

年金運用における為替ヘッジ政策（４）

前回は、為替オーバーレイのメリット・デメリット、運用パフォーマンスなどについて述べたが、今回はさらに実務的な面に踏み込み、為替オーバーレイを実際に始めるに当たって必要な5つのステップについて解説する。

（STEP 1）運用ガイドラインの設定

為替オーバーレイを行うには、まず図表1のような運用ガイドラインを設定して、重要事項を明確にする必要がある。

図表1 運用ガイドラインにおける重要項目の一例

ガイドライン中の重要事項	基金にとっての選択肢
ベンチマーク	①フルヘッジ、②部分ヘッジ、③オープン
ヘッジ方法	①すべての資産を個別ヘッジする方法 ②主要通貨のみ個別ヘッジ、マイナー通貨はオープンとする方法 ③主要通貨を個別ヘッジ、マイナー通貨はクロスヘッジ(動きが良く似た別の通貨でヘッジ)する方法
ヘッジに使用する通貨	①すべての資産を対円でヘッジ ②すべての資産を対ドルでヘッジした後、ドルを対円でヘッジ
ヘッジ手段	①為替フォワード、②通貨先物、③オプションなど
リスク管理方針	①目標トラッキングエラー(例:年率で1%等) ②通貨エクスポージャーの上下限(例:ベンチマークヘッジ率±30%等)

（STEP 2）キャッシュフロー管理体制の確立

外貨資産部分の為替差損益は、資産の売却時まで実現されずキャッシュの出入りもない。一方、為替オーバーレイ部分の為替差損益は、為替ヘッジの期日が来るたびに損益が認識され、キャッシュの出入りも生じる。このように外貨資産と為替ヘッジの間には、キャッシュフロー上のミスマッチが生じるため、これをうまくコントロールする管理能力が要求される。

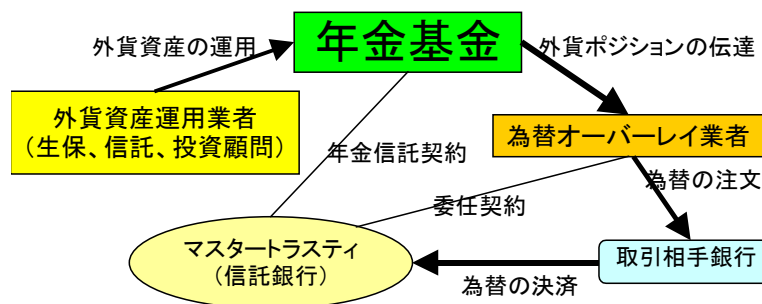
（STEP 3）信頼におけるマスター・トラスティーの選択

通常は、基金を代行して、信託銀行が為替の売買を行う。よって、信託銀行の信用枠が不十分な場合、取引相手が限定されて不利なレートでの取引を強いられる可能性がある。逆に、取引相手の信用リスク管理も重要であり、仮に倒産すれば為替予約が破棄され、為替ヘッジにより生じていた“差益”部分を失うことになる。そこで、基金は、取引相手数を絞り込んだり、信用供与期間を短縮するなどして、このような信用リスクの軽減に努めなければならない。

(STEP 4) 外貨建資産残高をタイムリーに伝達するシステムの構築

基金の外貨建資産残高の状況は、原資産の価格変動、資産配分の変更、資金の流出入などにより常に変化している。為替オーバーレイを効率的に行うには、こうした残高の変化が、為替マネジャー（為替オーバーレイ業者）に迅速に伝えられなければならない（図表2）。米国では、マスタートラストティを活用し、定期的的为替マネジャーに伝達されているが、オンライン化が遅れているわが国では、情報伝達が非効率な場合が多い。一般に情報連携はリアルタイムが理想であるが、最低でも1ヶ月に1回程度は必要である。ただし、臨時に大幅な資産構成の変更が生じた場合の情報連携方法は、別途決めておく必要がある。

図表2 年金基金と為替マネジャー（為替オーバーレイ業者）の関係



(STEP 5) パフォーマンス評価体制の構築

為替オーバーレイのパフォーマンス評価は、為替リスクヘッジの対象を①実際に保有しているポートフォリオ、②ベンチマーク、③ポートフォリオとベンチマークの差異、とする3つの方法がある。図表3に示したように、どの方法も一長一短あるが、どれを選択するかによりマネジャーが獲得した付加価値（ α ）などの結果が大きく異なることに注意が必要である。

図表3 為替リスクヘッジ対象別のパフォーマンス評価（利点と欠点）

	ヘッジ対象	利点(○)と欠点(×)
①	実際に保有している「ポートフォリオの為替エクスポージャー」をヘッジする	<ul style="list-style-type: none"> ○実際に保有しているポートフォリオ全体の為替リスクヘッジが可能になる ×原資産マネジャーの資産配分変更が為替マネジャーに制約を加える ×原資産の為替エクスポージャーを為替マネジャーに逐次伝達しなければならない ×「ポートフォリオのα (超過リターン)」=「原資産マネジャーのα」+「為替マネジャーのα」が成立せず、為替マネジャーの評価が多少あいまいになる
②	ポートフォリオの為替エクスポージャーは時と共に変化しヘッジしにくいいため、代替的に「ベンチマークの為替エクスポージャー」をヘッジする	<ul style="list-style-type: none"> ○「ポートフォリオのα (超過リターン)」=「原資産マネジャーのα」+「為替マネジャーのα」となり、為替マネジャーの評価が明確になる ×実際に保有しているポートフォリオの為替リスクをヘッジできない ×為替を独立した1つの資産とみなすため、年金基金に受け入れられにくい ×ベンチマークから乖離した資産配分の為替リスクは、原資産マネジャーが責任を負うことになる
③	ポートフォリオの為替エクスポージャーの内、「ベンチマークから乖離している部分のみをヘッジ」する	<ul style="list-style-type: none"> ○原資産マネジャーの為替リスクはニュートラルとなる ×為替マネジャーに対する指示が行いにくい ×原資産の為替エクスポージャーを為替マネジャーに逐次伝達しなければならない ×「ポートフォリオのα (超過リターン)」=「原資産マネジャーのα」+「為替マネジャーのα」が成立せず、為替マネジャーの評価が多少あいまいになる