

## 欧州の通貨同盟を強化する

**ESGに関する重要課題であると同時に、欧州復興を確実なものにするために考慮すべき点であると考えます。**

- ・政治的ボラティリティと南部諸国と北部諸国間の格差拡大が2021及び2022年におけるリスク要因となります。
- ・低い借り入れコストにより周辺国経済の魅力が増すことは、通貨同盟の持続性を高める重要な要素となるでしょう。
- ・欧州圏の連携がより強まれば、ESGアジェンダを前進させるための影響力が高まると考えています。
- ・投資家として、ユーロ崩壊リスクの緩和、借り入れコストの抑制、経済回復の促進目的から、政策当局者に圧力を掛け続ける必要があります。

欧州ソブリン債に投資を検討するESGを重視する投資家は、新型コロナウイルスがもたらした景気後退のなかでの投資先として、グリーン・ボンドやEU共同債に注目していると考えられます。

しかし、広く認識されていない代替的なオプションもあります。単一通貨の崩壊に関する懸念を和らげるために、結束を強めるように政策当局者へ圧力をかけ続けることが、ESGの課題解決につながるかもしれません。

今年は、人生で経験したなかで、グローバルに最も深刻な景気後退に見舞われました。ワクチンに関するニュースや景気回復期待はあるものの、2021及び2022年にかけて、どこかの時点で市場の注目は政治リスクに向けられると考えています。特に状況が改善し、各国の間にパフォーマンス格差が見られ始める時に注意を払っています。

2020年11月



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)

## 国間の経済格差：北部諸国と南部諸国

南部諸国が北部諸国をアンダーパフォームする可能性が高いとみています。ドイツの人々がスペインやイタリアに観光に行かず、休暇中のお金を使わなかったことは、相対的に言えばドイツ経済にとってはプラスとなります。そのため、観光業への依存度の高い国において経済的な打撃が長引くと見えています。

こうした北部と南部間の格差は金融政策スタンスの乖離をもたらす可能性があります。欧州中央銀行（ECB）内で、南部諸国は追加の緩和政策を求める一方で、北部の一部タカ派の高官は既に緩和姿勢引き締めの方角に舵を切ろうとする動きが見られています。

また、この数か月間、欧州圏の政治的ボラティリティを抑え込もうという動きが見られましたが、再びボラティリティが高まる余地はかなり残されていることへの懸念もあります。

そして当然ながら、イタリアといった国の政治において、ウィルス流行がもたらした景気後退や失業率の高止まりにより「イタリアの同胞」などのポピュリスト政党がどれほど支持を伸ばすかなど興味深い点です。

2021から2022年に掛けて、反EUを掲げ、欧州圏に圧力をもたらす政治家に権力を握る可能性はないのか、注目しています。

## ESGの視点からみたエンゲージメント

ESGの視点から見ると、AAA格資産である欧州連合（EU）債の購入に関して投資家として出来ることは少ないと言えます。高格付け担保資産の珍しさから、これらの資産は常に買い手を見つけることが出来ます。その代わりに、政策当局者と積極的に交流し、通貨同盟が持続されるように圧力を掛けるなどして、周辺国資産をより魅力的なものにすることが重要であると考えます。

しかし、それはなぜでしょうか。

イタリア国債を例に取ってみましょう。イタリアは主権国で、貯蓄率の高い豊かな国です。対GDP比債務残高比率は高いものの、償還までの残存期間はかなり長く、相対的にイタリアが支払う金利負担は低いと見えています。

対GDP比債務残高比率の目標を60%としていたマーストリヒト条約成立時を振り返ると、債券利回りは5%が想定されており、そのため対GDP比債務残高比率が60%であったとすれば、予算の3%を利払いに充てていたことになります。当時、これが持続可能な債務比率の最高水準であると考えられていました。

しかし、借入コストが1%以下の世界であれば、財政の持続性に対する脅威とならずにより高い対GDP比債務残高比率を継続することが可能となります。

イタリアのクレジット・スプレッドを見たとき、信用リスクを正しく織り込んでいるかどうか、ではありません。イタリア国債においては、イタリアが今後10年に巨額ユーロ圏に留まるのか、それとも離脱するのかの可能性が常に価格に反映されてきました。

その不確実性である「ユーロ崩壊のプレミアム」こそが、他国と比較してイタリアのスプレッドがより拡大した水準にあるのかの説明となります。その結果、イタリアの銀行の借入れコストは高くなっており、イタリア企業にもその影響が及ぶ流れとなっています。

これは、反対の状況が好ましいとされる時ですら、ドイツよりもイタリアの金融政策により厳しい制約があることを意味しています。ドイツよりもイタリアでさらなる追加刺激策が実施されれば、より支えを必要とするイタリア経済の助けになると考えています。

理想の世界では、政策当局者が長期的に崩壊リスクを緩和するために通貨同盟の強化に向けた取り組みを継続することから、借入れコストの低下が進み、最終的に経済回復を促すこととなるでしょう。

理想の世界では、政策当局者が長期的に崩壊リスクを緩和するために通貨同盟の強化に向けた取り組みを継続することから、借入れコストの低下が進み、最終的に経済回復を促すこととなるでしょう。

率直に言ってしまうと、EU債のことを誰が心配するのでしょうか。EU債の起債があれば、イタリア国債の起債は減少することになるので、それは良いことです。しかし、欧州経済がコロナ危機から立ち上がることを本当に望むのであれば、イタリアの借り入れコスト減少やスプレッドの縮小を求めることになるでしょう。

### 今後の見通し

欧州及びユーロに投資をする投資家として、同地域の機能を向上させようという既得権があります。だからといって、ロビー活動やエンゲージメントを、手段を選ばずに利益を得ようというマキャベリの思想のもとで行っているということではありません。結局のところは、前向きな政策の進展への強い期待の現れです。

ここで重要なのは、より緊密な通貨同盟への前進を確かにし、慢心することなく、数か月後には新たなストレスが生じることのないよう、欧州の政策当局者との対話を続け、圧力を掛けることであると考えています。

## 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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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