



「柏原延行」の Market View

#42 覚悟

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

英国のメイ首相は、EU離脱に関する方針について演説を行いました。各種の報道をみるに、その骨子は、EU単一市場から脱退した上で、EUを重要な貿易パートナーとしてEU市場に最大限のアクセスを確保するとのものでした。加えて、最終的なEUからの離脱案については議会の承認を求める考えも示しました（議会の承認を得るか、否かは一定の論点でした）。

英国の立場で考えた場合、国民投票で示されたEU離脱に対する国民の意思を素直に実行するものと評価でき、改めて（学校で学んだように）英国は議会制民主主義の先駆けであること、及びメイ首相の「覚悟」を感じました。議会の承認については、選良たる議員の反対により、離脱との結論が翻る可能性があるとの（ごく少数の）見方に同意することは、私には難しく思えます。

「EU単一市場から脱退」については、EUに留まるためには、原則として、「①モノ、資本、サービス、人の（移動の）自由を確保し」、「EU予算を負担し」、「EUのルールを守り、EU司法裁判所の判断を受け入れる」必要があります。これは、国民投票で示された意思とは反するため、EU単一市場から脱退せざるをえません。

そして、「EUを重要な貿易パートナーとしてEU市場に最大限のアクセスを確保する」については、自由貿易協定をEUと結び、EUとの（可能な限りの）自由な貿易の確保を目指しているものと思われます。

しかしながら、自由貿易を目指す協定などは、TPP（環太平洋経済連携協定）やNAFTA（北米自由貿易協定）に関する最近の状況をみるに、簡単に締結できるとは思えません。

また、メイ首相が、「英国内の地域連携強化」、「アイルランドとの往来自由の維持」に言及したとおり、歴史的な英国内、及び近隣国との関係においても、EU離脱を契機として、政治的に難しい問題が発生する可能性もあります。

以上の通り、演説は、率直に言って、厳しい離脱（Hard Brexitと呼ばれます）を連想させるもので、一部にあった柔軟な離脱（Flexible Brexit）への期待は後退したと思われます。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

それでは、この演説に対する市場の反応はいかなるものだったでしょうか。

この演説に対する為替市場の反応は、限定的でした（執筆時点において）。

これについては、「事前に演説の内容に関して報道があり、一定程度織り込まれていた」ことをその理由とされる方が多いように思います。私は、これに加え、「最終的なEUからの離脱案については議会の承認を求めるとの考えを示したため、厳しい離脱にならないとの連想が働いた」、「③英国ポンドが下落したとしても、輸出増を通じ、英国経済への悪影響を緩和するとの思惑が働いた」ことも理由にできると考えます。

「議会の承認」に関しては、国民投票の結果を議員も尊重すると私は考えていることから、メイ首相の演説から連想される厳しい離脱となる可能性が高いと考えます。

一方で、国民投票前日からのポンドの下落率（対ユーロ）は、約1割であり（図表1、ちなみに対米ドルではドル高の影響もありこれより大きく下落しています）、このことはたしかに輸出増との波及経路を通して、足元の英国経済の下支え要因として、働くものと考えます（まさに、経済学の初歩的な教科書で学ぶ景気を安定化させる機能です）。

図表1：国民投票のあった6月以降の英国ポンドの推移（対ユーロ）



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

今回の演説の内容は、前述したとおり、英国の立場からみた場合、素直なものと考えますが、EUの立場からは、「義務を果たさず、権利（自由貿易）を要求すること」に写り、協定などに安易に同意することはできないと思われ、自由貿易を巡る交渉は難航すると予想することが自然であると考えます。

1月16日に公表されたIMFによる経済見通しでは、英国は2018年において、前回予想時点比0.3%下方修正の1.4%成長が予想されています（図表2）。

図表2：世界のGDP成長率（前年比、%）

	2016	2017	2018
全世界計	3.1	3.4 (0.0)	3.6 (0.0)
先進国	1.6	1.9 (0.1)	2.0 (0.2)
米国	1.6	2.3 (0.1)	2.5 (0.4)
日本	0.9	0.8 (0.2)	0.5 (0.0)
ユーロ圏	1.7	1.6 (0.1)	1.6 (0.0)
ドイツ	1.7	1.5 (0.1)	1.5 (0.1)
英国	2.0	1.5 (0.4)	1.4 (0.3)
カナダ	1.3	1.9 (0.0)	2.0 (0.1)
新興国	4.1	4.5 (0.1)	4.8 (0.0)
中国	6.7	6.5 (0.3)	6.0 (0.0)
インド	6.6	7.2 (0.4)	7.7 (0.0)
ブラジル	3.5	0.2 (0.3)	1.5 (0.0)
ロシア	0.6	1.1 (0.0)	1.2 (0.0)
ASEAN5	4.8	4.9 (0.2)	5.2 (0.0)
メキシコ	2.2	1.7 (0.6)	2.0 (0.6)

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2016.10」、「World Economic Outlook Update, 2017.1」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

（注）2016年は推計値、2017年以降は予測値、（ ）内は前回時点の見通しからの変化幅、インドは会計年度（4月～翌年3月）ベース

私自身は、英国を巡る情勢が現在の世界経済全体に対する上記IMF予想（2018年で3.6%成長）を大きく下方修正する要因になると現時点では考えていません。しかしながら、オランダ総選挙（3月予定）、フランス大統領選挙（4月・5月予定）、ドイツ連邦議会選挙（10月予定）など、欧州の重要な国において、2017年は政治の季節を迎える中、今回の演説が自国優先主義的な主張への賛同を増す要因として働くこと（演説にはこの動きを増加させないことへの配慮があると考えます）、及び（国民投票結果を尊重するとの民主主義に対する）政治家の「覚悟」は、経済を最優先の課題としない可能性があることに十分な留意が必要であると考えています。

アセットマネジメントOneでは、業界No1の質と量を実現する積極的な情報発信に努めたいと考えます。

是非、弊社のホームページ等をご覧いただければと考えます。

なお、コラムの過去分に関しては、以下をご参照ください。

・2016年10月以降

<http://www.am-one.co.jp/report/marketreport/3/>

・上記以前

<http://www.mizuho-am.co.jp/report/column-list/ctg/041>

【当資料で使用している指数について】

ございません。

（2017年1月18日 9:00執筆）

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入る有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。