

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

---

ブライアン・B・ストレンジ  
キーアセットマネジメント、  
顧客サービスディレクター

通貨のベンチマークは、為替オーバーレイマネージャーらがリスクを軽減し、または利益を増加させるという点で付加価値を生んでいるかどうかを投資家が客観的に評価する助けとなる。投資家は通常のベンチマークとセミアクティブベンチマークの間で彼らの投資目標にもっとも適したものを選択する。幸いなことに異なるスタイルの為替オーバーレイマネージャーがどのような実績をあげているかを示すデータが入手可能である。

本章ははっきり二つに分けることができる。前半の部分では、通貨管理のためのベンチマークについて議論する。後半では私がキーアセットマネジメントに入社する以前に行った、為替オーバーレイマネージャーが顧客に対して付加価値を提供できるかどうかについての調査結果を報告する。

### [ ベンチマーク ]

通貨のベンチマークは、他のいかなるベンチマークとも同様に投資家の投資政策を反映していなくてはならない。投資家は資産配分を自分で決めなくてはならず、もしヘッジするのであれば各々の投資にとってもっとも意味のあるヘッジ比率を考察しなくてはならない。為替オーバーレイマネージャーもし

くはヘッジをするいかなる人にとってもベンチマークは基本的にニュートラルなポジションであり、その点に関して異論はありえない。

またアクティブな為替オーバーレイマネージャーにとってベンチマークは、明確なハードルであるという点を心に留めておいてほしい。為替オーバーレイマネージャーがベンチマークを上回ることができないのであれば、投資家は多額の手数料を払わないだろう。一部の人は為替オーバーレイ管理がいともたやすいことであると示唆してきた。もしこれが真実であるならば、ハードルをすこし上げて為替オーバーレイマネージャーにとって達成することが若干困難なベンチマークを選択すべきである。

通貨ベンチマークは通常のベンチマークとセミアクティブなベンチマークに分類される。セミアクティブベンチマークは、さらにバリュー、モメンタム、そしてオプションに分類される。

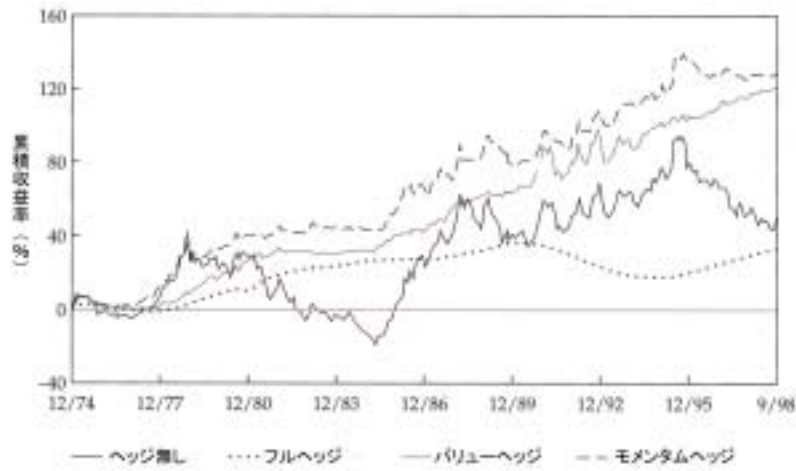
### 通常のベンチマーク

通常のベンチマークはゼロもしくは100%ヘッジという極端なものと、ゼロから100%ヘッジのどこかに位置する部分ヘッジに分類することができる。極端なベンチマークは投資家の通貨エクスポージャーに対して市場の方向性への大きな賭けとなる。部分ヘッジベンチマークでは、40%、70%、30%、20%のようにヘッジ比率はいたるところに位置するが、50%がもっとも一般的である。多くの投資家がこの50%のヘッジ比率を好む理由は、50%のヘッジ比率がマネージャーの行動に対称性を持たせるからである。言い換えると、通貨マネージャーがベンチマークからたとえば20%離れることを望んだ場合に、ベンチマークがゼロパーセントのヘッジであれば、ポートフォリオは20%以上ヘッジされることはないだろう。従ってヘッジの範囲はゼロから20%である。この状況において50%ヘッジをベンチマークとすると、範囲は50%の両側20%である。従って50%のヘッジ比率では投資家はよりアクティブなヘッジを行うことができ、結果としてこのアクティブなヘッジはマネージャーの利益に影響を与える。

一般的にこれらのヘッジ比率はポートフォリオを構成する全ての通貨に普遍的に適用される。言い換えると投資家は日本円にゼロパーセントのヘッジを選択し、ドイツマルクに50%のヘッジ比率を選択することはしない。投資家は単純に普遍的なヘッジ比率を使用する。

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

図1 1974年12月から1998年9月の間のMSCI EAFE インデックスの累積収益率に対するヘッジの影響

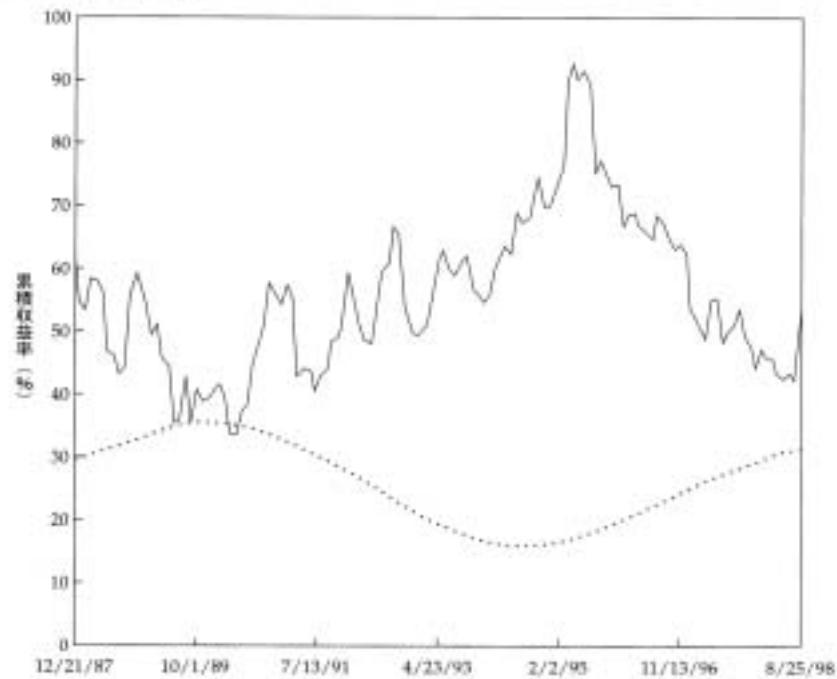


出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

1974年の12月以降、MSCIヨーロッパ/オーストラリア/極東（EAFE）インデックスに対する通貨の影響は図1の実線で示されているような頻繁な上昇と下落を生み出してきた。この上下動はMSCI EAFE株式の変動とはまったく関係がない。収益率は主に円、イギリスポンド、マルクという3つの主要な通貨と、多少のスイスフランとフランスフランのドルに対する動きによって発生している。

ある期間、通貨はまったく利益を生み出さない。長い目で見れば通貨はいくらか利益を生み出すが、同時に多くのボラティリティをもたらす。この通貨エクスポージャーがヘッジされている場合、図1の点線のように、線はより滑らかになる。ある期間累積ヘッジの線は上昇するが、これは投資家がフォワード市場でヘッジした通貨からプレミアムを稼いでいることを意味する。この線が下降しているときはフォワードレートがディスカウントの期間である。1988年から1998年の間に価格がプレミアムからディスカウントに動き、プレミアムに戻り、そして出発点に近いところで終わっていることを図2は示している。通貨がプレミアムである期間の後には通貨が下落する期間があることを記しておく。

図 7 1987 年 12 月から 1998 年 9 月の間の MSCI EAFE インデックスに対する通貨の影響



出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

### セミアクティブベンチマーク

セミアクティブベンチマークにより、ヘッジ比率はそれぞれの通貨によって異なり、事前に確立された規則に基づいて時間とともに変化する。ヘッジ比率は、系列相関やフォワードレートバイアスのような市場のもつ便益にマネージャーの行動を誘導させるというのがその考えである。主要なセミアクティブベンチマークは以下のとおりである。

- ・バリューベンチマーク

バリューベンチマークは過小評価されている通貨を買い、過大評価されている通貨を売るタイミングを示唆するフォワードレートバイアスの長所を生かしている。

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

- ・モメンタムベンチマーク

モメンタムベンチマークは市場で観測される系列相関を生かしている。

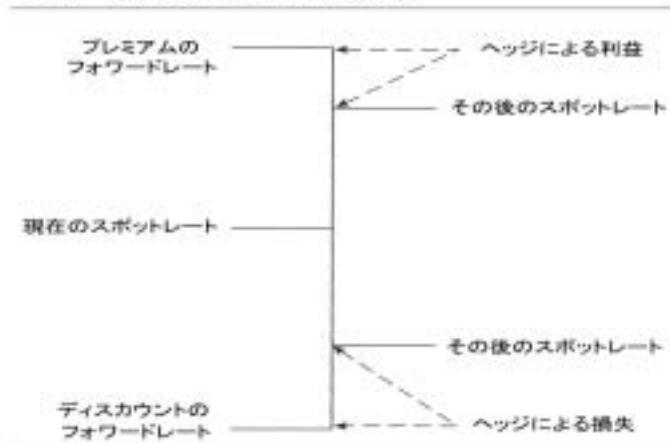
- ・オプションベンチマーク

実際、全ての通貨マネージャーはたとえば価格上昇を享受し、価格下落を回避するオプションに似たペイオフをもつ戦略を実行している。そのため、通貨マネージャーの成果はオプションを対照として測定されるべきである。

### [バリューベンチマーク]

クリッツマン（1993）、クラークとクリッツマン（1996）はフォワードレートバイアスが存在すれば、投資家は将来のプレミアムもしくはディスカウントで利益を得ることができると指摘している。1993年の論文において、クリッツマンは4種類のヘッジコスト、つまり取引コスト、管理手数料、機会コストそしてフォワードプレミアムもしくはディスカウントの影響について議論している。クリッツマンは「ヘッジコストに最も大きく影響を与えるのは、間違いなく通貨のフォワード契約のプレミアムもしくはディスカウントである」と述べている。彼は「フォワードレートは、現実のスポットレートにおいて順次発生する変化を組織的に、そして著しく過大に予測している」と結論づけている。一般的

図1 フォワードレートの影響



に投資家は、プレミアムの時にヘッジし、ディスカウントに直面したときにヘッジしなければ成功する。

図3はスポットレートに対するフォワードレートバイアスの影響を表している。フォワードレートバイアスのために、通貨はプレミアムであるフォワードレートの水準まで上昇せず、投資家はヘッジによる利益を得る。通貨がディスカウントであるフォワードレートの水準まで下落しなければ、投資家は常にヘッジによる損失を被るだろう。

クリッツマンはさらに「ヘッジの期待原価は、フォワード契約がディスカウントで売られているときは正で、プレミアムで売られているときには負である。投資家はフォワードがディスカウント時には売りによるヘッジを減らすべきであり、プレミアムで利益が得られるときには多くヘッジすべきである」と主張している。

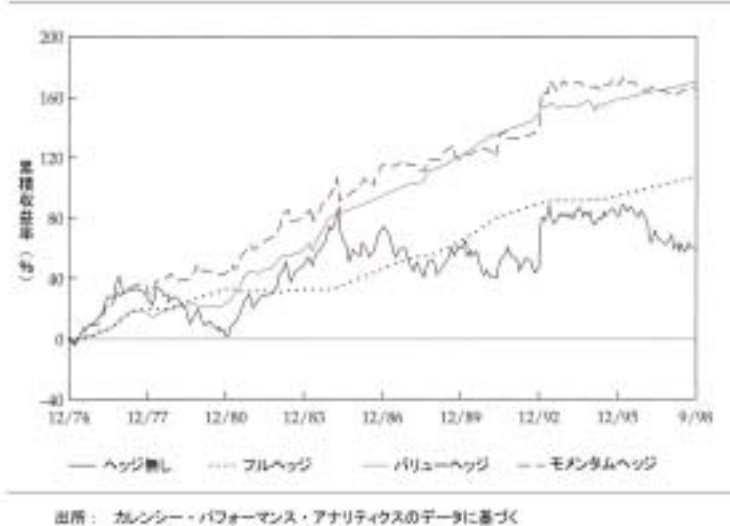
従ってバリュースベンチマークはプレミアムが利益となるときには通貨を100%ヘッジし、通貨がディスカウントのときにはヘッジしないことを暗に示している。図1はさまざまなヘッジ戦略がMSCI EAFE インデックスの累積収益率に与える影響を米国の投資家の視点から表している。表1のA部はそれぞれの戦略の平均年間収益率とリスクを表している。ヘッジ無しと100%ヘッジの戦略を比較すると、バリュー戦略は明らかにベンチマークを上回っている。

表1 1974年12月から1998年9月の間のさまざまな株式インデックスの年間収益率とリスクに対するヘッジの影響

手法	ヘッジ無し	フルヘッジ	バリューヘッジ	モメンタムヘッジ
A. MSCI EAFE (米ドル)				
収益率	2.1%	1.0%	3.7%	4.4%
リスク	11.3	2.5	4.1	6.3
B. MSCI World ex UK (イギリスポンド)				
収益率	2.3	3.1	5.2	5.3
リスク	10.1	2.3	4.1	6.0
C. MSCI World ex Japan (日本円)				
収益率	-3.0	-3.0	-0.6	-0.2
リスク	11.9	2.2	10.7	7.4
D. MSCI World ex Europe (ドイツマルク)				
収益率	-0.5	-1.8	0.8	1.1
リスク	11.0	2.9	10.0	7.1

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

図4 1974年12月から1998年9月の間のMSCI World ex UK インデックスの累積収益率に対するヘッジの影響



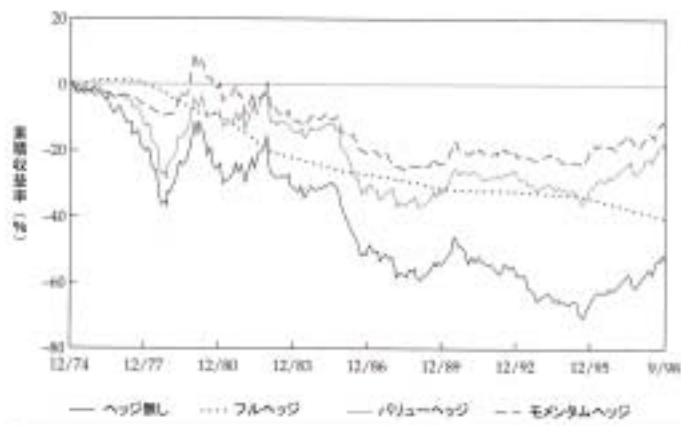
### [モメンタムベンチマーク]

クラークとクリッツマンは通貨市場の持続的な月次のトレンド、言わば系列相関を研究した。彼らは、投資家はトレンドが上昇しているときにあまりヘッジをしないようにし、トレンドが下降しているときによりヘッジをすることにより、これらのトレンドから利益を上げることができると主張している。

この情報に基づいて簡単なモメンタムベンチマークを構築することができる。トレンドの行動パターンのため、投資家は平易な規則をつくりだし、それを集合としての全ての通貨にではなく、それぞれ個々の通貨エクスポージャーに適用することができる。投資家は先月うまくいった戦略をそれが何であれ今月も再び繰り返すと仮定する。この方法においてはスポットレートの動きと通貨のプレミアムないしはディスカウントという二つの点を考慮に入れる。過去に戦略が機能した、すなわち利益をあげたとき、その後続くスポットレートはプレミアムではフォワードレートより低く、ディスカウントではフォワードレートより高くなっていたはずである。従ってモメンタムアプローチはフォワードレートの構造に対するスポットレートの動きに依存する。

図1はモメンタムヘッジ戦略がバリュヘッジ戦略を上回るというわけではなかったとしても、バリュヘッジ戦略と同等により実績をあげているという

図5 1974年12月から1998年9月の間のMSCI World ex Japan インデックスの累積収益率に与えるヘッジの影響



出所：ホルンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

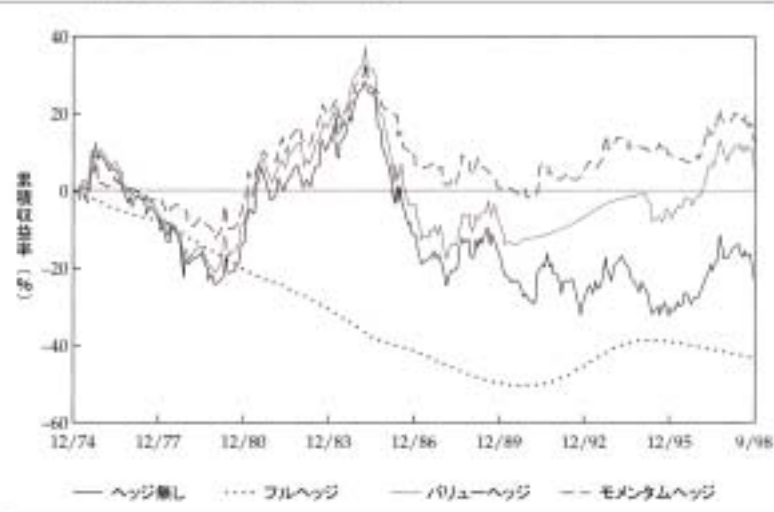
ことを表している。米国の投資家にとってヘッジ無しのベンチマークは最もリスクが高いが、モメンタムヘッジのベンチマークは最高の年間平均収益率を上げていることを表1のパネルAは表している。

モメンタムヘッジは米ドルの視点から見て効果があるだけではなく、いかなる基準通貨をもつ投資家にとっても効果をもつ。図4はイギリスの投資家の視点からみた4つのヘッジ戦略を表している。イギリスの投資家はしばしば「ヘッジをしても仕方がない。ポンドは他の全ての通貨に対して何年も安いいため、単純にヘッジ無しのままにしておく」と言っている。実際に、図4は長期間の高いボラティリティを表している。通貨は全体的にポンドに対して約60%も上昇している。しかし、イギリスの金利は常に高く、これは他の国の金利がすべてイギリスよりも低いことを意味し、プレミアムが存在していた。イギリスの投資家が常にヘッジをしていたら、これらの大きいプレミアムは積み重ねられていったらう。1974年から1998年の特定の時間枠の中で、100%ヘッジしていたイギリス人投資家のリスクは非常に小さく、ヘッジ無しだった人々よりも累積利益を上げていたに違いない。しかし成功は一時的なものである。この期間のある時期には、ヘッジ無しの戦略は100%ヘッジの戦略を上回る実績を何度かあげている。



## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

図5 1974年12月から1998年9月の間のMSCI World ex Europe インデックスの累積収益率に与えるヘッジの影響



出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

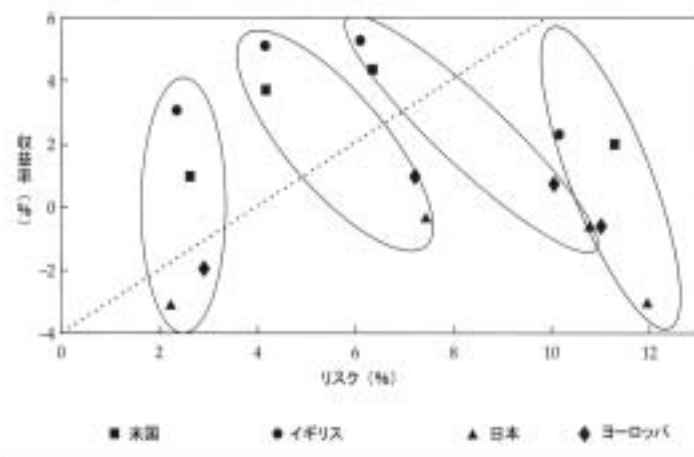
図5は日本の投資家の視点を表している。日本円は非常に強かったため、人々は日本国外の投資に関連する通貨バスケットが下落することを期待し、通貨バスケットは著しく下落した。100%ヘッジすることは費用を節約しリスクを軽減するために非常によいことであった。しかしこれにはやはり費用がかなりかかり、総計で40%程度になる。日本の投資家が常にヘッジするという事は、一貫してフォワードをディスカウントで売ることによって費用が発生する。部分的なバリュヘッジ戦略はまさにヘッジ無しのように見えるため、長期的には費用がかかってしまう。おそらく1974年から1998年の間に日本の投資家がバリュヘッジのベンチマークを用いてヘッジしたのは、一部の通貨に対したった数回だけだろう。

図6はヨーロッパの投資家のヘッジに対する視点を表しているが、これは大きな驚きではない。ボラティリティはあらゆるところにあり、ドルが非常に強かった1980年代の初期と半ばに特に多く見られる。やはり、バリュヘッジとモメンタムヘッジはヘッジ無し、もしくは100%ヘッジよりもよい実績をあげている。

全体的に、米国、イギリス、ヨーロッパ、日本の視点から見て、バリューとモメンタムのベンチマークは長い目で見ればヘッジ無し、もしくは100%ヘッジよりもよい実績をあげている。これらは、この二つの極端なベンチマークの中間のリスクで、ヘッジ無しと100%ヘッジのベンチマークよりも高い収益をあげ、その結果としてよい実績につながった。従って、投資家の基準通貨にかかわらず、バリューヘッジとモメンタムヘッジは意味をもつ。もちろんこの1974年から1998年の期間中もこれらは累積的な実績をあげている。また、投資家がバリューヘッジとモメンタムヘッジを用いることで、平均の年間収益率とリスクの数値はリスク単位でさらに大きな収益を上げていることを示している。

図7はベンチマークの結果について別の見方を表している。当然のことながら、ほとんど全ての通貨にとってヘッジ無しの手法は非常にリスクが高い。イギリスと米国の投資家は正の収益を、日本とヨーロッパの投資家は負の収益を示している。もっともリスクの少ない方法は100%ヘッジの戦略であるが、ディスカウントの構造ゆえにフォワードをディスカウントで売らなくてはならない投資家は最終的に現金の持ち出しとなり、フォワードをプレミアムで売

図7 1974年12月から1998年9月の間の米国、イギリス、日本、ヨーロッパの投資家によるベンチマークの結果



出所： カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

る投資家は最終的に利益を得ている。従って米国とイギリスの正の収益が示しているように、米国とイギリスが主としてプレミアムの稼ぎ手である。バリューヘッジとモメンタムヘッジの戦略がヘッジ無しと100%ヘッジの間に位置することを記しておく。

従って、全ての通貨にとって、バリューヘッジとモメンタムヘッジのリスクレベルは、両極端のベンチマークのもつリスクレベルの間に位置し、これらの二つの方法はわずかな超過収益を生み出す。図7の点線は、利益がリスクと同じ比率で増加することを表し、これはリスクが増加するにつれて同様に収益も増加すると考えられる。これはシャープレシオ1である。日本の投資家は極端なベンチマークを用いるより、バリューもしくはモメンタムベンチマークを用いるほうが賢明なのであろうか？ リスク調整という点においては必ずしもそうではない。バリューベンチマークもしくはモメンタムベンチマークを用いている日本の投資家のシャープレシオは1未満である。従って答えは、投資家が何を追及することに興味をもっているのか、最大の利益か最小のリスクなのかによる。米国の視点からの決定の方が少し簡単である。バリューヘッジとモメンタムヘッジは1以上のシャープレシオをもつため、これらの戦略は増加するリスクを上回る収益を生み出す。

### [オプションベンチマーク]

基本的にアクティブなマネージャーはすべて上昇から利益を得、下落に対しては防御を試みている。マネージャーが典型的なマネージャーよりよい実績をあげることが投資家が望んだ場合、もしくは期待した場合、投資家はオプションベンチマークを採用することで確実に自己防御できる。投資家は四半期の初めに、通貨バスケットのプットオプションを買い、四半期の終わりにオプションを売ることで収益を得るか、オプションがアウト・オブ・ザ・マネーで満期になったときにプレミアムにキスをして別れを告げる。これらの投資家のヘッジ対象ポジションは上昇市場から収益を得るか、払ったプレミアムの分だけ沈むことになる。言い換えるとオプションには価値がない。下落する市場において、払ったプレミアムを差し引いた分だけもうかる。

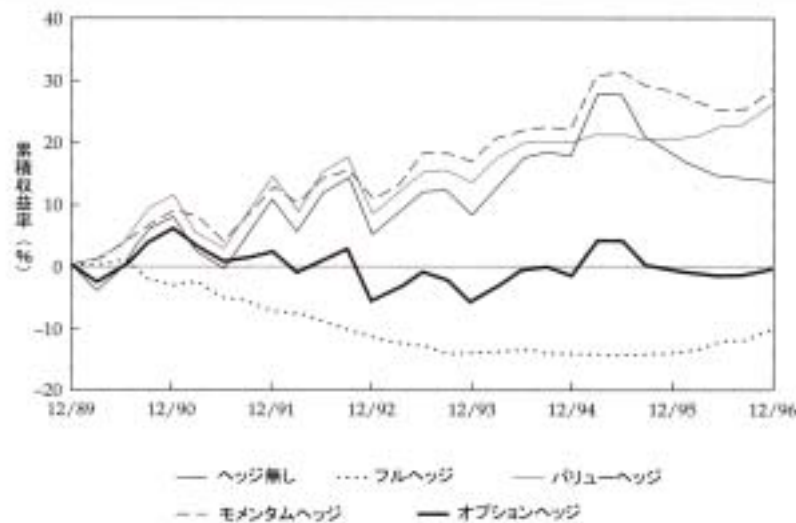
図8はオプションヘッジのベンチマークを用いたMSCI EAFEインデックスの累積的収益率の影響を表している。オプションヘッジを用いた通貨の純利益はゼロ近辺を漂っている。その理由は投資家がフルコストのオプションを用いている場合に、オプションプレミアムがヘッジ対象の通貨のポジションから

の収益を減少させてしまうからである。オプションヘッジのベンチマークによる平均の年間収益率は-0.4%で、ほぼゼロであり、平均の年間リスクは4.3%である。オプションの価格が正しい場合にゼロに近い収益が期待できる。

## 要約

バリュートベンチマークはフォワードレートバイアスから、モメンタムベンチマークは市場のトレンドから利益を得ており、オプションベンチマークは非常に中立的である。これら3つのベンチマークは典型的なベンチマークの優れた代替になり、実際に資産配分分析の一部として用いることができる。一般的に投資家は国内からの収益と負債の要素とともに MSCI EAFE インデックスなどの国際株式のバスケットという多様な資産配分から利益を得ている。これら3つのベンチマークからの利益は極めて簡単に算出できるため、投資家はポートフォリオについてのヘッジ契約からの利益の流れをみることができる。スタイルによるヘッジ量や、通貨ベンチマークへのポートフォリオの配分

図 8 1989年12月から1996年12月の間のMSCI EAFE インデックスの累積収益率に対するヘッジの影響



出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

比率についての助言を得るために、これらの利益をオプティマイザーにかけることができる。答えはおそらく、ポートフォリオの通貨全額よりは少なくなるだろう。

### [ 付加価値 ]

ポートフォリオについて通貨ベンチマークを確立することは投資家の責任である。為替オーバーレイマネージャーはこのベンチマークを上回れないまでも、一致させる責任がある。従って多くの投資家の頭にある疑問は、為替オーバーレイマネージャーが顧客に対する付加価値を長期的にわたりもたせられるのかということである。この疑問に答えるために、私はカレンシー・パフォーマンス・アナリティクスに在籍していた1998年に調査を行い、結果は以下のとおりとなった。

#### 方法

我々はオーバーレイビジネスで複数の顧客をもつ大規模な為替オーバーレイマネージャーを調査することを希望し、各々10億ドル以上のリスク管理を行っている17社のマネージャーに接触した。これらのマネージャーのうち7社は各口座の各四半期の平均値という詳細なデータを、3社のマネージャーは複合データを提供してくれた。全体としてこれらのマネージャーが従事する為替オーバーレイは400億ドル以上である。従ってこの調査は入手可能な米ドル及び米ドル以外をベースとしたビジネスの大部分を網羅している。興味深いことに、為替オーバーレイがより一般的な国は米国に加え、オーストラリアである。最初のビジネスは1989年に開始され、1997年の終わりまで報告されている。

全体として、オーバーレイは152の口座で採用され、データは1,783件の四半期口座のものである。四半期口座とはオーバーレイの口座が活動していた四半期である。口座の存在していたそれぞれの四半期に、マネージャーはオーバーレイマネージャーの生み出したベンチマークの収益（ヘッジ対象資産の収益を含まない、通貨のみの収益）と口座の収益の両方を報告している。本質的にマネージャーは目標と、最終的な結果を報告している。これら二つの差が付加価値である。顧客はベンチマークを0%、40%、

100%というように特定化しており、生み出された付加価値は顧客の付加価値に対する定義と比較することで測定された。

この研究の背後にある考え方は、誰が最も優れたマネージャーであり、誰が最も劣ったマネージャーであるかを明らかにすることではない。為替エクスポージャーをもつ株式や通貨そのものについて、全てのマネージャーが同じ種類のエクスポージャーをもっているわけではないため、このような分析はデータ全体で行われるものではない。これらのマネージャーはもちろん同じマンドートを負っているわけではなく、もちろん同じベンチマークに対してヘッジを行っているわけではない。従って彼らの状況を比較することはできないため、最良・最悪の実績をもつマネージャーを検討し、選別することはおそらく不可能であろう。現在我々はオーバーレイマネージャーの実績を評価するのに必要かつ適切な過去データをもっているため、オーバーレイマネージャーによる付加価値が全体として少しでもあれば、それを検討するというのがこの研究の背後にある考え方である。

データ結果は二つに要約される。一つは、報告された四半期の口座すべての平均を分析するもので、これに複合データは含まない。より多くの口座を長期間保有するマネージャーのデータには、他のマネージャーのデータより大きな重み付けをする。たとえば、5年間にわたり10の口座をもち、そのうち50の四半期口座のデータを管理するようなマネージャーは、2年前に仕事を始め、一つの口座、すなわち四半期口座の8つのデータしかもたないマネージャーより大きな影響をもっている。

データを合計する二つ目の方法は、マネージャーの平均を用いる方法である。それぞれの四半期で、我々は全てのマネージャーの口座を分析し、付加価値を計算し、年の平均値を得る。そして全体で彼らがどのような実績を挙げたかを考察するために、複合データを提示したマネージャーを含む全てのマネージャーを分析する。この方法は結果の如何にかかわらず、全てのマネージャーに対し均等に重点をおく。

## 結果

四半期口座を用いた全体的な分析結果は表2に示されている。「全期間」は我々が得た1989年から1997年の全ての口座データを用いている。その他の領域は1997年に始まり、過去5年間（1992年から1997年）、3年間

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

表2 1989年から1997年の標本期間における年平均収益率

手法	全期間	過去5年	過去3年	過去2年
平均勝率	2.44%	1.72%	2.44%	3.28%
平均負け率	- 1.32	- 0.44	-0.52	- 1.56
平均付加価値	1.88	1.76	2.00	1.92

出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

表3 1989年から1997年の標本期間における成功率

手法	全期間	過去5年	過去3年	過去2年
四半期	60%	61%	63%	65%
累積	80	83	89	89

出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

(1994年から1997年)、2年間(1995年から1997年)のデータを分析している。「平均勝率」は平均として利益を上げた四半期(すなわち実績がベンチマークを上回った)を表し、「平均負け率」は平均として損失を被った四半期(すなわち実績がベンチマークを下回った)を表している。表2では、4つの全ての期間において付加価値の平均は非常に安定しており、年換算した平均の付加価値はおおよそ2%である。平均収益は全てのデータを用いた場合もしくは、5年さかのぼった場合より、3年及び2年さかのぼったときのほうがわずかに優れており、これは驚くべきことではない。かなり長期間存在している口座の大部分は米ドルをベースとし、これらはヘッジ無しのベンチマークに対して測定されている。最近では米ドル以外の通貨が下落し、米ドルが上昇している。従って、ドルが下落し、他の通貨が上昇していたため、5年前よりもヘッジ無しのベンチマークを上回ることが容易であり、その場合には2、3年前の勝率は高くなることが期待される。興味深いことに、2年間のデータにおいて平均の負け率が他の期間より大きい。過去3年から5年の間、より多くのマニデートが米ドル以外の主にヨーロッパの通貨で発生した。従って、2年間のデータはヘッジ無しの通貨に対する米ドルの上昇の影響を表していることが推測できるだろう。このような状況で付加価値を生むことは困難であり、損失の可能性が非常に高い。

ヘッジの成功を分析するもう一つの方法は、口座と四半期ごとの累積的

表 4 1989年から1997年の期間における口座およびベンチマークの収益率とリスク

手法	全期間	過去5年	過去3年	過去2年
口座				
収益率	2.8%	3.0%	3.0%	2.4%
リスク	6.7	6.2	6.2	5.6
ベンチマーク				
収益率	1.0	1.2	1.0	0.4
リスク	7.0	6.7	6.9	6.1

表 5 1989年から1997年の間のマネージャー成功率と付加価値の平均データ

期間	成功率		付加価値
	累積	四半期	
全期間	80%	62%	1.8%
過去5年	81	62	1.6
過去2年	84	68	2.1

な勝者と敗者を見ることである。表3が表しているように、ベンチマークを上回る実績をあげる確率、すなわち成功率は80%の範囲に上昇しているが、全ての四半期において成功することは多少難しい。四半期を基礎とした成功率は、累積計算の結果より低い。全ての時間枠において50%を上回る。

表4からも分かるように為替オーバーレイマネージャーは顧客に対する付加価値を生むだけでなく、リスクも軽減する。ベンチマークのデータはマネージャーに課されたベンチマークを全体として示し、口座のデータはベンチマークの結果と比較したマネージャーのパフォーマンスである。両者の一連のデータは四半期口座を基礎としている。全ての期間において、口座のリスクはベンチマークのレベルより軽減されており、収益率もベンチマークのレベルより増加している。従って為替オーバーレイマネージャーはリスクと収益率という二つの要因において付加価値を生んでいる。

表5はマネージャーのデータの平均を表している。この方法はマネージャーが保有する口座数にかかわらず、それぞれのマネージャーに均等に重み付けしている。表5の成功率は表3で表している成功率に類似し、付



## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

表6 1989年から1997年の標本期間におけるベンチマークの結果

ベンチマーク	全期間	過去5年	過去3年	過去2年
極端				
収益率	2.16%	2.04%	2.28%	2.16%
リスク	3.92	3.50	3.36	2.84
部分ヘッジ				
収益率	1.24	1.24	1.52	1.56
リスク	2.28	2.28	2.40	2.08

出所：カレンシー・パフォーマンス・アナリティクス のデータに基づく

加価値の平均はおおよそ2%で、表2が表す付加価値の平均に酷似している。従ってマネージャーの平均を用いて得た結果は、ほぼ四半期口座を用いたときと変わらないのである。

次に取り組んだ疑問は、何が付加価値に影響をあたえるかという問題である。付加価値を生むマネージャーの能力は用いているベンチマーク（両極端のヘッジもしくは部分ヘッジ）と、ポートフォリオにおける外貨の基準通貨に対する動きに依存していることを我々は発見した。これらの二つの要因は付加価値の最大の決定要因である。

表6は極端なベンチマーク（ゼロもしくは100%ヘッジ）か、部分ヘッジのベンチマークかという、用いられるベンチマークごとの付加価値を表している。通貨が上昇している時、マネージャーは定期的リスクを軽減することを試みているためヘッジによる損失を被り、ヘッジ無しのベンチマークを超えることは難しい。彼らは、ただ座ってヘッジ無しのままではできないのである。この現象はアクティブな株式マネージャーが上昇する株式市場においてインデックスを負かそうと試みる場合と同じである。市場が上昇しているとき、インデックスを負かすことは困難であるが、市場が下落しているときにインデックスを負かすことは多少簡単である。アクティブなマネージャーは概して下落している市場においていくらかの資本の増加、またはいくらかの付加価値を生んでいる。

表6の部分ヘッジのベンチマークは、極端なベンチマークよりもリスクが大幅に軽減されているが、収益率も多少小さい。部分ヘッジのベンチマークを打ち負かすことは、極端なベンチマークを打ち負かすより容易である。50%ヘッジのベンチマークをもつマネージャーは極端なベンチマークをもつマ

表7 1989年から1997年の標本期間における基準通貨による結果

ベンチマーク	全期間	過去5年	過去3年	過去2年
USドル基準				
収益率	1.80%	1.68%	2.08%	2.04%
リスク	3.50	3.02	2.84	2.08
USドル以外の通貨を基準				
収益率	1.96	1.88	1.88	1.80
リスク	3.38	3.30	3.38	3.20

出所: カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

表8 1989 - 97年で通貨の状況が異なる場合における  
USドルベースの口座に対する四半期ごとの付加価値

ベンチマーク	USドル以外の通貨の上昇/ ドルの下落	USドル以外の通貨の下落/ ドルの上昇
	フルヘッジ	4.12%
ヘッジ無し	- 0.12	4.36

出所: カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

ネージャーを四半期ごと、あるいは年ごとにかなり確実に打ち負かすことができる」と推測できる。また部分ヘッジのベンチマークは、最も後悔しないベンチマークだと考えることができる。

表7は米ドル及び米ドル以外の各基準通貨に対するマネージャーの結果を表している。米ドル以外の口座の大部分はオーストラリアからのものである。米ドルをベースとする口座はリスクと収益率のレベルにおいて米ドル以外の口座より分散している。しかし基本的に収益率のレベルは基準通貨に関係なく同じである。

表8は通貨の環境ごとに異なる極端なベンチマークを用いているマネージャーの付加価値を表している。ヘッジ無しのベンチマークをもった米ドルを基礎とする口座は、少しでもヘッジした場合、マネージャーはヘッジ無しのベンチマークを打ち負かすことができるため、外貨が下落し、米ドルが上昇しているときに最も付加価値を生んでいる。米ドル以外の通貨が上昇し、口座がヘッジ無しのベンチマークを用いるときには、この場合にもやはりマネージャーはリスク管理のためにヘッジを少し行うために、表8が示しているよう

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

表9 1989 - 97年で通貨の状況が異なる場合における  
USドルベースの口座に対する四半期ごとの成功率

ベンチマーク	USドル以外の通貨の上昇/ ドルの下落	USドル以外の通貨の下落/ ドルの上昇
フルヘッジ	64%	41%
ヘッジ無し	44	79

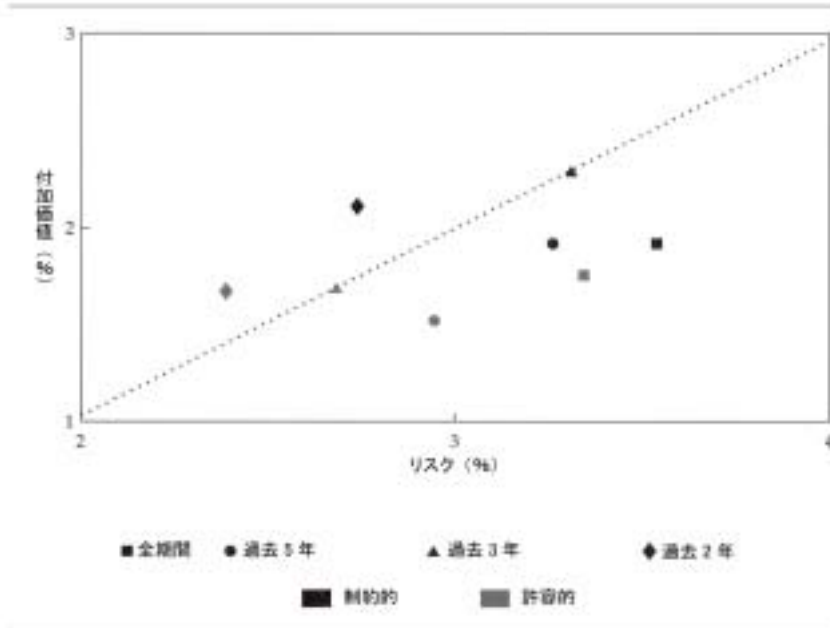
出所: カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

に、ヘッジ無しのベンチマークを下回る実績になる。100%ヘッジのベンチマークをもつ口座において、ドルが上昇し他の通貨が下落したとき、マネージャーがベンチマークについていくことは難しいということが推測できる。ドル以外の通貨が上昇し、ドルが下落したときに100%ヘッジのベンチマークを上回る実績をあげることは容易であることを、マネージャーは発見する。彼らはただ時々、ヘッジ無しにする必要が少々あるのみである。これらの直感的な結論は表8のデータによって確認される。

表9は通貨の状況が成功率に与える影響を表している。米ドル以外の通貨が下落しているとき、ヘッジ無しのベンチマークに対してヘッジを任されているマネージャーはフルヘッジのベンチマークに対するマネージャーよりうまくいだろう。米ドル以外の通貨が上昇し、米ドルが下落している際は、フルヘッジのベンチマークに対するマネージャーのほうがよい成果をあげるだろう。

図9はマンドートごとの結果を表している。マンドートは制約的もしくは許容的なものに分類される。制約的なマンドートではクロスヘッジ、レバレッジまたは買い持ちは許されない。制約的なマンドートでは自国通貨に対するごく普通のヘッジのみが許されている。許容的なマンドートではマネージャーはクロスヘッジ、レバレッジまたは買い持ちを保有することができる。マネージャーは自国通貨に対するヘッジのために売りポジションだけをもつようには制限されていない。その場合の結果は驚くに値しない。マネージャーが手持ちの手段として少しでも多くのツールを利用することが許されていれば、そこから生み出される付加価値は、制約をもつマネージャーの生む付加価値より低いとはいえ、よりよいリスク管理や一貫して標準を上回る実績をあげることができている。図7にあるように、点線は収益率とリスクにおける同等の増加を示している。リスク調整済みで、両方のマンドートにおいて

図9 1989年から1997年のマンドートごとの結果



出所： カレンシー・パフォーマンス・アナリティクスのデータに基づく

結果はほぼ同じになった。

標本規模が小さいため、我々はデータを個別のマネージャーのスタイルに分類することができなかった。マネージャーは予測するグループと予測をしないグループに分類される。予想するグループの一部のマネージャーはテクニカルを用い、別のマネージャーはテクニカルを用いない。また、テクニカルとファンダメンタル分析を組み合わせるマネージャーもいる。我々が用いた小規模な標本では、予測するグループと予測をしないグループとの間に大きな相違は存在しないとの決定に至った。

### [ 結論 ]

ベンチマークの意義や目標への適合性を決定できる投資家のみが通貨のベンチマークの決定に対して責任を持つ。選択されたベンチマークにかかわらず、投資家はヘッジに付随する4つのコストの内、特にフォワードレートバ

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

イアスを考慮する必要がある。興味深いことに、投資家の基準通貨がなんであれ、バリューヘッジもしくはモメンタムヘッジのベンチマークは極端なベンチマークより多大な実績をあげている。

為替オーバーレイマネージャーは、海外市場における自国の利益が通貨の下落によって消滅するのを防御しているように見える。部分ヘッジのベンチマークに対して許容的なマンドートが彼らに与えられた場合、リスクは著しく軽減され、より一貫した実績をあげている。

## 質疑応答

ブライアン・B・ストレンジ

Brian B. Strange

[質問]

あなたはいかんにして、サバイバー・バイアスを管理したのか？

[ストレンジ]

我々はその地に赴いてすべての帳簿を監査したわけではないが、マネージャーに保有するすべての四半期口座のデータを提出するよう依頼した。我々は各マネージャーが管理している米ドルでの残高と口座数や休眠口座数を把握していたので、おおむねすべての情報を得たことは明らかである。以前存在し、現在は途切れてしまっている口座についてのデータまでも入手した。

[質問]

調査した152の口座のうち、いくつが米国、ヨーロッパ、日本及びオーストラリアをベースとしていたのか？

[ストレンジ]

約半数が米国をベースとしていた。それ以外のおそらく20%がオーストラリアをベースとしており、その他は世界中に分散している。

[質問]

あなたの調査をどのようにカナダの投資家に適用することができるか？

[ストレンジ]

カナダの投資家に特有な結果があるのかどうかは確信がもてない。

カナダの口座に対する分析結果はひとつもないが、我々はオーストラリアの口座に関するデータをもっており、これはカナダの口座のデータに非常に

## 第10章 ベンチマークの確立と付加価値の決定

類似しているであろう。オーストラリアとカナダの基準通貨は他のすべての通貨に対して同じように動き、金利構造も歴史的に類似している。カナダの金利は常に米国より高く、これはオーストラリアにおいても同様である。したがってカナダの口座に対する分析結果はオーストラリアの口座のそれと類似していると思う。

### [質問]

オプションヘッジ戦略はオプションヘッジのベンチマークと比較されるべきか、それとも通常のヘッジベンチマークと比較する方が合理的か？

### [ストレージ]

両方のベンチマークが用いられるべきである。最初の質問は、オプションを複製し、オプションのような収益をマネージャーが提供するのか否か、もしくは実際にオプションを用いているのかということである。オプションの複製ではフルコストで高いオプションを購入することはしない。彼らはダイナミックヘッジを使ったプログラムトレーディング手法を用いてオプションを作るだろう。したがってオプション複製での従来の測定法においては、オプションを直接購入するよりも、より高い収益を提供できたか否か、安いオプションを作ることができたか否かがポイントになる。そのため、オプションベンチマークによってパフォーマンスが測定されるべきである。

いかなるマネージャーも実質的にオプションのような収益を提供することを試みるが、これは基本的にリスクを取り除くということである。ゆえにオプションヘッジ戦略は通常のベンチマークに対しても測定されるべきである。上昇市場にいるアクティブなマネージャーの実績は一般的にベンチマークを下回る。したがってベンチマークを下回る実績は、オプションのプレミアムと同じものとして考えられるので、上昇市場におけるそのベンチマークを下回る実績が、オプションのプレミアムとどのような関係にあるのか考察しなくてはならない。

### [質問]

オプションによるヘッジを行う際に、プットオプションのバスケット、または通貨バスケットのプットオプションのどちらを購入したのか？

[ストレージ]

我々は通貨バスケットのプットオプションを購入した。バスケットオプションは、そのプレミアムの構造上、オプションを個別に購入すると、それらを合算したときよりも少し安くなるはずである。

[質問]

アクティブな通貨管理をアクティブな資産配分と統合することについて、どのように考えるか？

[ストレージ]

私は現在、ワトソン・ワイアット・ワールドワイドのブライアン・ハーシーとともに世界規模でその調査を行っている。まだ全ての調査を終了していないが、我々はこの疑問を、私が先に述べたセミアクティブなベンチマーク、つまりモメンタムベンチマーク、バリューベンチマーク、オプションベンチマークを用いる視点から考察している。過去に立ち返り、セミアクティブなベンチマークを最適化の過程に投入し、四半期の利益の流れを得ることは容易である。この分析によって、特有のヘッジスタイルがポートフォリオの中でどれほど際立っているかを見ることができる。現在までのところ、我々の結果は、モメンタムベンチマークとバリューベンチマークを強く支持している。

私は、ドル建ての米国及び外国株式と通貨に対するポートフォリオヘッジから生じる将来収益を考察することは興味深い活動であると考えている。

[質問]

アクティブなマーケットタイミングを利用したベンチマークを用いることが、通貨にとって有効であると考えるのはなぜなのか？

[ストレージ]

系列相関とフォワードレートバイアスのおかげで、マーケットタイミングは通貨にとって有効である。ベンチマークにおいて系列相関とフォワードレートバイアスを用いることにより、市場に現れるこれらの非効率性を利用することができるからである。