



メンシェヴィキに国はない

今日、同意に至るということが出来なくなっています。英国議会は延々と行き詰まっているように見えますし、スペインは長く暫定政権が続いています。イタリアでは連立政権が崩壊し、EU委員長は何とか過半数を得て選出される有様です。

ポピュリスト、ナショナリスト、独裁主義といった動きによって、欧州と米国の自由主義政治での暗黙の合意事項が挑戦を受けています。ソーシャル・メディアは世界の結束をもたらすことが出来ておらず、社会の分断によって価値観や意見の似たもの同士だけで交流する状態となっています。

しかし、誰もが数字に現れる現実から逃れることはできません。このことは政治でも、経済でも事実です。ツイートが常に投票に影響するわけではありません。机上で経済の研究は出来ますが、実際の経済指

標の説得力に勝るものではないでしょう。美辞麗句はいくらでも言えますが、数字という成果は地道に積み重ねる必要があります。

困難なグローバル経済と相俟って、コミュニケーション方法が変わったことで、政治面で極端な動きが現れるようになってきています。ソーシャル・メディア時代の不規則な動きに上手く適応できるような思考を持つことが、今や投資家に要求されています。

2019年10月



カスパー・ハンス
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ナチョ・モライス
コンサルタント

ソーシャル・メディア時代の コミュニケーション

ソーシャル・メディアは日常生活に入り込んでいます。ソーシャル・メディアによって、私たち誰もがコミュニケーション方法を変えてしまい、当初の私的な利用から、ソーシャル・メディアは今や世界の代表的な政治機関がメッセージを発信する際の優先的な場にまで成長してまいりました。

ツイッターといった短く、最小限の形態が、長く量のある形態を上回る人気となっていますが、その結果、どのようなことが起きたのでしょうか。

どぎつく、目に付くフレーズが合理性や事実に勝り、その結果、本質よりも外観が重視され、匿名性とアルゴリズムに代表される攻撃的な環境が現れました。政治家からの直接のメッセージは、ジャーナリストのインタビューのような検証プロセスを欠いています。

即座に発信しなければいけない、という切迫感もあって、ツイッターの重視は、グローバルでニュースの発信をする際の標準となりました。そして、インターネットは質の高い情報ではなく、その後の追加情報を出す場となってきました。

こうした攻撃的な環境と、その結果としての同じ意見や考えの者同士のみが交流する状態によって、人を説得しようという気持ちは失われていきます。よく、ポピュリスト政治家が支持者の歓心を得るために刺々しい反応をもたらすような発言で、怒りを煽っています。こうすることで、分断を決定的にして、妥協を拒否するという土壌を作り出しているのです。政治家は直ぐに回答することを求められています。異なる意見に耳を傾け、間を取り持とうとする政治家は、弱いとか信念がないなどとされます。ロシア革命でボルシェヴィキがメンシェヴィキを追い込んでいたような状況なのです。

グローバルの経済体制の転換

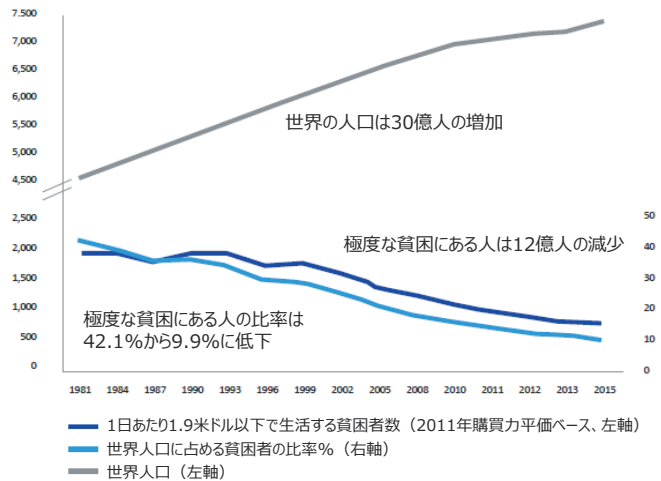
グローバルでの不平等を示す指標が、この数十年のうちにいくつか低下してきていることが見られていますが、先進国社会では、こうした不平等の改善は見られません。

状況

グローバル金融危機後の余波、オートメーション化、グローバル化という要因が合わさって、先進国では不平等指数が高止まりし、欧州や米国で多くの人が、こうした「新世界」から自分は排除されているとの気持ちを持つようになりました。こうした傾向に対する政府の対応は、この動きから取り残された人々に解決策を与えるものではありませんでした。

ポピュリストはグローバリゼーションをやり玉に挙げ、ナショナリスト的な感情を刺激し、保護主義的な野心を隠さないことがよくあります。この結果、長期的には生活水準の低下をもたらすような手段に訴えるのです。

図1：世界の極度な貧困にある人の比率と人1981-2015



出所：世界銀行、国際連合、ブルーベイ

オートメーション化とテクノロジーの発展によって、労働者は技能が要求されるようになってきていると思います。「新しいスタイル」の仕事はこれまでと異なる技能が必要で、「人+機械」というソリューションが要求され、労働集約度は低下しています。仮に仕事内容が変わり、技能再習得機会や早期の悠々自適な引退生活が与えられないのならば、社会的な対立が深まっていく可能性があると思います。

テクノロジーを活用した販売プラットフォームによって、業態は崩壊し、既存企業に圧力がかかっています。新たな雇用は生まれたものの、ギグ・エコノミーや倉庫で働くといったような低賃金の仕事が主流で、収入の変動を企業から労働者に移転したと言えます。

消費者はこの点で明らかな勝者で、品質においては時には妥協をする必要があるものの、低価格を享受しています。

既存企業は敗者サイドにあり、政府は店舗型の企業と比較して、新たな形態の企業から税金を取ることの難しさを理解し始めています。最近のG7での進捗から、こうした課税面での解決策が出てくる可能性はあります。

このような変化は、グローバル金融危機の影響がまだ色濃い時期に現れてきました。緩和的な融資姿勢と低い貸出金利によって、経済資源の不適切な配分が増え、結果として労働市場は変調して、景気に影響される度合いを強めました。スペインの不動産ブームは良い例でしょう。

ポピュリストはグローバリゼーションをやり玉に挙げ、ナショナリスト的な感情を刺激し、保護主義的な野心を隠さないことがよくあります。

西欧の多くの国では、金融危機への政府の対応策は緊縮財政と量的緩和にありました。こうした政策は問題の拡大を防いでくれましたが、何らかの給付金を受けている人、失業者、その他に公的サービスを多く利用している人を犠牲にしました。量的緩和を伴った資産価格インフレによって、不平等という意識も高まりました。資産を持っている人や値下がりしていたものを買う資金のある人は、利益を手にしたからです。

先進国政府の債務の増大によって、クレジット債のスプレッドが拡大するといったリセッション時には、エマージング国ができる景気刺激策と比較して、先進国の政策余地は狭まっています。

2015年の難民危機も問題を複雑にしました。ポピュリスト政党は恐怖心を刺激するメッセージを出し、外国人に対する嫌悪感を利用しました。

政治的な影響

その結果現れたのが、感情が主導する政治で、ポピュリズム、ナショナリズム、独裁主義といったものでした。こうした動きは、伝統的な右派や左派に対して、第2軸と呼んでもよいでしょう。

こうした政治家は反エスタブリッシュメントという衣装をまとい、自分たちの公約の実現性や結果など無関係に、支持者に聞き心地の良いことを言っています。独裁主義やナショナリズム的な政治は、経済面の不安定さや、変化への恐怖といったことを利用します。経済、安全、土地への自己防衛によって、脅威や怒りという感情が現れれば、それが保護主義や反移民、自国礼賛、「昔は良かった」とかいう郷愁、そして社会改革の逆流といったものに転じていくのです。

経済面では、このタイプの政治家はオーソドックスな政策や経済の現実と相容れない政策を押し進める場合が多く、財政の不均衡や保護主義を引き起こす財政政策を持ち出してきました。

現在の政治情勢

多数決では、それなりに支持を集めている意見なり考えに対して、そこに駆け引きが行われる場合、採決の場では奇妙な賭けが起こります。

投票者は、他の人が賢明な考えを支持してくれると予測の下で、自分の意見を表明するためだけに反対票を投じます。政治家に置き換えれば、政治家は他の政治家が廃案にしてくれると思っている法案を支持します。しかし時として、こうした賭けが失敗することがあり、大きな問題を起こすことがあります。

英国とスペインの議会での瀬戸際戦略はこの好例です。

英国では、議会は何年も停滞しており、有効な決定が出来なくなっています。単純小選挙区制度が政党内での「派閥」を作る結果になっており、この選挙制度は今や破綻の危機にあります。主要政党への支持が低ければ低いほど、各政党の中道派はそれぞれの党首よりも、お互いに近い考えを持つという状況になっています。

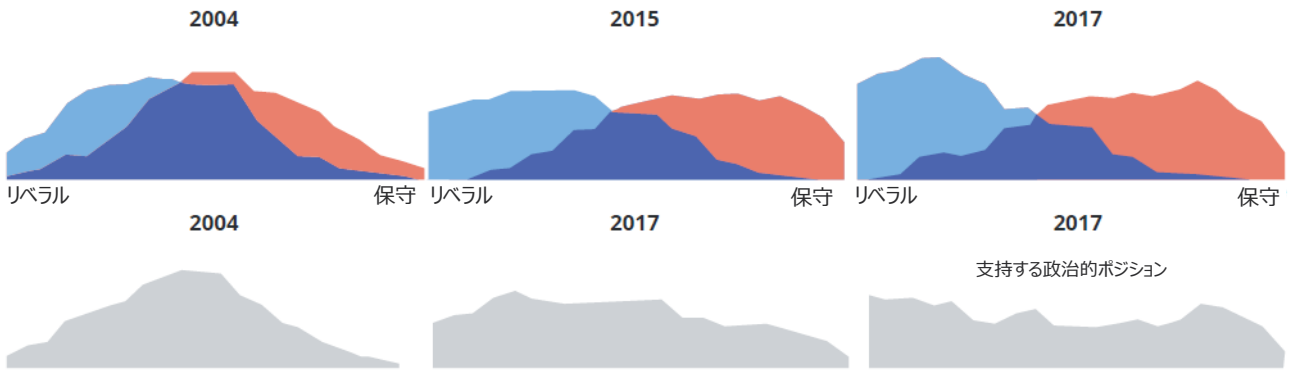
スペインでは、全国政党が5つ（イニゴ・エレフォン氏のグループも全国政党を立ち上げる見通しであることから、今後はおそらく6つ）、地域政党が7つで、互いに協力関係を失っており、議会がいくつかのグループに分かれてしまっています。シウダダノス（市民党）が中道右派色を強めて中道右派政党のライバルとなっていることで、中道派の黒幕としての役割を放棄してきているものの（この路線には足元やや揺らぎが見られます）、シウダダノスは鍵を握っていると言えます。閣僚ポストを巡る社会労働党とポデモスの意見の不一致からは、妥協を一般的に望まないという状況が浮かび上がります。そうして、スペインはこの数年で4度目の総選挙を近々実施します。

EU議会選挙では、ポピュリスト政党への支持の勢いは止まり、急進的な反エスタブリッシュメント政党の権威主義的な点やナショナリズム的な部分に反対しながらも、伝統的な既存政党と異なった観点から主流となるような価値観を形成しようとしている政党が支持を伸ばしました。リベラル派の例では、マクロン仏大統領が主役で、緑の政党もここに挙げられます。前回のフランス大統領選挙のような、リベラル政党と独裁主義的なポピュリスト政党間の対立は、今後はもっと普通のこととなるかもしれません。

既存の主流派の政党が合意形成に苦勞していることと、ポピュリスト政党が威圧的な権力をかざして分断を引き起こしていることは、よい対照をなしています。この例が2015年のギリシャでの、シリザと右派ポピュリストの独立ギリシャ人の連立政権であり、先日崩壊したイタリアの同盟と五つ星運動の連立です。しかし、リベラル的な考えも幅広い支持を得られているとは言えません。

独裁主義あるいはナショナリズム的な政治は経済的な不安定さと変化への恐怖を利用していています。

図2：上図：リベラルから保守という範疇での、民主党（青）と共和党（赤）支持者の政治的ポジション。
 下図：全有権者の政治的ポジション



出所：Pew Research Centre

選挙で勝利するには中道であることが有利、と一般的には考えられていますが、実際に多くの国でこれは事実です。しかし、この数年は分断が起きています。特に米国で顕著に現れており、Pew Research Centreによると、共和党と民主党の支持者は分断が見られており、トランプ大統領選出以降、その傾向が強まっています。全有権者を見てみると、かつてベル型であった支持する政治ポジションの形状が、今はほとんど直線になっています。支持する政治的ポジションについて、2つの山ができるような状況となっています。

経済的あるいは社会的影響はさておき、政治的な潮流によって玉突き的な動きが発生します。カタレーニャの独立運動というナショナリズムは、VOXという極右政党を通して、眠っていたスペインのナショナリズムを覚醒させました。英国では、ブレグジットの問題について既存政党が解決策を出すことに失敗したため、ナショナリスト側ではナイジェル・ファラージ氏への支持が再度高まり、リベラル側では自由民主党に同じ傾向が見られました。

コミュニケーション、政治、経済という3者の相互作用

そうは言っても、政治家の行動を縛るものはいくつか存在します。

有権者：有権者の意図していることと、政治家が認識している有権者の考えとは落差があり、メディアが有権者の行動を予測しています。欧州での最近の選挙では、オランダとスペインの総選挙でポピュリストは予想以下の得票でしたが、英国民投票、米大統領選挙、イタリアの総選挙では、既存政党は敗北しました。

議会：政治家は例え当選しても、予算や法案を議会で通さなければなりません。連立関係は脆く、英国のように政党の規律が変わる国では、党が推す法案に個々の議員が反対することもできます。

裁判所と国際機関：法治国家においては、政府は裁判所に対する説明責任があり、ポピュリスト側における無秩序な政策を防ぐことが出来ます。EU加盟国のように、政策に国際機関が関与する場合、裁判所に加えて防波堤があり、重要な規律が維持出来ていない場合は制裁を発動する体制があります。

市場：通貨、ソブリン債あるいは社債のスプレッド、株式市場はいずれも投資家のセンチメントを反映する手段です。

投資への影響

市場での摩擦やノイズはいずれも現実を現していると言えます。経済指標や証拠を基にした分析からの判断を重視することは重要で、現在の経済指標や政治環境を鑑みて、政治家が近い将来取り得る異なった政策や潜在的な投資への影響を調べることが出来ます。例えば、次のような例が挙げられるでしょう。

- ・ インフレ率の上昇が金利引き上げに至るかどうか
- ・ 社会保障費負担軽減で、企業が雇用を増やすかどうか
- ・ 財政政策が次期選挙で有権者に効果的かどうか
- ・ 成長低迷で減税が行われるかどうか

経済的あるいは社会的影響はさておき、政治的な潮流によって玉突き的な動きが発生します。

政治家のコミュニケーションは、意図的に可能な限り思わせぶりなものとなっていますので、そのメッセージを解釈することも重要です。そのために、次のようなことを分析する必要があります。

- ・ メッセージを出す人物やターゲットとする聴衆にとってのインセンティブ。往々にして、ポピュリスト政治家は全く本筋と無関係な発言を行い、議論の主導権を握って注意を引きまます。
- ・ こうした手段が法制化される実現性
- ・ 何らかの行動があった場合の経済、社会、政治といった点からの影響
- ・ 他の政治関係者から反応があるかどうかの調査。サルビーニ氏の発言はイタリアのソブリン債市場に影響し、スペインではカタルーニャ州独立運動の高まりで、多くの企業が同州から本社を移しました。米国では、米連銀がトランプ大統領の相当に荒っぽいやり方への程度応えるのか、興味深い議論がありました。
- ・ テイル・リスク：2つの政党が対立に向かって急速に進み、両党とも相手が折れると考えている場合、全面衝突という可能性があります。

理論の適用

これまでの要点を振り返り、現状をよく反映している価格の資産を見付け、長期的な政治および経済の影響がそれにどう働くのか考えます。それから、価格の動きが行き過ぎていないか、あるいは反応すべき動きをしていないかを見極めるために、これら政治家の発言による最初の市場の反応を見ます。

政治家の発言は変化し、エスカレートし、そして後退します。予想外の選挙結果は、単に何回かのツイートでもたらされたものではありません。シナリオは変化し、自分たちの考えを常に見直さねばなりません。

投資において、コミュニケーション、政治、経済を考慮することは、一度限りのプロセスで完了するものではないです。

政治家の発言は変化し、エスカレートし、そして後退します。予想外の選挙結果は、何回かのツイートでもたらされたものではありません。シナリオは変化し、自分たちの考えを常に見直さねばなりません。

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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き、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ござい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。