

英国の EU 離脱が更なる不確実性をもたらす

キャサリン・ナイス, 欧州チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ

メヒル・マルク, シニア・インベストメント・ストラテジスト

2020 年は著しく不確実性の高まった年となっているが、明らかに更なる不確実性をもたらす新たな懸念が浮上している。足元では英国の EU 離脱（ブレグジット）に関する交渉が続いているが、これにより今後の両者の関係は今までとは異なったものになる。しかし、関係性が変化すること以上に懸念されるのは、英国の EU 離脱問題に関する先行きの不確実性が、この先何年にもわたって英国経済や投資家による資産配分の決定に影響し続ける可能性があるということだ。

最近英国では、既に EU と調印済みの離脱協定の一部を一方的に変更する内容を含む新しい国内市場法案が提出された。これにより合意なき離脱が現実味を帯び、英国と EU との間で何十年にもわたって続いた経済的な結び付きが断ち切られる可能性が高まった。しかし、この法案が可決されることによって、必ずしも EU 離脱に伴う通商交渉が合意に至る可能性が完全に途絶える訳ではない。限定的な合意に留まる可能性はあるものの、それでも合意に基づいた離脱が実現することでブレグジットが英国経済に与える影響が幾分緩和されるであろう。コロナ禍を背景とした経済見通しの悪化¹や、引き続き両者が多くの共通利益を保持する必要性を踏まえると、10 月末から 11 月初旬にかけて、いわゆる「限定的な合意」に達し、その後それぞれの議会で批准されるというのが我々の基本シナリオとなっている。

しかしながら、こうした幾分しこりが残る EU 離脱が長期的な影響を及ぼす可能性がある。おそらく、足元の交渉によってもたらされる最も重大な影響は、英国と EU の今後の相互信頼関係の悪化であろう。さらに、同法案の提出によって英国の交渉パートナーとしての名声は失墜しており、これによって EU 離脱後に米国を含む他国と将来的な通商協定を締結する可能性に悪影響を及ぼしている。また、この法案は北アイルランドの平和プロセスに対するリスクであるとの声が挙がる中、スコットランドでは議決権を有する国民の半分以上が英国からの離脱を支持するなど独立に向けた機運が高まっている。

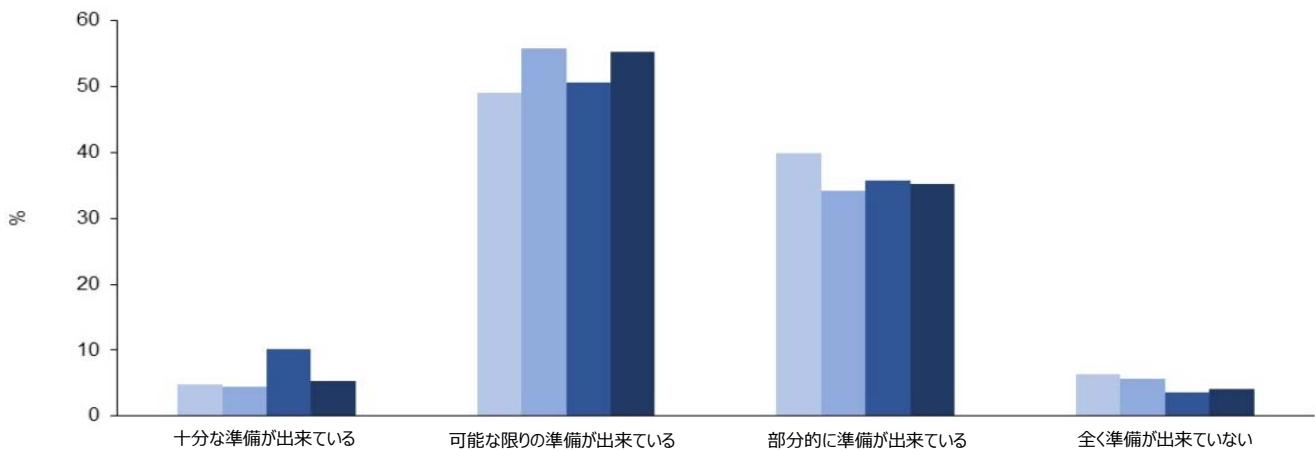
残された選択肢の数は限られている

2016 年にブレグジットに関する国民投票が実施された直後は、幅広い選択肢の可能性について協議する余地があったが、当時とは異なり、現在では選択肢は非常に限られている。足元で議論が進んでいる「カナダ型の限定的な協定」²にて合意に達すれば、コモディティについてはどうにか関税なしで貿易することが可能となるであろう。しかし、コモディティの輸出に大きく依存するカナダとは異なり、英国のようにサービスに軸足を置いた経済にとって、大部分の輸出品はこのような限定的な協定では恩恵を被ることは出来ない。その結果、貿易協定の合意如何を問わず、英国の EU に対する新たな貿易関係は EU 加盟国時から大きく変化することが予想され、引いてはブレグジットによる経済的効果もほぼ打ち消される可能性がある。

企業のブレグジット対応は進んでいるが、一部の企業は全く対応していない

良いニュースは、移行期間終了後に EU と貿易する際の追加的な必要条件に対する企業の準備が進んでいるように見受けられることである。例えば、「十分な準備が出来ている」もしくは「可能な限りの準備が出来ている」と回答した企業は、2020 年 2 月に最初に調査した際の 54%から上昇し、9 月には 61%となった（図 1 参照）。

図 1 : ブレグジット後の貿易に対する準備の状況 (EU と貿易している英国企業に対するサーベイ結果*, %)



出所： イングランド銀行デジジョン・メーカー・パネル *調査結果は、「移行期間終了後に EU と貿易する際の追加的な必要条件に対し、あなたの会社は準備が出来ているか？」との質問に基づく。

ブレグジット後の貿易に備えた取り組みには進捗が見られるものの、とりわけコロナ禍がもたらす更なる影響を考えると、引き続き予断を許さない状況にあるのは明らかである。最近の研究によれば、コロナ禍による大きな影響を受けた業界ほどブレグジットによる影響を受けにくく、つまり英国においてはコロナ禍とブレグジットの両者の影響を免れ得る業界はないということが示唆されている (図 2 参照)。

さらに、夏場に Descartes Business Group が実施した調査によると、大企業の 2/3 は、サプライチェーンの遅れがブレグジット後のビジネスに影響を与えることを非常にあるいは極めて懸念しており、また新型コロナウイルスがブレグジットへの準備の妨げになっていると指摘していることが明らかになった。実際に英国政府は、英国における物流の重要な動脈である英ドーバーと仏カレー間の貨物の流れに著しい渋滞が発生する最悪のケースについて概算を発表した。つまり、もう 1 つの重要な懸念材料は、貿易協定の合意如何を問わず、英国においては来年初めにある程度の経済的混乱が発生する可能性があるということだ。

図 2 : コロナ禍およびブレグジットが及ぼす経済的混乱の中での業種別の業績ランキング*

業種	ブレグジット (予測)	新型コロナウイルス (2020 年 4 月)
印刷、出版	1	20
基金属	2	14
農業	3	6
食品、飲料、たばこ	4	17
その他製造	5	1
その他非金属鉱業	6	9
その他機械	7	12
ホテル、レストラン	7	15
ゴム、プラスチック	9	13
輸送設備	10	10
卸売	11	16
小売	12	7
娯楽	12	19
輸送活動	14	2
不動産取引	15	11
郵便、通信	16	18
機械レンタル	17	5
繊維、皮革	18	4
電気設備	19	3
化学	20	8

* 1 = 最も業績が良好な業種。出所： De Lyon & Dhingra (2020 年)

市場は 2016 年の状況とは異なるかもしれないが、しかし…

足元の貿易交渉の動向に対して予想される市場の反応が、ブレグジットに関するプロセス全般にわたる市場の方向性を決定づける可能性がある。ハード・ブレグジット、つまり合意なき離脱に至れば、英ポンドはさらに下落、これと同時にユーロも若干下落し、その一方で英国債の利回りは低下し、英国経済に依存あるいは英国との貿易に敏感に反応する発行体の社債のスプレッドは拡大する可能性がある。しかし、こうした懸念は市場では既にある程度織り込まれているものと思われ、よって国民投票が実施された直後に比べれば市場の反応は限定的かもしれない。

反対に、期待以上の内容で通商協定が合意に至れば、英ポンドに対して非常に大きなプラス効果となり、ユーロも若干上昇し、英国債の利回りは緩やかに上昇し、英国経済に依存する発行体にとっては追い風となるだろう。よって、我々の欧州投資適格債およびハイイールド債戦略において、引き続き英国社債をオーバーウェイトとしている。

ブレグジットは単発の出来事ではなく一連のプロセスであり、その不確実性は今後何年にもわたって続くだろう

英国と EU は、通商に関する新たな協定について交渉するだけでなく、例えば輸送、データ保護、金融サービスなど、様々な事項に関する協定に合意する必要がある。今回のブレグジットによって 40 年以上にわたる経済統合の流れが逆行する中、こうした作業およびそれに伴う不確実性によって、ただでさえ「前例のない」不透明感が更に高まっている。

さらに言えば、EU からの「離脱」運動は自治を取り戻すことを主眼としていた。そうであるとすれば、英国は新しく手に入れる主権で何をしたいのだろうか？ その思惑が「テムズ川のシンガポール」であれ「競争力強化に向けた国家補助」であれ何にせよ、英国の将来像について国民の間では驚くほど議論がなされていない。曖昧な将来像と限定的な内容の新たな貿易協定が相俟って、EU からの離脱が進むにつれて英国は規制競争に向けた道を歩み始めている。英国は将来像を明確化しようとしているが、現在の EU との若干肌寒い関係が極度に凍え切ったものになることで、英国の歴史的な挑戦が非常に不確実性の高いものとなることは明らかである。

¹ 英国の実質 GDP 成長率予測は、2020 年にマイナス 10%、2021 年にはプラス 7.0%と我々は見込んでいる。

² カナダと EU 間の、経済及び貿易に関する包括協定をモデルとした。

本資料は 2020 年 10 月 8 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供することに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮していません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"SEEKING ADDITIONAL UNCERTAINTY? BREXIT BRINGS IT"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ76092