

視 点

為替オーバーレイ[†]

目 次

- . はじめに
- . 為替オーバーレイとは
- . 為替リスク管理の考え方
- . 為替アクティブヘッジ手法
- . 為替オーバーレイの実務
- . 為替オーバーレイによるリスク削減効果 / 超過収益について
- . おわりに

年金運用部 運用企画グループ 島村 正治 佐藤 浩之介

. はじめに

年金基金による海外投資が、近年拡大している。特に、厚生年金基金に代表される企業年金で顕著であり、図表1のとおり、国内債券や一般勘定の利回りが低下するなか、外債・外株の比率が上昇している。その結果、年金給付債務の通貨である日本円とは異なる外貨建資産による為替リスクが拡大し、資産運用や年金 ALM(資産・負債の総合的管理)に与える影響が大きくなっている。歴史的にみて、為替の変動と債券や株式等の運用資産の変動には低相関性が確認されており、一定の為替リスクをポートフォリオに維持することで分散効果が期待できる。どの程度為替リスクをとるかは、各基金のリスク許容度によって決定されるべきであろう。しかしながら、円安・円高が債券や株式の相場変動要因になることは多く、相関係数の変動リスクは留意する必要があると言えよう。

一方、2000 年度に導入された新企業会計基準により、退職給付に係る未積立の債務を母

[†] 本稿は『αの追求 資産運用の新戦略』(森平爽一郎 / 三菱信託銀行年金運用研究会編、金融財政事情研究会刊、2003 年 10 月)の第 7 章「為替オーバーレイ」を要約し、一部加筆修正し掲載するものである。詳細な議論については、同書を参照されたい。

母体企業の負債として財務諸表に記載(オンバランス化)することとなった。このため、母体企業は年金資産と負債の差違を企業会計上認識するため、その影響を無視できなくなった。総じて、円高リスクは本邦の経済全体にとってマイナス要因であり、また輸出型企業を母体に持つ基金においては、母体企業の円高リスクを考慮した為替管理が要請されよう。

本稿では為替リスクを一括管理する手法として、近年関心が高まっている為替オーバーレイについて説明する。まず、為替オーバーレイの概要について説明した後、為替リスク管理の一般的考え方に触れ、アクティブ管理の運用スタイルについて解説する。さらに導入にあたっての実務上の注意点や具体例をもとに導入効果についてまとめてみたい。

図表 1：厚生年金基金の資産構成割合の推移

	(%)							
	債券	転換社債	株式	外債	外株	その他	短期資金	一般勘定
1989	20.1	3.3	15.1	5.8	6.0	12.1	2.5	35.1
1990	21.7	3.3	13.0	5.2	5.4	11.4	3.2	36.9
1991	23.1	3.4	10.1	4.9	5.1	11.0	3.2	39.2
1992	24.1	4.5	10.0	4.8	4.9	9.3	2.2	40.3
1993	22.2	4.4	11.8	4.1	4.9	9.1	2.8	40.8
1994	21.2	4.7	11.1	3.8	5.4	8.7	2.8	42.2
1995	22.4	5.1	13.6	4.7	6.6	5.8	1.9	39.9
1996	25.0	5.2	15.7	5.4	10.3	5.4	2.4	30.6
1997	24.1	3.5	21.5	6.1	15.6	2.5	2.2	24.4
1998	22.2	2.0	28.3	8.5	16.6	2.3	2.5	17.7
1999	21.5	1.6	36.5	7.4	18.0	1.4	2.5	11.1
2000	21.3	1.3	34.0	10.3	18.0	1.4	2.2	11.4
2001	21.3	0.7	32.0	10.2	19.6	1.5	2.7	12.1
平均	22.3	3.3	19.4	6.2	10.5	6.3	2.5	29.4

その他は貸付金・不動産等

出所：厚生年金基金連合会ホームページ

．為替オーバーレイとは

(1) 歴史

為替オーバーレイが米国の年金基金に初めて本格採用されたのは、1988 年といわれている。外国株式投資の拡大を背景に為替リスクの一括ヘッジとして実施されたのが始まりである。採用の目的は為替管理に特化した基盤・技術による運用利回りの向上であるが、この背景には専門分野への特化による高付加価値の追求という金融サービスにおける一つの潮流がある。さらに、為替一元管理による効率性向上の観点から外貨建資産全体に対するヘッジポリシーを策定のうえ、一括ヘッジを実施することが一般化した。

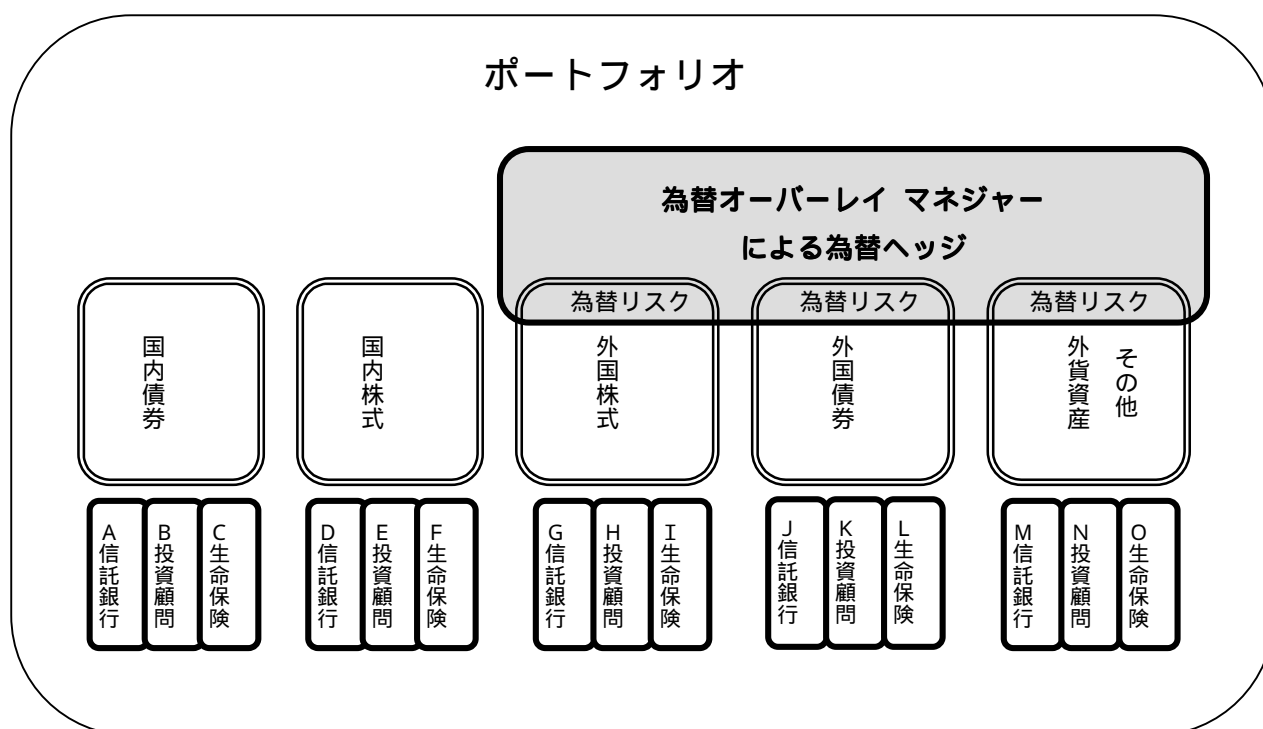
本邦において年金基金での為替オーバーレイ採用が始まったのは 1999 年であるが、その後外貨建資産の拡大やリスク管理に関心が高まるなか、大型基金を中心に急拡大している。とりわけ、輸出型企業を母体にもつ年金基金は為替リスクへの関心が高く、積極的に取り組む姿勢を示している。

(2) 為替オーバーレイの定義

為替オーバーレイとは、資産運用機関が個々に外貨建資産に対して為替ヘッジ取引を行うのではなく、ポートフォリオのなかで為替変動リスクに晒されている外貨建資産の全体または一部に対して、為替ヘッジ取引のみを専門に行うマネジャーすなわち為替オーバーレイ・マネジャーが為替ヘッジ取引を一括して実施するものと定義される(図表2)。この為替ヘッジの対象となる外貨建資産をアンダーライニング・アセット、対象資産等と呼ぶが、以後本稿では対象資産と呼ぶこととする。

また、為替オーバーレイ・サービスは対象資産の運用とは別契約・別報酬となることが一般的である。従って、外国債券などの資産運用の一部として組み込まれている為替ヘッジ取引は為替オーバーレイの定義からは外されるべきであろう。

図表2：為替オーバーレイの概念図



為替オーバーレイにはパッシブヘッジ(通常は対象資産に対して100%)のみで行うものと、アクティブヘッジ(ベンチマークとする基準ヘッジ比率を決めたうえで、通常は対象資産に対して0%~100%の範囲で可動)があるが、狭義の為替オーバーレイは超過収益をねらうアクティブヘッジのみを示すことが多い。

為替オーバーレイの市場規模は今後も国際分散投資の拡大が想定されるなか、一段と拡大する可能性が高い。これはドル・ユーロ・円といった主要通貨間のボラティリティが上昇する中で、基本ポートフォリオ策定における外貨比率が上昇するため、過度の為替リスクに対する削減ニーズが高まるためである。

(3) 為替オーバーレイの導入意義

a 為替の最適エクスポージャー維持

基本ポートフォリオ策定時に前提とするリスク/リターンおよび相関により、為替の最適エクスポージャーを決定していく。為替変動は他資産との相関が低いいため、為替エクスポージャーをある程度残すことにより分散効果が期待できるが、実務上は母体企業の円高リスクを加味したうえで決定されることが多い。

b アクティブヘッジによる超過収益

為替市場は非効率な市場であるため、アクティブヘッジにより超過収益が期待できると考えられている。フランク・ラッセルは、為替オーバーレイ・マネジャーに対する調査の結果、アクティブな為替オーバーレイ戦略は、安定した超過収益を生み出していると結論している^{注1} (平均超過収益：1.06%^{注2}、1988年12月末～99年6月)。

このことは、為替市場が最も流動性の高い金融市場である一方、利益最大を目指さない参加者(個人、一般企業、中央銀行等)の存在による非効率性を背景に、多くの為替オーバーレイ・マネジャーが超過収益をあげていることを示唆している。

c リスク・バジェットティング上のメリット

為替レートは長期的には一定水準に収斂するのでヘッジ不要との考え方があるが、「為替にはリスクに見合うリターンプレミアムが期待できない」との立場から不要な為替リスクは削減すべきであろう。各年度の為替変動に一喜一憂しないように、為替ヘッジを行うべきとの考え方が現実には則している。また、為替リスクの削減により、他資産のリスクを増やすことが可能になり、たとえばオルタナティブ資産等の新たな資産クラスの投資・リスク配分(リスク・バジェットティング)を選択できるというメリットもある。

． 為替リスク管理の考え方

ポートフォリオにおける外貨建資産の運用には、リターン向上やリスク分散効果が期待されている。その一方、国内資産の運用とは異なるリスクが存在しており、その代表的なリスクが為替リスクである。本節ではこの為替リスクの管理に関する考え方を紹介したい。

(1) 為替リスクはヘッジすべきか？

『厚生年金基金のリスク管理(第二次報告)、(厚生年金基金連合会[2002])』に「為替と他資産との間に一定の相関があり、ポートフォリオ全体のリスクを減じようとするのであ

注1 フランク・ラッセルレポート “Capturing Alpha through Active Currency Overlay”より

注2 サバイバーシップ・バイアス(実績の悪い機関の淘汰による影響)による統計エラー(上ブレ)は考慮すべきである。

れば必ずしも全部ヘッジするのがいいとは限らない。よって、為替リスクのリスク管理は一義的にはヘッジ比率の最適化問題に帰着する」とあるように、為替リスク管理上最も重要なポイントは最適為替ヘッジ比率をどのように決定するかであるといえる。

最適為替ヘッジ比率に関する議論は主に三つに分類することができる。外貨建資産のすべてに対して為替ヘッジを行うフルヘッジ、全く為替ヘッジを行わないノーヘッジおよび部分的に為替ヘッジを行う部分ヘッジである。

為替は短期的なボラティリティをもたらすだけで、長期的な期待リターンは見込めないため、為替エクスポージャーをもつことは為替にかかるアクティブな意思決定であるというのがフルヘッジを擁護する意見である。

一方、為替ヘッジは長期的には取引コスト等が発生するため、短期的な為替の変動が重要でない限り、為替ヘッジは不要であるというのがノーヘッジを主張する意見としてあげられる。

この中間に位置するのが部分ヘッジである。

図表3では、分類ごとにその特徴をまとめている。

図表3：為替ヘッジの分類

	メリット	デメリット
フルヘッジ	・円高時にはヘッジによる差益が発生。 ・為替リスクの排除が可能。	・円安時にはヘッジによる差損が発生。 ・ポートフォリオ全体でのリスク分散効果が減少する可能性あり。 ・大きなキャッシュフローが発生しやすい。 ・取引コスト、ヘッジコスト（金利差に依存）が発生。
ノーヘッジ	・円安時には対象資産の為替収益が発生。 ・キャッシュフローが発生しない。 ・ポートフォリオ全体でのリスク分散効果を享受できる。 ・取引コスト、ヘッジコスト（金利差に依存）が発生しない。	・円高時には対象資産の為替損失が発生。 ・短期的な為替のボラティリティが高い。
部分ヘッジ	・円高/円安のメリット/デメリットが部分的。 ・為替エクスポージャーの部分的削減が可能。 ・後悔が少ない。	
		・為替エクスポージャー削減割合の算出が困難。

フルヘッジでは、外貨建資産の為替リスクを排除できるものの、ポートフォリオ全体でのリスク分散効果は減少する可能性がある。また、為替ヘッジ決済の損失時にはその損失をカバーするキャッシュの支払いが大きくなり、この点を懸念する投資家も多い。

ノーヘッジはフルヘッジに比べ、キャッシュ・フローの管理が不要ではあるものの、為替エクスポージャーによるボラティリティが高くなることが欠点といえる。このように、リターンの変動性とキャッシュ・フローの変動性はトレードオフの関係にあり、フルヘッジとノーヘッジはそれぞれ両極端であるため、部分ヘッジが最も後悔が少ないという考えもある。

しかしながら、いずれも決定的に正しいというものではなく、最適ヘッジ比率は投資家

のポートフォリオやリスク許容度等により異なる。

(2) 最適ヘッジ比率の算定方法

上述のとおり、最適ヘッジ比率に関してはいくつかの知見があるものの、以下に長期の最適ヘッジ比率の決定に関する具体的な方法について述べたい。

長期的な為替の期待リターンが理論的にはゼロであるという考え方に立てば、ヘッジの目的は、「ポートフォリオ全体のリスクの最小化」となる。外貨エクスポージャーの割合にもよるが、為替とその他資産とのリターンの相関が低ければ(この低相関性は必ずしも安定的とはいえないものの)、ある程度の為替エクスポージャーをポートフォリオに残しておくことにより、リスク分散効果が得られると考えられるが、一定程度を超えるとこのリスク分散効果は、為替の高いボラティリティによって相殺されてしまう可能性があると考えられる。

実務上のアプローチとしては、まず平均 - 分散アプローチによる最適化分析があげられる。しかし、これは投資家のリスク許容度や各資産のボラティリティ、期待リターン、為替との相関等に依存しており、これらの推計値に誤差があれば、結果となるヘッジ比率はおかしなものとなる点には留意する必要がある。

その他、実務上一定の手がかりを与えてくれるものとして、『年金資産運用における為替ヘッジ政策のあり方に関する基礎的調査研究報告書』(厚生年金基金連合会委託調査研究、2000年6月)では、「日本の年金基金が、とりあえず外国為替への適切な基本配分比率やヘッジ比率のたたき台となる推計値を知りたいと考えた場合、四つの主要資産の長期戦略的な基本配分比率に下表のファクターを乗じた合計値として求めることができる」として最適為替エクスポージャーの推計方法を例示している。いくつかの前提には留意すべきであるが、実務上有益と思われるため以下に述べる。

図表4：最適為替エクスポージャーの推計例

資産クラス	推奨ファクター (5%単位で四捨五入)
日本株式	35%
外国株式	15%
日本債券	15%
外国債券	15%

出所：『年金資産運用における為替ヘッジ政策のあり方に関する基礎的調査研究報告書』
(厚生年金基金連合会委託調査研究、2000年6月)

「例えば、基本資産配分比率を日本株式 33%、外国株式 18%、日本債券 42%、および外国債券 7%とする年金基金の場合には、この方法による推計値は以下のとおり求められる。

$$(33\% \times 35\%) + (18\% \times 15\%) + (42\% \times 15\%) + (7\% \times 15\%)$$

$$= 22\%$$

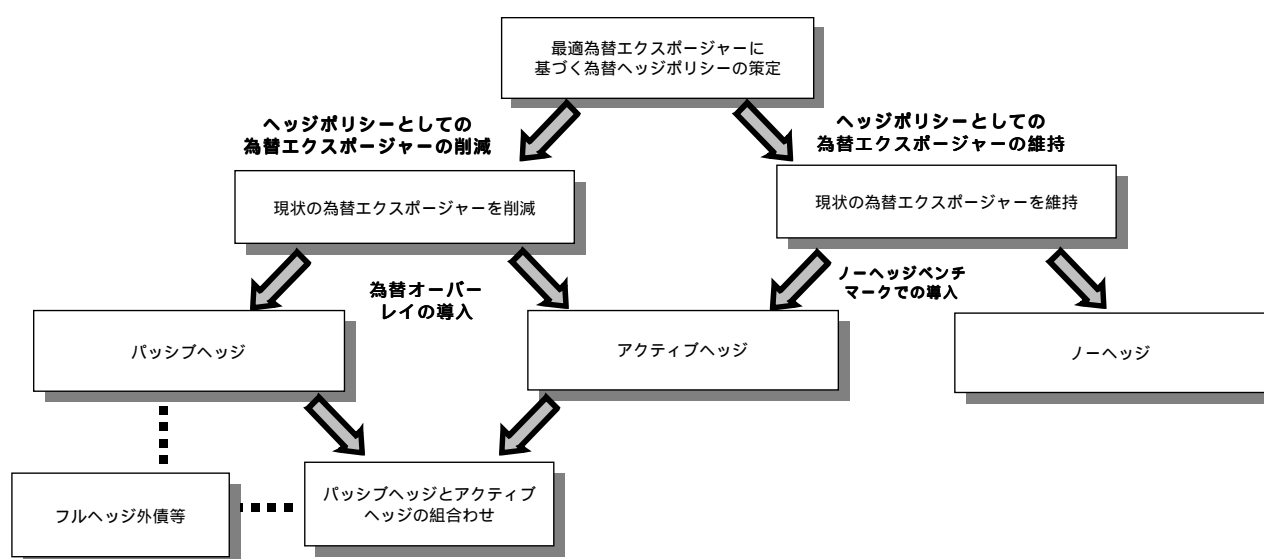
つまり、この例では外貨建資産の合計 25% (18% + 7%) に対し最適為替エクスポージャーが 22% 程度であるため、3 % 程度の為替エクスポージャーの削減が適していることを示唆していると考えられる。

なお、実際の最適ヘッジ比率決定にあたっては、上記の方法に加え母体の収益構造との関係(輸出企業なら円高局面に弱い等)やヘッジコストの影響等も考慮すべきである。

(3) 為替オーバーレイの導入にあたって

上述の通り長期の最適ヘッジ比率が決定され、為替エクスポージャーの削減が必要となった場合には、今後どのような形態で為替ヘッジを行うかを決める必要がある。一例として図表 5 に一連の意思決定の考え方をまとめた。

図表 5：為替オーバーレイ導入の整理



【為替エクスポージャーを維持する場合】

為替ヘッジが不要と判断された場合には、為替ヘッジをまったく行わない方法とノーヘッジをベンチマークとしたアクティブヘッジの採用が考えられる。後者は、為替エクスポージャーの保持によるリスク分散効果はもちろん、円高差損の回避も期待できる。

【為替エクスポージャーの削減が必要な場合】

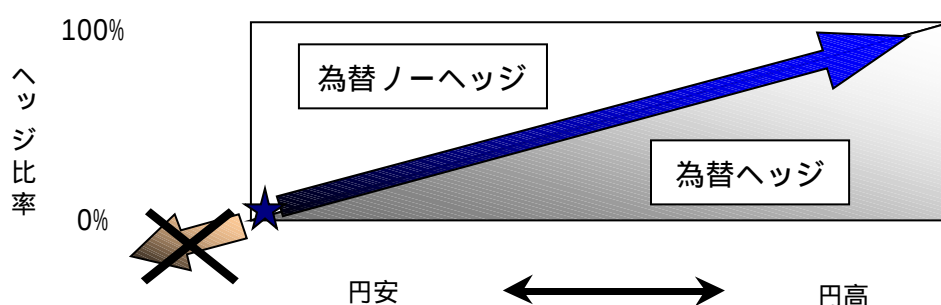
なんらかの為替ヘッジを行う場合には、ヘッジ比率を固定とする「パッシブヘッジ」と、ヘッジ比率を可変とする「アクティブヘッジ」、そしてそれらの組合わせが考えられる。さ

らに「パッシブヘッジ」では、フルヘッジ外国債券等の個別資産で対応する方法も考えられる。

(4)ヘッジベンチマーク

通常、為替オーバーレイ・マネジャーの採用にあたり、ベンチマークとなるヘッジ比率やヘッジ比率の可動範囲などを運用ガイドライン等で規定することになる。図表6，7，8に示した代表的なベンチマークである0%ヘッジベンチマーク(ノーヘッジ)、100%ヘッジベンチマーク(フルヘッジ)、そして50%ヘッジベンチマークの特徴を、以下に述べる。

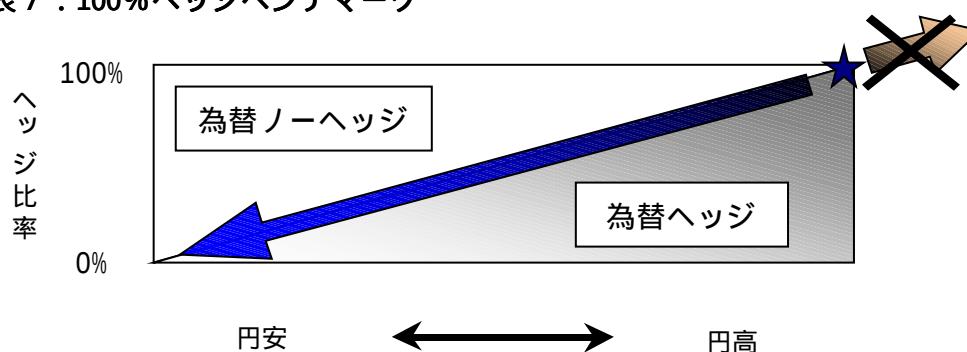
図表6：0%ヘッジベンチマーク



0%ヘッジベンチマーク

0%ヘッジベンチマークの特徴は、円高時には為替ヘッジを行うことでヘッジ差益を享受しやすい一方、円安時にはベンチマークをアウトパフォームすることが難しいことである。特に一方的な円安が継続する局面では、レバレッジ^{注3}を効かせない限り超過収益を獲得することは難しい。

図表7：100%ヘッジベンチマーク



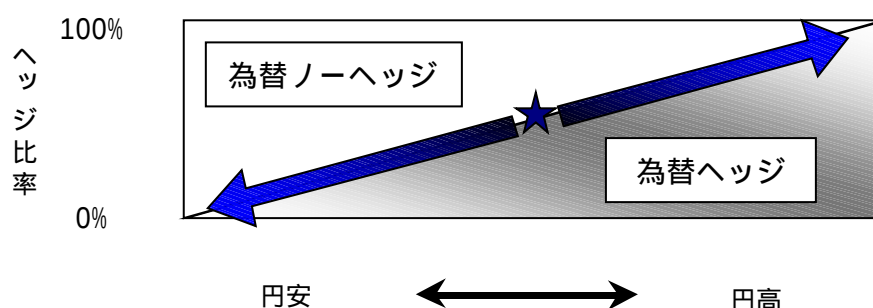
100%ヘッジベンチマーク

100%ヘッジベンチマークの特徴は、円安時には為替ヘッジを外す、つまりヘッジ比率を100%から引き下げることで円安のメリットを享受しやすい一方、円高時にはベンチマークをアウトパフォームすることが難しいことである。特に、一方的な円高が継続する局

注3 ヘッジを対象資産の0~100%を超えて行うこと。

面では、レバレッジを効かせない限り超過収益を獲得することは、ほぼ不可能といえる。

図表 8 : 50%ヘッジベンチマーク



50%ヘッジベンチマーク

50%ヘッジベンチマークは、円高/円安両局面でアウトパフォームできる可能性を持っている。円安時には為替ヘッジを外すことで円安のメリットを享受し、円高時には為替ヘッジを追加しヘッジ比率を引き上げることで対象資産の為替差損を軽減する。ただし、超過収益の幅は100%ヘッジベンチマークや0%ヘッジベンチマークに比べて、緩やかになる。

． 為替アクティブヘッジ手法

(1)運用スタイル

為替アクティブヘッジの運用スタイルは、一般にリスク管理型と為替予測型の二つに分類されることが多い。

リスク管理型の特徴はリスク管理に主眼を置き、そのなかで超過収益をねらうものであり、一方、為替予測型は超過収益確保に主眼を置き、そのなかでリスク管理を行うもので主目的が異なる。運用における制約としてリスク管理型ではフロアー（超過損益の下限）を設定するが、為替予測型ではトラッキング・エラーによる制約となる。すなわち、前者はダウンサイド・リスクの目標設定であるが、後者は両サイドの目安の設定となる。

(2)リスク管理型

リスク管理型の一つに、最も期待損益が安定するオプションの購入（円高リスクのみヘッジし、円安メリットは享受：たとえばドルプット購入）がある。しかしながら、この手法ではオプション価格のミスプライスを前提にしない限り、長期的には超過収益が期待できず、また売買コストが高いため頻繁な取引には適さない。この欠点を回避するのが、ダイナミックヘッジング・モデルによる為替フォワード取引を利用したオプションの複製である。期待される効果はオプションの購入に近いものになるが、最終損益は通常のオプシ

ヨンと異なり、為替変動の経路に依存するため、損益の安定性は低下する。さらに適切なボラティリティの推定(将来の為替分布)によるダウンサイド・リスクコントロールによりヘッジ比率を変動させるモデルもある。この手法は、損失リスク・リバランス・ストラテジーと呼ばれ、価格リバランス・ストラテジーであるダイナミックヘッジング・モデルとは異なる。

(3) 為替予測型

為替予測型は為替の方向性、すなわちリターンは何らかの方法により、予測可能との前提を置いている。これは為替の方向性は予測できないが、分布、すなわちリスクは予測できるとするリスク管理型とは異なる点である。為替予測型では為替の方向性をテクニカル分析、あるいはファンダメンタルズ分析、またはジャッジメンタルにより予測するものである。

図表9：為替アクティブヘッジ手法の分類

	為替予測型	リスク管理型
コンセプト	第一目的：超過収益確保 第二目的：リスク管理	第一目的：リスク管理 第二目的：超過収益確保
制約	トラッキング・エラーによるものが一般	リスク量(損失限度目標)
特徴	・超過収益は為替リターン予測に依存。 ・ヘッジによるペイオフの再現性は低い。(ジャッジメンタル性等) ・ヘッジ行動は手法や状況により異なる。 ・予測期間中ヘッジ比率は一定。	・超過収益は為替リスク予測に依存。 ・ヘッジによるペイオフは再現性が高い。 ・順張りのヘッジ行動となりやすい。 ・短期的にトレンドが変化する局面では損失が発生しやすい。

．為替オーバーレイの実務

(1) 為替オーバーレイ・マネジャーの選定

まず、各社の運用スタイル別に母集団を選び、そのなかで実績データ・運用ポリシー等を考慮したうえ、為替オーバーレイ・マネジャーを選定することになる。スタイル分散の観点から為替オーバーレイ・マネジャーの複数採用を検討することがあるが、その場合、マネジャー間の低相関性が重要になる。

(2) 為替ヘッジストラクチャー

パッシブヘッジのみの場合は、政策アセット・ミックスでの最適ヘッジ比率になるようにヘッジを行う外貨建資産の範囲(フルヘッジ、ノーヘッジ、部分ヘッジ)を決めることになる。なお、外国株式と外国債券では通貨内訳(前者はドル比率が高いが、後者はユーロの比率が高い)が異なるので、結果としてのヘッジコスト(内外金利差)も異なることになる。

(3) 運用ガイドライン

対象資産については運用ガイドラインに具体的に明記する。個別ファンドで指定することもある。また、ヘッジベンチマークは一般的に0%、50%、100%から選択されることが多い。

アクティブヘッジにおけるヘッジ比率の可動範囲は対象資産に対して0～100%とするのが為替リスク管理の趣旨からして適正であろう。為替決済日は月次決済(1ヵ月フォワード取引のルール)、3ヵ月決済、6ヵ月決済等と運用機関により異なる。委託者の負担や資金運用の効率性を考えると頻度は少ないほうがよい。

(4) 為替エクスポージャーの管理

月次での為替エクスポージャー把握が一般的である。ただし、株式等変動が大きい資産の場合は月中の資産変動をインデックスで補正することで厳格な管理が可能になる。

(5) キャッシュフローの管理

為替決済ごとにキャッシュフローが発生するので、その管理が必要である。ヘッジコストを無視すれば、円高でキャッシュイン、円安でキャッシュアウトとなる。このキャッシュフローは100%ヘッジベンチマークで最も大きくなる。

(6) 為替銀行との契約

本邦では信託銀行が為替銀行とISDA契約^{注4}を締結することが一般的である。

この契約は信託財産をベースとするため、為替銀行への委託者情報等の資料提出義務や解除条件他が記載されることになる。

一方で、為替フォワード取引は相対取引のため、委託者は為替銀行に対する信用リスクをとることになる。従って、利用可能な為替銀行は明記されるべきであろう。

(7) パフォーマンス特性

ヘッジ比率の可動範囲は対象資産に対して0～100%なので、円高局面では100%ヘッジベンチマークに勝つことは難しくなる。フルヘッジを維持しない限りベンチマークに劣後することになる。一方で円安局面ではベンチマークに凌駕しやすい。従って、ある程度為替サイクルを経たうえで評価することが重要である。なお、0%ヘッジベンチマークでは逆の傾向になる。

注4 International Swap and Derivatives Association(国際スワップデリバティブ協会)が作成したデリバティブ取引の基本契約書。

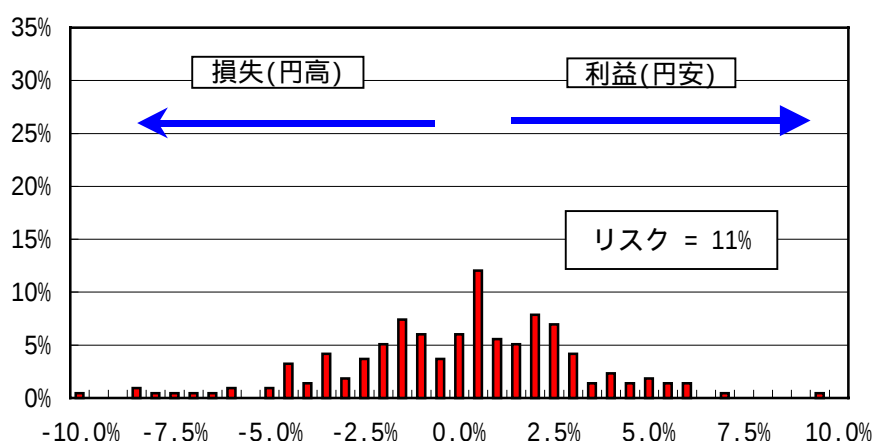
．為替オーバーレイによるリスク削減効果 / 超過収益について

為替オーバーレイを導入することによって、外貨建資産のパフォーマンス(基軸通貨ベース)のリスクを抑えることができ、同時にパッシブヘッジに対する超過収益が期待できる。

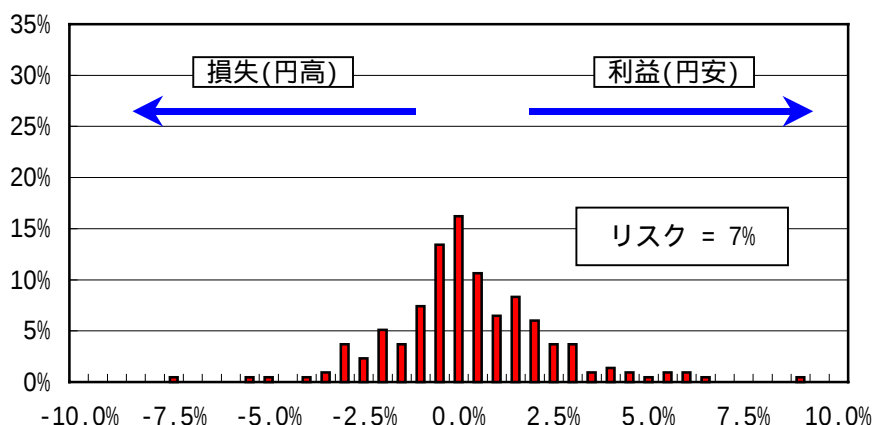
(1) リスク削減効果

一般に為替オーバーレイ導入による為替リスク削減効果は、ヘッジベンチマークが高いほど高くなる。パレート・パートナーズ社^{注5}のシミュレーション(1985年1月～2002年12月：図表10～12)による推定が示すように、為替オーバーレイ導入前の為替リスク、すなわち外国株式の通貨配分での為替リスクは約11%。これに対して、0%ヘッジベンチマークで為替オーバーレイを導入すると約3割削減されて7%程度に、一方100%ヘッジベンチマークで為替オーバーレイを導入すると約6割削減されて5%程度に軽減される。

図表10：為替オーバーレイ導入前の月次為替収益の分布
(1985/1～2002/12 MSCI - KOKUSAI ベース)

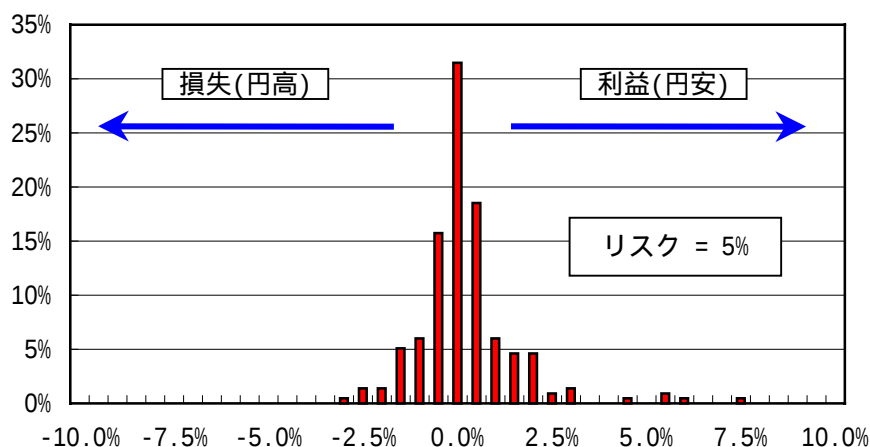


図表11：為替オーバーレイ導入後の月次為替収益の分布
(0%ヘッジベンチマーク)



注5 ロンドンを拠点とした世界最大級の為替オーバーレイ・マネジャー。

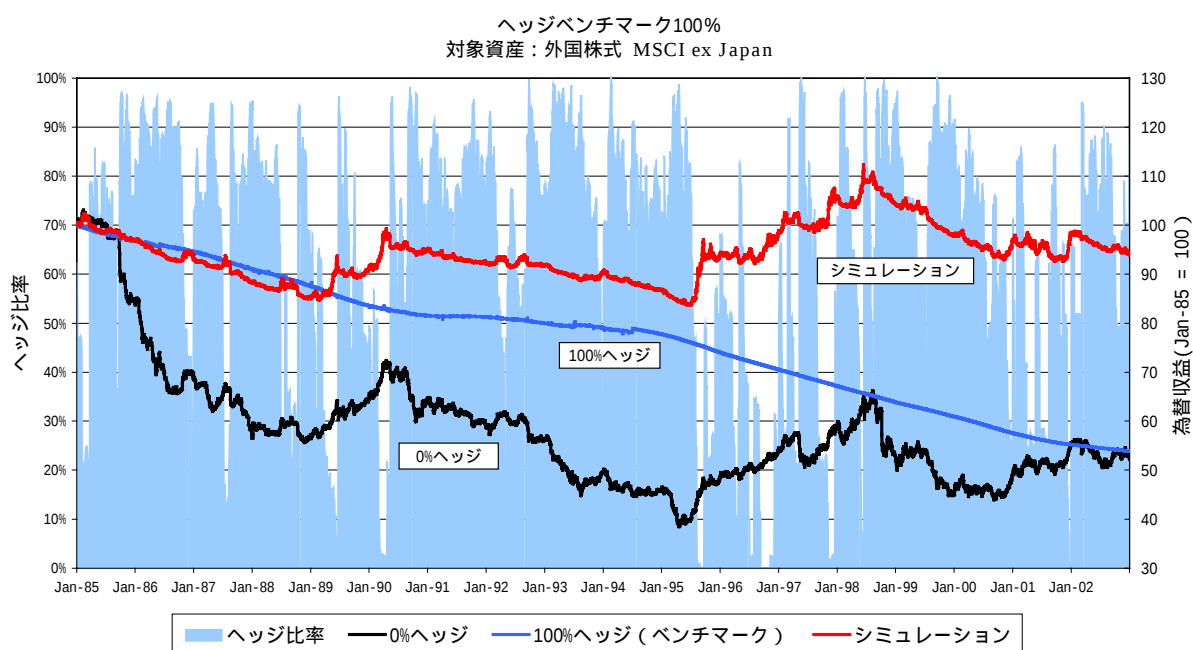
図表 12：為替オーバーレイ導入後の月次為替収益の分布
(100%ヘッジベンチマーク)



(2) 超過収益

図表 13～14 は外国株式(MSCI ex Japan)に対して、100%ヘッジベンチマークと0%ヘッジベンチマークで行った為替オーバーレイのシミュレーションである。1985年の1月を100として2002年12月までの外国株式(為替ヘッジ取引合算後)の為替損益による変動を折れ線グラフで示しており、ベンチマークとシミュレーションを比較することで超過収益の動向がわかる。なお、0%ヘッジは対象資産の為替変動を示しており、円高時に下落、円安時に上昇する。また、棒グラフはヘッジ比率を示している。

図表 13：100%ヘッジベンチマークの場合

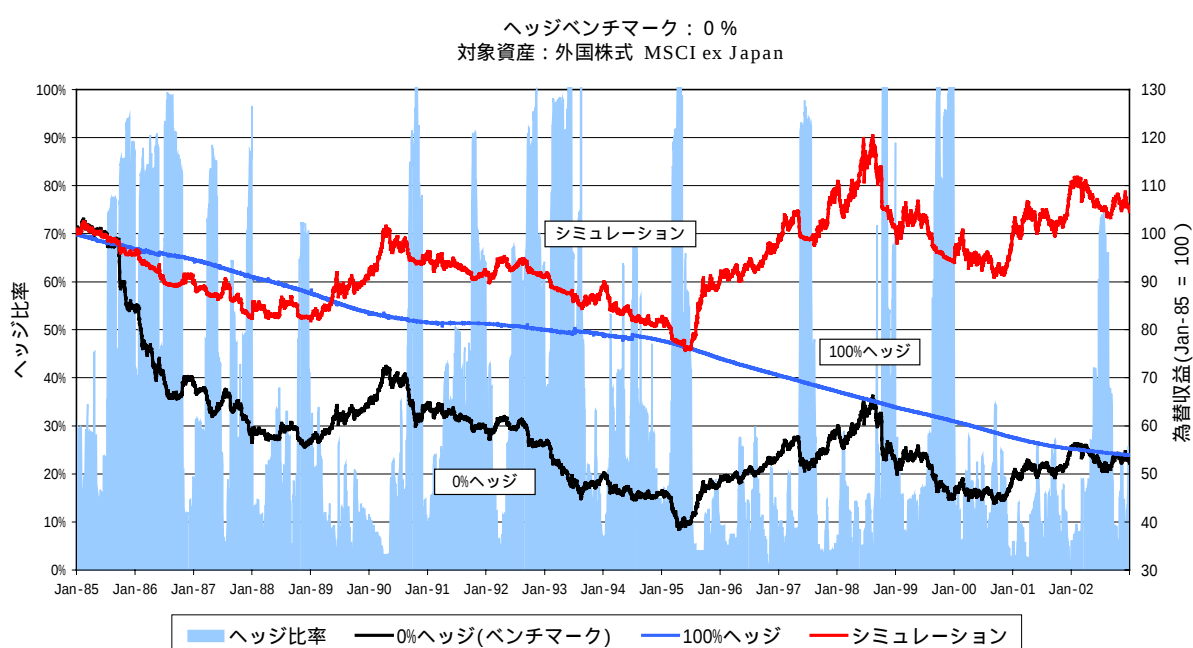


a 100%ヘッジベンチマーク

円高局面では高めのヘッジ比率を維持することにより、ベンチマークに対するアンダーパフォームを限定できる(外貨資産の為替差損回避)。ただし、ヘッジ比率の上限は100%なのでベンチマークをアウトパフォームすることは困難。

- 円安局面ではヘッジ比率を引き下げることにより、ベンチマークをアウトパフォームできる(外貨資産の為替差益確保)。
- 従って、円高局面でのアンダーパフォームを極力抑える一方、円安局面でどれだけ超過収益を確保できるかが長期的な超過収益付与の条件となる。

図表 14：0%ヘッジベンチマークの場合



b 0%ヘッジベンチマーク

- 円高局面ではヘッジ比率を引き上げることにより、ベンチマークをアウトパフォームできる(為替のヘッジ差益確保)。
- 円安局面では低めのヘッジ比率を維持することにより、ベンチマークに対するアンダーパフォームを限定できる(為替のヘッジ差損回避)。ただし、ヘッジ比率の下限は0%なのでベンチマークをアウトパフォームすることは困難。
- 従って、円安局面でのアンダーパフォームを極力抑える一方、円高局面でどれだけ超過収益を確保できるかが長期的な超過収益付与の条件となる。

． おわりに

国際分散投資の流れの中、円ベースでの安定した収益確保は運用者にとって大きな課題である。一方で、ユーロの台頭により、米ドルを基軸通貨とした構図は終わり、為替管理はいっそう複雑化している。日本円の歴史を振り返れば、水準訂正としての一方的な円高が続いた 1980 年代後半を経験した後は、円安・円高が数年間隔で発生している。今後は「対米ドル」に加えて「対ユーロ」での円安・円高がそれぞれ周期的に繰り返されると予想される。

従って、今後の資産運用における為替管理は通貨別に円高での損失を極力抑えながら、円安での収益をねらうことが必要となる。すなわち、資産運用者にとって、為替変動の長期的スパンのなかで為替リスクを抑えながら、超過収益を付加できる有能な為替オーバーレイ・マネジャーをいかに選定・採用・評価していくかが重要な課題となるであろう。

(8/23 記)

参考文献

- ・ Baldridge, Janine, Brian Meth and Heather Myers(2000),“Capturing Alpha Through Active Currency Overlay,” Russell Research Commentary.
- ・ ウイリアム・エム・マーサー株式会社(2000)『年金資産運用における為替ヘッジ政策のあり方に関する基礎的調査研究報告書』厚生年金基金連合会委託調査研究.
- ・ 厚生年金基金連合会(2002)「厚生年金基金のリスク管理 ―政策アセットミクス策定後を中心に―(第二次報告)」

出典

- ・ 森平爽一郎 / 三菱信託銀行年金運用研究会編[2003] 『αの追求 資産運用の新戦略』金融財政事情研究会 .