

投資講座

本稿は、UBS Wealth Management Research が作成した“Education Note”(2007 年 3 月 28 日付)を翻訳・追記したもので、本稿記載の情報は、原文執筆当時のものです。

お手元の現金はすべて必要でしょうか？

- 経験則から一般的に、投資家はポートフォリオ内に多くの現金(預金などを含む流動性資産)を保有しすぎており、より効率的に運用する方法があると思われる。
- 投資をより包括的にとらえれば、こうした現金の運用はポートフォリオとの関係から判断すべきであり、現金投資によって確保される安全性と流動性を失うことなく、ポートフォリオの流動性を簡単に管理する方法があるはずである。
- しかし、現金に代わるものに投資する場合は、為替リスクをヘッジする必要がある。
- また、米ドル(USD)投資を想定したケースで得た結果は、ユーロ(EUR)やスイスフラン(CHF)による投資にも当てはまることが分かっている。

ポートフォリオが現金過多の場合が多い

経験則からいって、投資家のあらゆる現金の源泉(預金口座、短期金融市場預金、給与所得など)を考慮に入れても、全般的に現金を多く保有しすぎている傾向がみられる。もちろん、現金を保有する理由は多岐にわたっており、現金は流動性が高く、安全性も確保される点に根ざしている場合が多い。

- **取引を動機とした保有:** 将来の消費、生活費の支払いなどに備えて現金を保有する場合。消費のための定期的な現金支出は通常、給与や資本所得といった収入でまかなわれる。新車購入など高額の出費の場合には、より多くの現金をしばらくの間保有している必要がある。
- **備えを動機とした保有:** 不測の事態に対する心強い備えとして現金を保有する場合。こうした現金資産は長年手付かずのまま手元に置かれることが多い(思わぬ出費が必要となる事態がまったく起こらない場合もあるため)が、流動性が確保されて枕を高くして眠ることができる。そのため、心強い備えとして現金を保有することは完全に合理的とはいえないかもしれないが、いざという時への備えとしての付加価値は、金銭面よりむしろ心理面にある。
- **投機を動機とした保有:** 投資に充てる流動性として現金を保有する場合。現金は、証券の売買や取引コストのための資金源となる。

現金には多様な用途があり、個人差が大きいことから、具体的な資産配分を提案することはできない。しかし、こうした点をすべて考慮に入れても、すべての保有資産をポートフォリオとしてとらえた場合、流動性が必要以上に過剰なことが多い。個人に散見されるように現金が総資産の 20%を超えている場合、過剰な流動

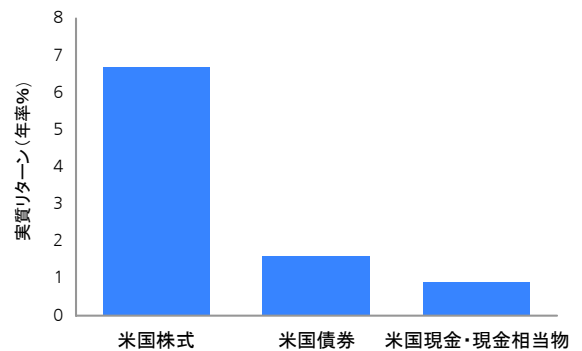
性を何か他の資産で運用できないか、じっくり検討してみる必要がある。

現金保有は損

現金を中長期的に保有することはあまり得策とはいえない。他の資産を大幅に下回るリターンしか得られないうえ、長い目で見るとインフレにほとんど対応することができない(図 1 参照)。高インフレの国では、インフレ調整後の現金のリターンはマイナスにすらなることがある。すなわち、短期金融市場への投資は長期的には、資産の実質的な増大にはつながらない。

本レポートでは、現金の適切な運用について取り上げる。ポートフォリオの観点から見て、過剰流動性、あるいは万一の場合への備えでさえ、伝統的な現金保有と同様の流動性や安全性を確保しつつ、資産全体の見込みリターンを高める金融資産で運用する道があると考えられる。

図 1: 1900—2003 年の資産別リターン(米国)
インフレ調整後の現金はリターンをほとんど生まない



出所: UBS WMR, Dimson, Staunton, Marsh(2004),
2007 年 3 月 28 日時点

注: これは過去のデータに基づいたものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

現金に代わる資産

ここでは、資産の 30%を短期金融市場商品(現金と平均満期 3カ月の短期金融市場預金)、70%をバランス型ポートフォリオ(債券、株式、ヘッジファンド)で保有するケースを仮定する。現金・短期金融市場預金の一部を、次の 3 通りの方法で他の投資商品に移した場合を想定する(通貨は、米ドル、ユーロ、スイスフランの 3 種類とする)。1つめは、20%を現金から、期間 1-3 年の現地通貨建て短期債券に移すケースである。2つめは、資産の 20%を、低ボラティリティ戦略を取る安全性重視のヘッジファンドに移すケースである。3つめは、20%を現金から短期債券に 10%、安全性重視のヘッジファンドに 10%を移すケースである。

こうしたケースを想定したのは、短期債券は日々市場で売買することができ、一般的に流動性が高い一方、長期的にはより高いリターンが見込め、下値リスクも限定的だからである。金利が上昇した場合、短期債券の価格は低下するが、それでも損失は従来型の債券ポートフォリオに比べてかなり小さいとみられる。

安全性重視のヘッジファンドは、ボラティリティが極めて低い戦略を取って投資するが、さらに高いリターンを上げる可能性がある。しかし、通常ヘッジファンド投資は流動性がかなり低く、日次で現金化はできない場合がほとんどである。これはヘッジファンド投資の大きな難点で、高い安全性、あるいは高いリターンでそれを補う必要がある。安全性より流動性を重視して現金で運用している場合だと、安全型でもヘッジファンド投資は検討対象にならないかもしれない。

ポートフォリオの観点から見た現金—他の資産で運用した方が好結果につながる場合が多い

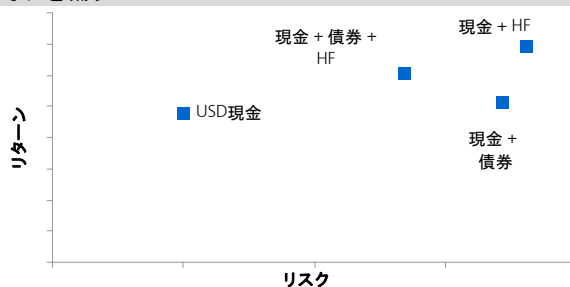
現金の代わりに短期債券や安全性重視のヘッジファンドで運用した場合、確かにリスクは高くなるが、そうしたリスクは期待リターンがより高くなることで補われるとみられる(図 2 参照)。

しかし、多くの場合現金は、収益を得るためよりも損失を避けるために保有される。興味深いことに、市場が著しく低迷した時、現金(30%)とバランス型ポートフォリオによる運用は、現金の代わりにリスクのより高い資産に投資した場合に比べて大きな損失を被っている(図 3 参照)。何らかの事象が市場に悪影響を及ぼした過去の具体例でみても、同様の傾向がみられる(図 4 参照)。

損失は、バランス型ポートフォリオの中の高リスク資産に調整が入ることによって発生するため、これは一般論としても納得がいく。典型的なのは、債券市場のパフォーマンスが他の市場を上回るような時期で、そうした場合、投資資金が債券のような安全性の高い資産にこぞって流れ込んでいる。現金の一部を短期債券や安全性重視のヘッジファンドで運用している場合、安全への逃避を背景にした債券価格の上昇によって利益が得られることが多い。そのため一般論として、現金、バランス型運用、債券を組み合わせ合わせた投資のリターンは、市況が悪化している時には他の運用方法を上回るといえる。過去の事例で唯一の例外は、1994

図 2: 現金の一部を他の資産で運用した場合

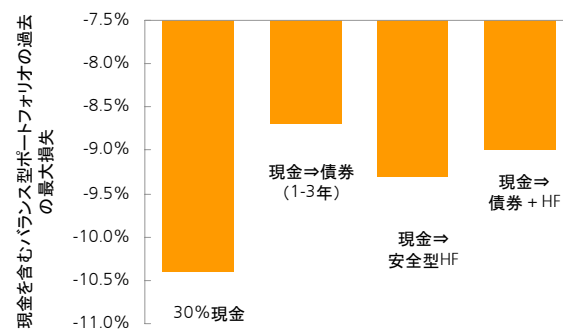
代替資産はリスクが高くなるが、より高い期待リターンがそれを補う



出所: UBS WMR, QIS 2007 年 3 月 28 日時点
注: これは一定の想定に基づいた試算であり、将来の運用成果等を示唆するものではありません。
HF はいずれも安全性重視のヘッジファンドを前提としています。

図 3: USD ポートフォリオの最大損失

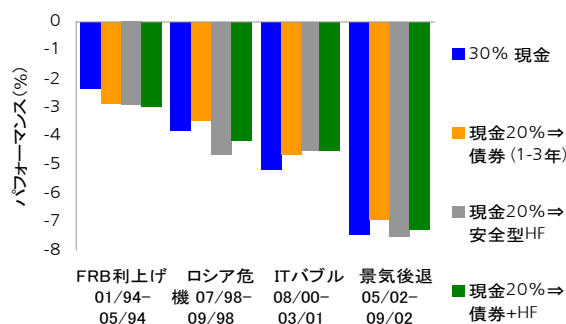
過去のデータ(1994-2006年)に基づき、バランス型ポートフォリオ 70%と現金 30%で運用した場合



出所: UBS WMR 2007 年 3 月 28 日時点
注: これは過去のデータに基づいた試算であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。
HF はいずれも安全性重視のヘッジファンドを前提としています。

図 4: USD ポートフォリオのストレス・テスト

過去に市場に悪影響を与えた事象が起こった時の、バランス型ポートフォリオ 70%+現金 30%のパフォーマンス



出所: UBS WMR, QIS 2007 年 3 月 28 日時点
注: これは過去のデータに基づいた試算であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。
HF はいずれも安全性重視のヘッジファンドを前提としています。

年に FRB が予想外の利上げを複数回にわたって行った時で、利上げをきっかけに株式・債券の同時安という状況に陥った。

ポートフォリオが被った損失を取り戻すのに必要な時間を算定してみると、同様のことがいえる。過去のデータを用いた試算では、現金(30%)とバランス型運用の組み合わせでは損失を取り戻すのに最長3年かかるのに対し、現金の一部を他の資産で代替した運用ではおおむね2.5年である。結果的に、下値リスクを増大させることなく、長期的には利益が得られる。

手数料を考慮した運用成績は？

これまで想定してきた運用のケースでは、手数料を考慮していない。しかし、言うまでもなく、債券投資や、特にヘッジファンド投資には、現金や短期金融市場商品よりもコストがかかる。現金の代わりに短期債券やヘッジファンドで運用した場合、どのくらい手数料がかかればそのメリットが失われてしまうのか、大まかな推定を試みた。図3や図4のような想定では、現金の代わりに短期債券やヘッジファンドで運用した米ドル投資の場合、損失は0.5%から2%小さくなる。このメリットは、総資産の20%を現金以外の資産で運用したことによって得られたものである。すなわち、現金に代わる資産での運用にかかる手数料が、現金で保有する場合より2.5%から10%高くなると、メリットが失われてしまうことになる。債券投資やヘッジファンド投資の手数料は一般的にこれよりも低いことから、手数料を差し引いても現金から他の資産に乗り換えた運用には、成績面で利点があると考えられる。

ユーロ、スイスフラン投資でも同様の結果

上述の米ドル投資のケースで示された結果は、定性的な意味でユーロやスイスフランの場合にも当てはまる。現金の一部を短期債券で運用することにより、市況が厳しい局面でも損失をかなり抑えることができる(図5参照)。またこのような損失は比較的早期に取り戻せることから、全体的な運用成績は高めになる傾向がある。しかし、図5を見ると、過去のデータを用いた試算では、ユーロやスイスフランでの運用の損失は、米ドル建ての運用よりも大きい。

これは、株式市場の低迷とドル安が重なる時によく見られる現象である(少なくともスイスフランについては、株式市場が調整局面にあり投資家のリスク回避志向が強まった場合に上昇する、より安全な通貨といえるかもしれない)。そのため、ユーロやスイスフランでの運用の損失は、米ドル建ての運用より大きくなる傾向が表れている。

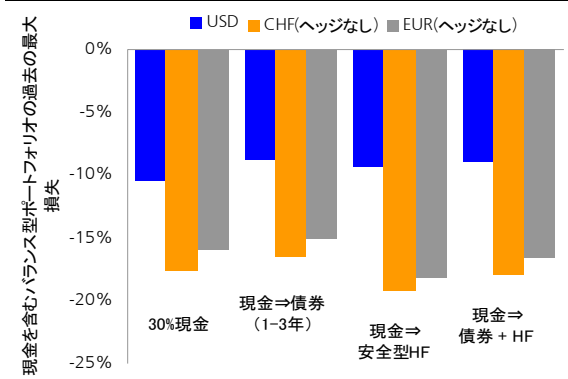
現金に代わる資産での運用は常に為替ヘッジが必要

図5からもう1つ分かることは、現金の代わりに安全性重視のヘッジファンドに投資しても、市場の下落に対する保全効果は高まらないことである。現金の代わりに安全性重視のヘッジファンドに投資した場合の損失は、現金から他の資産への代替を行わない場合とほぼ同水準である。ここで問題なのは、ヘッジファンドは通常米ドル建ての投資であり、安全型のヘッジファンドでも、為替動向が逆風となって運用成績がかなり悪化することである。

そのため、現金に代わる資産で運用する場合は、自国通貨建てにするか、あるいは為替の変動による損失を避けるために為替ヘッジを行うのが適切と思われる。図6では、為替ヘッジの有無で区別してヘッジファンド投資の最大損失を比較しているが、下値リスクを抑えるために為替ヘッジを行う利点が見てとれる。為替ヘッジを行ったヘッジファンド投資は、ヘッジなしの投資に比べて3%から5%最大損失が小さくすんでおり、ここでも無用の損失を回避できる可能性がある。

図5: 為替ヘッジをかけない場合の最大損失

過去のデータ(1994-2006年)に基づき、バランス型ポートフォリオ70%と現金30%で運用した場合



出所: UBS WMR

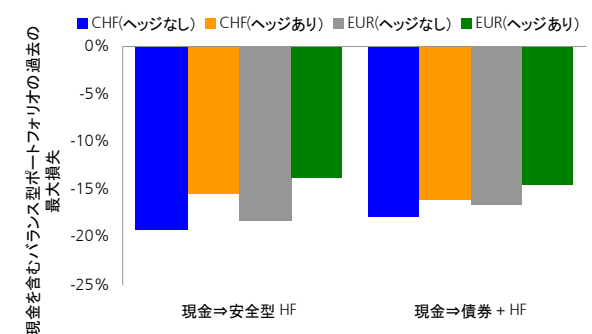
2007年3月28日時点

注: これは過去のデータに基づいた試算であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

HF はいずれも安全性重視のヘッジファンドを前提としています。

図6: 為替ヘッジをかけた場合の最大損失

安定性重視のヘッジファンドの為替リスクがヘッジされている場合



出所: UBS WMR, QIS

2007年3月28日時点

注: これは過去のデータに基づいた試算であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

HF はいずれも安全性重視のヘッジファンドを前提としています。

しかし総じて、現金の代わりにヘッジファンドに投資して得られる利益の上積みは、自国通貨建ての短期債券投資に比べるとやや見劣りするようである。シミュレーションによると、ヘッジファンドへの投資によって流動性が低下するが、それは損失が大幅に小さく抑えられることでは埋め合わせられない。そのため、現金の一部を他の安全な資産で運用したい場合は、短期債券、または下値リスクが限定的で流動性の高い金融商品に投資することが適切と思われる。

結び

これまで、保有している現金の一部を、自国通貨建ての短期債券といった安全性の高い他の資産で運用することには一考の価値があることを取り上げてきた。

より包括的なポートフォリオの観点から検証すると、現金に代わる資産は、損失からの保全効果を高める可能性がある。投資対象によっては流動性が現金のように極めて高いものもあり、現金と同様の高い流動性を確保しつつ、より安全性の高いポートフォリオを組むことができる。

しかし、現金の代わりにポートフォリオに組み入れた資産は、いずれも、自国通貨建てにするか、為替リスクをヘッジする必要があることをあらためて強調しておきたい。そうしないと、代替資産で運用したメリットが為替の変動によってすべて失われたり、場合によってはさらに大きな損失を被る可能性がある。

付属資料

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS ウェルス・マネジメント・リサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券会社のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG (以下、「UBS」) および UBS グループ内の他の企業 (またはその従業員) は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

© 2007 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS証券会社 東京支店 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第232号

加入協会: 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

UBS証券会社における国内株式の売買取引には、ウェルス・マネジメント部門のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.05% (税込み) (10,500円未満の場合は10,500円 (税込み))、外国株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.3125% (税込み) (26,250円未満の場合は26,250円 (税込み)) の手数料が必要となります。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

UBS証券会社において非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

また、外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料及び公租公課その他の賦課金が発生します。

外国為替先渡取引における先渡レートは、市場における直物(スポット)レート、市場におけるフォワード・ポイント、当行スプレッドを考慮して決定され、別途手数料をいただくことはありません。外国為替先渡取引は、対象となる 2 通貨間の為替レートや金利差の変動により、損益が変動し、損失が発生するおそれがあります。

通貨オプション取引に関し、プレミアムの受け渡し、権利行使による通貨の受け渡し以外に、お支払いいただく手数料・費用等はありません。通貨オプション取引では、対象となる 2 通貨間の為替レート、金利差、予想変動率(ボラティリティ)の変動により、損益が変動し、損失が発生するおそれがあります。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBS 証券で取り扱っていないものも含まれています。