



## マクロ：アイデアと現実世界でのトレード

彼ら（囚人たち）は私たちと似ています。つまり、生まれた時から、炎によって洞窟の目の前の壁に映る影以外に、自分自身やお互いのことをほとんど見たことがないなんて、想像できますか。

プラトン『国家』より

マクロ投資家がアルファ（超過収益）を創出するためには、経済がどのように働いているのか、政策と政治がどのように関係しているのかという点を深く理解し、同時に、強固なリスク管理の枠組みを備え、市場の需給メカニズムをしっかりと把握することが必要となります。しかし、他の投資家との違いを生み出す鍵となるのは、往々にして市場構造の転換点を見付け出し、タイミング良く行動をする能力の有無にあると思います。つまり、アルファを得るために必要となるのは、異なるタイプの思考であって、単純な数字や事実、知識の積み重ねではなく、単純に言ってしまうと、判断力と洞察力がリターンをもたらすと考えています。

2018年9月

ナチョ・モライス  
コンサルタント



## マクロ投資のツール

マクロ経済（マクロ）に基づく投資戦略は、長期的であれ機動的であれ、通常オポチュニスティックなアプローチを用います。そのポジションは、マクロ・トレンドや現状の資産価格に対する運用者の見方を反映したものとなります。

まずはマクロ投資家が利用可能なツールを確認しましょう。ある一つの銘柄の分析から、ある一つの企業、ある一つの国、さらに証券全体へと分析する範囲を広げて行く際に、分析範囲の拡大をあまり感ずることなく、証券の売買を行うことが出来る市場に自然と向かっていきます。例えば、指数や国債（借り入れやクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、その他のデリバティブが活用しやすい）、あるいは短期金利や通貨といった取引しやすい資産を利用することが当てはまるでしょう。資産価格は全般的なマクロ経済トレンド、需給動向、市場センチメント、政治や金融政策などを反映しており、投資家はこれらのツールを用いて、マクロ・トレンドの大きな転換点や短期的な市場のミスプライスを活用することが出来ます。

## バランスの取れたスキル

マクロ投資には、社債や株式のロング・ショート戦略とは異なるスキルが要求される、あるいは少なくとも、こうしたスキルを違った風に用いる必要があります。一般的に社債や株式のロング・ショート戦略では、ボトム・アップ分析が重要な鍵を握り、運用者は企業の事業の仕組みや投資対象の資本構造上の位置、経営陣の質やセクター動向などに関して十分に理解する必要があります。つまり、単体レベル（企業、事業モデル、経営陣など）と全体レベル（セクター、資産クラス）での理解が重要です。

一方マクロ投資では、トップ・ダウンの要因が主な価格の変動要因となります。市場のセンチメントや需給トレンド、さらに買い手と売り手の特性などが重要な役割を果たします。とは言いながらも、運用者はチャートや取引高のみに囚われて取引すべきではありません。こうしたことに関しては、最終的にコンピュータが人間に勝るでしょう。マクロ投資家が強みを発揮できるとすれば、意思決定時の「人間の性格」を分析する部分においてであり、資産価格の根本的な変動要因を理解する上で欠かせないことです。こうしたことから、マクロ投資家は、次の二つの構成者が考えていること  
の背景やその後の行動を理解する必要があります。

- 一つ目は、**個人**という構成者です。例えば、政策担当者や中央銀行高官、規制当局者などで、その決定が大きな影響をもたらす個人です。彼らのモチベーションや考え方を理解することは不可欠であり、時間を割いてコミュニケーションを取り、出版物を読み、参考文献なども理解することが重要となります。
- 二つ目は、主に政治と経済という側面からの**集団**という構成者です。例えば、特定の経済的バイアスを持つ候補者を権力に就かせる有権者や、雇用者数を動かし、成長率やインフレに影響を及ぼすことができる**経営者**という集団を想像してみてください。政治と経済という2つの側面から集団の思考プロセスや両者の結び付きといったことを理解することは、政策や報道がどのように吸収されるのかを理解し、最終的に**資産価格の方向性を占う上で非常に重要**となります。

マクロ投資家がよく投げかける質問には以下のようなものがあります：

これらの政策パッケージは経済の再活性化につながるか？ 今回の刺激策はインフレを生み出すか？それともこれを吸収するために十分な弛みがあるか？ 今回の銀行規制の変更は金融機関のバランスシートと経済全体への貸出という点で、バランスをもたらしてくれるのか？このニュースは、国の経済政策の重要な変数となるのか？それともこれは単に、聴衆に付け込む政治家の行動か？ある特定の選挙結果を予想する上で、社会通念は正しいか、そうではないか？

## 市場への見方を立てる

『国家』での「洞窟の比喻」の中で、ギリシャ哲学者プラトンは、現実社会を捉える上での人間の認識の限界を、生まれた当時から洞窟の壁に映った影の世界と、その音のみを頼って生活してきた囚人たちを通して描いています。囚人は解放されれば、より高いレベルの知識を得ることができます。例えば、影となっていたものの実体、背後の火、洞窟の外、そして最終的には太陽を見ることもできます。これは他の概念とともに、いわゆる啓蒙の比喻となっています。プラトンによれば、視覚的経験からは現実の一つのイメージを得られるに過ぎず、思考と理性が究極の真実、すなわちイデアにたどり着く唯一の道であるとなりました。

## プラトンの著作は、ウォシャウスキー監督の「マトリックス」やウィアー監督の「トゥルーマン・ショー」など、数多くの芸術作品のヒントとなりました。

インターネットやソーシャル・メディアの出現により、我々が情報にアクセスする手段は大きく変化し、こうした考えはかなり今日的なものとなっています。我々は膨大な量の情報による刺激にさらされており、ノイズとシグナルを見分ける能力は運用者がマクロ経済構造の転換点を見極める上で非常に重要となっています。運用者が直面する課題には以下のような例が挙げられます。

- インターネット上に情報が氾濫しているにも関わらず、その質は疑わしいものもあります。ソーシャル・ネットワークや携帯デバイス、まとめサイトなどを通じたインターネットへのアクセス手段によっては、実際の状況が歪められた情報や、仲介者によってバイアスが掛かった形での情報を得る可能性があります。
- 限られたトピックに関して最新の情報は手にすることが出来ても、深掘りした情報を手にすることは出来ないかもしれません（Bloombergで‘TOP’と入力した際のニュース画面が好例です）。
- 我々の関心を維持するためにメディアは常に最新のトピックに移りたがるため、個々のトピックスの寿命は非常に短くなりました。結果として、ニュースに対する情動を処理する上で、思慮深さよりも瞬発性が重視されることとなりました。

ニュースの発信、とりわけソーシャル・メディアを介したものについては、情報の発信者の意図を考慮した上で理解する必要がありますでしょう。表現、その強度、さらにメッセージの繰り返し方などは、意見を形作るものであり、メッセージ自体の重要な構成要素です。そのため重要人物へのフォーカスは重要であり、どのような発信をするのかとともに、彼らを取り巻く法的及び政治的プロセスを鋭く注視する必要があります。例えば政治を例にとると、もともと数多くのレポーターが存在する分野であることから、偏った見方、もしくは「フェイク」ニュースを額面通り受け止めることの代償は大きいと言えるでしょう。

何よりも、公の議論を呼ぶ考察については事実に忠実になることが重要であり、一次資料から証拠を得て、発信者がなぜそのような発信の仕方を選択したのかを十分に理解する必要があります。氾濫する情報から重要な情報のみ抜き出し、異なる関係者の意図をくみ取るためには、それが唯一の方法であると言えるでしょう。

## 執行

事実やマクロ指標を分析して、モデルを適合させて、関係者との議論を行い、その考えやモチベーションを理解し、シナリオ分析などを全て終えて初めて、運用者は最終的な投資判断を実行に移します。

ハイ・イールド社債のアナリストが、デフォルト・リスクやデフォルトした場合の損失、市場全体のセンチメントなどを計測することで同銘柄を評価するのと同様に、マクロ運用者は自身の見方に基づいた予想シナリオに沿って、資産価格を評価します。その後、自身の見方に照らして最もリスクが低く最も魅力的な非対称な価格変動となっている資産を発掘します。この時点で重要なことは、市場がシナリオとして何を過小評価しているかを理解し、それらのシナリオの程度及び確率が運用者自身のシナリオとどのように異なるか、さらに広範な投資家心理の変化をもたらす要因などについて十分に理解していることです。



マクロ投資においては、時期尚早であることは見方を間違えたときと同じくらい痛手を被ることがあり、さらに見方が正しくても間違ったツールを使った場合にも痛い目をみる可能性があります。

ただし、市場は需給によっても左右され、投資家心理が変動要因となることもよくあります。誰が買い手で誰が売り手なのか、またこれらの投資家がどのように資金を調達しているか、この投資戦略に対するコミットメントがどれだけ強く、どれくらい投資を続けることができるのか、という点も理解する必要がありますと言えるでしょう。もちろん、一人一人の市場参加者を調査することは出来ませんが、資金フローが機関投資家によるものなのか、投機筋によるものか、リテールからのものかを把握することは可能です。加えて、各国の中央銀行の動向も視野に入れる必要があります。ポジションを支える取引高があるか、もしくは市場参加者の欠如に伴うリスクが存在しているかを見極める必要があります。あるマクロ経済シナリオがどのように資産価格に影響をもたらすか、そのシナリオを生かすためにはどの資産クラスが最も有効であるかを判断する運用者のスキルが重要な鍵を握ります。たとえシナリオが正しかったとしても、そのシナリオが資産価格に反映される過程で失敗してしまったという例も散見されます。資産の価格変動要因、保有者やトレーダーに関する優れた知識が要求されます。

そして最後に、ポートフォリオ全体を俯瞰して見る必要があります。関連性のない取引の積み上げは、ポートフォリオとは呼べません。とりわけ多くのテーマについてロングとショートでポジションが取れるものの、常に運用者の見方をロングするというマクロ運用において、適切なリスク管理は必要不可欠となります。リスクを意識した投資判断をし、ポートフォリオにおける異なる構成要素がどのように相互作用するかを考慮するとともに、投資環境が投資テーマにそぐわない場合にはポジションを解消するなどの判断力が非常に重要となります。さらに、規律ある取引や冷静さを維持することも欠かせませんが、必ずしもリスクを削減すべきではない局面も想定されるため、ポートフォリオの安定性を測る事前の取り組みも重要です。したがって、流動性の行方や投資家の流動性及び資金状況、さらにネガティブなシナリオ下において、意のままに動かせるポジションを念頭に置いたポートフォリオ運用が欠かせないと言えるでしょう。

## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。