



バレンタインデーに米国株式市場は愛を感じるか

政策と政治面での前向きな進展によって、先週も市場ではロマンチックな展開が続きました。

新型コロナウイルス拡大への懸念が一時的に後退し、先週の市場はリスクオン・モードが強まり、米国株価指数は史上最高値を更新しました。

新規患者数が中国で大幅に増えていますが、これは過去の数値が過小であったことを修正したことが影響していると見られ、湖北省での企業活動再開は早ければ2月21日になると当局から発表されたことで、最悪期は過ぎ去ったとの期待が高まりました。

この流れの中でグローバル国債の利回りはやや上昇し、クレジット債のスプレッドは縮小しましたが、中国での企業活動の停止が、今年最初の数ヶ月間の経済指標に影を落とす可能性があるとの懸念は残りました。

中国の工業生産を予想するに際して、購買担当者景気指数（PMI）が50超から滑り落ちて、来月は46以下になっても驚きはありませんし、この結果、その後の反発があるにしても、1-3月期のGDP成長率が一時的に大きく落ち込む可能性があります。

アジア諸国の多くも、サプライチェーンでの関係の強さから、中国経済の落ち込みに影響される可能性が高くなっています。恐怖感から在宅勤務をする人が増えており、消費の一時的な落ち込みもマイナスの影響をもたらすでしょう。

2020年2月14日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

健全な国内経済に暗い影を落とすコロナウイルス

欧州の経済成長見通しも中国の状況に影響される可能性が高いでしょう。ドイツは依然として自動車産業の不振に苦しんでいます。テスラへの熱狂が続く同じ時期である今週、ダイムラーの利益が大きく減少していることがわかりました。

ドイツ以外の欧州でも、フランスとイタリアは中国人観光客の減少と高級品購入の落ち込みで成長にマイナスの影響があると予想しています。しかし同時に、雇用と収入が比較的順調に増えることで、欧州の国内需要は健全な状況にあります。均して見れば、1-3月期はゼロ成長でも今年のユーロ圏のGDP成長率は1%程度を維持すると考えています。

対照的に、米国の成長見通しはずっと強く、1-3月期の成長率は2%を超えるペースにあると考えています。米国の個人消費は強いままで、株式市場の上昇効果によって、米国の金融環境で見ると今世紀初め以来の緩和状態にあります。

引き続き、2020年については欧州中央銀行（ECB）も米連邦準備理事会（FRB）も政策変更を行わないと予想しており、この前提において、米国債よりもユーロ圏の債券の方を好んでいますが、前者が政策金利を少し下回る利回りであるのに対して、後者は上回っていることがその背景にあります。

英国は全体的に順調

英国経済の成長は引き続き、「ボリス・バウンス」（ボリス・ジョンソン首相の上昇）によって支えられています。経済サプライズ指数はユーロ圏で低下した丁度同じ先月から、英国では急上昇しています。英国ではさらなる財政出動があることを鑑みれば、今年前半はユーロ圏をしのぐ成長率とみるしかありません。

ジャビド財務相が予想外に辞任したことで、この見方はただ強まるばかりです。ジョンソン首相は財政拡大、つまり成長志向の政策にコミットしていると考えています（今までのところトランプ大統領が成功させていると見られる政策です）。

従って、英国中銀は政策金利を変更しないと考えており、英国債が数ヶ月後の利下げをまだ織り込んでいる状況であることから、英国金利は今後上昇するとみています。

市場全体に対する見方

エマージング債市場ではいくつかの異なった動きが見られていますが、このそれぞれの違った状況が相対価値からの投資機会をもたらしてくれています。

クレジットにおいては、経済成長や政治トレンドについての自社分析を基に、メキシコ、ルーマニア、チュニジアといった国に前向きな見通しを持つ一方で、トルコと南アフリカをネガティブにみています。

通貨に関しては、ロシア、メキシコ、インド、アイスランド、ノルウェーといった国の通貨に対して、中国、香港、コロンビアの通貨をショートするキャリー・トレードが有効と考えています。

社債に対する見方もやや前向きです。引き続き、利回り主導のスプレッド縮小の流れがあるユーロ圏の（最近の大きな上昇にもかかわらず）銀行劣後債と、事業ハイブリッド債に投資価値があると考えています。

今後の見通し

今後に関して、米国の金融政策が緩和的である時に、株式市場の強いパフォーマンスを遮るものは一体何であろうかと自問をしています。

これまでのところ、民主党予備選での最大の勝者はトランプ大統領である中で、大統領選のキャンペーンとはつまるところ、インフラへの財政支出を政府がさらに増やすことを豪語したり約束したりする場と映ってしまいます。この政策はラフラー曲線による経済学とGDPの増加によって支出はやがて自ずから賄われるとの希望に基づいたものです。

この数ヶ月、米国経済は終盤ではなく、まだ中間点にあると言い続けてきました。この流れが変わるのは、経済がオーバーヒートに向かって引き締め的な金融政策が必要になるような、目に見える強欲さが経済に現れる時のみでしょう。

ここにはまだ至っていないと考えていますし、FRBもある程度の期間3%超のインフレにならない限りは引き締めをしないというメッセージを送っています。この状況では、これまでの尺度ではオーバーバリュアにある資産価格が、さらにオーバーバリュアになっていくかもしれません。

トランプ大統領が2016年に当選以来、米国経済は2.5%を超える経済成長で、失業率は記録的な低さ、物価は安定、株価は60%近くの上昇、という状況です。将来はもっと良くなる、とトランプ大統領が主張することは十分に可能かもしれませんし、現在の状況でサンダース氏が相手では、トランプ大統領の再選は避けがたいように思えます。結局のところ、バレンタインデーにもかかわらず、米国には愛するべき人がいない、ということなのでしょうか。

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。