

本稿ではヘッジファンド戦略解説の第2回として株式ロングショート戦略を取り上げます。当戦略に区分されるファンドは株式のロング（買い持ち）とショート（空売り）を組み合わせる仕組みや相場の方向性によらない安定した収益の獲得を目的としている点で共通していますが、投資プロセスや投資対象等は多岐にわたります。以下では当戦略の仕組みやその多様性についてご説明します。

ヘッジファンド投資部 シニアバーストメントオフィサー 林 幸平

### ■ 株式ロングショート（LS）戦略とは

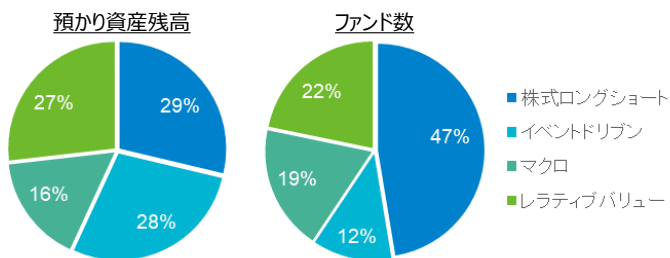
株式LS戦略は株式のロング（買い持ち）とショート（空売り）を組み合わせることで相場の方向性によらず安定した収益獲得を目指す戦略です。ヘッジファンドにおける代表的な運用手法であり、【図表1】に示すように当戦略の預かり資産残高はヘッジファンド全体の1/4強、ファンド数は約半数を占めます。

当戦略では基本的には値上がり、値下がり期待のある銘柄をそれぞれロング、ショートすることでポジションを構築しますが、この際に重要となるのが株価変動の要因分解です。理論上、個別銘柄の株価変動は市場連動要因（β、ベータ）と銘柄固有要因（α、アルファ）に分解可能と考えられます<sup>\*1</sup>。

$$\text{株価変動} = \begin{matrix} \text{市場連動要因} \\ \text{による変動} (\beta) \end{matrix} + \begin{matrix} \text{銘柄固有要因} \\ \text{による変動} (\alpha) \end{matrix}$$

右辺第1項は株式市場全体の動きに連動する部分であり、その予想には比較的大きな不確実性が伴います。一方第2項の銘柄固有要因の変動はファンダメンタルズ分析等を通じて一定程度予想可能と考えられます<sup>\*2</sup>。そこで株式LS戦略ではロングとショートを複数組み合わせることでベータの影響を調整しつつプラスのアルファを積み上げることで安定収益獲得を目指すのが一般的です。特にベータをほぼゼロに調整する戦略は株式マーケットニュートラル戦略と呼ばれ、市場との相関が非常に低いという特徴があります。逆に株式LS戦略の中には意図的にベータの影響を残す、あるいは銘柄選択の結果としてベータの影響が残ることを許容する戦略もあります。

【図表1】各戦略のヘッジファンドに占める割合<sup>\*3</sup>



\*1: 市場連動要因はさらに業種やバリュー、グロースといったスタイル等の要因に細分化可能です。  
 \*2: アルファ部分が予測可能であるのは株式市場が各種情報の適時反映等の点で非効率であるためと考えられます。  
 \*3: 2023年末時点、出所: HFR Industry Reports © HFR, Inc. 2023, www.HFR.com

### ■ 株式LS戦略の多様性

株式LS戦略においてアルファによる収益獲得はパフォーマンスの安定化だけでなく競合との差別化という意味でも重要な要素となります。実際、株価変動のアルファ部分の予想に基づく銘柄選択では短期的な決算情報に注目するものから中長期的なビジネスサイクルに注目するものまで千差万別です。

また株式LS戦略にはこうした銘柄選択手法の違いに加えて特定の地域や業種、規模を投資対象とする等の違いによって多種多様な戦略が存在します。また運用の巧拙だけでなくスタイルの違いもパフォーマンス特性の差異につながります。

**地域:** 各地域で景気サイクルや主要な投資テーマが異なることから各地域特化の戦略は互いに相関が低くなる傾向があります。特に新興市場では個人投資家の売買占有率が高く機関投資家の分析が行き届きにくいいためアルファ獲得機会は豊富と言えますが、流動性が低く空売り制度が未成熟である等の運用上の制約が大きい場合もあります。

**業種:** アルファ発掘には高度な専門知識が必要とされるため得意とする特定業種に運用対象を限定するマネジャーもいます。競争力ある分野での運用に徹することはベストプラクティスの1つですが、投資ユニバースの狭さはリスクコントロールの面では必ずしも有利とは言えない場合があります。

**規模:** 大型株は利用可能な情報が豊富である反面、競合が多く差別化した見通しを立てることが困難です。一方中小型株は市場の注目度が低いことから情報優位性を築きやすくアルファ獲得機会は豊富と言えますが、流動性が低いため取りうるポジション規模が限定的でボラティリティが高い点には注意が必要です。

**保有銘柄数:** 保有銘柄数が数十程度の集中したポートフォリオ運用では確信度の高い銘柄のみを保有することで高リスクながら高リターンを狙えます。これに対して保有銘柄数が数百以上の分散したポートフォリオ運用ではきめ細やかなリスク調整を通じた高いリスク対比リターンが期待できます。

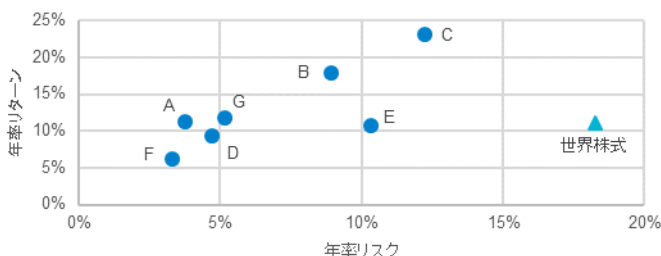
**保有期間:** 短期の投資スパンで利益確定や損切りを高頻度で実施する方が安定したパフォーマンスとなる傾向があります。

すが、長期保有することで大きなビジネスサイクルや株価モメンタムを捕捉し、より高いリターンが期待できる効果もあります。

【図表2】は当社でモニタリングしている株式LS戦略ファンドの一部です。パフォーマンスは総じて良好ですが、それぞれの戦略特性の違いから互いが非常に低相関となっています。パフォーマンス傾向には戦略特性による違いが表れていると言えます。

【図表2】当社モニタリング中の株式LS戦略ファンドの特性\*4

	地域	業種	規模	保有銘柄数	保有期間
ファンドA	グローバル	全業種	中大型	500超	3-6カ月
ファンドB	米国	全業種	大型	500超	<3カ月
ファンドC	米国	全業種	中小型	<100	<3カ月
ファンドD	米国	金融	大型	100-500	3-6カ月
ファンドE	アジア	全業種	大型	<100	6-18カ月
ファンドF	日本	全業種	大型	100-500	3-6カ月
ファンドG	日本	全業種	中小型	500超	<3カ月



相関係数	A	B	C	D	E	F	G	世界株式
ファンドA	1	0.31	0.00	0.09	0.01	0.07	-0.03	0.06
ファンドB	0.31	1	0.23	0.18	0.17	0.29	-0.02	0.07
ファンドC	0.00	0.23	1	-0.05	-0.04	0.45	0.06	0.06
ファンドD	0.09	0.18	-0.05	1	-0.05	-0.13	-0.18	0.14
ファンドE	0.01	0.17	-0.04	-0.05	1	-0.23	0.18	0.59
ファンドF	0.07	0.29	0.45	-0.13	-0.23	1	-0.02	-0.24
ファンドG	-0.03	-0.02	0.06	-0.18	0.18	-0.02	1	0.18

イベント時のパフォーマンス	Brexit 2016年6月	COVID危機 2020年2-3月	米ミーム株騒動 2021年1月
ファンドA	-	+2%	+1%
ファンドB	-5%	-5%	+3%
ファンドC	+1%	+5%	-7%
ファンドD	-	+2%	0%
ファンドE	+1%	-10%	+6%
ファンドF	+1%	+2%	0%
ファンドG	+3%	-3%	-1%

## ■ 株式LS戦略のクラウディング・リスク

株式LS戦略の多様性は多くのヘッジファンドで保有銘柄が重複するクラウディング・リスク（Crowding Risk、混雑リスク）の観点からも重要です。ITバブル崩壊やCOVID危機のような相場急変時における同時多発的なポジション解消や突発的なショートスクイズ等、イベント発生時には保有銘柄の混雑度に起因して大きなドロウダウンにつながる可能性があります。あるファンドによる強制的なポジション解消は同様のポジションを持つ他のファンドのパフォーマンス劣化につながり<sup>\*5</sup>、資産保全目的の損切り等、更なるポジション解消を生むことで加速度的に影響の範囲が広がっていくからです。

銘柄選択や早めのリスク削減等のスキルでこれを回避できる側面もありますが、運用対象エリアによってはそもそもこうしたフローの影響を受けない可能性もあります。【図表2】の最下表は代表的なイベント時における各ファンドのパフォーマンス比較です。各イベントでファンドごとに受けた影響に差異が見られます。たとえばファンドCは米国中小型株を運用対象としていることから2021年1月の米国におけるミーム株<sup>\*6</sup>を中心としたショートスクイズの影響を受けましたが、その他のファンドでは影響は軽微でした。

## ■ おわりに

本稿では株式LS戦略の多様性を中心にその特徴をまとめました。ヘッジファンド選定においてはその特性を踏まえた上で安定的なアルファ獲得力や柔軟な環境適応力を見極める必要があります。2024年は物価、金利、為替等のマクロ経済環境に加えて国際情勢等の地政学リスクの面でも大きな変化が起きる可能性があります。環境変化はヘッジファンドの淘汰が進む重要な局面でもあります<sup>\*7</sup>。引き続き当社ではファンドモニタリングを通じて各株式LSマネジャーの優位性を確認していく予定です。

\*4: 世界株式=MSCI World。年率リターンおよび年率リスク、相関係数は米ドルベース、月次、5年間（2023年12月末まで）で算出しています。  
 \*5: 市場流動性を考慮しない強制的なポジション解消はしばしば買値の上昇、売値の下落というマーケットインパクトを伴い、解消ポジションと同方向のポジションの損失につながります。  
 \*6: ソーシャルメディア等インターネット上の情報拡散を背景に個人投資家の注目を大きく集める銘柄群を指します。個人投資家の売買動向に応じて極端な値動きとなる特徴があります。  
 \*7: 自然界における遺伝的多様性は環境変化適応のための種としての生存戦略の一つと考えられます。多様性は「絶滅」を回避する上で大きな役割を果たします。（[環境省HP](#)等参照。）

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且つ正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、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写・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 <http://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス [eigy@amone-ai.com](mailto:eigy@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)