



地政学と市場のバランス



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

2023年12月

地政学と市場の間でバランスをとることが難しい理由や米中関係がなぜ地政学におけるアンカーポイントであるかについて説明します。

地政学的リスクが高まっているとの認識はここ最近のコンセンサスとなっています。直近の中東での出来事によりこの見方は強まる一方です。地政学的予測を正しく行うこと、もしくは少なくとも大きな間違いをしないことは、今や企業にとって非常に重要なことになっています。

多くの企業がロシアのウクライナ侵攻について誤った予測をし、大きな損益上の打撃を被ったことから、2022年に地政学が企業及び市場に非常に重要であることが明らかになりました。欧米企業がロシア保有する資産の多くが制裁対象となり、差し押さえとなるケースが多発しました。これらの資産は売却ができなかったか、ロシア当局により課された懲罰的な売却条件の対象となりました。

プーチンを読み間違えていた

思い返せば、2021-22年以前から、西洋諸国の企業はロシアの地政学的リスクについて過度に楽観視しており、数年にわたりプーチンが統治するロシアを読み間違えていました。恐らく2022年に投資家が撤退の決定を下した時には遅すぎた可能性があります。

ロシアを見通す際に、多くの西側企業が誤った判断をしていました。その理由には、無知や傲慢さ、希望的観測（多くの企業が過剰なコミットメントをしていたため）、政府からの警告のサインを読み取れなかったこと、腐敗した情報（ロシアが情報を発信する西側の機関に潜入していたため）などがあり、プーチンがウクライナに執着する残忍な権威主義者ではなく、われわれと同じように論理的で、過去のロシアの不正を正そうとしていると思い込み、間違ったプリズムを通してロシアを見ていた可能性があります。プーチンの思想を理解できていたなら、2022年にウクライナの全面侵攻に踏み切った判断は論理的に感じたでしょう。

地政学を予測するのは難しい

地政学は重要であるものの、予測が難しいという大きな問題があります。一つの見方では、これが地政学的リスクの特質と言えます。辞書的な定義では、外交や防衛、安全保障、そして経済や市場にある相互作用とされています。問題は、それが多くの専門分野にわたるテーマであるということです。外交や安全保障の専門家は、戦争や侵略が起こりそうかどうか、制裁がありそうかどうかといった一面的な解釈ができるとみているものの、経済や市場への影響を判断する経済学やビジネス、市場に関する経験が不足しています。

同様に、ビジネスや市場の角度から見ている人は、地政学的な出来事が市場に与える影響を正確に推定できるかもしれませんが、ある出来事が起こるかどうかわ、その可能性を正確に予測するのは難しいと考えています。

多くの銀行、投資企業、ビジネスが地政学的リスクを理解するために、外交官や軍人、司令官を雇用しています。しかし、彼らも前述したような影響を推定する上で最も適しているとは言えない可能性があります。悪名高いラムズフェルドが言う「知らないと知っていること（known unknowns）」を理解するためには、総合的なアプローチをとるのが最も良いかもしれません。

地政学的リスクが高まっていると認識すれば、世界が恐ろしく、危険で、不確実な場所であることを認めることになり、麻痺して何もできなくなる状態になるかもしれません。しかし、総合的なアプローチを用いることで、地政学的出来事や脅威に潜むリスクを理解し、その確率を推定し、そしてリスク資産の価格設定を精査することができますと考えられます。

地政学的リスクは新しい概念ではない

地政学リスクは有史以来存在していました。もしあなたがローマ帝国の拡大、バイキングによるヨーロッパ西海岸への襲撃、アングロサクソン時代のノルマン人のイングランド侵略、西洋の植民地主義の最先端に立っていた人であれば、そのようには呼んでいなかったかもしれませんが、地政学的リスクのダウンスайдをよく理解していたことでしょう。第一次及び第二次世界大戦に目を向けると、地政学的リスクは存在したものの、そのように捉えられていなかったことがわかります。どちらかと言えば「帝国主義」や「植民地主義」、「戦争と征服」と呼ばれていました。

しかし、ここ数年はそれ以前と状況が変わってきています。一つの見方として、グローバル金融危機まで、あるいは2010-11年ごろの「アラブの春」まで、地政学的な面で世界情勢が比較的平穏であった、あるいは状況が把握しやすかったという要因があります。

冷戦は、2つのブロックと、どちらからも距離を置く中立のメンバーがいる状態にありました。しかし、北大西洋条約機構（NATO）やワルシャワ条約機構は、地政学的影響をもたらすプレーヤーの数を制限し、ほぼ同数とした一方で、湾岸諸国などのその他の国は米国の傘の下で安全を求めました。NATOとソ連が中心のワルシャワ条約機構は、世界中で残忍な代理戦争を繰り広げてきました。

これらの紛争に巻き込まれた人々は致命傷の被害を被りました。例えばキューバ・ミサイル危機や、後のグリーンナム・コモソ・ミサイル危機（1980年代に核戦争が一触即発で起きかねない状態であったことが判明したのもつい最近のことです）などは世界的な大惨事となりました。しかし、核兵器による相互確証破壊の概念と呼ばれる究極の抑止力がこの危機を救いました。中核の関係、もしくは地政学的リスクはモスクワとワシントンの関係であり、その他に注意を払うべき要素はほとんどありませんでした。

米国例外主義の台頭

ソビエト連邦の崩壊は、米国とその例外主義によって支配される世界一極集中の時代の到来を告げるものでした。米国は共産主義より優位に立ち、勝ち誇ったとも考えていました。その軍事力は、第一次湾岸戦争やコソボ戦争での武力行使を通じて、平和、あるいは解決策をもたらしました。少なくとも、米国が実現を強く願っていたことはたいてい実現しました。それは、特にEUや欧州でのNATOの拡大を意味したことから、加盟国は安全を感じ、平和の配当を享受しました。皮肉なことに、この間の国防への過小投資が、現在のロシアとの関係において危機の要因となったことには間違いはないと考えています。

米国のグローバルでのリーダーシップに対する自信や保障は、多国間主義と歩調を揃えたグローバリゼーションを支持することで、主権をある程度放棄することを促しました。対立関係にあったロシアや中国も、米国が支配するシステムやグローバル市場、貿易に取り込まれることで、他の国と同様に、全ての人が恩恵を受けられ、結果的に、さらなる富と安全が手に入ると考えられていました。しかし、地政学的リスクの観点から見ると、当時はまず米国が何を望んでいるかが重要とされ、出来事は基本的に米国が主導的立場にありました。

結果として引き起こされたのが911であり、地政学上の誤りがそれほどまでに深刻化したと言えるでしょう。恐らく慢心に陥っていたのだと思います。しかし、2000年代初めは、世界はまだ楽観的で、同盟しており、比較的簡単に解決策を見いだすことができました。特に911発生後にブーチンは、米軍にアフガニスタンのアルカイダ攻撃のために、ロシアの裏庭とも言える中央アジアを基地として使用することを許可しています。その後、グローバル金融危機に対する統一的な対応が、G20や金融活動作業部会（FATF）などのテロ対策機関の設立を促しました。

何が想定外であったのか？

あまりにも平和であったことで、米国と西側諸国は慢心に陥り、傲慢にさえたのだと考えています。2003年の米国がイラク介入に失敗したことは、ある種の転機となりました。その代償として米国は自信を無くし、孤立主義に向かいました。「無敵の国」という認識にもひびが入り始め、世界的な不況を招いた世界金融危機は、状況をさらに悪化させました。

高い失業率や政策対応（量的緩和など）により世界的な不平等が拡大しました。サダム政権崩壊と世界金融危機の経済への打撃は「アラブの春」を扇動し、シリアとリビアに対する欧米の優柔不断な態度につながりました。交通手段や通信、SNS革命も相まって、世界的な不平等が新たな大規模な移民の流れに拍車をかけた。

交通手段や通信、SNS革命は、ここ最近のポピュリズム現象を助長しています。結果的に、米国は後ろに引き、空白が生まれました。ロシアやサウジアラビア、トルコ、インド、中国などの新たなプレーヤーがその空白に足を踏み入れたことで、地政学的环境は複雑さを増しています。米国と西側諸国の相対的な衰退（ブレグジットにより英国はグローバル・パワーとしての地位を失った）、（恐らく現在は衰退している）中国とグローバル・サウス（南半球）の台頭は、ここ最近の変化として挙げられます。

新たな多極的世界

結果的に多極的世界が生まれ、気候変動や移民問題、貿易戦争（オンショアリングと貿易自由化）、SNS、テクノロジー（AI）なども加わり、地政学はより複雑になっています。不確定要素が非常に多くある一方で、少なくとも当面は安定させる要素もあります。

ウクライナ戦争は少なくとも現時点で、新たなブロックを生み出していません。中国とロシア間で強固な同盟は結ばれておらず、北京は少なくともトランプ大統領就任以前のグローバリゼーションと国際秩序への回帰を望んでおり、覇権国家として米国に迫るところにあった状況を懐かしんでいるようです。現在はロシアと距離を置く姿勢をとっており、モスクワに要望のある軍事用品を供給していません。そのためロシアは、イランから無人機や北朝鮮から軍需品を手に入れるなどの残された手段を使うしかありません。

米中関係

米中関係は、地政学におけるアンカーポイントです。米国は、中国がロシアの大量破壊兵器の使用を制限していることに感謝しており、モスクワ中心の初歩的なものでしたが、2023年初に中国が行った平和構築の努力も評価しています。ここ最近サンフランシスコで行われたバイデン氏と習近平氏の首脳会談では、双方が関係安定に努める姿が見られました。この米中関係の新たな安定が、トランプ氏の第2次政権でも続くかどうかは疑問に思いますが、両国ともにエネルギーやコモディティ価格の上昇を抑えたいと考える中、ウクライナ戦争の激化や台湾戦争の回避、中東情勢の緩和などの共通の関心を持っていることは確かだと見えています。

米国がこれまでの例外主義路線から退いたことで、他の国がその空白を埋める余地が生まれました。しかし、地域での力関係においては、衝突をより良い形で解決することが可能かもしれません。中国の力を一部借りながらも、サウジアラビアはイランとの関係改善に新たに努めています。米国のイラクやアフガニスタンへの介入は悲惨な結果をもたらしたことから、湾岸諸国とイラン間の直接的な平和構築の取り組みは、これ以上悪化に向かうことはないと思っています。

湾岸地域が重視していること

特に湾岸地域では、サウジアラビアやオマーン、アラブ首長国などの多くの国々が「ビジョン2025」から「ビジョン2030」までの経済発展ビジョンを掲げており、経済発展と改革に焦点が向けられています。これらの多くは包括的で、域内投資を奨励し、今やイラクやイランにも及び、中国も取り込んでいます。ロシア・ウクライナ戦争は当初、エネルギー価格の高騰を引き起こしましたが、これにより多くのウェルスファンドが余剰資金を積み上げ、現在では発展支援の資金としてイラクからイラン、トルコ、エジプト、パキスタン、チュニジアに至るまで各地に配分されています。経済発展への投資は生活水準を向上させ、地政学的リスクの要因となる社会的・政治的圧力を軽減すると考えています。

多国間アプローチが必要とされている

世界が直面している地政学的リスクの高まりは、かつてマクロン大統領に「脳死状態」と批判されたNATOに新たな息吹と目的を与えています。欧州諸国は冷戦後の平和の配当を使い果たし、米国の防衛力に甘んじていましたが、今ではロシアに関するリスクをより深く理解して、防衛費を増やすなど、この課題にさらに焦点を置き始めています。

最後に、気候変動やそれに関連する多くの課題は、COP28で見られるように多国間のアプローチを通じてのみアプローチできると考えています。山火事や洪水などの気候危機の発生が増え続けていることからわかるように、我々全員が協力するか、気候変動の影響に苦しむかのどちらかしありません。これは人類にとって存亡の危機であることは明らかですが、ウクライナでの戦争による武器汚染の状況を考えれば、このことに気づく人は少ないかもしれません。

ディスクレマー

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契約に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。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	エマージング債	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



RBC BlueBay
Asset Management