



## 「ミニ・マイク」とミニオンズ

ウイルスを巡る懸念が緩和される中で、米国の経済指標は堅調さを継続している一方で、民主党の党員集会での技術的なトラブルによって米国の政治情勢に注目が高まっています。

先週は、新型コロナウイルスの感染拡大が抑制されるとの期待感を背景に、投資家のリスク許容度が回復しました。

ある意味では、そのような結論に至ることは依然として時期尚早であるかもしれませんが、新たな感染の拡大ペースがピークに達したとの見方や、致死率が低いこと、治療法への期待などが、1月末の市場を特徴づけた投資家の質への逃避取引の一部を反転させる材料となりました。

大半の市場コメンテーターが、中国経済は1-3月期にやや減速するものの、4-6月期に力強い回復を見せることを予想していると見られます。失われたアウトプットのうちの半分以上がその後埋め合わされることで、年間の成長率予想は依然5%近辺にあるようです。

中国以外の地域に目を向けると、12月の米中貿易合意を受けた貿易及び関税懸念の後退を背景に、年明けに入って購買担当者景気指数（PMI）がグローバルに改善しています。次回の発表では一連の数字が弱含む可能性はありますが、欧州及び米国内経済の基調的なモメンタムは比較的健全であると見られます。

例えば、力強い内容の米ADP雇用統計は、ダウンサイドよりもアップサイドの成長リスクを示唆しているほか、英国でも、ここ最近発表されている経済指標は、昨年12月の総選挙以降の英経済の「ボリス（・ジョンソン首相）回復」の只中にあることを継続的に示唆する内容となっています。

2020年2月7日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 強欲 (greed) の不在

コロナウイルス以外の話題としては、先週、電気自動車メーカーのテスラに対する市場の注目が高まりました。テスラの株価は年初来で2倍に上昇しており、2018年5月の安値と比較すると約5倍の水準に達しています。

ブルーベイではこれまでに、今景気サイクルにおいて強欲 (greed) が存在しないことが、それに伴う景気の過熱感や金融引き締め、さらにその結果としてのリセッションが見られない要因になっていることに言及してきました。しかし、2017年末から2018年1月に掛けての仮想通貨上昇に特徴づけられたような「FOMO (Fear of Missing Out; 見逃してしまうことへの恐れ)」が再び見られ始めるかどうかは興味深い点となるでしょう。

その当時は、リスク資産の価格上昇ペースが加速したことが米連邦準備制度理事会 (FRB) のよりタカ派的な姿勢につながりましたが、このような展開はパウエル氏の体制下にあるFRBでは非常に想定しづらいように思えます。さらに今年は大統領選が控えていることも踏まえれば尚更でしょう。

したがって、コロナウイルス関連の懸念が後退すれば、グローバルなリフレというテーマに回帰することで、株式投資家が「次なる」テスラを追求し、緩和的な政策環境下において、既にやや割高と見られる資産の価格評価がさらに吊り上がる可能性もあるとみています。

## 選好するポジションについて

金利については、いずれの主要中銀も2020年に利下げを行わないとの見方に基づき、デュレーションを短期化することを選好しています。米国及び英国の金利市場とともに政策緩和が織り込まれているなか、利回りは上昇に向かうとみています。ただし、現状の水準から30bpsや40bps以上の上昇が見られると予想することはやや困難であると言えるでしょう。

米英とは対照的に、ユーロ金利に対してはより前向きな見方を維持しており、特に、10年債利回りが預金金利を200bps上回る水準にあるギリシャなど、欧州周辺国国債を通じたエクスポージャーを選好しています。

また足元では、ルーマニアに対してもよりポジティブな見方をしています。政権交代によって、より持続可能な財政政策が打ち出され、今後数か月間における非投資適格への格下げリスクを低減することが出来るとの期待感に基づくものです。

投資適格のEU加盟国でありながら、ドイツ国債に対するスプレッドが300bpsを上回る水準にあるルーマニアの長期債にはとりわけ投資妙味があると判断しています。さらに、信用格付けがルーマニアを下回る多くのエマージング国のスプレッドが、ルーマニアと比較してタイトな水準にあることを踏まえれば、ルーマニアには機関投資家からのさらなる資金流入という支援材料が期待できると考えています。

また、欧州社債市場に対しても前向きな見方を維持しています。欧州中央銀行 (ECB) による買い入れが純供給額の抑制につながるとの見方に加え、マイナス利回り債券が市場の中心となっているなか、キャリー需要が高まることで、利回り曲線のフラット化及びスプレッドの縮小がもたらされ、相対的に格付けの低い資産がアウトパフォームするとみています。

中でも金融劣後債及び事業ハイブリッド債への選好を維持しています。その他では、CDS指数を通じたヘッジ・ポジションを幾らか維持することが適切であると考えており、足元の不確実な投資環境を踏まえ、やや一時的なプロテクションを保有するには有効な手段であるとみているほか、CDS指数が、これまで示してきた力強いテクニカルな抵抗線を突破できるかどうかについては、懐疑的な見方をしているためです。

## 眠ったままの投資機会

その他では先週、アイスランド中央銀行が利下げを行ったことで、アイスランド国債の良好なパフォーマンスが目立ちました。アイスランドでは、穏やかなインフレ見通しに加え、（欧州における最も高利回りな投資機会に気づくまでにやや時間が掛かっている）海外投資家からの債券購入需要の拡大余地を踏まえ、現状2.75%である政策金利が今後さらに引き下げられる可能性があると考えています。

為替相場では、質への逃避トレードの反転から、複数のEM通貨の反発が見られましたが、相対的に堅調な経済状況や株式市場のアウトパフォーマンスを背景に、ユーロや円に対する米ドル高基調が続きました。

## 今後の見通し

この先を見据えると、市場では日増しに米国の政治情勢に注目が集まりそうです。民主党のアイオワ州党員集会において、集計作業のトラブルが発生するという茶番劇は、結果としてトランプ大統領を勢いづけるのみであるように思われます。

今週はニューハンプシャー州での予備選が控えており、何らかの結論を導き出すには依然として時期尚早であると言えるでしょう。ただし、サンダース候補の勢いはやや停滞していると思われ、より中道派の候補者が選出される可能性が高まっていると言えるかもしれません。

トランプ氏は、サンダース氏やウォーレン氏のような、より革新派の左派候補と対戦することを好むであろうと見られますが、結果として誰がトランプ大統領と戦うことになったとしても、最終的には、将来的に最も巨額の財政緩和を約束したものの勝ち、という状況になる可能性は十分にあると考えています。

民主党の候補者に関するより確かな見通しを得るためには、3月上旬の「スーパー・チューズデー」まで待つ必要があるようです。ただし多くの市場参加者は、先週トランプ氏がツイッター上で（自身よりも低身長であることをからかって）「ミニ・マイク」と呼び始めた民主党のマイケル・ブルームバーグ候補のように、選出された民主党候補者が最終的にはトランプ氏に威圧されることになるとの見方を持っているようです。

## 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。