



BNY MELLON

2014年9月15日

## 運用意思決定における地政学的リスクの管理

### 要旨

2014年現在、金融市場において地政学的リスクに対する警戒が高まりを見せています。そして、それには正当な理由があります。経済見通しや運用ポートフォリオを短期間のうちに揺るがす要因として、地政学的な問題の発生に勝るものは存在しないも同然なのです。

冷戦後の幸福な世界は、9・11世界同時多発テロの残骸、イラクの砂漠、シリアの溪谷、アフガニスタンの山岳地帯、ウクライナの平原、そして東アジアの海の中に消滅しました。米国は世界で主導的役割を果たすことに対して消極的になりつつあるようにも見え、こうした背景の下、支配力の強化や領土の拡大までも追求する勢力が複数出現しています。世界の地政学的秩序は、また新たな大規模な再編成の真ただ中にあるようで、これがどのように着地するのか、2014年の時点で明確にはわかりません。

古くから繰り返し発生しているイデオロギー、民族、部族、宗教間の憎悪が、タイムカプセルから解き放たれました。中東および東アジアでは、大昔の境界線を再び主張する人々が現れました。また、欧米の自由民主主義の優位性が脅かされています。さらに、セキュリティ不安や、新たなテクノロジーとビッグデータ技術の進歩により、プライバシー侵害の懸念が高まっています。

地政学的リスクを見定め、またそうしたリスクに対処するための、絶対的な方法はありません。選挙の結果がサプライズとなることは多くありますが、選挙後の政策決定がサプライズとなることも同様にあります。また、クーデターや火災、ハリケーン、サイクロン、竜巻、地震は予告なしにランダムに発生します。さらに、72億人が居住する世界において、限りなく微小な勢力が問題の解決を狙って凶悪なテロ行為に訴えることもあり得ます。21世紀の戦場はすでにサイバー空間にまで拡大しています。大国間の駆け引きは日常化し、冷戦時代が想起されます。そして、こうした「正式な侵略」に加え、悪徳なハッカーが難解な暗号の解読に挑み、また犯罪組織が不正利益を求めて活動しています。ターゲット、ホームデポ、一部の銀行をはじめ、多くの企業がシステム不正侵入の被害を受けています。

本稿では地政学的リスクを幅広く定義し、現在の地政学的リスクを戦略的に分類し、地政学的リスクを踏まえた上での運用意思決定について提言します。

## イントロダクション

米国の偉大なユーモア作家、マーク・トウェインも、地政学的な問題が発生するタイミングについては間違っただけを残しています。<sup>1</sup>1年の中で最悪のタイミングは、実際に存在します。それは7月から9月にかけてです。<sup>2</sup>

2014年第3四半期もこの季節性の例外とはならず、カリフ国家である「イスラム国」が短期間のうちにイラク領土の広範囲を制圧し、異教徒の根絶を訴えました。パレスチナ暫定自治区のガザ地区ではハマスとイスラエルの間の停戦がたびたび破られ、悲劇的な紛争が長引いています。ウクライナ国内のロシア人分離主義勢力に対する「人道的支援」という名目でロシア軍が集結し、その後ウクライナ国境を越えて侵攻したことから、ロシアと欧米諸国の関係は悪化を続けました。制裁合戦は過熱し、ロシアは欧米の航空会社に対して領空の飛行禁止を検討しています。イランの核開発、北朝鮮の行動と思惑、および東アジア海域における領土問題は、国際社会において引き続き悩みの種となっています。スコットランドでは英国からの独立が検討されるに至りました。アフリカではエボラウィルスの感染国が拡大し、パンデミック（世界的流行）の恐れも出ています。そして敵も味方もそろって絶え間なくインターネット上を巡回し、新たな脆弱性を探しています。

こうした困難な状況の多くは、解決に時間を要するでしょう。我々は、この一連の地政学上の問題が今後数カ月あるいは数年にもわたり市場に燻り続けると考えています。

## 地政学的リスクの歴史を振り返る

地政学的事象というのはその性質上、多くの場合、突然かつ予期せず起こります。投資家はもちろんのこと外交官の中にも、第一次世界大戦を目前に控えた1914年7月の時点で、わずかな数年のうちにロシア、ドイツ、オーストリア・ハンガリー、およびオスマン・トルコにおいて君主制が終焉を迎えることを予想した人はほとんどいなかったでしょう。

既存の「世界秩序」というのはいずれにせよ漠然とした概念ですが、この世界秩序は一般に考えられているよりも脆弱であることが判明しています。地政学上の事件を引き起こすのは大規模な軍隊である必要はありません。個人や少数のグループも、暗殺やクーデターによって歴史を変えるような変化をもたらすことが可能です。<sup>3</sup>

資本市場は、近接して相互に関連した世界に存在しているにもかかわらず、地政学的リスクに関してまったく無関心であるようにも見えることが多くあります。ありがちな地政学上の問題が資本市場を幾度となく大混乱に陥れるという状況は、理解しがたいものです。2001年9月11日の同時多発テロには誰もが驚かされましたが、1996年と1998年にはタリバンの支配地域で活動するイスラム過激派が欧米諸国を攻撃する意思を表明しており、専門家は何らかの攻撃を予測していました。例えば、『フォーリン・アフェアーズ』1999年11/12月号の表紙には、

<sup>1</sup> 「10月。株に投資するには最も危険な月の一つだ。それ以外の危険な月として、7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月、2月がある。」マーク・トウェイン

<sup>2</sup> 20世紀の例では、第一次世界大戦勃発（1914年8月上旬）、欧州で第二次世界大戦勃発（1939年9月1日）、朝鮮戦争勃発（1950年6月25日（ほぼ7月））、イラクによるクウェート侵攻（1990年8月1日）、ボリス・エリツィンが旧ソ連のクーデターを制止（1991年8月）、アジア金融危機の幕開け（準地政学的リスク事象）（1997年7月上旬）、クリントン大統領の個人的行為に関するスキャンダルが政権の危機に発展、ロシアの通貨暴落と債務不履行、LTCM破綻（いずれも1998年8月）。

<sup>3</sup> 1914年6月28日のガヴリロ・プリンスィプによるフランツ・フェルディナント大公夫妻の暗殺が、第一次世界大戦の引き金となりました。

アハメド・ラシッド「中央アジアを揺るがすタリバーンの正体」、ジョナー・ブランク「終わりなきカシミール紛争の本質」という二つの記事のタイトルが掲載されていました。また同2004年11/12月号の中で、マーシャル・ゴールドマンは「プーチンの権力掌握」(“Putin's Power Grab”)について先見性のある意見を述べています。

地政学的リスクの概念は数千年も前から存在し、さまざまな用語で呼ばれてきました。古代ギリシャでは、地中海商人はさまざまな都市国家間での貿易のリスクに精通していたことでしょう。13世紀には、マルコ・ポーロとその冒険好きな家族たちは、有名なシルクロードの商人たちの繁栄が場所によって異なることを知っていました。例えば、現在のウズベキスタンに位置するブハラやサマルカンドにおける取引慣行は、地域の権力者によって決定されていました。

アダム・スミスが1776年に『諸国民の富』の中でまとめたように、経済学者は長年、繁栄をもたらす政策を探し求めてきました。その伝統を受け継ぎ、経済学者の間では過去3世紀にわたり比較経済学が学問分野の中心を占めていました。<sup>4</sup>

200年ほど前、欧州の資本は地政学的リスクを負い、米国において運河や鉄道などの19世紀のインフラの一部の整備を支援し、また中南米やアジアの一部でも同様の取り組みを行いました。

そして経済学者たちは定期的に、政治の舞台に直接登場してきました。おそらく最も有名な例がジョン・メイナード・ケインズで、1919年のパリ講和会議を痛烈に批判して『平和の経済的帰結』を発表しました。

9・11の同時多発テロ以降、「地政学的リスク」という言葉が多くの人々の口から発せられるようになりました。地政学的リスクという言葉は元々、国際関係における地理の役割を考えるためにスウェーデンの政治学者ルドルフ・チェレンが1916年に作り出したものです。そして21世紀初頭には、この言葉の意味が明らかに資本市場関係者の間で拡大し、選挙や政策決定など国内の政治イベントや、SARSやエボラ出血熱などの健康危機、またはハリケーンや地震といった自然災害までが地政学的リスクと呼ばれるようになりました。自然災害に対する政策対応によって、災害の余波が悪化（ニューオーリンズのハリケーン・カトリーナや日本の福島原発事故）することもあれば、軽減することもあります。

今では、地政学的リスクという言葉の概念は、政治または政策によって効率的な経済あるいは市場機能が阻害される可能性のあるほとんどすべてを事象を表すものとして使われるケースもあります。このように地政学的リスクの概念が徐々に拡大してきたことを考慮すると、こうした「異常で、多くの場合外的要因をもたらす衝撃的な事象」を表すには、「市場外因性リスク」(Market Exogenous Risks、MERs)という言葉の方がより適切かもしれません。

地政学的事象はあらゆる経路から市場に波及します。例えば、原油価格急騰を引き起こす原因は、多くの場合、中東における地域紛争（例えばアラブ諸国による1973年の原油禁輸措置）や東側諸国と西側諸国間の外交関係の一時的な悪化などの地政学的事象です。

<sup>4</sup> 21世紀の今日においても、比較経済学は多くの場合、戦争、危機、そして国家安全保障など地政学的リスクの重要な問題を扱っていません。比較政治経済学では政党が経済に及ぼす影響などの問題を考慮しますが、今日の国際経済学において、地政学的リスクは通常、外生的要因として扱われています。

第二次世界大戦後に資本市場のグローバル化が再加速し、地政学に関して十分な分析の必要性が増えています。1970年代後半までに、株式投資家の多くが海外市場および海外企業への投資を増やしました。そして各国政府は国外の債券市場からの資金調達を積極的に進めています。例えば、OECD加盟国の国債に対する外国人の保有比率は1980年の10%から2010年には41%まで上昇しました。

1989年の冷戦終結により、人と資本の移動が少なくとも過去100年間で最も自由な状態となり、その結果、多くの企業や投資家は地政学的リスクに配慮しながらグローバルの枠組みの中で活動することが求められています。グローバル資本主義という展望は、冷戦後の勝利主義の精神の中では刺激的で、まるで夢のように魅力的なものでした。トム・フリードマンによる「レクサスとオリーブの木」（2000年5月）などの論文が人気を博すなど、1990年代から2000年代初頭にかけてこうしたグローバル資本主義の到来がもてはやされました。グローバル資本主義の賛同者たちは、グローバル資本主義がもたらす利益として、生活水準の向上に加えて自由と民主主義を挙げています。しかし、1997年から1998年にかけてのアジア金融危機で判明した通り、急速な資本の移動は皮肉にも不安定さを招き、より緩やかな変化に慣れた文化圏において地政学的リスクを高める結果になりました。

## 21世紀初頭における地政学的リスク

故スティーヴン・ジェイ・グールドは名著“The Structure of Evolutionary Theory”（邦題仮訳『進化論の構造』）の中で、自らが提唱する「断続平衡説」の概念の経済学および政治学への応用を論じました（p.977）。断続平衡説の示す通り、2010年代における「世界秩序」は、次の相対的な平衡状態（安定期）を求めて急速に変化しています。

21世紀初頭、大きな地政学的リスクが多数存在しています。サイバー攻撃は戦争の様相を呈しています。原油や淡水など重要な資源は政情不安定な地域に偏在しています。対立を回避するため、各国政府や国際機関には賢明な行動が求められます。ビクトリア王朝時代から第一次世界大戦勃発までの英国のように、米国は地政学的な主導権を担う地位にあります。世界が多極化していく中で、この主導的な地位には多くの責任が伴います（その良い例が中東です）。

その見返りも代償も大きなものです。ウォルター・ラッセル・ミードは2007年に執筆した“With God on Our Side: American Apocalypse and the Mall at the End of the World”（邦題仮訳「神は我々の側に—アメリカの黙示と世界の果てのショッピングモール」）の中で、述べています。「21世紀が進むにつれ、大量殺りくや世界の終焉に対する恐怖は冷戦時代以上に蔓延していくだろう。より多くの大量破壊兵器を使いこなす、より多くの役者が登場する。」

ミードは悲観論者ではありませんが、以下のように述べています。「20世紀に解き放たれた善と悪が19世紀の人類の理解を超えるものであったのと同様、21世紀にもまた想像を超えた恵みと恐怖がもたらされるだろう。驚異的な遺伝子工学や、生物学領域と機械学領域の融合によって、肉体および精神までもが改造される中、我々の子孫は今日ではおぼろげにしか想像のつかないような精神的、肉体的世界に居住しているかもしれない。」（p.25）

世界情勢の行方が問題含みであるとしても、米国とその主要な同盟国は問題を阻止するための手段を持っているかもしれませんが。しかしその過程で、米国や同盟国は、自らの覇権主義的な野心に対する周囲の評価と戦わなくてはなりません。そして米国に最も忠実な欧州同盟国の中

ですら、そうした懸念は一部生じています。ユニラテラル（単独主義的）な解決手段を模索するよりも、多極的な協力関係の改善こそが、より大きな地政学的な利益を生み出すかもしれません。

## 地政学的リスクの分析

特に 1970 年代後半以降、資本市場のグローバル化が急速に進展した結果、投資家や証券会社、格付け機関、独立系リサーチ会社（大半は経済、株式、またはクレジット分野）、特殊保険会社においてソブリン分析チームが組織されました。経済、政治、人口動態、および生活の質について、過去の統計の分析が進みました。

悲劇的な 2001 年の 9・11 同時多発テロ以降、資本市場において地政学的リスクに対する注目が大きく高まりました。資本市場に参加する企業の間では、9・11 以来、大量破壊兵器の配備の可能性がひそかに懸念されていました。経済政策当局者は 2000 年代前半に、こうした地政学上の悲観論を克服する手段として大規模な金融緩和を行いました。これはあまり言及されることのない話ですが、こうした政策当局者の行動が、その後 2007 年から 2009 年にかけての世界金融危機を底深く、そして幅広いものとする要因となったことはほぼ間違いないでしょう。

企業活動のグローバル化の進展が頂点に達した 2010 年代半ば、マクロ市場分析の中心に再び地政学的要因が出現しました。2014 年のロシアによるクリミア侵攻は、冷戦を再燃させる可能性もあり、中央銀行の政策と並ぶほどの注目を集めています。米国は、イラクとアフガニスタンという 10 年にわたる二つの紛争に疲弊し、また現在はイスラム国のテロリスト集団を無力化するための戦いに没頭しています。このため、戦争に疲弊した米国は、国際秩序維持の重圧を多くの国で分担する世界を受け入れつつあります。

## 生物学的にも構造的にも内在する地政学的リスク

ダーウィンの進化論が司る我々の世界では、すべての生物は競争し、そして進化します。この自然界の基本法則が進歩を促しています。これと同様のプロセスは、国家や組織の進化にもあてはまります。そして、この勝者と敗者を決める終わりのない生存競争の中で、競争的な緊張関係が生まれるのです。

国連によれば、21 世紀初頭、世界には 193 カ国が存在しています。そして、それを超える数の政治的イデオロギーと宗教的信念が国家、組織、集団、そして個人の活動を形成しています。

異なる派閥間での意見の相違は定期的に起こります。国家レベルでは、こうした相違は外交上の摩擦を招き、戦争の引き金となることもあります。集団レベルでは、自らの意見をないがしろにされた社会的なアウトサイダーたちが、テロ行為を通じて意見を表明するかもしれません。

対立する意見の組み合わせは膨大で、緊張状態の高いホットスポットはほぼ絶え間なく世界のどこかに存在しています。幸い、こうしたホットスポットの大半は比較的小規模で、地域経済や地域市場に対してすらほとんど影響を及ぼすことはありません。しかし、およそ数年に一度という煩わしい頻度で、より重大な対立が発生し、その影響が地域やグローバルの市場に波及しています。

こうした不安定な地政学的情勢に加えて、人口動態の変化も難しい問題です。多くの先進国では人口が縮小、あるいは低い伸びにとどまっています。一方、アフリカや中東、南アジアといった途上国では、人口が急増しています。人口が急速に拡大する中で安定を維持するのがいかに難しいかということは歴史的に証明されており、こうした地域の多くにおいて安定の持続を望むのは、おそらく最良の条件下であっても高望みといえるでしょう。

資本市場は常に、突然混乱に陥るリスクを孕んでいます。それでも資本市場関係者の多くは、地政学的リスクに関して「興味深いが避けることのできないあいまいな雑音」とみなしています。こうした傍観主義的なアプローチの信奉者は、国家情報機関でさえ重大な地政学的なショックの予測にしばしば失敗すると主張しています。そして、地政学的リスクへの対処方法については、影響を被った国とその国の主要な債券および株式発行体を投げ売りする以外に、ポートフォリオにおける明確な回避理論は考案されていません。また、地政学的リスクを能動的にモニタリングすることに消極的な機関投資家は、セミストロング型の効率的市場においても地政学的な混乱はほぼ織り込まれていると主張しています。こうした立場の投資家は、強力な予測戦略や事後的な反動を狙った有力な投資戦略は存在しないだろうと考えています。しかし添付の図表は、こうした見方を再検討する必要性を示唆しています。

『ジャーナル・オブ・ポートフォリオ・マネジメント』、『ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル』、あるいは『ジャーナル・オブ・ファイナンス』などの業界誌では、地政学的リスクを正式に考察した記事はほとんど見られません。そして今でも、ありふれた地政学的リスクが発生するたびに、市場やポートフォリオが影響を受けているのです。

景気サイクルに共通性はありますが、完全に同一のサイクルはありません。2007年から2009年にかけて突如世界経済が金融危機に陥った原因は、これまでにない、かつ不完全に設計されたストラクチャード商品でした。そしてこのストラクチャード商品の背景には構造的な債務過剰状態がありましたが、こうした要因が次の大きな世界的な景気後退を引き起こす主因となる可能性は低いでしょう。21世紀の今後において次の経済危機を引き起こすのは、むしろ地政学的リスクの高まりである可能性の方が高いように思われます。

完全な予知能力を入手することはできませんが、我々はそうした予知能力がなくても、地政学的リスクを注意深くモニタリングすることによってポートフォリオのパフォーマンスを改善し、市場下落に対する組織全体の感応度を低下させることが可能であると考えています。

## ポートフォリオ運用方針

以下は、政府、組織、そして個人が地政学的リスクに対するエクスポージャーを軽減するための提案です。

1. **地政学的リスクの検討を正式にプロセス化する**：各国の首脳が毎朝、地政学的リスクについての談話を発表すれば、運用方針検討委員会やリスク検討委員会の週次ミーティングにおいても地政学的リスクの検討が議題にあがるようになるでしょう。
2. **事業継続計画（BCP）の定期的な見直し**：9・11の同時多発テロから13年たった今も、一部の組織では部署内の連絡先を回覧し、バックアップサイトについての限られた情報を提供するのみにとどまっています。

3. **コンティンジェンシー・プラン（緊急時対応計画）策定およびシナリオ設定**：実際の事象を正確に予測することは不可能ですが、一般的な分類に基づく特性の評価は可能です。例えば、核汚染を引き起こす爆弾が主要な証券取引所の近くで爆発した時の影響については、理解を深めておく必要があるでしょう。
4. **モニタリング**：これは知識産業においてよくあることですが、地政学的リスクを軽減するためのプログラムの有効性は、それに携わる人材の質に大きく依存します。彼らのタスクは、解読、視察、分析、そして人脈の構築です。地政学的リスク評価の最前線に立つためには、どんなに優秀な人材であっても、金融関連のメディア情報を入手するだけで満足することは許されません。また、地政学的リスク分析サービスや格付け機関によるソブリン分析を購入して情報収集の範囲を広げることは多少有益ですが、それだけで十分とはいえません。そして「最前線の」運用担当者による定期的な視察に勝る対策はありません。時には、街頭の男女に対する無作為なインタビューによって、地域経済や政治情勢について独自の視点を得ることができるともできません。また、地政学リスクチームは分析対象の地域市場において、政財界および運用業界の人脈を構築しなくてはなりません。国際社会に資するシンクタンクは数多くあります。そして各地の情報機関の中にも、要請すれば快く概略を提供してくれるところは多数あります。
5. **ポートフォリオの分散を維持**：分散投資は通常時においても有効な手法ですが、地政学的リスクからポートフォリオを守る上でも有用です。なぜなら、地政学的危機や地政学的事象が発生した際に影響を受けるのは、大抵、特定の市場あるいは資産だからです。リスク水準が高まると、通常は原油、金、および債券の価格が上昇します。不確実性が増す中での分散投資の効果は他にもあります。地政学的事象は、多くの場合、二項式あるいは二択型の市場予測を生み出します。なぜなら、地政学的事象が発生するかしないかによって見通しが大きく変わるからです。ミッドサイクル（サイクルの中間点）を予想し、それに基づいて資産配分を決定するというのはよくある手法ですが、こうした手法に基づくと株式などリスク資産をオーバーウェイトし、金利上昇の前提のもと債券がアンダーウェイトされる可能性があります。この戦略は完全に合理的に思えますが、重大な地政学的事象が発生した場合、投資家は安全資産を志向するため、上記の戦略は多くの失敗となる可能性があります。地政学的緊張が高まった場合に現在の予想がどのような影響を受け得るかという理解を深めることは、リスク管理における基本的なテクニックです。投資家が分散されたディフェンシブなポートフォリオを構築する手法やそのタイミングについて、不変のルールはありません。最適な手法は運用戦略や目標によってある程度異なります。しかし、分散投資の議論においては、地政学的リスクを常に念頭に置いておかななくてはなりません。
6. **資産クラス・時間によって異なる反応関数**：自然災害と同様、地政学的なショックの度合いはさまざまです。数十人の犠牲者を出す自爆テロは悲惨で恐ろしいものですが、百万人単位の犠牲者を出す大きな戦争の勃発に匹敵する規模とはいえません。局地的な事象の影響がグローバル市場に波及する可能性は低いですが、当該地域の資産クラスには甚大な影響が及ぶことはあり得ます。また多くの場合、地政学的事象が発生すると、市場は最初反応し、その後数日あるいは数週間かけて影響が市場に織り込まれていきます。市場がこうした動きをする理由の一つとして、情報フローの問題、すなわち、当初はあまり情報を得ることができないという事情があります。情報が集まるにつれ、市場はリスクを再評価し、最も影響を受けるであろう資産がターゲットとなります。こうした状況では、アクティブ投資家や短期投資家にとっては、資産価格の下落、上昇の双方が投資機会となります。またロングオンリーの長期投資家は、ディフェンシブなアロケーシ

ョンを構築した上で、過小評価された資産を購入することで利益を得ることができるかもしれません。

- 7. 地政学的リスク事象から利益を得ることに対する心理的抵抗：**市場動向および意思決定が行動経済学の影響を受けた事例がもう一つあります。2002年に『ジャーナル・オブ・ジ・アメリカン・メディカル・アソシエーション』で発表された調査によると、9・11の同時多発テロのような国家レベルの衝撃的な事件の後、米国では、直接テロの被害にあっていない人でも、事件を消化するのに6カ月あるいはそれ以上を要する場合があることが明らかになりました。2001年9月11日に市場を空売りしていた投資家は、この大惨劇から利益を得たことを後悔しているとする証言もあります。市場参加者の多くは、地政学的事象が発生した際に、相場下落による損失は回避しようとするものの、利益を得るといのはまた別問題であることが多いようです。慣性というのは強力な作用を持ち、市場参加者が適正なタイミングでリスクを積み増すあるいは削減するのを妨げる可能性があります。しかしながら、過去の偉大な投資家の中には、そうした行為を行った人々も存在します。ナポレオン戦争の最中に英国政府に資金を提供したネイサン・メイアー・ロスチャイルドは、ワーテルローの戦いに関する情報を公式ルートよりも1日早く入手し、その情報に基づいて売買を行うことに成功しました。また若き日のJ.P.モルガンは、1860年代初頭に南北戦争で北軍の必要物資について巧妙な投機を行い、資産を安く買うことで利益をあげました。彼はまた1893年および1907年の恐慌の際には米国政府の救済においても一役買いました。しかしこうした投資家は、例外の部類に属しています。

## 運用意思決定における地政学的リスク管理のフレームワーク

### 四つの主要テーマ

- 「新たな世界秩序」の探求
- グローバル化か細分化か（ケベック、スコットランド、ベネチア、カタルーニャ、カリフォルニア、テキサス、アラスカ、シリコンバレー）
- 多極的システムへの回帰とグローバル社会における米国の影響力の低下
- 大量破壊兵器の拡散と入手可能性の向上

### 資本市場における地政学的リスクの定義

- 「経済学」の前に「政治」をつける：「政治経済学」の復活と「地政経済学」（Geopolitical Economics）の幕開け
- 現代の資本市場において地政学的リスクが意味するもの：世界の商業活動と資本市場に対して悪影響を及ぼすあらゆる国際的な出来事（事件、戦争、戦争の脅威、主要な貿易流動（原油）の混乱、革命、テロ活動、クーデター、暗殺、健康危機）
- より狭義の定義：長期的な戦略的再編に対しての「突然の地政学的ショック」（冷戦の終結と「文明の衝突」の広がり）

### 20世紀末～21世紀初頭における地政学的歴史観

故リチャード・ホルブルック元国連大使の発言：

- 20世紀前半はファシズム打倒の時代と記憶されるだろう
- 20世紀後半は共産主義打倒の時代と記憶されるだろう



同様に我々は以下を確信：

- 21世紀の最初の四半世紀（より短期間であればなお良い）は、テロとの闘いおよび中東の政情不安、東アジアの緊張関係の解決、そしてBRICsにおけるナショナリズムの台頭の時代と記憶されるだろう

### より長期の地政学的歴史観

- 技術と情報の進歩により、世界史の進展速度が加速
- 地政学の専門家はこの新時代を定義づける作業に取り組む
- フクヤマ『歴史の終わり』（1989年）
  - 歴史は普遍的動機に従う
  - 各地で活動する勢力を水平分析
  - 西洋の自由民主主義が最良の政治体制と考えられていた時代
- ハンティントン『文明の衝突』（1996年）
  - 歴史を動かすのは「抑制不能な紛争および相容れない論理」である（例：2014年のガザ地区におけるハマスとイスラエルの対立）
  - 宗教および文化が形成する世界の政治体制を垂直分析
  - 文化の違いは持続し、フォルト・ライン（文明間の断層線）の周辺では紛争の発生が続く
- ミード「神は我々の側にーアメリカの黙示と世界の果てのショッピングモール」
  - フクヤマとハンティントンの説を融合し、第三の道を提唱
- ヤーディン、スタニスロー『市場対国家』（1998年）
  - 20世紀最後の四半世紀において自由市場イデオロギーが国家統制の経済モデルに対して政治的勝利を収めたことを宣言

### 地政学的リスクに関する事件（1900年～2014年9月）

#### 1990年代は例外的に穏やかな時代。歴史的には地政学的事象がたびたび発生

- グローバル資本市場において、大規模な地政学的事象はおおむね15年おきに発生。第一次世界大戦（1914年～1918年）、第二次世界大戦（1939年～1945年）、朝鮮戦争（1950年～1953年）、キューバ危機（1962年）、ベトナム戦争（1965年～1973年）、オイルショック（1973年）、イラン革命（1979年）、湾岸戦争（1990年～1991年）、世界同時多発テロ（2001年9月11日）、アフガニスタン紛争（2001年～2014年）、第二次湾岸戦争（2003年～2011年）
- 小規模な事件は頻発。例えば、ベルリン封鎖（1948年）、ハンガリー動乱（1956年）、スエズ危機（1956年）、中国の文化大革命（1965年）、プラハの春（1968年）、プエブロ号事件（1968年）、ウォーターゲート事件（1974年）、イランアメリカ大使館人質事件（1979年）、グレナダ侵攻（1983年）、パナマ侵攻（1989年）、天安門事件（1989年）、ソ連8月クーデター（1991年）、世界貿易センター爆破事件（1993年）、台湾海峡ミサイル危機（1996年）、インドとパキスタンの核実験（1998年）、米艦コール襲撃事件（2000年）、海南島事件（2001年）、東欧諸国の改革（2002-2004年）、バリ島爆弾テロ事件（2002年）、スペイン列車爆破事件（2004年）、ロンドン同時爆破事件（2005年）、ハリケーン・カトリーナ襲来（2005年）、北朝鮮の核実験（2006年）、バグラム米空軍基地（アフガニスタン）襲撃事件（2007年）、南オセチア紛争（2008年）、ラシュカレトイバによるムンバイ襲撃事件（2008年）、「アラブの春」

のはじまり（2010年）、ウィキリークス流出事件（2010年）、シリア内戦勃発（2011年）、東日本大震災と福島原発事故（2011年）、「ウォール街を占拠せよ」運動（2011年）、アメリカ在外公館襲撃事件（2012年）ハリケーン・サンディ（2012年）、フランスによるマリ軍事介入（2013年）、ボストンマラソン爆弾テロ事件（2013年）、スノーデンによるNSA機密暴露（2013年）、エジプトクーデター（2013年）、シリア化学兵器問題（2013年）、エボラ出血熱の拡大（2014年）、ウクライナ・クリミア危機（2014年）、イスラム過激派によるイラク侵攻（2014年）、イラン核開発問題（2014年）（ベイルート・アメリカ海兵隊兵舎爆破事件（1983年）、オクラホマシティ連邦政府ビル爆破事件、マラケシュのテロ事件（2011年）ナイジェリア女子生徒連れ去り事件（2014年）、ケニアショッピングモール襲撃事件（2013年9月21日～24日）およびナイロビの米国大使館爆破事件（1998年8月7日）、そしてイラクおよびアフガニスタンでは日常的に爆破事件が発生しておりほぼ集計不可能）

- 国連加盟国 193カ国が構成する世界において統合が進む中、地政学的事象の発生頻度は増加すると予想

### 主な地政学的リスク（2014年～2024年）

議論の枠組み：「古くからある」問題、「新たな、古くからある」問題、「新たな」問題

#### 「古くからある」問題

- 自由資本主義：「創造的破壊」を伴うものか、より寛容な「社会主義者的累犯」を伴うものか
- 宗教的寛容か、「文明の衝突」か
- 国家間や思想グループ間の妥協の欠如
- 汚職
- 世界的な公衆衛生問題とパンデミック（感染症の世界的流行）の脅威
- 人口動態

#### 「新たな、古くからある」問題

- 気候変動
- 地政学的変化をもたらす手段としてのテロリズムの役割
- 地域集団への政治的・経済的統合（ユーロ圏）か、ナショナリズムが引き起こす小規模ユニットへの分解（バルカン諸国）か
- 世界のパワーバランスの変化
- 再配分主義的政策：貿易、技術、情報、医療、富
- ブレトンウッズ機関の改革：世界銀行および国際通貨基金（IMF）
- イスラム急進派は欧米と対立し、アラブ世界の刷新に苦戦

#### 「新たな」問題

- 大量破壊兵器の拡散、および大量破壊兵器が利用される可能性
- 技術進歩により大規模なテロ活動が容易に
- 経済のグローバル化により貿易、情報、人口移動が急増。国家間の境界線の有効性が低下
- サイバー攻撃
- 遺伝子組み換え食品

- 知的財産権

## 地域別のリスク要因

### 東アジア

- 中国の影響力の上昇、中国の政治的・経済的安定性、台湾問題、領土と資源への野心
- 日本の景気回復、ナショナリズム転換の可能性
- 朝鮮半島の統一、北朝鮮の行動と核開発計画
- 宗教上の過激主義、テロリズム、反政府勢力
- インドネシア分裂
- シンガポールの役割

### 南・中央アジア

- インド・パキスタン間の紛争の可能性
- パキスタンの核兵器問題と拡散リスク、パキスタン国内の過激派武装勢力
- 経済自由化 vs 伝統主義
- 2014年の米国撤退後のアフガニスタンの安定性

### 中東

- アラブの春の余波
- パレスチナ問題の解決
- イラク：存続か分裂か、イスラム国
- シリア：内戦、過激主義国家（カリフ国家）がイラクに波及するリスク
- イラン：神権政治の穏健化と核問題の解決
- サウジアラビア王国、エジプト、ヨルダン、およびその他「穏健な」アラブ諸国の将来：欧米への接近か、原理主義化か
- 中東のごろつき国家（イラン、リビア、シリア）が崩壊した場合に生じる権力空白状態の可能性
- トルコ：安定性、西洋か東洋か
- 域内テロリズムのリスクの上昇
- 核拡散と域内の兵器開発競争のリスク

### 欧州

- 欧州連合（EU）の拡大、英国のEU脱退の可能性
- 経済統合が政策の違いを相殺するか、資本主義を拒絶してポピュリズム的経済運営と右翼政治を受け入れるか
- 現在の米国中心の秩序を支援するか、新たな世界秩序を提唱するか
- ロシアの役割：ナショナリズムが台頭する中での国内の社会的・経済的安定、不透明な最終目標
- 分離主義勢力：バスク、アイルランド、バルカン諸国、カタルーニャ、ベネチア、スコットランド
- 北大西洋条約機構（NATO）の将来

### 中南米

- 民主主義、資本主義、ポピュリズム、あるいは独裁政治

- メキシコ：国際犯罪組織のリスク、汚職、改革の規模
- アルゼンチン：通貨切り下げとデフォルトの再来
- ベネズエラ：政治モデルの選択
- ブラジル：政治モデルの選択
- コロンビア：反政府勢力に対する取り組みと経済改革に進展が見られる

#### アフリカ

- 「遅れた大陸」への支援と主流派への仲間入り
- HIVのまん延とエボラ出血熱の拡大
- 経済・医療・技術・教育の格差が縮小するか、拡大するか
- 「破たん国家」への対処
- 北・東・西アフリカにおけるテロのリスク

#### 北米

- 米国がユニラテラリズム（単独行動主義）あるいはマルチラテラリズム（多国間主義）に移行し、超大国としての役割を修正するか
- 国内政治の二極化
- 移民と南部の国境に関する問題
- アクティビストとして外国銀行に罰金を科し続ける米国
- 米国内のエネルギー・ルネッサンスと老朽化したインフラ
- サイバー攻撃に対する脆弱性

#### 世界的金融危機の引き金となる地政学的リスク

- 外交問題評議会の報告によると、1980年から2000年までの間に少なくとも125カ国が銀行問題を抱えた経験があり、そのうち半数が破たんにつながりました。（「金融危機は新しい問題ではない。過去20年間だけを見ても、125以上の国が少なくとも一度は深刻な銀行問題を経験した。そのうち半数以上において、途上国の国内銀行システム全体が実質的に破たんした。」）
- 世界の相互接続性はこれまでになく高まっています。世界のGDPに対する貿易の比率は1980年には20.9%でしたが、1990年には18.3%、2000年には24.1%、そして2013年には31.3%となりました。
- 世界の経済システムは、急速な技術変化を取り入れようと競い合い、その結果、供給過剰によるデフレ圧力にしばしば陥ります。それが政情不安を生み出す土壌となります。

意思決定者は、カントリーリスク格付けサービスから得た情報に基づいて、地政学的リスクの一覧に確率を当てはめるかもしれません。しかしこれまで専門家のほとんどは、定量分析を重視する顧客のために「主観的」あるいは「ヒューリスティック（複雑な問題を素早く解決することが求められる際に用いる、完璧ではないが、ある程度正解に近い解を得るための手法）」にリスク確率を作り上げていました。いくら婉曲的に表現しても、こうした「確率の作成」は結局「大雑把な計算」でしかありません。

例えば、今後25年以内に朝鮮半島が統一される確率は高い（80%～90%）と思われます。しかし、それがいつどのように起こるか、正確に予想することはできません。このように作成された確率を利用する際には注意しなくてはなりません。こうした確率数値に頼りたいという誘惑

は、慢心を生み出しかねません。痛い目にあって初めてわかることかもしれませんが、高確率で発生が予想されていた事象が発生した場合と比べて、低確率の事象が突然発生する場合の方が、影響は断然大きいのです。独自に考え、すべてのリスクを重視し、そして予期せざる事象の発生に備えることが重要です。

## 2014年9月時点における主要な潜在的地政学的リスク

以下に挙げた地政学的リスクの一覧は、包括的なものではありませんが、すべての可能性を網羅したものではありません。ブラックスワンのリスク（誰も予想しなかった事象が起こるリスク）と同様、地政学的リスクの一部は、本質的に、あらかじめ知ることができないものなのです。また、リスクの構成は時とともに変化します。

1. **北朝鮮**：北朝鮮は手におえない問題国家で、事実上の中国の属国です。自ら作り上げた隔離された世界から外界へ時折姿を現しては、国際支援を求めます。毎回、支援の見返りとして、他国のようにふるまうことを約束しますが、守られたことはありません。この「世捨て人王国」のシナリオは三つ、すなわち、1) 韓国との統一、2) 攻撃性が高まり、大量破壊兵器を含む武器輸出が加速、3) 現状維持です。我々は、現状維持の可能性が最も高いと考えています。
2. **中国－日本**：中国は、世界における地位の向上に合わせて軍事力の増強を進めています。日本は米国との強力な同盟条約を背景に、軍事面では穏当な自衛戦力を保持するにとどまっていましたが、事態は変わりつつあります。歴史的な敵対関係と、東シナ海における現在の対立を背景に、何らかの問題が発生する可能性が高まっています。シナリオは三つ、すなわち、1) 緊張は高まるものの現状維持、2) 小規模あるいは前線での軍事行動が紛争の火種となり米国が介入、3) 何らかの事件をきっかけに両国の海軍が衝突、です。現状維持の可能性が最も高いですが、偶発的な小規模の軍事的事件の可能性も高まっています。
3. **中国－東南アジア**：東南アジア諸国にとって中国は非常に重要な貿易相手で、中国が域内で勢力を増すにつれ、安心感と不安感が同時に生まれています。中国が南シナ海で領有権を主張し、同地域の国々との間で緊張が生じています。将来起こりうるシナリオは、1) 中国が域内での影響力を活かし、軍事力に頼らず目的を達する、2) 領海における小規模な小競り合いの頻度が増し、経済制裁や禁輸措置に発展する可能性、3) 外交上の合意により資源を共有、4) 現状維持が続くも対立は残り、小規模の小競り合いが時々発生、などです。可能性が最も高いのは、中国が影響力を行使して目的を達成するというシナリオですが、緊張は継続するでしょう。
4. **インド－パキスタン**：インド、パキスタン両国は南アジアける核保有国で、過去三度にわたり全面的な戦争を行っています（1947年、1965年、および1971年）。また、1999年のカールギル紛争では、パキスタン軍が停戦ラインを越えてインド領のカシミール地方へ侵入したとされ、インドによる軍事報復を招きました。国境付近での小競り合いは頻発し、引き続きカシミールが対立の原因となっています。軍事力ではインドが優っていますが、軍事力の差は核の抑止力によって無意味なものとなり、公然たる紛争行為の可能性は低下しています。パキスタンの核保有を勘案すると、パキスタン国内の政情不安がさらに悪化した場合は問題が生じます。可能性が最も高いのは現状維持ですが、パキスタンにおける過激主義イデオロギーやラシュカレトイバをはじめとする準国家組織の存在が事態を悪化させる可能性は常にあります。

5. **中国－米国**：米中関係は、おそらく世界で最も重要な二国間関係です。時折摩擦が生じるものの安定した関係といえるでしょう。両国はこれまで多くの問題について建設的な議論を交わしてきましたが、サイバー攻撃、台湾問題、通貨、気候変動、中国海軍の増強、および人権問題をめぐっては引き続き緊張関係にあります。こうした摩擦が高じて軍事衝突に発展するとすれば、日本、台湾、およびサイバー攻撃に関する意見の相違が引き金となる可能性が最も高いでしょう。両国ともお互いの対立を望んでおらず、したがって、日中間の緊張関係は引き続き不確実性を生む要因となり、中国はその経済力を武器に台湾を自国の勢力圏に引き入れようと目論み続けるでしょう。そして最も重要なワイルドカードは、意図的あるいは偶発的なサイバー上の大惨事の可能性があります。
6. **台湾**：台湾は中国の「のどに刺さった骨」ともいえる自治区域で、米国の民主的パートナーであり、台湾海峡をめぐっては米中間の直接的な衝突の火種となる可能性もあります。台湾経済は堅調で、同国では時折中国と対立する自由市場志向の指導者が選ばれる傾向が強くあります。中国は、将来、平和的に台湾を取り戻すため、台湾との経済的つながりの構築に注力しています。当面は中国がこの戦略を続けるものと予想されます。それ以外のシナリオとして、1) 台湾が中国の反感を買い、サイバー攻撃または軍事攻撃を受ける、2) 中国が経済戦略にしびれを切らし、その他の手段に転換する、3) 米国が台湾安全保障を提供するという（控えめに見ても）中国に対する敵対的な決断に踏み切る、などの可能性も考えられます。台湾は世界における主要なフォルトライン（文明間の断層線）ですが、現在の見通しは、現状維持です。
7. **タイ**：タイではクーデターが絶え間なく発生しています。2006年にクーデターが発生し、2008年～2010年と2013年～2014年には政治危機に見舞われ、2014年には再度クーデターが発生しており、タイの政治システムは非常に脆弱です。同国はかつてアジアの希望の星とみなされていましたが、政治問題に関する不透明性の影響から経済は後退しています。クーデター後の軍事政権は経済重視の姿勢を見せていますが、不安定な政治体制と急速な権力移行の可能性が課題となっています。また、イスラム教徒が住む、発展が遅れた南部では、反政府勢力の活動も活発です。タイがいま一度世界の市場で輝きを取り戻す可能性はありますが、そのためには大規模な政治改革が必要でしょう。
8. **インドネシア**：経済成長と政治安定を実現したインドネシアは、新興国の成功例と広く受け止められています。同国はジェマ・イスラミアによるテロの脅威を退けることに成功しましたが、アチェ州やパプア州では独立運動が続き、リスク要因となっています。最近インドネシアでは新しい大統領が選出され、今後の改革が期待されます。一方、他国と同様、シリアの外国人部隊で義勇兵として戦闘行為に携わっていた人々が帰還すれば、インドネシア国内で新たな暴力の火種となる可能性があります。20年前にも同様にアフガニスタンからの義勇兵の帰還がありました。見通しは安定的ですが、マレーシアやタイなど域内他国の問題が波及する可能性はあります。
9. **サウジアラビア**：サウジアラビアの統治体制は、天然資源を有効活用しつつ国内の社会的・文化的緊張をコントロールするというもので、このどちらかが圧力を受ければバランスが崩壊します。同国は、国内外で生まれた過激派武装勢力の脅威にしばしば直面し、また中東地域において高まるイランの野望にさらされています。米国とイランの核協議の結果次第では、サウジアラビアで安全保障上の懸念が高まる可能性があります。サウジアラビアの内政・外交政策は現状維持となる可能性が高いものの、その他のシナリオとしては、1) 国内の大きな脅威が統治体制を脅かす、2) イラクおよびシリアをめぐってイランとの緊張が高まり、代理戦争から直接的な対立に発展し、核開発に乗り出す可能性、3) 米国とイランの核問題を契機に、サウジアラビアで自由化が進む、などがあり

ます。シリアおよびイラクにおいて過激主義国家が拡大すれば、サウジアラビアの指導者やエネルギー関連のインフラ施設がターゲットとなるリスクもあります。

10. **イラン**：これまで国際社会における永遠の最下層国家の位置づけにあったイランも、孤立状態から脱する可能性があります。米国とイランの核協議をめぐっては意見が大きく対立していますが、協議は続いています。協議が決着すれば、市場はいずれかの方向に大きく動くでしょう。核協議が名目上の成功を収めれば、イラン（およびイランの保有する石油資源）が徐々に世界経済に復帰する可能性があります。一方、協議が失敗に終われば、将来的に核施設に対して何らかの行動がとられる可能性が高まるでしょう。イランはイラクおよびシリアの紛争に巻き込まれ、イランの利害はイラクでは米国と一致する一方、シリアでは対立しています。また、サイバー攻撃の能力の向上には注意が必要で、さらに、世界各地で武力攻撃と金融取引を遂行することを目的に設立されたクックズフォースとヒズボラにおける幅広いイラン人のネットワークも脅威です。近い将来イランが崩壊する可能性は低いでしょう。また、イラクおよびシリア内の同盟勢力をイランが支援すれば地域内の対立激化の可能性は高まります。核協議の結果については、成功と失敗、それぞれ同等の可能性を有しています。
11. **イラク**：イラクはナショナリズムによってかろうじて統一を保っていますが、一部の予想を上回る回復力も示しています。この人為的に設立された国家が三つの勢力に分裂する可能性が徐々に高まっていますが、その道筋は引き続き不透明です。イランおよび米国は北部の反乱勢力の撃退と弱体化を目指しており、その結果、従来不安定な体制が復活する可能性もありますが、その場合、クルド人独立の可能性は消滅します。反乱勢力がイラク北部およびシリア南西部で成功を続ければ、従来体制への復帰の可能性は低下し、これまで統治されずにきた地域においてイスラム国が統括する新たな過激主義国家が誕生します。これは中東地域のほとんどすべての国にとって脅威となるでしょう。統一維持の確率が分裂を上回りますが、分裂の可能性が徐々に高まっています。欧米でイラク人による大規模なテロ攻撃があれば、同国の行方もまた様変わりする可能性があります。
12. **シリア**：シリア内戦は今後もあらゆる意味において中東の将来を占う上での試金石となるでしょう。シリアにおいて反乱勢力が成果を上げたことが、イラク北部における反乱の成功を招きました。また義勇兵がシリア反政府勢力の外国人部隊へ流入し、世界を不安に陥れています。こうした義勇兵の帰還により各国の安全が脅かされるからです。ロシアおよびイランという強力な同盟国の支援もあり、アサド政権は激しい攻撃をしのいでいます。そして安定を求める声が自由に打ち勝ち、アサド政権に再び流れが傾きつつある可能性があります。先行きは複雑で、1) 現在の国境内で完全に安定化、2) ドゥルーズ派、クルド人、スンニ派、シーア派が分離独立、3) 完全な崩壊と内戦長期化、などのシナリオが考えられます。一部分裂および東部の内戦継続の可能性が高く、ヨルダン、レバノン、およびトルコにもその影響が及ぶ可能性があります。
13. **ガザ**：ガザ地区では、不幸なことに、イスラエルとハマスの衝突が日常的に発生しています。人権状況が危ぶまれ、また国際社会はハマスが支援物資を軍事目的で使用することに対し驚愕しているようです。今後のシナリオとしては、1) 5~10週間の後、イスラエルが一方的に停戦、2) 両勢力ともに優位に立つことを狙って紛争が継続、域内の勢力に混乱をもたらす可能性、3) エジプトまたは米国の仲裁で停戦に合意、などが考えられます。再建支援は引き続き不透明ですが、短期の衝突が続く可能性は高いでしょう。
14. **ヨルダン川西岸**：パレスチナ自治政府はヨルダン川西岸を管轄し、ガザ地区におけるハマスとは異なる戦略を志向しています。しかし自治政府の指導者は自らが不安定な状況

にあることを認識しています。ガザ地区での信用を高め、潜在的にハマスの勢力を弱めるためには、自治政府はハマスとともにイスラエルに立ち向かわなくてはなりません。これによってイスラエルとパレスチナ自治政府の関係は冷え込みますが、目下のところ、ヨルダン川西岸に武力が広がる可能性は低いでしょう。

15. **ペルシャ湾岸諸国**：ペルシャ湾岸の主要な産油国に関連する最大の地政学的リスクは、国内要因です。保守派勢力と近代化を推進する勢力の間の緊張から両者の断絶は深まり、現在の統治体制が危険にさらされる可能性もあります。オマーンやバーレーン、クウェートなどの国ではすでに民主化運動も起こり、緩やかな政治改革が行われました。また、小規模ながら金融の中心地としての地位が高まるにつれ、規制をめぐる欧米政府との軋轢も生じ、市場や資産に影響が及ぶ可能性もあります。現状維持の可能性が高いですが、一部の国ではより過激主義的なポピュリズム運動に屈服する可能性も完全に排除することはできません。
16. **イエメン**：イエメンは資源の欠乏と過激主義イデオロギーという問題を抱えています。湾岸諸国のような資源に恵まれないこともさることながら、イエメンでは水が不足しています。遠からず資源をめぐる争いが起こる可能性のある舞台の一つといえます。加えて、同国におけるアルカイダ傘下のテロ組織（アラビア半島のアルカイダ、AQAP）は最近までは米国内において最大の脅威となっていました。AQAPはサウジアラビアも標的としています。イエメンではかつて内戦があり、資源の欠乏や過激派組織の存在の影響がサウジアラビアやペルシャ湾岸諸国に及ぶ可能性もあるでしょう。
17. **エジプト**：3年にわたる抗議運動、騒乱、民主化、暴動、および内戦を経て、エジプトはシーシー大統領の下、落ち着きを取り戻しつつあります。しかし、経済および社会的・文化的基盤の再建はこれからです。大きな争点は、より中央集権型のアプローチをとる現在の政権が政策を実行する間、クーデターの経験を経た市民らが忍耐を維持できるかという点です。これはすなわち、エジプトには大きなリスクが残っていることを意味しています。
18. **リビア**：リビアは、武装勢力や民兵組織、武器があふれる準破たん国家です。産油国ですが、同国のリスクと不安定性を背景に、欧米のエネルギー企業の多くはすでに権益を売却しています。統治と再建への道は困難なものとなるでしょう。リビアの将来に関するシナリオとしては、1) 準破たん国家として現状のまま存続する、2) さらに分裂する、3) 民兵組織が停戦および暫定政権との交渉に合意する、が考えられます。現状維持の可能性が高いですが、武装勢力が国境を越えてアルジェリア、エジプト、スーダン、チュニジア、および南欧に流入するという波及効果が真の脅威といえます。
19. **トルコ**：トルコは北大西洋条約機構（NATO）の加盟国で、南部への武力勢力の波及、難民の流入、および経済停滞の可能性が徐々に深刻化しています。トルコ軍は過去数十年にわたり民主主義の防波堤として位置づけられてきましたが、近年はそうした枠組みはありません。2014年8月10日に行われる初の直接選挙では、独裁者のエルドアン首相が大統領に当選する可能性が高いでしょう。同国の政治・経済が安定するためには、新旧の問題があります。EU加盟申請が失敗に終わった後、トルコは将来に関して西洋（欧州、米国）と東洋（中東、中国）のどちらを志向するべきかという問題に悩まされる一方、保守派勢力と近代化を推進する勢力という相反する勢力のはざままで苦闘しています。イデオロギーの対立により社会が一段と多極化し、それが反政府運動につながる可能性もあります。国内の緊張関係や南部で国境を接するシリアの存在を考えると、見通しは極めて不透明です。



- 20. ナイジェリア：**ナイジェリアはアフリカ最大の経済規模を有し、主要な原油輸出国（世界第5位）ですが、北部に大規模な抵抗勢力を抱えています。反政府勢力の中心であるボコ・ハラムは、都市やエネルギー関連施設を攻撃する能力を持ち、また攻撃への意欲も示していますが、活動の大半はそれ以外の場所で行われ、300人の女兒を誘拐するなどの事件も起こしています。この反政府勢力が政府の転覆や国家の分裂を招く可能性は低いですが、人々の生活を困窮させ、経済の流動を混乱させることが彼らの長期戦略である可能性もあります。
- 21. スーダン：**スーダンは天然資源に恵まれた国ですが、同国がグローバル経済に完全に参加する上で、引き続き人権問題が制約となっています。2011年に南スーダンの独立を問う住民投票が実施されて以降、ひどい暴力行為が続いています。以前の紛争は大抵、消耗とともに終了しており、今回も同様の道をたどる可能性が高いでしょう。
- 22. ソマリア：**ソマリアはテロリズムと海賊行為のまん延する破たん国家で、適正な政府の樹立が必要です。国家はすでに分裂し、ソマリランドの準自治区が同国北部を巧みに統治しています。アルカイダ関連の反政府勢力にはアメリカ人を含む数十人の欧米人が在籍しており、欧米各国におけるテロの可能性も増しています。近年ではソマリアにおける暴力がウガンダやケニアなどの近隣諸国に波及し、国境侵犯が増加しています。近々ソマリアが現在の状況から抜け出すことを示す兆しはほとんどありません。
- 23. サハラ砂漠以南のアフリカ：**経済に対する高い期待がある一方、汚職や環境、人口動態、および文化的な制約が経済の発展を阻んでいます。広大な領土の中に若い人口を抱える一方、雇用機会は限られており、これが今後軋轢を生む可能性があります。また、北アフリカとサハラ以南の南アフリカの境界線を脅かす行為も増加しており、密輸ネットワーク、暴力的イデオロギー、人、そして武器が両者の間を行き来しています。また北アフリカおよびサハラ以南の南アフリカの一部の地域では、身代金目的の誘拐も問題になっています。同地域は古くから「サハラ以南の南アフリカ」と区分されてきましたが、今ではさらに東アフリカ、西アフリカ、中央アフリカ、および南アフリカという地域区分に分かれ、それぞれが異なる問題を抱えています。好材料はありますが、引き続きリスクもあります。
- 24. ロシア：**ロシアのウクライナ領クリミア占領により、1930年代の記憶がよみがえりました。ウラジーミル・プーチンは2000年以来政権運営に成功してきましたが、憲法上は今後も10年にわたり政権の座にとどまることができます。ロシアはこれまで、産業主導で高い経済成長を実現し、特にエネルギー・セクターを通じて西欧に影響力を及ぼしてきましたが、それも終わりを迎えました。また組織犯罪やサイバー攻撃などの準政府組織の問題も軋轢を生み出しています。バルト諸国、中東、および中央アジア諸国も将来的な紛争の火種となり得ます。ロシアに対する制裁の影響はこれまでさほど出ていませんが、今後も緩やかな制裁が続く可能性があります。ロシアに関するテールリスクは、より厳しい制裁が科される（企業活動や所有権が対象となる）ことですが、米国による制裁を超えるものとなる可能性は低いでしょう。起こりうるシナリオは、1) 長期的な緊張が非生産的であることをプーチンが認識し、態度を改める、2) ロシアが現在の問題について、危機を招くことなく交渉による解決を模索する、3) 引き続き暴力、ナショナリズム、および経済的支配を利用して国家の目標を追求する、などです。ウクライナ東部をめぐる最近の交渉は反乱勢力を増強するための時間稼ぎでしかなく、今後も何も変わらないという事態が予想されます。我々の予想が間違いであることを願います。
- 25. ウクライナ：**ウクライナは欧州における新たな火種で、多くの矛盾を抱えています。冷戦以降のウクライナの歴史は、組織犯罪と汚職に覆われ、北大西洋条約機構（NATO）

への加盟が近い将来実現する可能性は低いでしょう。ロシアがクリミア半島およびウクライナ東部を制圧する中、西側諸国は不安定な状況に置かれています。起こりうるシナリオは、1) 現状維持、ウクライナ東部の国境付近ではロシアとの争いが続く、2) 事態が悪化し、ロシアは人道的懸念あるいはウクライナの統治の欠如を理由に介入の必要性を訴える、3) 冬の到来とともに欧州がエネルギーに困窮し、ウクライナ問題に関してロシアの意向を受け入れる、4) ロシアが和平交渉を主導し、ウクライナ東部およびクリミア半島を断念する見返りとして金銭補償を主張する、などです。欧米諸国によるもう一段の介入がなければウクライナが統一を維持することは不可能です。しかし、ロシアはウクライナの分裂に拍車をかけるための直接的な介入を正当化する理由を探しているようにも見えます。これまでのところ欧米諸国の対応は穏やかなものにとどまっており、制裁措置の発動に集中しています。我々は、こうした状況がしばらく続き、危機も当面継続すると考えています。

26. **バルト諸国**：バルト諸国は北大西洋条約機構（NATO）加盟国ですが、旧ソ連の一部であり、ロシア系住民も多く住んでいる一部地域について、ロシアが奪還を狙っている可能性があります。これはロシアによる西側諸国に対する最も重大な直接的な挑戦ともなり得る事態で、西側諸国は厳しい選択を迫られています。ウクライナ問題の解決が見られない中で、ロシアが NATO 加盟国を標的にする可能性は低いでしょうが、それが自国に有利に働くとロシアが考えるならば可能性が全くない訳ではありません。米国はバルト諸国に関する軍事費の増額を明言して警告を発しています。中期的には、バルト諸国に対する脅威は現実のものとなるよりは脅威のままにとどまる可能性が高いですが、東欧諸国における過去の危機的状況の経緯に鑑みれば、残念ながらいかなる可能性も排除できないでしょう。
27. **ポーランド**：ポーランドは東欧と西欧の中間に位置する戦略的な国家で、東側諸国にとっては心外なことかもしれませんが、同国は西側の一員となりました。ソ連崩壊直後、ポーランドの共産党本部は証券取引所に生まれ変わりました。ポーランドはアフガニスタンの軍事作戦で大きく貢献するなど、NATO 加盟国としてすでに高い評価を築いており、ロシアのウクライナに対する行動を同国が非難したことを受けて、ロシアはポーランド産の果物の輸入禁止の措置に踏み切りました。地政学的リスクの面では概ね良好ですが、活気を取り戻したロシアとの摩擦が高じれば、ポーランドは圧力にさらされる可能性もあります。
28. **西欧**：フランスやオランダなど一部の国では、近代自由民主主義がイスラム教原理主義と衝突しています。世界金融危機の後遺症から、英国では EU 離脱に関する国民投票を検討する声も上がっています。またスコットランド、ベネチア、およびカタルーニャの有権者は独立の希望を表明しています。一方、若年層を中心とした構造的な失業率の高さやフランスなど一部の国で右傾化の傾向が見られることを勘案すると、ユーロ通貨の戦略的な存続も確実とはいえないかもしれません。
29. **ハンガリー**：ソ連崩壊後に自由民主主義と資本主義への移行を目指した他の国でも一部見られる状況ですが、ハンガリーは依然、中途半端な状態にあります。同国の指導者はロシアへの追随を志向しているようで、部分的に自由資本主義を拒絶しています。価格上限や特定の業界に対する課税などの政策が経済界を圧迫しており、国有化の可能性も残っています。同国が方針を転換し自由資本主義へ向かう可能性もありますが、それが近い将来起こる可能性は低そうです。
30. **中南米**：中南米では資本主義と社会主義のイデオロギーが競合し、さらにナショナリズムやポピュリズムと衝突しています。中南米諸国は将来に向けて進路を模索しており、

統治モデルや価値観に関する議論が続いています。各国が内政に専念する中、ブラジル対アルゼンチンなど大きな対立関係は抑制されています。中米では、主に麻薬取引がらみの暴力行為が頻発するなど国際犯罪組織に関するリスクは引き続き明白で、金融システムは不安定な状況にあります。10年にもわたり暴力的な反政府活動を繰り返してきたかつてのペルーの左翼テロ組織センデロ・ルミノソの元メンバーたちが、刑期を終えて釈放されています。一部の国では身代金目的の誘拐が依然として懸念されます。大事件が起こる可能性は引き続き低いですが、国際犯罪組織関連の汚職や暴力行為、および不安定な国内政治を背景に、経済成長は制約され、各国および各市場においてリスクが生じています。

31. **メキシコ**：二国物語。一方では、メキシコは好調の続く新興市場国で、米国と隣接するという地理的条件にも恵まれて経済のファンダメンタルズは堅調、大きな成長が期待されます。他方、社会的には、麻薬がらみの暴力行為や汚職のまん延に悩まされ、その背景の一つとして米国へ向けた麻薬取引があります。こうした矛盾の解消は難しい課題です。新政権移行後は暴力行為が減少していますが、国際犯罪組織は国内に深く根付いています。同国は国内の成長と改革に注力していますが、犯罪は続いており、また激化しています。メキシコがいずれ国内の安全と統治の問題を乗り越える可能性は大いにありますが、暴力活動が再燃するリスクや国内の騒乱の可能性は残っています。ポジティブな結果になる可能性がネガティブな結果となる可能性を上回っていますが、ネガティブな結果となった場合は大きなテールリスクが存在します。
32. **ブラジル**：ブラジルは潜在的には明るい展望を持つ、活気ある国ですが、同国ではポピュリスト政治が市場主導の改革を阻んでいます。2013年と2014年には、W杯への財政支出や鉄道運賃などに関する政策が引き金となり暴動が発生しています。2014年10月5日には大統領選挙が予定されており、当面、暴動がさらに発生する可能性があります。何らかの出来事によって政治の風向きが変わらない限り、ジルマ・ルセフ大統領が再選される可能性が高いでしょう。長期的には、ポピュリスト政治が引き続き障害となるでしょう。社会主義への急転換の可能性もないわけではありませんが、自由市場や外国資本による恩恵が非常に大きいことが認識されていることを踏まえると、社会主義への転換の可能性は低いでしょう。核兵器への野心およびアルゼンチンとの軍拡競争は1991年に終焉し、両国の関係はその後良好です。現状維持の可能性が最も高いでしょう。
33. **アルゼンチン**：アルゼンチンは2002年の債務不履行に関連した問題に依然悩まされ、グローバル市場の片隅にかろうじてとどまっています。ただし、こうした問題を抱えつつも、アルゼンチンはこれまで大きな危機を乗り越えており、今後はおそらく事態が改善に向かうでしょう。他の南米諸国と同様、国内政治においてはポピュリズム、社会主義、資本主義の衝突が続く見込みで、破壊的な暴動が発生する可能性は常にあります。債務削減策と経済改革が進展すれば地政学上非常に明るい材料となりますが、解決の失敗が続けばマイナス要因と受け止められるでしょう。
34. **コロンビア**：反政府勢力および麻薬密売人との数十年にわたる戦いを経て、コロンビアに転機が訪れているようです。まだ課題は残っていますが、法律と治安当局主導の活動が成果をあげています。再建と統治に関する政策が根付きつつあるようで、コロンビアが今後良い方向に進んでいく可能性があります。しかしながら、FARC（コロンビア革命軍）あるいは麻薬密売組織の復活の可能性や、武力抵抗を提唱する社会主義イデオロギーなど、ダウンサイドリスクは残ります。身代金目的の誘拐は減少しているものの解決しておらず、一部の外国人投資家を同国から遠ざける要因となるでしょう。米国はコロンビアの復活を支援しており、事態が悪化した場合でも強力な支援者であり続けるで

しょう。ダウンサイドリスクは残っていますが、地政学的事象は改善の方向に向かっています。

- 35. ベネズエラ：**ベネズエラはおそらく南米最大の問題で、ウゴ・チャベス大統領が逝去した後も、一部の人々が予想（あるいは期待）していた政策の急転換は起こっていません。チャベス前大統領による「21世紀の社会主義計画」は実を結ばず、同国に残されていた外国資本の大半を消耗してしまいました。同国は、凶悪犯罪、政治色の強い軍隊と警察組織、脆弱な政府機関、および石油業界への過度の依存など数々の問題を抱えています。政治的な動きがあるとなれば現政権の打倒を狙ったものとなる可能性が高く、したがって地政学的リスクはポジティブなものである可能性が高いでしょう。経済は脆弱で、構造的な問題も抱えていますが、現政権は比較的力量を持っているようです。現状維持の可能性が高いですが、これはほぼすべての人にとって不幸な状況といえるでしょう。
- 36. キューバ：**米国大統領 10 人の任期よりも長い、ほぼ 60 年にわたり続いたカストロ政権も、終わりを迎えます。政治的には米国との不和が続いていますが、キューバは引き続き欧州やカナダからの旅行者に人気の旅行先であり、すなわち完全に外界から隔離されているわけではありません。経済は依然として未開発で、その中心は農業ですが、キューバが自由化と改革のプロセスに着手すれば、経済状況は急速に変化する可能性があります。移行のプロセスは緩やかかつ管理されたものとなるでしょうが、60年にわたり社会主義のルールの下で統治されてきたことを勘案すると、これは最善の道かもしれません。地政学的リスクはポジティブなものが想定されますが、自由化により暴動やポピュリスト政治の可能性も高まります。キューバへの旅行者がもたらす外貨やキューバへの投資を勘案し、キューバが好材料となると我々は予想していますが、それを断言するにはかなり時期尚早でしょう。
- 37. 米国：**南部の国境は侵入が容易で、また国内の過激派が数々の小規模な事件を引き起こす可能性があります。国民は戦争に疲弊し、世界の問題に対しアクティビストとしての役割を果たすことについて徐々に消極的になっています。サイバー攻撃に対して脆弱で、特に送配電網や金融センターを狙ったサイバー攻撃に対する脆弱性は引き続き重大な懸念材料となっています。また、今後も小規模の団体において、一部の郡 (county) がその所属する州 (例えばカリフォルニア州) から独立するべきだという主張が続くとみられ、アラスカ州やテキサス州がアメリカ合衆国から独立することを提唱する声も続くでしょう。プライバシー、気候変動、ヘルスケア、統治権の役割、移民、銃規制、その他のあらゆる問題により、政治の多極化が続くでしょう。
- 38. アルカイダとその分派、および関連組織：**ウサマ・ビンラディンの死後、アルカイダに対して勝利宣言する誘惑が高まりましたが、これは時期尚早であったことが証明されました。ビンラディンの主張した暴力的イデオロギーやアルカイダから派生した組織は、今でも国際社会の悩みの種となっています。攻撃は実質的にいつでも起こる可能性があり、世界各国の政府首脳らが警戒を維持しています。関連組織の数は減少するどころか、2010年以降増殖しています。アルカイダおよびその分派はアフガニスタン、アルジェリア、イラク、リビア、マリ、モーリタニア、パキスタン、ソマリア、シリア、およびイエメンに存在し、100カ国以上の国から信奉者が集まっています。アルカイダのイデオロギーとその関連組織は、アラブの春に乗じて成功を収めました。一方で、その脅威は皮肉にも若干弱まっています。アラブの春がもたらした政治的混乱により、地域で活動を展開する（つまり、「近くの敵」と戦う）組織の活動の場が広がり、その結果「遠くの敵」すなわち欧米諸国に対する戦いの重要性が低下しています。市場では、テロ行為のリスクが概ね緩やかに織り込まれていますが、大規模な攻撃あるいは大量破

壊兵器による攻撃が起これば事態は大きく変わります。残念ながら、大量破壊兵器による攻撃のリスクは上昇しています。

- 39. タリバン・アフガニスタン：**2014年の米国のアフガニスタン撤退は重大なイベントで、残留する部隊の詳細は判明していません。米国が完全に撤退すれば、アフガニスタン国内が再び内戦状態に陥る可能性もあります。アフガニスタン国内では各党派の対立が続く、また旧支配勢力のタリバンも依然として勢力を誇り、支配の復活を目指す準備をしているかもしれません。こうしたリスクは、同国の抱える大規模な鉱物資源へ投資を誘致する計画に対しては、当然、マイナス要因となります。大型の鉱山機械は、テロ活動において容易かつ魅力的な標的となります。13年間にわたる戦争を経て、タリバンが米国の撤退を歓迎しているのか、あるいは米国に反撃することを望んでいるのか、定かではありません。タリバンの関心は主にアフガニスタン国内にあるだろうと思われませんが、タリバンがパキスタンとの国境を管理できる可能性は低く、パキスタンには欧米への攻撃に関心を持つ暴力的なイデオロギーが存在しています。米国の撤退により、おそらく国境地帯でリスクが高まることになるでしょう。
- 40. サイバー攻撃：**世界の情報アーキテクチャはつながりを増し、その結果、国家、準政府組織、および個人にとっての新たな地政学的領域として、サイバー空間が加わりました。サイバー攻撃は、基本的な DoS（サービス妨害）攻撃から基盤システムをクラッシュさせる大規模な窃盗行為に至るまで、その戦術および目的はさまざまです。サイバー攻撃は、情報に対するアクセスを制限し、情報を変更あるいは取得するものです。将来の戦争にサイバー的な要素が加わることは明らかで、世界の大国を標的にする勢力が最初の一撃としてサイバー攻撃を利用する可能性は高いでしょう。しかし、サイバー活動の大半は、国家よりも下のレベル、例えば政治ハッカーや組織犯罪、テロリストなどが行っています。東欧やアジアからのサイバー攻撃に対する懸念が高まりつつあります。また、サイバー兵器の拡大により、攻撃を仕掛ける側が明らかに有利な位置に立っています。防御の壁を高くすることだけではシステムの安全確保には不十分で、計算速度の向上とマルウェアの高度化により、セキュリティの壁はより容易に突破できるようになりました。攻撃側が防御側より有利である環境は、すべて、本質的に不安定なセキュリティ環境といえます。重要なシステムに対するサイバー攻撃のリスク、あるいは、サイバー攻撃の影響が周囲に広く波及したり複雑な失敗につながったりするリスクは高まっています。今後こうしたリスクは徐々に高まっていくと予想され、攻撃の標的と性質が資本市場への影響を大きく左右するでしょう。

## **2025年までの地政学的事象：重大な影響あるいは高い確率を持つ事象**

### **重大な影響を与える事象：**

1. 日米と中国の間で、領土問題あるいはサイバー攻撃をめぐる大きな対立が生じる
2. 欧米諸国において核テロまたは生物兵器テロが発生する
3. サイバー活動により金融、電力、あるいは通信システムがクラッシュする
4. 印パ間で核戦争が勃発する
5. 貿易保護主義が一段と高まり、新たな同盟関係が構築される
6. 中東における地位をめぐるサウジアラビアとイランが戦争に突入する
7. ロシアが領土拡大を続け、欧州との対立の可能性が生じる
8. 北朝鮮が韓国との戦争を引き起こす

9. 中南米で二度目の核軍拡競争が起こる
10. ロシアが領土拡大を続け、国連の常任理事国 5 カ国の体制が崩壊する

#### 確率の高い事象：

1. 北朝鮮が破たんし、韓国と統合する
2. イランが潜在的な核兵器製造能力を手に入れる
3. イラクとシリアの国境が変化する
4. 領土問題をめぐり、中国が小規模の軍事衝突を繰り返す
5. 印パ関係が悪化する
6. 米国の外交政策が一段と保守化・孤立主義化する
7. 欧州経済が低成長にとどまる
8. サイバー攻撃がエスカレートする
9. サウジアラビアが安定する
10. アフリカの状況が好転する

#### 結論

21 世紀初頭、新たな技術および新しい「世界秩序」への移行の継続により、地政学的リスクが高まっています。こうしたリスクが資本市場に波及した場合の影響は甚大です。資本市場に参加する企業では、地政学的リスクを徹底的に分析し、高い知見に基づくコンティンジェンシー・プラン（緊急時対応計画）を策定することが有効でしょう。残念ながら、地政学的リスク事象の発生によって市場が一時的に影響を受ける可能性が高いことは、歴史的にも示されています。

地政学的リスクの分析というのは反復作業であり、フィードバックを繰り返すことによって大きな改善が見込まれます。一方、ある経験豊かな外交官によると、「（政策とは）継続的に変化する、人とアイディアの組み合わせ」です。政策決定と意思決定は同一のものではありません。「政策とは意見、戦略、あるいは方向感に対する枠組みであり、一方、特定の決断というのは望ましい方向に進むための実際の道筋です。」<sup>5</sup> この思慮深い助言は、資産運用にも当てはまります。

---

<sup>5</sup> ハロルド・サンダース“What Really Happened in Bangladesh.”（邦題仮訳「バングラデシュで実際何が起きたのか」）『フォーリン・アフェアーズ』1999 年 11/12 月号 p.41

## 参考文献

- Blank, Jonah. "Kashmir: Fundamentalism Takes Root." *Foreign Affairs* (Nov./Dec. 1999).
- Brands, H. W., *American Colossus: the Triumph of Capitalism, 1865-1900*. New York: Doubleday, 2011.
- Butcher, Tim. *The Trigger: Hunting the Assassin Who Brought the World to War*. London: Chatto & Windus, 2014.
- Chernow, Ron. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*. New York: Atlantic Monthly Press, 1990.
- Harford, Tim. "How to See into the Future." *FT Magazine* (September 5, 2014).
- Ferguson, Niall. *The House of Rothschild: Volume 1: Money's Prophets: 1798-1848*, New York: Penguin Books, 1999.
- Friedman, Walter. *Fortune Tellers*. New Jersey: Princeton University Press, 2014.
- Fukuyama, Francis. *The End of History and the Last Man*. New York: The Free Press, 1989.
- Fukuyama, Francis. "America in Decay: The Sources of Political Dysfunction." *Foreign Affairs* (September/October 2014).
- Goldman, Marshall. "Putin's Power Grab." *Foreign Affairs* (November/December 2004).
- Gould, Stephen Jay. *The Structure of Evolutionary Theory*. Cambridge, MA: Belknap of Harvard UP, 2002.
- Harris, Shane. "The Social Laboratory: Singapore Is Testing Whether Mass Surveillance and Big Data Can Not Only Protect National Security, but Actually Engineer a More Harmonious Society." *Foreign Policy* 1 (July 2014).
- Huntington, Samuel. *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*. New York: Touchstone, 1996.
- Kissinger, Henry. *World Order*. New York: Penguin Press, 2014.
- Peterson, P., Morris Goldstein, and Carla A. Hills. "Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture." *Council on Foreign Relations* (October 17, 1999).
- Rashid, Ahmed. "The Taliban: Exporting Extremism." *Foreign Affairs* (Nov. /Dec. 1999).
- Keynes, John M. *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Hancourt, Braw and Rowe, 1920.
- Mearsheimer, John. "Why the Ukraine Crisis is the West's Fault: The Liberal Delusions That Provoked Putin." *Foreign Affairs* (September/October 2014).
- Rhodes, William. *Banker to the World: Leadership Lessons from the Frontlines of Finance*. New York: McGraw Hill, 2011.
- Saunders, Harold. "What Really Happened in Bangladesh." *Foreign Affairs* (July/August 2014).
- Sarotte, Mary E. "A Broken Promise? What the West Really Told Moscow About NATO Expansion." *Foreign Affairs* (September/October 2014).
- Silver, Roxane, E. Alison Holman, Daniel N. McIntosh, Michael Poulin, and Virginia Gil-Rivas. "Nationwide Longitudinal Study of Psychological Responses to September 11," *The Journal of American Medical Association*, Vol. 288, No. 10 (2002): 1235-1244
- Silver, Nate. *The Signal and the Noise: Why So Many Predictions Fail*. New York: The Penguin Press, 2012.
- Tetlock, Philip. *Expert Political Judgment*. New Jersey: Princeton University Press, 2005.
- Yergin, Daniel, and Joseph Stanislaw. *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy*. New York: Simon and Schuster, 1998.

**Figure X. U.S. Equity Reactions to Key Geopolitical Events: 1914 through September 11, 2014**

| Crisis Grade                                  | Event  | Market Reaction Dates   | Cumulative Dow Jones Industrial Performance (%) After Reaction Dates* |         |         |          |
|---|--|-------------------------|---|---------|---------|----------|
|   |  |                         | Date Range Gain/Loss (%)  | 22 Days | 63 Days | 126 Days |
| <b>Geopolitical Events</b>                    |  |                         |   |         |         |          |
| A   | World War I  | 7/28/1914 - 11/11/1918  | 14.92   | -5.93   | -6.70   | 0.86     |
| A   | Pearl Harbor                                       | 12/06/1941 - 12/10/1941 | -5.94   | 1.79    | -2.29   | -10.04   |
| A   | Korean War   | 6/23/1950 - 7/13/1950   | -11.99  | 7.70    | 13.68   | 15.96    |
| A   | Cuban Missile Crisis                               | 10/19/1962 - 10/27/1962 | -0.74   | 10.89   | 14.48   | 15.94    |
| A   | Gulf of Tonkin Incident                            | 8/2/1964 - 8/7/1964     | -1.42   | 1.20    | 5.90    | 4.24     |
| A   | Arab Oil Embargo                                   | 10/18/1973 - 12/05/1973 | -17.86  | 7.95    | 4.61    | 7.03     |
| A   | Gulf War Ultimatum                                 | 12/24/1990 - 1/16/1991  | -4.29   | 12.03   | 14.47   | 16.00    |
| A   | Attack on World Trade Center and Pentagon          | 9/11/2001-9/30/2001     | -7.89   | 5.98    | 11.35   | 11.98    |
| A   | Egypt Coup d'état & Crackdown                      | 7/3/2013-08/23/2013     | 0.15  | 2.44    | 3.73    | 9.78     |
| A   | Russia Invades Crimea                              | 2/28/2014 - 3/4/2014    | 0.45  | -0.77   | 0.03    | 3.12     |
| B   | Fall of France                                     | 5/09/1940 - 6/22/1940   | -17.25  | -0.80   | 2.23    | 6.97     |
| B   | Berlin Blockade                                    | 06/24/1948 - 05/12/1949 | -8.47   | -4.27   | -0.64   | 4.27     |
| B   | France Falls at Dien Bien Phu                      | 3/13/1954 - 5/8/1954    | 6.51  | 1.86    | 6.05    | 8.21     |
| B   | Soviet Invasion of Hungary                         | 11/04/1956 - 11/10/1956 | -1.04   | -2.59   | 1.74    | -2.28    |
| B   | Sputnik  | 10/03/1957 - 10/22/1957 | -9.88   | -2.85   | 2.22    | 4.07     |
| B   | China Cultural Revolution                          | 05/16/1966 - 10/06/1976 | 10.62   | -0.74   | 0.37    | -2.69    |
| B   | Six-Day War  | 06/05/1967 - 06/10/1967 | 3.20  | -1.67   | 5.23    | 4.95     |
| B   | Soviet Tanks Invade Prague                         | 8/20/1968 - 10/28/1968  | 7.77  | 0.94    | -1.32   | -5.13    |
| B   | Yom Kippur War                                     | 10/6/1973-10/25/1973    | 0.33  | -8.53   | -12.67  | -11.69   |
| B   | Fall of Vietnam                                    | 04/30/1975 - 05/01/1975 | 1.17  | 0.11    | 4.91    | 0.88     |
| B   | Iranian Revolution                                 | 1/16/1979 - 2/11/1979   | -1.58   | 0.60    | 5.85    | 2.54     |
| B   | U.S.S.R. Invasion of Afghanistan                   | 12/24/1979 - 1/03/1980  | -2.25   | 6.80    | 0.95    | -0.62    |
| B   | Falkland Islands War                               | 4/01/1982 - 5/07/1982   | 4.32  | -5.71   | -6.34   | 4.33     |
| B   | U.S. Invades Grenada                               | 10/24/1983 - 11/07/1983 | -2.73   | 5.96    | 5.88    | -4.90    |
| B   | Invasion of Panama                                 | 12/15/1989 - 12/20/1989 | -1.88   | 2.71    | -3.88   | -0.80    |
| B   | Iraq Invades Kuwait                                | 08/02/1990 - 08/20/1990 | -1.92   | -9.85   | -10.64  | -7.81    |
| B   | Coup Attempt Against Gorbachev                     | 8/16/1991 - 8/19/1991   | -2.36   | 2.92    | 5.60    | 4.30     |
| B   | World Trade Center Bombing                         | 2/26/1993 - 3/1/1993    | -0.46   | 3.17    | 2.71    | 3.83     |
| B   | Oklahoma City Bombing                              | 4/19/1995 - 4/20/1995   | 0.55  | 4.73    | 8.49    | 8.27     |
| B   | Kosovo War   | 02/28/1998 - 06/11/1999 | 22.76   | 6.18    | 4.61    | -4.49    |
| B   | U.S. Invades Iraq                                  | 3/19/2003 - 12/21/2011  | 46.11   | 3.00    | 6.86    | 8.12     |
| B   | U.S. Invades Afghanistan                           | 10/07/2001-06/22/2011   | 32.78   | 2.70    | -6.52   | -1.99    |
| B   | Battle of Baghdad                                  | 03/20/2003 - 04/15/2003 | -17.52  | 1.88    | 10.96   | 12.22    |
| B   | Madrid Train Bombings                              | 03/11/2004 - 03/12/2004 | 1.10  | 2.25    | -2.22   | -0.98    |
| B   | London Subway Bombings                             | 7/7/2005 - 7/8/2005     | 1.43  | 1.84    | 2.20    | 2.27     |
| B   | Russo-Georgian War                                 | 08/07/2008 - 08/12/2008 | 1.85  | -0.94   | -20.03  | -23.35   |
| B   | Mumbai Attacks                                     | 11/26/2008 - 11/29/2008 | 1.17  | -2.83   | -9.38   | -9.19    |
| B   | Arab Spring (Tunisia)                              | 12/17/2010 - 01/14/2011 | 2.57  | 2.59    | 0.60    | 6.15     |
| B   | Libyan Civil War                                   | 02/15/2011 - 10/23/2011 | -3.42   | 2.29    | 4.11    | 9.94     |
| B   | Benghazi Attack                                    | 09/11/2012 - 09/12/2012 | 0.07  | 1.82    | -5.72   | 1.33     |
| B   | Boston Marathon Bombings                           | 04/15/2013 - 04/19/2013 | -0.35   | 3.92    | 1.73    | 3.18     |
| B   | Syria Chemical Attack Allegations                  | 08/21/2013 - 09/26/2013 | 2.89  | 0.47    | 5.02    | 3.39     |
| C   | Easter Rebellion in Ireland                        | 4/14/1916 - 6/30/1916   | -2.24   | -0.47   | 1.80    | 18.64    |
| C   | Bloody Sunday (N. Ireland)                         | 1/12/1972 - 1/13/1972   | -3.99   | -11.86  | -0.74   | 0.16     |
| C   | U.S. Bombs Cambodia                                | 4/29/1970 - 5/26/1970   | -14.41  | 11.65   | 15.89   | 20.55    |
| C   | Beirut Barracks Bombing                            | 10/23/1983-10/24/1983   | 0.01  | -0.08   | 0.12    | -5.53    |
| C   | U.S. Bombs Libya                                   | 4/15/1986 - 4/21/1986   | 2.56  | -3.80   | 0.45    | 0.86     |
| C   | Argentina AMIA Bombing                             | 07/18/1994-07/19/1994   | -0.19   | 0.49    | 3.22    | -1.88    |
| C   | Poison Gas Attack in Tokyo Subway                  | 3/20/1995 - 3/21/1995   | -0.27   | 3.07    | 8.93    | 15.76    |
| C   | U.S. Embassy Bombings in Nairobi and Dar es Salaam | 8/07/1998 - 8/10/1998   | -0.27   | -8.72   | -6.69   | 1.41     |
| C   | USS Cole Bombing                                   | 10/12/2000 - 10/13/2000 | 1.57  | 6.14    | 2.38    | 5.96     |
| C   | 2002 Bali Bombings                                 | 10/12/2002-10/13/2002   | 0.00  | 9.19    | 7.43    | 0.75     |
| C   | Haiti Earthquake                                   | 01/12/2010 - 01/13/2010 | 0.50  | -6.35   | 0.50    | -2.21    |
| C   | Kenya Mall Attack                                  | 09/21/2013 - 09/24/2013 | -0.75   | 0.26    | 4.81    | 3.87     |
| C   | Marakesh Market Bombing                            | 04/28/2011-04/29/2011   | 0.37  | -2.33   | -1.78   | -12.26   |
| C   | French Intervention in Mali                        | 1/11/2013-Present       |   |         |         |          |
| C   | Boko Haram's Abduction of Nigerian School Girls    | 04/14/2014-04/15/2014   | 0.55  | 1.57    | 3.36    | 4.04     |
| C   | 2014 Hamas-Israel Conflict in Gaza                 | 7/8/2014-Present        |   |         |         |          |
| C   | Ebola Virus Outbreak                               | 03/21/2014-Present      |   |         |         |          |
| <b>Political/Economic Events</b>              |  |                         |   |         |         |          |
| 1   | U.S. Stock Market Crash of 1907                    | 10/28/1929-10/29/1929   | -11.73  | 4.85    | 8.00    | 18.88    |
| 1   | JFK Assassination                                  | 11/21/1963 - 11/22/1963 | -2.89   | 6.84    | 10.06   | 14.68    |
| 1   | Kent State Shootings                               | 5/04/1970 - 5/14/1970   | -4.17   | 1.50    | 5.64    | 10.64    |
| 1   | Nixon Resigns/Watergate                            | 8/9/1974 - 8/29/1974    | -15.50  | 2.12    | 1.32    | -3.78    |
| 1   | U.S. Stock Market Crash of 1987                    | 10/02/1987 - 10/19/1987 | -34.16  | 8.02    | 14.47   | 17.34    |
| 1   | Orange County, CA Bankruptcy & Financial Crisis    | 12/06/1994 - 12/31/1994 | 2.36  | 0.91    | 4.05    | 13.27    |
| 1   | Lehman Bankruptcy/Great Recession                  | 09/15/2008 - 06/30/2009 | -22.63  | 5.14    | 10.22   | 15.68    |
| 1   | Wikileaks  | 10/28/2010-11/4/2010    | 2.89  | -3.00   | 2.30    | 4.81     |
| 2   | Earthquake in Tokyo                                | 9/1/1923-9/15/1923      | -4.10   | -0.25   | 0.78    | 7.42     |
| 2   | Truman Upset Victory                               | 11/02/1948 - 11/10/1948 | -8.34   | -0.19   | 3.89    | 0.90     |
| 2   | Riots and Labor Strike in France                   | 5/6/1968 - 5/26/1968    | -2.10   | 0.91    | -0.76   | 4.30     |
| 2   | Hunt Silver Crisis                                 | 2/13/1980 - 3/27/1980   | -15.92  | 0.45    | 11.35   | 23.07    |
| 2   | ERM U.K. Currency Crisis                           | 9/14/1992 - 10/16/1992  | -5.98   | 2.07    | 4.37    | 4.66     |
| 2   | Mexico - Tequila Crisis                            | 12/19/1994 - 12/31/1995 | 34.99   | 2.00    | 8.20    | 7.05     |
| 2   | Terrorist Attack in Paris Metro                    | 7/25/1995 - 7/26/1995   | -0.16   | -1.62   | 1.17    | 8.47     |
| 2   | Asian Stock Market Crisis                          | 10/07/1997 - 10/27/1997 | -12.44  | 6.84    | 8.82    | 19.40    |
| 2   | Russian LTCM Crisis                                | 8/18/1998 - 10/08/1998  | -11.28  | 11.13   | 14.35   | 21.10    |
| 2   | South Ossetia War                                  | 08/07/2008-08/12/2008   | 1.85  | -0.94   | -20.03  | -23.35   |
| 2   | Occupy Wall Street Protests                        | 09/17/2011-01/01/2012   | 6.16  | 4.02    | 6.22    | 6.72     |
| 2   | Snowden NSA Leaks                                  | 06/05/2013-01/01/2014   | 10.80   | -2.29   | -1.31   | -0.35    |
| <b>Overall</b>                                |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -0.78   | 1.50    | 2.65    | 4.20     |
| Median  |  |                         | -0.27   | 1.80    | 2.97    | 4.16     |
| <b>Geopolitical Events</b>                    |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | 0.59  | 1.17    | 1.93    | 2.65     |
| Median  |  |                         | 0.00  | 1.80    | 2.22    | 3.15     |
| <b>Political Events</b>                       |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -4.62   | 2.43    | 4.66    | 8.55     |
| Median  |  |                         | -4.13   | 1.75    | 5.01    | 7.94     |
| <b>High Geopolitical Risk Events (A)</b>      |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -3.46   | 4.33    | 5.93    | 7.48     |
| Median  |  |                         | -2.85   | 4.21    | 5.25    | 8.40     |
| <b>Medium Geopolitical Risk Events (B)</b>    |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | 2.38  | 0.73    | 0.28    | 0.73     |
| Median  |  |                         | 0.44  | 1.85    | 1.97    | 2.40     |
| <b>Low Geopolitical Risk Events (C)</b>       |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -0.61   | -0.09   | 2.84    | 3.58     |
| Median  |  |                         | 0.00  | 0.09    | 2.09    | 1.13     |
| <b>U.S. Political/Economic Events (1)</b>     |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -10.73  | 3.30    | 7.01    | 11.44    |
| Median  |  |                         | -7.95   | 3.48    | 6.82    | 13.97    |
| <b>Non-U.S. Political/Economic Events (2)</b> |  |                         |   |         |         |          |
| Mean  |  |                         | -0.54   | 1.84    | 3.09    | 6.62     |
| Median  |  |                         | -3.10   | 0.68    | 4.13    | 6.89     |

**Crisis Code Key**  
A-High Geopolitical Risk  
B-Medium Geopolitical Risk  
C-Low Geopolitical Risk  
1- U.S. Political Crisis  
2- Non-U.S. Political Crisis

Source: BNY Mellon using data from Bloomberg



Figure XX. Historical Total Returns of U.S., U.K., French, German, and Japanese Bonds and Equities During Periods of War: 1812 to September 11, 2014

Table with columns: Bonds, Start, End, Total Return (%), 1 Year Before, Annualized Total Return (%), During, Total Return (%), 1 Year After. Rows include War of 1812, Mexican American War, Crimean War, U.S. Civil War, Franco Prussian War, Spanish American War, Boer War, Russo Japanese War, World War I, World War II, Korean War, Vietnam War, Arab Israeli War, Yom Kippur War, Falkland Islands, Gulf War, Bosnian War, Kosovo War, War on Terror, Libyan Civil War, Syrian War.

Average row for Bonds: 4.60, 7.22, 3.74, 7.22, 5.43, 6.40, 10.52, 5.36, 14.04, 8.94, 6.13, 6.85, 2.24, 6.28, 2.04

Table with columns: Equities, Start, End, Total Return (%), 1 Year Before, Annualized Total Return (%), During, Total Return (%), 1 Year After. Rows include War of 1812, Mexican American War, Crimean War, U.S. Civil War, Franco Prussian War, Spanish American War, Boer War, Russo Japanese War, World War I, World War II, Korean War, Vietnam War, Arab Israeli War, Yom Kippur War, Falkland Islands, Gulf War, Bosnian War, Kosovo War, War on Terror, Libyan Civil War, Syrian War.

Average row for Equities: 8.21, 4.78, 17.37, 6.17, -8.85, 16.78, 18.92, 20.37, 24.12, 23.46, 11.19, 6.31, 14.53, 17.82, -8.06

Table with columns: Bond Outperformance over Equities, Start, End, Total Return (%), 1 Year Before, Annualized Total Return (%), During, Total Return (%), 1 Year After. Rows include War of 1812, Mexican American War, Crimean War, U.S. Civil War, Franco Prussian War, Spanish American War, Boer War, Russo Japanese War, World War I, World War II, Korean War, Vietnam War, Arab Israeli War, Yom Kippur War, Falkland Islands, Gulf War, Bosnian War, Kosovo War, War on Terror, Libyan Civil War, Syrian War.

Average row for Bond Outperformance over Equities: -3.60, -0.30, -8.03, 1.32, 14.65, -10.38, -20.97, -11.54, -7.86, -15.07, -5.06, -4.56, -9.06, -10.68, 8.48

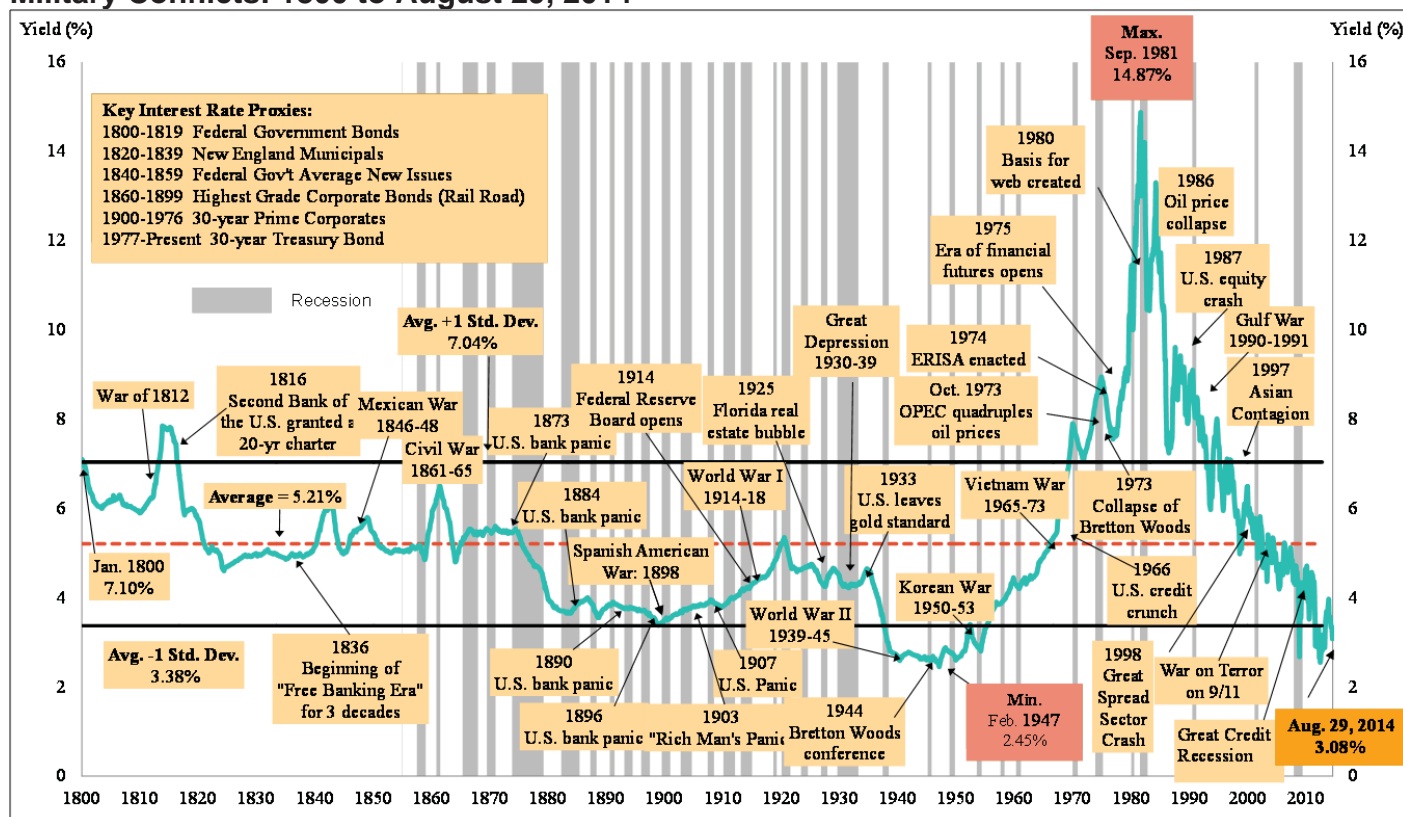
Avg. Bond Outperfr. row: 12.22, 12.26, 18.18, 22.64, 21.40, 18.54, 15.50, 13.56, 22.43, 13.25, 15.52, 19.61, 10.92, 23.23, 17.69

Avg. Equity Outperfr. row: 17.96, 12.85, 23.76, 19.99, 5.63, 20.71, 25.03, 16.39, 56.34, 28.25, 10.55, 20.68, 17.06, 21.99, 13.01

Frequency of Bonds Outperforming Equities row: 48%, 50%, 38%, 50%, 75%, 26%, 10%, 21%, 63%, 30%, 21%, 40%, 29%, 25%, 70%

Indices used for Bonds: USA 10-year Government Bond Total Return Index, United Kingdom 10-year Government Bond Return Index, Germany 10-year Government Bond Return Index, Japan 10-year Government Bond Return Index, France CAC All-Share Return Index, UK FTSE All-Share Return Index, Germany Deutscher Aktienindex (DAX-30) Return Index, Japan Toxix Total Return Index. Source: BNY Mellon using data from Global Financial Data

Figure XXX. A History of Long-Term U.S. Interest Rates, U.S. Recessions, and World Military Conflicts: 1800 to August 29, 2014



Source: BNY Mellon using data from Global Financial Data, Bloomberg

本資料は、The Bank of New York Mellon Corporation の関連会社が作成した資料を BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料に掲載されている情報は当社が信頼できると判断した資料に基づいておりませんが、その情報の正確性、完全性、および将来の市況の変動等を保証するものではありません。これらの情報に基づいて投資した結果生じたいかなる損害についても BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社、The Bank of New York Mellon Corporation 及びその関連会社は一切責任を負いません。

本資料に記載された内容は表記時点でのものであり、今後予告なく変更または廃止される場合がありますので、予めご了承下さい。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会