

大中華圏における株式ロング/ショート戦略

Quam Asset Management Limited

株式ロング/ショート戦略は、先進国の市場で使われる確立した投資戦略である。但し、大中華圏などの新興市場では、この戦略には困難が生じる可能性がある。

ボトムアップ・アプローチとトップダウン・アプローチ

株式ロング/ショート投資戦略は、通常、個々の（上場）銘柄に対するボトムアップのファンダメンタル分析に基づいている。業種、セクター、国やマクロ経済的状況に基づいて投資するトップダウンの場合もある。ボトムアップのマネージャーは割安感のある銘柄を買う（ロング）一方で、割高感のある銘柄を売る（ショート）。トップダウンのマネージャーは、マクロ取引にインデックス連動型デリバティブや、テイラーメイドのデリバティブ契約のバスケットを利用する傾向にある。

中国本土及び台湾市場における制限

空売りをする際には、投資家はロングポジションを持つ相手から株式を借りなくてはならない。借入枠の有無は、株式の需要、ブローカーの介入や規制によって異なる。大中華圏で株式ロング/ショートのマネージャーが直面する最大の問題は、一部の市場における空売りの難しさである。例えば、上海や深圳では、投資家は株の空売りが禁じられている。中国証券監督管理委員会が CSI300 指数先物市場の設立について話してはいるものの、デリバティブ市場も存在していない。これまでに何度も設立が延期されており、明確なスケジュールは示されていない。シンガポール証券取引所で取引されている FTSE-Xinhua China A50 指数の先物市場は存在するが、出来高が非常に少ないため、中国の A 株及び B 株のヘッジは技術的に不可能である。

台湾では、国内の個人投資家は気軽に空売りをしている。しかしながら、国外の機関投資家には株式の空売りは認められていない。台湾の先物市場は確かに活発であるが、借株が困難で多額の費用がかかることから、一部のマネージャーは、ロングポジションをヘッジするためにデリバティブ（指数先物および/またはオプション）を利用する。店頭（OTC）デリバティブ契約も利用可能である。台湾を中心に投資しているトップダウンのマネージャーは、中国本土のマネージャーよりもかなり投資がしやすい。

香港はヘッジファンド・マネージャーに特別なポジションを提供

外国人投資家による株式の空売りを認めている大中華圏唯一の市場は香港であり、香港市場のデリバティブ取引量は世界最大級である。2004 年以降、香港のカバードワラント市場は、取引額で世界上位 3 位に数えられている。通常、流動性の高い主要銘柄を年率 50 ベーシス・ポイントのコストですぐに借りることができ、空売りでは、特定のコンセプトに基づく借入需要が過剰になることもあり、コストは高ければ年率 10% になることもある。最悪の場合には、当然ながら、後から参入した投資家は需要過多の大型株や（機関投資家が）十分所有していない中型株を必要額借り入れることが難しくなるだろう。

香港証券取引所は、「空売り可能」銘柄の時価総額及び市場流動性に一定の制限を設けている。これらの銘柄のリストは、同取引所のホームページ(<http://www.hkex.com.hk/tradinfo/secshortsell/alphabetic.htm>)に掲載されている。2008年3月26日現在、同リストには563銘柄が掲載されており、空売りに関するルール(<http://www.hkex.com.hk/tradinfo/regshortsell/regshortsell.htm>)も記載されている。最も重要なルールは最安売気配値ルールで、上場銘柄の空売りは、空売りを行わない投資家が売り注文を置いた後に、最も安い売気配値でのみ行うことができると定めている。こうした規制が多少不便であるにもかかわらず、株式ロング/ショートマネージャーにとって、香港は最も自由な市場である。これが、アジア地域の株式ロング/ショートマネージャーが、香港にオフィスを設立したがる主な理由の一つである。

アルファの追求

中国の人口は13億人、世界で4番目に大きい市場である。従って、大中華圏のマネージャーの多くは、中国本土を拠点とする企業への投資比重を高くしている。上場企業の大半は政府が過半数を所有していることから（そうでない場合であっても）、地方政府と密接な関係にあることが珍しくない。従って、政府の政策リスクは極めて高く、同一業界の上場企業は、大半が、同一ではないにしても非常に似通ったリスク/リターン特性を示す傾向にある。もちろん、業績の違いが先進国市場ほど際立っていないものの、政策によって一部の企業は他の企業よりも（相対的に）優れた業績を挙げている。株式ロング/ショートマネージャーがさらに懸念しているのは、上場企業の大半にとってマクロ経済が業績の主要な原動力であり、中国市場は流動性が主導することから、同地域では、欧米の成熟した市場と比較して強気市場での空売りが特に難しい。

これにも関わらず、大中華圏の市場は依然として相対的に非効率であり、その投資環境は豊富な収益機会を提供しているという見方を当社は変えていない。現在、政策は投資家の資産に影響を及ぼす最も重要な要因の一つであることから、将来の政策動向を探るためのチャンネルやソースを持つ、情報に通じた投資家は更に有利になるだろう。情報に乏しい投資家は、政策動向やそれが市場全体に及ぼす影響を判断するために、自身の情報収集や市場経験に依拠する必要がある。従って、全市場参加者にとっての市場の公平性が改善される余地はまだあると言えるだろう。倫理や法的な問題は別にして、マクロ経済動向について優れた判断ができることが、より多くの情報を持つマネージャーよりも長続きする強みになると考えている。

ロング・バイアス

個々のファンドのマネージャーや投資家のリスク選好によって、株式ロング/ショートマネージャーがとるマーケット・エクスポージャーは大幅に異なる。大中華圏のマネージャーはロング・バイアスの傾向があり、通常、ネット・エクスポージャーは弱気市場では30~50%、強気市場では80~100%である。新興市場の投資家はリスク選好度が高く、期待収益に対する期待が高い傾向にあるという理由から、マーケット・ニュートラルのマネージャーはまれである。

市場が成熟するにつれて、将来はマーケット・ニュートラルのマネージャーが増える可能性がある。近い将来そうなれば、ますます過密化する市場が主因となって、マーケット・ニュートラル戦略の期待収益は大幅に低下するだろう。当社の基本的な信念に基づけば、大中華圏の市場は、依然として欧米の市場よりも相対的に非効率である。従って、マーケット・ニュートラルのマネージャーが比較的高いリスク調整後リターンを生み出す機会がまだ多く残っていることはほぼ間違いない。

将来の見通し

2008年に入ってから、市場環境は世界的にやや悪化している。これは、ショートサイドの機会が増えるので株式ロング/ショートのマネージャーにとっては好ましいことである。同地域の規制当局は、ヘッジ取引に関する規制を緩和しつつある。中国の先物市場の設立がいつになるかは不明であるが、当社は時間の問題に過ぎないと考えている。香港では、規制当局が株式の空売り規制を緩和するための協議を行っている。投資家にとってこの地域のオルタナティブ投資の選択肢が広がる一方で、適切なスキルを持つマネージャーはこうした動きを歓迎するはずである。