



欧州投資家にとって 政治はどの程度重要なのか



フレディ・フラー
欧州株式
プロダクト・スペシャリスト

2024年6月

「欧州株に対する批判や懸念としてよく挙げられるのは、政治情勢が変わりやすいということです。」

「個人的なものであれ、政治的なものであれ、経済的なものであれ、未来に影響を与える人間の決断は、厳密な数学的予測に頼ることはできない。というのも、そのような計算を成立させる根拠が存在しないからである。」 ジョン・メイナード・ケインズ

中世の銀行家に思いを馳せてほしいと思います（このような思いは日頃から抱いているわけではありません）。当時の新進気鋭のプロフェッショナルが直面する数々の問題を考えると、今日の政治的・経済的環境は実に穏やかなものに思えます。

最初の預金銀行は、当時表向きは日常茶飯事であった戦争、宗教的分裂、貨幣不足、悪徳銀行家と戦っていました。安定した環境を提供する必要があったため、地元の政治家は、この業界の規制に乗り出しました。バルセロナでは1321年に法律が制定され、債務超過に陥ったり破産した銀行家は、「すべての口座が回復するまで、1年間パンと水だけで拘束される」ことになりました。もしこれが失敗した場合、次に待っているのは処刑でした。銀行家のフランススク・カステロは不運にも、1360年に自分の銀行の前で斬首されました。

あるいは、14世紀から15世紀にかけてフィレンツェで生まれた最初の金融コングロマリットを考えてみましょう。この時代の政治的混乱を乗り切るために、ペルツィとバルディは、欧州のさまざまな国にまたがる巨大な商業取引と、ますます強力になる銀行部門を結びつけました。事業は大成功を収めたものの、困難な政治・経済環境のために最終的には倒産しました。ペルツィ社の場合は、イングランド王エドワード3世の贅沢な生活とフランスとの戦争の資金調達のために多額の融資を行い、貸し倒れを起こしたことも原因となりました。最後に、メディチ銀行を考えてみましょう。メディチ銀行は、リスクを分散するためにさまざまな国で事業を展開していました。この銀行もまた、他の銀行家と対立し、ジュリアーノ・デ・メディチが教会の礼拝中に刺殺されたこともありました。また、エドワード4世による不履行、そして最終的にはフランス軍によるフィレンツェ侵攻にも直面しました。

これらの事例は、決して君主に融資してはいけないという以上の教訓を示しています。欧州株に対する批判や懸念としてよく挙げられるのは、政治情勢が変わりやすいということです。ビジネスは不確実性を嫌う、とよく言われます。しかし、この前提にはもうひとつ別の要素も含まれています。それは、欧州株への投資は、欧州の政治的成果、すなわち欧州の経済パフォーマンスの代理変数であるということです。

しかし、これも知られるようになりつつありますが、欧州企業は、自国よりも外国から多くの収益を生み出しているため、国内経済のパフォーマンスの代理変数となることはほとんどありません。欧州企業の収益の55%以上が自国外で生み出されているのに対して、米国は29%、日本は47%、新興国は26%にとどまっています¹。

特に重要なのは新興国市場で、2023年時点で欧州全体の収入の30%を占めています。次いで北米が22%を占めています。欧州は輸出経済が主体であることから、原価ベースの60%前後が欧州先進国の中にありますが、域内売上はこれよりもはるかに低い数値となっているはず²。英国はさらに顕著な傾向があり、英国上場企業の収入の29%を国内売上が占めるに過ぎず、ここでも新興国市場が最も大きな貢献をしています。ある意味では、これは驚くべきことではありません。欧州企業の多くは数百年前から、新興国市場で製品やサービスを提供してきた長い歴史を持っています。ハイネケン³は1883年に南米に進出しました。ユニリーバの前身企業は1895年にインドで石鹼を発売しました⁴。

上記は、FTSE100、CAC40、DAXの直観に反する動きを説明するものです。欧州の株式インデックスは、欧州各国の経済がせいぜい横這い、ドイツの場合は景気後退を経験した2024年に、すべて過去最高値を更新したのです。欧州大型株の上場市場、つまり「リスク所在国」が、その収入源となる地域と一致することはめったにありません。そのため、欧州株は、国内の政治的混乱や経済パフォーマンスの代理変数ではなく、むしろ、世界経済の将来の道筋や、地政学的事象の影響を受けるとする主張は、より適切なものであるように思われます。これは、少なくとも表面的には、欧州の投資家は、同大陸の政治的な動きについてそれほど心配すべきではないことを示唆しています。

しかし、アナリストやコメンテーターであれば、今回がこれまでと異なる可能性があるかどうかを精査しないのは怠慢です。投資家にとっては考えなければならない要素があります。ひとつは、2008年の金融危機、ソブリン債危機、パンデミックを経て、ここ数年、欧州経済、そして多くの先進国経済への公的介入の姿勢が変化したこと。このことは、国家がビジネスや経済界に戻ってきたことを意味します。単なる規制の域をはるかに超えるようになりました。そして、さらに重要なことは、特定の枠組みの中で公共と民間のつながりを通じて投資を構成するという従来のケインズ主義的な路線に沿ったものではないということです。

先進国の債務水準が上昇を続け、オフバランスシートの利用が拡大し続けるにつれ、事業に対する国家介入（政治的、または経済的、あるいは両者の組み合わせ）のリスクは今後も高まりそうです。

もう一つの要素は、前述した国家介入主義の波に対する直接的なインプットです。すなわち、欧州の有権者の懸念と欲望が変化し、投票がどのように選挙結果に影響するかということです。繰り返しになりますが、現在の選挙サイクルはこれまでと異なる兆候があります。

最近のほとんどの欧州選挙では、左派對右派、そしてそれに対応する親EU対反EUが分かれ目となっていました。しかし、もはやそうした状況ではないかもしれません。欧州外交問題評議会の最近の報告書⁵では、このような明確な分断線がもはや存在しないこと、そして有権者が5つのグループに分類されつつあることを明らかにしています。有権者は、ここ数年で欧州の精神をゆがめた出来事に対する関心ごとに応じて5つのグループに分類されるようになっていきます：

- 気候変動
- 移民問題
- 経済の混乱
- ウクライナ戦争
- 新型コロナウイルスの影響

これらの懸念がどの程度感じられるかは、国によって異なります。ドイツは2015年の難民急増を背景に移民問題を特に懸念しており、東欧諸国はソビエト後の自由主義が芽生えつつあることを踏まえてロシアのウクライナ侵攻を懸念しています。

これら5つの懸念はすべて票を動かす可能性を持っていますが、さまざまな政党がこれらの懸念の融合にどう反応し、問題に対する解決案を実効的に生み出すかによって、選挙がどうなるかが決まります。有権者は、イデオロギー的な政治的対立軸を意識するよりも、むしろ争点に着目する志向を強めています。多くの政党が、広範なイデオロギーを信条とするのではなく、経済や移民といった個別の問題で選挙キャンペーンを展開しているためです。このことは、恐らく、昨年11月のオランダ議会選挙が最もよく示しているでしょう。

¹ Morgan Stanley, Global Exposure Guide, 2023年

² Ibid

³ Heineken, 2024年

⁴ The Economic Times, 2011年

⁵ A Crisis of One's Own: the Politics of Trauma in Europe's Election Year, European Council on Foreign Relations, 2024年1月

.c

選挙心理の二極化が進んでいること自体は投資家に影響を与えないように見えるかもしれませんが、しかし、選挙における関心の変化と組み合わせると、今後数十年間に亘って投資家にとっての政治リスクを決定づける内容となるかもしれません。世界レベルで地政学的ポラリティが高まりつつあります⁶。

「過去数十年のインフレ抑制的な自由貿易を謳歌していた時代を懐かしむようになるかもしれません。」

米国優位の時代は終わりました。サムエル・P・ハンティントンが「文明の衝突」で唱えた見解に同意するかどうかは別として、西側諸国の一方的な影響力に対する中国主導の対抗勢力の台頭と、欧州などで再び戦争が勃発することで平和による配当が終焉することは、冷戦終結以来見られなかった形で地政学を再構築しています。その結果、政策立案者は、効率性と自給自足の間の難しい選択を迫られています。政治的変動が大きくなるにつれ、投資家は過去数十年のインフレ抑制的な自由貿易を謳歌していた時代を懐かしむようになるかもしれません。

では、欧州投資家にとって政治はどの程度重要なのか、という私たち自身の疑問に答えるためには？ 答えは、いつもそうであるようにシンプルではありません。はい、投資家は、政治的変化と潜在的な影響を認識すべきです。しかし、より精査すると、他の地域とは異なり、欧州企業は、事業地域の多様性を通じて国内の政治的混乱に抵抗する特性を有していることが分かります。

地政学的なポラリティが高まり、脱グローバル化の可能性が高まる中、この状況が続くかどうかはまだわかりません。しかし、その一方で、投資家は、世界の大部分に収益機会を持つ質の高い欧州企業が、流動的な世界において有利な存在であることを認識すべきです。何世紀も前の中世の銀行家たちも、間違いなくこれに同意するでしょう。



⁶ EIU, Investors and the new era for geopolitics、2024年



RBC BlueBay
Asset Management

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■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。

| (年率、税抜き) | 債券戦略 | | | | 株式戦略 |
|-------------|----------|------------|----------|----------|-------|
| | ベンチマーク戦略 | トータルリターン戦略 | 絶対リターン戦略 | プライベート戦略 | |
| 運用管理報酬 (上限) | 0.70% | 1.30% | 1.30% | 1.55% | 1.00% |
| 成功報酬 (上限) | - | 20.00% | 20.00% | 20.00% | - |

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