

藤戸レポート

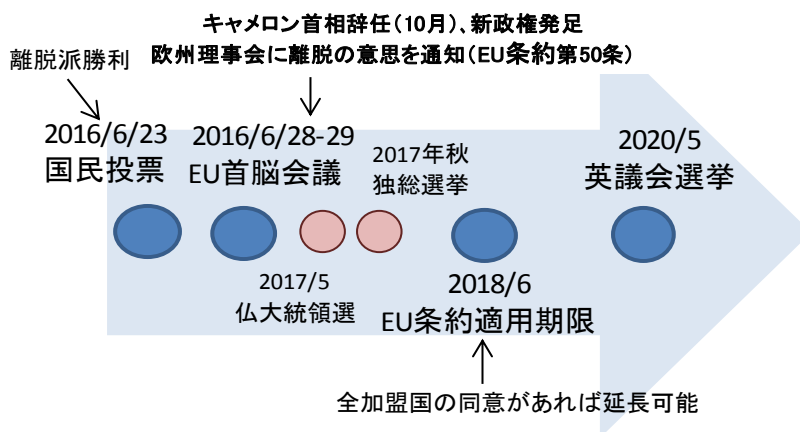
英国の離脱はEUの「終わりの始まり」なのか

2016年6月27日

現実化した英国のEU離脱

Brexit (英国の EU 離脱) リスクは、現実化することになった。英国は、「EU 条約第 50 条」に基づいて、EU (欧州連合) 各国と今後離脱交渉を進めて行くが(図 1)、原則論では離脱の通知から 2 年後に EU 条約は英国に適用されなくなる。しかし、実際は各国との個別交渉に多大な時間を費やすことが想定されるため、2020 年代までのロングランのプロセスとなる可能性が大きい。この英国離脱の過程では、2017 年 3 月にオランダの議会選挙、4~5 月にフランス大統領選挙、9~10 月にドイツの議会選挙が控えており、英国との離脱交渉で安易な妥協はしないものと思われる。また、英国離脱の影響は、各国内に存在する「EU 離脱派」、「EU 懐疑派」を勢いづかせる可能性もある。イタリアでは、EU 政策に懐疑的な「五つ星運動」が議席を増加させており、先般のローマ市長選挙でも美貌のビルジニア・ラッジ氏が当選している。マリーヌ・ル・ペン氏が率いるフランスの「国民戦線」も、反移民、反 EU の過激発言がメディアを賑わせている。メルケル首相の御膝元のドイツでも、「AfD (ドイツのための選択)」が、同じく反移民、反 EU 政策で支持を拡大している(グラフ 1)。つまり、英国の EU 離脱は、他国に多大な影響を及ぼす可能性が高いわけだ。しかも、より人気取りのために、過激な政策が敷衍しよう。拡大を続けた EU はターニング・ポイントを迎え、欧州ではポピュリズムが吹き荒れることになるものと思われる。

(図1)
英国のEU離脱に向けての
スケジュール



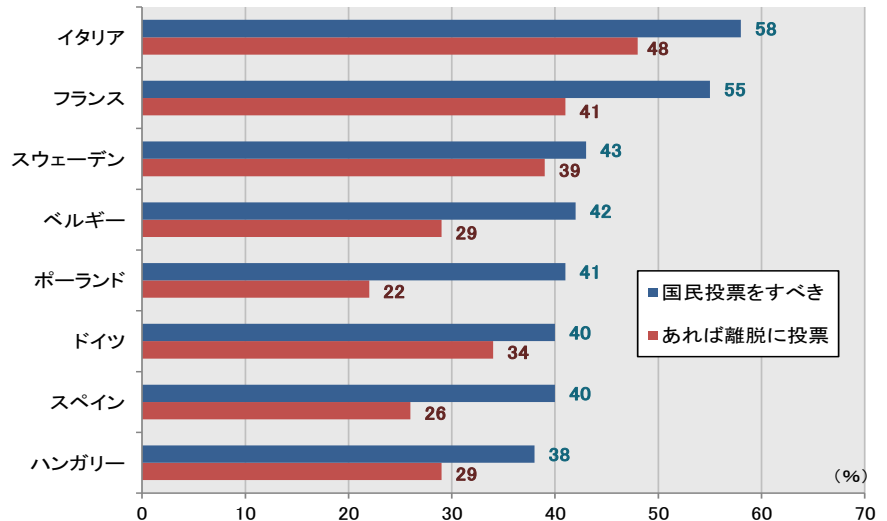
EU条約第50条 (加盟国がEU離脱の意図を欧州委員会に通知した場合に適用される規定)
 : 離脱の通知から2年後に、EUの条約は当該国に適用されなくなる。ただし、欧州理事会が当該加盟国の同意を下に全員一致で決定した場合は延長が可能。第50条に基づく交渉期間中、当該国はEUの権利を保持するが、当交渉に直接関連する事項が検討される場合、欧州理事会に参加できない。

(出所) 各種報道をもとに MUMSS 作成

ストラテジー

(グラフ1)
英国離脱は、「EU離脱派」、「EU
懐疑派」を勢いづかせる可能性

自国でもEU離脱を問う国民投票をすべきかについての世論調査



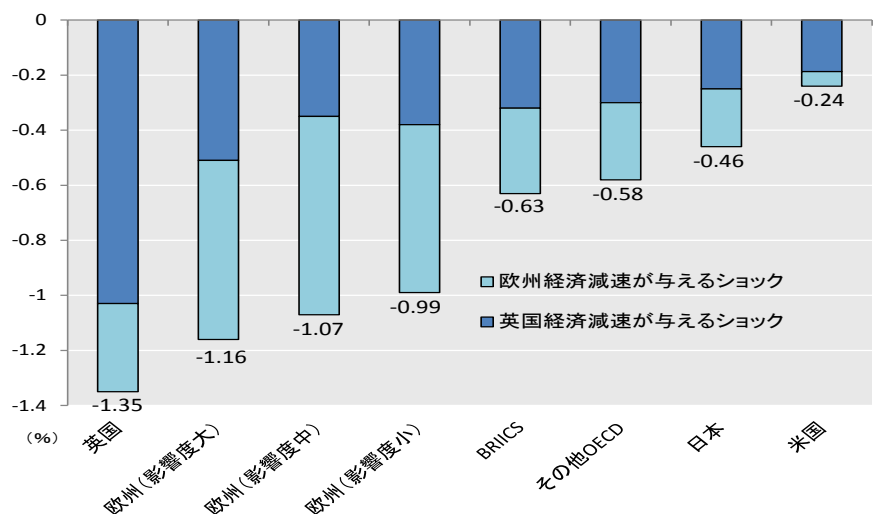
※調査期間は 2016/3/25~4/8 (出所) Ipsos MORI の資料をもとに MUMSS 作成

実体経済・企業業績へのイン
パクトも大きい

実体経済への影響は、既に OECD (経済協力開発機構) がシミュレーションを発表している。2018 年までの実質 GDP に与えるインパクトは、英国 ▲1.35%、その他欧州諸国 ▲1%前後、BRICs ▲0.63%、日本 ▲0.46%、米国 ▲0.24%である。やはり、震源地である英国、欧州への悪影響が大きい(グラフ 2)。日本は比較的僅少だが、足下の景気停滞と為替の円高を考えると、決して軽視できるものではない。輸出関連企業の中では、トヨタ自動車以下の自動車産業の想定為替レートが 1 ドル = 105 円だが、電機、機械等は 110 円を超えているものが少なくない(グラフ 3)。6/24 には、一時 1 ドル = 99.02 円まで円高が進行する局面があったことを考えると、企業業績の下方

(グラフ2)
欧州中心に
Brexitの影響が拡大する懸念

英国のEU離脱が実質GDPIに与えるインパクト(2018年まで)

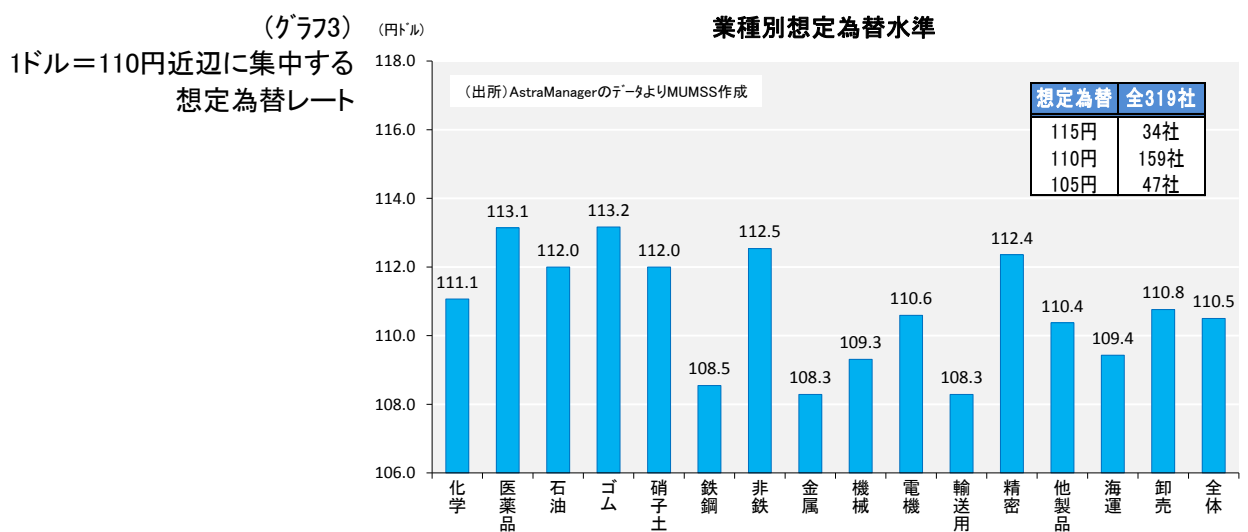


出所: OECD のデータをもとに MUMSS 作成 ※欧州(影響度大): アイルランド、オランダ、ノルウェー、スイス 欧州(影響度中): オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、スペイン、スウェーデン 欧州(影響度小): チェコ、エストニア、ハンガリー、イタリア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロベニア BRICs: ブラジル、ロシア、インド、インドネシア、中国、南アフリカ

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

修正リスクが高まっているものと思われる。また、日産自動車や日立製作所等、英国に製造拠点を置く企業の影響も大きい。英国がEUの枠内にあれば、域内の貿易には関税が適用されなかったが、離脱となればEUとのFTA（自由貿易協定）を結んでも、自動車に10%の関税が適用されることになる。そもそも、EUの枠内にあれば、コストゼロで人・物・金の自由な往来が可能だったが、それさえ担保されるのか否かは不透明である。つまり、英国に製造拠点を置くメリットは消失し、新たに大陸に拠点を置くニーズが台頭するかもしれない。これは、為替の円高だけではなく、欧州ビジネス・モデルを根幹から変更する必要を生じさせることになる。



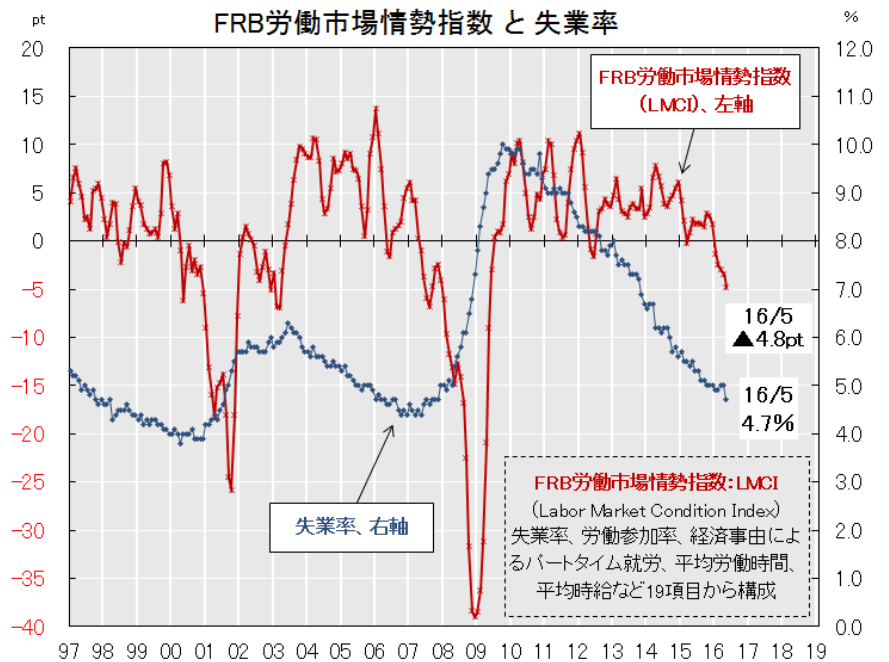
雇用の改善ピッチ鈍化を認め たイエレン議長

6/24 の日経平均は 1,286 円安となり、バーナンキ前 FRB (米連邦準備制度理事会) 議長が、金融緩和策の段階的縮小を表明した 2013 年 5/23 の 1,143 円安を上回ってしまった。開票結果発表当日も、「残留派優位」との報道が流されていただけに、マーケット・インパクトが極大化してしまった。ドル/円相場が一時 1ドル=99.02 円まで進行し、株安の流れが一気に加速したものと思われる。今後の株価を占う上でも、為替相場は極めて重要だ。今回の英国離脱によるネガティブ・インパクトが円高を加速させたことは間違いないが、日経平均がリバウンドを見せている局面でも、ドル/円相場は円高圧力が極めて強かった。その背景には、英国離脱以外の要因があると見なければならない。やはり最大のものは、FRB の利上げスタンス後退であろう。既に、6/15 の FOMC (公開市場委員会) 後の記者会見で、イエレン議長の利上げ慎重姿勢は広く世界に敷衍した。しかし、6/21 の上院銀行委員会の証言内容は、一段と慎重に傾斜したことを窺わせるものであった。議長は労働市場に関して、「過去数ヶ月間の数多くの指標で、労働市場は疑いなく改善ペースが減速したことが示された」と述べている。「数ヶ月間」、「数多くの指標」が、LMCI (労働市場情勢指数) を指しているのは間違いない(グラフ 4)。LMCI は、失業率、就業者数、労働参加率、パートタイマー数、平均時給、週平均労働時間等を始めとする雇用関連の 19 の統計で構成されている。雇用統計の翌日に、他ならぬ FRB から発表される指標だが、これが年初から 5 ヶ月連続でマイナスに転じているのだ。しかも 5 月は

ストラテジー

▲4.8と、リーマン・ショック後の混乱期であった2009年5月以来の低水準である。議長は、「我々は、こうした統計が反転すると見ているが、予想が実現されていることを確認するために、非常に注意深く見守っている」とも付言している。以前の発言にあった「雇用改善に対する大きな自信」とは、雲泥の格差がある。

(グラフ4)
LMCI(労働市場情勢指数)の
鈍化傾向鮮明に



年内利上げは実行不能

これに、今回の英国離脱が加わったことを考えると、年内利上げは実行不能となった可能性が高い。イエレン議長は、既に6月FOMC(公開市場委員会)後の記者会見や、その後の議会証言でも、明瞭に「グローバル・リスク」に言及していた。中国の減速長期化や、英国離脱リスクを具体的に挙げていたが、まさにそれが現実化してしまったわけである。英国投票の結果を受けて、米国10年国債利回りは、既に東京タイムで1.404%にまで低下する局面があった(グラフ5)。グローバルの状況は、さらに金利の低下を促しており、今や「利上げ」を論じる局面は過ぎ去ったものと思われる。既述のように、英国離脱で米国の実体経済が受ける悪影響は限定的だ。しかし、世界的な景気鈍化で、米経済にも一段と圧力がかかるのは避けられない。おそらく、「利上げ」よりも「QE4」が俎上に上がることになる。

「ゴードン理論」…生産性の伸び率鈍化に言及

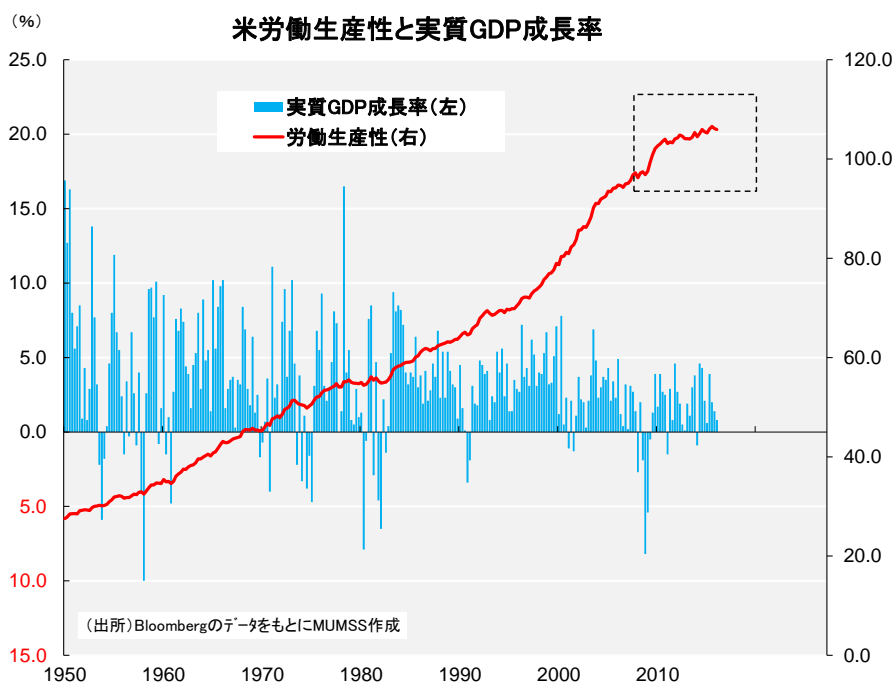
また注目すべきは、議会証言でイエレン議長が労働生産性の伸び鈍化に言及したことである(グラフ6)。「ここ数年見られる生産性の緩慢な伸びが、今後も続く可能性がある」との一部著名エコノミストの見方を排除することはできない」と述べた。「一部著名エコノミスト」とは、ノースウエスタン大学のロバート・ゴードン教授と思われる。ゴードン教授は、「20世紀を特徴付けた急速な経済成長が、技術革新の減少と生産性の伸び率鈍化で21世紀に減速する」との理論で有名だ。同教授によれば、生産性が爆発的に伸びたのは、第2次

ストラテジー

(グラフ5) (%)
 米国10年国債利回り
 1.404%にまで低下



(グラフ6) (%)
 鈍化傾向続く
 米労働生産性



産業革命(19世紀後半)時に発明された電気、エンジン、通信(無線と電話)、化学薬品等々、画期的なイノベーションに負う所が大きいとする。第1次産業革命(1750~1850年)時の蒸気機関や、我々が生きる第3次産業革命(コンピューター、半導体、インターネット等)に比べて、第2次産業革命がもたらした生産性の改善は圧倒的だとする理論である。「生産性の伸び

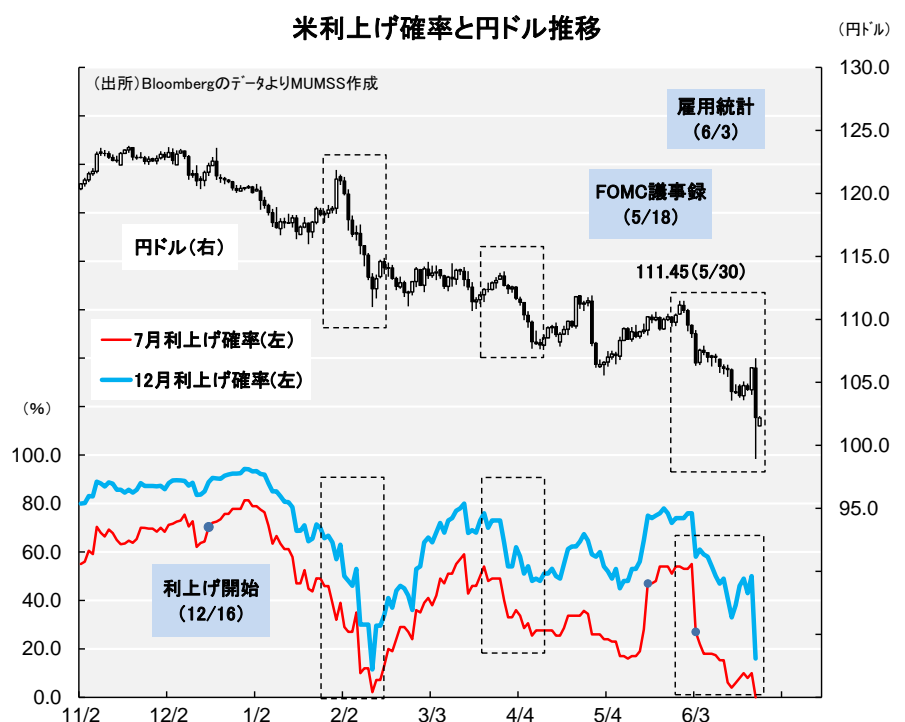
ストラテジー

は、向こう 100 年間低下し続けるかもしれない」との悲観的見解だ。サマーズ元財務長官も、リーマン・ショック後の長期停滞論を掲げているが、イエレン FRB 議長が、このペシミスティックな生産性鈍化論を議会証言で掲げたことの意味は大きい。長期にわたる生産性鈍化が避けられないとすれば、当然ながら、適切な政策は「金融緩和策の長期化」となる。敢えて「ゴードン理論」を持ち出したところに、議長の真意を見た思いがする。

長期化する円高リスク

「ゴードン理論」を採り上げた FRB 議長となれば、余程の劇的な展開、例えば雇用の改善ピッチが急速に回復するとか、PCE (個人消費支出) コア・デフレーターがいきなり 2%超になるとか、第 5 次中東戦争が起きるといった想定外の事態が起きない限り、年内の利上げは消失したと思われる。円安/ドル高論者のメイン・シナリオには、FRB の段階的な利上げ実施、またそれを裏付けるだけの高い米成長率が背景にあったはずである。しかし、その基本ロジックが壊れつつあるように思える。IMF (国際通貨基金) は、米国の 2016 年成長見通しを 2.2%に下方修正した。1 月時点 2.6%、4 月時点 2.4%、そして今回の 2.2%と、小刻みな下振れを繰り返している。このままでは、しばらくすると、2.0%→1.8%となる可能性さえ想起してしまう。世界銀行は 1.9%と 2%割れの予想だが、いずれにしても年初に予想した成長率達成は難しい。いわんや以前の 3%とか 3.5%の成長には程遠いのが実感だ。円高の要因として、日本の経常黒字を挙げる向きもいるが、やはり FRB の利上げ後退が最大の要因と思われる(グラフ 7)。ただでさえ、イエレン議長が利上げに慎重スタンスであったことに、英国離脱リスクを勘案すれば、想定以上に円高プレッシャーが長期化するリスクが台頭している。アベノミクス相場開始以来、「円安＝株高」、「円高＝株安」の構図だった(グラフ 8)。

(グラフ7)
FRBの利上げ後退が
最大の円高要因に

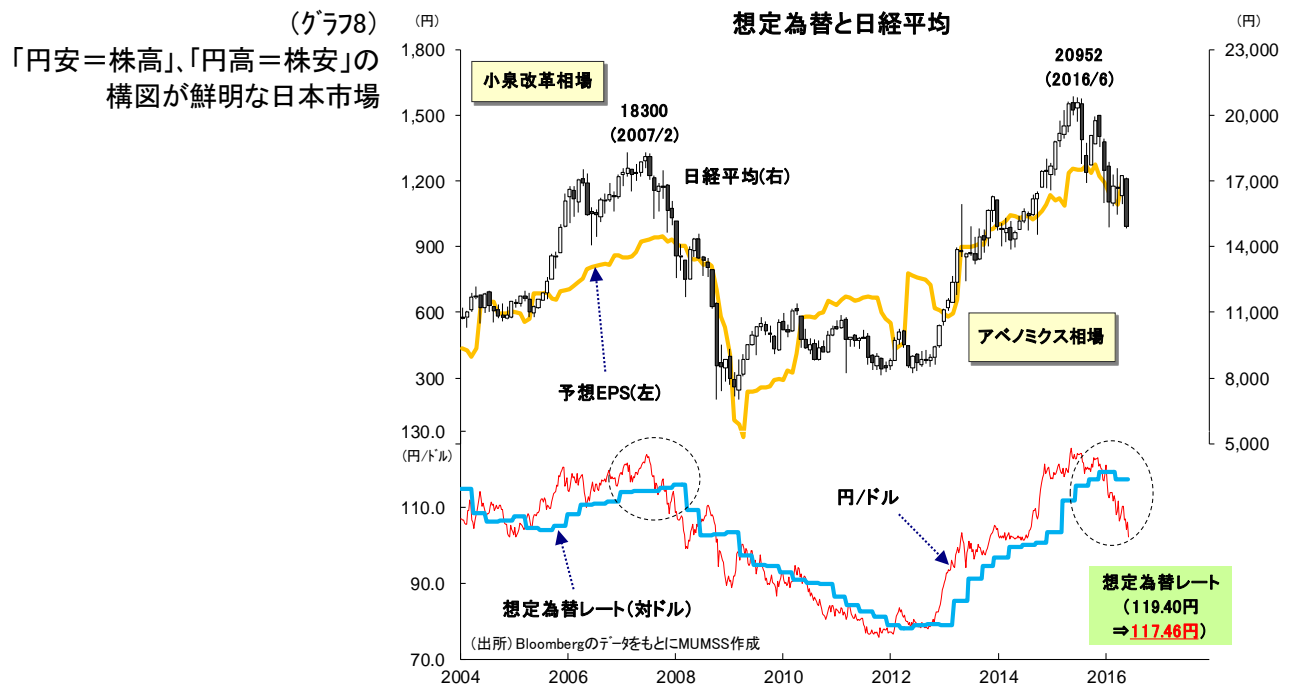


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

G7協調体制への期待

英国のEU離脱に対して、政策当局が手を拱いていれば、一段の円高・株安が進行するリスクもある。日経平均が14,000円接近となる恐れも否定できない。しかし、東京市場の混乱が、欧米にも伝播する展開となれば、G7体制による協調的な政策発動が実現する可能性が高まるだろう。既に、ドル資金の供給や短期資金の大量供給はメニューに上がっている。しかし、ポンドの急落、ユーロの下落、欧米株の大幅下落となれば、協調的な為替介入の可能性も浮上しよう。日本政府や日銀にしても、秋に予定されている大型補正予算の前倒し編成や、臨時政策決定会合開催による追加緩和策が必須と思われる。こうした政策発動が実現の運びとなれば、「英国離脱ショック」による急落を経験した後だけに、V字型反騰となる期待が高まることになろう。リーマン・ショックに対しては、各国の協調体制で危機を克服できた。相場は下げ一辺倒ではない。上下にボラタイルな展開を想定すべきであろう。

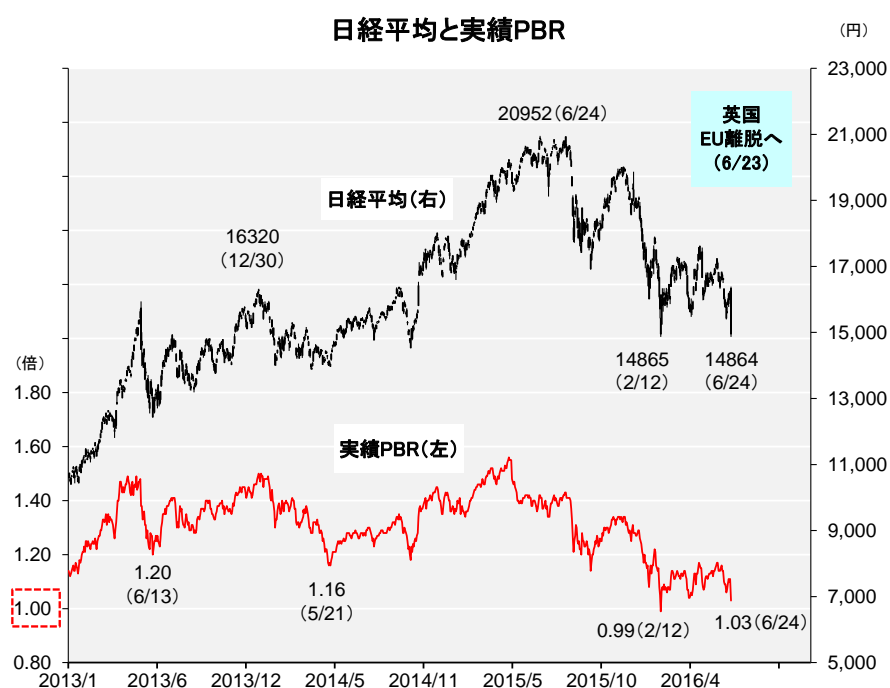


PBR1倍に接近

1990年のイラクのフセイン大統領によるクウェート侵攻、2001年同時多発テロ、2011年の東日本大震災等、寝耳に水の大変事で相場急落を経験してきた。確かに、短期的なインパクトは強烈だが、一方では、その困難に立ち向かう復元力も相場は持っている。今回も、余震が続く可能性はあるが、政策当局が拱手傍観しない限り、反発の目は残されている。6/24に日経平均のPBR(株価純資産倍率)は、1倍に接近する局面があった。目的には、相場が動揺することは否定できないが、投資家が落ち着きを取り戻せば、割安感が評価される局面が訪れよう。日経平均の一株当たり純資産は14,629円である(6/23時点。QUICK)。PBR1倍接近局面は、重要な買いタイミングと解釈することも可能であろう(グラフ8)。まずは、欧米相場へのインパクトを見極めることが重要だが、波乱は良好なパフォーマンスの母でもある。慎重に余波を見極めながら、買いのタイミングを探ることにしたい。

ストラテジー

(グラフ9)
英国のEU離脱で
日経平均PBRが1.03倍に低下



藤戸 則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫

(外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ