



BlueBay  
Asset Management

## ポピュリズムやナショナリズムが市場に与える影響

2018年2月

新たな政治情勢によって、グローバルの指導者の顔ぶれが様変わりしただけではなく、市場がどのように動くのかという点にも大きな変化がもたらされました。政治を取り巻く環境、ポピュリズムが台頭した背景、グローバリゼーションの予期せぬ波乱、そしてそれらが金融市場に与える影響についての見解を示したいと思います。



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

### ここ数年ポピュリズム及びナショナリズムがグローバルに台頭してきた背景

自由市場の民主主義国の優位性は、内外からの脅威に晒されていると言えるでしょう。重要なことは、ポピュリズムやナショナリズムが何によって高まっているのかを理解することで、自由市場の民主主義国を信奉する者が信頼に足る回答をすることが、そうした動きを食い止めることにつながると考えています。

まず第一点目として、英国のEU離脱(ブレグジット)、トランプ大統領の誕生、極右・極左政党の台頭は、どこからともなく浮上したものだと思えるのは間違っていると思います。こうした動きは目に見えず存在したものの、これまでは小さな声で、政治的な代弁者もいませんでした。これは、政治的な正しさといった考えが牽制となってきたからだだと思います。

ユーラシア・グループの最近の世論調査で、極右または極左政党への支持が増加し、10年前には6%程度だった支持率が24%まで高まっていることが示されました。まだ過半数には届かないものの、これは変化が起こっていることを示しており、現行システムにとってショックであると言えるでしょう。

一歩下がって、英国のケースを考えてみます。英国では、長きに亘って極右または極左への支持が20%程度で推移していたことから、極右/極左の主張が変化したのか分かりません。伝統的な政治学では、西欧の自由市場の民主主義国で政権を勝ち取るためには、政党は幅広い支持を集めなければならず、言うなれば政治的な志向での中道・中核部分を取り込む必要がありました。このことから、合算すると投票数の90%の支持を集めるような主要政党は中道寄りの政策を示し、極端な見方を持つ政党はほとんど支持がありませんでした。

最近みられる変化は、政党が政治的傾向について左右両方の有権者に訴えるといった「巻き込み型政治」、つまり移民問題、グローバリゼーションといった問題に対して左派と右派の有権者を取り込む場合、中道派色の薄い政策で選挙に勝利することが可能になっているということです。

英国では、ジェレミー・コービン氏率いる労働党が、かなり左寄りの政策を持って過半数を勝ち取る可能性が出てきていますが、これは数年前には考えられなかったことです。イタリアの五つ星運動やギリシャのシリザなど、他の国でもこうした動きがみられています。

### 「巻き込み型政治」というトレンドをもたらした要因

要因は数多くあると考えています。グローバル金融危機とその余波によって起こった経済面での不均衡、グローバリゼーションによる勝ち組と負け組が存在するという認識が広まったこと、政治エリートのリーダーシップの弱さ、などが挙げられるでしょう。これらによって、既存政党の政治的なモメンタムが弱まり、新顔の右派・左派政治勢力に勢いが移ったと考えています。

こうした政治勢力が勝利する可能性があるというドアが開かれ、有権者は自らの投票が意味を持つものであるということを認識し、自らの意見に則した投票を行うようになったとみています。極右もしくは極左政党への支持が無駄にならないという考えが浸透したのでしょう。

そうしたニュアンスが現れた例として、極右政党としてフランスのマリーヌ・ルペン氏率いるフランス国民戦線やオーストリアの自由党といった既存の極右政党が政策を穏やかにして、やや中道寄りの姿勢を取り、中道の有権者に向く動きを見ましたが、結果として極右へ投票が以前ほど嫌悪やばつの悪さを感じるものでなくなりました。

恐らくは、政治的意見の大きな変化は起こっておらず、むしろ典型的な(政党)政治であり、すなわち民主国家的な結果でありました。

中核を成す政治的意見が実際には大きく変化していない、ということを重視するなら、これらの新たな政治的動きはまだ比較的狭い政治基盤の上に築かれていることから、それ自体が長く続かないかもしれません。

最終的には、中道派が再び勝利するという平均回帰のような結果になるかも知れず、これがまさにフランスでのマクロン氏勝利の背景となっていると考えています。

西欧(オランダ、フランス、ドイツ、おそらくチェコも)の有権者は、英国でのブレグジット、米国でのトランプ氏の勝利を目の当たりにし、リスクが高すぎるということで極端な結果は好まないという結論に至り、熟知している主流派で中道派の政治に回帰しました。

ポピュリズム及びナショナリズムには何が背景にあったのか、という点に再び戻ると、主たる過去の状況から考えて、多くの要因が重なりあった結果であり、ほんの小さなものの積み重ねが大きな変化をもたらしてきたとみています。今のそうした要因としては以下のものが挙げられると考えています。

- グローバル金融危機の後遺症
- 自由市場の民主主義国におけるリーダーシップの弱さ
- エリート層が実施した政策の失敗
- ライバル(ロシアや中国)の政治システムや政治モデルによる相互作用と干渉
- 移民問題(おそらく西欧のエリート層による政策の失敗に分類される)
- SNSを含むテクノロジーの発達

おそらくこうした要因が重なりあったことが、新たな政治勢力と変化のモメンタムを生み出した背景にあったと思われる。

## 西欧のリーダーシップの危機

ドイツのメルケル首相、日本の安倍首相を別として、西側諸国ではおそらく数世代に亘って経験値の浅い政治家がリーダーを務めています。ロシアのプーチン大統領(首相を含めて19年)、トルコのエルドアン大統領(トップとしての経験が16年)、共産党で何十年もの研鑽を積み主席として二期目に突入した中国の習近平など非常に経験豊富な幹部でなる諸外国と比較すると、状況は対照的と言えるでしょう。

政治的には経験値の浅い(少なくとも国内情勢に関しては、政治的な洞察力を欠いているわけではないかもしれませんが)米国のトランプ大統領をはじめ、英国、フランス、イタリア、カナダなどいずれの国も比較的新しいリーダーが国を主導しています。特に外交面においては、前任者の功績も大したことはありませんでした。

最近の政策のつまずきの例として、以下のものを挙げたいと思います。

**中東：**十字軍以降で、第二次湾岸戦争は西側諸国が中東に対して行った最も大きな政策の失敗として考えています。政策は「フェイク」な機密情報に基づいたもの(サダム・フセイン政権下においてさえも大量破壊兵器をもっていないことは客観的で論理的な考えを持つ人には明らかでした)で、イラクだけでなく中東地域全体を揺るがし、イスラム国(ISIS)を生み、アラブの春の機運を盛り立て、テロリズムからの脅威を加速させ、最終的には中東地域から多くの移民が押し寄せたことで、欧州政治の不安定さをもたらしたとみています。

さらにアラブの春に対する西側の反応ですが、その重要性を当初見極めることが出来ず、この革命の中で民主的な政府を作ることに失敗し、そしてその後、これら革命の後遺症にあるリビアやシリアなどの国を安定化させるための対応は遅く中途半端でした。

**ブレグジット：**そもそも国民投票を実施することに合意したことがデビッド・キャメロン首相(当時)の政治

的な誤算でした。熱心なEU残留支持者であった彼がなぜリスクとなるそのような投票を実施したのでしょうか。

論理的に考えると、2015年の議会選挙に保守党は勝利しないだろうと考えていたのではないかと、というひとつの結論しか見出せません。つまり、実際に行われることはないだろうと考えていた国民投票を提案したのではないかと考えられます。その後、エリート主義的な選挙キャンペーンを、それがエリート主義かつグローバル主義の典型的な人々に向けて行われたことで、反対にブレグジット支持派に勢いを与えることになったとみることが出来ます。ブレグジットは他のポピュリストやナショナリストに息吹を与え、中でも米大統領選挙は、エリート主義のグローバリゼーション対普通の人または国民国家との代理戦争の様相を呈しました。

**ロシア**：1989年以降冷戦は終わったと考え、平和の配当を西側諸国は早く使いすぎたと考えています。ゴルバチョフ政権やその後のエリツィン政権、そしてプーチン政権の初期段階において、ロシアを自由市場の民主主義国家への移行を支援するという目的で使用された平和の配当がほとんどありませんでした。そしてプーチン大統領の脅威に気付くのが遅すぎました。プーチン大統領は2007年のミュンヘン国防政策国際会議において「ミュンヘン演説」を行い、その翌年にはジョージア（旧グルジア）との戦争を開始しました。ロシアが西側の選挙に介入し攻撃的な政治行動に出ていると考えるのであれば、この見過ごしによる影響は非常に大きなものでしょう。ロシア政府が米大統領選の道筋を変える介入を行った可能性は高いとみています。少し後ろに下がって、その影響を考えてみたほうが良いでしょう。

**中国**：西側諸国には、グローバリゼーションの成功によって、米国に匹敵する覇権国家として中国が経済的、軍事的、政治的に台頭するという論理的な認識が欠落していたでしょう。

**トルコ**：2007年から2011年にかけてみられた歩みのなかで、EUという支えのもので、トルコは自由市場の民主主義国に移行することが出来たのではないかと考えています。歩みを進める中で、何かの掛け違いが起こったと考えており、それは2010年から2011年にかけてドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領の間で話し合われたトルコに対する優遇政策が全メンバーの支持を集めることが出来なかったことではないかとみており、これにより勢いが削がれたと考えています。

このときから、EUは心から加盟を提案していないことをトルコは認識したのだと思います。それ以降、2016年7月のクーデター未遂に対して西側諸国は適切な対応を取ることが出来ず、ただトルコを追い払い、その結果、北大西洋条約機構（NATO）の力は弱まり、ロシアやイランがトルコに接触することで、こうした西側諸国の敵を勢い付けたと考えています。

## グローバリゼーション

ポピュリズムやナショナリズムの高まりについて、グローバリゼーションがどのような役割を果たしたか、という点を抜きに語ることは出来ません。

少なくともトランプ政権の誕生やブレグジットによって、グローバリゼーションの賛否が議論されるようになり、グローバリゼーションはWin-Winなのだ、という考えから脱却出来たことは進歩であると考えています。

グローバリゼーションによって、多くのエマージング諸国経済など恩恵にあずかった人は間違いなくいますが、同時に犠牲者も出ました。

利益享受者は、グローバル資本、株主、エマージング諸国もしくはグローバルにスキルの長けた労働者だったでしょう。しかし、先進国のスキルを持たない労働者はほとんど何も得られませんでした。エマージング諸国からのスキルを持った移民の増加によって競争は高まるとともに、これらの国に雇用は外注されました。先進国の労働価格は押しつぶされ、財が低コストで生産される中で、グローバルなデフレ傾向は加速しました。

グローバリゼーションの長期的な結果と、移民の流出入による経済的な影響が熟考される十分な時間がなかったとみています。

しかし、英国経済に大幅かつ不透明な結果をもたらすブレグジットによって、グローバリゼーションの失敗に対する認識が広まっていると考えられます。これは反移民を主張しているということではありません。移民によって、英国そして他国の経済はこれまでも価値を創造してきており、今後もそれが可能であるはずですが、しかし、大規模な人の移動による影響がようやく明らかになったということを主張したいまでです。

構造改革と政策アジェンダの一部に、人の移動が前提となった包括的な経済成長と発展モデルを各国は準備す



る必要があるでしょう。自国民のスキルを高め、国内の労働供給を促進するために住宅及び移動手段の改善に取り組む必要があると考えています。これに失敗すると、ポピュリスト及びナショナリストによる反発や、社会不安、政治的な不安定さといったリスクを引き起こすとみています。

## ポピュリズムやナショナリズムによる経済と市場への影響

これまでのところの市場の楽観的な反応は、量的緩和(QE)を代表とする市場環境によって説明出来るのではないかと考えています。QEはリスクを取ることに對して、モルヒネ注射のような作用を及ぼしてきたとみています。

QEのおかげで、リスク・イベントは買いという投資機会になってきました。市場はリスクをミsprayしているものの、政策当局からの買いというサインにただ単に反応しているだけ、ということかもしれません。

QEがピークを越えるなかで、市場のリスクに対する感応度は高まるかもしれませんが、一部の銘柄は実はパンツしか履いていないことが明るみに出る状況になるまで、グローバルな流動性が回収されてしまうには、まだ長い時間があるとみています。

さらに、ポピュリズムについて語るとき、ポピュリストな経済政策が広まるといった動きは今のところみられていません。

東欧では、ポーランドとハンガリーでナショナリズム色が強まっているかもしれませんが、比較的伝統的な財政政策が取られています。米国でも同様なことが言え、トランプ政権はかなり伝統的な政策を取り、共和党は減税や規制緩和といったビジネス促進型のアジェンダを進めています。

皮肉なことに、マクロ政策において最もポピュリストな姿勢がみられるのは金融政策で、グローバルに中央銀行は緩和的な政策を維持しています。

おそらく、ポピュリズムやナショナリズムによる経済的なリスクは、移民を制限することによる影響でしょう。移民を制限することによって、これまでの流れは反転することから、インフレは高まり、結果的に経済成長の押し下げ圧力になると考えられます。しかし、移民を突然阻止するといった動きはみられず、トランプ大統領でさえも緩やかな姿勢を取っていることから、移民の制限による影響は徐々に広まっていくと思われます。

## ナショナリズムの高まりによる地政学的リスク

2017年の初めは、地政学的リスクに対する警戒感が広まり、中でも北朝鮮問題がそのトップにあがっていました。おそらく、サウジアラビアのムハンマド皇太子が発端となった中東を例外として、これらのリスクのほとんどは具現化もしくは市場に大きな影響を与えることはなかったと考えています。フランス、オランダ、ドイツでの選挙は市場友好的な結果に終わりました。

## 米国の離脱、ロシアや中国の台頭というリスク

ここ数年の米国の例外主義という政策は失敗に終わっています。米国は軍事介入を頻繁に行いすぎており、悲惨な結果をもたらしています。

事態を前向きに捉えると、米国が少し引き下がることで、中国や欧州が手綱を取り、より計画的で責任のある態度を取るようになるかもしれません。

また、米国が他国に対してNATOへの資金負担を増やすよう警告することは悪いことではなく、これによって欧州の人々は自分たちが晒されている脅威について、しっかりと考えることになったと思われます。欧州の国は自らの防衛のために多くの資金を支払うというコミットメントを見せています。

米国が軍事力を世界に知らしめすぎている一方で、中国が同様の手法を取るとは考え難いとみています。中国はむしろ貿易や投資を通じてその力強さを示してきており、一帯一路構想におけるイニシアティブなど、戦略的な投資とそれによる印象的な結果をもたらしてきているとみています。

反対に、ロシアが米国の影響力低下に踏み込むことには懸念を持っています。戦略的な目標を達成するために、ウクライナやシリアなどへの侵攻という軍事的な力を使ってきており、ロシアの介入は混乱を招く傾向が強

く、米国にとって解決策を探してくれる相手というよりも、苦悩をもたらす相手という印象が強いです。

その他、米国の空白が懸念となるのは中東で、サウジアラビア対イランの覇権争い、トルコのナショナリズムの高まりと不透明感、ロシアの気まぐれで破壊的な姿勢は脆い状況を作り上げていると考えています。サウジアラビアでの経験値の低いリーダーシップによっても懸念は募ります。こうしたことから、中東情勢は不安定であると考えており、原油価格の上昇はグローバルなインフレ圧力の高まりという懸念も生みます。

## 市場全体に与える意味合い

ポピュリストとナショナリストの動きの後ろには追い風が吹いていると思いますが、政治的意見が大きく変化したのかどうかには確信が持てません。これは穏健と中道への平均回帰という期待が持てるということで、自由市場の民主主義国にまだ希望はあるかもしれません。

QEによる昏睡状態にあることから、市場はさほど大きな反応を見せていませんが、これはQEが終焉に向かう中で変わる可能性があります。しかし、中央銀行は政治に対する理解を進める準備が整っておらず、不安が残ることから、景気刺激策の引き上げはゆっくりと行う可能性が高いと考えています。

財政政策においてはさほどのポピュリズムはみられません、移民政策や貿易保護主義というリスクは残されています。これらにより雇用の価格上昇圧力は高まり、すでにかなり逼迫している労働市場において賃金インフレ・リスクの高まりにつながると考えています。

地政学的なリスクに関しては、米国の例外主義政策がここ数年上手くいっておらず、その他の力がこの隙間を埋めることは悪いことではないと考えています。しかし、中東は経験不足のリーダーがその空いた席を埋めようとしていることから、リスクを抱えているとみています。また原油価格の上昇がインフレ上昇圧力につながるかもしれません。

貿易保護主義は競争力を低下させ、ここ数年インフレの重石となっていた要因を取り払うことになるかもしれません。トランプ政権においてこの姿勢はまださほどみられていませんが、もし顕在化したときには懸念を持つべきでしょう。

こうしたトレンドは全て、中期的なインフレ圧力につながることから、債券の強気相場の終焉を示唆していると考えています。グローバルの中央銀行は金融引き締めにおいて、後手に回るよりも先手を打つ可能性があることを示しているものの、実際はその逆の状況で、投資家のリスク資産に対する需要を促しています。そのため、ポピュリズムとナショナリズムの台頭がグローバリゼーションに脅威を与え始めた時、中央銀行がその長期的な影響を見誤ることが、早期の金融引き締めやQEの縮小よりも、リスクは大きいかもしれません。

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（2018年2月5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