

カレンシーオーバーレイ：リスク管理型戦略入門 - ポートフォリオインシュランス

講師 森谷博之 オックスフォードファイナンシャルエデュケーション 代表取締役社長
住商キャピタルマネジメント 上級顧問

上智大学理工学部化学科卒、外資系金融機関、アフリカ開発銀行にて国際金融、リスク関連業務に従事した後、オックスフォードファイナンシャルエデュケーション設立、住商キャピタルマネジメント上級顧問、英国ストラッスクライド大学MBA、英国エディンバラビジネススクールMBA、英国ロンドン大学金融経済学修士、訳書「シュワッガーのテクニカル分析」、「外国為替のオプション」(共訳)

カレンシーオーバーレイ戦略は利益追求型とリスク管理型に大きく分けることができる。利益追求型はテクニカル分析、ファンダメンタル分析等を駆使して超過収益を狙う戦略である。一方リスク管理型は外国為替の価値の下落からグローバル分散投資の収益を守ることが目的である。リスク管理型はさらにCAPMを発展させたものとオプション理論を応用したものに分類できる。当セミナーではオプション理論を応用したポートフォリオインシュランスと呼ばれるオプション複製手法に焦点を絞り、その欠点と克服方法を紹介していく。

H. リーランドによって考え出されたポートフォリオインシュランス (PI) はブラック - ショールズ (BS) のオプション理論をベースとするため、オプション複製モデルそのものには実際の市場には合致しない性質が仮定として含まれている。そのため、BSモデルを用いたPIでは理論値と実際の複製の費用では違いが生じる。その違いを複製エラー (Replication Error) と呼ぶが、この複製エラーが理論値よりも大きくなるとリスク管理型戦略としては外国為替の価値の下落時に約束されたフロア - を守りきれないことになり、ヘッジ戦略の命取りとなりかねない。また、利益追求型のリスク管理にPIを用いる場合でも、将来の予測は的中したが、複製エラーにより相殺されてしまうような場合も想定される。

複製エラーを生じさせる要素とその影響の度合いを分析し、解決策を考察する。PIはパッシブ戦略に属し原則としてオプション複製に必要な要素の将来の予測を排除する。将来の予測は新たなリスクとなるからである。この原則をもとに、今後の為替ヘッジ戦略の改善に役立つような工夫をシミュレーション結果とともに歴史を追って紹介していく。

問題点の把握：	BSモデルの見直し
基本的モデル：	BSデルタヘッジ (External Finance)
ボラティリティーの変動に対処：	W. シャープのPIモデル (Internal Finance)
取引費用を考慮したモデル：	H. リーランドのモデル等
時間依存性を和らげるモデル：	CPPI(Constant Proportion Portfolio Insurance) CHPI (Constant Horizon Portfolio Insurance) PPP(Perpetual Protection Policy) TIPI(Time Invariant Portfolio Insurance)
行使価格を連続にする：	BSタイプのAnalytical Model
オプションを利用したオプションの複製：	静的ヘッジ、動的ヘッジ
尖度の時間依存性を考慮したモデル：	統計物理学的アプローチ