

ロング・ショート戦略[†]

目 次

- ・ロング・ショート戦略とは
- ・ポジションの基本概念
- ・ロング・ショート戦略の効率性について
- ・おわりに

(株)エムティービー インベストメント テクノロジー研究所 橋口 浩隆

近年、相場環境に左右されにくい、いわゆる「絶対リターン指向」のヘッジファンド型運用が拡大している。このうち代表的な運用戦略である「ロング・ショート戦略」は、年金基金などの機関投資家のみならず、投資信託を通じて個人投資家にも浸透しつつある。本稿ではこの「ロング・ショート戦略」について、基本的な仕組みや考え方を解説する。

1. ロング・ショート戦略とは

(1) 基本的な仕組み

「ロング・ショート戦略」とは、株式の「空売り」と「買い」を組み合わせ、株式が本源的に有するリスク(市場リスク)を抑えつつ、売りポジションと買いポジションとの値動きの差を収益源とする投資手法である。市場の騰落に左右されにくい絶対リターンの獲得を目指す戦略であり、1949年に米国で始まったのが起源とされている。

まずは、具体例をみてみよう。ここに株式Aと株式Bという、二つの銘柄があるとする。投資家は、株式Aの株価は割高で、今後の市場に対する相対的なパフォーマンス(アクティブ・リターン)はマイナスであろうと予測している。一方、株式Bは割安な水準にあり、アクティブ・リターンはプラスになると予測している。ここで株式Aを空売りし、株式B

[†] 本稿は『の追求 資産運用の新戦略』(森平爽一郎/三菱信託銀行年金運用研究会編、金融財政事情研究会刊、2003年10月)の第3章「ロング・ショート戦略」を要約し、一部加筆修正を加えて掲載するものである。より詳細な議論については、同書を参照されたい。

を同額だけ購入してポジションを構築する。そして、投資家の予測どおり、株式A、Bのアクティブ・リターンはそれぞれ - 4.0%、 +3.0%になったとする。

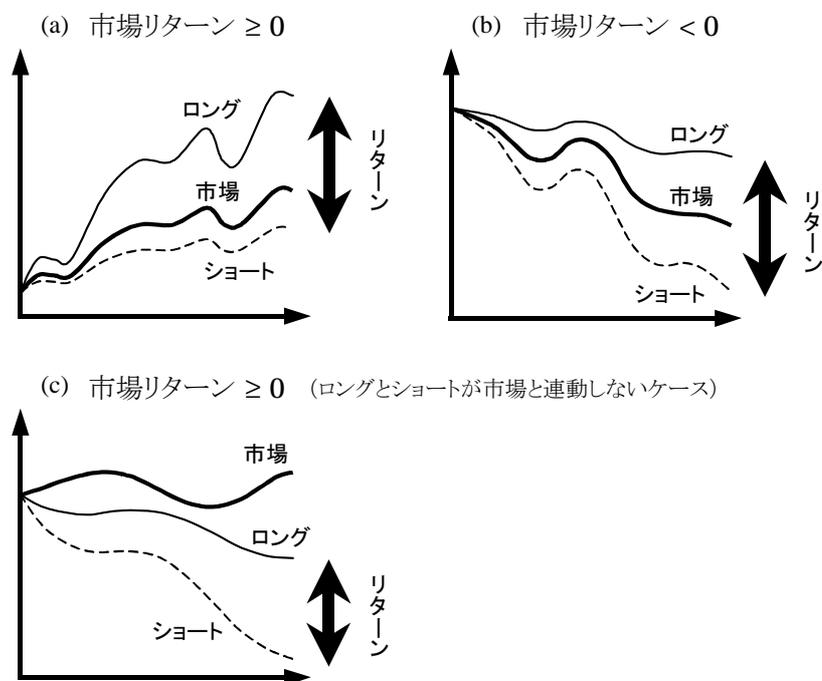
このとき得られるリターンは、市場のリターンを R_M (%) とすると、

$$\begin{aligned} \text{ロング・ショートのリターン} &= (\text{株式Bのリターン}) - (\text{株式Aのリターン}) \\ &= (R_M + 3.0) - (R_M - 4.0) \\ &= 7.0 (\%) \end{aligned}$$

となる。ここで、市場リターン R_M が相殺されていることに注目してほしい。すなわち、株式A、Bのアクティブ・リターンの見通しさえ正しければ、 R_M にかかわらずプラスのリターンが実現する。

このロング・ショート戦略によるリターンのイメージを表したのが図表1である。(a)、(b)は先の例と同様、ロング・ポートフォリオが市場をアウトパフォーマンスし、ショート・ポートフォリオがアンダーパフォーマンスした場合のイメージである。それぞれのポートフォリオは、市場とある程度連動しながらも、ロング・ショートのパフォーマンスにより絶対リターンが獲得される。

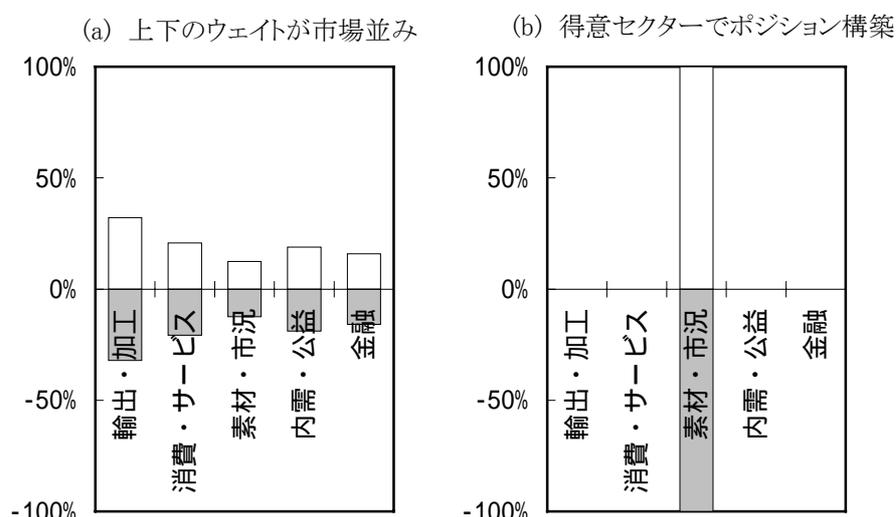
図表1：ロング・ショート戦略のリターンのイメージ



一方、(c)のようにロングとショートが市場と連動しないケースも考えられる。実は、ロング・ショート戦略においてはロング、ショートそれぞれのポートフォリオは市場を意識して作られる必要はない。あくまでロングとショートのスプレッドがとれればよく、スプレッドを得やすいと思われるポジションを組むことが重要である。

例として、素材・市況関連銘柄の割安・割高分析は得意であるが、それ以外の銘柄については平均以下の調査力しかもたない投資家を考える。この投資家がロング・ショート戦略で運用する場合、市場(たとえば、TOPIX)を意識してロング、ショートそれぞれのポートフォリオを組むのは、調査力がそれほど優れていない銘柄についてもポジションを持つことになり、非効率である。この投資家の場合、素材・市況関連銘柄のみでロング・ショートを組むほうが、一般にはより効率的であるといえよう(図表2)。

図表2：ロング・ショートのポジション例



以上を簡単にまとめると、ロング・ショート戦略とは空売りを駆使した絶対リターン指向の戦略であり、運用の自由度が高いのが特徴、ということになる。なお、自由度の高さに由来する運用の効率性については「 . ロング・ショート戦略の効率性について」においても解説する。

(2) ロング・ショート戦略のバリエーション

先述したとおり、「ロング・ショート戦略」とは「空売り」と「買い」を組み合わせた株式運用戦略の総称^{注1}であるが、そのバリエーションはさまざまである。ここでは代表的な二つの戦略を紹介する。

注1 「ロング・ショート」の定義は必ずしも明確ではなく、狭義には次に紹介する「株式ヘッジ」の意味で利用される場合もあるが、本稿では「空売り」を組み入れた株式運用戦略の総称として広義に取り扱う。

a 株式ヘッジ(Equity Hedge)

核となる株式のロング・ポジションに株式(または、株価指数先物)のショート・ポジションを組み合わせた運用戦略である。ネット・ポジション(ロング・ポジションとショート・ポジションの差)はマネジャーの相場観や運用スタイルによって変化する。すなわち、マネジャーが相場上昇を予想すればネット・ポジションはプラス方向に、相場下落を見込めばマイナス方向にコントロールされる。したがって、この運用戦略は割安・割高の価格収斂という市場の非効率性による収益(非市場リターン)に加え、市場の方向性による収益(市場リターン)をもねらうことのできる戦略である。

この戦略は運用の柔軟性が高いのが特徴であるが、たとえば、ファンドのパフォーマンスがマイナスとなった場合、それが市場見通しの誤りによるのか、あるいは銘柄選択に失敗したのかがわかりづらいという欠点がある。また、株価指数先物を売り建てるタイプの場合、大まかに市場リスクをヘッジするにとどまるか、あるいは先に述べたような運用の「効率性」を犠牲にして市場リスクを排除しなければならないため、先物による空売りの使い勝手がよいという点以外にはあまりメリットはない。

b 株式マーケット・ニュートラル(Equity Market Neutral)

株式のロング・ポジションとショート・ポジションをほぼ同額保有する(すなわち、ネット・ポジション 0とする)ことで、市場の変動に左右されない非市場リターンの獲得を目指す戦略である。より厳密に「市場中立」を期するため、ネット・ポジションのほかに、ベータ(市場に対する反応度)やサイズ(時価総額の大きさ)など、ポートフォリオの変動に影響をおよぼすファクター値を計量モデルを用いるなどして中立化することもある。株式ヘッジに比較して運用の柔軟性は低いものの、パフォーマンスの要因が原則としてすべて非市場リターン、すなわち銘柄選択に起因するためによりわかりやすいというメリットがある。

この戦略の場合、銘柄選択の効果を最大限発揮するためにも、ショート・ポジションには個別株式を用いるのが基本である。なかには株価指数先物を売り建てて「マーケット・ニュートラル」とするファンドもあるが、aで述べたのと同様の理由で、先物の使い勝手のよさ以外のメリットは少ない。

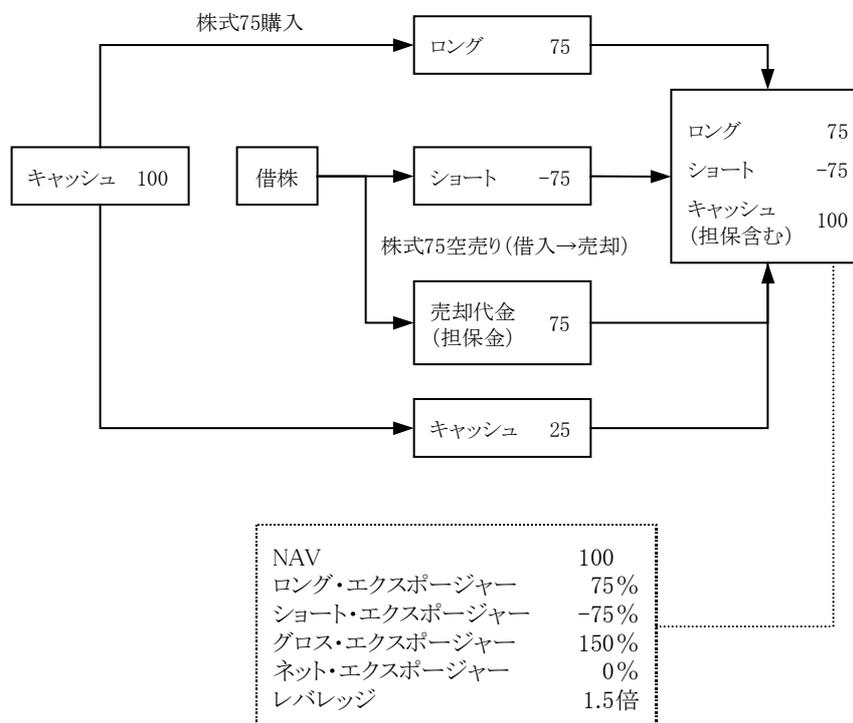
．ポジションの基本概念

ロング・ショート戦略は空売りを利用することから、ポジションの基本的な概念について、ロング・オンリー戦略(ロング・ポジションのみから成る伝統的な運用形態)とはかなり異なる部分がある。本節ではこうした基本的概念について具体例を通して解説する。

(1) ポジションの基本概念

ポジションの基本概念を理解するために、まずは簡単な例を考える。図表3にあるように、最初(ファンド組成前)にキャッシュを100保有しているとする。ロング・ショート・ファンドを組成するため、株式を75購入し、同時に75空売りする。空売りに要する担保金(借株の売却代金)を「キャッシュ」に含めて考えると、ファンド組成後のポジションは図表3のとおり[ロング75、ショート-75、キャッシュ100]となる。なお、ここでは簡単のため取引コスト等は考慮していない。

図表3：ロング・ショートのポジション計算例



このファンド組成後の状態をもとに、ロング・ショート戦略のポジションを表す各指標について計算例を交えながら説明する。なお、以下では、

ロング・ポートフォリオの時価総額	ロング
ショート・ポートフォリオの時価総額(マイナス値)	ショート
キャッシュ総額(空売りの担保金を含んだもの)	キャッシュ

と略記する。

NAV(Net Asset Value)(= ロング + ショート + キャッシュ)

ファンドの純資産総額。ロング = |ショート|、すなわちネット・ポジション = 0 の時は、ファンドのキャッシュ総額に等しい^{注2}。

(計算例) NAV = 75 + (- 75) + 100 = 100

ロング・エクスポージャー(= ロング / NAV)

NAV に占めるロング・ポートフォリオの時価総額の割合。

(計算例) ロング・エクスポージャー = 75 / 100 = 0.75 = 75(%)

ショート・エクスポージャー(= ショート / NAV)

NAV に占めるショート・ポートフォリオの時価総額の割合。

(計算例) ショート・エクスポージャー = - 75 / 100 = - 0.75 = - 75(%)

グロス・エクスポージャー

(= ロング・エクスポージャー + | ショート・エクスポージャー |)

株式ポートフォリオが有するリスクは大まかにいって2種類存在する。一つは、市場に連動するリスク(市場リスク)、もう一つは、市場に連動しない、個々の銘柄が固有にもつリスク(非市場リスク)である。グロス・エクスポージャーは、ロング・ショート戦略がとっている非市場リスクのポジションとしての大きさを表す指標である。ただし、実際のリスクはポートフォリオの中身に依存するので、単純にグロス・エクスポージャーが大きいからといってリスクが大きいとは限らない。リスクの大きさはマルチファクター・モデルなどの計量モデルにより計測すべきであり、グロス・エクスポージャーはあくまでポジションを把握する一指標として利用すべきものである。

(計算例) グロス・エクスポージャー = 75 + | - 75 | = 150(%)

ネット・エクスポージャー

(= ロング・エクスポージャー + ショート・エクスポージャー)

ロング・ショート戦略がとっている市場リスクのポジションとしての大きさ、および方向性を表す一指標。グロス・エクスポージャーと同様、実際のリスクはベータなどポートフォリオの中身に依存するので、あくまで大まかにポジションをつかむための一指標と考えるべきである。

(計算例) ネット・エクスポージャー = 75 + (- 75) = 0(%)

注2 |X| は絶対値記号をあらわす。X ≥ 0 のとき |X| = X, X < 0 のとき |X| = -X である。

レバレッジ

$$(\text{=グロス・エクスポージャー} / 100 = (\text{ロング} + |\text{ショート}|) / \text{NAV})$$

ファンドの純資産総額に対して非市場リスクのポジションをどの程度とっているのか(どの程度膨らませているのか)を表す指標。単位を変換しているだけなので、グロス・エクスポージャー(%)をそのままレバレッジと呼ぶ場合もある。

(計算例) レバレッジ = $150 / 100 = 1.5$ (倍)

なお、レバレッジにはこの他にもさまざまな定義がある。

(例) ・リスク資産に加え、キャッシュ(借入金含む)を分子に含めるもの

・ロング 100%、ショート - 100%のポジションをレバレッジ 1.0 倍とするもの

したがって、「レバレッジ」といった場合、それが具体的に何を指しているかについて注意を払う必要がある。

(2) 実際のポジション例

次に、実際のロング・ショート・ファンドのポジションについてみていくことにする(図表4)。これらはヘッジファンド・リサーチ社(HFR)が集計・管理しているヘッジファンドのデータベースより取得したものである。

まずファンドAであるが、このファンドは株式マーケット・ニュートラルに分類されているものの、1997年9月以降のネット・エクスポージャーはほぼ安定して20%前後であり、ややロング・バイアスがかかっている。こうしたファンドに対しては、どういった観点からマーケット・ニュートラルを規定しているかについて確認し、ファンドのベータやその他のリスク・ファクターをチェックする必要がある。

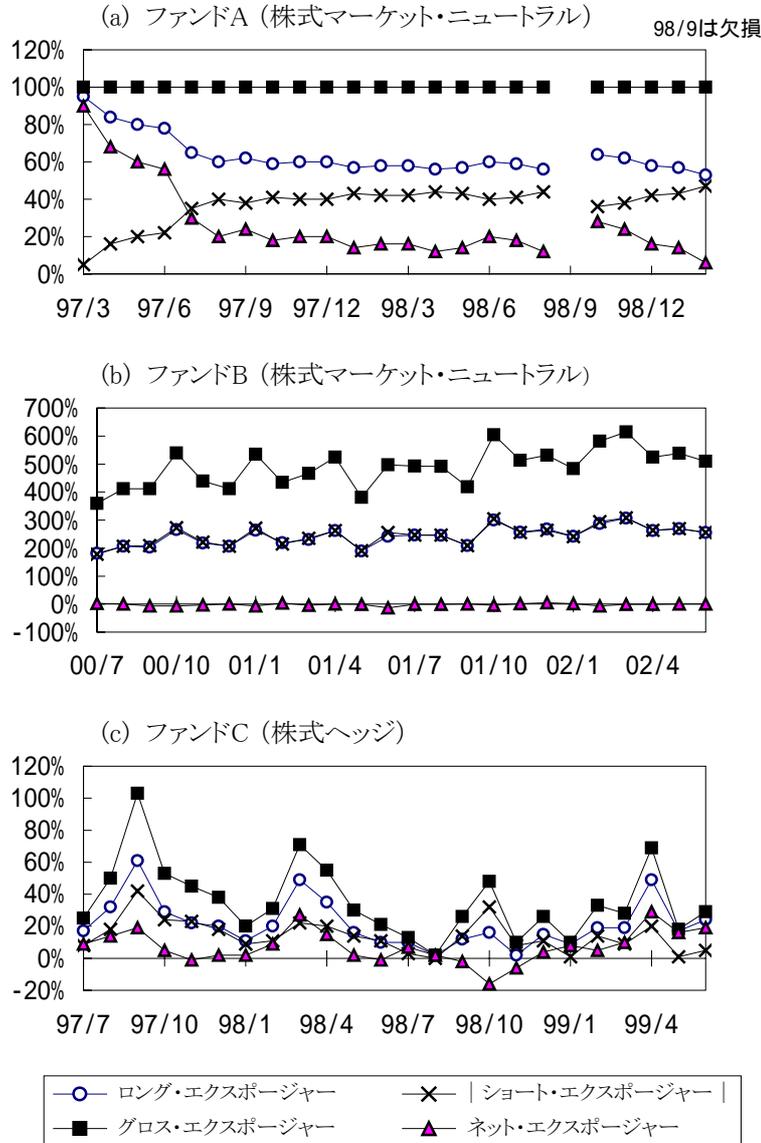
次に、ファンドBであるが、ファンドAとは異なり、ネット・エクスポージャーが0になるよう厳格に管理している様子が見える。また、グロス・エクスポージャーはおおよそ400~600%のレンジにあり、かなりリスクを高めていることがわかる。

最後に、ファンドCであるが、このファンドは株式ヘッジに分類されているとおりポジションが期を追うごとに刻々と変化しており、先の二つのファンドとはかなり性格が異なることがわかる。ただし、レバレッジは非常に低いので、ポジション変動の激しさのわりにリスクは低いものと推定される。

以上は任意に抽出した三つのファンドのポジション・データであるが、この基礎的なデータをみても明らかとなっており、一口にロング・ショート戦略といってもその中身はファンドによってさまざまである。これはロング・オンリー戦略にもいえることであるが、ロング・ショート戦略はポジション構築の自由度が高いため、特にファンド間の差が大きいものとなる。したがって、ロング・ショートへの投資を行う場合はこうした基礎数値を十分

に認識し、ファンドの標榜する戦略と実際のポジションとの間に齟齬がないかを確認することが重要である。

図表4：ヘッジファンドのポジション推移



(出所) HFR社データより三菱信託銀行作成

．ロング・ショート戦略の効率性について

ロング・ショート戦略は空売りを利用して比較的自由にポジションを組むことができるので、より効率的な運用が期待できる。以下、この点について解説する。

まず、簡単な例として、C、D、E、Fの4銘柄よりなるベンチマーク、およびこれらの銘柄を投資対象とする投資戦略を考える(図表5)。各銘柄のベンチマーク・ウェイトはいずれも25%である。このとき、各銘柄の株価について、Cは割安、DおよびEは適正、

Fは割高と判断する投資家を想定する。この投資家は自身の判断に従い、たとえば、 のようなロング・オンリー戦略のアクティブ運用ポートフォリオを組むであろう。この のポートフォリオは、 のパッシブ運用と のロング・ショート戦略という二つのポートフォリオの組み合わせで表すことができる。

図表5：各ポートフォリオの銘柄構成比率

投資手法	株式C (割安)	株式D (適正)	株式E (適正)	株式F (割高)	合計
ロング・オンリー戦略(パッシブ運用)	25%	25%	25%	25%	100%
ロング・オンリー戦略(アクティブ運用)	50%	25%	25%	0%	100%
ロング・ショート戦略	25%	0%	0%	-25%	0%
ロング・ショート戦略	100%	0%	0%	-100%	0%

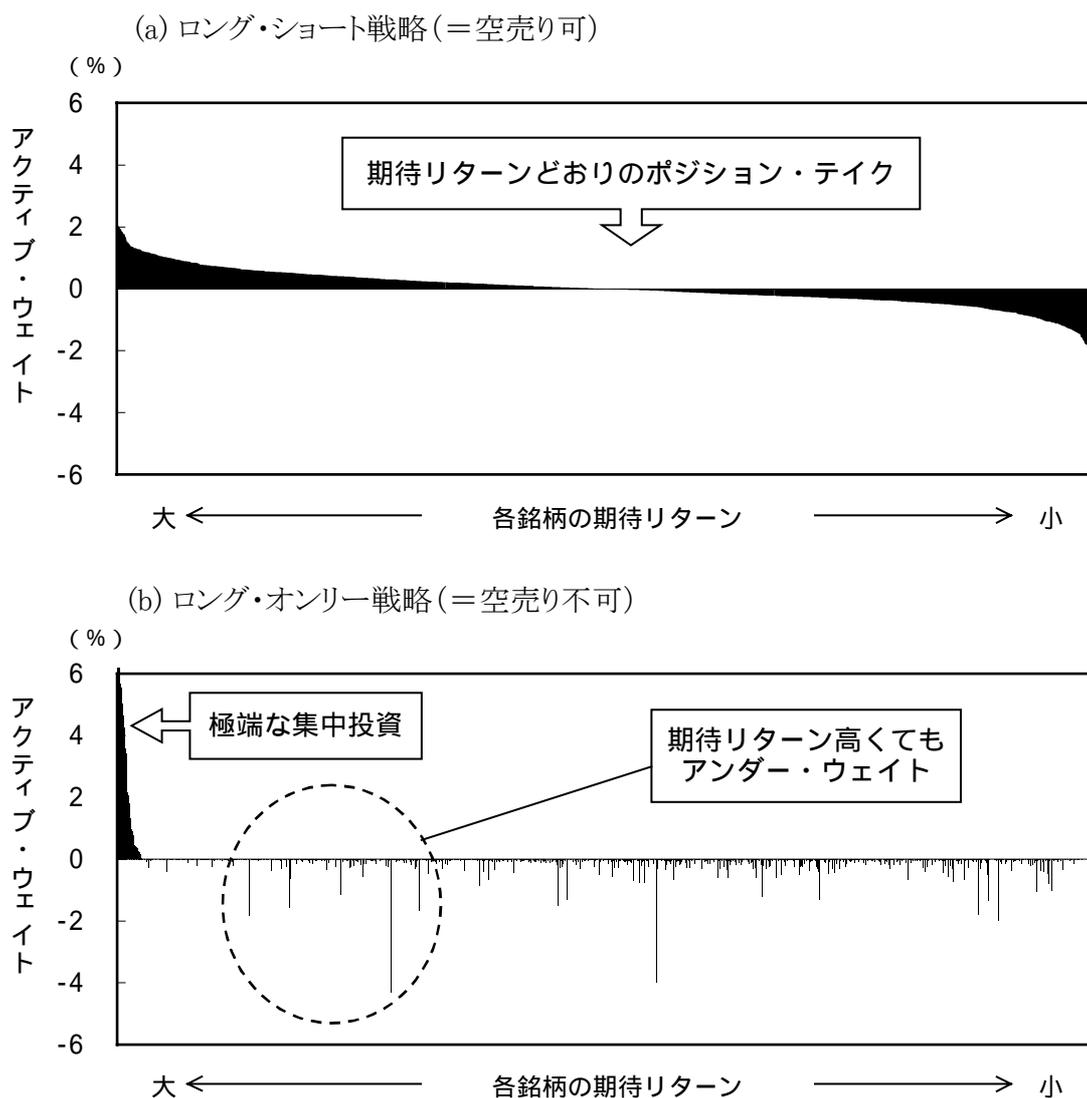
ところで、この投資家は各銘柄の株価判断に絶対的な自信をもっており、よりリスクをとってリターンを高めたいと考えたとする。すなわち、ベンチマークに対するアクティブ・ウェイトについて、株式Cをよりオーバー・ウェイトに、株式Fをよりアンダー・ウェイトにしたい。このとき、ロング・オンリー戦略では空売りが利用できないため、株式Fのアクティブ・ウェイトは-25%を下回ることができない。一方、ロング・ショート戦略では空売りを利用するため、こうしたウェイトの上下制限約が当てはまらない。このため、たとえば、 のようによりアクティブなポートフォリオの構築が可能となる。すなわち、ポートフォリオに対し、投資家の見通しをより適切に反映することができるのである。

次に、より現実的なデータを用いて分析した結果を紹介する(図表6)。これは、TOPIXを投資ユニバースとするロング・ショート戦略(ベンチマークはキャッシュ)、およびTOPIXを投資ユニバースかつベンチマークとするロング・オンリー戦略について、ある制約条件下における最適ポートフォリオを求め、そのアクティブ・ウェイトを各銘柄(約1500銘柄)の期待リターンの高い順に並べたものである。

図表6において、(a)のロング・ショート戦略では、期待リターンの大きさに応じたアクティブ・ウェイトとなっており、投資家の予測を忠実に反映したポートフォリオといえる。一方、(b)のロング・オンリー戦略では、「空売り不可」という制約によりベンチマーク・ウェイトが小さい銘柄を十分にショートすることができず、このため一部の銘柄を集中的に保有したり、期待リターンが比較的高い銘柄をショートするなど、投資家の予測が十分に反映されていないことがわかる。結果、いずれもリスク6%の「最適ポートフォリオ」ながら、期待リターンには数%という大きな差がついてしまった^{注3}。

注3 ただし、本分析では借株コスト等は考慮していない。

図表6：最適ポートフォリオにおける個別銘柄のアクティブ・ウェイト



(注) 1. 各銘柄の期待リターンの大きい順に並べている。
2. 各ポートフォリオのリスクはいずれも6%。

以上にみたように、ロング・ショート戦略は、空売りを利用することで投資家の見通しに基づいたより効率的なポートフォリオを組むことができる。しかし、実際には空売りに必要なコストやポジション構築における制約(レバレッジの制約)などを考慮する必要があり、条件によっては必ずしも効率的とはいえないケースもあるため、注意が必要である。

．おわりに

本稿では、近年注目を集めているロング・ショート戦略の基本的な仕組みや考え方について解説を行った。

投資信託においては、マーケット・ニュートラル型を中心として、既に数多くのファン

ドが設定されているが、各ファンドのとりポジションや運用戦略はさまざまであり、この多様性が誤解を生む場合も少なくないようである。

例として、株式市場に対するエクスポージャーをかなりの期間にわたり有していたと思われる「市場中立型」ファンドや、「株式ヘッジ型」であるにもかかわらず「市場中立型」としてひとくくりに扱われているファンドなど、ロング・ショート戦略に対するわかりにくさ(あるいは、情報開示の少なさ)が原因と思われる誤解は多い。

これまでの運用はロング・オンリーが中心であったが、マネジャーの投資アイデアをより忠実に反映することができ、また、多様な投資家のニーズに応えることができる運用手法として、ロング・ショート戦略は、今後も発展を続けるものと期待される。本稿が、ロング・ショート戦略理解の一助となれば幸いである。

(2/16 記)

出典

- ・森平爽一郎 / 三菱信託銀行年金運用研究会編[2003] 『 の追求 資産運用の新戦略』
金融財政事情研究会 .