

ソーシャル・メディアから ソーシャル・マーケットへ

トレーディングの拡散とショート・スクイーズ

2021年2月3日

(原文：米国現地 2021年2月1日)

イントロダクション

先週の出来事は、我々にソーシャル・メディアの力と影響力を再認識させた。インフルエンサーと群衆行動の力は、5秒間のTikTok動画で名声を得るといったレベルから、資本市場を動かすレベルへと変化してきている。ソーシャル・メディアやインターネット掲示板の住民は、大きくショートされた株式をターゲットとして買い向かい、それは歴史的な「ショート・スクイズ」の1つとなった。その結果、ここ数日、株式の「バイラリティ（ウイルスの様に拡散していくさま）」はボラティリティと同程度重要なものとなっている。このバイラル効果の最たる例は、テレビゲームやゲーム機器の実店舗型小売店を運営するGameStopだ。年初1株あたり19ドルだったGameStopの株価は、1月28日の日中には483ドル（約2,400%の上昇）を付け、その日の終値では194ドルとなり、この記事を書いている時点ではそこから再び上昇している（翻訳者注：その後、株価は急落し、現地2月2日の終値は90ドルとなった）。直接的な影響としては、対象銘柄を空売りしていた株式ロング/ショート型ヘッジファンドの損失（概ね実現損となった）と、積み上がった一部の投資家の利益（こちらは主に未実現と思われる）が挙げられる。さらに、これらの出来事の前に株式やオプションを所有していた投資家や早耳筋は、現在のところ、かなりの利益をあげている。

パフォーマンスへの影響

ショート・スクイズは比較的その銘柄だけの影響に食い止められることが多く、その銘柄の売り/買いのどちらか一方に直接的な影響を与える。しかし、先週の出来事には、当初の空売り比率が高かった複数の銘柄が含まれており、この広範なスクイズは、ヘッジファンド業界全体に波及効果をもたらした。スクイズの対象を直接空売りしていたファンドは、追証に対応するために、ロングしている銘柄を売り、ショート・ポジションを解消しなければならなかった。高いレバレッジを用いる株式ロング/ショート戦略がデレバレッジを行うと、ロングを売り（セリング）、ショートを解消（カバーリング）する取引が次々と行われることとなり、しばしば波及効果が発生する。先週のデレバレッジ

このバイラル効果の最たる例は、テレビゲームやゲーム機器の実店舗型小売店を運営するGameStopだ。

（ロングの売りとショートのカバーリングの両方）は、世界金融危機以来の記録的なものであり、結果として、平均的な株式ヘッジファンド戦略はある程度のドロダウンを背負った状態で2021年をスタートすることとなった。状況は依然として流動的かつダイナミックであるが、株式ロング/ショート戦略の1月のパフォーマンスは、平均で1ケタ台半ばから後半程度のマイナスが予想される。これまでのところ、影響は株式に限定されているようだが、同じ株式でも、よりマネジャーを分散していたほうが有利であり、ヘッジファンドの分散型ポートフォリオの方がさらに有利と言えるだろう。我々はデレバレッジの大半は既に実現しており、全体的な影響は短期的なものになると考えている。いつもながらではあるが、我々は、幅広いリスク分散とレジリエンス（逆境から立ち直

るしなやかさ)を追求したポートフォリオの構築を推奨しており、それは投資家の皆様がこのようなイベントを乗り切る助けになると考えている。

慎重なリスク管理の重要性

ヘッジファンドは、ロング・エクスポージャーのヘッジや、アルファ獲得、リスク・リターンのプロファイルを改善するために、ショート・ポジションを積極的に利用している。ショート・ポジションが投資家の意に反する方向に動くとき、ポートフォリオ内でのポジションが徐々に大きくなり、株価上昇に上限が無いこと（ショート・ポジションの最大損失は無量大であること）がますます問題となり、リスク管理上の決定を迫られることになる。一方で、ロングの場合、株価下落に伴ってポジションは小さくなり、ある種、自動的にリスクが管理される。このことは、ショート・ポジションのタイミングの重要性（例えば、一般的に将来見通しが悪い銘柄を特定するのではなく、株価が下降するきっかけを特定するなど）と、強力なリスク管理、分散、ポートフォリオ構築の必要性を浮き彫りにしている。これは主に、ポジションサイズの制限、積極的なモニタリング、空売り比率と取引の混雑度に関連する制限によって管理されている。ディレクショナルな（市場動向の方向性を利用する）株式ロング/ショート戦略のポートフォリオにおいては、確信と集中は主にロング・ポジションを通じて表現される。ショート・ポジションはロング・ポジションからある程度のベータを取り除くことで、マネジャーがロング・ポジションを通じて確信を具現化させることを助ける。ショート・スクイーズのリスクとポートフォリオに不相応なリスクを抱えることから、ショート・ポジションはサイズが小さく、集中度も低いのが一般的である。少数のマネジャーが問題の株式へ過度なエクスポージャーを有していた可能性があるというのは、過去のフォルクスワーゲンのショート・スクイーズのケース¹と同様だが、今回特有の事象として言えるのは、ソーシャル・メディアによって煽られた伝染効果である。

ディレクショナルな株式ロング/ショート戦略のポートフォリオにおいては、信念と集中は主にロング・ポジションを通じて表現される。ショート・ポジションはロング・ポジションからある程度のベータを取り除くことで、マネジャーがロング・ポジションを通じて確信を具現化させることを助ける。

環境へのコメント

我々は通常、個別銘柄の変動要因について憶測を交えながらコメントすることや、特定のポジションやトレードについてコメントすることは避けている。これらのイベントは、政治家や規制当局の注目を集めているため、さら

¹2008年に、ポルシェ社がCash-Settled オプション（ドイツ法で開示が求められない）を利用して、水面下でフォルクスワーゲン社の公開株式の過半数を取得したことが明らかとなり、空売り投資家による損失抑制のための買戻しが発生、ショート・スクイーズとなった。当時、フォルクスワーゲンは一時的に時価総額世界一の公開企業となった。

なる影響を及ぼす可能性があるが、答えは時間が経てば分かるだろう。人生のほとんどがそうであるように、すべての物語には2つの側面があり、その多くは誤解される可能性がある。我々は、資本市場への低コストでのアクセスと富を築いていく術がすべての人にとって利用可能であるべきであると考えており、投資の民主化に拍手を送っている。最も効果的な空売りは市場で重要な役割を果たし、価格の発見、流動性、企業の説明責任を改善することに寄与する。異なる見解にも価値があり、これは競争と市場に健全な利益をもたらす可能性がある。空売りにはリスクがあり、特に取引が混みあっている時には尚更である。また、オプションに組み込まれたレバレッジによって拡大された、テクニカルな短期的利益を追求することにもリスクがある。リスクが報われることもあれば、罰を受けることもある。最近のリスクは投資というよりも、まるでルーレットのようであるが、それでもなお、健全な資産配分を志向することと分散されたポートフォリオを構築することの利点は残っているだろう。

ショート・スクイーズ：

株式を空売りするとは、事業の見通しが弱く、それが売上や利益に大きな影響を与え、結果として株価が下落するという基本的な見方をする事である。この見方には、詐欺や流行（エンロン、ワイヤード、ガジェット、ファッションなど）といった要素も含まれているかもしれない。空売りを実行するには、まず株式を借りて、借りた株式を市場価格で売却する。空売りの含み益は、ポジションが解消されるまで担保として保持される。最終的に、株価が下落した後に株式を買い戻すことができれば、利益を得ることができる。

ショート・スクイーズとは、需要が一定期間にわたって供給を大幅に上回り、その結果、企業の株価が急激に上昇する需給の不均衡を意味する。買い手の過剰な需要が株価を高騰させ、ショート側の投資家は、リスク管理のために、ポジションを解消することを余儀なくされることがある。ショート・ポジションを解消するには、株式を購入する必要があり、それがさらなる株価上昇を煽ることとなる。ショート・スクイーズは常にヘッジ投資のリスクとなっており、保守的なポジショニングと慎重なリスク管理が必要とされている。また、今回は、個人投資家によるコールオプション（株式を買う権利）の購入が急増したことで、マーケットメーカー（オプションの売り手）がポジションをヘッジする必要に迫られ、それが株式の買い需要をさらに高めることとなった（トレード用語で「ガンマ・スクイーズ」と呼ばれる）。



John Jackson, CFA

Head of Diversifying Alternatives Research

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。