

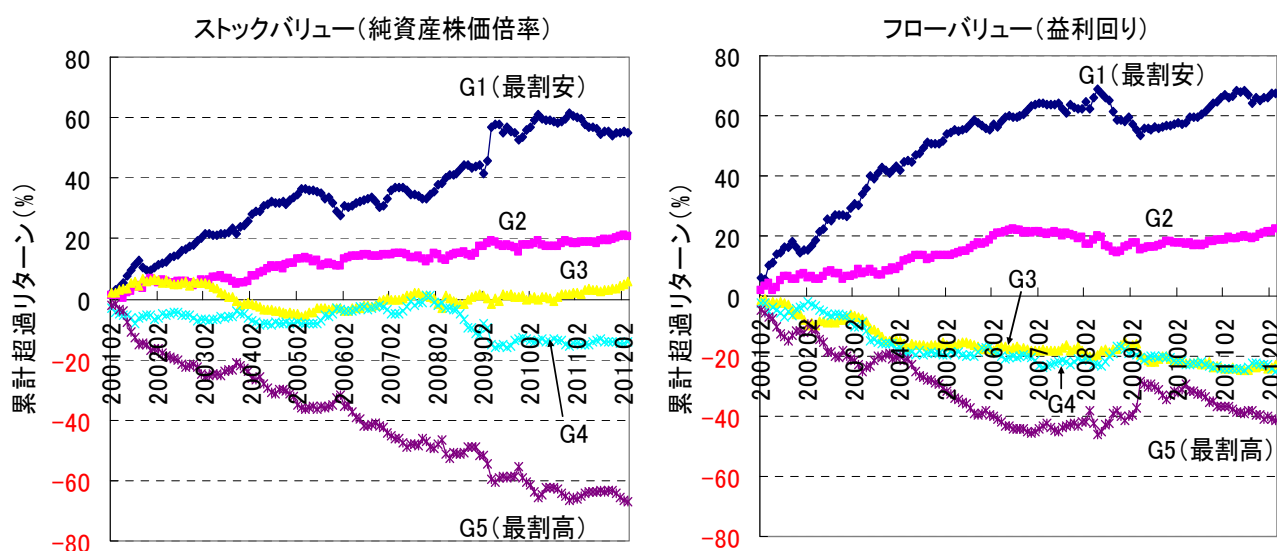
## (年金運用)：株式ロング・ショート運用におけるショート戦略再考

年金基金で採用されている株式ロング・ショート運用のパフォーマンスが近年やや低迷傾向にある。株価下落局面でのショート執行が空売り価格規制の影響で難しかったことも一因と考えられるが、そもそもショート戦略のアイデア自体が必ずしも有効でない可能性もあるだろう。本稿では、代表的な投資指標を例にショート戦略を再考したい。

株式投資では、PBR（株価純資産倍率）や PER（株価収益率）など様々な投資指標（以下、ファクター）が利用されている。これらのファクターは、伝統的運用に止まらずロング・ショート運用といった絶対収益追求型運用のマネージャーにとっても重要な情報であり、ファクター値が割安な（例えば PBR が低い）銘柄をロング（買い建て）し、割高な銘柄をショート（売り建て）するのが典型的な利用方法である。

図表 1 は、ファクターが割安な順に銘柄をソートし、銘柄数の等しい G1～G5 までの 5 つのグループに分けた上で、各グループに属する銘柄の単純平均の月次超過リターンを累計したものである。ストックバリュー（純資産株価倍率：PBR の逆数）では、最も割安な G1 のリターンが最も高く、最も割高な G5 のリターンが最も低い上に、割安側と割高側のパフォーマンスは概ね対称である。一方、フローバリュー（益利回り：PER の逆数）では、割安側と割高側のパフォーマンスが非対称となっており、特に、最も割高な銘柄をショートする戦略は、最も割安な銘柄をロングする戦略ほどのリターンが得られていないことが分かる。

図表 1： 割安(ロング)側・割高(ショート)側でのパフォーマンスの非対称性



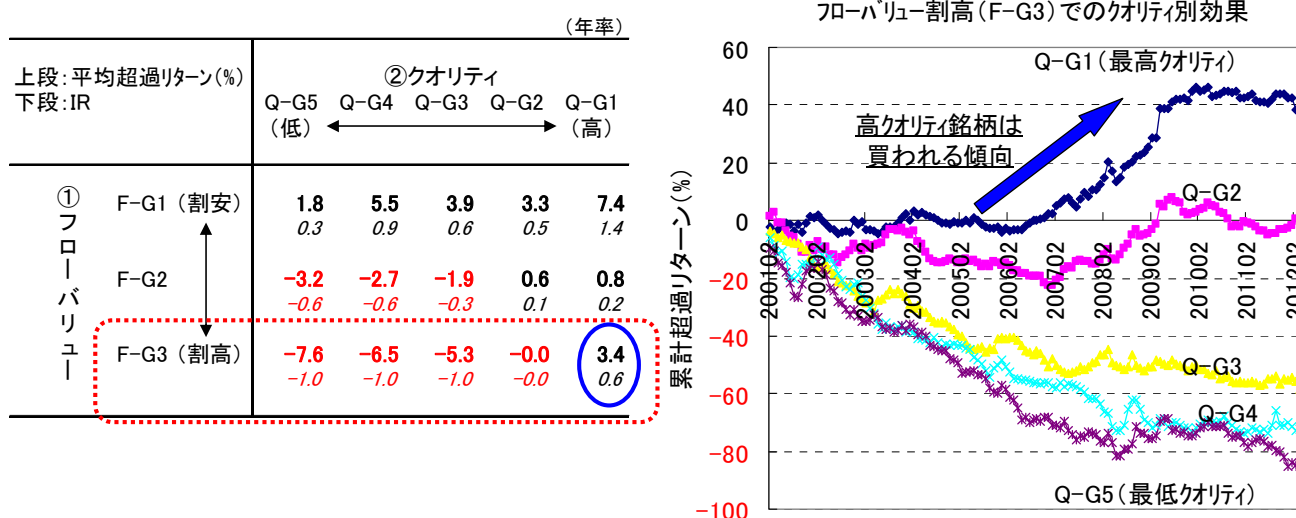
(注) 5分位グルーピングシミュレーション（等金額投資・東証17業種分散有り）、期間は2001年2月～2012年3月、ユニバースはTOPIX500（金融除き）、月次リバランス、取引コスト無し。なお、累計超過リターンは月次ベースの対TOPIX500（金融除き）等加重リターンを累計。

こうしたフローバリューのような割安側と割高側で得られる効果に差異が生じるファクターについては、従来からあるロング戦略を単純に適用して割高銘柄をショートしても、期待通りの効果が得られるとは限らない。フローバリューで言えば、割高であるが買われる銘柄をいかにしてショートの対象から外すかが、ショート戦略の有効性を高めるポイントとなる。

図表2は、まず、①フローバリューが割安な順に銘柄をソートし、銘柄数の等しい3つのグループに分けた上で、②各々のグループをさらに別のファクターであるクオリティ（利益の質を示す「会計発生高（会計利益とキャッシュフローの差額）」）が高い順に銘柄をソートし、銘柄数の等しい5つのグループに分け、全部で15グループとした上で、各グループに属する銘柄の単純平均のパフォーマンスを示したものである。

フローバリューで割高ではあるもののクオリティが高い銘柄は買われる（あるいは売られない）傾向があることが分かる。従って、フローバリューをベースとしたショート戦略では、高クオリティ銘柄をショートしないように調整することで、安定的に超過収益を獲得できる可能性が高まるだろう。

図表2：フローバリュー(益利回り)別・クオリティ(会計発生高)別のパフォーマンス



(注) 2段階(3×5分位)グルーピングシミュレーション(等金額投資・東証17業種分散有り)、期間は2001年2月～2012年3月、ユニバースはTOPIX500(金融除き)、月次リバランス、取引コスト無し。なお、累計超過リターンは月次ベースの対TOPIX500(金融除き)等加重リターンを累計。

以上の通り、ショート戦略の有効性をより高めるには、ロング側とショート側で投資アイデア(ファクター)の有効性の違いの有無を検証し、必要であるならば、他の投資指標や銘柄属性などを考慮し適切に調整するのも一案であろう。株式ロング・ショート運用のパフォーマンス改善に向けた今後の創意工夫・取組みに注目したい。

(ニッセイアセットマネジメント 運用戦略部ファイナンシャルテクノロジー運用室 佐々木 進)