

## “3つのリスク”の水準と特性をどう伝えるか

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン リサーチ・コンサルタント 元利 大輔

2008年9月のリーマンショック以降、数ヶ月間に世界の株式市場は大幅に下落し、また為替も円高になり、原油をはじめ商品市場も大きく下落しました。2009年は、必ずしも投資信託の販売にはプラスとはいえない状況で年明けを迎えましたが、2月号の「2009年の投信マーケット」でも述べられたように、通貨選択型投資信託の登場により大型の新規設定ファンドが相次いだ1年間となりました。

通貨選択型投資信託は、2009年1月から2010年1月末までに184本設定され（2月設定予定は27本）、2010年1月末の純資産総額は2兆7683億円であり、追加型株式投資信託全体に占めるシェアは5.9%となりました。多額の資金を短期間で集めるほどのヒット商品となりましたが、一方で通貨選択型投資信託に対する批判があることも事実です。本稿では、資産クラス・レベルの分析を通じて、通貨選択型投資信託のリターンとリスクの特性を述べたいと思います。

### リターンとリスクの整理

通貨選択型投資信託は、一般的には、①原資産（米国ハイイールド債券、エマージング債券、REITなど）に投資し、②高金利通貨（ブラジルリアル、豪ドルなど）に為替ヘッジし、③高金利通貨から日本円に転換する、という3つのステップで運用されています。これをもとに、リターンとリスクについて図表1に整理しました。

図表1

	リターン	リスク
①原資産への投資	原資産から得られる利息、配当金など	原資産から得られる利息、配当金など
②高金利通貨ヘッジ	高金利通貨と原資産の通貨の間に生じる為替ヘッジプレミアム	短期金利の変動による、為替ヘッジプレミアムの変動（縮小）リスク
③円に転換	高金利通貨高円安による為替差益	対円為替変動リスク

リターンについては、比較的理解がしやすく、①原資産としての魅力、②為替ヘッジプレミアム<sup>1</sup>、③高金利通貨の先高ストーリー、の3つとなりますが、この中では②為替ヘッジプレミアムが、従来の投資信託ではあまり無かった考え方で、販売時の説明に

時間をかける割合が多いといわれています。

リターンと同じように、3つの部分のそれぞれにリスクが生じます。①原資産のリスク、②為替ヘッジプレミアムが変動するリスク、③高金利通貨と日本円の為替変動リスク、の3つとなります。この中で為替ヘッジプレミアム変動リスクについては、原資産リスクや対円為替変動リスクに比べると相対的にリスクは低く、あまり説明されることはありません。①と③がリスクの説明の大部分を占めることになり、通貨選択型投資信託に対する批判の中には、「①と③が二重になっているから高リスクであるとともに分かりづらい」、というものもあります。

以上のように、3つのステップにおいて、リターンとリスクの関係がありますが、特にリスクについては、①から③まで組み合わせたリスク水準は、具体的にどの程度の水準まで上がるのだろうか、ということ、通貨選択型投資信託に対する批判の中で語られることは多くはありませんでした。いくつものリスクが組み合わさって高リスクである、という批判は根拠に欠けていると考えられるので、本稿では以降の部分において、資産クラス・レベルの分析による具体的な数値例を用いながら、特にリスクの部分に焦点をあてて解説することとします。

### 資産クラス・レベルの分析

通貨選択型投資信託は2009年に軒並み設定が相次いだため、投資信託のパフォーマンスを直接分析すると、分析期間は1年弱と短くなります。1年弱の期間では、たまたま市場環境が良かった（悪かった）という影響を強く受けすぎるため、分析結果を解釈することが非常に難しくなります。

このような理由から、本稿では資産クラス・レベルの分析を行います。具体的には、前述の3つのステップに応じて、それぞれを代表する指数（インデックス）や為替レートを適用します。

例えば、『米国ハイイールド債券（ブラジルリアル・コース）』という投資信託を考えると、

<sup>1</sup> 為替ヘッジプレミアムとは、高金利通貨と原資産の通貨との間の短期金利差と考えることができます。仮に、原資産の通貨の短期金利が高ければ、ヘッジプレミアムはヘッジコストとなります。

①米国ハイイールド債券の代表的な指数（MLハイイールド・マスターIIなど）を原資産として代用

②①の指数を1ヵ月フォワード・レートでブラジルリアルに為替ヘッジ

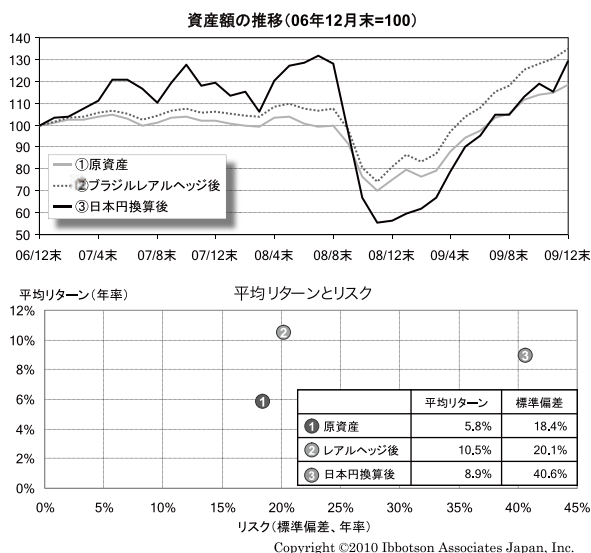
③②をスポット・レートで日本円に転換というステップになります。なお、この例では、①は米ドル建て、②はブラジルリアル建て、③は日本円建て、と通貨が全て異なります。本稿の資産クラス・レベルの分析では、それぞれ①から③までを分解しながら説明しますが、分析している通貨が異なることにはご留意頂きたいと思えます。

### 米国ハイイールド債券での分析例

まず、上述の『米国ハイイールド債券（ブラジルリアル・コース）』での分析例を見てみましょう。図表2では①から③の、2007年1月から2009年12月までの3年間の、資産額の推移と平均リターンとリスク（標準偏差）を示しています。①原資産部分の標準偏差は18.4%で、②ブラジルリアルへヘッジ後の標準偏差は20.1%です。この2つは、①が原資産のみの影響、②は原資産と為替ヘッジの影響が含まれますが、双方に大きな差はないため、ブラジルリアルへの為替ヘッジそのものは、リスクを大きく上昇させるものではないことがわかります。

③は原資産、為替ヘッジに加え日本円換算の影響が含まれます。①と②に比べて③の標準偏差は40.6%と大きくなっています。①原資産のみに比べて2倍以上のリスク水準ですので、通貨選択型の批判にある

図表2



Copyright ©2010 Ibbotson Associates Japan, Inc.

「高リスク」は、高金利通貨を日本円に換算する際に発生するリスクが重なったことが主な原因であると考えることができるでしょう。

### 様々な資産クラスとの比較

上述の③のリスク水準は、①の2倍以上と高リスクになったことは分かりましたが、これだけで「リスクが高すぎて危険な投資対象」と判断することはできません。多くの投資家は、「この金融商品の標準偏差は〇%です」と言われても、どのくらいのリスクの高さはイメージができません。しかし、「この金融商品は、日本の株式と同じくらいの価格変動リスクです」と言われれば、日本の株式に投資を行ったことがある人なら、イメージが浮かぶはず。従って、説明の際には他の資産クラスとの比較が、リスク水準の把握には重要となります。

以下では他の資産クラスとの比較とあわせて、原資産と為替ヘッジの組み合わせをいくつか考えることとします。

まず、原資産は3資産クラスとし、上述の米国ハイイールド債券に加え、米ドル建て新興国債券と米国REITを分析対象とします。繰り返しになりますが、これら3つの資産クラスは①原資産部分に該当し、全て米ドル建てとなります。

次に、為替ヘッジについては、ブラジルリアルに加え、代表的な先進国の高金利通貨として豪ドルを分析対象とします。従いまして、3つの原資産と2つの為替ヘッジとなりますので、合計で6種類（3資産×2通貨）が分析対象となります。他の資産クラスとしては、次の9資産クラスを用います<sup>2</sup>。

・国内債券 ・先進国債券 ・新興国債券 ・国内株式 ・先進国株式 ・新興国株式 ・国内REIT ・先進国REIT ・コモディティ

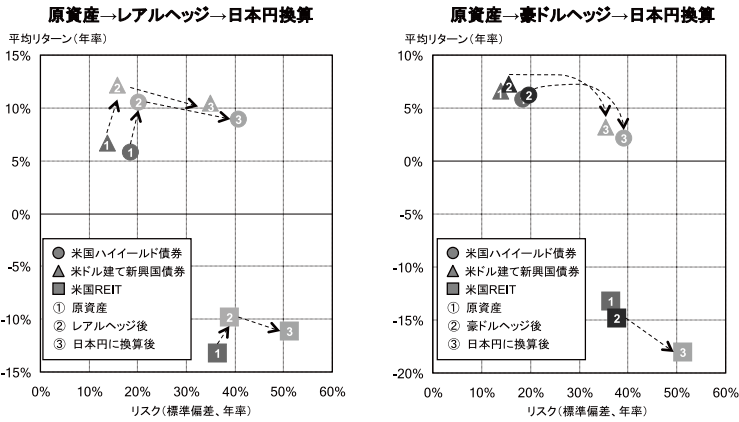
まず、3つの原資産が高金利通貨への為替ヘッジを経て日本円に換算したときの、リターンとリスクの推移を図表3で見てください。米国ハイイールド債券については図表2で確認したものと同じですが、他の資産クラス、ヘッジ通貨の例においても、全て同じ傾向となっていることがわかります<sup>3</sup>。

米国ハイイールド債券と米ドル建て新興国債券は、最終的な標準偏差は2倍以上となっていますが、米国REITは1.4倍であり、他の2資産に比べるとリスクの上昇率は低くなっています。この点については、後に少し触れることとします。

<sup>2</sup> 日本以外の資産クラスについては、全て直接日本円に換算します。

<sup>3</sup> 米国REITの標準偏差は米ドル建てで30%を超えています。これはサブプライム危機の影響を強く受けたもので、長期の水準に比べ1.5倍高い標準偏差となっていることに、ご留意ください。

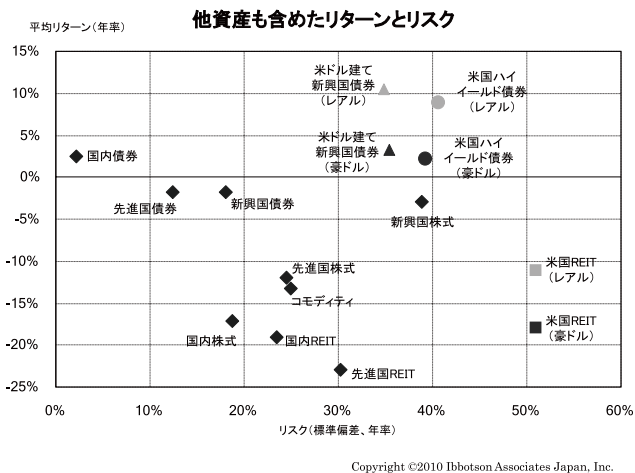
図表3



次に、他の資産クラスとの比較を行います。図表4では、6種類の「原資産+為替ヘッジ」と9資産クラスのリターンとリスクの関係を表しています。6種類の「原資産+為替ヘッジ」については、米国ハイイールド債券と米ドル建て新興国債券は標準偏差35～40%程度、米国REITは標準偏差50%程度であり、新興国株式と同程度もしくは超える水準になっています。従って、通貨選択型投資信託を購入する投資家は、少なくとも新興国株式に投資できるようなリスク許容度を持つ必要があるのではないのでしょうか。

通貨選択型の批判の一つに、「分配金の高さのみを強調し、リスクの高さが説明されていない」というものがあります。この点については、例えば米国ハイイールド債券のブラジルリアルヘッジであれば、原資産や新興国通貨のリスクの説明に加えて、「標準偏差で約40%、新興国株式と同程度のリスク水準」ということを、投資家に明らかにし理解してもらう必要があると考えます。このような説明を投資家に対し行うのであれば、以上の批判を受けることは無くなると考えます。

図表4



しかしながら、批判をする方々はさらに次のように加えることもあります。「仕組みが複雑でリスクの説明をしても、投資家は理解できない」というものです。この点について筆者は、批判の論点が大きくずれていると考えます。「リスクの説明をしていない」ということが批判の対象となることは理解できません。しかし、投資家にリスクを十分に認識させることが、販売員や販売員をサポートする方々の役割であり使命であると考えます。従って、投資家が理解できないのであれば、その時点で「理解できない商品は購入に適さない」と販売員が判断すればよいので、第三者から「理解できない」と決め付けられる必要は全く無いと考えます。問題が生ずるとすれば、適合性の原則によって不適合とみなすべき投資家に、その事実を販売員が伝えきれずに販売してしまうケースでしょう。投資家にいかにきちんとリスクを伝えるかが、販売者にとってのリスク管理となります。

以上のように、6種類の「原資産+為替ヘッジ」について、リスクについては原資産に比べて大きく上昇し、新興国株式と同程度またはそれ以上になることが分かりました。一方で、リターンとしては、米国ハイイールド債券や米ドル建て新興国債券の高利回りや米国REITの高配当金に加え、米ドルとブラジルリアル間で生じる高いヘッジプレミアムが期待できることは、投資対象としては魅力です。リターンとリスクの関係を良く考えて投資を判断できるように、具体的な数値を裏づけとしながら販売していくことが重要であると考えます。

今回は、リスク間の相関、為替や原資産の変動がどのように影響するかを考えます。◇

<データの出所> 米国ハイイールド債券：MLハイイールド・マスターII、米ドル建て新興国債券：JPモルガンEMBIグローバルダイバーシファイド、米国REIT：FTSE/NAREIT米国All REIT（これら3系列の為替ヘッジおよび円換算には、WMロイター（ロンドン4時PM）のスポットレートと1ヵ月フォワードレートを使用）  
国内債券：野村BPI総合、国内株式：配当込みTOPIX、先進国債券：Citigroup世界国債（除く日本、円ベース）、先進国株式：MSCIコクサイ（税引前配当再投資、円ベース）、新興国債券：JPモルガンEMBIグローバルダイバーシファイド（円ベース）、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット（税引前配当再投資、円ベース）、国内REIT：配当込み東証REIT、先進国REIT：S&P先進国REIT（除く日本、円ベース）、コモディティ：DJ UBSコモディティ・エクセス・リターン（円ベース） 指数データは全てトータル・リターン。費用・税金等は一切控除していない。

## 市場環境の変化でどう動くか？シナリオ分析による検証

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン リサーチ・コンサルタント 元利 大輔

「通貨選択型は複雑な運用、複数のリスク要因があるので、説明が難しく、リスクが高い」という漠然とした通貨選択型批判に対して、萎縮する必要はないと思います。大切なことは、実際のリスク要因やリスク水準を投資家にしっかり伝えた上で、個人ではできない投信ならではの運用を提供する姿勢であり、本稿はその一助となることを目的としています。

### 原資産と為替レートの相関について

前回の分析では、原資産を高金利通貨で為替ヘッジして日本円に換算すると、原資産に比べて大きくリスクが上昇することを見てきました。米国ハイイールド債券や米ドル建て新興国債券は、原資産に比べてリスク（標準偏差）が2倍以上となっていました。米国REITは原資産に比べ1.4倍とリスクの上昇率に差があります。原資産はそれぞれ異なりますが、高金利通貨でヘッジして日本円に換算する、という流れは同じです。では、なぜリスクの上昇率に差が出るのでしょうか。これは、原資産と為替レートの相関によって説明することができます。

「相関が低い（値動きの特性が異なる）ものを組み合わせることでリスクの削減効果が得られる」ということは、聞いたことがあると思います。実は、このリスク削減効果が、通貨選択型投資信託にも表れています。

通貨選択型投資信託のリスクの主な要因は、①原資産のリスク、②為替ヘッジプレミアムが変動するリスク、③高金利通貨と日本円の為替変動リスクの3つでした。このうち②については短期金利差の変動とみなすことができるので、①や③と比較すると小さいと言えます。従って、①の原資産部分と③の為

替変動リスクが大きな部分を占めます。この2つを1対1で組み合わせたポートフォリオを考えると、原資産と為替の相関係数が低くなればなるほど、分散投資のリスク削減効果が得られることとなります。図表5は3つの原資産と2つの対円為替レートの相関係数です。米国REITをみると、他の2資産と比べて相関係数が低くなっています。

通貨選択型投資信託においても、相関がリスク水準におよぼす影響は大きいと考えられます。上記は一例であり、より多くの資産クラスと高金利通貨を分析することで、相関の低い組み合わせを見つけられるかもしれません。商品組成の際には、是非とも相関も考慮に入れて頂きたいと思います。

### シナリオ別の分析

ここまでは、2007年1月から2009年12月の3年間をとおしての分析を行ってきました。しかしながら、通貨選択型投資信託の魅力、およびその裏にある数々のリスク要因を、全てまとめて分析すると分かりづらいかもかもしれません。なぜなら、先ほどの相関が示すように、原資産と為替は同じ動きをすることは限らないからです。

そこでここからは、原資産が動いたとき、為替が動いたとき、といった様々な局面（シナリオ）について過去のデータを使って分析します。このような分析を、シナリオ分析、あるいはストレステストなどと言います。

まず、シナリオの設定を行います。単純化のために、原資産の上昇シナリオを「原資産の月次収益率が1%以上のとき」、下落シナリオを「原資産の月次収益率が-1%以下のとき」とします。同様に為替についても、円安シナリオを「1ヵ月で1%以上円安になったとき」、円高シナリオを「1ヵ月で1%以上円高になったとき」とします。これら「上昇」「下落」に「変化なし」の場合を加えて考えていきます。

図表5

		リアル/円 為替	豪ドル/円 為替
原資産	米国ハイ・イールド債券	0.59	0.58
	米ドル建て新興国債券	0.47	0.61
	米国REIT	0.29	0.40

分析期間：2007年1月～2009年12月

Copyright ©2010 Ibbotson Associates Japan, Inc.

このように条件を設定すると、原資産については「上昇」「下落」「変化なし」、為替については「円安」「円高」「変化なし」のそれぞれ3つのシナリオができます。これら3つずつのシナリオを、たとえば「原資産上昇かつ円安」などと組み合わせて考えると、3×3で9つのシナリオができます。これまでは3年間の分析でしたが、9つのシナリオが均等に起こったと考えると、1シナリオは平均4か月分のデータしかありませんので、3年間では十分な分析期間とは言えません。そこで、分析期間が長く取れる豪ドルヘッジのケースで、1995年1月から2009年12月の15年間の期間で分析を行います。

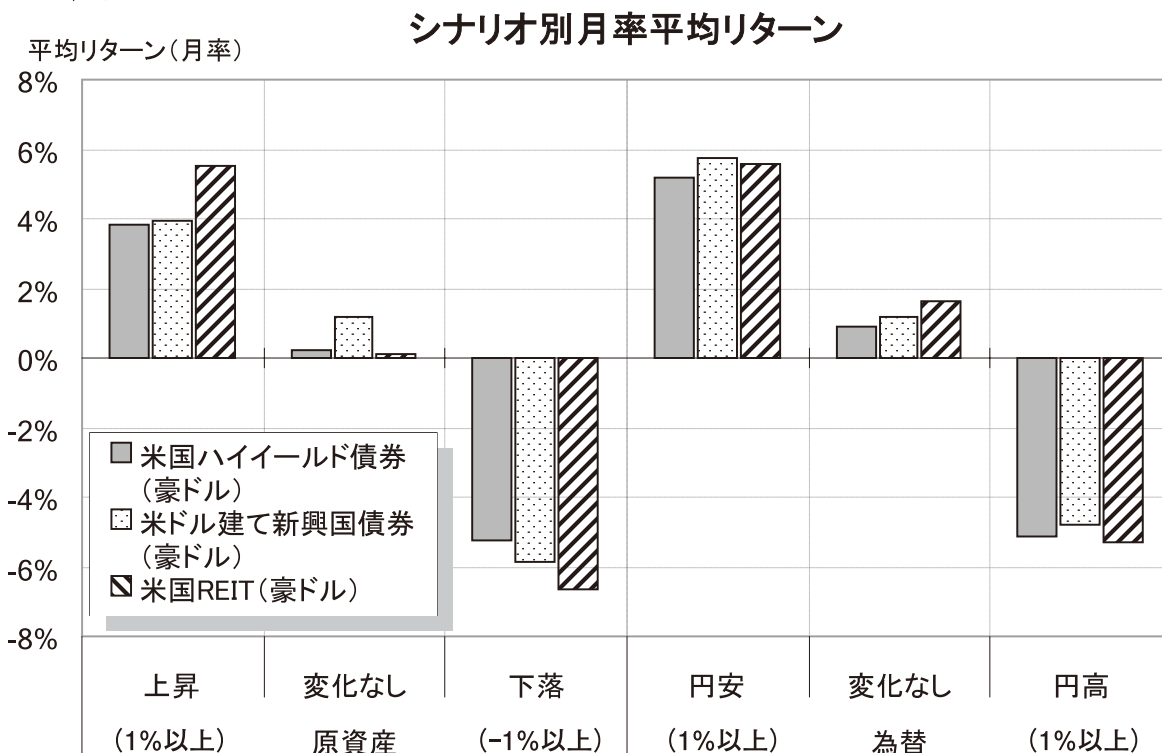
図表6は、原資産と為替のシナリオ別の月率平均リターンです。図の見方がややこしいので例示しますと、米国ハイイールド債券を原資産とした場合、原資産が1%以上上昇した月の、豪ドルヘッジ後円換算の平均値は（1ヵ月あたり）約4%となります（グラフの一番左の棒グラフです）。3つの原資産のケースは、全て原資産上昇と円安の局面ではプラス、原資産下落と円高の局面ではマイナスとなっています。しかしながら、プラスとマイナスの幅は原資産により異なることに、注目して頂きたいと思います。米

国ハイイールド債券を原資産とする場合、原資産上昇時は月平均約4%、下落時は月平均約-5%であり、為替の円安時は月平均約5%、円高時は月平均-5%です。よって、為替による変化幅のほうが若干大きいので、米国ハイイールド債券を原資産とする場合は、原資産の影響よりも豪ドルと日本円の為替の影響を若干強くうけると言うことができます。

米国REITを原資産とするケースではどうでしょうか。原資産上昇時は月平均約6%、下落時は月平均約-7%であり、為替の円安時は月平均約6%、円高時は月平均-6%です。米国ハイイールド債券とは逆に、原資産（米国REIT）の影響のほうが若干大きいことが分かります。

最後に、原資産と為替のシナリオの組み合わせ別の平均リターンを図表7で見えます。米国ハイイールド債券と米ドル建て新興国債券を原資産とすると概ね同じ傾向にあることが分かります。原資産の上昇下落に関わらず、円高時の月の平均は全てマイナスとなっています。しかし、原資産下落時に円安となった月の平均はそれぞれ1.6%、1.8%とプラスになっています。これは、原資産が下落しても為替でカバーできた月があったことを示しており、前述の分散投

図表6



Copyright ©2010 Ibbotson Associates Japan, Inc.

1 例えば、豪ドルヘッジの場合は、豪ドルに対して日本円が円高、円安の局面となります。

資の効果が少し表れているとも考えられます。米国REITを原資産とすると、先ほどの2資産とは異なり、為替の円安円高に関わらず原資産が下落した月の平均は全てマイナスです。しかし、円高時でも原資産が上昇した月の平均はマイナスとはなっていません。従って、ここでも分散投資の効果が確認できます。また、米国ハイイールド債券や米ドル建て新興国債券は為替の影響のほうが若干大きく、米国REITは原資産の影響を若干強く受ける、ということも表7から分かります。

### 終わりに

本稿では、実際の通貨選択型投資信託のデータの代わりに、インデックス・データを用いて資産クラス・レベルでの分析を行いました。通貨選択型投資信託は仕組みが複雑であるため、個人投資家に説明することは、他の一般的な投資信託に比べると時間がかかり大変であると思います。本稿での分析事例が、

今後通貨選択型投資信託を取り扱う際に、より具体的なイメージを投資家に伝え、商品性の理解を深めるための一つの引き出しとなれば幸いです。 ◇

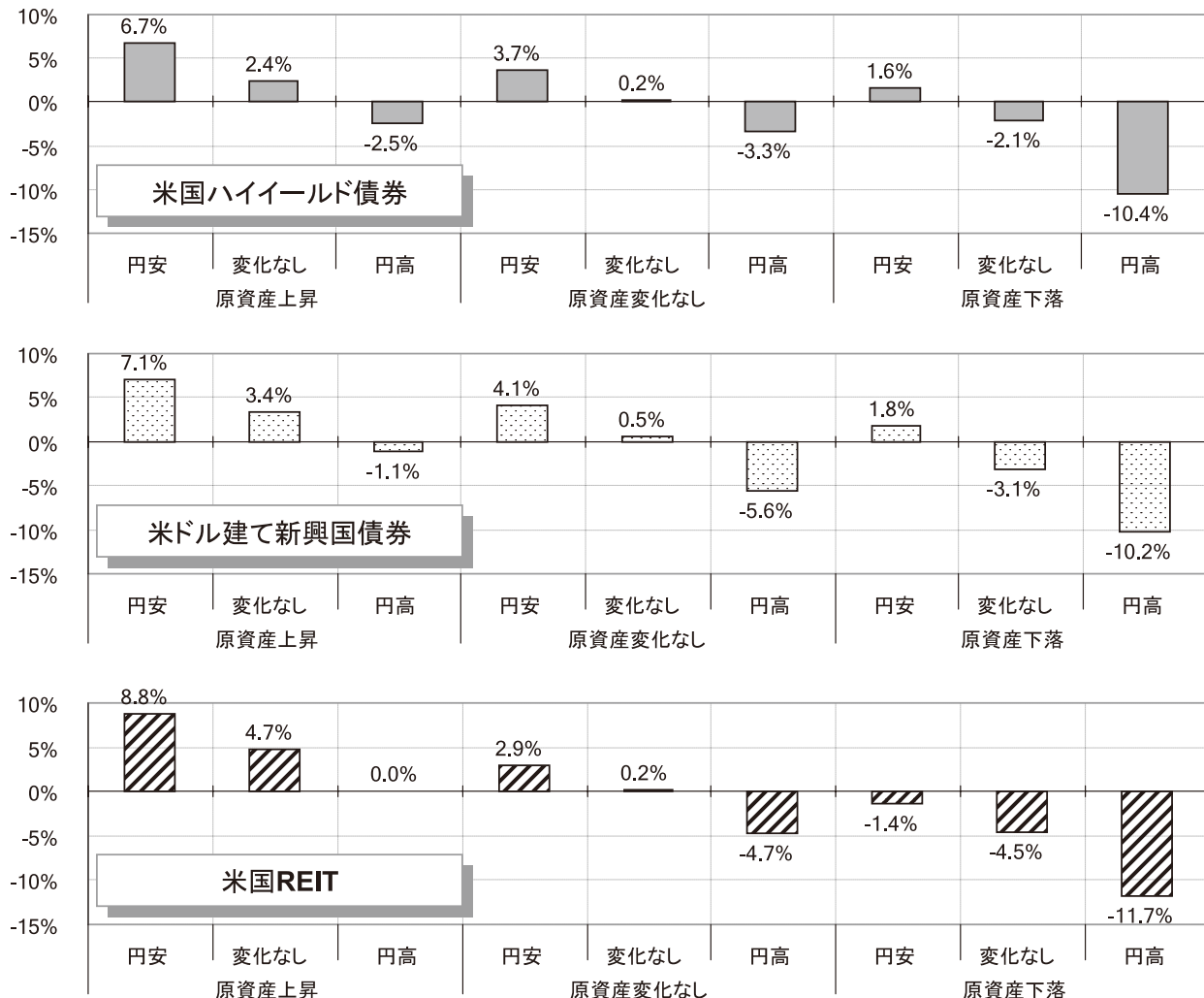
ご意見・お問い合わせ先: [jitri@ibbotson.co.jp](mailto:jitri@ibbotson.co.jp)

<データの出所>

米国ハイイールド債券: MLハイイールド・マスター II、米ドル建て新興国債券: JPモルガンEMBIグローバルダイバーシファイド、米国REIT: FTSE/NAREIT米国All REIT (これら3系列の為替ヘッジおよび円換算には、WMロイター(ロンドン4時PM)のスポットレートと1ヶ月フォワードレートを使用)

国内債券: 野村BPI総合、国内株式: 配当込みTOPIX、先進国債券: Citigroup世界国債(除く日本、円ベース)、先進国株式: MSCIコクサイ(税引前配当再投資、円ベース)、新興国債券: JPモルガンEMBIグローバルダイバーシファイド(円ベース)、新興国株式: MSCIエマージング・マーケット(税引前配当再投資、円ベース)、国内REIT: 配当込み東証REIT、先進国REIT: S&P先進国REIT(除く日本、円ベース)、コモディティ: DJ UBSコモディティ・エクセス・リターン(円ベース)、※指数データは全てトータル・リターン。費用・税金等は一切控除していない。

図表7



Copyright ©2010 Ibbotson Associates Japan, Inc.