

為替オーバーレイ

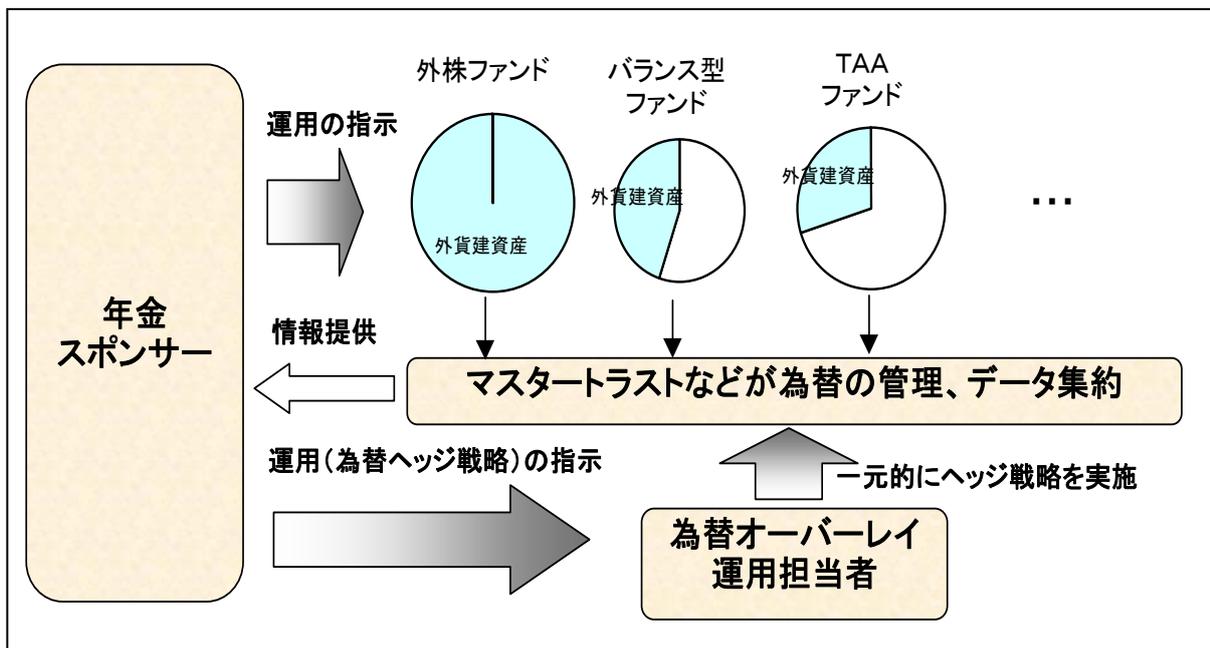
為替ヘッジ戦略の重要性が意識される中、為替オーバーレイ戦略への関心が高まってきた。超過リターン拡大や運用効率化を図る手法であり、米国では既に普及しているが、わが国で導入するには、解決すべきいくつかの問題が残っている。

97年末の5:3:3:2規制の撤廃や、国内の低金利を背景に、年金基金の外貨建資産への投資意欲が強まっており、外国証券の割合は、96年度末の15%から、99年度末には25%まで拡大した（データ：厚生年金基金連合会による資産運用実態調査、生保特別勘定部分を調整）。さらに、98年10月の急速な円高をきっかけに、為替リスク管理の重要性がより強く認識され始めており、従来のヘッジ無しのベンチマークを変更して、為替ヘッジ戦略を考慮した政策アセットミックスを検討する向きも増えている。

為替ヘッジ戦略には、①ベンチマークの策定（ヘッジ無し、フルヘッジ、50%ヘッジなど）、②スタイルの策定（アクティブ、パッシブ、複合など）、③効率的な運用方針の策定、④マネジャー・ストラクチャー、などのプロセスが必要となる。このうち①、②については、「政策アセットミックスを考える(2)」(2000年1月号)や、「為替ヘッジ戦略について」(同4、5月号)で扱ったため、本稿では、残りの③、④の一手法として最近注目を集めている「為替オーバーレイ戦略」を紹介する。

為替オーバーレイ戦略とは、外貨建資産ファンドの為替部分の運用だけを切り離し、別の運用担当者が管理する戦略であり、1980年代後半に米国で開始されたものである(図表)。

図表 為替オーバーレイ戦略のイメージ図



外貨建資産は、外株・外債ファンド、バランス型ファンド、TAA（戦略的アセット・アロケーション）ファンドなどに組み込まれ、複数のマネジャーによって運用されている。米国では、マスタートラストが活用され、一元管理された為替部分の運用を複数の為替専門マネジャーに委託するのが一般的である。

為替部分について、アクティブに超過リターンを狙う場合、外貨建て原資産の運用が得意なマネジャーが、為替の運用が得意とは限らないため、為替の運用スキルがあるマネジャーに、為替を一つの資産として、特化運用させた方が効率的であると考えて、専門に担当させるのが、為替オーバーレイ戦略である。

また、為替部分について、パッシブ運用をする場合にも、メリットがある。例えば、ファンド間のシェア調整をする際、ファンド毎に為替ヘッジを委託している場合には、相殺する売買（片方が売って、もう片方が買う）が必要になるが、為替オーバーレイ戦略を採用していると、このような非効率を避けて、コスト削減を図ることができる。

このように、為替オーバーレイ戦略は、超過リターンの拡大や、効率的な運用を図るものであるが、わが国で導入するには、現状では、いくつかの問題点も残っている。

一つは、法的な制約である。一部の信託銀行では、年金信託（特金）の形態で為替オーバーレイ業務を行っているが、現行の投資顧問業法では、運用対象が有価証券に限られているため、為替のみを対象とすることが認められていない。このため、海外の私募投信（同投信の受益証券は証券取引法上の有価証券に該当）で運用するか、投資顧問会社が、金融庁に為替の投資一任業務の兼業認可を受けるなどの対応が必要である（昨年末に米系投資顧問会社が初めての認可）。

もう一つは、為替の残高情報を把握するまでのタイムラグである。正確なポジション把握には、マスタートラストを利用しても、現地との時差やシステム的なデータ連動の問題により、現状では数日（約3営業日）かかってしまう。つまり、数日前のポジションをもとに実行する為替ヘッジ戦略は、想定していた投資方針と大きく異なる結果を招くリスクがある。

特化型の運用が中心の米国では、相場変動による時価変動のおおよその見込みがつくため、このようなタイムラグは大きな問題とはならないが、バランス型ファンドの占率が高いわが国では、特に注意が必要である。なぜならば、機動的な為替ヘッジ戦略が必要となる局面では、同時に現地の相場も大きく変動しているケースが多く、リバランスなどファンド毎のアロケーション変更により、全体の外貨建資産の残高も大きく変化している可能性があるためである。この問題の解決には、専門・特化型運用の採用を増やすか、IT技術を駆使したデータのオンライン（リアルタイム）化などが必要となつてこよう。