

新しい資産クラスの提供

十分な資本（サープラス）が無い場合に、資産負債の管理の観点からは債券運用を基本とした完全マッチ運用が理想的であるが、日本においては超長期の債券の不足からそのような運用戦略は難しい。不完全な完全マッチ戦略にはやはりリスクが存在する。そこで、同じリスクを取るのならより高い成果を得られるポートフォリオに投資すべきであるとの観点から、期待・分散アプローチを応用したグローバルポートフォリオが構築される。

国内債券からなるポートフォリオよりは国内債と国内株からなるポートフォリオのほうが分散の効果は大きい。さらに、外債、外株が加わるとその効果はより大きくなる。新たな資産クラスの追加はポートフォリオに大きな影響を及ぼす。カレンシーオーバーレイは外貨建て資産に特徴ある為替ヘッジを付けることで新しい資産クラスを提供し、グローバル分散投資のパフォーマンスを向上する機会を提供する。

図1は1年満期の米国財務省短期証券に投資したときの円換算利回りの図である。X軸は為替の動き、y軸は円換算利回りである。このシミュレーションは1972年から2001年6月までのデータを使っている。それぞれの点が1回のシミュレーションの結果を示している。円換算利回りはほぼ為替の利回りであるといっても過言ではない。これを3ヶ月満期のフォワードを転がすことによってヘッジするとその結果は円換算利回りの分布を45度時計回りに回転し、ほぼx軸に水平なものに変換する。為替のヘッジが分散に与える影響が大きいことを示している。一般的に満期まで持ちつづける債券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。債券の満期が長くなればなるほど、また、ヘッジに用いるフォワードの満期が短ければ短いほど、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為替のヘッジを行っても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やマネジッドフューチャーの投資に為替のヘッジを付けると、自国通貨建ての収益には影響を与えるが、分散の効果が極端に減ることはない。カレンシーオーバーレイはグローバル投資の分散の効果を損なうことなく、全体のパフォーマンスを向上する新たな資産クラスを作り出す力を備えているのである。

ただし、このような手法は不安定な相関を利用することで成り立っているため、実戦では高度な技術が必要となる。資産負債のミスマッチがある限り、そこにはリスクがある。そのためにカレンシーオーバーレイ戦略はサープラスと不安定な相関を管理する高度な技術を以ってして始めて成り立つのである

債券投資の円換算利回り:●(ヘッジ付き);▲(ヘッジなし)

