



BlueBay
Asset Management

再びやってきた地政学的リスク

2017年6月22日

2017年に入り、地政学的リスクの高まりに対する懸念はやや落ち着いていたかもしれませんが、最近のカタール国交断絶のニュースは、中東全域に影響を与えると考えられ、地政学的リスクはまだ存在しており、今年後半も簡単に顕在化する可能性があるという最初の警鐘になるかもしれません。



ティム・アッシュ
シニア・ソフリン・ストラテジスト
エマーGING市場

2017年は、トランプ大統領を巡る多くの不透明感に包まれてスタートしました。メキシコ及び中国との貿易戦争の可能性、北朝鮮、イラン、ロシアとの関係、北大西洋条約機構(NATO)に対する姿勢などへの懸念が募りました。欧州では、オランダ、フランス、イタリア、ドイツなどでの選挙が注目を集め、ポピュリスト政党の台頭がEUの持続可能性に影を落としました。

時が進むにつれ、市場はこうしたリスクに対して楽観的になりはじめました。おそらく穏やかな金融環境が助けとなったばかりではなく、グローバルに足並みの揃った景気回復・経済成長のトレンドが地政学リスクへの懸念を覆い隠すこととなったのでしょう。オランダとフランスでは結果的に市場友好的な形で選挙が終わりました。フランスでエマニュエル・マクロン氏が勝利したことは大きな意味をもたらし、トランプ政権の誕生や英国のEU離脱(ブレグジット)によって高まったポピュリズムを跳ね除け、欧州の活性化に向けた進捗となりました。トランプ政権は、中国との貿易関係において穏健的な譲歩姿勢を取ることと引き換えに、北朝鮮問題に対しての協力姿勢を促したと思われます。メキシコとの北米貿易協定(NAFTA)の交渉においても、経済のロジックが恐らくは考慮され、また、プーチン政権とも協働する意思をトランプ政権は示しているように見えました。NATOについてさえも、大西洋における同盟に対する米国の継続的な支援に意欲的であったと見えました。

市場見通しは前向きであるものの、地政学的リスクというのは予期せぬ時に顕在化するものです。最近のカタール国交断絶のニュースは、中東全域に影響を与える可能性があり、地政学的リスクは存在するという警告の始まりに過ぎないかもしれません。

中東

最近のカタールでの出来事は、中東で起こっている事に対する我々の安定しない嫌な感じを思い起こさせるものでした。カタールでの危機は今回の場合、クウェートやオマーンなどの穏健勢力が慎重に立ち回ること、アラブ諸国内の問題に留まるかもしれません。しかしこれは、トランプ氏が中東を訪れた直後にみられたニュースであり、サウジアラビアが同盟関係にある一部のイスラム教国により親密な支援を進めることにトランプ氏が同意したと見られ、これはただの偶然ではないかもしれません。

サウジアラビア、アラブ首長国連邦(UAE)、エジプト、バーレーンのカタールに対する動きは、スンニ派の同盟関係の強い結束をもたらすかもしれません。しかし、こうしたスンニ派同盟はイラン、そして中東以外のトルコといった国にとっても脅威となりかねません。サウジアラビア対イランの軍事闘争の序章として捉える見方もあれば、トランプ陣営のスティーブ・バノン氏と共鳴する、これを「文明の衝突」になぞらえる集団もいます。一方で原油価格が構造的な下落にある中、サウジアラビアは原油市場を牛耳ることを諦め、中東で軍事及び地政学的な支配を強めようとしているといった見方もあり、必然的にイランからの対抗や抵抗といったリスクが生じる可能性が高いとみられます。明らかにこれは地域の平和と安定にとっては良くないことです。しかし、カタールでの危機から分かったように、イラン、サウジアラビア、ロシア、エジプト、トルコ、といった地域の大国、ひいては米国、欧州及びNATOまでもが引き込まれるリスクがあり、実際にシリア危機からは、中東での衝突が地域を

越えて安全保障や移民などの多くの問題に派生する可能性は小さくないことが明らかになっています。米国政治におけるリーダーシップの空白と不透明感、そしてトランプ政権が米国の長きにわたる同盟 (NATOやカターールなど) への支援姿勢を崩していることは、更なるリスクと不透明感を助長していると考えています。カターール危機に対するリスクは、上手く管理されておらず、制御不能となっていることは明らかです。

イランとイスラエル

中東情勢について、米国及びイスラエル対イランの関係に触れずに議論を進めることはできないでしょう。オバマ政権はイランに対して友好的な政策をとり、核合意の実現やカターールを通じて米国からの一部支援などを行っていました。トランプ政権はこれを反転し、イスラエルとの関係が最重要であるとしつつもサウジアラビアを支援する姿勢に回帰して、イランとの核合意を撤回し、米国議会では新たな制裁についての議論が行われています。こうしたことが中東情勢をさらに複雑にしていますが、シリア、レバノン、バーレーン、そしておそらくカターールといったところで、イランとの代理戦争や衝突が再燃する可能性があることがリスクであると考えています。テヘランでのイスラム国による攻撃からもこの可能性は高まっているといえます。以上の議論から分かるように、サウジアラビアとイランの衝突が米国やイスラエルに波及していく可能性があると考えています。

トルコ

トルコもカターール危機に関与してきており、エルドアン大統領とカターール首長は親密で、ムスリム同胞団「ハマス」を支持しているという共通点を持ちます。トルコは食糧支援を行い、カターールに最大5,000人のトルコ兵士を送ることに合意し、軍事的支援の意向も示しています。トルコはカターールの支援について、イランとロシアと協調しています。これは、米国及びその他のNATO加盟国とトルコの関係性に緊張をもたらすでしょう。NATOとの関係はすでに、2013年の反政府運動や昨年のクーデター未遂以降、EU及び米国がトルコの民主化運動への政府の対応について批判をしたことから悪化しています。トルコはS400対空ミサイルの購入などロシアとの関係強化に努めており、これは西欧諸国への脅威となります。トルコはNATOに二番目に多く兵士を派遣しており、70数年に亘って西側諸国の安全保障の頼みの綱となってきています。

トルコ政府は、国内のクルド労働者党 (PKK)、シリアのクルド人民防衛隊 (YPG) のクルド人勢力との戦いも続けています。こちらについてもトルコにとっては思わしくない状況に直面しており、クルド人地域政府の独立を問う国民投票の可能性が出てきています。リスクは、シリア及びイラクへの軍事介入をトルコがさらに進めた場合、NATO同盟国だけではなく、イランやロシアにも波及してくる可能性があります。このリスクが加速することもまた無視できません。

北朝鮮及び中国と米国

トランプ氏は当初、北朝鮮に対して好戦的な姿勢を示していましたが、北朝鮮に米国が先制攻撃をする可能性は低そうです。こうした攻撃が成功するかは不透明で、報復攻撃の可能性が高く、韓国やその他の国で犠牲者が出る可能性もあります。トランプ政権における米国の政策が、以前の米大統領のように、北朝鮮が米国の核生産能力に追いつくペースを遅らせるために制裁を続ける、というものに回帰していると思われることは良かったでしょう。

さらに、トランプ政権が北朝鮮の核弾道ミサイル計画への圧力として、中国と協働しようとしていることも望ましいことでしょう。トランプ政権は、北朝鮮に対して何らかの行動をとらなければ、貿易に制限を設ける、という脅威を中国に示すという鞭を使いました。中国が何らかの行動をとることで、米国と中国の関係強化につながり、米中貿易戦争が回避されることが期待されます。問題は中国政府の中で北朝鮮に対してどのような取引を行うべきか議論が分かれていることで、軍事的な行動をとりたくないと思われる一方、より厳しい経済的な圧力をかけることは、米国への譲歩姿勢と捉えられかねないという思いが見えます。

中国政府の一部は、トランプ政権とまともに取り合っていない可能性があり、中国政府はトランプ氏にパンくずを金と思わせて売ることができると思っている、といった会話も私が北京を訪れた際に聞かれました。トランプ政権は米国内で弱体化していることから、中国からのいかなる譲歩も手放しで喜ばれるだろうという見方もあります。おそらく来月、米国と中国は、中国の北朝鮮に対する圧力の進捗状況について話し合うと思われるのですが、米国の軍事及び戦略的な行動という結論が高まる可能性は低いでしょう。そうすると問題は、中国が北朝鮮に行動をとるように、米政権が貿易面での先制攻撃をして圧力を与えるかどうかです。このシナリオを市場は織り込んでいないとともに、予想もしていないと思われるのですが、中国の信用バブルに対する引き締め政策と共に実施され

た場合、かなり大きな打撃となる可能性があります。また、南シナ海における米中関係もくすぶっており、これもいまだに体制が整っておらず経験の浅い米政権がリスクを見誤ることで、簡単に加速する可能性をはらんでいます。

ロシアとNATO

トランプ大統領がロシアとの関係改善を直ぐに図り、例えば経済制裁を和らげるなどといった期待は、フリン氏のロシアゲート・スキャンダルが浮上するなか、瞬く間に消失しました。ロシアは米政権にとって今は招かれざる立場にあり、トランプ大統領がメディア、政治、法律面で自分自身をスポットライトに晒さない限り、ロシアとの大幅な関係改善をもたらすことは難しいでしょう。

現在の議会は、大統領令によって維持されているロシアに対する制裁を立法化することで制裁体制を厳しくし、イランに対する制裁に関する法整備については遅らせようとする動きがみられます。もし立法化され制裁が延長された場合、制裁を解除することは難しく、何十年にも亘って続く可能性があります。そうした場合、制裁の緩和を望んでいるロシアがこの現実はどう対応するかということであり、米国との関係の正常化は見込みが薄くなるでしょう。

プーチン大統領が、ロシアの超大国としての力を再構築もしくは確立しようという戦略的な地政学上の動きを見せる中、ウクライナ、中央アジア、南コーカサス、中東などでの更なる軍事介入を通じた政策を推し進めるでしょうか。この可能性は、2018年3月に控えているロシアの大統領選挙が近づいてきたとき、ロシア経済が鈍化したとき、ロシア経済の根幹となる原油価格の下落したとき、などに高まるかもしれません。最近実施されている住宅の再開発計画は、西欧諸国が弱含み、分裂し、一緒に歩みを進めていないなかで、プーチン政権が国外での活動を活発化させたいという意思を示しているように見えます。

さらに考察していくと、東ウクライナにおけるロシアとウクライナの膠着状態は、長くは続かないとみています。ロシアのウクライナに対する戦略的な要求(領土もしくは少なくともロシアの勢力範囲の拡大)、ウクライナの西欧化に対する願望という問題は解決していません。ドネツク人民共和国及びルガンスク人民共和国や西ロシアにかなりのロシア軍隊を配置しており、これに対抗するためにウクライナ軍の数も増えています。そのため、それぞれに何十万もの兵士を抱える陣営が形成されており、何百もの戦車と砲弾、戦闘機とミサイルが行き交っています。ウクライナの軍事政策は西欧諸国からロシアに対抗するものに変更されており、先日議会でNATO参画への意向が宣言されました。多く衝突や明確な勝者と敗者が決められないまま、終焉を迎えるとは考えにくいですが、その衝突がいつ起きるのかを見極めるのは難しく、中長期的な脅威であると考えています。クリミア併合やロシアのウクライナに対する軍事介入などからも分かるように、こうしたことを予想するのは困難です。溝を埋めるための政治的な試みがほぼみられないことは確かであり、時間が経つにつれ、ウクライナはロシアからさらに離れていっていきと思われ、これはプーチン政権をイライラさせているでしょう。少なくとも、米政権とは言わずともトランプ大統領はロシアとウクライナの見通しについては考えが甘いようで、平和取引を求め、ウクライナの政治家とこっそりと接触したことからも、その考えの甘さを見てとることが出来ます。

欧州

トランプ大統領は、欧州の治安よりも米国の予算上の観点からその問題点を掲げたようであることはさておき、米政権に少しばかり前向きな見方を出来るのは、NATOの弱体化と米国への過剰依存を指摘したことであると考えています。トランプ大統領は一貫しないメッセージをNATO加盟国に向けて発信していますが、NATO加盟国は、打席に立ち、より多くの負担を負うべきであるという認識は広まっています。トルコを除くNATO加盟国は、ロシアが存在感と攻撃性を増しているということはリスクと捉えていると思われ、特に英国がEUを離脱する中で、EUの防衛力に対する議論も出てきています。

ブレグジットについては、ポピュリズムと反移民の心情の高まりによって、EU拡大計画の終わりをもたらす分離主義体制について懸念してきました。EU拡大は、EUの成功ストーリーのひとつとなってきており、エストニア、アルバニア、トルコなどの欧州の国に平和、安定、安全保障、繁栄をもたらす助けになると考えていました。しかし、この終わりというのは、加盟国の改革を弱め、大陸全体の安全保障リスクを高めることになるでしょう。EU拡大というアンカーがないことによって、バルカン半島、ウクライナ、トルコでの深刻な衝突のリスクが生まれる可能性があります。ボスニア・ヘルツェゴビナ、コソボ、マセドニアとアルバニア、ウクライナなど震源地は数多くあります。しかし、フランスでの親EU中道派のマクロン氏の勝利や、ドイツでは9月の総選挙でメルケル氏もしく

はシュルツ氏が勝利する可能性が高まっていることは、EU拡大は終わりを迎えていないことを意味しているかもしれません。これは祈るしかありません。

最後に英国での総選挙の驚くべき結果に触れたいと思います。この選挙結果によって、「ソフト・ブレグジット」、ひいては二回目の国民投票実施によるブリメイン(英国のEU残留)の可能性も出てきたと考えています。英国は、欧州とのつながりを弱めるのではなくむしろ強めていくと思われ、これは欧州の平和、安定、安全保障によってはポジティブなことです。とはいうものの、英国政治は非常に不透明で、政治停滞、弱い結束、再選挙、ブレグジットの失敗、など英国及び欧州にとってマイナスとなる方向に向かう可能性もあるかもしれません。

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。

エマージング債戦略：年率 0.95% (税抜き)、エマージング債オポチュニティ戦略：年率 1.65% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き) / ハイ・イールド債戦略：年率 0.85% (税抜き)、ローン戦略：年率 1.1% (税抜き) / 投資適格債戦略：年率 0.40% (税抜き)、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90% (税抜き) / 転換社債戦略：年率 0.85% (税抜き) / オルタナティブ戦略：年率 2.2% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き) / ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90% (税抜き)、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)

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、契約資産を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(2017年6月23日)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。

以上