

(年金運用)：ヘッジファンド投資による分散投資効果と為替変動の影響

ヘッジファンド投資の目的は、分散投資効果を高めることが理由の一つである。海外のヘッジファンドの円ベースリターンは、これまで、国内株式や債券との相関が低く、魅力的であるが、その収益の変動要因のほとんどは、為替レートの変動で説明可能である。

ヘッジファンドに投資する理由として、アルファの追求と、いわゆる“ヘッジ”の2つが考えられる。ヘッジファンドの名前の由来でもある“ヘッジ”目的での投資は、株式や債券などの伝統的資産に投資する既存のポートフォリオに対して、分散投資効果を狙うものである。株式や債券市場が低迷した時でも、ポートフォリオ全体の収益下落を和らげたり、あるいは、逆に、そのような市場環境でも収益を上乗せしたりすることが目的である。

分散投資効果を高めるためには、既存の国内株式や債券などの伝統的資産に対する相関係数が低いことが望ましい。相関係数がマイナスであれば、ヘッジファンドを組み入れることにより、ポートフォリオ全体のリスクを低めることも可能である。そこで、代表的なヘッジファンド・インデックスの円ベースのリターンと、国内株式・債券との相関係数をみた(図表1)。

図表1：ヘッジファンドの円換算リターンの相関係数

	国内株式	国内債券	ヘッジファンド全体	EQヘッジ	MKTニュートラル	エマージング	CBアービトラージ	債券アービトラージ	ファンドオブファンズ	ショートセリング
国内株式	1.00									
国内債券	-0.03	1.00								
ヘッジファンド全体	0.16	0.01	1.00							
エクイティヘッジ	0.18	-0.01	0.97	1.00						
マーケットニュートラル	-0.06	-0.02	0.87	0.81	1.00					
エマージング	0.31	0.06	0.85	0.79	0.59	1.00				
CBアービトラージ	-0.01	0.02	0.90	0.83	0.94	0.66	1.00			
債券アービトラージ	-0.02	-0.03	0.84	0.76	0.92	0.64	0.91	1.00		
ファンドオブファンズ	0.06	-0.01	0.95	0.91	0.91	0.79	0.92	0.89	1.00	
ショートセリング	-0.37	0.00	0.09	-0.01	0.47	-0.08	0.42	0.47	0.28	1.00

国内株式：TOPIX，国内債券：NOMURA-BPI，ヘッジファンドのデータは、HFRI Monthly Performance Indices (www.hedgefundresearch.com)を日本円に換算，1990年1月～2005年8月(月次データ)

各ヘッジファンドと、国内株式や国内債券との相関係数(図表1の黄色の部分)は、ゼロに近いので、わが国の投資家にとって、米国のヘッジファンドへの投資に分散投資効果が期待できそうである。しかし、このことは、ヘッジファンドへの投資に固有なことではない。

図表2は、為替ヘッジを行わずに米国のヘッジファンドに投資した場合に、ヘッジファンドの円ベースのリターンのうち、為替レートの変動で説明できる割合を示したものである。具体的には、各ヘッジファンド・インデックスのリターンを、為替レートで回帰した場合の決定係数である。例えば、マーケット(MKT)ニュートラル・インデックスのリターン変動の92.8%が円ドル為替レートの変動によって説明できることを示している。

図表2：ヘッジファンド投資のリスク要因

	ヘッジ ファンド 全体	EQ ヘッジ	MKT ニュートラル	エマ- ジング	CB アービ トラージ	債券 アービ トラージ	ファンド オブ ファンズ	ショート セリング
ヘッジファンドのリスクのうち、為替レートの変動で説明できる割合	73.4%	61.4%	92.8%	35.9%	91.4%	89.0%	81.5%	26.6%

各ヘッジファンドの収益率(円ベース)を為替レートで回帰させた場合の決定係数。データは図表1と同じ。

為替ヘッジを行わなければ、ヘッジファンドの円ベースリターンは、為替の変動による部分がほとんどで、外国債券への投資と同じ特長を持っていることがわかる。特に、マーケット(MKT)ニュートラルや、CBアービトラージなど、絶対リターンを追求するヘッジファンドは、為替変動の影響が大きい。これに対して、エマージングや、ショートセリングなど、株式投資を行うヘッジファンドは、相対的に、為替変動の影響は少ない。

ヘッジファンドの分散投資効果は、その投資対象や運用手法で生じるのではなく、外貨建資産に投資した結果生まれたものである。ヘッジファンドでなく、米国債券であっても、同様な効果を期待できるのである。また、ドルベースでのヘッジファンド間の相関は、通常、比較的低く、各ヘッジファンドが特徴的であるのに対して、円ベースの相関係数をみると(図表1の白色の部分)、為替変動の影響を大きく受けるため、特に絶対リターンを追求するヘッジファンドでは、どれ選んだとしても、大きな違いがないようになってしまっている。

これに対して、為替ヘッジを行ってヘッジファンドに投資する戦略も考えられる。この場合には、為替リスクはなくなるが、その代わりにヘッジコスト(内外金利差)が必要となる。現在、米国の金利も低下し、ヘッジコストは以前より低下したが、それでも、フルヘッジした場合には年率約4%程度のヘッジコストが必要である(2005年9月現在)。高いアルファの追求を狙うヘッジファンドといえども、運用コスト控除後に4%を上回るリターンをコンスタントに達成することは容易ではないだろう。また、部分ヘッジを行う戦略も考えられるが、その場合、どの程度の為替ヘッジが適切かを検討しなければならない。

ヘッジファンドの中でも、ショートセリングは特徴的である。株式などの伝統的資産に対する相関係数も低いし、為替レートで説明できる割合も低いため、“ヘッジ”目的に合致しているように見えるが、ロングオンリーのマネージャーと比較して、高い運用スキルが必要であると言われている。そのため、投資家には、優れたマネージャーを選別する能力が必要となる。

ヘッジファンドは、分散投資効果とアルファ追求の2つの目的を狙うために魅力的であるが、海外のヘッジファンドを為替ヘッジなしに投資した場合、パフォーマンスの変動要因は為替が支配することになる。特に、絶対リターン追求型のヘッジファンドでは、この影響が大きい。しかし、仮に為替ヘッジを行った場合には、ヘッジコストが生じて、アルファを低める要因となる。海外のヘッジファンドへの投資は、為替の戦略が重要な鍵となる。

(北村 智紀)