリスク軽減に対して代償（報酬）が支払われるのは常に歓迎すべきことである。

これに加え、新たに導入された柔軟な平均インフレ目標（FAIT）を背景として、FRB は景気後退局面が終わった後も暫くはわたって政策金利をゼロ近辺の水準に維持する意向であると我々は考えている。今回の景気後退局面から次の景気後退局面の間における利上げは、2015～2019 年における利上げと同様に、利上げ幅および利上げサイクルの期間が非常に抑制的なものとなる可能性が高い（図 3）。したがって、FRB が政策金利をゼロ近辺の水準からどうにか引き上げられるにしても、過去の事例と比較しても利上げ再開までにはより長い時間を要し、これまでよりも低い金利水準でピークアウトすることが見込まれる。

図 3：平均インフレ目標により、FRB はより長期にわたって金利水準をゼロ近辺に維持する可能性がある



出所：ブルームバーグ、2021年3月現在

2019年に発生した逆イールド現象によっても示唆されている通り、足元の新たな実質中立金利は過去の水準を大きく下回るものであり、これによって引き続き無リスク金利の上昇が抑制されると考えられる。

このような金利見通しは理に適っていないと思われるかも知れないが、実際に直近10年間のFF金利は平均60bpsに留まっている。世界金融危機以前の10年間でさえ、FF金利の平均値は僅か2%だった。

それでも、今後については、財政刺激策および積極的な金融緩和政策を考慮すれば、より高いFF金利の平均値もたらされるのは間違いないと予想されるべきではないだろうか。直近の過去数十年、景気後退に対処するために、景気サイクルを繰り返すことにより積極的な財政刺激策および金融政策が実施されてきた。しかし、残念ながら、その都度に景気回復後のインフレ率と金利水準は景気が後退する前よりも低いものとなっている。

我々は、この背景には景気サイクルよりもっと長期的な要因があると見ている。長い時間の経過とともに人口の高齢化および労働力人口の伸びが鈍化しており、これが債務負担の増加と相俟って、徐々に中立金利は低下の一途を辿っている。その結果、今後の平均的な金利水準は、過去の平均的な金利水準よりも低下する可能性が高い。こうした見方を踏まえると、過去の水準よりも継続的に高いFF金利を織り込んだフォワードレートは過度なものであるように見受けられ、それどころか著しく高い可能性がある。

よって、金利リスクのヘッジ率を高めてイールドカーブのステイプ化度を確保（ヘッジ）することは、年金スポンサーである多くの事業主にとって長期的に見れば適切な意思決定であると我々は結論付ける。これに加え、こうした意思決定によって拠出状況に係るボラティリティが低下する。リスクを低減させる一方でリターンを高めることができるポートフォリオの意思決定は稀少な機会であり、常に注視しておく必要がある。

2021年に入ってからの金利の上昇や今後も経済回復に関する明るい報道が続く可能性があることを考慮すると、こうしたタイミングで意思決定することに躊躇する事業主もあると思われる。しかし、2020年3月に株式を購入するのと同じように、特定の市場行動を起こすことを最も躊躇するようなタイミングこそが、実は最も行動を起こすのに適したタイミングである場合が比較的多いと我々は考えている。

¹ 2021年2月末現在のミラン100ペンション・ファンド・インデックスの数字は92.9%。

² 本稿では年金債務の金利リスクをヘッジする意思決定について取り上げており、よって米国債利回りに焦点を当てている。これとは別に、これまでのレポートでは、信用スプレッドについて取り上げてきた。

³ 注記：年金資産は他のリスク・プレミアムに投資される可能性がある一方で、我々は金利リスクをヘッジする意思決定について取り出している。これはグロース・アセット・アロケーションの判断によって個別にもたらされる。これは、金利リスクのヘッジ率の変化を考慮した場合、現金投資が適切な比較対象であることを意味する。これは、債券と成長資産との間の資産配分に影響を与えるものではない。

本資料は2021年3月16日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報に変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてはご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM) によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービスライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"TO HEDGE OR NOT TO HEDGE? INTEREST-RATE RISK, THAT IS " をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ80665