

BARINGS LEADING THOUGHTS

ベアリングスのマクロ経済・地政学リスク・リサーチチームが時宜を得た独自の見解をご紹介します。

2019年3月

今後の欧州で期待される明るい材料

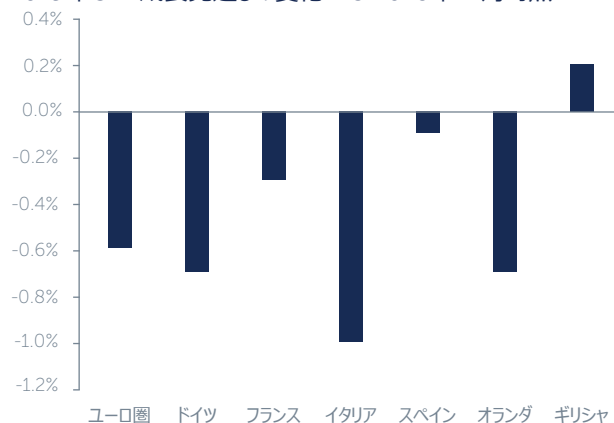
長期に及ぶブレグジット問題が緊張かつ複雑化する中、欧州自体の状況はどうなのでしょう？ 欧州連合（EU）加盟国の首脳陣は各々自国市場を強化し、中国と米国が主役となった世界において欧州の影響力を盛り返そうと悪戦苦闘しています。ポピュリズムが台頭し経済成長が鈍化する中、欧州は現状、不幸な1年、もしくは不幸な10年に向かっていとみられています。

しかしながら、完全な解決が不可能であろう欧州の構造上の問題と、少し良くなったり悪くなったりする課題を分けて考えることは重要です。賢明な投資家は、2019年第1四半期にやや悪化している現在の逆風のほとんどが一時的なものだと認識することになるでしょう。夏頃までにイタリアのポピュリズムや予算交渉が終了することはないと思われませんが、経済成長は直近の見通しを上回ってくる可能性があります。

悪いニュースもまた全て明白です。グローバルの経済サイクルは欧州に次第に打撃を与え始めているとみられ、欧州経済は減速傾向にあります。欧州委員会は、数か月前に1.9%と発表した加盟国全体の2019年の経済成長見通しを、先日1.5%に下方修正しました。

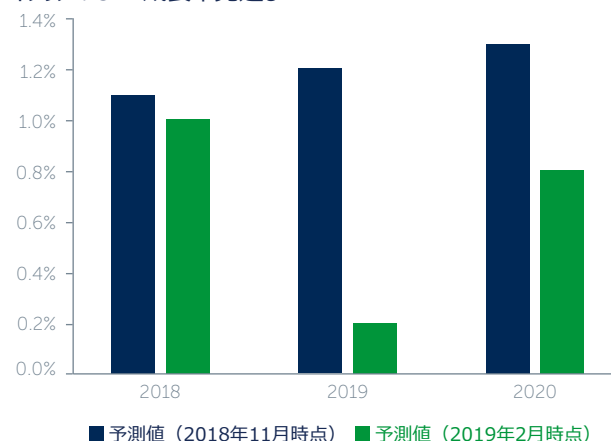
この暗い見通しの発端は主に中国とイタリアです。与信拡大を抑制する昨年（2018年）の中国の取り組みにより、欧州、特にドイツの輸出は急激に減速しました。米中貿易問題を巡る緊張の影響もあります。また、イタリアの政策に対する不透明感から、同国の経済は限りなく景気後退に迫っています。

2019年GDP成長見通しの変化 vs 2018年11月時点



出所: EUROPEAN COMMISSION 2019年2月1日現在

イタリアのGDP成長率見通し



出所: EUROPEAN COMMISSION 2019年2月1日現在

“足元の状況は、投資家にとって懸念材料となるものの、その多くは夏前には改善されるでしょう”

欧州の政局関係者は、ブレグジット問題による影響は受けないとしても、膨大な移民の受け入れや財政支出不足を容認しているとみられるEUの規定に不満を抱くポピュリストの増大に依然として直面しています。

最も興味深く予想外のドラマは、昨今のイタリアとフランスのやりとりかもしれません。イタリアのポピュリストは、自国の財政赤字論争からは手を引き、その指導者達はフランスの財政問題を巡る抗議活動に拍手喝采を送っています。マクロン仏大統領は、「黄色いベスト」と呼ばれる暴力的な抗議活動の収束後、予算目標について妥協せざるを得ませんでした。しかし、フランスの会計検査官が同国の財政状況を「脆弱」と宣言する状況にあるとしても、イタリアのポピュリストのリーダーで副首相のルイジ・ディマイオ氏が「黄色いベスト」抗議活動の参加者の一部と面会し、彼らを煽動したことから、フランスは駐イタリア大使の召還を発表しました。

(これらの背景には、マクロン仏大統領が台頭するポピュリズムを「(道徳的)腐敗」に例えたこと、イタリア政府が報復としてレオナルド・ダ・ヴィンチ絵画のルーブル美術館への貸出を妨害しようとしたことなどがあります。まさに欧州発祥のグランド・オペラです。)

しかしながら、この劇的なやりとりは、有権者のほとんどが重要視もせず関心も示さない欧州議会選挙に先立って彼らの支持を集めることを目的としています。

一方で、EU自体は、政治的勢力を強める様相を呈しています。ブレグジット問題に対応するため、英国を除く27加盟国は結束して各加盟国からの干渉や批判の余地のない単一の交渉戦略を打ち出しました。

グローバルな戦略的問題を含め米国との議論の多い関係性もまた、欧州統一を下支えする一因となっています。EU加盟国は鉄鋼に対する米国の関税を一丸となって非難し、団結して広汎な大西洋圏の貿易関係に関する予備的な議論を展開してきました。

北大西洋条約機構 (NATO) に対する米国のコミットメントが疑問視される中、欧州軍の創設に関する議論が前に進むとは思えませんが、英国やフランス、ドイツは、米国と明らかに距離を置き、対イラン制裁による影響を避けるメカニズムを構築しました。EUの全28加盟国は対ロシア制裁の延長を決定し、欧州議会は中国からの直接投資の審査厳格化に関する法案を承認しました。

このような足元の状況は、投資家にとって懸念材料となるものの、その多くは夏前には改善されるでしょう。中国の財政・金融面の取り組みが経済成長を下支えしていることから、最近弱含んでいる欧州の輸出は好転するとみられます。現在続いている米中間の貿易摩擦は欧州に大きな影響を与えることはないでしょう。また、トランプ政権による欧州自動車に対する追加関税は、今のところ想定しにくいと考えます。

ドイツの景気後退懸念もまた一過性のものとなるでしょう。ライン川の水位低下による水上商業輸送の低迷や排ガス規制問題などドイツの産業界が抱える昨今の困難な状況は、長くは続かないとみています。

ブレグジットに関するコストも、その時までには明らかになるはずですが、おそらく、突発的な混乱を避けるために長期的な移行メカニズムが導入されることになるでしょう。欧州の失業率は過去最低水準にまで低下しており、賃金は上昇傾向にあります。

賃金交渉率（除くボーナス）（前年比）



出所: BLOOMBERG 2018年9月末現在

ユーロ圏の失業率



出所: BLOOMBERG 2018年12月末現在

EUの規定により、過度の財政サポートによる弱点強化を期待するのは難しい状況です。しかし、欧州中央銀行（ECB）は経済成長の新たな兆しが見えるまで利上げを見送ると思われます。ユーロ安や原油安も下支え要因となるでしょう。

特に世界第3位の経済圏の立場をまさに失おうとしている現状において、欧州に対し悲観になる理由は多く存在します。また、首尾一貫した経済戦略構築に急いで取り組んでいることから、今後追加的なリスクが発生してくる可能性もあります。しかしながら、このような暗い状況下でも目を凝らし、市場が過度の悲観に陥っている局面を特定することもまた重要です。

もしかすると、現在もその局面に該当するのかもしれない。



Dr. クリストファー・スマート (Dr. Christopher Smart)

マクロ経済・地政学リサーチ責任者

ベアリングスの投資チームによる様々な視点を分析し、金融市場における経済及び政治的進展に関する影響の調査を行う責任者。1995年金融業界に入る。2018年ベアリングス入社以前は、カーネギー国際平和基金の地理経済学及び戦略プログラムのシニア・フェロー、ハーバード・ケネディスクールのモサヴァー-ラーマニ・センター・フォー・ビジネス・アンド・ガバメントのシニア・フェローを務める。2013年から2015年は、米国家経済会議及び米国家安全保障会議のスペシャル・アシスタントとして、貿易や投資、広義でのグローバル経済問題のプリンシパル・アドバイザーを務めた。また、4年間副財務次官補として、欧州金融危機対応や欧州、ロシア、中央アジアにおける米国の金融政策交渉を担った。米国政府に勤める以前は、パイオニア・インベストメンツにおいて国際投資部門のディレクターとしてエマージング市場や国際ポートフォリオを管理。イェール大学にて歴史学士号、コロンビア大学にて国際関係学博士号を取得。外交問題評議会メンバー。CFA協会認定証券アナリスト。

Barings is a \$303+ billion global financial services firm dedicated to meeting the evolving investment and capital needs of our clients and customers. Through active asset management and direct origination, we provide innovative solutions and access to differentiated opportunities across public and private capital markets. A subsidiary of MassMutual, Barings maintains a strong global presence with business and investment professionals located across North America, Europe and Asia Pacific.*

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, BREAE AIFM LLP, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright in this document is owned by Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

当資料は、ヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第396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)(以下、「当社」)が、ヘアリングスLLCが作成した資料を翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。

Complied (東京):2019年3月6日 M20191Q37

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

**As of December 31, 2018*

19-746681