



## 子年に高まる疫病懸念

**ビーガンという発想から投資の教えを受けるなんて誰が思ったことでしょう。**

先週は、中国・武漢市を中心とした新型コロナウイルスの広がりに関連した質への逃避傾向から、主要金利が低下しました。政府が武漢からの、及び武漢への移動を制限するなか、中国がちょうど春節休暇に入るタイミングであることもあり、人々の懸念は日増しに強まっています。

これに関して言えば、既にやや弱含んだ状態にある中国経済にとって、今回の出来事がネガティブな影響をもたらしたとしても不思議ではないと言えるでしょう。また中国経済の重要性を踏まえ、グローバル経済への影響を懸念する見方もあるようです。

2003年に重症急性呼吸器症候群（SARS）が流行した際には、市場の警戒感が最も高まった局面で、米国債利回りは30bps程度低下しました。ただし、折しも米国がイラク侵攻を決めた時期でもあったため、SARSへの懸念は、米国債利回りの動きの約半分程度を説明するに過ぎなかったかもしれません。

さらに特筆すべきは、当時、市場の警戒感は新たな感染者数がピークに達し始めてすぐに後退したことであり、結果として一時的な質への逃避の動きは、反対のポジションを取るための好機であったとも言えるかもしれません。しかし今回の場合、警戒感がピークに達するまでにはまだ時間が掛かるかもしれません。

さらに、20年前と比較すると中国がグローバル市場に及ぼす影響は明らかに大きくなっており、市場の動きが早期に収束すると結論付けることは賢明ではないかもしれません。

2020年1月24日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 堅調な経済指標

これらの進展を除けば、今後の経済見通しにより前向きな見方を持っています。

実際に、先週以降発表された韓国や英国の経済指標には改善が見られました。また、米中貿易に関する懸念が後退したことや、金融市場が昨年末を良好なトーンで締め括ったことから、購買担当者景気指数（PMI）もセンチメントの改善を示唆する可能性があるかと予想しています。

今後感染拡大を食い止めることが出来れば、新型コロナウイルスが与える影響も最小限にと抑えられるとみています。したがって、米連邦準備制度理事会（FRB）及び欧州中央銀行（ECB）がいずれも今年中に利下げを行う可能性は低いと予想するなか、足元では引き続きポートフォリオの金利デューレーションを削減していくことを選好しています。

社債市場では、バリュエーションが既に割高な水準に近づいているとみており、上昇局面で利益を実現することを意識しています。足元ではCDS指数が現物債を上回るパフォーマンスを続けています。

## ECB：引き続き自動運転モード

ユーロ圏では、先週行われたECB会合が市場参加者にそれほど材料視されませんでした。金融政策は「自動運転モード」にあり、ECBが戦略的レビューを開始させたとは言え、政策担当者からの印象では、同レビューが2020年7-9月期を前に完了する可能性は低いとみており、大きな影響をもたらすことはないかと予想しています。

ユーロ圏の政策担当者が、銀行同盟などの分野において更なる前進を望んでいることは事実かもしれませんが、現段階では、議論が停滞することを概ね受け入れているようです。

多くの側面から、現時点では（環境を除けば）欧州に「危機」が存在しないことによって、具体的かつ新たな進展をもたらすために必要となる、互いに譲歩を促すプレッシャー及び緊急性に乏しいように思えます。

## イタリア政治が再び注目される

ユーロ圏の国では、ドイツの有権者及び政治家が、イタリアの政治情勢を不信感とともに神経質に見守っています。先週は、イタリアの連立政権を担う「五つ星運動」のディマイオ党首が辞任したことにより、市場のボラティリティが当初高まりました。同氏の辞任が早期の解散総選挙の予兆となり、総選挙の結果としてサルビーニ氏及び同氏が党首を務める「同盟」の政権が誕生する可能性が懸念されたためです。

ただしその後、ディマイオ氏が引き続き現連立政権の外相を務めることが伝わり、結果として連立政権の行く末は、3月に行われる党首選で選出される「五つ星運動」の次期党首にもよるとの見方が広がると、市場の懸念は幾分後退しました。

ただしその3月の前に、今週末に予定されている州議会選挙が重要となる可能性があります。比較的裕福な地域とされ、民主党の地盤とされてきたエミリア・ロマーニャ州において、世論調査では支持率が拮抗しているためです。

民主党が同州の政権を維持すれば、イタリアの政治的リスクは落ち着く可能性がある一方で、「同盟」がその牙城を崩して決定的な勝利を収めれば、議員の間では離反の動きが出て、連立政権の存続がさらに危ぶまれることになるでしょう。

現段階ではイタリアのポジションをフラットとしていますが、政治的懸念を背景にスプレッドが大幅に拡大した場合、買いの好機となる可能性もあると考えています。

今のところ、早期の解散総選挙になる可能性は35%程度であるとみており、最終的に総選挙を2022年まで先延ばしにすることが可能となった場合には、マリオ・ドラギ前ECB総裁にイタリアの次期大統領への就任要請があるかどうかにも注目しています。仮にそうなった場合には、（その時点でサルビーニ氏が政権を握っているかどうかに関わらず）投資家に非常にポジティブに受け止められ、イタリア資産の大幅な反発につながる可能性があると考えています。

## 英国経済は回復するか？

英国では、当コメント執筆時点において、PMIの発表を待っている状況です。先週は、市場に織り込まれていた1月の会合におけるイングランド銀行（中央銀行）の利下げ確率が低下しました。住宅価格が前月比2.5%近くの伸びとなったことや、力強い内容の雇用関連統計、さらにCBI（英産業連盟）調査の反発などがその背景にあります。

実際、英国の企業信頼感は20年ぶりの高水準に近い水準にあり、「ボリス（・ジョンソン首相）回復」というよりもむしろ、「ボリス・ブーム」と言ってもいい状態かもしれません。

とはいえながらも、PMI指標が2019年末に掛けて弱含んでいたことを踏まえれば、カーニー総裁が自身の総裁としての最後の会合において政策を据え置くためには、PMIの力強い反発が確認される必要があるかもしれません。

ただしブルーベイでは、依然として英国債には割高感があるとみており、今後更なる財政緩和が予想されることや、EUとの貿易交渉も一定の実用主義に則ったものになるとの見方から、仮に一度の利下げがあったとしても、今年末までにはそれが覆されることになると予想しています。

したがって、英国債は、ユーロ圏のその他国債と比較して圧倒的に投資妙味に欠けると考えています。その背景として、その他ユーロ圏国債は、英国債と比較して預金金利に対する高い上乗せ利回りを提供していることや、ECBの買入によってユーロ圏国債のネット発行額がマイナスとなること、さらに英国と比較すれば、ユーロ圏には成長を刺激するために財政出動を用いることに幾分の抵抗があるとみられることが挙げられます。

## 今後の見通し

来週は中国市場が春節休暇のため休場となるため、アジア時間のその他の市場における価格動向で、新型コロナウイルスに対する警戒感がさらに高まるか、もしくは収束に向かうかを確認することになるでしょう。

ある意味では、これまでのところ感染拡大の懸念が概ね抑えられていることは興味深いと考えています。過去数か月間に亘る、株式及び社債市場の堅調なパフォーマンスを踏まえれば、調整が起きても不思議ではない局面に差し掛かっているとも取れそうですが、豊富な流動性環境下において、投資家が投資に回すための多くの手持ち資金を有していると見られることも相まって、これらの市場は今のところ底堅く推移しています。

為替相場のボラティリティが記録的な水準に低下し、S&P500 種指数も最高値近辺で推移している足元の状況は、市場に慢心が生まれていることを示唆する症状であるとも言えますが、同時に基調的なトレンドが力強いことを示唆しているとも受け止められます。

とは言いながらも、債券利回りの低下が見られているなか、株価が今後も長きに亘って上昇基調を続けることは困難であるとみています。

そのような見方に基づき、短期的なリスクは株価及びスプレッドに調整が入る方向にやや傾いていると判断しており、より長期的なリスクとしては、国債利回りの上昇が挙げられると考えています。いずれの場合においても、市場の上昇局面ではポジションの利食いを意識していく方針です。これは、2020年の金融市場はレンジ内の動きに留まるとのブルーベ이의包括的な見方に基づくもので、結果としてポジティブなリターンを達成するためには、「上昇で売り、下落で買う」ことが鍵になると考えています。

新型コロナウイルスの影響が最小限に食い止められ、「子年」である今年が、グローバルな疫病の年としてではなく、縁起の良い年として思い出される年になることを祈っています。

中国の一部ソーシャルメディアでは、今回のウイルスの感染源は食用のジャコウネコであったとの声もあるようです。結局のところ、私たちは（動物性食品を一切口にしない）「ビーガン」という発想を、（ジャコウネコが鼻をクンクン鳴らすように）鼻であしらうべきではないのかもしれませんが。

## ディスクレームー

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（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をご遠慮下さい。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。