

- ヘッジファンドはデジタル資産について新たなアルファ源泉として注目しており、すでに少なくないプレイヤーがデジタル資産の取引に取り組んでいます。
- デジタル資産は本源的価値について議論の余地があることに加えてボラティリティの高さから投資自体には慎重であるべきですが、一部のヘッジファンドにおけるデジタル資産の非効率性や裁定機会をターゲットとした取り組みについては前向きに評価したいと考えています。

インベストメント・ソリューション部 プロダクトマネジャー 大谷 遼

■ デジタル資産とは銀行などを介さずインターネット上でやり取り可能な資産であり、代表的なものにビットコインなどの暗号資産が挙げられます。ここでは暗号資産を前提にヘッジファンドにおけるデジタル資産への取り組み動向を取り上げます。

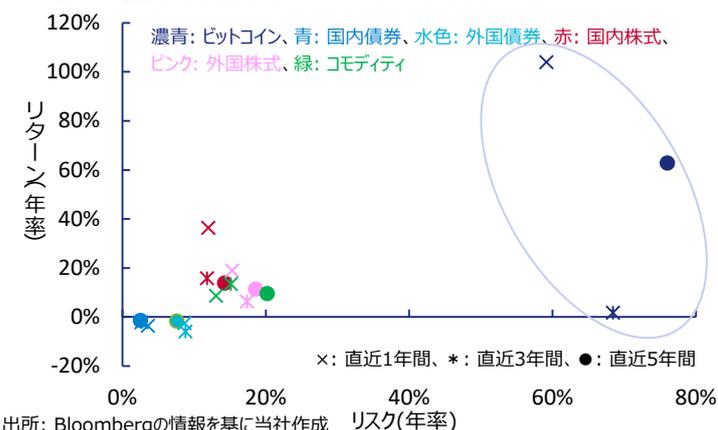
### ■ 投資対象として高い関心が続くデジタル資産

2024年1月に米国でビットコイン現物を投資対象とするETFの上場が承認されました。これにより多くの投資家にとってデジタル資産投資のハードルが低下しました<sup>\*1</sup>。また3月に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がビットコインなどに関する情報やアイデアを公に募集開始するなど、2024年もデジタル資産に対する関心が高まっています。

賛否両論はあるもののデジタル資産の役割期待としてインフレーションのヘッジが挙げられます。デジタル資産は日本円や米ドルなどの法定通貨のように国の信用による価値の裏付けを必要とせず、その信認は国から独立しています。このことは財政赤字の拡大などにより国の信用が揺らぐことになった際に法定通貨はその価値が低減しインフレーションを招く一方で、デジタル資産はそうした影響を受けにくいとされ、「デジタル・ゴールド」と評されることもあります。

一方でビットコインを始めとしたデジタル資産は税制上の問題や金融庁のスタンスの不透明性、取引所などに対するカウンターパーティーリスクの存在など課題が多く残る資産でもあります。また他の資産対比でも極めて高いそのボラティリティから純粋な投資対象としては難しい資産です【図表1】。

【図表1: 主要資産のリスク・リターン比較<sup>\*2</sup>】

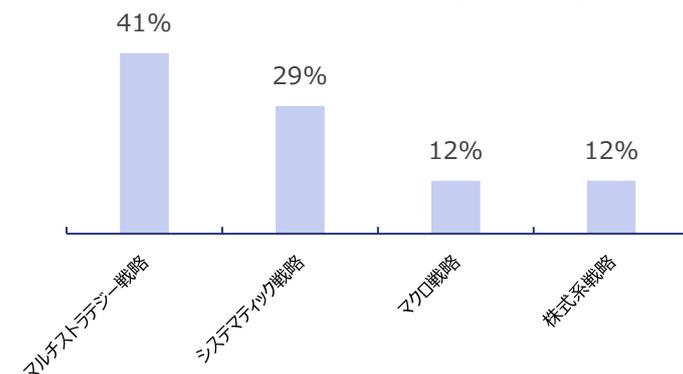


### ■ ヘッジファンドにおけるデジタル資産への取り組み

ヘッジファンドにとってデジタル資産は従前から非常に関心の高い領域でした。デジタル資産はその歴史が浅いこともあり参入しているプレイヤーが限られていることに加えて、株式や債券のようにバリュエーションを評価することが難しく、需給要因による影響を受けやすいという特性を有しています。つまりヘッジファンドにとっては、リテール投資家の上昇相場に乗り遅れまいとする恐怖感による買い上げや関連資産間の価格乖離など需給バランスの変化に伴う非効率性や裁定機会を提供する蓋然性の高い資産クラスともいえます。

pwcが公表したレポートによるとデジタル資産を主要投資対象とするヘッジファンドは2022年末時点ですでに150億米ドル規模とされています。一方で伝統的ヘッジファンドにおいても30%程度が部分的ながらデジタル資産に投資を行っています。戦略別ではマルチストラテジー戦略やシステムティック戦略などのほかに株式系戦略でも一部のファンドが取り組んでいます【図表2】。

【図表2: デジタル資産への投資状況(2023年)】



\*1: 日本ではデジタル資産が投資信託法上の「特定資産」として認められていないため、デジタル資産現物へ投資を行うETF、投資信託の組成・販売はできません。

\*2: 国内債券は野村BPI総合指数、外国債券はBloomberg Global Aggregate Bond Index(米ドル建て)、国内株式はTOPIX(配当込み)、外国株式はMSCI KOKUSAI指数(配当込み、米ドル建て)、コモディティはCRB指数を使用しています。NOMURA-BPIの知的財産権その他一切の権利は野村證券株式会社に帰属します。なお野村證券株式会社は同指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、ファンドの運用成果等に関して一切責任を負いません。東証株価指数(TOPIX、配当込)は株式会社東京証券取引所(株東京証券取引所)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は(株東京証券取引所)が有しています。MSCI Indexに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

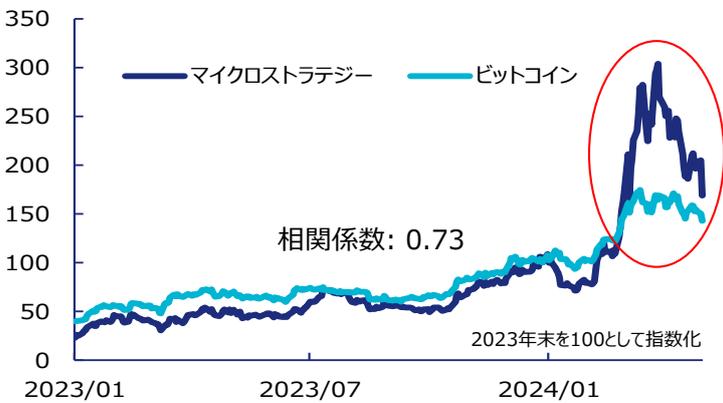
## ■ヘッジファンドにおける投資事例

では、ヘッジファンドではどのような投資事例があるのでしょうか。直近の代表的な事例で株式ロングショート戦略におけるビットコインのロング、マイクロストラテジー株式のショートによるスプレッド取引が挙げられます。

米ナスダック市場に上場するマイクロストラテジーはもともと企業向けソフトウェアメーカーながら、増資や起債によって調達した資金を元手にビットコインを買い増し続けたことで世界最大級のビットコイン保有企業<sup>\*3</sup>となり「ビットコイン ヘッジファンド」と形容されています。ただしあくまで形容されているだけであり、実態はビットコインのレバレッジド企業(資金調達をてこに積極買い入れする)に過ぎないとみなされています。

同社の株価の特徴としてその保有規模を背景としたビットコイン相場との連動性が挙げられます。足元では同社の株価がビットコインを大きく上回って上昇したこともあり、一時保有ビットコインに対してプレミアムが発生しました【図表3】。一部のヘッジファンドはこのプレミアムの水準に注目し、ビットコインをロング、マイクロストラテジーをショートすることでプレミアム収れんによる収益獲得を図っています。この取引アイデアではビットコインをロングしていますが、マイクロストラテジー株式をショートすることによってビットコイン相場の変動による影響がヘッジされています。

【図表3: マイクロストラテジー株価とビットコインの推移】



注: 相関係数は期間中の日次リターンを基に算出しています。  
出所: Bloombergの情報を基に当社作成

\*3: 同社発表によると2024年4月26日時点で214,400BTC(日本円換算2兆円相当)のビットコインを保有しています。

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

### 【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り目且正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複製・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティー等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com

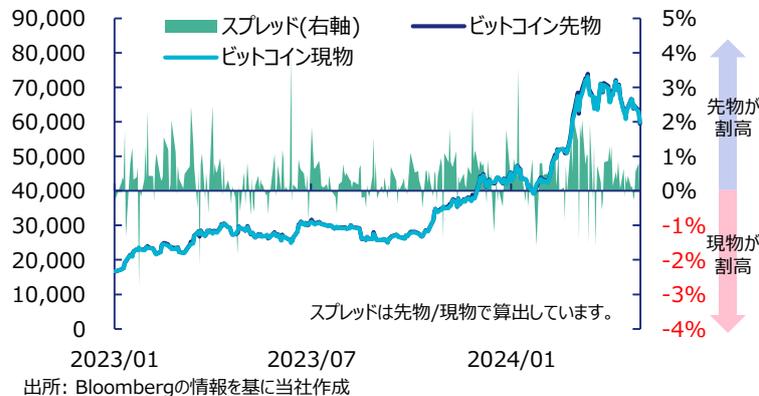
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階

電話番号 03-5221-1340(代表)

伝統的ヘッジファンドの多くは先ほどの投資事例のようにボラティリティの大きいデジタル資産相場の影響を軽減しながら取引機会を探っているようです。その他の代表的な取引としてはベース取引が挙げられます。

ビットコインには先物市場があり、現物市場とは異なる投資参加者によって価格が決定されています。先物が現物より割高に取引されていれば先物をショート、現物をロングすることによって相場の影響を大きく受けることなく現物先物間の価格差の収れんを収益化することができます【図表4】。このような取引をベース取引と呼びます。ビットコインは先物市場だけではなく、ETFやそれらを原資産としたデリバティブ商品などすでに多岐にわたる関連商品が取引されており、投資機会が豊富にあると言えます。

【図表4: ビットコイン先物と現物の推移】



出所: Bloombergの情報を基に当社作成

## ■おわりに

デジタル資産については本源的価値の評価が難しいという課題や高いボラティリティ、規制上のリスクなどを考慮すれば、それ自体への投資については慎重に取り組む必要があります。一方でエクスポージャーを限定しながらその非効率性や裁定機会を捉える取り組みについては、安定的な収益獲得に向けたアルファ源泉の多様化の手段の一つであると前向きに捉えています。デジタル資産自体に対してはフラットな姿勢を維持しながらも、資産クラスとしての動向や個別ヘッジファンドの取り組み状況等をつぶさにモニタリングしていきます。