

為替ヘッジ戦略について（下）

今回は、「為替ヘッジを行えば、外国証券のリスクはほぼ間違いなく小さくなる」ことを、過去データから検証した。今回は、為替リスクをとることにより、「為替のリスク分散効果」が得られることに焦点を当て、政策アセットミックスにおける、外国証券の為替ヘッジの取り扱いについて考えてみたい。

「為替ヘッジを行えば、外国債券・外国株式のリスクは、ほぼ間違いなく小さくなる」ことは、果たして「政策アセットミックス（長期基本ポートフォリオ）において、為替リスクをとる意味がない」ことを、単純に示唆しているのであろうか。

投資家が1つの外国資産クラス（例えば、外国債券）のみのポートフォリオを持つ場合には、ほぼそう言えるであろう。しかし、国内資産を含む複数の資産クラスに国際分散投資されたポートフォリオをもつ投資家にとっては、為替を必ずしも「フルヘッジすべき」とは限らない。例えば、為替と国内証券との相関が小さい（相関係数が、マイナス又はほとんどゼロ）場合には、為替を「フルヘッジしない」方が、ポートフォリオ全体に、リスク分散効果が得られることもある。

実際に、長期（過去15年間）の月次データを検証すると、為替ヘッジによって、外国証券そのもののリスクは減少する一方、外国証券と国内証券との相関係数は上昇することが分かる（表1）。つまり、ポートフォリオ全体で見れば、為替ヘッジの結果、リスク分散効果が悪化することもありうると考えられる。

特に、外国債券は、「ヘッジなし」から「フルヘッジ」にすると、国内債券に対する相関係数が大きくプラスになる（0.03→0.44）ことが分かる（これが、「外国債券をフルヘッジすると、リスク特性が国内債券に似通ってくる」と、言われる所以の1つである）。

表1 国内証券リターンと米ドル、外国証券リターンの長期相関係数

	米ドル (¥/\$)	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
国内債券	-0.44	0.03	0.44	-0.04	0.10
国内株式	-0.04	-0.03	0.11	0.29	0.43

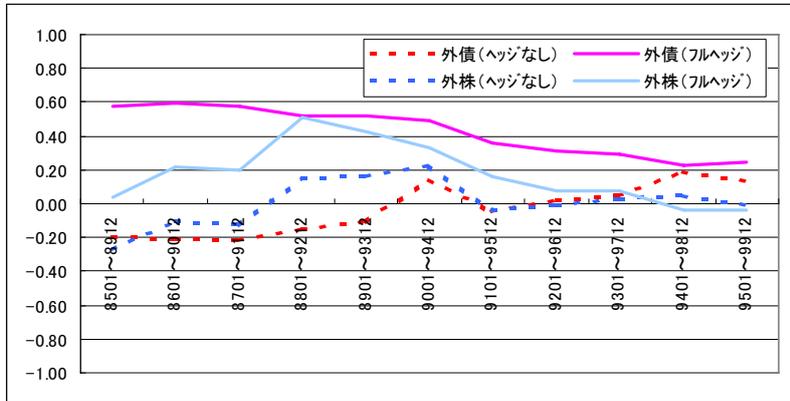
（注）分析期間は、1985年1月～1999年12月。

国内債券はNOMURA-BPI（総合）、国内株式はTOPIX、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）、外国株式はMSCI KOKUSAI インデックス（除日本）。

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ヵ月フォワードレートを用いて計算。なお、為替は、パ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ヵ月フォワードのローリング・ヘッジ。

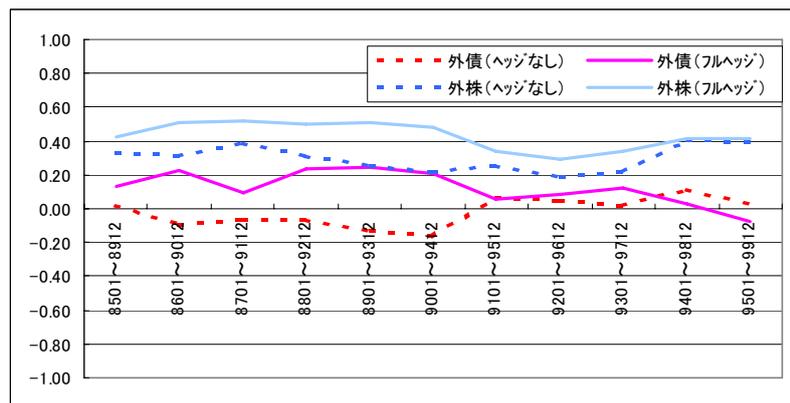
ただ、同じ期間を5年毎に区切って、中期相関係数の推移を見ると、直近では、外国債券・外国株式ともに、「ヘッジなし」と「フルヘッジ」とで大差なくなっていることは、注目される（図1、2）。

図1 国内債券リターンと外国証券リターンの中期相関係数の推移



(注)1985年1月~1999年12月の期間における、期間が5年毎の相関係数を算出。

図2 国内株式リターンと外国証券リターンの中期相関係数の推移



(注)1985年1月~1999年12月の期間における、期間が5年毎の相関係数を算出。

このように、外国証券のリスク・リターン特性を検証した結果、常に「ヘッジなし」あるいは「フルヘッジ」が最適とは限らないことが分かった。したがって、政策アセットミックスにおける、外国証券ベンチマークの為替ヘッジの取り扱いを決定する場合には、実務上、次のような方法も一例として考えられるだろう。

外国債券・外国株式それぞれに、「ヘッジなし」ベースと「フルヘッジ」ベースの2種類を作成し、国内証券を含む他の資産クラスとともに最適化計算(効率的フロンティアを作成)する。その結果として、政策アセットミックスにおける外国証券のヘッジ比率を決定するのである。ただ、この方法は、外国証券(ヘッジなし、フルヘッジ)と他資産との相関係数をはじめとした、将来の諸前提数値の見込みに、結果が大きく左右されることは言うまでもない。

以上の通り、年金基金管理者にとって、「為替リスク管理」は、政策アセットミックスにおける外国証券のヘッジ比率をはじめ、非常に悩ましい問題である。さらに進んだ考え方については、別の機会に取り上げたい。