

年金運用における為替ヘッジ政策（1）

年金運用における為替ヘッジ政策は、ポートフォリオ全体のパフォーマンスを大きく左右するという意味で非常に重要である。ここでは、長期の為替ヘッジ政策に関する様々な考え方と、実際に長期為替ヘッジを行う上での留意事項について説明する。

2～3年といった短期的な視点から見れば、円高期にはフルヘッジが良く、逆に円安期にはノーヘッジが良いことは自明である。しかし、5年～10年の中長期でヘッジ率を固定することを検討すると、フルヘッジ、ノーヘッジ、部分ヘッジ戦略には図表1のような利点と欠点があるため、いずれの戦略が最適かについては様々な考え方があり、決定的なものは存在しない。

図表1 長期為替ヘッジ政策の考え方とそれぞれの利点・欠点

	利点	欠点	論文の代表例
フルヘッジ派	<ul style="list-style-type: none"> ・為替リスクをほぼ完全に排除できる ・為替以外の運用に人的資源を集中可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・海外の高金利が享受できない ・為替によるリスク分散効果を放棄 ・ヘッジコスト ・キャッシュフローのミスマッチ (外貨建資産の為替変動は含み損益であるのに対し、為替ヘッジは実現損益) 	<ul style="list-style-type: none"> ・Perold and Schulman(1988)等
ノーヘッジ派	<ul style="list-style-type: none"> ・キャッシュフロー管理が簡単 ・海外資産の高リターンを狙える ・リスク分散効果 	<ul style="list-style-type: none"> ・短期的な為替変動リスクを負う ・外貨建資産比率が高いときには大きなリスクを負う 	<ul style="list-style-type: none"> ・Froot(1993)等
部分ヘッジ派	<ul style="list-style-type: none"> ・大勝ち・大負けはない ・適度なリスク分散効果 ・アクティブ運用で円高・円安の両サイドに対応可 	<ul style="list-style-type: none"> ・最適ヘッジ率の決定が難しい ・短期ヘッジ率の調整にはスキルとノウハウが必要 	<ul style="list-style-type: none"> <ICAPMによる均衡ヘッジ率> ・Solnik(1974)が提唱 ・Sercu(1980)やAdler and Dumas(1983)等が拡張 <ユニバーサル・ヘッジ率> ・Black(1989,1990)等 <固定ヘッジ率=50%> ・Gardner and Wuilloud(1995)、Gastimeau(1995)等

まず、フルヘッジ派は「期待リターンが同じであれば、リスクが小さいフルヘッジの方が良い」という考え方である。つまり、為替にはリスクプレミアムがない（リスクに見合ったリターンが得られない）ため、為替リスクは完全にヘッジすべきとしている。次に、ノーヘッジ派は、「為替相場が平均回帰的である（トレンドから乖離し過ぎると戻る）」との考え方に基づいている。最後に、両者の中間に位置する部分ヘッジ派は、「ミドルリスク・ミドルリターン型の為替ヘッジが良い」との考え方に立ち、ICAPM（国際版資本資産評価モデル）を基にした均衡ヘッジ率や、単に半分のヘッジ率（50%ヘッジ）などが最適としている。

ICAPMは、CAPM（資本資産評価モデル：均衡状態ですべての投資家が市場ポートフォリオを保有するという理論）を国際版に拡張したもので、異なる効用関数をもつ（同じリターンやリスクでも違う効用を持つ）各国投資家がグローバル運用するときの均衡価格決定理論である。

ICAPMの下では、「世界市場ポートフォリオ+各国無リスク資産を借入+投資家国の無リスク資産で運用」が、すべての投資家にとっての最適ポートフォリオであるが、これは世界市場ポートフォリオを部分的に為替ヘッジしたものと等しい。この部分ヘッジ率がパッシブ運用を行う際の最適ヘッジ率（均衡ヘッジ率）であり、フルヘッジやノーヘッジ戦略はアクティブ運用とみなされる。ただし、均衡ヘッジ率は世界の資本市場が統合的（国際的な資金や財の移動・売買・貸借が自由に可能）で、均衡状態にある場合の最適ヘッジ率であるが、具体的算出方法については何も理論的に示されておらず、実際に決定するのは非常に難しい。

Black(1989, 1990)は、この均衡ヘッジ率の考え方を実務に応用し、制限のない完全な世界の下では、どの国の投資家であっても、為替の最適ヘッジ比率がユニバーサルに決定（70～80%）されるといふ「ユニバーサル・ヘッジ率」を提唱した。しかし、この画期的なアイデアに対しては、①各国の経常収支が均衡することは少ない、②世界の資本市場が統合的で均衡状態であるとは限らない、③（リスク許容度などの）パラメーター推定が困難、④過去データを使うため推定期間によって最適値が大きく異なる、といった問題点も指摘されており、実際の運用に使うには多くの点に留意しなければならない。

この他、以上の考え方とは一線を画し、長期のヘッジ率を固定せず、値ごろ感で長期的に割安と考えられるときに外貨を買い、割高なときに外貨を売る戦略や、長期間にわたって少しずつドル（外貨）を買うことで買入コストを平滑化しリスクを軽減する戦略（ドル平均法）などもあるが、このような長期逆バリ運用の成功には幸運が必要で、大きなリスクが伴う。なぜなら、為替には買った（売った）ままで放っておくと元に戻らないリスク（強いトレンド）があるからである。たとえ長期運用を目的としていても、時価会計の導入やパフォーマンス評価の短期化の流れの中では、大きな含み損を抱えたままヘッジを続けるのは極めて困難であろう。

なお、いずれの考え方を採用して長期の為替ヘッジを行う場合でも、図表2に示したような利点と欠点を十分に理解した上で、現時点で将来の資金フローをヘッジする「長期為替予約」でいくのか、もしくは1～3ヶ月の「短期為替予約」をつないでいく（ロールする）のかを明確にし、自らのニーズ・投資哲学に合った方法を選択する必要があるだろう。

図表2 短期為替予約でのロールと長期為替予約の利点・欠点

	利点	欠点
短期為替予約でのロール	<ul style="list-style-type: none"> ・市場の流動性が高く、売買コストが安い ・短期でロールするため、信用リスクが小さい 	<ul style="list-style-type: none"> ・内外短期金利差の変動によりヘッジコストが増大するリスクがある ・ロール毎に損益が発生、会計上の認識が必要となる
長期為替予約	<ul style="list-style-type: none"> ・長期的な収益を固定できる 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期の為替予約は流動性が低い ・長期にわたり取引銀行の信用リスクを負う