

国際分散投資（8） - 為替リスク・ヘッジ

グローバル運用で、外貨建て資産に投資する場合には、為替の変動リスクが非常に大きく、また、予測もなかなか難しい。そこで、今回は、為替リスクの軽減を図るために、ヘッジを行う場合の考え方を取り上げる。

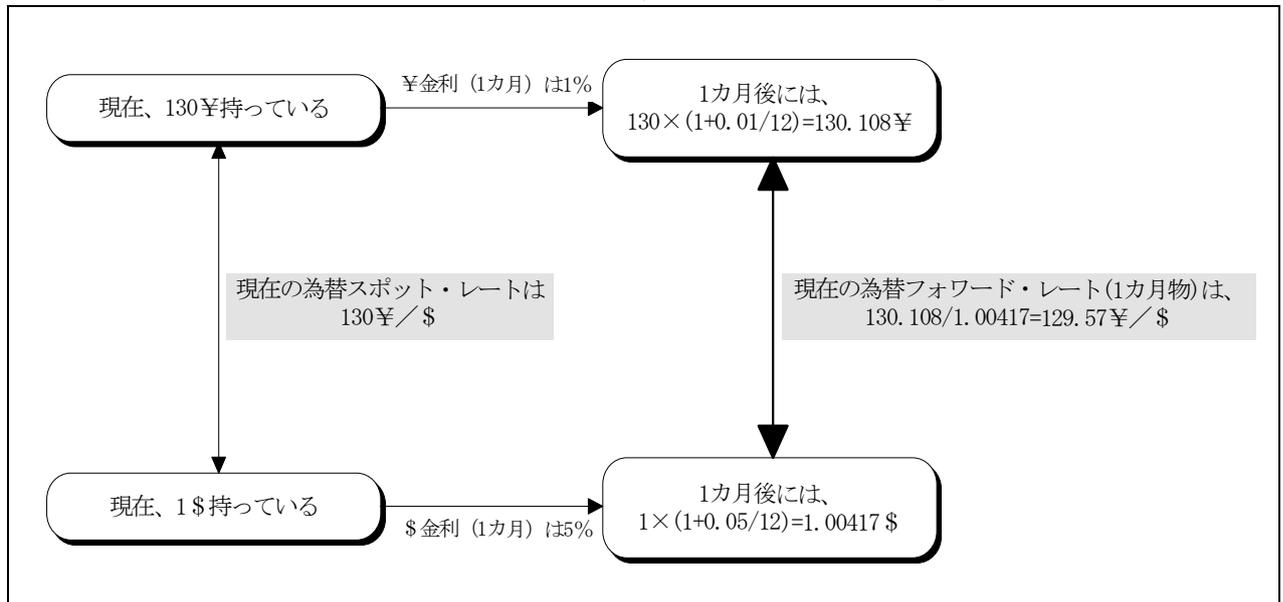
為替リスクを積極的にとって、正のリターンが得られるかどうか分からない。例えば、日本の投資家がドル資産を保有し、その一方で、米国の投資家が円資産を保有している状況を想定すれば、よく理解できるだろう。

もしも、円高（ドル安）になったら、日本の投資家は為替差損を被り、米国の投資家は為替差益を得る。一方、円安（ドル高）になったら、その逆になる。つまり、為替レートは 2 つの通貨の交換レートであるため、日米双方の投資家が為替リスクをとる場合には、双方ともに正のリターンを獲得することはないのである。

したがって、外貨建て資産に投資する際には、為替レート自体の変動に加えて、為替とさまざまな資産リターンとの相関関係も考慮した上で、為替ヘッジの有無及び（ヘッジするなら、その）比率を決定しなければならない。

頻繁に利用されている為替ヘッジ手法の 1 つとして、「先物為替」がある。先物と言っても、相対取引で、証拠金も値洗いもないため、厳密に言えば、為替の「フォワード（先渡し）」である。この「為替フォワード・レート」で将来の為替取引を約定することを、一般的に、「為替の先物予約を行う」と言う。多くの通貨は、1 年先までの予約が可能で、一部、（米 \$ のように）流動性の高い通貨に関しては、5 年以上の予約も可能である。

図 1 為替フォワード・レートの決まり方（前回解説した「金利パリティ」）



そこで、米国株式と米国債券のリスク／リターン特性を、為替ヘッジの有無で比較してみた（表1、図2）。ここでは、1カ月の先物為替予約を、期限到来する毎に乗り換えて、長期間ヘッジ（「ローリング・ヘッジ」と呼ぶ）するものと想定した。

表1 為替ヘッジの有無による、米国証券のリスク／リターン特性

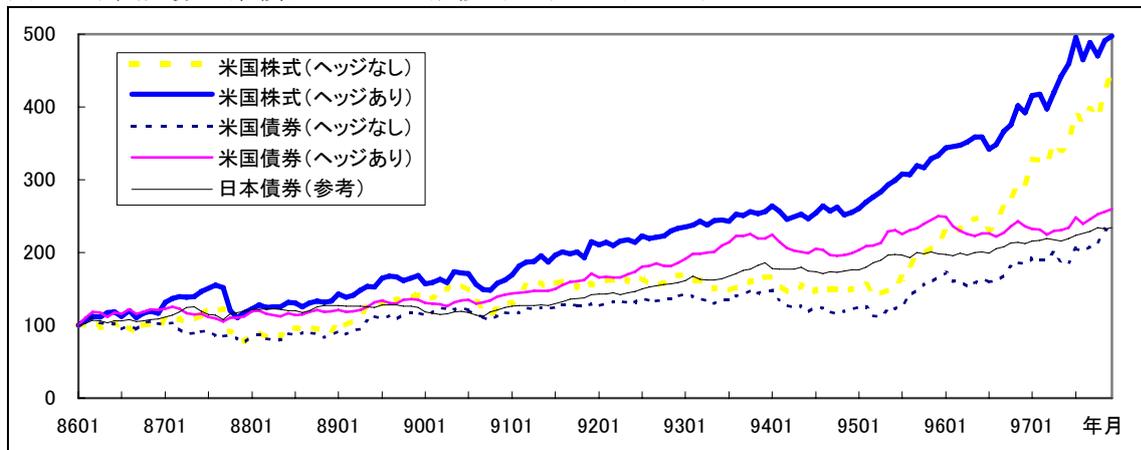
（期間：86年1月末～97年12月末、単位：年率換算%）

	\$ベース		¥ベース(ヘッジなし)			¥ベース(ヘッジあり)		
	リターン	リスク	リターン a	リスク b	a/b	リターン a'	リスク b'	a'/b'
米国株式	16.95	14.8	14.62	20.18	0.72	14.59	14.45	1.01
米国債券	11.14	9.71	8.52	15.04	0.57	8.48	9.71	0.87
日本債券(参考)						7.42	7.04	1.05
米ドル			-2.53(変化率)			-2.57(フォワード・プレミアム)		

(注)イボットソン・アソシエイツ社及びデータ・ストリーム社の月次データからニッセイ基礎研究所作成。

米国株式は S&P500(配当込み)、米国債券は残存期間 20 年程度の財務省証券、日本債券は残存期間 9～10 年程度の国債、円／ドル為替のスポット・レートおよびフォワード・レートは、バンカース・トラスト銀行の売買レートの中間値。なお、フォワード・プレミアムは、(フォワード・レート/スポット・レート-1)で計算され、スポット・レートの変化率がフォワード・プレミアムに一致する場合、「為替レートの期待仮説」が成り立つ。

図2 米国証券の累積リターンの推移 (86年1月末=100)



この期間、為替リスクをとっても、最近の円安局面（円高局面での損失を取り戻して）を反映して、各資産のリターンはあまり変わらず、リスクが増大するだけであることが分かった。前回解説した「為替レートの期待仮説」がほぼ成り立つような当該期間では、様々な取引コストを無視すると、外貨建て資産のリターンは、為替ヘッジの有無に関係ない結果になったのである。

ただし、分析期間が異なれば、当然、結果が異なる場合もあるし、また、為替リスクをとる意味がまったくないわけではない。ポートフォリオ運用において、為替とその他資産の価格変動との相関関係次第では、リスク分散効果が得られるためである。為替のリスク分散効果については、次の機会に取り上げたい。