

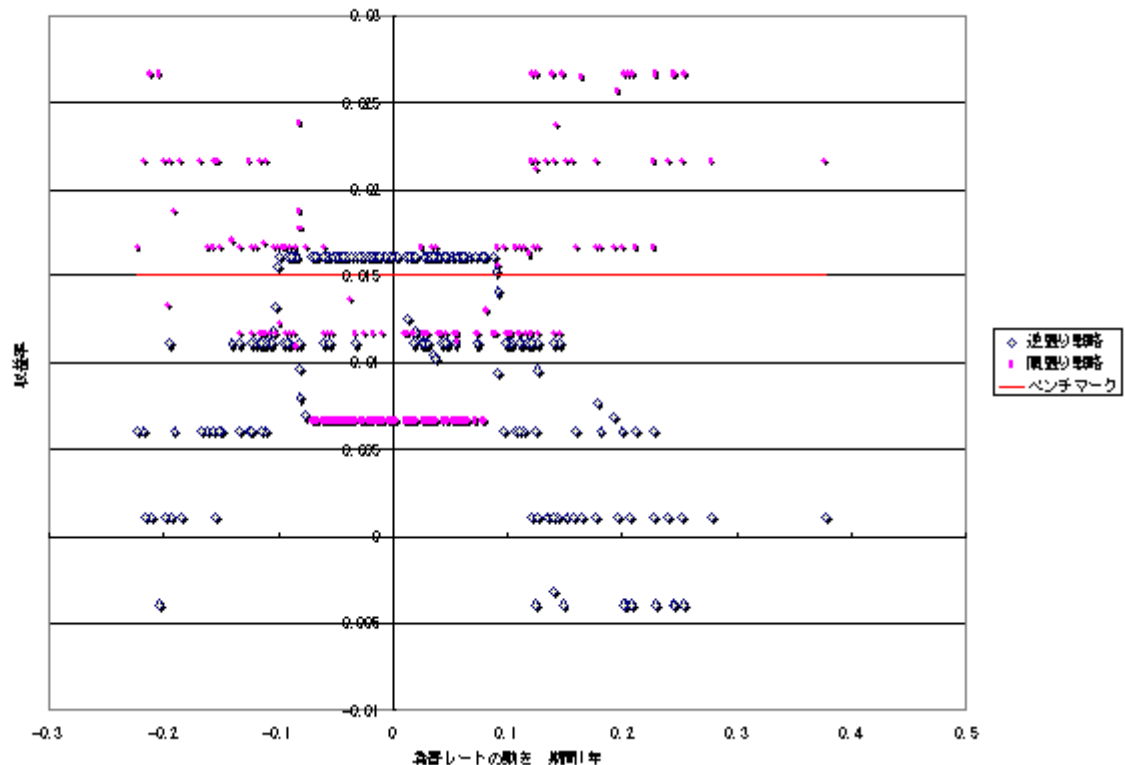
## 絶対リターン戦略

絶対リターン戦略はカレンシーオーバーレイの中でも最も注目される戦略の1つである。近年の円利回りの低下でこのような戦略の需要は増えている。基本的には格付けの高い外貨建て中長期債券を購入し、その為替リスクを流動性の高い短い満期のフォワード契約を用いてフルヘッジする。この戦略の期待収益率はたとえばドルの10年債を例にとると、10年債の利回り5%から為替のヘッジ費用を差し引くことで得られる。フォワードによるヘッジ費用は日米の短期金利差で決まるので、3.5%程度になり、この戦略の期待収益率は1.5%となる。ただし、短いフォワードをつなぎ合わせて長いフォワードを複製するので、内外金利差の変動に伴いヘッジ費用も変化する。そのため、ここで得られた期待収益率は確定されたものとはならない。一般的に絶対リターン戦略とはいっても目標となる絶対リターンが保証されているわけではないのである。ヘッジ比率をフルヘッジから若干ずらすことで目標利回り、目標利回りの安定性、そして最大損失額の間を最適化しているにすぎない。効率的な市場を前提とすれば目標利回りとその安定性にはトレードオフが成り立つ。目標利回りを合理的な水準よりも高くすれば、その実現性は低くなる。収益率の変動と最大損失額の間には正の関係が成り立ち、収益率の安定は最大損失額の減少につながる。真の絶対リターンを得るためにはリスクを少なくしなければならず、その利回りは無リスク金利とほぼ同じものになる。

ところが、為替レートのように突然強いトレンドを作る市場ではこの限りではない。目標利回り、目標利回りの安定性、そして最大損失額の間関係は取引戦略によって異なるのである。価格が上がると売り、下がると買う戦略を逆張り戦略、相場が上がると買い下がると売る戦略を順張り戦略と呼ぶ。この2つの戦略は効率的な市場では目標利回りの水準とその安定性に関しては同等である。ところが、非効率的な市場では逆張り戦略は相場が穏やかであると安定した収益を齎し、突然の大きな為替レートの動きからは多大な損失をこうむる可能性がある。順張り戦略はこれとはまったく違う性質を持っている。為替レートの安定している状況では収益率の変動性は比較的大きくなる。ただし、為替レートが突然1方向に動き出しても最大損失額が必要以上に大きくなることは無い。このような戦略をペイオフ図に描くと前者は麦藁帽子のようになり、後者はおわん型になる。為替市場が非効率的であり、オーバーレイマネージャーがその非効率的市場から超過収益を得る能力を備えているとこのペイオフ図は上方にシフトする。

為替市場で絶対リターンを狙うアクティブマネージャーは利益の見込める通貨であればどのような通貨でも取引対称とし、小さな山谷からの利益を狙う。そのために逆張り戦略となりがちである。一方、リスク管理型の性質が強いマネージャーは中程度の山谷から利益の獲得を狙うため順張り戦略となる。

為替レートの逆張り戦略のペイオフ図 (モンテカルロシミュレーション)



市場の非効率性の程度とマネージャーのスキルにより、ペイオフ図は上方にシフト