

年金運用における為替ヘッジ政策（3）

前回紹介したような方法で長期の最適ヘッジ率が決定されれば、次は短期運用（為替オーバーレイ）に焦点が移る。為替オーバーレイについては2001年5月号（Vol.59）で概要を紹介したが、今回はその利点・欠点、運用形態、運用成績など、実務面の重要事項を解説する。

わが国年金基金の海外運用では、為替も含めたバランス型の運用を複数の業者に委託するのが一般的であるが、為替の効率的な運用の観点から欠点もあるため、新たな運用形態である為替オーバーレイが注目を浴びている（図表1）。仕組みが複雑なこともあり、現在のところまだ大きな市場ではないが、最近、内外の投資顧問業者が当局に為替業務の兼業申請を行うなど、新たな為替オーバーレイ・ビジネスに向けた動きが着々と進んでいる。

図表1 為替オーバーレイとバランス型運用での為替ヘッジの利点・欠点

	バランス型運用での為替ヘッジ	為替オーバーレイ
利点	<ul style="list-style-type: none"> ● 同一運用会社が外貨資産と為替の運用をともに行うので、統合的なポジション管理が行いやすい ● 分かり易い 	<ul style="list-style-type: none"> ● 為替の専門能力を持つ運用機関に委託 ● 為替単体で超過リターンを狙うことが可能 ● 取引コストを削減できる
欠点	<ul style="list-style-type: none"> ● 外債や外株の運用機関が、為替の運用を証券運用に付随する形で行う ● 各運用機関の為替見通しが異なると、ヘッジ効果が相殺され、コストのみが増加 	<ul style="list-style-type: none"> ● 一社の為替運用会社にすべての為替運用を任せると、その運用成績に大きく左右される ● 資産側の外貨ポジションをタイムリーに把握することが容易でない ● パフォーマンス評価が煩雑 ● 業法上、投資一任業者は為替オーバーレイを行えない (為替オーバーレイを行うには当局への兼業申請が必要のため、従来は、外国証券運用に付随する形が、為替の外国籍私募投資の受益証券を購入する形による為替の運用が行われてきた)

為替オーバーレイの運用形態については、リターンやリスクを積極的に予測して運用する「アクティブ運用」と、ヘッジ率をベンチマークに近づける運用の「パッシブ運用」、両者を混合した「アクティブ・パッシブ混合運用」、の3つのタイプに分類できるであろう（図表2）。

図表2 為替オーバーレイの運用形態

タイプ	手法の説明	小分類
アクティブ運用	<ul style="list-style-type: none"> ・リターンやリスクをアクティブに予測 ・リスク調整後リターンの向上を図る 	リターン予測型 (リターンの最大化を目指す)
		リスク管理型 (リスクの最小化を目指す)
パッシブ運用 (コンプライアンス運用)	<ul style="list-style-type: none"> ・ヘッジ率をベンチマークに近づける運用 	スタティック型 (ヘッジ率微調整のための売買コスト最小化を目指す)
		ダイナミック型 (ポートフォリオ・インシュアランス等のオプション模倣戦略)
混合運用	<ul style="list-style-type: none"> ・アクティブ運用とパッシブ運用の混合 	

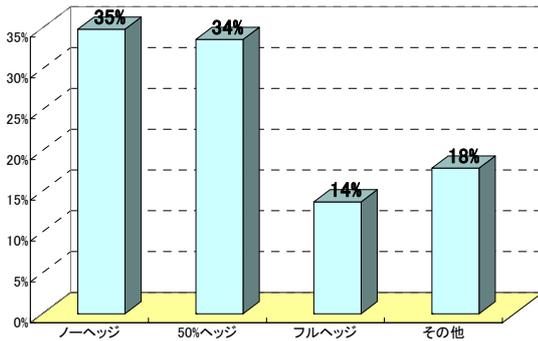
(注) ニッセイ基礎研究所による分類

フランク・ラッセル社は、上述の「アクティブ運用」タイプに分類される 18 業者（ヘッジファンドは除く）の 241 顧客（米国中心）データを基に、以下のような調査を行っている。

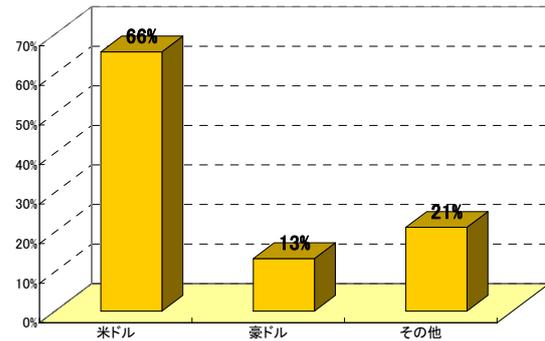
まず、顧客のベンチマーク（為替ヘッジ比率）については、ノーヘッジと 50%ヘッジの割合が多く、フルヘッジは少ない（図表 3）。次に、顧客の基本通貨は、為替オーバーレイの米国での普及を反映し、圧倒的に米ドルが多くなっている（図表 4）。また、運用成績については、成功率（①累積リターンがプラスの業者の割合、②全アカウントの月数の中でリターンがプラスであった月数の割合）が 50%を上回っており（図表 5）、さらに超過リターンや情報レシオで見てもまずまずの成績となっていることがわかる（図表 6）。

このように、為替オーバーレイ業者全体で見れば運用成績が良好なように見えるが、この陰で運用不振のため淘汰された業者が含まれない（生き残り組によるサバイバーシップ・バイアス）現象がある。したがって、実際の為替運用に当たっては、業者選定をはじめ様々なリスクに留意する必要がある。今回は、このような留意点を中心に解説したい。

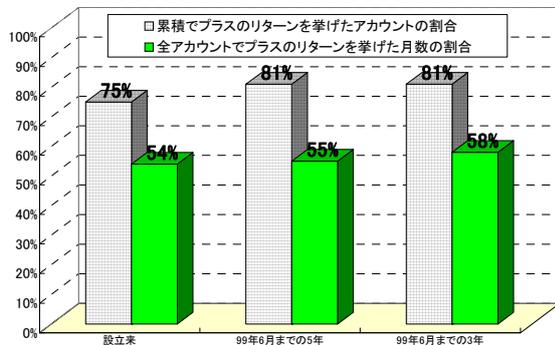
図表 3 ベンチマーク為替ヘッジ比率の分布



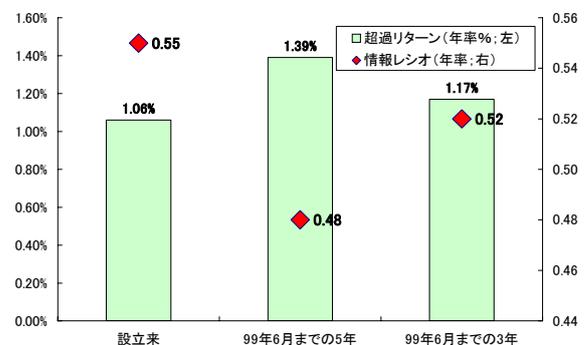
図表 4 基本通貨の分布



図表 5 成功率



図表 6 超過リターンと情報レシオ



(出典) フランク・ラッセル社リサーチレポート「Capturing Alpha Through Active Currency Overlay」(Baldridge, Meth, and Myers(2000))を基に、ニッセイ基礎研究所が作成

(注 1) 超過リターン=通貨ベンチマークに対する超過リターン (マネジメント・フィーを含む)

(注 2) 情報レシオ=超過リターン (年率) / トラッキング・エラー (年率)