

(年金運用)：ヘッジファンドをポートフォリオに組み入れる危険性

単にリスクあたりのリターンが高くなることを期待して、ポートフォリオにヘッジファンドを組み入れるのは危険である。なぜなら、国内株式の相場下落時には、上昇時に比べて、資産間の相関が強まり、ポートフォリオ全体のリスクを高める結果を招く恐れがあるからである。

リスクを最小化しリターンを最大化するようなポートフォリオを構築する方法として平均分散法がある。これは、各資産のリターンとリスク、相関係数から計算して、最もリスクあたりのリターンが高くなるポートフォリオの組み入れ比率を決める方法である。しかし、平均分散法を用いると、伝統資産（国内株式、国内債券、外国株式、外国債券、短資）よりもヘッジファンドのリターンが高く、リスク、相関係数が低い場合には、ヘッジファンドをポートフォリオに組み入れる方が望ましいことになる。しかし、果たして、それでいいのだろうか？

企業年金連合会の「資産運用実態調査の結果」によると、企業年金の中には、伝統資産に加えてヘッジファンドを実際にポートフォリオに組み入れているところがある(図表1)。しかも資産構成割合は未だ低水準であるものの、年々増加している。市場環境の激変にもかかわらず、あるいは最近の株式市場の反転上昇を見て、ヘッジファンドのリターン回復に期待し、伝統資産からヘッジファンドへの配分増加を検討しようとする企業年金の存在も考えられる。

平均分散法では、個別資産のリターンとリスク、相関係数の数字を使って全体のポートフォリオを組むが、その際に、リターンがプラスの時もマイナスの時も、リスクや相関係数は同じで変わらないと考えている。ところが、実際には、国内株式相場の上昇時と下落時とでは、相関係数が大きく異なることがわかっている。

図表1： 企業年金の資産構成割合の推移

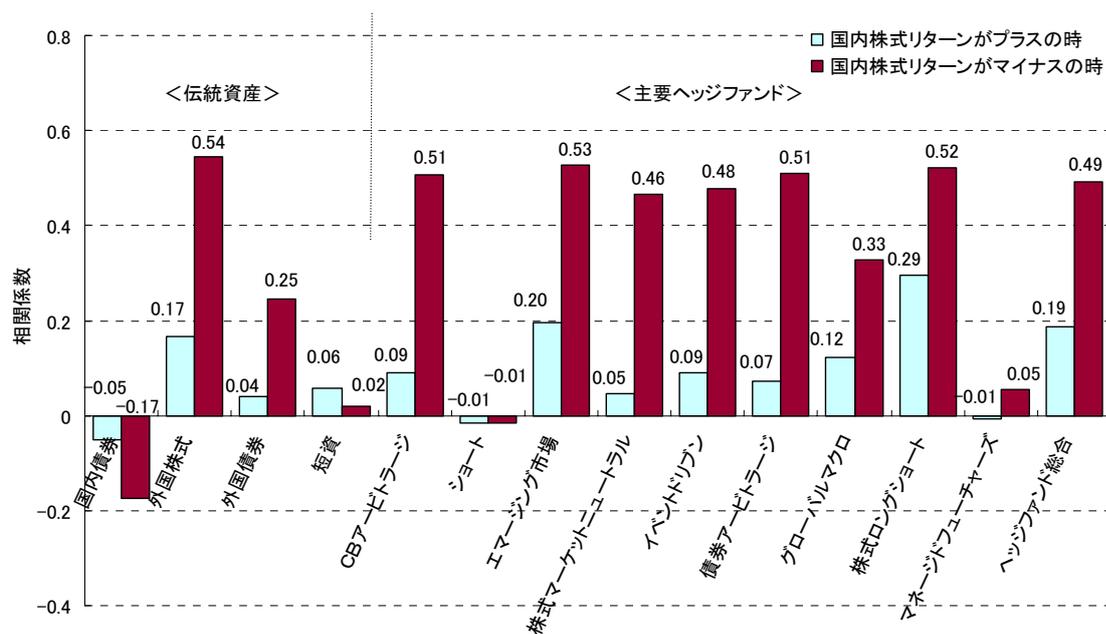
(単位: %)

| | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 一般勘定 | ヘッジファンド | その他 | 短期資金 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|-------|
| 2007年度 | 24.94 | 23.49 | 13.09 | 16.23 | 10.1 | 5.61 | 3.05 | 3.48 |
| 2006年度 | 21.8 | 28.04 | 12.52 | 18.8 | 8.24 | 4.81 | 2.9 | 2.9 |
| 2005年度 | 20.87 | 30.81 | 11.67 | 18.32 | 7.46 | 4.18 | 3.23 | 3.47 |
| 2004年度 | 22.07 | 26.75 | 11.99 | 16.53 | 8.5 | 7.06 | | 7.11 |
| 2003年度 | 20.07 | 28.2 | 10.3 | 15.1 | 10.54 | 5.42 | | 10.36 |
| 2002年度 | 23.16 | 25.92 | 11.9 | 16.01 | 13.95 | 4.61 | | 4.44 |

(注)：2004年度以前の「その他」は、新株予約権付社債、ヘッジファンド、不動産等である。

出所：企業年金連合会(資産運用実態調査結果の概要)を基にニッセイ基礎研究所が作成。

図表2： 国内株式と各資産との相関係数



(出所) :イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供の月次リターンデータ(1994年～2009年)を基にニッセイ基礎研究所が作成。国内株式の4半期リターンがプラス/マイナスの時の国内株式と各資産との相関係数。

例えば、図表2より、国内債券、短資と一部のヘッジファンドを除いて、国内株式のリターンがマイナスの時に相関が強くなっていることがわかる。このことは、国内株式の相場下落時に、平均分散法において想定している相関係数よりも実際の相関係数の方が高くなり、他の資産も大きく価格が下落するために、ポートフォリオ全体の損失額が想定以上に大きくなってしまふことを意味している。一方、国内債券は逆相関が強くなっていることから、国内株式の相場下落時には想定以上のプラスリターンが期待できる。

ポートフォリオを組むメリットの一つとして分散効果が従来より指摘されている。これは、価格変動特性の異なる複数の資産を組み合わせることにより、各資産間で相場変動による影響を相殺させ、ポートフォリオ全体のリスクを減少させる効果である。このメリットは、ある一つの資産が大きく下落したような状況の時にこそ、本来求められるものである。しかし、昨年度後半のように、株式相場が大きく下落した時に相関係数が上昇してしまうと、他の資産も同じように下落して、十分な分散効果を得られなくなってしまう。

単に、リスクあたりのリターンを高くするためだけならば、伝統資産に加えてヘッジファンドをポートフォリオに組み入れればよい。しかしながら、今回の分析から分かる通り、国内株式の相場下落時にヘッジファンドとの相関が強くなってしまふのであれば、平均分散法で計算されたポートフォリオの下落リスクから想定される以上の損失を被ることになってしまう。国内株式の相場上昇時も相場下落時も含めた全期間の相関だけでなく、相場下落時に限った相関も十分に考慮した上でヘッジファンドの組み入れを考える必要がある。リスクあたりのリターンの改善を狙って、安易にヘッジファンドへの配分を増やすのには、注意を要するだろう。

(南 正太郎)