

年金ALMとオーバーレイ

為替ヘッジの原点は資産負債の管理にある。資産と負債の間にある為替のミスマッチと金利の期間構造から来るミスマッチがリスクの源泉であるが、カレンシーオーバーレイはこの為替リスクを管理することが目的である。ところが為替リスクの管理は金利の問題、リスク許容能力と切り離して考えることはできないし、また、グローバル投資の目的とも切り離すことができない。

為替のヘッジには、通常外国為替のフォワード契約が利用される。将来取引される外国為替を、今売ることによって将来の為替レートの変動から外貨建て資産の価値を守ることができる。ただし、フォワード契約は無裁定理論のもとに価格が決定されるため、自国通貨の金利と外国通貨の金利の差がリスク回避の費用となる。3ヶ月満期の外貨建て資産に為替ヘッジを掛けると、その運用は自国通貨の3ヶ月満期の収益と同じものとなる。

資産と負債の整合性が保たれていて、国内債の代替えとして外国債券に投資する場合には、為替リスクを取ることはできない。5年満期の債券に5年満期のフォワードを用いれば為替リスクは完全に回避される。ところが、3カ月程度の流動性の高いフォワードを用い、それを満期まで繋いで行けば、当然金利の期間構造から来るミスマッチが生じる。十分な資本がない限りこのリスクは許容されない。このようなリスクは相関の問題に置きかえることができる。外貨建て資産の運用利回りと内外の短期金利差に強い相関があれば、このリスクは小さい。そしてこの相関が弱ければ、このリスクは大きくなる。

グローバル投資の分散効果という観点から見ると、この相関が弱いほうが、分散の効果は高くなる。一般的に短期債への投資で為替リスクをヘッジしてしまうと、もともと持っていた外債投資の分散の効果は失われる。これが債券の満期が長くなればなるほど、この影響は少なくなる。また、債券投資でも、アクティブにキャピタルゲインを狙った投資ではもともとの分散効果はかなり維持される。もともと大きな分散効果を持つ外株の投資に為替のヘッジを付けても、分散の効果が極端に減ることはない。特にフォワードの満期に大きく影響を受けることはない。流動性の高いフォワードを用いることで、売り買いの値幅が小さくなれば、むしろ短いフォワードを用いることに正当性が生まれる。

長期に及ぶ為替ヘッジの1種であるカレンシーオーバーレイでは、外貨建て資産に投資する目的により、戦略の細部に大きな影響が及ぶのである。

