

不確実性の中の ナビゲーション

マクロ戦略への投資

2020年4月27日

(原文：2020年4月24日)

不確実性の中のナビゲーション

“**既知の既知**、つまり我々が知っていると分かっているものがある。また、**既知の未知**、つまり我々が知らないと分かっているものもある”

当時の米国防長官であるドナルド・ラムズフェルド氏がテロとの戦いに関し、2002年に発したコメントです。現在、まったく別の装いで現れた敵 - 新型コロナウイルス（Covid-19）は深刻な不確実性の波を解き放ちました。世界中の金融市場がロックダウンによって引き起こされたパニックと経済的麻痺に操られています。我々は、マクロ戦略が伝統的資産を補完するタイプのリターンを提供することで、投資家がこれからの不確実な時代を乗り切るのを助ける重要な役割を果たすと信じています。

マクロ戦略とは何か？

マクロ戦略は、資産クラスもしくは市場のリターンに対して明確な見解を持つことによる「方向性」、および、価格の歪みを利用した「レティフ・バリュー」からリターンを生み出す戦略です。マクロ戦略は運用に際しての制約が少なく、いつどのように取引するのか、ロング/ショートどちらを取るのかといった点について極めて機敏に立ち回ることができ、運用者の確信にレバレッジをかけることが可能です。この柔軟性こそが、マクロ戦略が不安定な市場において魅力的なリターンを生み出すことができると考える主な理由です。マーサーでは次の2つのカテゴリーにマクロ戦略を区分しています。

ディスクリショナリー・マクロ戦略

ディスクリショナリー・マクロ戦略は通常、ポートフォリオマネージャーまたはトレーダーチームがポジションの最終決定を行います。彼らは流動性とタイミングリスクに留意しながら、革新的なストラクチャーを利用し、非対称的なリターン（ダウンサイドを管理しつつ、強いアップサイドのポテンシャルを持つ）が期待される確信度の高いポートフォリオを組成します。また、各資産クラス、地域、金融商品のリスクをオポチュニスティックかつ厳選して取ることで、市場のストレスと不確実性が高い期間においてもリターンを獲得することが期待されます。投資制約が少ないことで、柔軟にリスクを取ることができ、広範な市場の投資機会を活用することが可能です。以上の要素によって、熟練したマクロマネージャーは市場の上昇または下落、資産クラス間または地域間の歪みからリターンを得ることができます。また、柔軟性はマネージャーが機動的に状況に対応することを可能にします。

システムティック・マクロ戦略

システムティック・マクロ戦略には、ファンダメンタル主導型、平均回帰を利用する定量的なアプローチ、マネージド・フューチャーズ（様々な時間軸における価格ベースのトレンドフォロー戦略）等が含まれます。いずれも特定のリスクレベルをターゲットとし（ボラティリティ・ターゲット）、定められたルールに基づいてシステムティックにトレードアイデアを生み出し、実行します。これら

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.

の戦略は通常、統計的優位性を獲得するために、最も広範で多様なリスク・ファクターにアクセスします。この点がディスクリショナル・マクロ戦略との違いです。システムティック・マクロ戦略は、幅広いシグナル、資産クラス、地域から引き出された多様な収益源泉を提供することを目指しています。そのルールベースのアプローチは、流動性等のリスク・ファクターを抑制しつつも、市場参加者の行動バイアスを利用することを目的とします。

現在の市場環境はマクロ戦略への投資を後押し

いずれのタイプのマクロ戦略も歴史的に、変動の激しい市場環境でうまく機能しており、特にストレスがかかる不確実な環境において収益源の多様化に役割を果たしてきました。これは特に 2001 年の景気後退とグローバル金融危機（GFC）の際に顕著でした。次のグラフは、ディスクリショナル・マクロ戦略およびシステムティック・マクロ戦略の両方を含む HFRI マクロインデックスのパフォーマンス（運用報酬控除後）とシステムティック・マクロ戦略にフォーカスした SG CTA インデックスのパフォーマンス（運用報酬控除後）を、グローバル先進国株式と比較したものです¹。

図 1：各インデックスのドローダウンおよび VIX 指数の推移

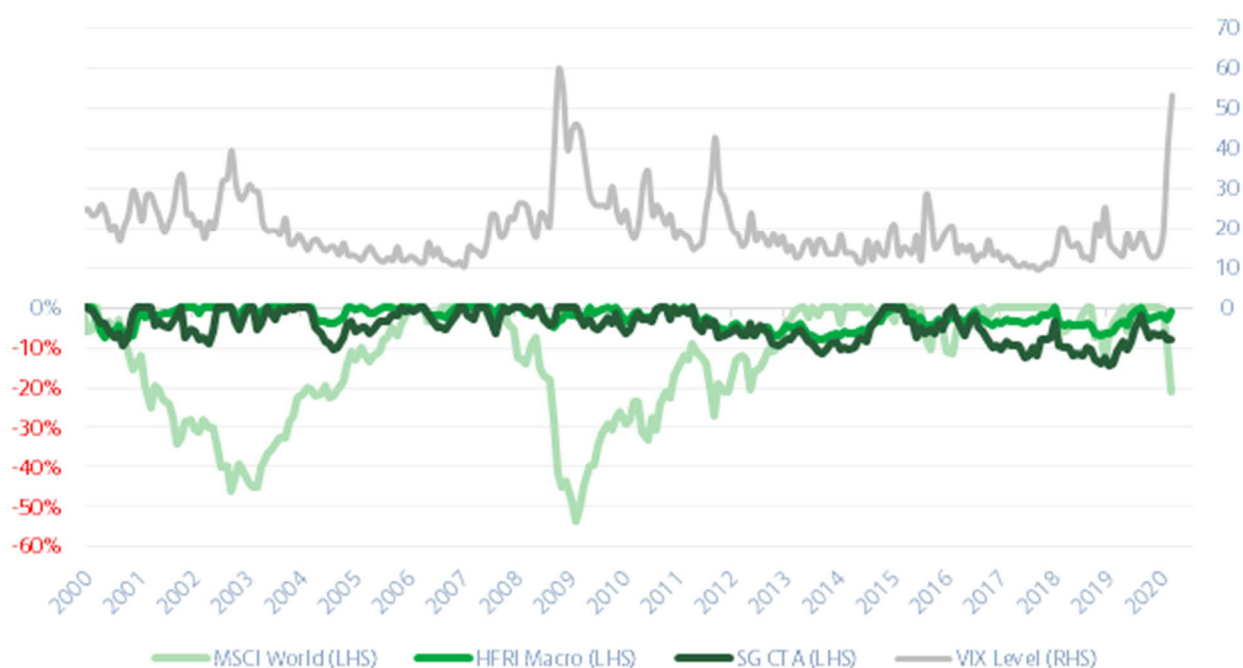
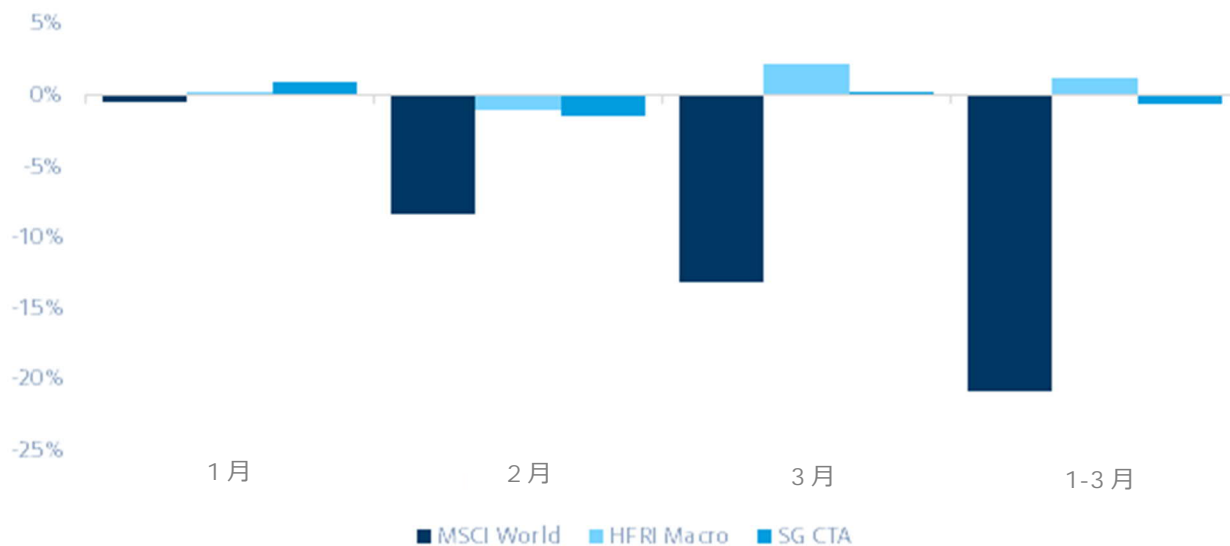


図 2 : 各インデックスのパフォーマンス (1991 年 12 月 31 日を 100 としたもの)



図 3 : 各インデックスの 2020 年における月次リターン



マクロ戦略は 2020 年においてどのような状況にあるか

マクロ戦略は 2020 年の変動の激しい市場環境下で、再び多様な収益源を提供する能力を実証しているように見えます。2020 年 1-3 月期においては市場にボラティリティと不確実性が回帰したことから、これらの戦略が株式のような伝統的収益源をアウトパフォームしました。これは、マクロ戦略が構造的なテールリスク戦略ということではなく、従来の収益源が苦戦しているときに、投資機会を見出して様々な収益源を提供できるというマクロ戦略の能力によってもたらされています。

4 月中旬までの集計に基づく HFRI マクロインデックスの 2020 年 1-3 月期のパフォーマンス（運用報酬控除後）は +1.2% で、SG CTA インデックス（運用報酬控除後）は同期間で -0.6% です。しかし、これらのインデックスはあくまで業界平均を示すものであり、各マネージャーのパフォーマンスには大きなばらつきがあり、マネージャー選択が極めて重要であるという事実を分かりにくくさせています。

より機敏で経験豊富なディスクレショナリー・マクロ戦略のマネージャーは、ボラティリティの急上昇に先回りし、金利、コモディティ、通貨、クレジットにわたってリターンを上げることができました。資産クラス、地域、金融商品の選択における柔軟性により、市場の流動性危機をうまく乗り越え、多くの場合、オプション等のデリバティブを活用してダウンサイドを抑制し、大幅なアップサイドを獲得しました。市場反応の初期段階である現在において、方向性を追求するマネージャーはレティブ・バリューのマネージャーより高いパフォーマンスを上げた傾向にあるほか、新興国市場フォーカスのマネージャーに比べ、先進国フォーカスのマネージャーが高いパフォーマンスを上げています。マーサーによる初期の推定では、マーサーが高評価しているディスクレショナリー・マクロ戦略の半分以上が、2020 年 1-3 月期においてプラスのリターン（運用報酬控除後）を獲得しています²。

システムティック・マクロ戦略においても、インデックスレベルのデータが戦略ごとのリターン分布を分かりにくくさせています。240 超のマネージャーの月次リターンを追跡しているソシエテ・ジェネラル社のネルソンレポート³によると、2020 年 1-3 月期の平均リターンは +1.3% であった一方、各戦略のリスクレベルやスタイルの違いを反映し、リターンのレンジは -30% から +50% までと極めて幅広いものでした。この期間のアウトパフォーマンスは、債券、コモディティ、通貨が強くプラスに寄与していたほか、時間軸によってもたらされました（長期のトレンドよりも短中期のトレンドを追う戦略のパフォーマンスが良好でした）。

マーサーでは、クライアントによるシステムティック・マクロ戦略の領域での舵取りをサポートするため、それらをさらに次の 3 つのカテゴリーに分類しています。**ピュアトレンド**、**多様化されたトレンド**、**マルチ・ストラテジー**です⁴。

1. ピュアトレンドは、当期間において最もパフォーマンスが良好であり、特に時間軸が短い戦略ほどその傾向が顕著です。これらの戦略は 3 月まで続いた継続的な市場下落の恩恵を受けました。マーサーのトップレーティングが付与されている同カテゴリーのすべてのマネージャーが、プラスのリターンで四半期を終えました。
2. 多様化されたトレンドでは、スタイル、市場、時間軸の違いを反映し、リターンがプラスになったマネージャーとマイナスになったマネージャーが概ね半々となりました。

3. マルチ・ストラテジーは、ファンダメンタル、オルタナティブまたは平均回帰的な一部のシグナルが新しい市場環境に適応するまでに時間がかかるため、出遅れています。マーサーでは、経済的影響やデータが市場価格に反映され始めると、これらの戦略はより良いリターンをもたらすと期待しています。

ディスクレショナリー・マクロ戦略およびシステムティック・マクロ戦略は、これまでの調査によると、不確実性が高まった当期間において概ね期待通りに機能しているようです。これらのマネージャーの多くが 2008 年の金融危機から貴重な教訓を学び、高ストレス環境下での流動性と運用上の課題を乗り越える助けとなっています。これらの戦略は特にシステムティック・マクロ戦略の領域において、取引と執行に関するイノベーションの最前線に立ち、コンピューター主導の未来においてそれによりポジションが確固たるものになるとマーサーは信じています。マネージャーの一部は運用報酬を削減するかたちで、これらの効率性を投資家に還元してきました。過去 10 年間に於いて、運用報酬は平均的に低下しており、その傾向は特にピュアトレンドの戦略において顕著です。

結論

COVID-19 との戦いは各国政府の様々な対応につながっています。これらの行動による影響やインパクトは不明確なままであり、市場の不確実性は今後も続くでしょう。政策の範囲と有効性、その期間、そして何よりもウイルスの大流行による長期的な社会的/経済的影響は不明です。我々は未知の領域に突入しています。COVID-19 の影響は広範囲におよび、今後しばらくの間、金融市場全体のボラティリティの要因となる状態が継続する可能性があります。

マクロ戦略は求められる役割を果たしているのでしょうか？ 今後も投資家にとって価値があるのでしょうか？ という問いに対して、マーサーはそのように考えています。

現在の環境はいずれのマクロ戦略にも強力な投資機会を提供します。ディスクレショナリー・マクロ戦略はその機動性によって、システムティック・マクロ戦略はその多様化された合理性によって恩恵を受けるでしょう。スタイルの面では、ディレクショナルとレラティブ・バリューのいずれも魅力的です。前者は嵐の中心にいる現状において直ちに、注意深く、厳選した投資アイデアにベットすることでマイナスを抑制できるはずで、後者はより正常な状態に戻る移行期において魅力的となります。

状況が安定し始め、市場のボラティリティが低下すると、回復の可視性が向上し始めるかもしれません。その時になって初めて、実際の影響が経済データや企業情報に反映され始めるでしょう。地域や資産クラス間の格差はおそらく継続し、重要な投資機会を提供するでしょう。マーサーが高く評価するマクロ戦略のマネージャーの多くが、数年ぶりに資金募集を再開しており、この見方を裏付けています。

¹ヘッジファンド指数は非常に多様で異質なグループを構成しています。メソドロジーと構成はプロバイダーと戦略によって大きく異なります。HFRIマクロインデックス（トータルリターン）は200を超えるマネージャーの運用報酬控除後リターンが均等加重されたものであり、最も長いトラックレコードを有します。ディスクレショナリー・マクロ戦略とシステムティック・マクロ戦略の両方をそのユニバースに含み、方向性やレバティフ・バリューといったスタイル、ボラティリティや集中度、レバレッジ制限の異なる戦略を包括しています。当インデックスは毎年リバランスされます。SG CTAインデックスは2000年から始まった、マネージド・フューチャーズにフォーカスしたより専門的なインデックスです。当インデックスは主に先物を取引し、広範に分散されており、ファンドがオープンとなっていて、日次でパフォーマンス報告している戦略のうちAUM上位20のもので構成されます。均等加重のインデックスであり、毎年1月1日にリバランスおよび再構築されます。

²マーサーに提供された推定値は2020年4月14日現在のもので、監査はされていません。

³2020年4月14日のネルソンレポートについてソシエテ・ジェネラル社の転載許可を得ています。

⁴カテゴリーの分割方法およびその背景の詳細については以下のサイトから入手できる弊社が2019年に発行したレポート「Managed Futures, Past and Present」をご参照ください。

<http://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/nurture-cycle/gl-2019-wealth-managed-futures-past-and-present-mercer.pdf>

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いません。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・マネー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