

EVOLVING MARKETS FOCUS

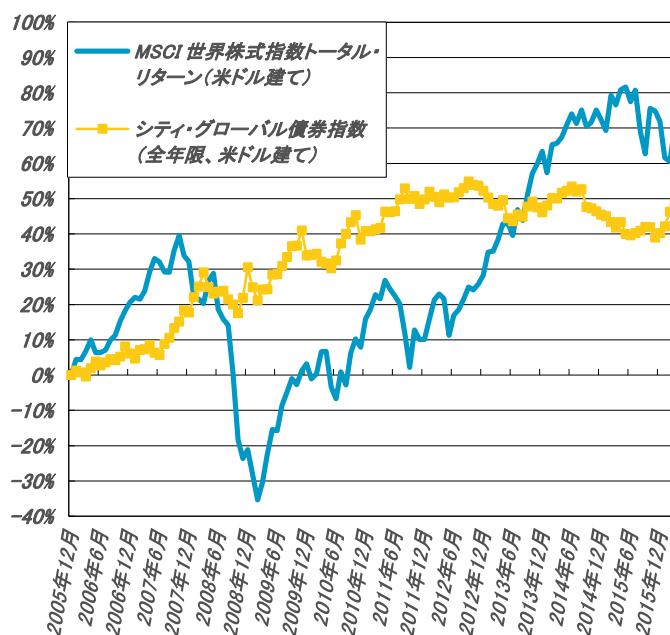
グローバル株式は中立、アジア・日本には強気の見通し

本レポートでは、今週開催された当社GIC（グローバル投資委員会）の結論を踏まえた最新の見通しを紹介するが、この中でグローバル株式に対するスタンスを小幅なオーバーウェイトから中立に変更する一方で日本とアジアの各市場に対しては強気の見方を維持する理由について述べる。グローバル株式は、ここまでは厳しい相場が続いたが、現在はほぼ元の水準まで戻している。しかし当社は、米国の株式については、昨年の6月以降かなり慎重な姿勢を取っている。また、各国中央銀行の政策に関する当社の見方、主要先進国のマクロ経済見通しも紹介する。当社は、特に米ドルベースで見た場合、グローバル債券の投資妙味は小さいとの見方を変えていない。したがって、米ドルベースの投資家向けにはグローバル債券をアンダーウェイトに据え置く。最後に原油価格について、3月までには安定するだろうというトレンドに反した当社の見方は、価格乱高下による逆風にも見舞われたが、現在はほぼ12月中旬の水準にまで戻しており、ここからは緩やかに上昇していくと見込んでいる。

続いて、当社グローバル社債ファンドマネージャーがサービスセクターの債券に投資妙味がある理由を述べる。その後、グローバル・ストラテジストが日本の「数字で結果を出す」コーポレート・ガバナンスに関する記事を紹介する。さらに、オーストラリアの債券アナリストが「そろそろ社債への投資を再開すべきか」という疑問に答える。最後に、英国の債券ファンドマネージャーが、英国がEUを離脱した場合の影響について考察する。

グローバル資産の 2005 年以降のリターン（米ドルベース）

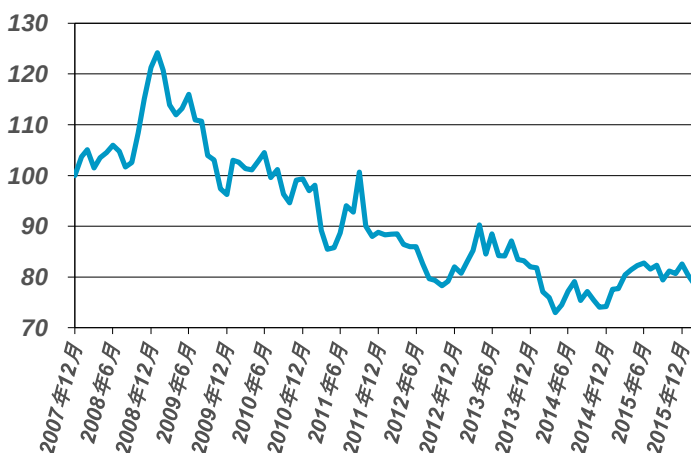
3 月 29 日まで



出所: ブルームバーグ

MSCI 日本と MSCI ワールド(日本を除く)のパフォーマンス比較

2007 年 12 月を 100、2015 年 3 月 29 日までのトータルリターン



出所: ブルームバーグ

マーケットウォッチ

日本株式は 2015 年にグローバル市場を大きくアウトパフォームしたが、最近数カ月は大幅にアンダーパフォームしている。2015 年と 2016 年を通してみたアウトパフォーム幅は今もかなり大きいですが、残念ながら、グローバル株式にはなかった日本株式固有の要因が変化している。つまり、他国と異なり堅調に推移してきた予想利益が他国のトレンドと同様に勢いを失ってしまったのである。日本企業の収益は引き続きコーポレート・ガバナンスの向上による恩恵を受けているが、現在は円の上昇と世界経済の減速という逆風に直面している。米国議会による TPP 批准法案の審議が遅れていることが株式市場の失望感につながっていると考えられるが、農業分野をはじめとする多くの改革は TPP に関係なく実行されるだろう。一方で、株式のバリュエーションは非常に魅力的で、配当利回りは債券やキャッシュの利回りよりも高く、記録的な水準に達している。PER(株価収益率)も非常に割安な水準にあり、自社株買いも急増している。当社は円の下落と世界経済の堅調な回復を予想しており、日本株式については当然ながら強気の見通しを持っている。

2016 年 3 月 30 日

ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

はじめに

日興アセットマネジメントの GIC(グローバル投資委員会)は 3 月 30 日に会合を開き、世界経済情勢、各国中央銀行の政策、および金融市場と投資戦略に関する中期的なハウスピーアのアップデートを行った。

グローバル経済の状況

注釈がない限り本レポートにおける日付はすべて暦年ベースであり、成長率は SAAR(季節調整済みの年率換算値 実質、前期比)である。

当社では、G-3(米国、日本、EU)経済は、今後 4 四半期にかけて穏やかながら上向きになるだろうと見ている。ただし、2016 年第 1 四半期の成長率は米国や(在庫要因次第では)日本でも低迷する可能性が高い。

確かに米国経済は依然として強弱まちまちの状況が続いているが、**実質個人消費支出は堅調である**。第 1 四半期の GDP 成長率は前四半期比で約 1.0%(SAAR)にとどまる可能性があるが、その後の成長率は 2016 年第 2 四半期から第 3 四半期および 2016 年第 4 四半期から 2017 年第 1 四半期の両方でコンセンサス予想の前半期比 2.3%(SAAR)に達するだろうと見ている。設備投資と純輸出は第 2 四半期に低迷する可能性が高いものの、その後は原油価格の下落によるマイナスの影響が剥落するのに伴い回復が見込まれる。一方で、第 1 四半期以降は在庫要因のマイナス寄与が弱まり、個人消費と住宅投資は堅調を維持し、政府支出は住宅価格の上昇を起因とする税収増加とともに拡大すると見られる。

雇用に関して、雇用者数の増加ペースは前年比ペースでやや鈍化すると当社は引き続き見ているが、失業率は小幅な低下傾向が続くと引き続き予想する。賃金に関しては多くの業界でかなり大きな賃上げが行われていることから、統計は実際の伸びよりも低い可能性があるが、今も考えている。総じて言えば、労働市場は非常に堅調でありながら、過度なひっ迫感もない。

米国の自動車小売販売台数は、ここ数カ月ピークからは減少しているもののかなり堅調に推移しているが、今年は高級車の販売台数が大幅に低迷していることに注意が必要である。小売売上高全体では、名目ベースでは再び前月比で堅調に増加すると思われる。ガソリンを除く売上高は「実質(インフレ調整後)」ベースでも非常に堅調な水準を維持する見込みである。

その他の指標については以下の通りである。1) 地域経済に関する ISM 景況感指数は非常に強い。2) 新築住宅販売戸数は引き続き堅調な増加を続けている。3) エネルギーおよび農業セクターをはじめとする資本財受注は依然として低迷しているが、原油価格の穏やかな上昇と世界経済の回復を背景に、最近の低調な水準からは持ち直すはずである。一方、米国の住宅価格は堅調で、消費者に大きな資産効果を生み出している。

日本の第 4 四半期 GDP 成長率は、賃金が期待ほどには伸びなかったことから実質個人消費支出が伸び悩み、当社の予想をさらに下回ったが、2016 年には実質賃金が回復し、資産効果と信頼感の向上が個人消費支出を(おそらく住宅建設も)下支えすると見られる。設備投資と公共投資はわずかな伸びを見せるだろうが、純輸出からの寄与がどうなるかについては不透明である。このことから当社は、2016 年

第 2 四半期から第 3 四半期にかけて GDP 成長率は前半期比 1.3%(SAAR)に達し、その後の 2 四半期で 1.6%に達すると見ている。インフレ率については、食品およびエネルギーを除いたコア CPI は向こう数四半期にかけて前年同期比約 0.9%にとどまる見込みである。これまでと同様、CPI に占める家賃のウェイトが上昇に転じるかに注目すべきである。その他の重要な問題としては、2017 年 4 月に予定されている消費税の 2%引き上げを政府が延期するかどうかという点と、2016 年 7 月の参議院選挙の結果が挙げられる。当社は、消費税増税は延期されると予想しており(ただし、情勢は非常に微妙である)、また、自民党が連立で 3 分の 2 の議席を確保する確率は極めて低いですが、それでも大きな勝利を収めると予想している。

ユーロ圏では、経済状況はかなり良好だが、当社が予想したように、成長率は市場のコンセンサスをわずかながら下回っている。ブリュッセルのテロ事件と同様の事件の再発への懸念から、観光業を中心に景気の先行きに陰りが見える。したがって当社は、2016 年第 2 四半期から第 3 四半期および 2016 年第 4 四半期から 2017 年第 1 四半期の両方で GDP 成長率が前半期比 1.7%(SAAR)に達すると見ており、これはコンセンサス予想をわずかに上回っている可能性がある。第一に、**欧州で不可解なまでに工業生産高が急増しており、そのまま修正がなければ GDP 成長率を押し上げることになる**。また、PMI 指数も大きく改善している。輸出に関しては、向こう数カ月は依然として低迷するであろうが、その後は中国の刺激策による需要増と新興市場の需要回復を背景に改善が見込まれる。しかし、設備投資、観光消費、政府支出は弱い動きが続くと見られる。一方で、原油安により今後数カ月、インフレ率は前年同期比で横ばいが続くと思われるものの、コアインフレ率(過去一度もマイナスになっていない)は前年同期比 1%近くを維持し、将来的にはさらに上昇すると思われる。一方、**欧州の不動産価格は上昇を続けており**(これは当社のソート・リーダーシップにおける長年のテーマである)、資産効果や住宅投資の増加につながる。

ギリシャなどの周辺国は依然として欧州のテールリスクであるが、このリスクは抑制できると当社では考えている。統合欧州を脅かす最大の懸念材料は、有権者の反移民・反統合感情を背景とした右派政党の台頭(フランスがその例である)と当社では考えている。だが、この要因を過度に警戒する必要はない。これに関連するのが**英国における EU 残留の是非を問う国民投票**である。英国は EU 残留の道を選ぶと当社では考えているが、おそらく接戦となるだろう。

FRB は 6 月と 12 月に利上げの可能性、ECB と日銀は 小幅ながら追加緩和へ

中国はバランスの取れた経済へ移行する過程で苦しみ続けているが、全面的なハードランディングの様子は無い。確かに中国株式市場と人民元相場のボラティリティは同国の安定性について確信を揺るがすものであったが、当社は 2016 年第 2 四半期から第 3 四半期および 2016 年第 4 四半期から 2017 年第 1 四半期の成長率をどちらもコンセンサス通りの 6.4%(SAAR、前半期比)と予想している。CPI は非常に低水準にとどまっており、パイプライン・インフレ率はマイナスのままである。輸出は軟調で、輸入額は主にコモディティ価格の下落により抑制されている。その一方で、一級都市の不動産価格は急上昇を続けており、より小規模の都市でも不動産価格は持ち直していることから、今年の住宅着工件数は改善すると見られる。重要な点として、自動車販売台数は引き続き堅調に増加しており、これは中国にとって大きな景気刺激材料になると見られる。

改革への取り組みについては今のところ見るべきものはないが、中国政府は経済の減速に対処するために機敏に行動している。株式市場の安定化に努めることに加え、インフラ投資を増やし、地方政府に対する融資規制を緩和した。重要な点であるが、中国政府は特定の業界(特に過剰生産能力を抱え、環境汚染を引き起こしているような業界)で国有企業の破綻や再編を容認し始めている。これは社会の混乱を引き起こすかもしれないが、必要なプロセスである。こういった理由から工業生産は低調が続くだろうが、サービス部門は引き続き非常に堅調に推移すると予想される。

その他の新興国は前四半期にまずまずの安定性をもって推移したが、ブラジルは依然景気悪化と政治的不安定さに苦しんでいる。しかし、コモディティ価格は緩やかな上昇に転じており、経済を下支えすると考えられる。また、投資家はすでに経済の好転を織り込んでいる(そして最悪のシナリオは除外している)。新興国市場の企業が抱える外貨建て(特に米ドル建て)の社債および銀行借入は依然として注視すべき要因である。特に後者は比較的簡単に返済を迫られる可能性が高いためである。このところ、格付機関はしばしば国債の格付引き下げに連動させてすぐに社債の格下げを実施する傾向が強い。特にブラジルにはそのような多額の負債を抱える企業が多い。

中央銀行

12 月初旬の時点では、当社は FRB が四半期に一度のペースで利上げを行うと予想していた。この予想はやや行き過ぎであったが、それでも 3 月以降に四半期ごとの利上げが行われる可能性は残っている。市場が予想する今年中の利上げ回数は 1 回のみであるが(FRB のドット・プロットが示すように 2 回の可能性もわずかながらある)、当社は 6 月と 12 月に利上げの可能性があると考えている。FRB が英国の国民投票の結果を待ちたいと考えた場合には、6 月の利上げは 7 月に延期されるかもしれない。もし延期されたとしても、4 月および 6 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では何人か利上げを主張して異論を唱える理事が出ると考えられる。そして連邦公開市場委員会(FOMC)を前にした声明でも同様の傾向が現れるだろう。そうなれば、FRB 理事の意見が割れていることに対する市場の懸念がさらに高まるかもしれない。

米国のコア CPI は、医療費の上昇が続き、Shelter(住居費、宿泊費)が高止まりしていることから、前年同期比 2.3%と堅調に推移することが予想される。一言言い添えると、当社はインフレ予想に CPI を使用している。その理由は、PCE デフレーターはしばしば大きく改訂され、過去に FRB 高官を困惑させる要因となっていたが、CPI は大幅に改訂されたことがないためである。だが注目すべき点として、コア PCE インフレ率は最近上昇ペースが加速しており、前月比の上昇率が 0.15%で落ち着けば、前年同期比 1.7%(FRB のインフレ目標値である 2%に近い水準)で推移する可能性が高い。

日本では、日銀が準備預金の「超過分」にマイナス金利を適用したことに、市場参加者のほとんど(当社を含む)は驚いた。当社は以前、1 ドル 110~115 円まで円高が進めば追加緩和が考えられると述べたが、日銀は 1 ドル 118 円の時点で行動に出た。日銀が動いた理由の 1 つは一段の円高に対する警戒感であったが、円はマイナス金利導入直後には弱含んだものの、その後は急騰した。どうやら市場参加者は、日銀の政策の安定性に対する疑念(そして世界経済の抱える問題)を理由に資金の本国還流が進むと考えたようである。この動きは非論理的であり、円はこの先反落すると当社は考えている。第 1 四半期の経済見通しがかなり暗いことは小幅な追加緩和を行う理由にもなるが、マイナス金利導入後に銀行株が大きく下落したことを考えると追加利下げの可能性は低い。公式なコア CPI(エネルギー価格を含む)は非常に低い水準だが、食品とエネルギー価格を除外すると前年同期比 0.7%に達しており、向こう数四半期で 1.0%を超える水準まで加速すると思われる。注目すべき点としては、コア CPI の重要項目である家賃は低迷を続けているが、これも上昇し始めるであろう。家賃が上昇に転じなければ、構造的にコア CPI の目標達成はおよそ困難と考えられる。また、2%の目標は心理的効果(リフレ行動の促進)を狙ったものであって、日銀は実は 1.5%で十分と考えているのかもしれない。正直なところ、当社はこの数字の方が適切な目標ではないかと以前から考えている。

12 月の時点で、当社は ECB による緩和を予想していたが、実際には予想したものよりはるかに強力で、民間企業の債券も買入れ対象に加えた大規模な介入へと舵を切った。ドイツをはじめいくつかの国はこの施策に反対していた。緩和発表後にユーロは下落したが、ドラギ総裁が会見で「これ以上大規模な緩和措置を取ることはないかもしれない」と発言したことを受けて大きく値を戻した。当社では、今後小幅な追加緩和(利下げを除く)が行われることを予想しているが、可能性としては五分五分である。さらに、原油価格の下落のため、この先数カ月、消費者物価上昇率は前年同期比で低い水準で推移するだろうが、経済成長率の上昇および家賃の上昇により、コア CPI は現在の前年同期比 0.8%から 2016 年半ばまでには同 1.1~1.2%まで上昇すると思われる。

イングランド銀行については、英国の国民投票をめぐる懸念は EU 残留が決まったとしてもしばらく尾を引くと思われるため、当社は 25bps の引き上げは 2017 年第 1 四半期までは行われないと考えている。中国については、中国人民銀行が向こう数四半期のうちに小幅な利下げもしくは預金準備率引き下げ(またはその両方)を行うものと予想している。

地政学面では、西欧諸国で ISIS 関連のテロ攻撃が激化しており、これが現在の大きなリスク要因であることは間違いない。中東・北アフリカ地域が攻撃の対象となる可能性も十分にある。今後、こうした懸念は強まることもあれば弱まることもあるだろうが、中期的な影響は軽微と思われる。その他のリスク(中国の領有権主張、北朝鮮、中東・アフリカ情勢、新興国の政治抗争など)が市場に不安をもたらすこともあるだろうが、危機につながることはないと思われる。また、ドナルド・トランプ氏が世界秩序を乱すのではないかと懸念が市場の政治的・経済的な不安感を高める可能性もある。

原油については、在庫は世界的に極めて高い水準にあり、イランからの輸出も始まったが、ロシアと OPEC 諸国の間での生産量凍結に向けた協調行動、米国での減産の動き、そして世界経済減速の懸念後退を背景に原油価格は反発した。当社では、9 月中にはブレント原油価格が 5,011 円(45 米ドル)に達し、その後の数四半期もわずかながら上昇を続けるだろうと見ている。米国のシェールオイル業界では急速に与信環境が悪化しており、かなりの数の企業が破綻に追い込まれている。また、短期的に生産高を最大化する手法が(石油資源を非効率に枯渇させた代償として)行き詰まりを見せていることから、**米国における生産は予想以上に速く減少すると当社では見ている**。その一方でイランは輸出量をさらに増やしており、原油価格の上昇を抑えるだろう。その他のコモディティ価格については、米ドルが上昇する中でも、世界経済の回復を背景に横ばいで推移するか、わずかに上昇するものと思われる。

債券および通貨

当社は 12 月の時点で米国と日本の債券利回りが上昇すると考えていたが、FRB と日銀の政策のためにそうはならなかった。ドイツ国債の利回りについては低下すると見ていたが、低下幅は予想よりも大きかった。当社は、市場と経済状況が穏やかに回復するという新たなシナリオを予想しており、利回りは今後 2 四半期の間、さらに穏やかに上昇すると予想する。米 10 年国債の 9 月末における当社見通しは 2.10%であり、日本 10 年国債とドイツ 10 年国債はそれぞれ▲0.05%と 0.25%である。オーストラリア国債は 2.7%に上昇すると予想する。これは(当社の為替予想値で計算すると)、クーポン収入を含めたシティ WGBI の 3 月 18 日から 9 月末までの米ドルベースのリターンが▲3.2%になることを意味する。よって、当社は米ドルベースの投資家向けにはグローバル債券を引き続き弱気とする。しかし円安予想(下記を参照)のため、円ベースではこれより若干良く、リターンは 0.8%となることが見込まれる。日本国債については 9 月末までの 10 年債の予想リターンは▲0.4%と見ている。前期は日本以外の国債よりも日本国債を選好することでリターンを上げられたが、今期はその逆のポジションを選好する。

日銀が FRB との比較で緩和的な政策を取っていることと、海外金利が上昇していることを勘案し、**当社は円が 9 月末までに 1 米ドル=116 円まで下落すると予想している**。豪ドルについては、世界経済とコモディティに対する投資家心理が改善しており、また国内経済もしっかりしていることから、1 豪ドル=85.74 円(0.77 米ドル)まで上昇すると予想する。ユーロについては、ユーロ圏の大きな経常黒字が ECB のハト派スタンスの継続と大規模な量的緩和プログラムによって覆い

隠され、1 ユーロ=120.26 円(1.08 米ドル)まで穏やかに下落する公算が大きい。

株式

当社はグローバル株式を 9 月の時点でニュートラルとし、12 月には慎重ながらも小幅なオーバーウェイトとした。もう随分長い間、強気の姿勢を取っていないわけだが、それでも株式とコモディティ市場におけるボラティリティと下げの速さには非常に驚いた。地域別の予想については、太平洋地域(除く日本)がアウトパフォームするだろうという見込みは正しかったが、その他の地域は予想が外れ、米国がアウトパフォームする一方で日本はアンダーパフォームした(2 ページ目参照)。マクロ経済分析に基づいた当社の新たなシナリオからも、**グローバル株式については慎重を要するという結論が導かれる**。米国については弱気だが、その他の地域、特に日本とその他の太平洋地域については強気のスタンスを取っている。GIC は 3 月 18 日を基準日とする各国の予想を総合した結果、MSCI ワールド(トータルリターン)指数は 9 月末までに円ベースで 5.7%(米ドルベースで 1.5%)上昇すると予測している。米ドルベースの上昇率は十分ではなく、投資家がオーバーウェイトにまで舵を取るべきだとは考えておらず(円ベースの投資家は別だが)、米ドルベースの投資家にはグローバル株式をニュートラルとする。

なぜ当社は米国株式に対して非常に慎重なのか。米国の株式市場は割高で、PER(株価収益率)よりも配当利回りに基づいて取引されている。債券利回りの上昇に伴い配当利回りの株価押し上げ効果が剥落すると見られるほか、企業収益が大きく伸びる可能性も低いため、PER の面でも妙味に欠ける。確かに、S&P500 の 12 カ月予想 PER はボトムアップによるコンセンサス予想利益の 17 倍という水準にあり、これは歴史的に見ても高い(個別企業のオプションのコストを全額費用として計算すると、おそらく PER はさらに 1 ポイント上昇するだろう)。**債券利回りの上昇が見込まれるため、株価水準は若干切り下がると当社は見ている**うえに、2016 年の極めて堅調な GDP 成長見通しにもかかわらず、**企業収益の伸びは穏やかなものにとどまるものと予想する**。新興国の景気の弱さとドル高が引き続き企業収益の逆風要因となるだろう。予想することは難しいが、米国大統領選挙をめぐる不透明感も市場の不安を高めるだろう。以上から、9 月末時点の S&P500 指数は 2029(当社の基準日からは▲0.4%のトータルリターン)と予想するが、リスクを考えれば低すぎるリターンであることは明らかである。

ユーロ圏の株価は、ユーロ下落による企業収益の押し上げ効果をはじめ、英国の EU 離脱問題の決着による安心感や地域経済の成長持続を主因として、ドルベースではやや回復することが見込まれる。ECB が追加緩和措置に踏み切れれば、投資家のリスク許容度にもプラスに働くだらう。当社は米ドルに対しユーロは弱含むと予想しているが、それでも 9 月末までのリターンは 3.1% (年率換算せず) と見ているため、**オーバーウェイトのスタンスを維持する**。

前四半期の日本株式は売られ過ぎであったと当社は見ており(2 ページ目参照)、向こう数四半期にかけて、円の下落と世界経済の見通しの改善(穏やかではあるが)を主因に株価は大きく反発すると予想している。TPP 批准手続きが進んでいないことが失望感につながっている可能性もあるが、幸運にも、他の経済改革、特にコーポレート・ガバナンスと法人税率の引き下げは進展している。日本経済はそれほど力強くないが、投資家を大きく心配させるほどではないだろう。「数字で結果を出す」のレポートで繰り返し申し上げてきたように、当社は、アベノミクスは、特に企業にとって有効に機能していると考えており、第 4 四半期の税引前利益率(4 四半期を通した平均)は過去最高水準にあり、非製造業では過去最高を更新している。法人税率の引き下げにより、税引後ベースの利益率は一層改善している。したがって、アベノミクスは(最近の下げを勘案しても)長期的視野を持った国内投資家にも非常に好ましい方向に機能しており、それは今後も変わらないと当社は見ている。実際、コンセンサス利益予想に対する市場 PER は 12.8 倍と魅力的であり、コンセンサスに基づく利益予想も、円の下落と世界経済の改善を要因として、足元の低調な水準から上昇に転じられると思われる。要約すると、PER の水準が小幅であれ切り上がると見込まれること、および企業収益の増加が予想されることから、9 月までのトータルリターンは米ドルベースで 6.2% (年率換算せず) (TOPIX は 1479)、円ベースで 10.6% となると予想している。

太平洋地域の先進国(除く日本)については、香港とオーストラリア株式はいずれも中国経済の景況感改善がプラス材料となると見られ、9 月末まで力強く上昇することを予想している。したがって当社は、同地域の先進国市場の 9 月末までの米ドルベースのリターンを 9.6% (年率換算せず)と予想し、**オーバーウェイトのスタンスを維持する**。

要約すると、太平洋地域の先進国、日本、欧州は今後 6 カ月間アウトパフォームすることが予想される一方で、米国についてはアンダーパフォームが見込まれるため、他のすべての地域に対してアンダーウェイトとする。

メインリスク

英国の EU 離脱とドナルド・トランプ氏が世界秩序を乱すのではないかという懸念を別にすれば、最大のリスクは引き続き西洋諸国を狙ったテロ攻撃の激化であるが、その影響は長期間続くことはないと思われる。全般的に地域学的リスクは今も非常に高いことは明らかであるが、少なくともシリアはいくらか安定に近づいている。新興国経済も依然としてリスク要因であり、巨額の米ドル建て債務を負う企業(特に、信用格付が引き下げられることが予想される企業)には信用リスクがある。今後数四半期の間、米シェールオイル業界の巨額の債務は問題になるだろう。これまでと同様、当社はウクライナと北朝鮮の情勢を注視するが、特に後者については、中国が制裁に加わることを真剣に検討していると思われることに注目している。

投資戦略の結論

当社は、米国を除いたグローバル株式が今後も上昇を続けると予想しており、全体としてはニュートラルのスタンスを取るものの、日本およびその他の太平洋地域については積極的にオーバーウェイトとする。

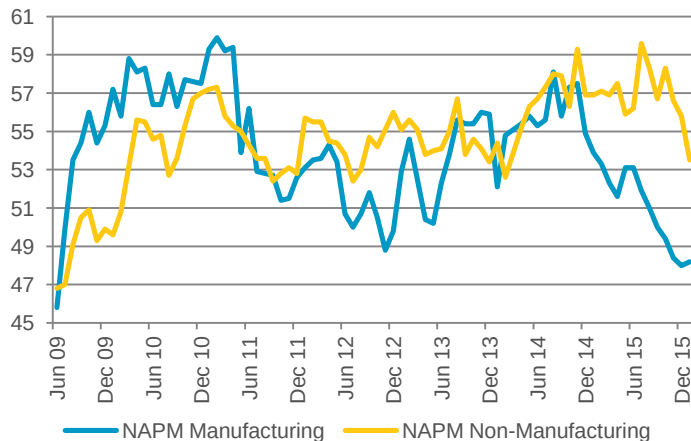
る。グローバル債券の利回りが穏やかに上昇し、米ドルが引き続き上昇すると見込んでいることから、米ドルベースの投資家については引き続き米ドルキャッシュに対してグローバル債券をアンダーウェイトとする。円ベースの投資家には、日本株式に特に重点を置くとともに、日本国債よりも日本以外の国債を選好する。

2016 年 2 月 29 日

ホルガー・マーテンズ、グローバル社債ファンドマネージャー

米国の ISM 製造業景況感指数(図 1)は、2014 年半ばに 3 年ぶりの高水準に達して以降、大幅に下落している。同指数は、1 月にやや上昇して 48.2 となったものの、2009 年 6 月以来の最低水準付近にあり、製造業セクターの明らかな縮小を示している。重要なのは、これが通例リセッションにつながる現象だという点である。一方、(主にサービスセクターをカバーする)非製造業景況感指数については、足元で低下しているものの、50 を超える水準で引き続き拡大基調にある。

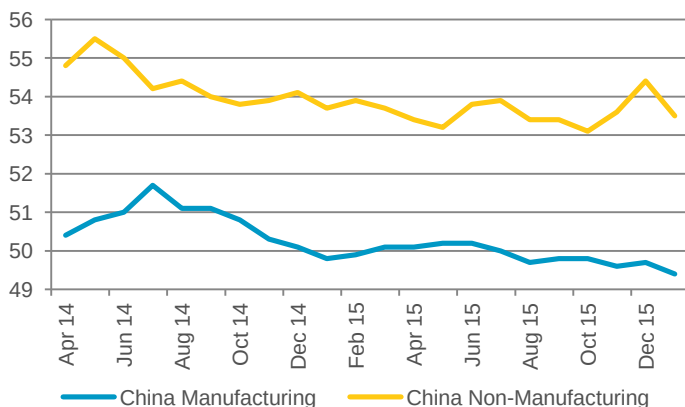
図 1: 米国 PMI(購買担当者景気指数)



出所: ブルームバーグ(2016 年 1 月現在)

製造業セクターの弱さは、(景況感ではなく実際の生産量などを表す)「ハードデータ」にも表れており、例えば米国鉱工業生産は、1 月に上昇したものの、大幅な低下基調にある。また、製造業セクターの弱さは、米国だけの現象ではなく、むしろ世界的なテーマとなっている。特に中国では、製造業景気指数(図 2)が、昨年の夏にリセッション圏へと低下した。一方で、(主にサービスセクターをカバーする)非製造業景気指数については、米国と同じく拡大基調を堅調に維持している。

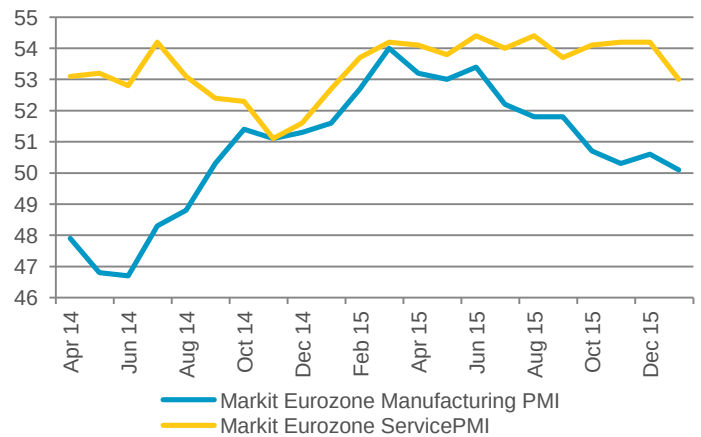
図 2: 中国 PMI



出所: ブルームバーグ(2016 年 1 月現在)

Markit の欧州製造業景気指数(図 3)については、重要レベルである 50 を超えてはいるものの、1 月に大幅に低下し、昨年の夏以来、サービスセクターの指数を大きく下回っている。当社は、欧州の企業収益の拡大を支える原動力が、投資と輸出から家計消費に移行したと見ている。

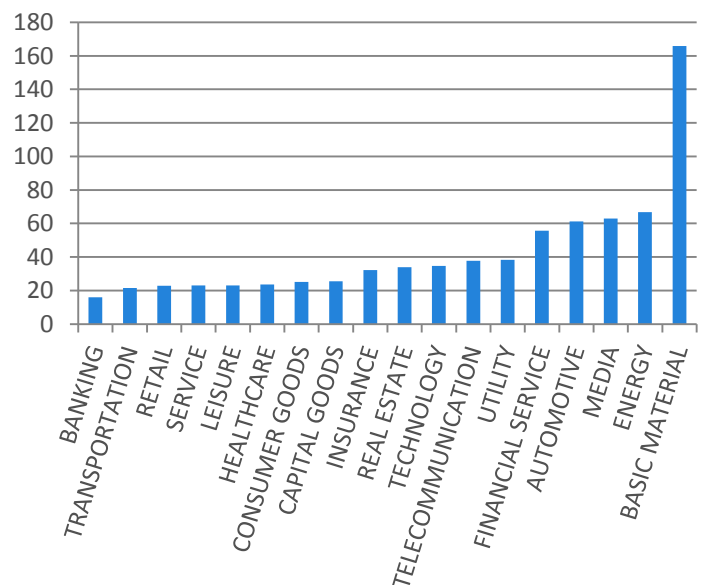
図 3: Markit のユーロ圏 PMI



出所: ブルームバーグ(2016 年 1 月現在)

このように、サービスセクターの堅調さが世界経済成長の背景の主要因となっていることは明らかである。米国では、労働市場の堅調さ、不動産価格の上昇、コモディティ価格と金利の低さが、経済活動の 3 分の 2 超を占める消費支出に好影響を与えている。更に、上記の要因は欧州などの他の地域経済にも好影響を及ぼしている。サービスセクターへの追い風は、2015 年のサービス企業のスプレッド・パフォーマンス(図 4)からも伺える。銀行や運輸など、サービス関連銘柄のクレジットリスク・プレミアムは、特に非常に厳しい 1 年となった素材やエネルギー関連企業を含む製造業セクターの価格動向に比べ、かなり小規模なものとなった。

図 4: 2015 年の信用スプレッドの変化(bp)



出所: ブルームバーグ

2016 年は、現在までのところ、昨年と同じマイナス要因である中国経済の成長鈍化とコモディティ価格の下落が、製造業セクターに引き続き悪影響をもたらしており、向こう数ヶ月間もこれが継続すると見ている。これはポートフォリオ・ポジショニングにとって重要な意味を持つものであり、当社は、サービスセクターの社債に注目することが、昨年と同様に有効な投資戦略であると見ている。

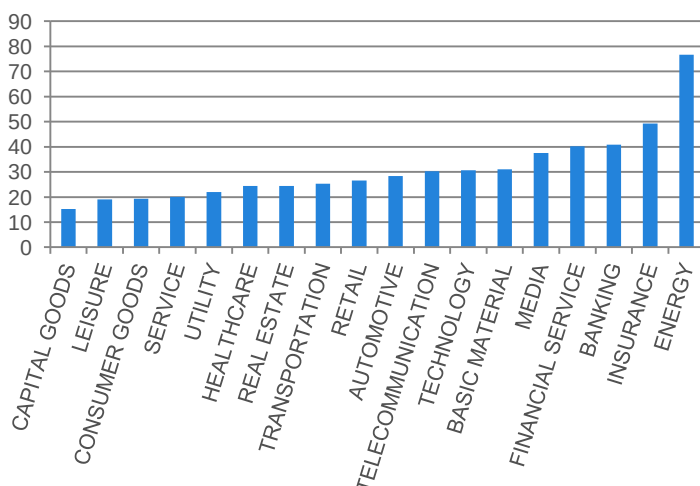
世界の社債インデックスのサービスセクターにおける最大のグループは銀行である。銀行は、規制の度合いが高まる事業環境にも引き続き事業を順応させており、したがって、最近ではボラティリティが高い環境であるにもかかわらず、債券投資家にとって引き続き安全な投資先となっている。銀行は、バランスシートに大きく頼るビジネスモデルから、プライベートバンキングなどの資本をあまり必要としないビジネスモデルに移行している。このビジネスモデルの変化は、一方で銀行の収益性に悪影響をもたらしているものの、もう一方では業績を安定させており、債券投資家にとって魅力的な投資機会も提供している。また、銀行は、規制圧力により引き続き資本比率の引き上げを余儀なくされると見られ、これが債券保有者にとって十分なバッファーになると考えられる。そのため、当社は銀行セクターに魅力度の高い投資機会があると見ている。

銀行以外に、その他のサービス関連銘柄にも投資妙味が見受けられる。不動産企業は、世界金融危機後、世界経済がリセッションから抜け出すにつれて、低金利と入居率の改善を受けて進む資産価格の堅調な回復から恩恵を享受してきている。更に、不動産企業が社債発行を拡大し、資金調達における銀行ローンや証券化への依存度を低下させてきているため、不動産セクターの社債の投資機会は大幅に拡大しており、特に卸売物流センターに注力する不動産会社は投資魅力が高いと考える。

また、運輸企業の債券は、キャッシュフローが有料道路の通行料金、空港の営業権、通信塔の使用料から来ていることが多いため、昨年、安定感を見せた。これらのキャッシュフローは多くの場合、非常に予測しやすいため、世界経済が鈍化している環境でも発行体に安定を提供する。一方、運輸企業の債券は、世界金融危機後の欧州でも見られたように、経済が成長する環境からも恩恵を享受することができる。

サービス関連銘柄の投資魅力を高めている要因は、強固なファンダメンタルズだけではない。サービス関連銘柄は、市場がボラティリティの上昇に見舞われる環境下で、ポートフォリオに安定を提供する。最近の市場混乱時には、サービス企業が、金融機関を除き、再び製造業セクター（特にエネルギーと素材セクター）をアウトパフォームした（図5）。

図 5：2016 年の信用スプレッドの変化(bp)



出所：ブルームバーグ（2016 年 1 月月中）

まとめ

以上のことから、我々は、最近のレポート「日本語版：[債券市場を左右する投資テーマは何か？](#)（9 頁目）、英語版：[What Investment Themes Will Drive Credit Markets?](#)」で記したその他の魅力的な投資テーマに加え、サービス関連銘柄のオーバーウェイトが 2016 年の主要テーマになると見ている。しかし、重要な点として、最近の事例から、世界最大級クラスの銀行であっても、四半期業績の悪化によりクーポン支払いをキャンセルするのではないかと懸念が引き起こされれば、信用スプレッドに拡大圧力が掛かることが示された。また、やはり最近、以前は業績が非常に好調だったスペインのインフラ・プロバイダーが破綻に追い込まれた。したがって、たとえ見込みの高い投資テーマであっても、常にボトムアップ・リサーチで確認する必要がある。

2016 年 3 月 2 日

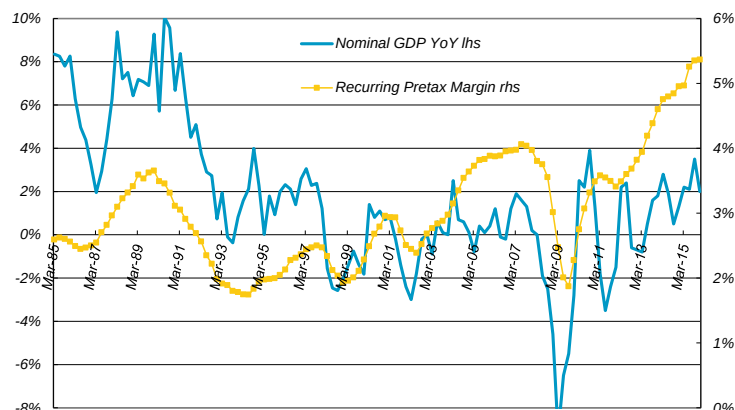
ジョン・ヴェイル、チーフ・グローバル・ストラテジスト

世界経済が 4 四半期連続で鈍化したことを考慮すると、同期間に日本企業の利益率が全体的に低下したことは当然であろう。しかし、企業利益率の大幅低下が迫っているとパニックする前に注目すべきなのは、そのような大幅低下が起こるには世界的なリセッションが発生する必要がある点、また 2005 年～2007 年には相当期間に渡り高水準の利益率が維持され得ることが示された点である。実際、日本の企業利益率は、4 四半期平均ベースで依然、過去最高水準へと徐々に上昇しており、その他のほとんどの国と同様に、製造業セクターが低迷する一方、非製造業セクターは過去最高水準へと加速してきている。その上、日本企業の利益率は米国や欧州に比べてより堅調に推移している。その理由については、1 月のレポート「日本語版：[波乱の幕開けとなった日本株の見通し](#)」（9 頁目）、英語版：[The Japanese Equity Outlook After the Nasty New Year Start](#)」で取り上げたため、今回のレポートでは、コーポレート・ガバナンス面に焦点を当てる。

安倍政権の奨励策が奏効したこともあり、日本企業が収益性の改善に向けて構造的シフトを続けているという事実には変わりはない。これは、当社の日本に関するソート・リーダーシップにおいて長きにわたり強調してきた、(収益性を重視する)「Show Me the Money」的なコーポレート・ガバナンスの改善における「icing on the cake (嬉しいおまけ)」である。たしかに、社外取締役の人数増加やその他の最近のガバナンス問題は、日本にとって中期的に非常に重要であるが、一方で、収益性のメッセージの多くが十年間に渡り日本企業に実際に理解されてきたということを認識することは、投資家にとって極めて重要である。これは、右の図 1 が示す GDP 成長率の動向からの利益率の乖離に見ることができる。図 1 からは、GDP 成長率が低水準に留まっている一方で、利益率は上昇してきていることがわかる。小泉政権の時代から、日本はほとんどの産業において大規模な合理化に取り掛かってきており、各業界の主要企業は 7 社から 3 社といったように減少してきた。この再編の成果が実るのには、欧米諸国の前例に比べると時間がかかり、相次いで発生した危機（リーマン・ショック、中国金融危機、円高、そしてもちろん東日本大震災）の影に隠れてしまった。しかし、アベノミクスが始動してからは、日本を取り巻く世界環境は安定して国内危機も発生しておらず、再編の成果が表れてきた。

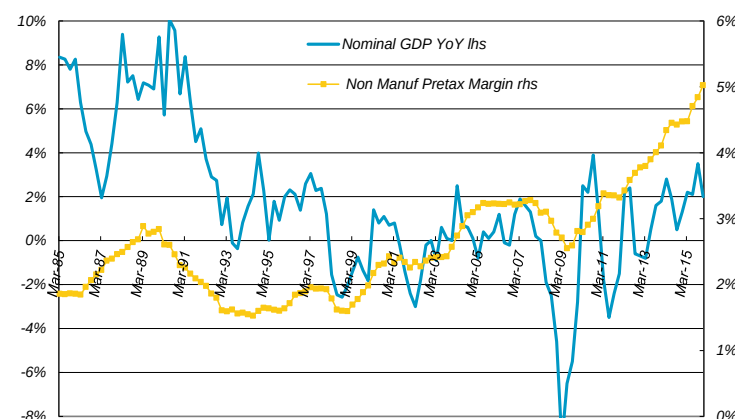
最近発表された 2015 年第 4 四半期の企業業績（未上場企業も含む）では、予想されたことではあるが、この上昇基調がやや横ばいとなり、税引前利益率の 4 四半期平均が僅かながら上昇して過去最高水準の 5.36%となった。当社は、利益率が向こう数四半期、継続的な業界再編とコスト削減が追い風となる一方で円高が逆風となることにより、横ばいで推移すると見ている。サービス産業の利益率についても、図 2 で見られるように、過去最高水準へと上昇した。

図 1: 日本企業の税引前利益率 vs 日本の名目 GDP 成長率 (前年同期比)、4 四半期平均 (金融を除く全ての企業、未上場企業も含む)



出所: 財務省、ブルームバーグ (2015 年第 4 四半期までのデータ)

図 2: 日本の非製造業企業（金融を除く）の税引前利益率 vs 日本の名目 GDP 成長率 (前年同期比)、4 四半期平均



出所: 財務省、ブルームバーグ (2015 年第 4 四半期までのデータ)

財務省の統計には税引後利益が含まれていないが、最近の法人税引き下げで全般的な純利益率が大きく上昇する可能性が高い点も、注目すべきである。

まとめ

1. 日本全体の企業利益率は、4 四半期ベースではすぐに反転する可能性が低く、中でもサービスセクターは堅調さを維持すると見ている。
2. 「Show Me the Money」的コーポレート・ガバナンス: アベノミクスの効果もあり、現在の日本企業は収益性と株主還元を一段と気にするようになってきている。
3. TOPIX 構成企業の配当水準は大きく上昇しており、我々は 2013 年から 2018 年の 5 年間で倍増すると予想している。
4. 低調な人口動態は GDP 成長にとって悪材料だが、優れたオートメーションと効率化の能力を有する国は、その悪影響を完全に補うことができる (レポートを参照: 日本語版 [人口動態の迷信を打ち砕く](#)、英語版 [Debunking Demographics](#)) を参照)。

5. これらのチャートから分かるように、日本では、名目 GDP 成長率がある程度軟調でも、生産性を向上させ、また多国籍化を通じて世界経済の成長への連動性を高めることにより、企業収益は大幅に上昇することができる。したがって、国内の GDP 統計が軟調であることについて、投資家はあまり懸念すべきではないだろう。実際、国内の GDP 統計が弱いことで最も悪影響を受けやすいセクターがあるとすれば、それはサービスセクターであるが、上記のチャートを見れば、そのような不安は完全に払拭されるはずである。

2016 年 3 月 10 日

クリス・ランズ、債券ポートフォリオマネージャー

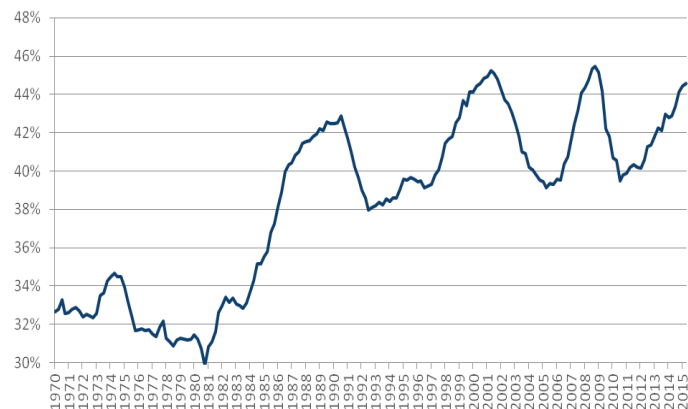
ここ 18 ヶ月間に渡り発生した信用スプレッドの拡大を受けて、日興アセットマネジメントオーストラリアのクレジット運用チームは、クレジット・エクスポージャーの拡大時期を見極めていところである。当社はこれまで、米 FRB(連邦準備制度理事会)の利上げ局面(少なくともその初期段階)は、市場のボラティリティが再び上昇するため、リスク回避姿勢をとることが最も適切であるとの見方をしてきた。1 月の FRB 声明において、予想よりも若干ハト派的な見通しが示されたことを考慮すると、このリスクオフ期間の終了が早まる可能性がある。当社では、理論上のリセッションを含めた様々なシナリオにおいて、信用スプレッドに起こり得る結果を分析してみたが、社債に戻るべき時は近づいていると考える。

米国経済指標はリセッションを示しているのか？

雇用統計を除いて、米国の経済指標は改善が鈍化してきており、FRB は利上げが難しくなっている。1 月のブルームバーグの調査や、モルガン・スタンレーやバンク・オブ・アメリカといった米国の大手銀行によると、一部の経済モデルはリセッションの可能性を約 20%としている¹。リセッションは当社の基本シナリオではないものの、一部の経済指標は懸念すべき水準にあり、下振れリスクを認識しておく必要がある。

図 1 を見ると、企業の債務水準はここ数年で着実に上昇しており、1990 年や 2000 年、2008 年のケースに似て、企業債務の対 GDP 比率が今回の景気サイクルでの最高水準となっていることが分かる。

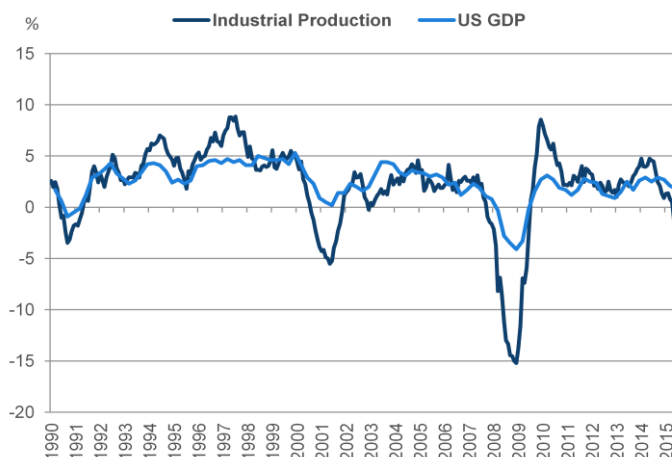
図 1: 企業債務の対 GDP 比率(米国)



出所:ブルームバーグ

図 2 は鉱工業生産を示しているが、鉱工業生産がこのように低下する場合は、通常、経済成長が鈍化する局面へと突入することを示す(1990 年、2001 年、2008 年を参照)。高水準の債務が鉱工業生産(つまり収益)の減少と重なるのは、経済にとって健全な兆しではない。現在の状況を過去と比較した上で、現在の状況に最も似ている 2000 年に焦点を当ててみた。1990 年と 2008 年には金融危機が起こり、1990 年の場合は後に S&L 危機(貯蓄金融機関の破綻)が起こった一方、2008 年には世界金融危機が発生した。リセッションや成長鈍化局面は、銀行の危機を伴う場合、より厳しいものになりやすい。

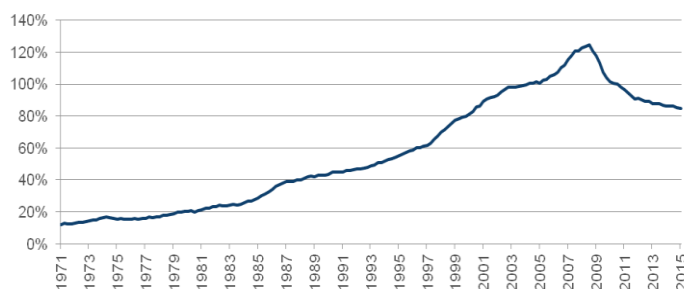
図 2: 鉱工業生産の伸び vs. GDP 成長率(米国)



出所:ブルームバーグ

しかしながら、世界金融危機の発生以降、銀行は債務削減を十分に進めてきており(図 3 を参照)、今回は金融危機が発生する可能性は低いと思われる。また、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて見られた新興国市場のパフォーマンス悪化は、現在起こっている状況に類似している。

図 3: 金融セクターの債務の対 GDP 比率(米国)

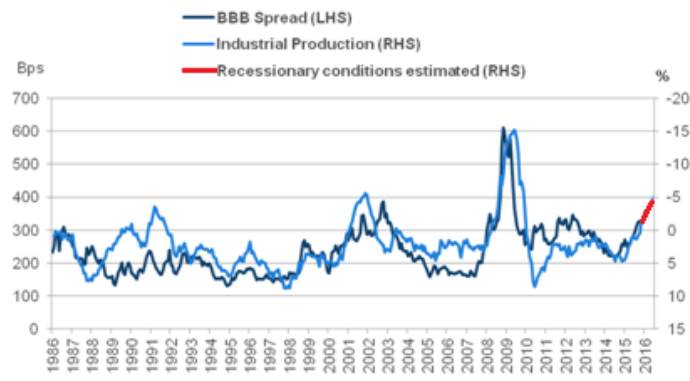


出所:ブルームバーグ

異なるシナリオにおける信用スプレッドの動向を分析

2001 年のケースに似たりリセッション(金融危機というよりは企業危機)が発生したと仮定しよう。信用スプレッドがどのような動きを示すかを、鉱工業生産を用いて推測してみることができる。図 4 で見られるように、鉱工業生産は 2000 年代前半に 6 ヶ月にわたって約▲5%に低下した(ラインの上昇は鉱工業生産の低下を示す)。現在、同様のパターンが生じるとすれば、信用スプレッドは(現在の約 350bps から)約 400bps に拡大すると予想される。

図 4:「BBB」格債券の信用スプレッド vs. 鉱工業生産 (上下反転) (米国)



出所:ブルームバーグ

社債が 2015 年を通じて既に苦戦してきたことを考慮しつつ、上記のシナリオに基づいて、信用スプレッドが更に 55bps 拡大した場合の期待リターンを推定することができる。図 5 は、オーストラリア社債の対国債信用スプレッドを満期別で示したものである。図 5 の緑の部分は、国債利回りに変更がないと仮定した場合の、リセッション局面における推定期待リターンを示している。このシナリオでは、満期が 0～3 年の債券は依然として国債をアウトパフォームするが、3～5 年の債券はデュレーションの長さがマイナスに作用すると予想され、また 5～10 年の債券は、スプレッドの縮小を見込まない限り、保有する意味はない。

図 5:オーストラリア社債の対国債信用スプレッド(満期別)

現在のスプレッド	0-3	3-5	5-10
国債(利回り)	1.94	1.98	2.43
社債	1.06	1.56	0.23
信用スプレッドが 55bps 拡大した場合の予想スプレッド	1.61	2.11	1.78
リセッション局面	0-3	3-5	5-10
国債	1.94	1.98	2.43
社債	2.27	1.61	0.35
超過リターン	0.33	-0.37	-2.07

出所:ブルームバーグおよび日興 AM オーストラリア
期待超過リターンは、「(現在のスプレッドー予想スプレッド) × デュレーション」+現在のスプレッドで算出

しかしながら、当社は、現段階ではリセッションに陥る確率は低いと見ている。鉱工業生産が引き続き低下した場合は、FRB は間違いなく利上げを止めるか追加の緩和策を提供すると思われる。米国経済の回復がつかずいた場合は、マイナス金利や QE も考えられないわけではない。

当社の分析では、信用スプレッドが現在の水準で横這いに推移する確率を 50%、リセッションの水準に拡大する確率を 30%、縮小する(30bps 程度)確率を 20%と仮定した。図 6 は、各シナリオの確率で加重平均した期待リターンをそれぞれ示している。これらのシナリオの

70%においては(スプレッドが横這いで推移した場合でも)、社債がアウトパフォームすると見られる。図 6 の緑の部分は、各シナリオの確率で加重平均した結果の期待リターンである。

前述の景気指標の軟調さを受けて、FRB が 2016 年に 1.25%へと利上げすることを控えるとすれば、米国経済がリセッションに陥る可能性は大きく下がる。したがって、現在のスプレッド水準に基づいた場合、社債の投資魅力は高まってきていると言える。

図 6:各シナリオの確率で加重平均した期待リターン(満期別)

	50%	0-3	3-5	5-10	10+
スプレッド横這い	国債	1.94	1.98	2.43	2.89
	社債	2.99	3.54	3.56	
	超過リターン	1.06	1.56	1.23	
	30%	0-3	3-5	5-10	10+
リセッション入り	国債	1.94	1.98	2.43	2.89
	社債	2.27	1.61	0.35	
	超過リターン	0.33	-0.37	-2.07	
	20%	0-3	3-5	5-10	10+
スプレッド縮小	国債	1.94	1.98	2.43	2.89
	社債	3.39	4.59	5.45	
	超過リターン	1.45	2.61	3.03	
	期待リターン	0-3	3-5	5-10	10+
	国債	1.94	1.98	2.43	2.89
	社債	2.86	3.17	3.02	
	超過リターン	0.92	1.19	0.6	

出所:ブルームバーグおよび日興 AM オーストラリア

下振れリスクとして、上記の分析から離れるケースは 2 つ考えられる。まず、スプレッドが 2008 年のような「爆発的拡大」を見た場合(当該期間中には信用スプレッドが 300bps 超拡大)は、社債セクターは当社のシナリオ分析よりも大幅な悪化に見舞われるであろう。しかしながら、銀行システムは 2007 年の時よりも健全で債務水準も低いいため、そのような展開になる可能性は低い。2 つ目のリスクは、リセッションの可能性が上記の 30%より高い場合である。この場合、短期社債を保有するのは依然理にかなっていると考えるが、満期の長めの社債は避けたほうが賢明であろう。

¹ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-14/return-of-the-naysayers-u-s-recession-odds-highest-since-13> and <http://www.ibtimes.com/probability-us-recession-2016-rises-20-percent-big-banks-say-2276421>

スコーン？それともクロワッサン？ Brexit: 英国による EU 離脱の道筋と主なリスク

2016 年 3 月 24 日

サイモン・ダウ、債券シニアファンドマネージャー
ホルガー・マーテンス、グローバル債券ファンドマネージャー

「私は英国の孤立主義を推進しているわけではない。英国にとってより良い条件を望んでいることは言うまでもないが、欧州にとってもより良い条件となることを望んでいる」

デビッド・キャメロン(2013 年)

英国では、世論調査ほど信用できないものはない。スコットランド独立の是非を問う住民投票は僅差となるはずだったが、開票してみると、圧倒的多数が英国残留に賛成票を投じる結果となった。また、英国総選挙が行なわれた際、世論調査によると、いずれの政党も単独過半数議席を獲得できないとの見方が圧倒的に優勢だったものの、結局は保守党が過半数議席を獲得し、当てにならない世論調査という汚名を払拭することはできなかった。そして英国は、ここ最近で 3 度目となる極めて重要な投票、つまり EU(欧州連合)からの離脱の是非を問う国民投票を控えているのだが、世論調査が信頼性に欠けることから、予想外の結末を迎えるリスクが出てきている。

本稿では、当社のシニアファンドマネージャーであるサイモン・ダウ、ホルガー・マーテンスの両名が、Brexit(英国の EU 離脱を意味する「British(英国)」と「Exit(離脱)」を掛け合わせた造語)の可能性と、それが現実のものとなった場合のリスクについて、英国と欧州の両側の視点から検証する。

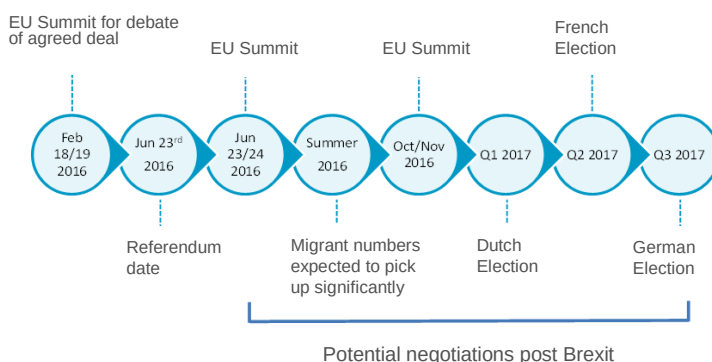
国民投票までの道のり

英国総選挙の際、支持を広げていた反 EU 派の英国独立党を迎え撃つべく、保守党がマニフェストの重要な柱として掲げたのが、英国の EU 離脱の是非を問う国民投票の実施である。総選挙に勝利した保守党のキャメロン首相は 2015 年 11 月、欧州理事会のドナルド・トゥスク議長に対して一連の EU 改革案を提示し、2017 年末までに英国で国民投票を実施するという公約のもと、EU 側との交渉をスタートさせた。有識者の間では、交渉が長引き、英国国内で離脱派と残留派によるキャンペーン合戦も長期化するとの見方が大半を占め、国民投票の実施時期は 2017 年中が最有力視されていた。しかし、交渉は短期間でまとまり、英国政府は、国民投票の実施日を 2016 年 6 月 23 日に決定した。

キャメロン首相は EU 側から譲歩を引き出したが、英国国内の世論を大きく動かすほどのものとは考え難い。そのため、今回の国民投票では投票率がカギとなる。概して EU からの脱退を熱狂的に支持している英国国内の離脱賛成派は、今回の国民投票を一度きりのチャンスと見ており、ほぼ確実に投票所へ足を運ぶだろう。つまり、投票率が低水準にとどまれば、EU 離脱派にとって有利に働くことはほぼ確実と見られる。重要なポイントとなるのは、EU 残留派が十分な数の有権者を投票へ出向かせることができるか否かという点だ。

これらのファクターは実に予測困難なものであるため、本稿では、英国が EU から離脱する際の道筋、そして英国側と EU 側にとってのリスクに焦点を当てることにする。

図 1: 重要イベントのスケジュール:



英国の主な要求と、それに対する EU の譲歩

- 1) 社会保障給付に関する改革: EU 加盟国から英国に入国した移民に対して、当初 4 年間は雇用給付などを給付しない。この措置の適用期間は 13 年間。

EU 側の譲歩:

新たに EU 加盟国から英国に入国した移民に対する社会保障給付については、初年を無支給とし、2 年目以降から段階的に増額され、4 年経過後に満額支給されるというように、当初 4 年間で支給額が漸増する仕組みとすることができる。この措置の適用期間は 7 年間。

- 2) 児童手当に関する改革: 英国国外に居住する子どもに対する児童手当の支払いを停止する。

EU 側の譲歩:

英国国外に居住する子どもを対象とした児童手当の新規請求分については、該当国での給付額水準が英国での給付額水準よりも低い場合、該当国での給付額水準を適用する。2020 年以降はすべての請求分について、英国でなく、該当国の給付額水準を適用可能。

- 3) 加盟国議会は EU 法の適用を除外することができ、英国に対しては EU 統合深化の適用除外を認める。

EU 側の譲歩:

加盟国議会は EU 法の適用を除外することができるが、それは法案提出後 12 週間以内に EU 議会の 55% が反対票を投じた場合に限る。EU 議会の 55% が反対票を投じた場合、その法案は修正されるか、廃案となる。現在の加盟国構成では、短期間のうちに 14 カ国以上が合意を形成する必要がある、その実現は極めて困難と見られる。EU 側は、条約に記されている「絶えず緊密化する連合」からの英国の免除を確約している。

英国側から見た場合

政治面: 英国にとっては、国民投票の結果がどちらに転んだ場合も、国内の政治に複雑な影響が及ぶ。

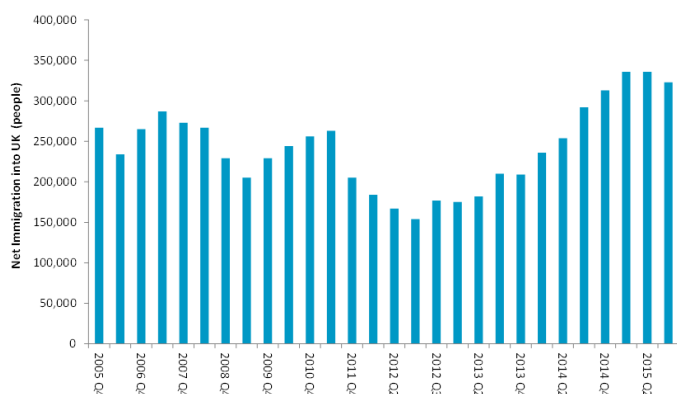


- 英国国内では、キャメロン首相による交渉結果は満足のいくものではないと見られており、司法相がさまざまその法的拘束力について疑問を呈した。キャメロン首相が直面している問題の一つは、英国国

スコーン？それともクロワッサン？ Brexit: 英国による EU 離脱の道筋と主なリスク

民の最大の関心事が移民問題であるものの、労働者の移動の自由が EU の重要な柱となっており、同分野における大きな変化がまず見込めないということだ。これにより、キャメロン首相は自らが率いる保守党をまとめることができず、党内の多数の国会議員が EU からの離脱支持を表明している。キャメロン首相は、強硬姿勢をとり、EU 離脱派の閣僚への情報提供を制限するなど、保守党内での「内戦」をスタートさせており、今回の国民投票で勝利を収めたとしても、党内での戦いを生き残れないかも知れない。

図 2: 英国への移民者数の推移(過去 12 カ月間ベース)



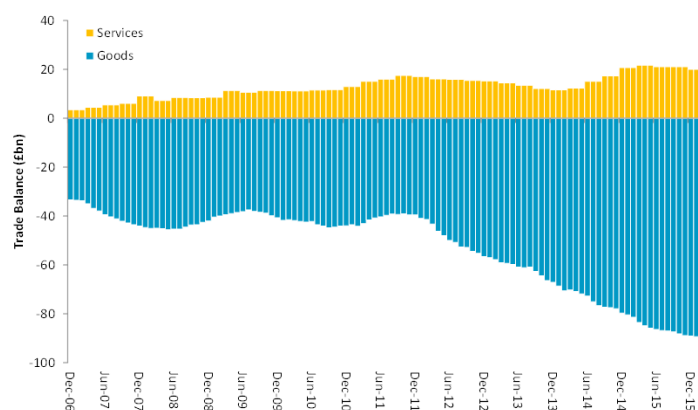
出所: 英国国家統計局

- 政権内では、ボリス・ジョンソン・ロンドン市長などの複数の主要閣僚が EU からの離脱支持を表明している。英国国内で最も人気が高い政治家であるジョンソン氏による支持は、EU 離脱派にとっての大きな追い風となる可能性がある。ある世論調査によると、ジョンソン氏が支持しているのなら、EU 離脱に賛成票を投じる可能性が高くなると考える有権者が全体の 30% にのぼると示唆されている。仮に国民投票で EU 離脱派が勝利すれば、キャメロン首相は辞任する可能性が高く、その後任としてジョンソン氏が首相の座に就く公算が最も大きいと言える。
- キャメロン首相が EU 離脱派の勝利を受けて辞任するか、EU 残留派が勝利した後に党首選が行なわれ、首相の職を交代することになれば、後任の首相が信認を問うために解散総選挙に踏み切るリスクが高まる。世論調査によると、保守党が支持率で 5~10% リードしていると示唆されるが、過半数議席割れとなるリスクも小さくはない。そのリスクが現実のものとなった場合、保守党は、前政権と同じように再び連立政権の樹立を試みなければならない状況に置かれる。その背景には、前回の選挙で EU 離脱キャンペーンを展開し、400 万超の票を集めた英国独立党の支持者が、今回の国民投票後にどのような動きを見せるか読めない状況にあることも挙げられる。
- スコットランド民族党は、もしスコットランドにおいて EU 残留票が上回ったにもかかわらず、英国全体では EU 離脱票が上回った場合、それがスコットランド独立の是非を問う住民投票を再度実施するきっかけになると確信しているとのコメントを出している。ただ、英国政府は、その正式な見解として、スコットランドの住民投票は 1 度きりのものであり、再度行うことはないとしている。住民投票の実施が認められるか否かについて不確実性が大きく高まることも考えられ、もし認められれば、スコットランドは英国から独立する可能性が高く、もし認められなければ、スコットランド民族党は、反英国政府の住民感情を掻き立てようと試みる可能性もある。

貿易面: 欧州は、英国にとって最大の輸出先市場であることから、今回の国民投票の結果は、英国の様々なセクターに大きな影響を与えるだろう。対 EU の財貿易収支を見ると、英国は近年、大幅な赤字状態にあり、年間赤字額は 900 億英ポンドに迫る。この点は交渉において英国側に有利に働くと考えられ、英国は、EU 離脱の代償として、EU 加盟国との貿易に関税を課されるリスクが低下するものと見られる。リスボン条約の下では、英国が EU から離脱する場合、その方法についての交渉期間として最大 2 年間で設けられており、この交渉期間中は現行の自由貿易協定が引き続き適用されることになる。それらの交渉がまとまれば、英国の EU 離脱を受けて英国と欧州の貿易関係の行く末が明確に見えてくる。ノルウェーと同様の合意内容となれば、英国は EEA(欧州経済領域)にとどまることになり、自由貿易を続けつつも、EU 予算への拠出金額は低下することになる。しかし、EU 離脱キャンペーンの重要な焦点が EU からの労働者の自由な移動の廃止にあることを踏まえると、そうした合意内容に達する可能性は低そうに見える。スイスと同様の合意内容となれば、自由貿易と移民制限が認められるため、英国にとってはより理想に近いものとなるだろう。しかし、もし英国にそれが認められるのであれば、他の多数の EU 加盟国も同様の取り扱いを求めると見られることも大きな理由となり、EU 側がそれを受け入れる可能性は非常に低いと言える。よって、英国は EU からの完全離脱を余儀なくされ、トルコと同様の合意内容に達する可能性がある。この英国が WTO(世界貿易機構)ルール下での貿易を余儀無くなるシナリオの場合、ロイヤルバンク・オブ・カナダの試算によると平均関税率が 5% 程度になると見られ、その関税分は英国の輸出企業によって吸収されることになると思われる。

サービス収支を加味すると、英国の貿易をめぐる状況はより複雑な様相を呈する。英国のサービス収支は約 200 億英ポンドの黒字で、その大部分は、他の EU 加盟国で事業を行なっている企業に対し、パスポート制度を通じて提供されている金融サービスが占めている。これは、EU 側がとりわけ交渉に消極的なセクターかも知れない。

図 3: 英国の対 EU 貿易収支の推移
(過去 12 カ月間ベース、単位: 十億英ポンド)



出所: ブルームバーグ

Brexit によるインパクト

- 短期的:** 英国の場合、EU 離脱の影響がまず通貨や株式市場に及ぶ公算が極めて大きい。また、国民投票の前にも、その影響が多少現れるものと見られる。英国国債市場については、外国人保有率の大部分を世界各国の中央銀行が占めていることから、そこまで影響は及ばないと考えられる。また、EU 離脱を受けて、イングランド銀行による利上げが先延ばしされることになり、格付機関による格下げリスクが高まるだろう。

スコーン？それともクロワッサン？

Brexit: 英国による EU 離脱の道筋と主なリスク

- **中期的:** 英国による EU 離脱の方法をめぐる交渉が 2 年間続く可能性があり、その期間は先行き不透明感が明らかに強まると見られる。交渉の初期段階から、英国が比較的に有利な条件での EU 離脱へと向かい、例えばノルウェーと同様の立ち位置に収まりそうな様子となれば、経済的損害は抑えられるだろうが、そうなる可能性は低いと言える。よって、かなりの長期間にわたって交渉の行方が読めない状況が続き、それが投資センチメントや景況感の重石となり、経済成長が損なわれる可能性もある。
- **長期的:** 英国にとっての大きな課題は、世界各国・地域との貿易協定の締結となるだろう。英国が、EU との交渉を継続している間に、そうした貿易協定を速やかにまとめ、EU 脱退後直ちに発効させることができれば、インパクトは限定的と考えられる。しかし、リスク要因として、貿易協定は締結までに何年もかかる可能性がある。ただ、国際社会における英国の地位、法律による統治機能が強固な国であること、貿易フローが元から多額にのぼることを勘案すると、英国は自らの道を切り開いていくことができると思われる。多数の EU 離脱派は、長期的には EU から外れた方が英国の成長率が高まると見ているようである。



EU 側から見た場合

政治面: 欧州諸国が一致団結するという構想の始まりは、第二次世界大戦後にまで遡る。政治・経済の統合は、極度な愛国主義や、それが欧州にもたらした壊滅的な結末を乗り越えるための手段と目された。こうした取り組みが実を結んでおり、西欧地域では約 71 年間にわたり平和と経済成長が保たれてきた。名目 GDP が 18 兆米ドルにのぼり、世界 GDP の約 24% を占める一大経済圏となった EU は、政治・経済面で達成してきた成果を内外の敵から守ることが可能となっている。EU は、欧州の平和的プロセスという原則から逸脱する国に対して制裁を課すことができる。また、英国とフランスは国連安全保障理事会の常任理事国であり、それによって国際社会での EU の影響力が確保されている。

国際的に強い影響力を持ち、経済上の重要なパートナー (EU 加盟 28 カ国の中で GDP 規模が第 2 位) である英国が EU から離脱すれば、EU の政治的影響力や財政力が弱まることは明らかだろう。英国による EU 予算拠出額を考えると、残りの加盟国でその穴を埋めるのは難しいと見られる。さらに、EU 内の改革支持派として存在感が大きな英国を失うことになれば、欧州議会で投票権を持つリベラル派の割合が 25% から 15% へと低下することになり、EU 内の改革の取り組みに悪影響が及ぶことになる。

それに加え、欧州では難民危機や移民問題全般が大きな課題となっており、非常にタイミングが悪い時期に、英国は EU から離脱することになる。英国の EU 離脱、その後の国境管理の強化を受け、他の EU 加盟国も英国の動きに追随するよう迫られる可能性もある。ただし、大半の EU 加盟国が懸念しているのは、EU 内の移民よりも、EU 外からの移民である。

貿易面: 英国からすれば、EU は重要度が高い貿易相手だが、EU からすれば、英国は貿易相手としての重要度がそれに比べて劣る。ただし、英国経済は EU 経済全体の 6 分の 1 程度しか占めていないものの、一部の国々 (ベルギー、チェコ共和国、ハンガリーなどは、各国の対英国貿易黒字額の合計額が EU の総 GDP の約 2% に相当) によって、英国は重要な貿易相手国となっている。これらの国の場合、英国が EU から離脱すれば、単一市場に取って代わる新たな貿易協定の交渉が必要となることから、貿易に支障をきたし、先行き不透明な局面を迎える可能性がある。その過渡期において、EU はこれらの国に支援を提供しなければならないかも知れない。

また、一部のセクターにおいては、英国企業がサプライチェーンに深く組み込まれていることから、英国が単一市場から去る場合には悪影響が及ぶものと見られる。サプライチェーンの再編を迎えれば、それらのセクターにはさらなる負荷がかかり、英国のサプライヤーは取引先を失うという可能性もある。

それに加え、英国は、EU 加盟国から多額の対内直接投資を受けているのだが、その投資元がフランス、スペイン、アイルランドなどの一部の国、投資先セクターがエネルギー、小売、卸売、運輸、製造などの一部のセクターに集中している。英国が EU から離脱すれば、こうした投資の商業的な合理性が失われる可能性もある。本社や重要プロジェクト拠点を英国に移転している企業は、多額のコストをかけて事業拠点を欧州へ再移転することを検討しなければならないかも知れない。ただ、これが他の EU 加盟国にとってのビジネスチャンスとなり得ることはプラス面と言える。

EU 加盟国の中には、英国の金融サービス業界の台頭に危機の念を抱いてきた国もあり、英国が EU から離脱すれば、それを契機としてビジネスを呼び戻したいと願う国もあるだろう。欧州内で最も重要な金融センターはロンドンであり、多数の欧州系銀行はロンドンで大規模な事業展開を行なっているが、英国の EU 離脱を受け、一部の銀行は、フランクフルトなどの欧州内の他の金融センターに事業拠点を移す可能性がある。アイルランドについても、法人税が低いことや英語が (第二) 公用語として用いられていることから、金融サービス・ビジネスの大きな恩恵を受けるかも知れない。

ロンドンのように熟練労働者、インフラ、法律サービスが揃った環境をすぐに再現することは不可能であるため、金融サービス企業がロンドンから移転することになれば、欧州の金融市場において提供商品の質低下やコスト増加、流動性の低下につながることも考えられる。

また、英国のいない EU は、貿易協定の締結先としての魅力が低下し、他の国・地域との交渉における立場が弱まるかも知れない。

Brexit によるインパクト

- **短期的:** 欧州株式市場、そしてユーロには、おそらく英国株式市場や英債券ほどでないにしても、悪影響が及ぶ公算が極めて大きい。英国の国民投票が実施される前の段階から、金融市場はニュースに反応し、世論調査の影響も受けながら、英国の残留か離脱か、いずれかのシナリオを織り込んだ値動きを見せ始めるだろう。
- **長期的:** 前述の通り、英国は向こう 2 年間にわたり EU 加盟国であり続けなければならない。将来の貿易の取り決めなど、難しい問題をめぐる交渉を 2 年間で十分にまとめることができるとは見られない。協議が難航し、交渉期間が延長されることは必至と考えられる。実際、EU は、英国からビジネスを取り戻したいと考え、迅速に交渉を進めることにはあまり乗り気でないかも知れない。特に、英国の独壇場となっている金融サービス業は、EU 加盟国からターゲットとされるだろう。交渉プロセス中は、英国だけでなく、EU にとっても先行き不透明感が強まる見通しだ。こうした先行き不透明感によって、投資意欲が損なわれ、成長に悪影響が及ぶ可能性も考えられる。さらに、EU は、英国が単一市場から抜けた場合に深刻な影響を受ける国やセクターに対して、支援を行なわなければならないかも知れない。

また、英国の EU 離脱は、貿易面のみならず、政治面でも EU に影響を及ぼす。それが EU 内で連鎖反応を引き起こし、他の EU 加盟国が英国の動きに追随する可能性もある。EU は、他の加盟国から例外措置や特別措置の適用を迫られたり、離脱の脅しを受けたり

スコーン？それともクロワッサン？

Brexit: 英国による EU 離脱の道筋と主なリスク

することも考えられる。そうした状況に対する一つの答えと言えるのは、EU 加盟国の中核メンバーが先手を打つ形で、さらなる統合深化を押し進めるというものだ。意見の合わないパートナーがいなくなった EU は、最終的に、これまでよりもさらに強力な勢力となるかも知れない。

結論

欧州は、長年にわたる経済危機に対処してきており、足元では未曾有の移民・難民危機に直面している。英国の国民投票が EU 離脱を支持する結果に終わると想定した場合、その時期は欧州が特に脆弱な状態にあるタイミングと重なることになる。英国が EU からの離脱を決定した場合、それは英国と他の EU 加盟国に深刻な影響を及ぼし得る。短期的には、英国と欧州の両方の通貨と株式市場が打撃を受ける見通しだ（おそらくユーロ圏よりも、英国の方が大きな打撃を受けるだろう）。しかし、債券市場においては、英国国債よりも、欧州周縁国の国債の方が深刻なリスクにさらされる公算が大きい。

今回の国民投票で EU 離脱が決まった後、英国と EU 間の交渉がスタートすれば、英国による EU 離脱の道筋をめぐり見通しが固まり、そうした見通しは何らかの影響を及ぼすものと考えられる。英国による EU 予算拠出額は払戻金控除後で 129 億英ポンドだが、補助金や助成金によって 60 億英ポンドを受け取っているため、正味拠出額は 69 億英ポンドである。もし英国がノルウェーと同様の内容の合意に達すれば、この拠出額は減額されるが、英国は依然として多額の拠出を行なうことになる。ただし、移民問題を重視している英国はノルウェーと同様の立場をとれないことから、結果として英国の拠出額はより大幅に低下することになる。そうなれば、残りの EU 加盟国は、その穴を共同で埋めるか、EU 予算全体の規模を縮小するかを選択しなければならない。また、英国が移民制限を課す場合、すでに英国で働いている欧州系移民と、欧州で働いている英国系移民の両方の扱いがどうなるかという問題が生じる。英国の EU 離脱に向けた交渉が継続している間に、まだ労働者の自由な移動が認められるならば、欧州諸国の労働者は可能な間に英国に移住しておきたいと考えるだろうから、英国への移民流入が増加する公算が大きい。その結果、英国は、少なくとも自国のスタンスについて検討する期間、新規移民受け入れを停止または制限せざるを得ない状況になることも想定される。多数の移民を国外退去とすれば、英国の経済や資産市場に悪影響を及ぼすであろうことから、現居住者には英国残留が認められるという線が最も濃厚だろう。

英国が国境を閉ざし、予想通りに夏にかけて移民危機が悪化すれば、他の欧州諸国の負担が増す可能性が高い。そうなれば、EU の移民政策を疑問視する声が高まり、一部の国では移民に反対する政治的な動きが強まるかも知れない。

欧州における将来の英国の立場をめぐり交渉は、他の国々によって注視されることになる。英国の立場が強まったと見られる結果に終われば、デンマーク、スウェーデン、オランダなどは、いずれも現在と異なる取り決めに求める可能性がある。英国については、当分、もしかしたら数年間にわたり、国内の政治情勢が混迷するであろう。EU との交渉は難航が予想され、政府内での協議の長期化は必至と見られる。首相交代や選挙実施の可能性があるなか、英国の最大野党は党内の足並みが乱れているが、保守党政権が再び過半数議席を獲得できる保証はない。

しかし、長期的に見ると、英国の EU 離脱は英国とその他の欧州諸国の両方にとってプラスに働く可能性がある。英国は、EU のプロジェクトに常に消極的な姿勢をとってきており、残りの EU 加盟国は、英国がいなければ統合深化に向けた歩みを進めやすくなり、近年大きな悩みの種となってきた脆弱性の一部を解消することもできるだろう。英国に

は、古くから世界中で貿易を行ない、他国との同盟関係を築いてきた歴史がある。自国の統治権限が強化され、より機動的に動けるようになれば、長期的に見ると英国の成長力が強化される可能性もある。

ただし、英国の EU 離脱が両サイドにどのような影響を及ぼすか十分に把握できるまでには、長い年月を要するだろう。

お問い合わせ

日興アセットマネジメント株式会社
〒107-6242
東京都港区赤坂 9-7-1 ミッドタウン・タワー
Phone: +81(0)3- 6447-6000

免責条項

当資料は日興アセットマネジメント アメリカズ・インクが市場環境等についてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに日興アセットマネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、当社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合もありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について当社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。尚、資料中の見解には当社のものではなく著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメント アメリカズ・インクは当社のグループ会社です。