

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第四小委員会委員 坂 卷 敏 史 CMA

「国際証券投資における戦略アセット・アロケーションにおける最大の問題は長期的な通貨配分方針、すなわち戦略的通貨配分をどのように決定するかということである。実は戦略的通貨配分において、ノーヘッジ、フルヘッジ、部分ヘッジといった方針のどれを採用するべきかについては様々な意見が存在している」これは証券アナリストの通信教育講座のテキストの記述である。このような記述がある通り、グローバル投資での為替管理ポリシーは妥当なアプローチが固まっていない。一方、日本の投資家にとって、金利や成長機会などの観点から考えても、海外資産を避けるのは現実的でない。この状態は残念ながら長く続いている。つまり、為替管理はわれわれが直面せざるを得ない悩ましく大きな問題である。折に触れアップデートしたい。

期待リターンとリスクに関する標準的な議論では、2国間の金利・為替・インフレ率の存在の基本的な関係、つまり国際パリティの想定がポイントになる。国際パリティが成立すれば、フォワード・プレミアムは為替レートの変化率の期待値と一致するので為替ヘッジの有無は期待リターンに影響を与えない。購買力平価は短期的には成立しないが長期的には成立すると考える場合、短期的な乖離の分だけ為替リスクが存在しヘッジすべき

と考えられる。しかし、実際にはコスト、相関、トレンド、運用期間などの追加的な要素があり、取るべき為替管理方法は単純には決まらない。

今回の特集は、そのような単純に決まらない実務の為替管理にフォーカスし、実務家の視点から為替を議論した5編の論考である。いずれも、この課題に長く取り組んできた経験に裏付けられている。概要を紹介したい。

最初の西川論文「機関投資家から見た為替管理の四半世紀と現状認識」は、ファンドマネジャーの立場から、実際に行われてきた為替管理とその管理手法が採用された背景を振り返り、今後の高度化に当たってのポイントを提示している。

直近四半世紀の年金運用では投資機会を拡張するために外貨資産投資が増加し、同時に為替リスク管理の重要性が高まった。まず、為替ヘッジのリスク削減とコストの特性を確認する。グローバル債券投資を例示し、ヘッジなしでは為替リスクが金利変動による債券そのもののリスクより大きいこと、フルヘッジではヘッジコストが無視できないこと、内外金利差の縮小からリスク削減効果が向上してきたことを確認する。更に、ベンチマークの影響で取引される通貨は集中しがちであり為替リスクやヘッジコストはそれらの影響を受け

やすいことを指摘し、コストとリスク削減が見合う通貨でヘッジし為替リスクの分散を高度化する可能性を指摘する。

本稿の具体例で挙げられている通り、近年みられる新興国の為替ボラティリティの低下は、効率化の可能性が示唆されるなど、継続的な取組みの必要性を感じさせる論文である。

では、どのような通貨をどれだけヘッジしたらよいのであろうか。2本目の日下部・番場論文「資産運用における為替管理—為替ヘッジの再考—」では、為替レートとヘッジコストのデータを詳細に検討しヘッジ手法とヘッジ水準を具体的に議論している。

まず、本邦投資家の外国資産投資の特徴について確認する。市場センチメント悪化と円高が相関し、日本の投資家にとって資産と為替のダブルパンチとなりやすいこと。国内株式とヘッジなし外国株式はリスク水準が同程度で、国内株式は外国株式並みの為替リスクが含まれている可能性があること。金利動向で変動するが、ヘッジコストは平均2.5%程度とかなり高かったことなどを指摘する。

更にアロケーションのシミュレーションを行い、外国資産比率が50%以下での為替ヘッジはリスク低減効果が小さいこと。外貨資産に占める外国債券比率が高い場合、あるヘッジ比率を超えると低減効果が増え難いことを指摘する。

続いて、為替ヘッジの影響が大きい外債投資にフォーカスし、ヘッジコストを考慮した最適化などのヘッジ戦略を具体的に検討する。検討するのは最小分散ヘッジ、リスク回避度の異なる最適ヘッジ、シャープレシオ最大、プロテクティブプット型のペイオフをもたらす動的ダウンスайд管理である。その結果、円高局面の下落が限定化される動的ダウンスайд管理がシャープレシオの点で

優れており、実践的な選択肢と考察している。為替・外国金利・クレジットのファクターに寄与度分解した分析では、フルヘッジでは分散効果が失われるが、為替と外国金利のバランスでは50～60%、クレジットも含めた最小リスクは80～90%という水準を示す。コンパクトな紙面の中、現実的な選択肢を丁寧に展開している論文である。

3本目の大浦・喜多論文「年金資産運用における為替リスク管理の考え方」は、年金投資家の株式運用を中心に分散投資の効果を考察する。特に、ホームカレンシーの違いが為替管理に与える影響も議論する。

まず、為替は全体リスクの15%程度を占め主要資産並みかそれ以上の重要性がある、株式との分散効果が期待されたが順相関傾向が強まりうまくいかなかった、理論的な期待リターンの有無など議論を深めるべき難題が多いことを指摘する。例えば、長期的対応では理論的期待リターンに沿った議論より為替を独立した資産と考え高めのヘッジ比率となっている素地がある点を指摘する。次に、理論的な議論が難しい短期的な対応について、見通しに基づくもの、ヘッジコスト水準に基づくもの、通貨インデックスやアクティブ戦略など様々な選択肢の存在が紹介される。

更に海外基金の取組みも紹介される。分散効果の発揮、ヘッジプレミアムやコスト、キャッシュ管理、新興国通貨の増価期待などを判断要因としてノーヘッジからフルヘッジまで様々な管理が行われていることが示される。年金投資家の為替リスク管理の実際も垣間見ることが出来る論文である。

4本目のリーシング論文「変貌する為替市場構造とポートフォリオにおける為替の影響—高まる

「為替管理ポリシーの重要性」は、現物資産に内在する為替リスクを含めた管理の妥当性を示し、為替ベンチマークの活用方法を議論する。

為替管理の難しさについては、米国の機関投資家がフルヘッジポリシーを採用したことによる苦勞や、最適為替ヘッジに関する混迷などが紹介される。更に、為替市場の取引は実需以外が圧倒的なことから、ファンダメンタル分析による為替予測がほとんど役に立たないことや、購買力平価を金融資産で考える金融購買力平価という考え方ができることなどを述べる。例として、TOPIXや代表的なアセット・アロケーションに含まれる円ドルレートの為替リスクの量が無視できないことを示す。更に、日本のマイナス金利政策により、米債を中心としたヘッジ付き外債需要が高まり、金利裁定が崩れ日本の投資家のコスト負担が大きくなっていることを指摘する。

これらのことから投資家は為替エクスポージャーについて外貨資産のエクスポージャーの量や構成比をそのままにせず、自身の特性に合わせ為替エクスポージャーのベンチマークを選定することを提案している。また、通貨切り下げリスクとインフレーションリスクの最小化を図った具体的な為替ベンチマークの例としてWPU (The World Parity Unit) を示す。前者のリスクは主要国通貨の分散、後者のリスクはエマージング市場通貨の分散で対応している。ベンチマークは為替リスクの分散度の大小を捉えることができ、アクティブな戦略の評価への応用も期待させる論文である。

近年、AIの活用の動きが盛んである。従来比で、飛躍的な効率化への期待が大きい。最後の奥山論文「為替リスク管理へのAI導入の流れとその枠組み」は、AIを導入したアクティブな為替リスク管理に寄与するフレームワークを議論する。

数年にわたるトレンドを繰り返す為替の「周期性」に注目する。パッシブヘッジでは継続的なヘッジコストでリスクは減るがリターンも低下し有効フロンティアは改善しない。そのため、アクティブヘッジの導入が必要と主張する。その手法は、リターン予測に基づきリターン最大化を目指す「アルファ追求型」と損失回避の片サイドテールリスク管理の「リスク管理型」の二つがある。ネガティブサプライズを回避できる点から、後者の活用を考える。このアプローチでは左右非対称分布を得るためのリスクコントロールを行う。左右非対称なリスク寄与度の評価方法として本稿ではGCRA (Generalized Conditional Risk Attribution) を提案する。この方法ではリターンの上方モーメントから下方モーメントを引いたものがアクティブ情報量として定義される。

為替の情報からノイズを除いて質の高い分布を推計することが望ましい。テールの分布は高次モーメントの寄与が高い、繊細なノイズ除去が必要である。ノイズ除去はマシンラーニングを利用した精度向上が期待できる。学習のために間違いを許容するポジションを構築、得られたリターンをGCRAで評価し分布を把握するようなフレームワークを提案するオリジナリティーの高い論文である。

大浦・喜多論文の冒頭にあるように、「為替リスク管理」は年金運用などで永遠のテーマである。5編の論文は、いずれもこの難題に向かって果敢な議論が展開されているものである。本号の特集で展開される実務家のアイデアが、為替管理に関わっている方々だけでなく、国際投資に関わる可能性のある様々な立場の方にとって、効率的な資産運用をより柔軟に考え取り組むきっかけとなれば幸いである。