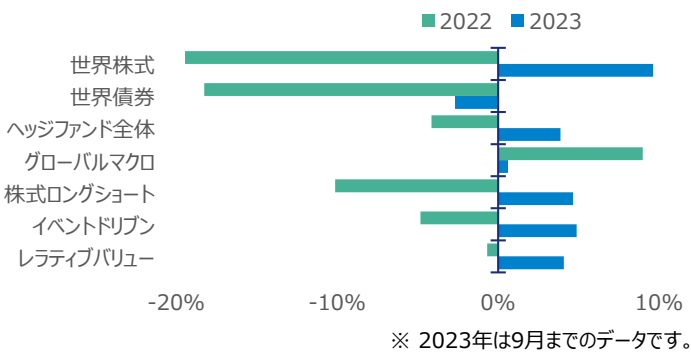


- グローバルマクロ戦略は2022年株式、債券が下落する中で大きく収益を獲得したことで注目を集めました。今年に入りリスク資産が回復するなか収益獲得に苦戦しています。
- これまで低調な運用実績が続いていたグローバルマクロ戦略ですが、昨年の好成績は一過性のものではなく今後も大きな相場トレンドを収益化することでポートフォリオ運営でのダウンサイド抑制、分散効果向上に資するものと考えています。

インベストメント・ソリューション部 プロダクトマネジャー 大谷 遼

2022年株式・債券市場共に「波乱の年」となった中で、グローバルマクロ戦略が好調な運用実績を残し大きく注目を集めました。しかし2023年に入り株式市場を始めリスク資産が回復してきた中でグローバルマクロ戦略は逆に収益獲得に苦戦する状況となっています【図1】。グローバルマクロ戦略の好調/不調の要因は何か、ポートフォリオ運営において同戦略を組み入れる投資意義について解説します。

【図1: 主要資産クラス/戦略別パフォーマンス*1】



■ そもそもグローバルマクロ戦略とは

グローバルマクロ戦略とは世界中の国・地域の政治動向・マクロ経済動向に対する緻密な分析を拠り所に株式や債券、為替などの資産価格の方向性を予測することで、収益獲得を目指す戦略です。

投資対象資産や運用スタイルに大きな制限がなく、株式ロングショート戦略やイベントドリブンなど他のヘッジファンド戦略と比較しても自由度が高い特徴があります。

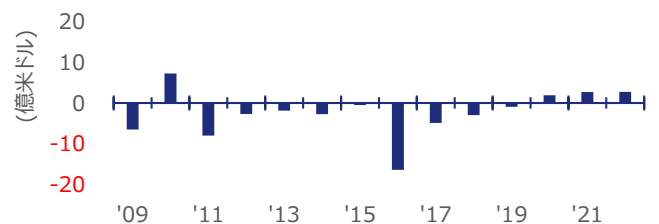
古くはケインズ経済学でお馴染みのジョン・メイナード・ケインズ氏が同種の取引を行っていたことが知られています。同氏は投機家としても著名であり、1920年代に第一次世界大戦後に課せられた多額の賠償金支払いのため、ドイツが通貨マルクを大量発行すると見込み、マルク売り・米ドル買いを仕掛け、財を成しました。

1990年代にはジョージ・ソロス氏の英中銀に対する英ポンドの売り仕掛けの成功など複数のスタートレーダーの活躍によって大きく注目を集めることとなりました。その後グローバルマクロ戦略は株式や債券との低い相関性などが評価され、機関投資家のポートフォリオ運営でも投資対象となりました。

■ 「波乱の年」までのグローバルマクロ戦略

2008年のリーマン・ショック後、グローバルマクロ戦略は苦難の時代を迎えることとなります。先進国中心に中央銀行による政策金利の0%近辺での維持、フォワードガイダンスや量的緩和による金利水準及び金利ボラティリティの抑制が行われた結果、グローバルマクロ戦略の投資機会が限定的となり、投資魅力度が低下したことから、特にマネジャーのマクロ見通しに基づき裁量的にトレードする戦略(裁量型)は資金流出が継続しました【図2】。

【図2: グローバルマクロ戦略(裁量型)の資金流入*2】



グローバルマクロ戦略復活のきっかけとなったのは新型コロナウイルス蔓延でした。2020年3月のコロナ・ショックで株式は急落、金利が急低下する環境下、裁量型のマネジャーの多くは金利低下を収益化し存在感を示しました。

加えて新型コロナウイルス対策で各国が海外への渡航のみならず外出規制も実施する一方で、国民生活保護のため大規模な財政出動を行ったことを受けて、マネジャーはこれまで低位に留まっていたインフレ率、そして金利のレジームチェンジを見通しました。

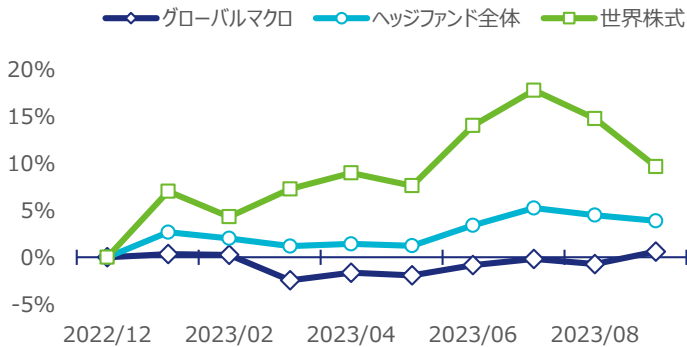
結果として2021年以降インフレ率は米国中心に上昇、「波乱の年」となった2022年にはFRBが金融引き締めによりややく舵を切ったことで株式、債券ともに下落する(金利は上昇)相場展開のなか、見通しに沿ったポジションを構築していたグローバルマクロ戦略は高い収益を獲得しました。個別マネジャーの中では単年で+200%近いリターンを獲得するものが現れるなど目を見張るような実績となりました。

*1: 世界株式: MSCI-World, 世界債券: FTSE世界国債、ヘッジファンド全体: HFRI Fund Weighted Composite Index, 株式ロングショート: HFRI Equity Hedge Total Index, イベントドリブン: HFRI Event-Driven Total Index, グローバルマクロ: HFRI Macro Total Index, レティビバリュー: HFRI Relative Value Total Index.
 *2: Macro-Discretionary Thematicの資金流入流出動向です。
 注: 各種データは速報値を含みます。
 出所: Bloomberg, HFR, Inc. (HFRインデックスはHFR, Inc. (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

■ 足元のパフォーマンス苦戦の要因は

注目が高まっていたグローバルマクロ戦略ですが、2023年に入ると世界株式やヘッジファンド全体は上昇する中で、出遅れが見られています【図3】。

【図3: 年初来のパフォーマンス推移】



注: グローバルマクロ: HFRI Macro Total Index、ヘッジファンド全体: HFRI Fund Weighted Composite Index、世界株式: MSCI-World
出所: Bloomberg, HFR, Inc. (HFRインデックスはHFR, Inc. (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

苦戦は金融市場の中心である米国金利動向が主な要因とみています。米国については2022年末から2023年初の大きなマクロテーマとして、リセッション入りすることに伴う利下げの織り込み、短期金利の長期金利対比低下=逆イールド解消がありました。

しかし年初来想定以上に底堅い米経済統計やFRBからの金融引き締め長期化示唆などを受けて、多くのマネジャーがマクロビューを修正し短期金利の更なる上昇にベットするポジションを構築しました。

そのタイミングで起きたのが米国のシリコンバレー銀行破綻に端を発する銀行セクターの混乱です。同銀行の破綻は金利上昇により低金利時代の債券投資が損失を抱えた結果、バランスシートが脆弱となり預金引き出しに耐えきれなかったことに起因します。同様の銀行に破綻が連鎖し金融システム不安につながるのではとの懸念が急速に高まったことで、年内利下げを急速に織り込み短期金利が大きく変動しました。破綻直前のパウエルFRB議長発言が更なる利上げを示唆するものであったこともあり、短期金利上昇にベットしたマネジャーの多くは損失を計上することとなりました。

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足り目且正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績及びシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部又は全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティ等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額を御負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご確認ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

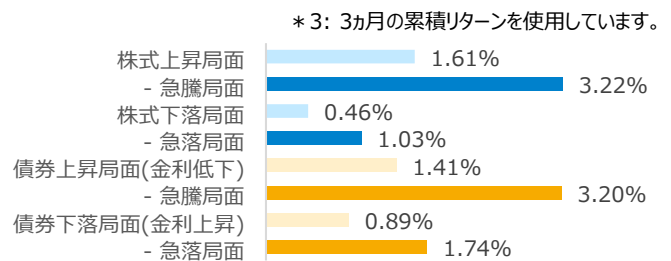
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigy@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

■ 今後の投資意義をどう見るか

今年のグローバルマクロ戦略の苦戦は2010年代に見られた金利水準、ボラティリティ抑制に伴うものではなく、突発的なショックによるものと考えています。多くのマネジャーは3月にかけて損失を計上しましたが、その後銀行セクターの混乱が落ち着くにつれてパフォーマンスは回復傾向にあります。

グローバルマクロ戦略は資産価格の方向性を予測することで収益を獲得しますが、そのトレンドが大きいほど収益幅も大きくなります。実際に過去の実績では変動が大きくなる局面でリターンが高くなる傾向があります【図4】。

【図4: グローバルマクロ戦略の局面別リターン*3】



注: 計測期間: 2000年1月~2023年8月。3か月ローリングリターンを基に各局面の数値を単純平均しています。急騰/急落局面は計測期間における上位/下位10パーセンタイル内の局面を指します。算出に当たって以下の指数を使用しています。グローバルマクロ戦略: HFRI Macro Total Index、株式: MSCI-World、債券: FTSE世界国債
出所: Bloomberg, HFR, Inc. (HFRインデックスはHFR, Inc. (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

足元の投資環境は、米国経済が急速な利上げに耐えソフトランディング(軟着陸)するのか景気後退に陥るのか、の瀬戸際にあります。来たる次の大きなトレンドが株式、債券といった伝統的資産に対して追い風か向かい風かを見通すことは難しいですが、上昇/下落に関わらず大きなトレンド下で収益期待の高まるグローバルマクロ戦略は、ポートフォリオのダウンサイド抑制、分散効果向上の面で今後の投資意義が大きい戦略であると考えています。

グローバルマクロ戦略はその自由度の高さから短期的な収益性低下を厭わず方向性にベットするマネジャー、相対価値アプローチを採ることで着実な収益積み上げを目指すマネジャーなど千差万別です。当社はゲートキーパーとしてご投資家様のソリューションとなり得るマネジャーの発掘、モニタリングに今後も努めてまいります。