

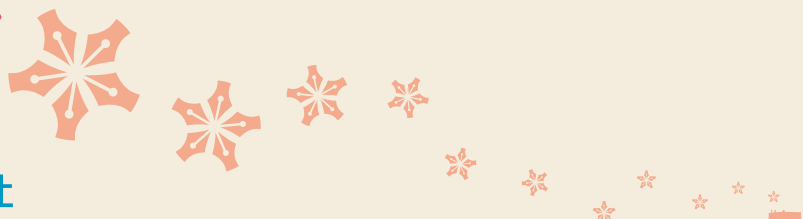
日興AMファンドアカデミーの  
『ファンドのトリセツ』シリーズ

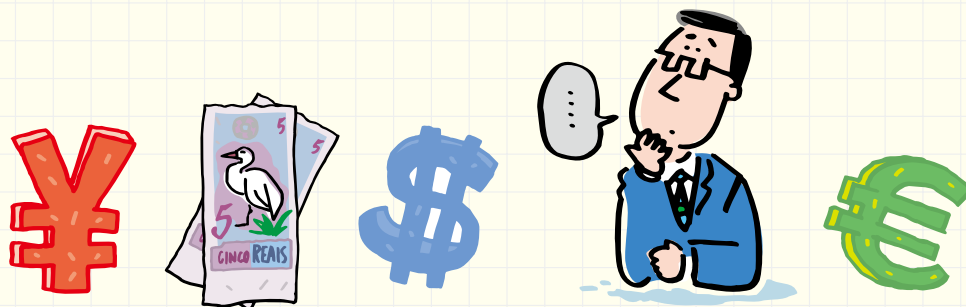
# 為替 ヘッジが 分かる本

**日興アセットマネジメント株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第368号  
加入協会:(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会

<http://www.nikkoam.com>





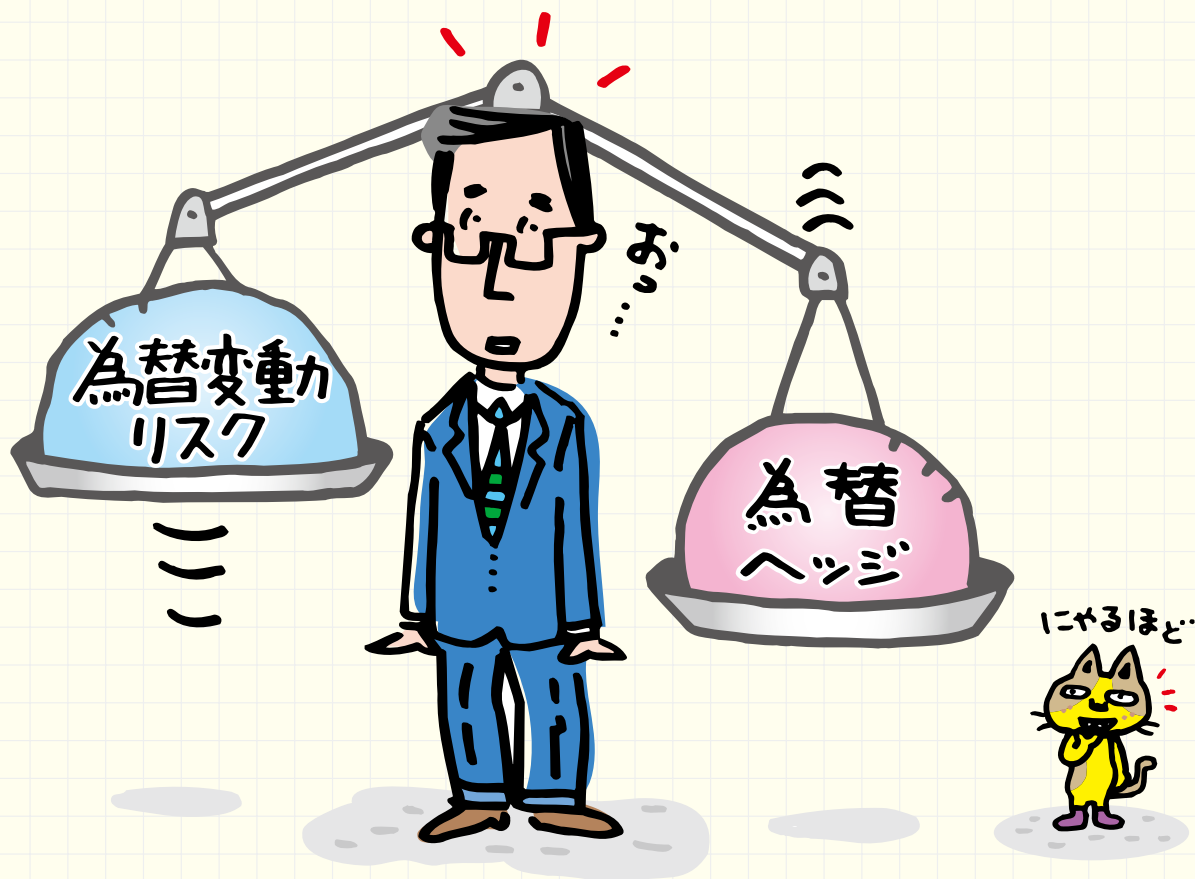
ここ数年、日本の投資家の皆さまのなかに、国内にはない投資機会を求めて、  
海外の資産に投資される方が増えています。

その海外の資産、すなわち外貨建て資産に投資する場合、  
避けて通れないのが為替変動リスクです。

これを軽減するための手法の1つに、「為替ヘッジ」というものがあります。

この資料は、「為替ヘッジ」の仕組みなどについて、  
ご理解を深めていただくためのものです。

外貨建て資産に投資する際の一助となれば幸いです。

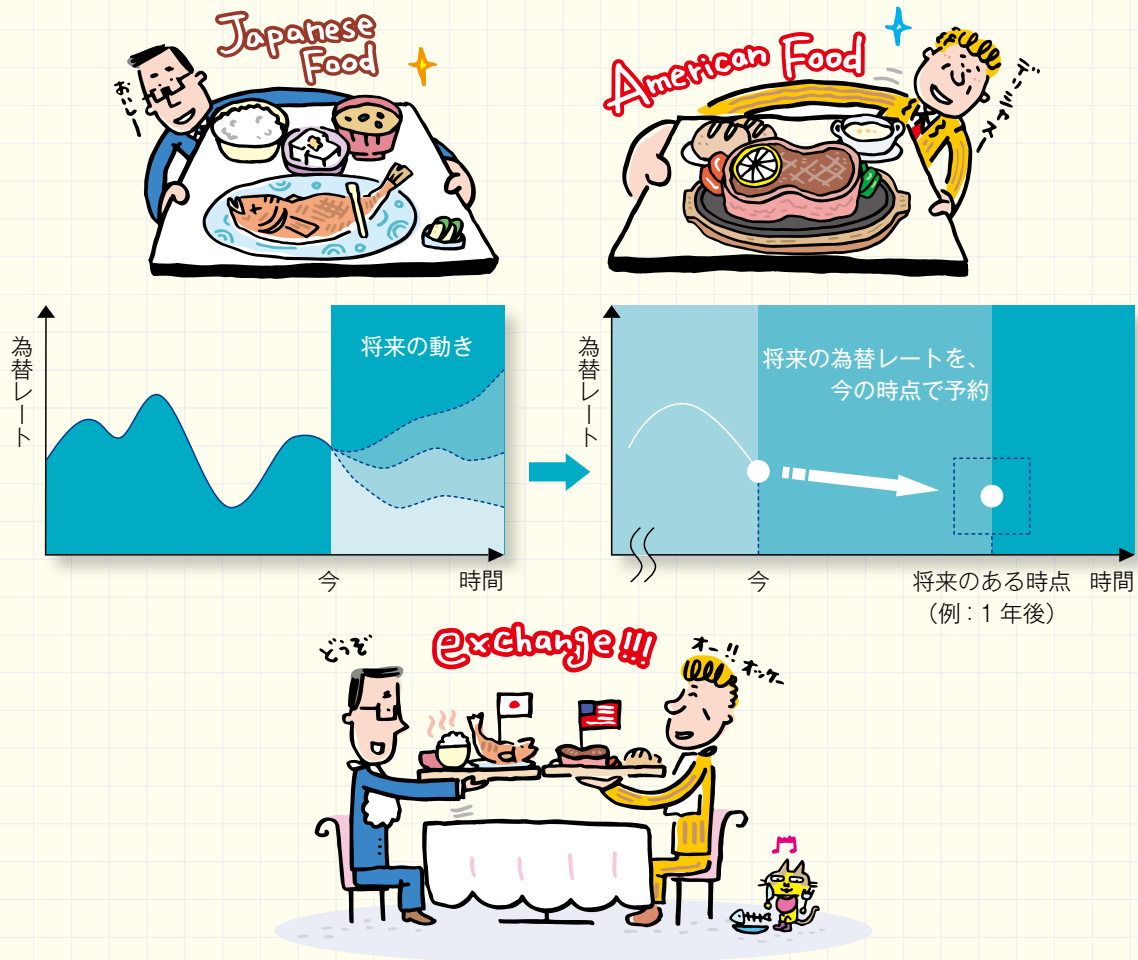


# 「為替ヘッジ」とは

「為替ヘッジ」とは、一般的に「為替予約」という手法を活用し、

**今の時点であらかじめ、将来の為替レートを予約する（確定させる）**ことです。

例えば、「1年後に、1米ドル＝〇〇円で交換する」という約束を結ぶことによって、為替レートの変動による影響を回避しようというものです。



「為替予約」では、今すぐに通貨の交換をせず、

わざわざ将来のある時点での通貨の交換を約束します。

もし、今すぐ交換してそれを預貯金等で運用した場合、受け取れる金利は2つの国の金利差により異なります。

これを考慮しないと、「為替予約」による通貨の交換という約束に有利／不利が生じるため、一般に将来の為替レートは今のレートではなく、通貨間の金利差を考慮したレートになります。

簡単に言い換えると、「**通貨の交換と一緒に、金利も交換する**」といったイメージです。

※上図はイメージであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

# 「通貨と一緒に金利も交換する」って

それぞれ米ドル資産を保有する、日本人の山田さんと、ブラジル人のレオナルドさんを例に考えてみます。二人はそれぞれ、保有する米ドル資産に為替ヘッジ（円ヘッジ、レアルヘッジ）を行ないました。



米ドル資産を持つ日本人の山田さんが行なう円ヘッジ（対米ドル）  
：金利差をコストとして交換相手に支払うパターン

保有している通貨の金利  
＝米ドル金利



交換する通貨の金利  
＝円金利



日本円で預金しておくのと米ドルで預金した場合より増え方が小さいので、“将来のある時点での円への交換を約束してくれる相手”（交換相手）が不利にならないように、日本人の山田さんは、交換までの間の金利差相当額を、交換相手に支払うことになります。

つまり、保有する通貨よりも金利の低い通貨に為替ヘッジを行なう場合は、**金利差相当額を支払うこと**になり（これを「**為替ヘッジコスト**」と言います）、**全体の運用成果を押し下げる要因**となります。



米ドル資産を持つブラジル人のレオナルドさんが行なうレアルヘッジ（対米ドル）  
：金利差をプレミアムとして交換相手から受け取るパターン

保有している通貨の金利  
＝米ドル金利



交換する通貨の金利  
＝レアル金利



ブラジルレアルで預金しておくのと米ドルで預金した場合より増え方が大きいので、レオナルドさんが不利にならないように、レオナルドさんは、交換までの間の金利差相当額を、“将来のある時点でのレアルへの交換を約束してくれる相手”（交換相手）から受け取るようになります。

つまり、保有する通貨よりも金利の高い通貨に為替ヘッジを行なう場合は、**金利差相当額を受け取ること**になり（これを「**為替ヘッジプレミアム**」と言います）、**全体の運用成果を押し上げる要因**となります。

長く低金利が続く日本の投資家の皆さまは、「円高／外貨安に備えて為替ヘッジをすると、為替ヘッジコストがかかる」という、為替ヘッジの一方のパターン（日本人の山田さんのパターン）のみをイメージされがちだと思います。しかし、金利水準によっては、もう一方のパターン（ブラジル人のレオナルドさんのパターン）のように、「**為替ヘッジプレミアムを受け取る＝投資としての為替ヘッジ**」ということもあり得るのです。

※為替ヘッジを完全に行なうことができない場合などもあり、実際には、金利差の全てが為替ヘッジコストや為替ヘッジプレミアムになるとは限りません。

# 為替ヘッジはコストか？ プレミアムか？



「金利差相当額がヘッジコストやヘッジプレミアムになる」と言われてもピンとこないかもしれません。為替ヘッジの仕組みをもう少し詳しく解説します。

## 日本人の山田さんの場合 (円短期金利：年1%、米ドル短期金利：年3%と仮定)

今、1ドル=100円のとときに日本人の山田さんは10万円を1,000ドルに交換し、米ドル資産として運用を始めました。

1年後、1,000ドルは3%の金利がついて**1,030ドル**に増えています。この1,030ドルを、今と同じ為替レート1ドル=100円で交換することができれば、10万3,000円になります。

ところが、日本円で運用していたら金利は1%ですから、元々の10万円は同期間で**10万1,000円**にしかなくなっていません。

為替ヘッジとは、為替変動リスクの影響を回避するのと引き換えに、今の時点であらかじめ、「将来の為替レート」を予約すること、としました(3ページ)。

また、為替予約による通貨の交換を約束する2者間に不公平が生じないように、「将来の為替レート」は、交換される通貨間の金利差も考慮したレートになります。

これを実現するレートとは、

「1,000ドルを米ドル短期金利(3%)で運用した1年後の価値」と

「10万円を円短期金利(1%)で運用した1年後の価値」が等しくなるレートです。

つまり1,030ドル=10万1,000円で、

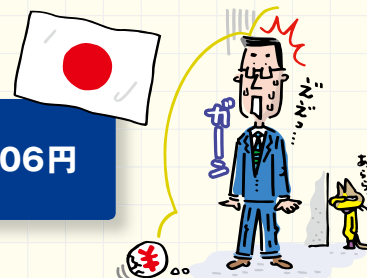
10万1,000円

÷

1,030ドル

=

約98.06円



1ドル=98.06円が、「将来の為替レート」、

**つまり1ドル=100円での交換はムリで、少し円高で損をするということです。**

この98.06円から、今の為替レート100円を差し引いた**▲1.94円**が、

マイナスなので「ヘッジコスト」になります。

▲1.94円は日米の金利差(1%－3%)にほぼ等しい約1.9%に相当します。だから「ヘッジコストは金利差に相当する」と言われるのです。

(次のページに続く)

※上図はシミュレーションであり、将来の運用成果を約束するものではありません。また、手数料、税金等は考慮していません。

**ブラジル人のレオナルドさんの場合** (米ドル短期金利:年 3%、ブラジルレアル短期金利:年 10%と仮定)

1ドル=2レアルのときにブラジル人のレオナルドさんは2,000レアルを1,000ドルに交換し、米ドル資産として運用を始めました。


1年後、1,000ドルは3%の金利がついて**1,030ドル**に増えています。この1,030ドルを、今と同じ為替レート1ドル=2レアルで交換したとすると、2,060レアルです。

ところが、レオナルドさんがそのままレアルで運用していたら、**2,200レアル**になっています。

円・ドルと同様に

「1,000ドルを米ドル短期金利(3%)で運用した1年後の価値」と

「2,000レアルをブラジルレアル短期金利(10%)で運用した1年後の価値」が等しくなるよう、レートを計算すると

$$2,200 \text{ レアル} \div 1,030 \text{ ドル} = \text{約 } 2.14 \text{ レアル}$$


1ドル=2.14レアルが、将来の為替レート、

**つまり、1ドル=2レアルどころか、少しレアル安で得をするということです。**

この2.14レアルから、今の為替レート2レアルを差し引いた**0.14レアル**が、プラスなので「ヘッジプレミアム」になります。

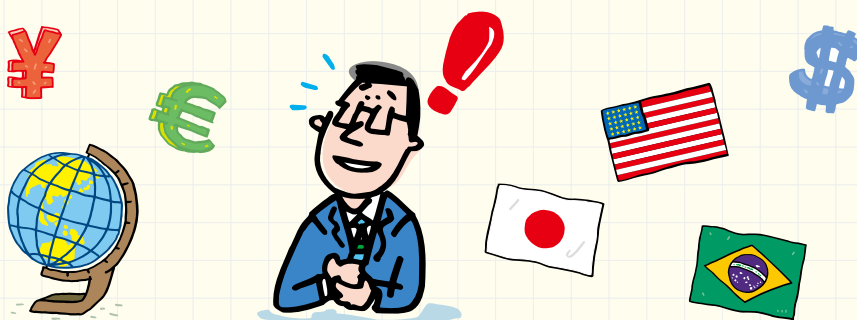
まとめると、

ブラジル人のレオナルドさんは、為替変動リスクの影響を回避するのと引き換えに、

1ドル=2レアルの今、1年後の為替レートを1ドル=2.14レアルで予約しました。

その差額は、0.14レアルで、ブラジルと米国の金利差(10%-3%)にほぼ等しい約7%に相当します。

つまり、山田さんもレオナルドさんも、「為替変動リスクの影響を回避する」という目的は同じで為替ヘッジという手法を活用しましたが、交換する通貨間の金利水準によって、「為替ヘッジコスト」と「為替ヘッジプレミアム」として、全体の運用成果に関わってくるのです。



※上図はシミュレーションであり、将来の運用成果を約束するものではありません。また、手数料、税金等は考慮していません。

# ところで、



もし、自分がブラジル人のレオナルドさんだったら…。そう考えた方も多いのではないのでしょうか。日本人の山田さんから、ブラジル人のレオナルドさんの資産、すなわちリアルヘッジ済みのドル資産を見た場合、「為替ヘッジプレミアム」と「保有している米ドル資産からのリターン」という2つの収益が期待できる、なんともうらやましいものに見えるのではないのでしょうか。実は、日本人の山田さんも、

## ①日本から米ドル資産に投資する

## ②その米ドル資産にリアルヘッジを行なう

という2段階のステップを踏むことで、ブラジル人のレオナルドさんと同じ2つの収益を狙うことができます。

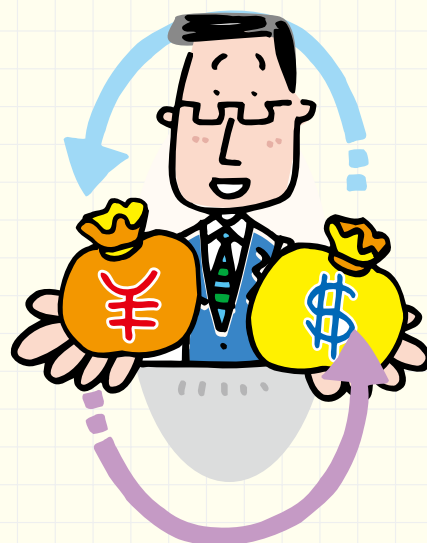
ただし、ブラジル人のレオナルドさんの場合は、米ドルを母国通貨であるブラジルリアルに交換する為替ヘッジを行なうため、為替変動リスクは低減しますが、日本人の山田さんが①②の2段階のステップを踏むと、「円⇒米ドル⇒ブラジルリアル」という通貨の交換をすることになるため、実質的に、円とブラジルリアルとの間の変動リスクをとることになります。

「ブラジルリアル以外でも、その通貨の金利が米ドル金利よりも高ければ、一般に上記と同じように2つの収益の獲得をめざすことができますが、その場合にも実質的に、円とその通貨との間の変動リスクをとることになります。」

上記のような投資を日本の投資家の皆さまが行なう場合、為替変動リスクの存在を認識された上で、投資する通貨と円との為替相場が円高（運用成果にとってマイナス要因）になったり、円安（運用成果にとってプラス要因）になることを、十分に理解されてから投資することが重要でしょう。

# さらに進化する“投資”としての

最近では、これまでご説明してきましたような、  
為替ヘッジ手法が投資のひとつとして、  
多くの投資信託でも活用されています。  
ここからは、実際に投資信託で活用されている手法を  
確認しながら、もう少し理解を深めていきましょう。



一般的に為替の取引といえば、  
2つの通貨をその場で交換するというものです。  
しかし、“投資”として為替ヘッジを活用する場合、  
「**将来のある時点にあらかじめ定めたレートで、ある通貨の売買を約束する**」  
という取引を活用します。  
具体的には以下の2つの取引が活用されています。

	手 法	取 引 方 法	決 済 方 法
①	<b>先物取引</b> (別名：フューチャー取引)	<b>取引所</b>	主に差金決済 (取引終了時に、 差額だけで決済)
②	<b>先渡取引</b> (中でも為替予約取引が代表的。 別名：フォワード取引)	<small>あいたい</small> <b>相対取引</b> (例えば銀行同士など、 取引所を介さない取引)	主に現物決済 (取引終了時に、 実際の通貨を 用いて決済)

“投資”として為替ヘッジが活用される場合、新興国の通貨を対象にしたものが多くあります。  
しかし新興国の多くは、**公設の市場が未成熟のため**、  
上表①にある「先物取引」が活用できない場合や、**非居住者に対する規制があり**、  
上表②にある「先渡取引」による現物決済を行なうことも難しくなります。  
そこで、多くの投資信託で活用されているのが、**NDF(エヌ・ディー・エフ)**と呼ばれるものです。

# 「為替ヘッジ」

## ここで、NDFについてご説明します。

### NDF (Non Deliverable Forward) とは

一般的に相対で取引される先渡取引(左表の②)は、取引の終了時点で、2通貨(例えば、米ドルと日本円)を受け渡して決済をしますが、NDFでは、1通貨(通常、米ドル)の差額だけで決済します。

ちなみに、元本に対する差金のみを決済するため、“ノン・デリバラブル・フォワード(ノン=しない、デリバラブル=引渡し、フォワード=先)”と呼ばれています。

### どのような時にNDFを活用するのか

公設の市場が未成熟(新興国など)で取引量が少なく、また、非居住者に対して規制がある(外国への通貨の持ち出し禁止など)など、金融市場で取引されている為替の市場では対象通貨で決済できないような状況でありながら、取引を行ないたいというニーズにより利用されています。

### NDFの対象通貨

NDFの対象通貨の代表例は、ブラジルレアル、中国元、インドルピー、インドネシアルピア、ロシアルーブルなどが挙げられます。同じ新興国通貨の中でも、メキシコペソ、南アフリカランド、トルコリラなどは一般的な為替予約取引で行なう傾向があります。

### NDFの具体的な取引例

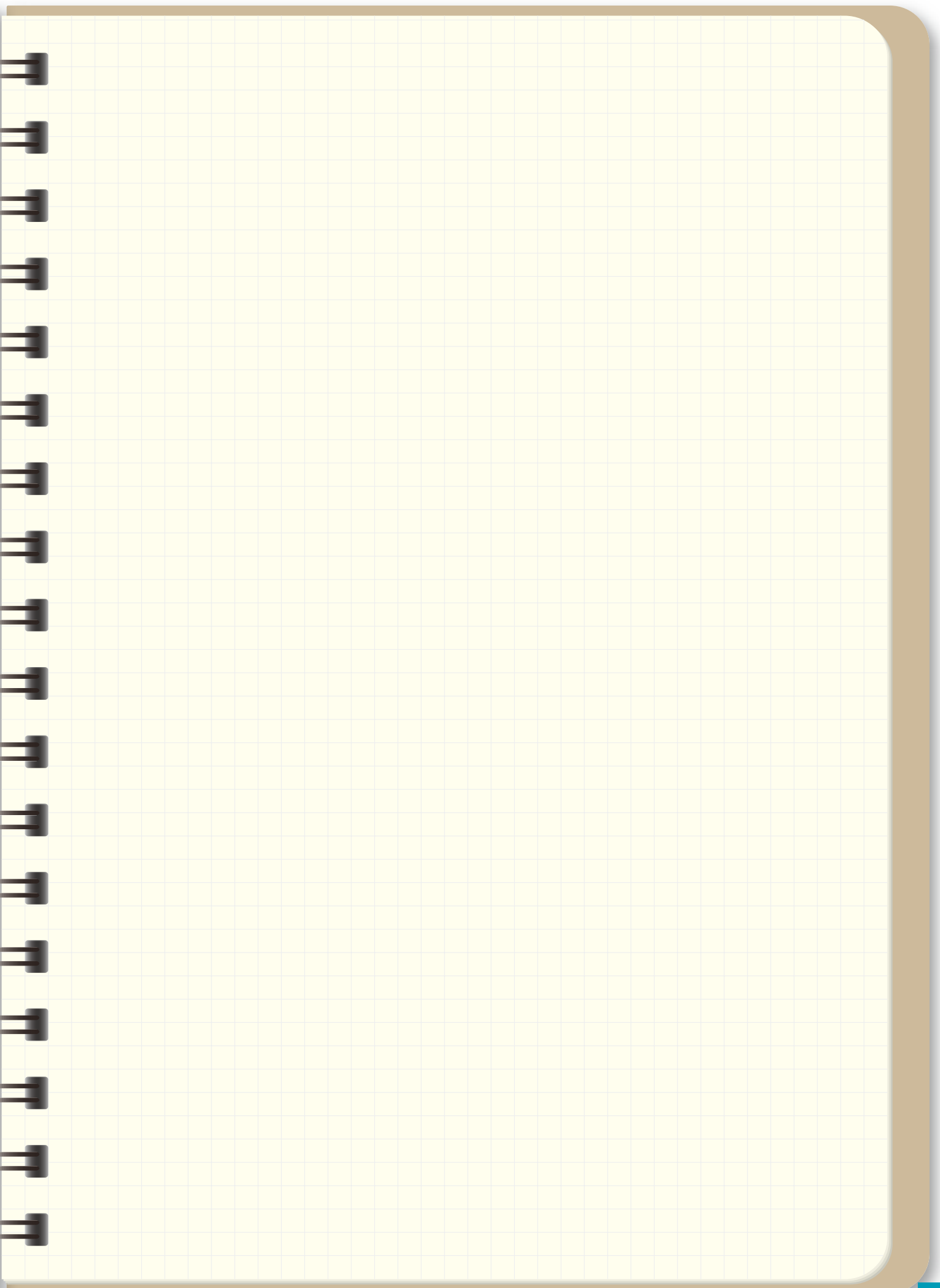
NDFは主に大手銀行を通じて相対で取引されます。日本の投資信託で活用される場合、海外ファンドを経由して、銀行や証券会社の海外の支店から直接海外の銀行に発注が出されています。また、相対取引であるため、期日の決まりもなく、価格も注文を出す銀行によって異なる場合があります。

また、市況状況(その通貨に対する需要動向など)に応じて、理論値と離れた水準で取引されることもあります。

### NDFの注意点

日本の投資家からみると、NDFを利用しなくてはならない通貨は取引量の少ないマイナー通貨ともいえます。また、世界中の投資家の為替や金利の相場観等によっては、理論上の価格とは大幅に乖離することも考えられます。

MEMO



## ■リスク情報

- ◎投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。
- ◎投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。

## ■手数料等の概要

お客様には、以下の費用をご負担いただきます。

### <お申込時、ご換金時にご負担いただく費用>

お申込手数料	上限4.20%(税抜4.0%)
換金手数料	上限1.05%(税抜1.0%)
信託財産留保額	上限1.0%

### <信託財産で間接的にご負担いただく(ファンドから支払われる)費用>

信託報酬(年率)	上限2.9975%(税抜2.95%) 一部のファンドについては、運用成果等に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。
その他費用	組入有価証券の売買委託手数料、監査費用、借入金の利息、立替金の利息、貸株関連報酬など

※その他費用については、運用状況により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。

※上記手数料などの合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間などに応じて異なりますので、表示することができません。

※詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

### 《ご注意》

- ◎手数料等につきましては、日興アセットマネジメントが運用する投資信託のうち、徴収するそれぞれの手数料等における最高の料率を記載しております。(当資料作成日現在)
- ◎上記に記載しているリスク情報や手数料等の概要は、一般的な投資信託を想定しており、投資信託毎に異なります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## ■その他の留意事項

- ◎当資料は、日興アセットマネジメントが為替ヘッジについてお伝えすることを目的として作成した資料です。
- ◎投資信託は、預金や保険契約とは異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、銀行など登録金融機関で購入された場合、投資者保護基金の支払いの対象とはなりません。
- ◎投資信託の運用による損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。投資信託をお申込みの際には、販売会社より、投資信託説明書(交付目論見書)などをあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ず詳細をご確認の上、お客様ご自身でご判断ください。

## 「日興AMファンドアカデミー」とは?

**nikko am**  
fund academy

投資信託を「つくる」会社、日興アセットマネジメントが  
2008年2月にスタートした、投資教育のプラットフォーム。

弊社ファンドを取り扱われている金融機関の販売担当者の方に、投資信託に関する研修をご提供したり、お客様向けの資料の開発などを通して、多くの方に投資信託の本質を知っていただき、より高い理解と納得のもと購入していただくための活動を展開しています。

