

# 「ロング」「ショート」戦略が示唆する

## 金融政策のあるべき姿

第48回(2007年度)エコノミスト賞受賞者に記念論文を寄せてもらった。「資産価格とマクロ経済」(日本経済新聞出版社)で受賞した齊藤氏は、国際金融取引の本質を見つめることから導き出される金融政策のあり方を提言する。

さいとう まこと  
齊藤 誠

(一橋大学大学院経済学研究科教授)



1960年愛知県生まれ。83年京都大学経済学部卒業。92年米アサチューニッツ工科大学経済学博士(Ph.D.)。住友信託銀行、米スタンフォード大学客員研究員、加ブリティツニコロンビア大学助教などを経て2001年4月より現職。著書に「新しいマクロ経済学 新版」「成長信仰の怪」など。

ファイナンスの用語では、資金運用をロング、資金調達をショートとそれぞれ呼んでいる。なぜ「長短」が「貸借」に対応するのかと不思議に思われるかもしれない。実は、1次元で「長短」を意味するロングとショートは、2次元で「広狭」、3次元で「大小」を意味する。さしずめ、資金が十分(ロング)だから貸して、資金が不足(ショート)して借りるといったニュアンスであろうか。

現実の国際金融市場における金融取引を見ると、ロングだけ、ショートだけを有している投資家は意外と少ない。むしろ、ある金融資産についてロングを、ある金融資産についてショートをというように、ロングとショートを複雑に組み合わせて資産を運用する投資家のほうが圧倒的に多い。

たとえば、米国経済を1つの投資主体と見立ててみよう。ご存じのように米国経済は、年々巨額の経常収支赤字を生んできた結果、ネットで巨額の対外債務を抱え込んでいる。2003年の数字だが、純対外債務はGDPの26・6%にも達する。しかし、米国経済は、グローバルな債券市場における資金調達と資金運用を通じて、一方で巨額の債務を抱え、他方で巨額の債権を有している。債務と債権を別々に見ると、対外債務がドル建てでGDPの98・2%である一方、対外債権が非ドル建て(主として、ユーロ建て、ポンド建て、円建て)でGDPの71・6%にも達している。

米国経済は、ドル建て対外債務(ショート)と非ドル建て対外債権(ロング)の両建てで巨額のポジションを積み上げており、資産と債務の両面で大規模な対外バランスシートを有していることになる。

米国を機軸に資金循環を見ると、米国のロングは相手国への資金流出、米国のショートは相手国からの資金流入となる。したがって、米国経済が大規模な対外バランスシートを抱えているということは、米国経済が海外と活発な双方向の資金取引を行っていることを意味している。

さらに興味深いことに、ある国で金融危機や自然災害が起因となって深刻な資金不足が生じると、その国の経済は双方向の国際資金循環にいつそう依拠しようとする。たとえば、1997〜98年に日本経済が戦後最大の金融危機に見舞われた際に資金繰りに窮した邦銀は、海外から円資金を調達(ショート)するばかりでなく、ドル建て資産を確保(ロング)することに四苦八苦した。

確かに、金融危機で「資金不足の国」へ海外から資金が流入する事情はよく理解できる。それにしても、なぜ「資金不足の国」から海外へ資金が流出するのであろうか。

### なぜロングとショートを組み合わせるのか

本稿では、国際金融市場において投資家や金融機関がロングとショートを組み合わせて金融ポートフォリオを構築する経済学的な理由を掘り下げて考えてみたい。

サブプライムローン(信用力の低い個人向け住宅融資)問題の影響が依然として深刻な状況にあって、多くの読者は、ロングとショートを組み合わせた国際投資戦略に対して、



投資家の（いかがわしい？）不純な投機動機を感じるかもしれない。

確かに、ローリスク、ローリターン  
の金融資産で調達した資金を、ハイ  
リスク、ハイリターンの金融資産  
で運用すれば、いっそう高いリター  
ンを得ることができる。しかし、同  
時にいっそう大きなリスクも引き受  
けなければならぬ。ハイリターン  
が実現するといつても、リターン改  
善のためにリスク増大の犠牲を払っ  
ているにすぎない。

また、グローバルに活動している  
ヘッジファンドは、割安になってい  
る金融資産を「安いうちから」買い  
込んで（ロングして）、割高になつて  
いる金融資産を「高いうちに」売り  
込めば（ショートすれば）、割安や割  
高が解消する過程で大きな裁定収益  
を得られる。しかし、割安や割高が  
解消した後には、ロングとショート  
を組み合わせる必要がなくなる。裁  
定動機は、ロングとショートを一時  
的に組み合わせる事情となつても、  
常に組み合わせる本質的な理由とな  
らない。

米国の対外ポートフォリオのよう  
に恒常的な双方向の国際資金循環に  
しても、金融危機において加速され  
る双方向の国際資金循環にしても、  
それらの経済学的な理由を投機家の  
ハイリスク指向や裁定動機に求める  
ことにはいささか無理がある。

本稿では、ロングとショートを同  
時に組み合わせる国際金融取引の経  
済学的な理由を、「国際金融市場の不  
十分な機能に対する合理的な対応」  
として考えていきたい。特に、ロン  
グとショートの対外ポートフォリオ  
には、①平時においては対外株式投  
資が有する国際分散投資の効果が、  
②危機時においては資金と担保を同  
時に創出する効果がそれぞれあるこ  
とを明らかにする。

現実の国際金融市場は、経済理論  
で「完備市場」と呼ばれる理想的な  
市場にはほど遠い。たとえば、国際  
間の株式投資については、「ホーム・  
バイアス・バズル」と呼ばれる興味  
深い現象がある。いずれの市場経済  
においても、投資家の株式ポートフ  
ォリオは国内株式が中心で、外国株  
式はそれに比べて少ししか組み込ま  
れていない。

本来であれば、株式投資も国際分  
散投資を徹底して、ポートフォリオ  
に外国株式を積極的に組み込めば、  
運用成績が自国の景気動向に左右さ  
れる度合いをかなり弱めることがで  
きる。国内株式中心のポートフォリ  
オは、そうした国際分散投資のメリ  
ットをみすみす放棄しているのに等  
しい。

もちろん、外国株式への投資ウェ  
イトが低く、国際分散投資を徹底で  
きないのには、いくつもの理由があ

る。外国株式は取引コストが高い。  
国内株式に比べて外国株式は投資情  
報が得にくい。あるいは、たとえ投  
資情報を得られるにしても、多額の  
コストがかかってしまう。先進国で  
あつても、特定の銘柄に限定される  
が、外国人による株式投資が規制さ  
れている。発展途上国や旧社会主義  
国への株式投資では、突然の政策変  
更による外資規制や外資凍結などの  
政治的なリスクも無視できない。

一方、先にも述べたように、グロ  
ーバルな債券市場では、さまざまな  
通貨建てで大規模な双方向の資金循  
環が生じている。実は、異なる通貨  
建て債券について、ロングとショ  
ートを組み合わせた対外ポートフォリ  
オは、現実構築することが難しい  
株式の国際分散投資と同様の効果を  
もたらすことができるのである。以  
下では、その経済学的なメカニズム  
を見ていこう。

通常、国内景気と通貨価値は連動  
している。たとえば、米国の景気が  
悪化するとドル安となる。逆に、米  
国の景気が改善するとドル高とな  
る。そのような場合に、米国の投資  
家がドル建てで資金を調達（ショ  
ート）し、非ドル建てで資金を運用（ロ  
ング）すると、景気変動の影響をか  
なりの程度緩和することができる。

景気悪化でドル安となった場合に  
は、ドル建て債務の返済負担が軽減

される一方、非ドル建て資産の運用  
収益が改善する。逆に、景気改善で  
ドル高となった場合には、債務負担  
が増大し、運用収益が悪化する。す  
なわち、ロングとショートを組み合  
わせた米国の対外ポートフォリオ  
は、国内の景気循環の影響を相殺し、  
景気変動リスクを吸収する役割を果  
たしていることになる。

もちろん、米国の反対側で双方向  
の資金取引をしている国の対外ポ  
ートフォリオにも、その国の景気循環  
の影響を緩和する効果が生まれる。  
こうした両建ての対外ポートフォリ  
オを多国間で相互に持ち合うと、国  
内景気の影響を緩和する株式の国際  
分散投資と同じ効果が期待できるの  
である。

### 担保不足を補う 双方向の国際資金循環

国際金融市場が理想的な市場環境  
と大きく異なるもう一つの点は、あ  
らゆる国際間の貸借取引において担  
保を要求されることである。しかも、  
国際的に取引されている良質な金融  
資産しか担保として通用しない。国  
境を越えて資金を貸すほうからすれ  
ば、債務返済を確実にするために借  
り手に良質の担保を徴求するのは当  
然である。

金融危機で海外から多額の資金を  
調達する必要があると、資金不足

とともに、担保不足が深刻になる。実は、双方向の国際資金循環には、借り手国側の資金不足と担保不足を同時に緩和する効果が期待できる。その経済学的なメカニズムは、以下の通りである。

現時点で金融危機に陥っている国であつても、相手国の将来のリスクを引き受けることは可能であろう。たとえば、相手国が自国通貨建てで発行した債券を購入（ロング）することはできる。金融危機にある国は、そうして購入した債券を担保として相手国から資金を調達（ショート）することが可能となる。

読者のなかには「それでは、資金運用と資金調達がちょうど相殺されて、金融危機に陥った国がネットで資金を調達することができないのではないか？」と思う人がいるかもしれない。しかし、資金供給に余力の

ある国と金融危機で資金規模が縮小した国の間では、市場均衡で決定される貸借条件が当然異なってくる。資金規模の大きな国（前者の国）が資金規模の小さくなった国（後者の国）から資金を調達する場合には、

資金需要増を反映して均衡金利が高くなる。逆に、後者の国が前者の国から資金を調達する場合には、資金供給増を反映して均衡金利が低くなる。その結果、金融危機にある国は、相手国の発行した高金利の債券をロングし、自国の発行した低金利の債券でショートするので、調達条件と運用条件の両面で有利になった分、ネットで資金を調達することが可能となる。

ここで興味深いのは、国際通貨基金（IMF）などの国際機関が外から「担保不足の国」に良質の金融資産を供与して担保不足を解消しているのではなく、国際金融市場の自律的なメカニズムによつて良質な担保が生み出され、担保不足を回避しているところである。

### 担保不足を解消する 中央銀行の市場操作

しかし、実際の金融危機においては、海外との双方向の資金循環によつて資金不足と担保不足を十分に解

消できない場合も多い。金融危機で金融市場が混乱している国に対しては、海外の投資家も資金供給を躊躇する可能性もある。すると、国内の資金不足が解消しない結果、海外の良質資産を購入して担保資産を確保することもできなくなる。担保を厳しく求められる国際金融環境では、資金不足と担保不足の悪循環に陥る可能性がある。

こうした場合には、海外の投資家が本来担うはずの役割を中央銀行が代行することができる。双方向の国際資金循環と同様に、中央銀行と民間銀行の間の双方向取引が民間銀行の資金不足とともに担保不足を解消する。

中央銀行は、民間銀行を相手として、流動性の高い良質の金融資産（通常は、残存期間が短い政府証券）を売りオペし、逆に、流動性の低い金融資産（残存期間の長い政府証券や民間企業発行の債券）を買いオペする。このような市場操作では、売りのオペの金利（民間銀行から見ると運用金利）を高め、買いオペの金利（民間銀行から見ると調達金利）を低めに設定するので、民間銀行にとつて有利な金利水準となる。

中央銀行の両建てオペの結果、民間銀行のバランスシートの資産サイドは、低質の金融資産が良質の金融資産に入れ替わり、入れ替わった良

質の資産を担保として資金を調達することができるようになる。また、有利な金利設定のおかげで民間銀行の資金繰りも改善する。すなわち、中央銀行の両建てオペが民間銀行の担保不足を解消することに貢献している。一方的な買いオペで金利水準を全般的に引き下げる通常の金融緩和政策では、民間銀行の担保不足を解消する効果はほとんど望めない。

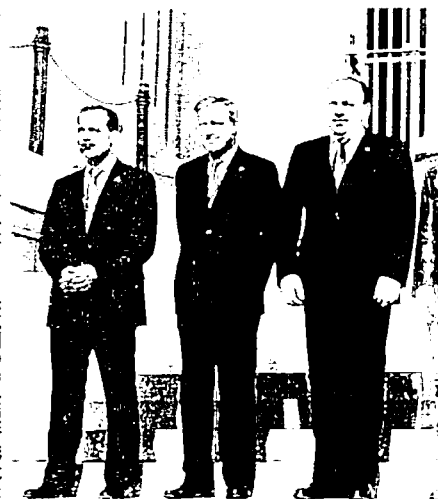
97～98年の日本の金融危機では、日本銀行がロングとショートを組み合わせた公開市場操作を積極的に展開した。また、07年夏以降のサブプライムローン問題を起因とした金融危機でも、米国の連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が両建てオペと同様の効果を持つ市場操作を果敢に行ってきた。いずれの場合にも、民間金融機関が直面していた担保不足がかなりの程度解消したといわれている。

### 市場メカニズムを活かす 政策発想

以上見てきたように、国際金融市場におけるロングとショートを組み合わせたポートフォリオは、平時において対外株式投資の制約を回避して国際分散投資効果をもたらす。また、金融危機時においては、国内の資金不足と担保不足を同時に緩和する効果がある。どちらの場合にも、



Bloomberg



世界の金融政策の舵取り役である先進国の中央銀行総裁たち  
(今年4月のG7中央銀行総裁会議で)

国際金融市場の自律的なメカニズムを通じて市場の不完全な部分が補われている。  
金融危機時における中央銀行の、一見すると変則的な市場操作も、国際金融市場で海外の投資家が担う役割を中央銀行が代行していると考えれば、その政策的合理性もはつきりと見えてくるであろう。

その結果、ドル建てやユーロ建ての債券で資金運用すると同時に、円建て債券で資金調達する際に得られる国際分散投資効果を、日本経済は享受することがまったくできなかった。  
円建て資金の受け皿を整備してこなかったことでは、金融危機に見舞われた時に大きなコストを払わな

しかし、日本の経済政策の現場では、ロングとショートを組み合わせた対外ポートフォリオが有する経済学的な効果が過小評価されてきた。

米国と違って資本輸出国であるという事情も手伝って、円建ての国際金融市場で資金を調達できる環境を整備することに、官民ともあまり熱心ではなかった。

ればならなかった。97〜98年の金融危機では、海外の投資家の立場からすると、ドル建てのショートと円建てのロングのポジションに円・ドルスワップ契約を組み合わせれば、リスクを伴うことなく確実なリターンを得ることができた。それにもかかわらず、そうした取り組みを通じて海外から円資金が十分に流入しなかった。

金融危機時の日本銀行の金融政策についても、景気対策における金融緩和政策と同様に考える発想が根強い。一方的な買いオペを通じて低金利で大量の資金を供給する金融政策ばかりが重視されてきた。事実、97〜98年の金融危機では、売りオペを組み合わせた日本銀行の市場操作が「不況時に資金吸収とは何事か」と激しい非難の的となった。  
しかし、景気制御を目的とした金

融緩和政策の発想だけでは、金融危機で民間銀行が直面している担保不足の問題を本質的に解決することができない。幸いにして、サブプライムローン問題に起因する金融危機では、97〜98年の日本銀行の経験がうまく活かされた。FRBやECBは両建てオペと同様の効果を持つ市場操作を積極的に展開して、資金不足と担保不足の同時解決に取り組んできた。

日本経済には、平時においても、危機時においても、国際金融市場メカニズムの潜在力を活用する余地がまだまだあるといえる。政策介入についても、市場の潜在力を引き出すような発想がぜひとも必要となる。特に危機時においては、勇気を持って平時の発想から離れ、市場メカニズムと冷静に向き合う必要があるのではないであろうか。

