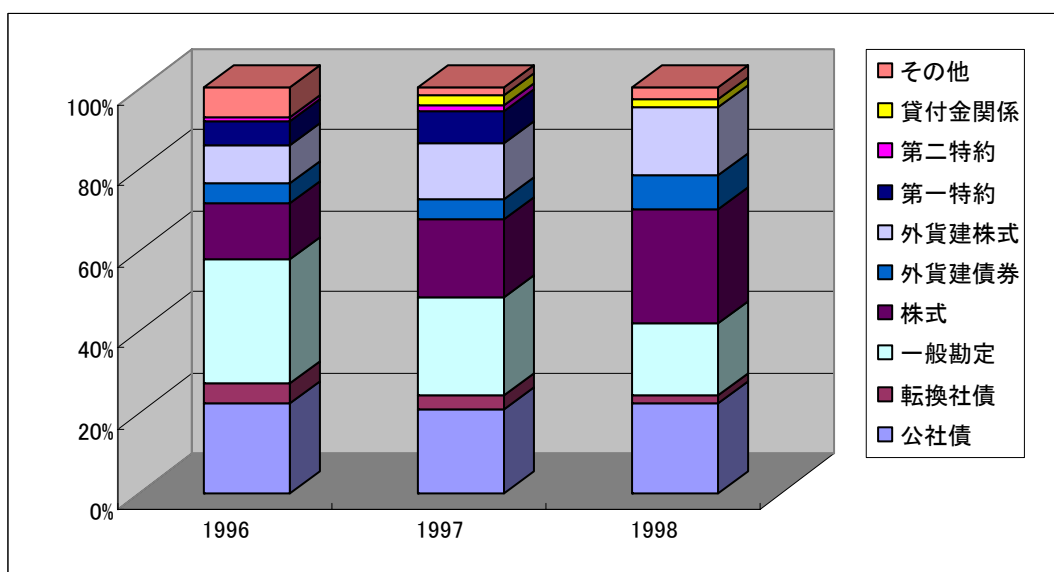


## 為替ヘッジ戦略について（上）

政策アセットミックスの構築にあたって、通常、分散投資の観点から、外国株式、外国債券といった資産クラスが組み入れられる。その結果、リターン獲得機会の拡大、リスク分散等の効果が得られる一方、新たに「為替リスク管理」という難問が生じる。そこで、為替ヘッジに関する、実務上の取り扱いについて、連載で考えてみたい。

わが国の年金運用において、近年、国際分散投資についての意義の理解が浸透するとともに、資産配分規制の撤廃もあいまって、外貨建株式・債券のウェイトが高まっている（図1）。

図1 厚生年金基金資産全体の資産構成（年度末、時価ベース）の推移



（資料）厚生年金基金連合会「厚生年金基金の資産運用実態調査」1997、1998年度調査。

96、97年度の生保特別勘定（第一特約、第二特約）は、資産別に区分されていない。そのため、96、97年度と98年度の資産配分比率を、単純比較できない点に注意。

多くの年金基金では、外国証券投資のベンチマークとして、外国債券は「ソロモン・スミスバーニー世界国債インデックス（除日本、円ベース）」、外国株式は「MSCI KOKUSAI インデックス（除日本、円ベース）」といった、為替ヘッジ無しのインデックスを使用している。

しかし、外国証券のベンチマークとして、「為替ヘッジ無し」が常に相応しいとは限らない。外国証券投資には、そもそも「為替ヘッジ付きで行うべきか、否か」という難問がいつもあり、ベンチマークを設定する際も、為替ヘッジの有無に対する態度を決める必要がある。とはいっても、現時点では、この問いに対する確固たる答えはない。実は、①「フルヘッジすべきである」、それとは180度反対の②「ヘッジすべきでない」、あるいは、③「部分的にヘッジすべきである」といった意見など、大きく3つの見解が存在している状況にある。

そこでまず、過去 15 年間（5 年毎）の月次データを用いて、外国債券、外国株式それぞれのリスク・リターン特性を、為替ヘッジの有無で比較分析した（表 1、図 2）。

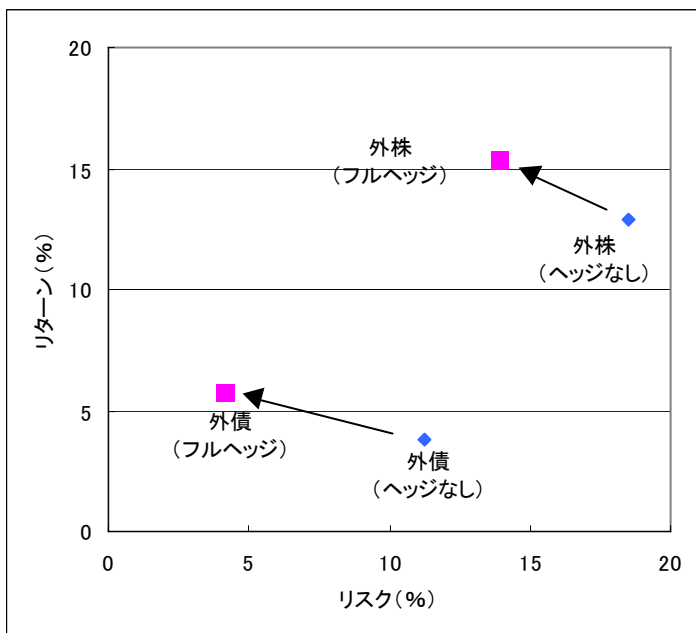
表 1 為替ヘッジの有無による、外国証券のリスク（標準偏差）・リターン（平均）

単位：年率%

		外国債券		外国株式	
		ヘッジなし	フルヘッジ	ヘッジなし	フルヘッジ
リターン	8501～8912	2.45%	7.26%	12.00%	19.38%
	9001～9412	1.17%	6.46%	1.84%	8.49%
	9501～9912	7.69%	3.74%	24.92%	18.16%
	合計	3.77%	5.82%	12.92%	15.35%
リスク	8501～8912	11.16%	5.00%	21.16%	16.00%
	9001～9412	8.53%	3.85%	15.35%	12.28%
	9501～9912	13.57%	3.35%	18.16%	13.03%
	合計	11.24%	4.13%	18.48%	13.85%

(注) 外国債券の「ヘッジなし」、「フルヘッジ」の数字は、どちらも公表値。外国株式については、為替（円／ドル）のスポットレートと 1 ヶ月フォワードレートを用いて計算。なお、為替は、バークレイズ銀行の売買レートの中間値（英国時間 17 時頃）を使用。為替ヘッジ方法は、1 ヶ月フォワードのローリング・ヘッジ。

図 2 為替ヘッジによる、リスク・リターン特性の改善（85 年 1 月～99 年 12 月）



この結果から、①為替リターンは必ずしもプラスでない、一方、②為替ヘッジを行えば、外国債券や外国株式のリスク（標準偏差）は、ほぼ間違いなく小さくなるのが分かる。このことは、「為替リスクをとることに意味がない」ことを示唆するものであろうか。

次回は、為替のリスク分散効果の観点から、外国証券ベンチマークにおける為替ヘッジの取り扱いを考えてみたい。