

UBS ETF *Market Matters*

国際株式ポートフォリオにおける為替ボラティリティのリスク管理

最近の ECB の発表とスコットランド独立の是非を問う住民投票を受け、為替ボラティリティが上昇している。

- 為替ボラティリティは、外国株式ポートフォリオに(望ましくない)ノイズをもたらし、全体的なリスクを高める可能性がある。
- 低い金利差を踏まえると、外国株式の投資家にとっては為替ヘッジされたビルディングブロックの採用が有益となる可能性がある。

Pawel Janus, Ph.D.
ETF Strategist, UBS Global Asset Management
pawel.janus@ubs.com

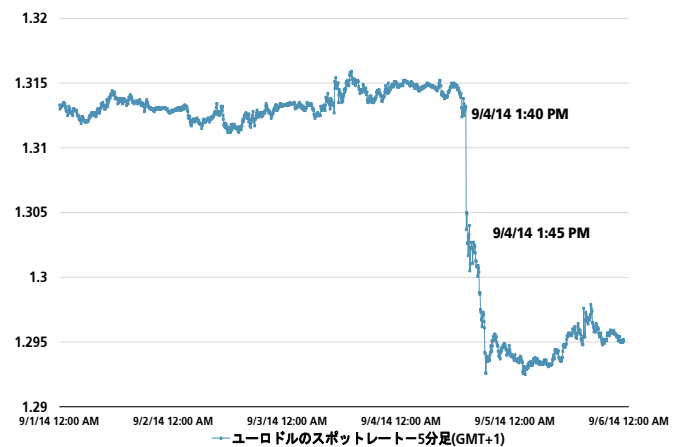
グローバル投資家の予想に反し、欧州中央銀行(ECB)は2014年9月4日、欧州のデフレ基調に歯止めをかけ、景気回復を下支えするための一連の金融緩和措置を発表した。主要な政策金利を0.1%引き下げて過去最低水準としたほか、民間部門の資産担保証券(ABS)の購入開始も発表した。このニュースを受け、ユーロは対ドルで1.6%下落し、この下落の大部分は発表直後に生じたこととなった(図1)。ユーロは同日、他の主要通貨に対しても下落し、対ポンドで0.75%のユーロ安となったほか、対スイスフランでも0.03%下落し、スイス中銀が設定するユーロ/フラン下限の1.20で取引を終えた。

為替市場のボラティリティは、2012年以降低水準で推移している(図2)。実現ボラティリティの統計モデルの大半は平均回帰性を確認しており、中期的には為替ボラティリティの上昇が予想されることを示唆している。ボラティリティは長期にわたり、平均を上回る、あるいは下回る水準に集中する傾向がある。実際、目下の地政学的リスク(ウクライナとロシア、イスラエルとガザ、あるいはスコットランド独立の是非を問う住民投票)を背景に、為替市場の不確実性は高まっている。純粋な外国株式エクスポージャーに関心を持つ投資家にとっては、為替ボラティリティの上昇は配当や増益、あるいはキャピタルゲインなど明確なリターンを提供しないため、(望ましくない)ボラティリティ・ノイズを意味する。為替相場は長期均衡水準近辺で変動するが、中期的な為替変動は外国株式ポートフォリオの一時的リスクを大幅に高める可能性がある。ヘッジを行わない単一の外国株式投資のリターン・リスク構成は以下のとおりである。

ヘッジなしリターン	≈	投資の外貨建てリターン	+	自国通貨建て為替リターン		
ヘッジなしリターンの分散	≈	投資の外貨建てリターンの分散	+	自国通貨建て為替リターンの分散	+	投資の外貨建てリターンと自国通貨建て為替リターンの共分散の2倍

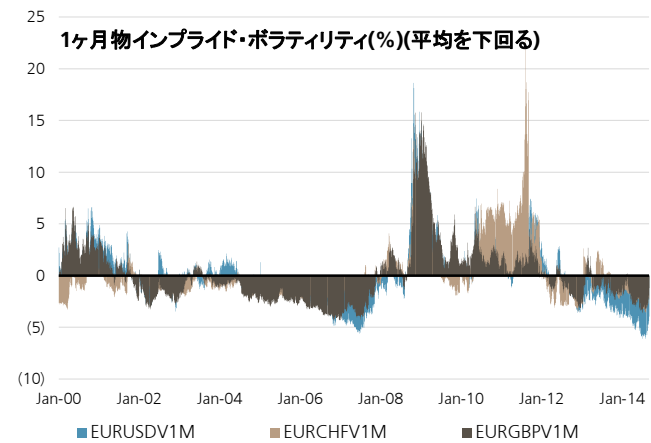
これは、為替変動が自身の分散に加え、外国株式リターンとの共分散の2倍も通じて全体のリスクに寄与することを示している。外国株式と外貨は正の相関関係を示すことから(正の共分散)、追加的リスクは相殺される可能性がある。しかし、相対的な評価は、為替リスクの大きさに左右

図1:2014年9月2日~9月5日の週のユーロドルの値動き



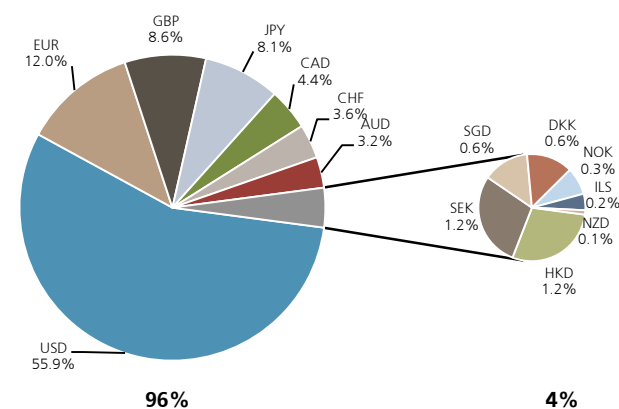
出所:Bloomberg、UBS アセット・マネジメント、2014年9月5日現在

図2:ユーロのボラティリティ



出所:Bloomberg、UBS アセット・マネジメント、2014年8月31日現在

図3:MSCI ワールド・インデックスー通貨配分



出所:MSCI、UBS アセット・マネジメント、2014年8月31日現在

すべての図表について、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

される(分散項)。ヘッジを行わない複数通貨の外国株式ポートフォリオにおいて、為替リスクを適正に管理するには見込まれる為替変動や通貨間の相互関係、通貨と外国株式の関係の予測が必要となる。為替変動は極めてダイナミックとなる可能性があり、すべての投資家は自身の投資目標に適した独自の為替リスク管理手段を開発する必要がある。以下の例は、地域別に行なわれた為替ヘッジされたビルディングブロックの統合によって、外国株式エクスポージャーの構築という解決策を示している。

外国株式 - 為替ヘッジされたビルディングブロック

ある投資家が、外国株式の指数をベンチマークとするポートフォリオを保有すると想定した場合、これは外国株式市場と外貨双方へのエクスポージャーを保有することを意味する(外国株式ロングと、ファンディング通貨である自国通貨に対する外国通貨のロング)。図表 3 に MSCI ワールド・インデックスの現在の通貨配分を示す。上位 7 通貨で先進国株式市場の時価総額の約 96%を占めており、残りの通貨はそれぞれ 1%以下、合計で約 4%を占める。為替リスクを軽減する 1 つの方法として、地域別に行なわれた為替ヘッジされたビルディングブロックを統合する方法がある。表 1 に、通貨配分が示唆するポートフォリオのウェイトを示す。バッファとして、または裁量的な理由から、4%を現金として留保すると想定している。マルチカレンシー・オーバーレイを採用した MSCI ワールド・インデックスは市場で入手可能だが、ビルディングブロック・アプローチの利用により柔軟な裁量的決定が可能となる。図 4 は、ユーロ建ての投資家が MSCI 日本株指数に投資する例を用い、為替ヘッジの妥当性を示したものである。ヘッジなしのエクスポージャーのパフォーマンス(左軸)は、概して円/ユーロ相場(右軸)にけん引されている。例えば、2013 年には MSCI 日本株指数(円建て)は 55%近く上昇したものの、円/ユーロ相場が年間を通じて大幅に下落したことから、ヘッジなしの MSCI 日本株指数はユーロ建てでは 22%の上昇にとどまった。

ヘッジ手法 - 上場投資信託(ETF)

一般に為替ヘッジは、先物為替予約により実行される。先物為替予約とは、ある特定の通貨を別の通貨に対し、一定の時期に(1 ヶ月後、1 週間後、1 日後など)一定の為替レート(フォワードレート)で売買することを約定する 2 当事者間の契約である。フォワードレートは、スポットレートとヘッジ対象となる通貨と基準となる通貨間の金利差から算出される。フォワードレートは、基準通貨の金利が外貨の金利よりも低い(プレミアム)か高い(ディスカウント)かにより、スポットレートに対してプレミアムまたはディスカウントで取引される。将来のスポットレートとは異なり、フォワードレートは契約開始時点で既知であり、フォワードレートと現在のスポットレートの差(フォワードポイント)は金利差による期待為替変動の一部を決定する。図 5 は米ドルのフォワード・プレミアム/ディスカウント(年率)を示したもので、これは短期金利差に比例している。主要先進国は 2009 年以降、低金利環境にあり、豪ドルが唯一の大幅な「外れ値」となっている。主要先進国通貨の金利差が全体的に低水準にあることは、ヘッジのコストが比較的低い一方、通貨の「サプライズ」(図 1)が生じる可能性があることを示唆している。

上場投資信託(ETF)における為替ヘッジは、指数プロバイダーのルールブックに規定されている方法に従う。通常、期間 1 ヶ月のフォワード契約を月末にロールオーバーし、月末に想定元本を計算するという方法がとられている。ヘッジの直接コストは主として取引コスト(呼び値スプレッドを含む)のほか、a)ヘッジ契約の開始または終了、および b)実現為替差損による原株式バスケットのヘッジ投資活動の双方に関するコストディフィーである。ヘッジ比

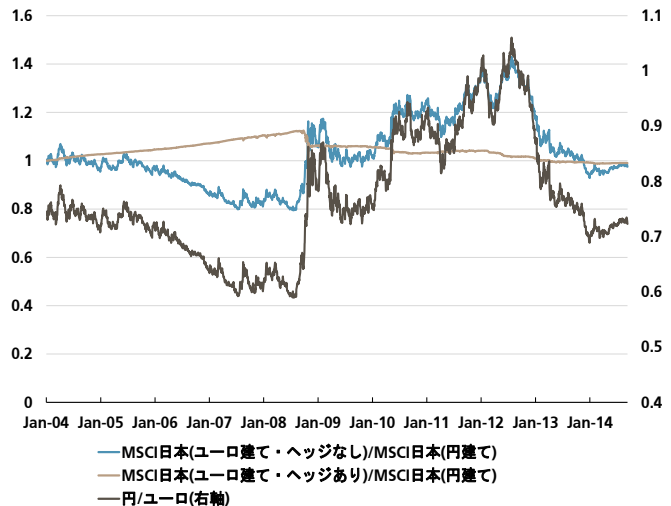
率はフォワード契約開始時の想定元本によって決定され、契約期間中(月中)の調整は行われない。したがって、投資の変動によりヘッジの過不足(アンダーヘッジまたはオーバーヘッジ)が生じる可能性がある。日次ヘッジ(「トゥモロー・ネクスト」のフォワード契約を使用)は技術的には可能だが、コストが割高となる。

表 1:ビルディングブロックによりヘッジされた MSCI ワールドのエクスポージャー

投資家	MSCI 米国	MSCI EMU	MSCI 英国	MSCI スイス	MSCI 日本	MSCI カナダ	MSCI 豪州
ドル建て投資家	56%	12% (対ドルヘッジ)	9% (対ドルヘッジ)	4% (対ドルヘッジ)	8% (対ドルヘッジ)	4% (対ドルヘッジ)	3% (対ドルヘッジ)
ユーロ建て投資家	56% (対ユーロヘッジ)	12%	9% (対ユーロヘッジ)	4% (対ユーロヘッジ)	8% (対ユーロヘッジ)	4% (対ユーロヘッジ)	3% (対ユーロヘッジ)
ポンド建て投資家	56% (対ポンドヘッジ)	12% (対ポンドヘッジ)	9%	4% (対ポンドヘッジ)	8% (対ポンドヘッジ)	4% (対ポンドヘッジ)	3% (対ポンドヘッジ)
スイスフラン建て投資家	56% (対フランヘッジ)	12% (対フランヘッジ)	9% (対フランヘッジ)	4%	8% (対フランヘッジ)	4% (対フランヘッジ)	3% (対フランヘッジ)

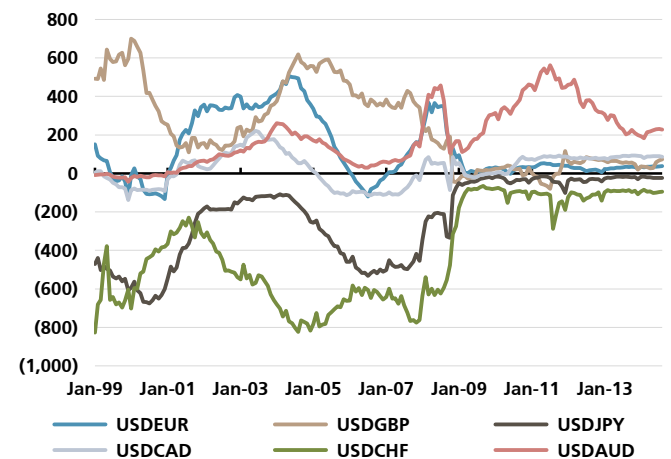
出所:UBS アセット・マネジメント、2014 年 8 月 31 日現在

図 4:MSCI 日本トータルリターン・ネットと円/ユーロ



出所:Bloomberg、UBS アセット・マネジメント、2014 年 8 月 31 日現在

図 5:米ドルのフォワード・プレミアム/ディスカウント(年率) (1 ヶ月フォワードレートに基づく)



出所:Bloomberg、UBS アセット・マネジメント、2014 年 8 月 31 日現在

すべての図表について、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

お問い合わせ先

ホットライン	+ 81-3-5208-6800	ブルームバーグ	UETF <Go>
Eメール	ol-ubs-etf-japan@ubs.com	ウェブサイト	www.ubs.com/etf

【売買手数料等】

ETFを売買する際は当社所定の売買手数料を頂きます。

【リスクに関する留意事項】

本ETF（上場投資信託）にご投資いただく際には連動する指数等の変動及び/または為替の変動により、投資元本を割り込むおそれがあります。

商号等：UBS証券株式会社、金融商品取引業者、関東財務局長（金商）第2633号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会



