

グローバル分散投資におけるカレンシーオーバーレイ

世界の金融資産に投資するグローバル分散投資では、各資産への投資比率は外貨建て資産に対する為替ヘッジを行わないことを前程に算出されることが多い。その結果として多くの資金が外貨建て資産に配分されれば、為替レートの変動が投資収益全体に与える影響は大きくなる。たとえその資産配分が合理的であったとしても、急激な為替レートの変動による資産価値の減少を食い止めたいと思うことは当然のことである。また逆に、この為替レートの変動を収益機会と捕らえることもできる。外株、外債の運用会社に為替リスクの管理も任せることはひとつの選択肢である。しかし、複数の運用会社に為替ヘッジを任せると、それぞれが独自のヘッジポジションを持つために、取引費用の増加を生じることに成りかねない。また、たとえ優れた外株、外債の運用会社であっても為替ヘッジに関して専門性が高いとは限らない。そのため、オペレーションの効率化とパフォーマンスの向上には為替ヘッジ（運用）を専門にしたカレンシーオーバーレイマネージャーにすべてを一任するほうが得策であるという考え方が注目を浴びている。すでに存在する外貨建て資産に覆いかぶせるようにヘッジ（運用）プログラムを実行することからオーバーレイという用語が用いられている。

為替リスク回避の方法としては、ヘッジ比率を固定しているものが主流である。外国為替の先渡し契約を売ることで為替レートが逆の方向に動くリスクを回避しようとするものである。この場合ヘッジを実行する際の取引費用と国内と国外の金利差を考慮しておけば、ほぼ理論どおりの為替変動リスクの軽減が得られる。フルヘッジと呼ばれるすべての為替リスクを取り除く戦略が一般的である。しかし、金利の裁定が働き外貨建債券の金利収入は自国通貨建て債券の金利収入と変わらないものになってしまう。また、外貨の価値が上昇している局面においてもその利益を享受することはできない。

特に米国において、カレンシーオーバーレイマネージャーの採用が増えている。それは、彼らのリスク管理能力と運用能力に優れたものがあるからである。このようなマネージャーは2つのグループに分けることができる。1つは利益追求型。もう1つはリスク管理型である。利益追求型のマネージャーは、為替市場が非効率であるという前提のもと、リスク許容範囲の枠組みの中で、積極的にリスクを取り、将来を予測することで高い投資収益を狙う。このように将来を予測することで利益をあげるマネージャーをアクティブマネージャーと呼ぶ。為替市場は24時間取引可能で、かつ高い流動性を持つという利点を持ちながらも、市場の参加者がさまざまな目的を持ち、市場ごとに需給関係が異なるために、突発的な価格変動などの対処の難しい特性を持っている。為替レートの動きが合理的でないなら、ヘッジ戦略の組み方次第では超過収益が得られるはずである。

一方、リスク管理型のマネージャーの目的は為替レートの変動による外貨建て資産の価値の減少を抑えることである。パッシブと呼ばれる将来の予測を排除した為替レート反応型の戦略を採用することが多い。代表的なものはオプションペイオフの複製である。ただし、純粋にリスク管理型と呼ばれるカレンシーオーバーレイマネージャーは少なく、ヘッジ効果を高めるために利益追求型とリスク管理型の中間に位置するものが多い。利益追求型のカレンシーオーバーレイは保合い相場で特に効果が大きく、リスク管理型のマネージャーはトレンドを伴った相場で威力を発揮するとされている。どちらにしてもマネージャーの90%が方向性のある市場から利益を得るトレンドフォロー型であるといわれ、逆バリの手法は補足的に用いられている。

カレンシーオーバーレイマネージャー採用の注意点は、予期せぬ出来事による思わぬ損失の可能性である。オプション複製における予期せぬボラティリティーの上昇はヘッジ費用の上昇を招き、アクティブに選択された通貨ポートフォリオが予想とは逆の方向に動けば大きな損失となる。原資産の価値の変動に伴いプログラムの想定元本を頻繁に調整すれば原資産の価値と為替レートの相関関係如何ではその調整そのものが損失の原因となる。予期せぬ損失は原資産の取り崩しにつながり、外貨建て運用資産の利回りに影響を与える。

委託側はカレンシーオーバーレイの導入に際して、このような状況を回避するために、目的が収益の追求なのか、それともリスクの軽減なのかをはっきりとさせ、期間、費用、想定元本決定の規則などの制約条件を十分に検討しなければならない。

一方、カレンシーオーバーレイマネージャーの最大の課題は与えられた制約のもとで目的を達成することである。そのためには工学的な技術が必要となる。また、テイラーメイドのヘッジ戦略を実行するためには精緻なシミュレーション能力が要求される。このような課題を克服するために、統計学や経済学だけではなく、物理学や遺伝子工学等を応用したヘッジ戦略なども用いられている。

ただしどのように優れたカレンシーオーバーレイマネージャーであってもその目的と制約条件が明確でなければ、委託側の要求に合った結果を出すことはできない。そのために、委託側にも確固とした運用政策が要求されるのである。

戦略選択のアルゴリズム

情報・市場	非効率的		効率的	
目的	利益追求		リスク管理	
戦略	アクティブ		パッシブ	
制約条件	ダイナミック	スタティック	ダイナミック	スタティック