

第8回

『為替相場の使い方 (その四：ヘッジ手法の分散)』

2012/08/20

円高に伴い倒産した中小企業が2012年上半期で50社、円高の影響で倒産した企業は数百社に上るという帝国データバンクの特別調査結果が発表された。円高で輸出価格競争に敗れたというのであれば、それはマクロ経済と為替環境が主因であり、企業の付加価値の創出努力やマーケティング力が及ばず負けたと諦めるほか無いかもしれない。しかし致命傷となったのが「為替デリバティブ取引」による損失だと報ぜられたことはFXを扱う立場からは心外といわざるを得ない。

対外取引為替ポジションの取り方には五つの手が考えられる。これらの幾つかを組み合わせる採用すれば、少なくとも為替デリバティブ取引による倒産などは避けられたはずだ。その五つとは、①売り買い相殺、②為替銀行との先物為替予約でヘッジ、③通貨オプションでヘッジ、④直物で受払いを予め実行、⑤ヘッジしない、である。

【A社】は輸出入ともに扱う立場にあり、輸出金額のうち外貨建て部分に相当する輸入金額を外貨建てで確保しているため、円高の影響はほぼ相殺されている。円安の影響についても同じだ。この場合輸出入金額の受払い時期をある程度マッチさせる工夫が要る。総合商社ではこのような組み合わせが社内で比較的容易に出来る（古くからマリーと呼ばれる手法）。またうまくマッチできない部分があれば、貿易取引の決済通貨変更、あるいは外貨建ての仕入れを増やす（減らす）などの方法により、相殺できない外貨金額（持高という）を圧縮する手段もある。

【B社】は対外取引の外貨部分については取引銀行と為替先物予約を締結しているため、円高・円安いずれに振れても影響されない。

【C社】は通貨オプションを活用する。取引銀行と輸出金額の受け取り時期に合わせて外貨プット・オプション（外貨を特定の相場で売る権利）を購入する。輸入金額については同様に外貨コール・オプション（外貨を特定の相場で買う権利）を購入する。購入にあたってはオプション料（権利の対価）を支払う。いずれの場合にも、オプションの期限到来時に、為替相場が約定した相場より不利な方向（輸出の場合は円高、輸入の場合は円安）に動いていた場合には、オプションを行使し、オプションで契約した相場で外貨を交換する。為替相場が有利な方向（輸出の場合円安、輸入の場合は円高）に動いた場合には、オプション（権利）を放棄し、その時点のSPOT相場で決済することにより、為替が有利に動いたことにより発生した利益を享受することが出来る。

【D社】は先物相場を採用せずすべて外貨取引を認識した時点でSPOT決済する。将来受け取る輸出金額相当の外貨を返済原資として銀行から借り入れた外貨（または自家保有の外貨）で、同額を直売り（円転）して予め円建て受け取り金額を確定する。輸入についても同様、将来支払うべき輸入金額相当の外貨を直買い（外貨転）して予め支払い相当外貨額を確定する。そのための円資金は手持ち資金または銀行借り入れによって賄う。

【E社】はヘッジ手段を選ばず成り行きに任せ、全て外貨の受取、支払い時のSPOTで決済をする。この場合リスクは無制限に拡散しうるが、かたや予め大きなコストを払わないで済む。

さて6ヶ月が経ってこれら各社の為替対策がどう評価されるだろうか。以上各社の採算をドル取引の例で評価してみよう。

ある日のドル円相場仲値のベースとなるSPOT相場が78.12円だったとしよう
(これは去る2012年8月3日の実例である)。その日の銀行公示相場はそれぞれ
下記の通りだった(単位:円)。

直物レート : **78.12** (輸出、輸入も同レート、銀行手数料はゼロ)

6ヶ月先物予約 : 輸出予約 **77.872** , 輸入予約 **77.954**

6ヶ月通貨オプション : (権利行使相場は先物予約と同じ水準とする)

	<権利行使の相場>	<支払オプション料>	<オプション料を加味した相場>
輸出	77.872	1.925	75.947
輸入	77.954	1.930	79.884

※補足説明

通貨オプションを購入時に上記オプション料を支払う。6カ月後の期日にその時点でSPOT相場が、
輸出77.872より円高、輸入77.954より円安であれば、オプション(権利)を行使して、権利行使
相場で外貨交換をする。同様に、輸出77.872より円安、輸入77.954より円高の場合は、権利を放
棄して、より有利なSPOT相場で決済する。

さて6ヶ月が経った応答期日(2013年2月1日)にこれら各社の為替操作がどう評価されるだろうか。当日のドル円SPOT仲値が6ヶ月前の78.11円に対して①不変、②それ以下(例えば夫々4円のドル安・円高、2円のドル安・円高)、それ以上(例えば同4円のドル高・円安、2円のドル高・円安)の場合に分けて以下に各社の損益比較を計算して見よう。紙面の制約上輸出為替についてだけ以下に掲げる。

【A社】は、すべて相殺しているので、どの水準になってもトータルでは影響ない。円安になれば輸出で利益が発生するが、相殺した相方の輸入で損失が発生するからだ。

【B社】は、ドル安円高にいけば、為替予約に利益が発生し、ドル高円安に行けば損失が発生する(機会費用)。しかし、キャッシュフローは、為替予約を約定した時点で確定しており、財務上の影響はない。

【C社】は、ドル安にいけば、オプション料を支払った分、為替予約に比べヘッジ費用がかかり、B社と比較し、ドル安時の利益は少ない。一方ドル高時の利益は大きくなる。

【D社】の方法は、実はB社の方法と同じ経済効果をもつ。B社のSPOT相場と先物相場の差は直先スプレッドと言われ、ドルと円の金利差を反映する。銀行手数料を無視すれば、D社がSPOT決済を全部行うために実施する借入や運用取引に伴い、支払いあるいは受取る利息額は直先スプレッドと等しくなる。為替損益と資金損益が入り繰るだけだ。

【E社】は、ヘッジをなにもしていないため、為替相場の変動がそのまま損益として実現する。

以上を踏まえて、中小企業倒産の原因として最も多かった輸出為替ヘッジ失敗の場合について反省すれば次のように総括できよう。

ドルの方が円より金利が高いため、また金利差がヘッジコストとなるため、ヘッジをした場合のメリットはSPOT相場に比較すると小さくなる。それでも4手法（B社とD社を同じ扱いとした）の均等分散ヘッジを行って4円の変動した場合、ドル安とドル高の時のにおける損失のブレは、1円にも満たず、わずかである（下表参照）。

それに比べて「為替デリバティブ取引による損失」は、会社経営を揺るがす規模で発生している。冷静な判断で通常のヘッジ行動さえしていれば、未然に防止できた筈では無かろうか。

輸出為替ヘッジ4手法の実績評価

単位:円	評価基準 となる 輸出価格	仲値78.12と比較した6ヵ月後の相場				
		4円ドル安	2円ドル安	不変	2円ドル高	4円ドル高
		74.12	76.12	78.12	80.12	82.12
A社輸出入相殺ヘッジ	78.12					
6ヶ月後の損益差		0	0	0	0	0
B社銀行先物予約	77.872					
6ヵ月後の損益差		3.752	1.752	-0.248	-2.248	-4.248
C社オプション・ヘッジ	* 75.947					
6ヵ月後の損益差		** 1.827	** -0.173	*** -1.925	*** 0.075	***2.075
E社スポット・ヘッジ	78.12					
6ヵ月後の損益差		-4	-2	0	2	4
4手法の単純平均	77.265	0.39475	-0.10525	-0.54325	-0.04325	0.45675

(注)*オプション・プレミアム差し引き後、**オプション権行使、***オプション権放棄

【 完 】

Author

本田 敬吉(Keikichi Honda)

1959年東京大学法学部卒業後、東京銀行入行、常任参与チーフエコミスト。サン・マイクロシステムズ株式会社など数社で会長を務めた後、日本経団連OECD諮問委員長を引きうける。現在、財団法人国際通貨研究所理事として、為替市場の分析を行う。

お客様は、このWEBサイトに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。このWEBサイトに表示されている事項は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。