



ファイブスター投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2266 号
一般社団法人投資信託協会 加入
一般社団法人日本投資顧問業協会 加入

2020 年 3 月 13 日

受益者様ご各位

ファイブスター投信投資顧問株式会社

「MASAMITSU 日本株戦略ファンド」の基準価額下落について

拝啓 時下益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、本日「MASAMITSU 日本株戦略ファンド」の基準価額が、2020 年 3 月 12 日の基準価額に比べ-6.08%下落いたしました。この下落の要因と今後の展望に関しましてご報告いたします。

敬具

記

ファンド名	3月12日 基準価額	3月13日 基準価額	前営業日比 騰落幅	前営業日比 騰落率
MASAMITSU 日本株戦略ファンド	12,353 円	11,602 円	▲751 円	▲6.08%

本日、「MASAMITSU 日本株戦略ファンド」の基準価額が-6.08%下落しました。外部環境としては、本日は、TOPIX-5.0%、日経平均株価-6.1%、東証マザーズ指数-5.8%と、日本株が大幅下落となっております。安定的利回りを提供する東証 REIT 指数が-10.5%と大幅安となったことから見ても、金融市場のリスクオフ的な色彩が強く、その影響を受けた形になりました。

本件の背景や、今後の考え方については、別稿の「今年の運用回顧と今後の運用方針」をご参照ください。

コロナ問題は今後も世界の金融市場に大きな影響を与えるものと思われませんが、年初来で年初来で日経平均株価が 26%下がった現況と比較すると、コロナ問題の影響をかなりの



程度に織り込んだ水準とも考えられます。今後も、短期変動に過度に惑わされない運用を心掛けて参ります。情勢を見ながら、ポジションの適切な拡張を通じて、損失極小化とリターンの極大化を図って参ります。

今年の運用回顧と今後の運用方針

1.最初に

今年に入り、新型コロナウイルス（以下、「コロナ」）の世界的感染拡大で、世界の金融市場が大きく混乱しております。その渦中で、弊社が運用する日本株関連ファンドと JREIT ファンドのパフォーマンスが悪化しており、各ファンドの投資家の皆様や販売会社の皆様などの関係者の方々に、多大なるご迷惑をおかけしております。大変、申し訳ございません。

2.年始からの運用経緯

1月中旬からコロナの問題が台頭し、日本株も1月末にかけて弱含む展開となりました。私も中国国内におけるコロナの感染を重く見つつも、その金融市場に与える影響を計りかねて、1月中旬から1月後半にかけて、保守的スタンスをとりながら試行錯誤をして参りました。

しかし、2月第一週になり、コロナ問題については、過度に悲観的なスタンスは不適切と判断しました。その根拠は以下の通りです。

- (1) 中国での感染拡大は容易に止まらず、今年前半は急激に経済が落ち込むが、2021年の共産党結党100周年を控えて、年後半に中国が大規模の経済対策を打ち出すなどして、経済の立て直しに注力すると判断したこと
- (2) 中国での封じ込め政策が3月中に成果が見え始め、その結果、世界のコロナに対する警戒感が4月頃にかけて、次第に緩和すると想定していたこと
- (3) 中国でのコロナ感染拡大が、世界最大経済である米国に与える影響については、以下の理由で限定的と考えたこと
 - ①米国GDPに占める中国人インバウンド比率が無視できるほど小さいこと
 - ②昨年の米中貿易摩擦を受けて、米国企業が既にサプライチェーンの再構築に動いているので、中国の製造業の稼働率急低下の影響は受けにくいと考えられること
 - ③米国の対中貿易依存度が、他国との比較で、有意に低いこと
- (4) 日本がインバウンド減少などにより多大な影響を受けるとしても、その一方で、その影響度が小さい日本企業や、中国のサプライチェーン寸断により逆にメリットを受ける日本企業も出てくることから、アクティブ運用を行える可能性は高いと考えたこと

現に2月初旬から中旬にかけ、日本株は持ち直しの兆しを示し、私の運用する各ファンドも、設定来高値近辺まで上昇しました。



しかし、2月中旬から、世界の金融市場は再度、弱い展開となりました。その理由は以下の通りと考えられます。

- (1) 感染者が世界中に拡散したこと
- (2) イタリア、イラン、スペインなどで、コロナに起因する死亡者数が急増したこと
- (3) 感染拡大を受けて、各国が隔離政策に動き、目に見える形で経済が停滞し始めたこと
- (4) 日本でも小中高休校や大規模イベント自粛要請が出され、経済の急減速が明確になったこと

そして、3月に入り、米国で感染者が発生し、米国内で隔離政策や緊急事態宣言が発令され、米国以外の各国でも渡航制限を含む緊急事態宣言が出されるに至り、金融市場はボラティリティ拡大を伴って、急激に下落する形となりました。

そのような事態を受け、私が 2 月第一週に考えた上記仮説には、以下のような誤算や思慮不足があったと反省しております。

- (1) コロナの感染の地域について、主に日本と中国を含むアジアでの感染拡大を想定したが、それが欧米にまで拡大して社会的・経済的混乱をもたらすリスクを軽視していたこと
- (2) イタリアやスペインなどの一部の国で、コロナによる死亡者数が日本や韓国を上回る形で拡大し、2月との比較で見てもコロナへの恐怖や警戒感が、世界的にはむしろ高まっていること
- (3) コロナの感染者数の増加ペースが、3月に入っても衰えず、逆に世界的には拡大しているように見えること

更に申し上げますと、根本的には、以下の点に思いを馳せるべきであったとも自省しております。これらの点を考えたら、今回は、個人の思考の産物である「知見」に過度に依拠する局面ではなく、「わからない」ということを素直に認め、短期的利益を犠牲にしてでもポジションを大きく落とすべきだったと思っています。

- (1) 今回の混乱をリーマンショックと比較すると、リーマンショックが「金銭的信用」の問題であったのに対し、今回は「生命」に関わる問題と位置付けられる。「お金は命の次に大切」という話を良く耳にするが、今回の問題は、命に関わる問題ということで、リーマンショックと同等かそれ以上に保守的なスタンスを採るべきであったのかもしれない
- (2) 今回のコロナの実態には、不明の部分も多い。そのことから、過度に人々の恐怖と警戒を巻き起こし、それが未曾有の経済ショックにつながったとも考えられる
- (3) バブル経済発生前から長く金融市場に関わってこられた専門家の方々でさえ、今回ほどの強烈なパンデミックは経験がなく、それが顕在化した場合の金融市場への影響を、誰も想定できなかった

3.今後の運用の考え方

以上を踏まえると、今回のコロナについては、まだまだわからない点が多いことから、生半



可な前提条件やロジックに基づいた安易な投資行動は禁物と思われま

ただし、「わからない」ことを素直に認めるにしても、「わかる」という方向性に向けた不断の努力は、投資家の皆様のお金をお預かりしている以上、不可欠と考えております。ここからは、今後の運用に向けた私の考えをお示ししたいと思います。

まず、コロナについては、正確な実態が不明であるにしても、以下のような断片的情報は明らかになりつつあります。

- (1)潜伏期間が 2 週間程度と長い
- (2)陰性になった患者が再陽性化するケースがある
- (3)軽症者でも肺に何らかの異変が表れる可能性が高い
- (4)感染しても自覚症状がない人も多い
- (5)他のウィルスのように気温上昇や湿度上昇で威力が落ちることが明らかでないが、その可能性は残されている
- (6)飛沫感染の可能性はある
- (7)食べ物などを通じてコロナを直接体内に取り込んだ場合と、人から人への感染を比較した場合を比較すると、前者の方が症状が重篤化する可能性がある
- (7)他のコロナウィルスに感染した経験がある人は、今回のコロナへの耐性を有している可能性がある

また、コロナ感染拡大から約 2 か月を経過して、以下のような明確な傾向も見えてきました

- (1)中国各地での、徹底的なコロナ封じ込め政策が奏功し、中国国内での工場稼働率の回復が目に見えて高まっている。その意味で、コロナの発祥地であり、かつ、最大の被害者が発生した中国では、同ウィルスが制御可能な段階に入った可能性があること、
- (2)世界的に、日本の対応や感染状況が悲観的に見られてきたが、日本の死者数は 22 人にすぎず、かつ、死亡者の圧倒的多数が高齢者に集中していること
- (3)今年度の日本国内のインフルエンザ患者数は歴史的な低水準に留まっている。この背景には、気候的要因もあるが、コロナ対策としての各種政策や個人々の生活習慣改善も寄与している可能性があること
- (4)欧州の死亡者数を見ると、イタリア 1441 人と圧倒的に多く、次いで、スペインも 136 人、フランス 91 人と多いが、ドイツ 8 人、イギリス 21 人と少ない。つまり、欧州では、国毎に死亡者数が大きく異なる
- (5)高温地域の死亡者数を見ると、タイ 1 人、インドネシア 5 人、フィリピン 8 人と少ない。日本でも、母集団が少ないので統計的に耐えうるかという議論はさておき、高温の沖縄県で感染者数 3 人とどまっている
- (6)日本時間の 16 日朝の FRB による 1% の緊急利下げに代表されるように、各国が、できる限りの金融政策・財政政策などを惜しみなく出動させている。日本も、それらに加えて、消費税引き下げや各種減税まで踏み込んだ対応を示す可能性がある



以上の状況を踏まえて、私は、以下のような新たな仮説を有するに至っております。

- (1) 今回のコロナ問題では、検査と医療の体制が整っていない上に、自覚症状がないまま陰性化する人もいると考えられることから、感染者数や重症者数ではなく、「死亡者数」が感染状態を最も確に示す有用な情報であるように思われる
- (2) 「欧州で国毎に死者数が異なるのはなぜか」という観点から分析が進むことで、感染拡大を助長する環境・文化（例えば、過去にペストが欧州で大流行したことを考え合わせること、低温低湿、握手やハグの慣行、マスクの効用、手洗い消毒の不徹底など）が明らかとなり、治療薬開発以外の有効な対策がクローズアップされる可能性がある
- (3) 感染者が早期に確認され、本来であれば世界の国々の中で最も死者数が多くあつて然るべき日本で死亡者数が少ないことにも、何らかの理由（例えば、気候、手洗いや消毒の習慣の効果、イベント自粛の効果など）があると思われ、その点と上記(3)のすり合わせを通じて、有効な対策が浮かび上がる可能性がある。また、死亡者数が少ないことから、日本の状況は多くの人が危惧するほど悪くない可能性もある
- (4) 中国が感染リスクから脱却しつつあることがより明白になれば、リーマンショックの際に中国が公共投資拡大で世界経済の落ち込みを極小化したのと同様に、今回も早期の中国経済立て直しで、世界経済が下支えされる可能性がある
- (5) 各国による各種の金融政策・財政政策は、通常であれば考えられないほどの大規模かつ迅速なもので、コロナ問題を捨象した平時であれば、ダウ 30000 ドル、日経平均株価 30000 円に達しても不思議はないほどである

私は医学には詳しくない人間なので、今回のコロナ問題について、安易な結論を導き出しははいけないと自戒しております。しかし、コロナ問題勃発から 2 か月を過ぎて、私のような素人でも上記の通りの何らかの推論が可能となるデータが揃い始めています。したがって、世界の医療関係者が知見を結集すれば、何らかの有効な対策が打てる可能性は高まっています。特に、中国が本当にコロナの感染拡大の封じ込めに成功しているのであれば、有用な前例が生じたことになるわけですから、世界的に解決の糸口も見えてくる可能性もあります。

また、世界の主要市場の株価は、年初来で 20-30%も下落しており、現状のコロナとの厳しい戦いを考え併せても、まだ株価下落余地が有意に残されているか否かについては、冷静に考えていく必要があるでしょう。

もちろん、コロナ封じ込めに向けた対策が積極的に打たれば打たれるほど、短期的な経済落ち込みは大きくなります。それが、中長期的リセッションにつながるリスクには注意を払う必要があると思われま。

以上を考慮すると、私としては以下のような運用スタンスで臨みたいと考えるに至っております。

- (1) コロナ問題の悪化のリスクを重く見つつも、株価が 2-3 割調整した環境を考慮すると、



気候変化や対策進展による状況改善の可能性を同程度に見ておきたいこと

- (2) 恐る恐るではあるが、配当利回りのような下支えがあり、5G のようにコロナ問題の如何に関わらず進展するテーマに関わるような銘柄を選別しながら、底値を拾うことを意識する
- (3) 状況の悪化のリスクを考慮して、流動性への最大限の配慮を払い、どんな状況でも迅速にポジションの拡縮を行っていく

なお、現在は、短期的にも中長期的にも日本株全体の株価水準を予測することは極めて困難です。ただし、仮にコロナ問題がなければ、日経平均株価で 26000-27000 円を目指していたであろうという見方は、2 月中旬までの力強い世界の株価を見る限り、間違っていなかったと確信しております。今後も外部環境をよく見極め、明確な方向感を見いだせた時には、そこに向かって邁進していく所存です。方向性が明らかになった節には、別途、考えを公表したいと存じております。

最後に、私も人間なので、2 月からの株価の急落で、何度も心が折れそうな心境に陥りました。そのような時に必要なことは、生半可な知識やロジックではなく、「気合と根性」だと思いうに至っております。それだけは失わないように心がけております。併せて、弊社の日本株や JREIT の運用においては、私が最終投資判断者であることは微塵も揺るがない中で、リスク管理担当の片岡や、アナリストの伊勢谷、トレーダーの田嶋・三堀が、しっかりと運用責任者の私を支え、ワンチームの形で、相場の大変動の中で声を掛け合いながら、日々の運用に全力を尽くしております。これからも、皆様のお金の最適運用を目指して、頑張っております。

以上