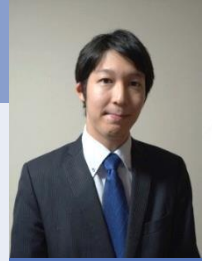


2020年9月17日

絶好調のゴールドファンド、ヘッジの有無はどう選べばいい？ どれくらい組み入れればいい？

- ゴールドファンドの人気の高まっている。本稿では「ヘッジあり」と「ヘッジなし」の違いについて解説する。
- ファンド単体では「ヘッジなし」のほうがリスクが低くなっているが、株式ファンドなどとの組み合わせでは「ヘッジあり」のほうが全体としてのリスク低減効果が高い。
- 株式への投資比率の高い投資家ほど、ヘッジありゴールドを多く保有することでポートフォリオのリスクを下げるのが可能となる。

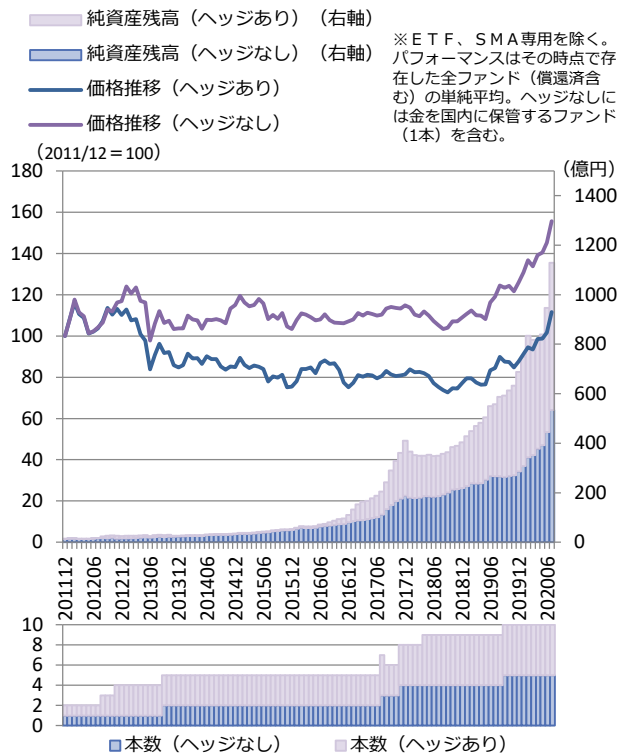


ファンドアナリスト
瀬山 太郎

ゴールドファンドの動向

足許で金価格が史上最高値圏となり、金価格に連動するパッシブファンド（以下、ゴールドファンド）のパフォーマンスが絶好調となっている。新型コロナ禍による逃避的な資金が集まっていることや、世界的な金利低下により、資産としての魅力が高まったことが背景にある。ゴールドファンドに投資すれば、ゴールドの現物を手許で持つよりも高い流動性を確保でき、煩雑な手続きも必要ないことから、純資産残高は足許で合計1,130億円ほどに拡大している。これらのファンドのほとんどは、最終的にゴールドの現物を海外（米ドル建）で保管しているので、投資家は為替ヘッジをかけるかどうかを選択できる。ヘッジの有無で純資産残高や本数をみると、人気はおおよそ半々となっているようである（右図）。

ゴールドファンドの純資産残高・設定本数の推移



「ヘッジあり、なし」を比較

ヘッジあり、なしのリスクリターン比較
(過去5年・年率換算)

	ヘッジあり	ヘッジなし
リターン	7.44%	7.55%
リスク	11.82%	8.59%
リターン÷リスク (参考)	0.63	0.88

※2015年8月～2020年7月に存在したパッシブファンドの月次リターンを単純平均したものを基に筆者算定。

左表はゴールドファンドのリスクリターンを、「ヘッジあり」「ヘッジなし」のそれぞれについて過去5年間で確認したものである。この期間のリターンはヘッジの有無にかかわらず同程度であったが、リスクは「ヘッジあり」のほうが3%以上高くなっている。通常、外国株式や外国債券ではヘッジありの方がリスクは小さくなるので、どうしてゴールドでは逆になるのか不思議に思う方もいるのではないだろうか。

そこで、米ドル建ての外国株式、外国債券、ゴールドの各資産について米ドル円との相関をみてみると、ゴールドと米ドル円には相応に大きなマイナスの相関（逆相関）が確認できる（下表）。たとえば、市場のリスクオフ時には、円キャリー取引の巻き戻しなどによる米ドル円の下落（円高ドル安）とリスク回避的なゴールド上昇が同時に起こりやすい。リスクオン時にはそれぞれ逆の動きが想定されるが、いずれにしてもヘッジなしのゴールドでは米ドル円とゴールドが互いのリターンを打ち消しあうことになるので、

「ヘッジなし」のほうが「ヘッジあり」に比べて値動きが小さくなった。（注1）

（注1）外国債券と米ドル円も逆相関であるが、米ドル円のリスクは外国債券自体のリスクよりも非常に大きいので、外国債券の場合はヘッジありのほうがリスクは小さくなる。

各資産（米ドル建て）と米ドル円の相関係数（過去5年）

	外国株式	外国債券	ゴールド
米ドル円	0.08	-0.49	-0.64

※米ドル円はT T M、各資産は米ドル建て E T F をもとに筆者算定

ゴールドと伝統的資産の組み合わせ

ゴールドと伝統的資産の相関係数（過去5年）

		ゴールド（ヘッジあり）	ゴールド（ヘッジなし）
国内株式		-0.38	-0.11
国内債券		0.56	0.36
外国株式	H 無	-0.17	0.10
	H 有	0.12	0.17
外国債券	H 無	-0.31	0.15
	H 有	0.44	0.41

※伝統的資産は、MAB-F P I（ファンド・パフォーマンス・インデックス）を使用。（H=ヘッジ）

次に、株式や債券とゴールドを同時に保有する時に、よりリスクが低くなる組み合わせを探るため、ゴールドのヘッジあり、なしのそれぞれについて伝統的資産との相関を確認した（左表）。「ヘッジあり」では、「ヘッジなし」に比べて国内債券やヘッジありの外国債券との順相関が強いことが確認できる一方で、株式やヘッジなしの外国債券とは逆相関であることがわかる。前項と同様にリスクオフ局面で、株安、米ドル安とゴールドの上昇が同時に起きたと仮定すると、「ヘッジあり」のゴールドでは米ドル円の下落によるマイナスの影響を受けにくいので、より大きなプ

リターンとなり、株安や米ドル安をカバーできる。従って、株式やヘッジなしの外国債券を中心に保有している投資家は、「ヘッジなし」ではなく、「ヘッジあり」のゴールドを組み合わせることで、中長期的にポートフォリオのリスクを低下させることができると考えられる（注2）。

まとめると、ヘッジの有無によって長期的なリターンが変わらないとすれば、ゴールドを単体で保有するときには「ヘッジなし」のほうが良く、株式などとの組み合わせの運用を考えると「ヘッジあり」が望ましいといえる。なお、ヘッジの有無でリターンの期待値の違いをどう考えるかについては諸説あるが、金利平価が成立していると仮定すると両者に差はほとんどないことになる（注3）。この前提に立つと、「ヘッジあり」のファンド残高はもう少し増加しても不思議ではないかもしれない。

（注2）3月のリスクオフ局面ではゴールドを含むすべての資産が売られたように、短期的には必ずしもリスクが低下するとは限らない。

（注3）実際の「ヘッジあり」では、米ドル円の通貨間の需給要因によるベースコストが発生する。

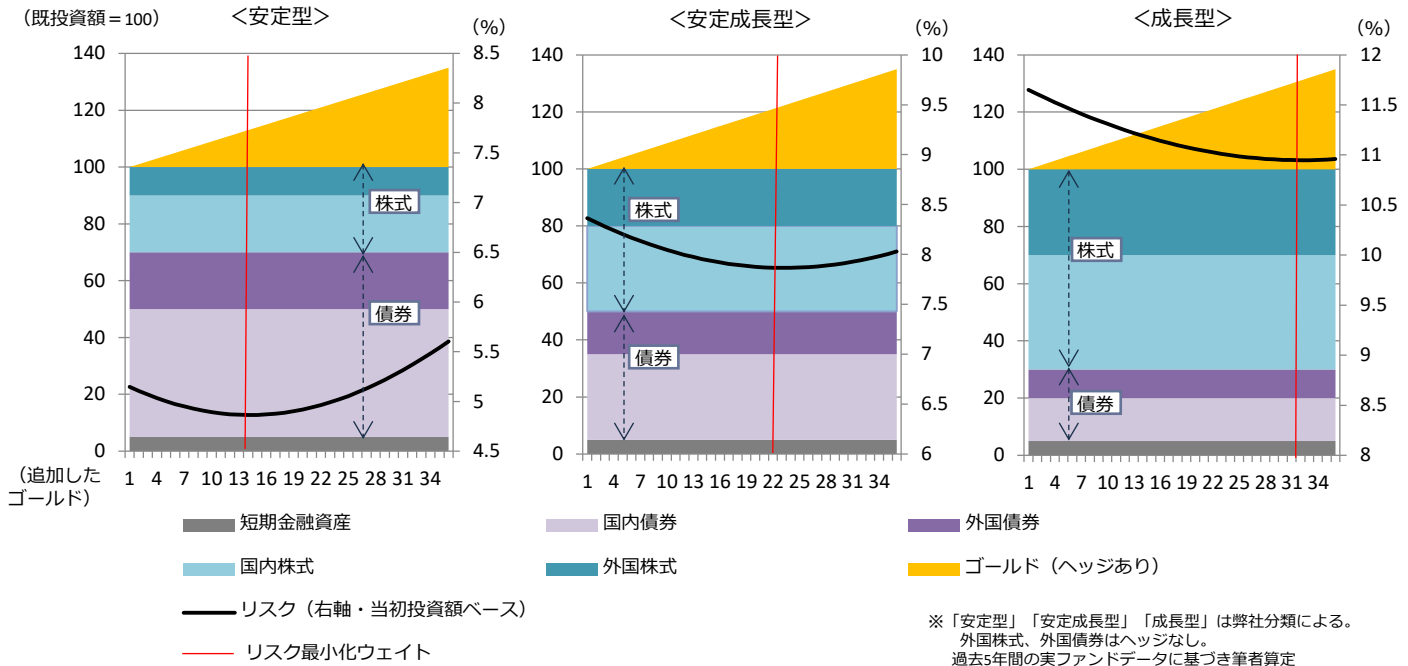
適切なゴールドの資産配分は

参考として、実際のバランスファンドを例にとりて、既存のポートフォリオにどれくらいヘッジありゴールドを組み入れると十分なリスク低減効果が期待できるのか確認した。下図は、資産組入比率の異なる3つのバランス型ポートフォリオ（伝統的4資産とキャッシュを固定配分で運用するパッシブファンド）に投資している状態から、徐々にゴールドを増やしていった場合の既ポートフォリオへの投資額（以下、既投資額）ベースのリスクの変化を示したものである（注4）。

いずれも、ゴールドを追加していくにつれて徐々にリスクが低下していくが、一定額（下図赤線）を超えると逆にリスクは上昇していく。このリスクが最も小さくなるゴールドの額は、既投資額を100とすると、株式比率の小さい「安定型」では13、株式と債券がおおむね半々の「安定成長型」では22、株式比率の大きい「成長型」では31となった。つまり、少なくとも中長期的なリスク抑制の観点からは、株式への投資比率が大きい投資家ほど、望ましいゴールドへの投資比率は大きくなると考えられる。

（注4）たとえば、既存のポートフォリオに100万円投資している状態から追加でゴールドへの投資を検討するとき、何万円ゴールドを組み入れれば、どれだけ既存のポートフォリオと比べてトータルのリスク（金額ベース）が減少するか、ということ。

バランス型ポートフォリオにゴールド（ヘッジあり）を加えた際のリスク（既投資額ベース）の変化



他方、今年3月のような株式・債券・ゴールドの同時安という局面があれば、ゴールドを組み入れることがかえって短期的にはリスクの上昇に繋がることも十分に想定される。実際にゴールドを新規組入する場合には積立による時間分散を活用し、「高値掴みリスク」の回避を目指すことも有効な投資行動の一つといえる。

- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社（以下、MAB）に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、投資信託委託業者等から入手した情報およびMABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の真実性・正確性をMABにて調査・確認したのではなく保証するものではありません。
- MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社

アナリストグループ

瀬山・木村・標(しめぎ)・津原

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号新青山ビル西館8階

TEL: 03-6721-1010 FAX: 03-6721-1020

URL: <https://www.mab.jp/>

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第1085号

助言・代理業、投資運用業

加入協会名一般社団法人日本投資顧問業協会