



ブレグジット ; カオス、そして投票再び？

2018年9月
マクロ・グループ

ブレグジット交渉において、「合意なし」のシナリオとなる可能性は低いとみていますが、何らかの投票、すなわち二回目の国民投票もしくは総選挙が行われる可能性については、準備を整えておく必要があると考えています。ブルーベイのマクロ・グループが、今後のブレグジットの展開について見通しを整理していきたいと思えます。

シートベルトを締めて

英国は 2019 年 3 月 29 日に EU を離脱することになっており、今後数ヶ月間のブレグジット交渉において重要な局面に差し掛かっています。

欧州理事会（EU 首脳会議）が 10 月 18 日及び 19 日に開催されることになっており、ここで英国と EU の離脱協定が合意に至り、将来の関係の基本的枠組みが明確になることが期待されています。しかし、すでにこれは 11 月に先延ばしになるとの話も出ています。EU は終始明確に、ローマ条約で定められた「人・物・資本・サービスの移動の自由（4 つの自由）」は切り離せないものであり、英国に有利な扱いはしないとしており、「合意なし」の離脱の可能性が高まっています。

英国政府は国内イデオロギーの差について調整がまだ必要な状況です。現状の保守党が推し進める今の EU 離脱案（チェッカーズ案）は、EU にも保守党内のハード・ブレグジット派にも受け入れ難いもので、時間がほとんどなく関心が高まる中で、交渉すべき事は山積しています。

ハード及びソフト・ブレグジット派が現在の行き詰まりを解決しようとするなかで、10 月初旬の保守党大会は、良くも悪くも何らかの契機となる可能性があります。仮に何らかの合意に至ったとしても、EU 各国の議会による承認を受ける前に、英議会を相当数の賛成票で通過する必要があります。下院の与党議席数が辛うじて過半数を上回っている上に、野党が支持を伸ばし、ブレグジットへの世論がこれまで変わってきている状況で、あらゆる事の予想が難しくなっています。

こうした状況が全て、今後の劇的で不透明な時期をもたらすこととなり、大詰めの交渉が際限ない課題で見えなくなっています。

3 つの大まかなシナリオ

政府機関は先月、文書でブレグジットの次の段階で考えられるシナリオを公表しました（<https://www.instituteforgovernment.org.uk/publications/possible-scenarios-next-phase-brexit>）。この文書によって、交渉の段階とそれに伴う様々な道筋についての概略がよく分かります。しかし、かなりシンプルに書かれていることから、既定となっていないことについて、相当の前提を基に作成されています。特に、英政府や野党がリスボン条約 50 条の無効を要請する可能性は全く考慮されていません。

状況が複雑で流動的なことを考えると、交渉の次の段階は以下のいずれかのシナリオになると考えています；

- 移行期間を設けた秩序的なブレグジット
- 移行期間と合意なしのブレグジット
- 英国内での政治的混乱/何らかの投票

秩序的なブレグジットは、移行条件で合意して、英国が EU に清算金の支払を行い、移行期間中は単一市場へのアクセスを維持できるというものですが、この可能性について Mark Dowding は 50/50 であるとみています。「保守党はブレグジットを突き進むと思いますが、ブレグジット後すぐにリーダーシップについて問題が起こると思います。」一方で、Russel Matthews は、「ハード・ブレグジット支持派による反対を考えると、曖昧な結論に至るのは難しいのではないかと考えています。」

合意なしのブレグジットについて、David Riley は「コストがこれまで明白になってきており、議会でも支持がないことから、そのリスクは低減している」と考えており、その可能性は低いとしています。しかし、Mark Bathgate はやや慎重で、「合意なしのシナリオの可能性はまだ20%程度残されている」と考えています。

Mark Bathgate が想定する最も可能性が高いシナリオでは、「2019 年前半に二回目の国民投票が実施されます。その間、現条件での残留派と合意なしの離脱派の両方の顔を立てるために、リスボン条約 50 条による離脱までの期間について、短期間の延長をおそらく求めるでしょう。」なぜなら、「移行期間に関わる問題の大部分、協定に関わる問題の半分くらいは、EU が合意する可能性は低い」とみているからです。David Riley と Mark Dowding は政治的な混乱、あるいは何らかの投票（最も可能性が高いのは二回目の国民投票）が実施される可能性は等しく高いと考えています。

Russel Matthews も英国での政治的な混乱が強まることについては同意するものの、それによる結果については不透明感だとしています。「英国で著しい政治的な混乱が起こる可能性は 50%以上であると考えているものの、その後について特定の結果を見通すことは出来ません。二回目の国民投票の可能性よりも、総選挙が実施されると可能性の方がずっと高いとみています。」

英ポンドへの影響

政治面はかなり悪化した後でなければ、改善しない可能性が高いと考えており、市場はこのイベントに対して油断しすぎていると考えています。しかし、移行条件の交渉もしくは二回目の国民投票によるブレグジットの撤回、といったような混乱はあるものの、最終的には好ましい結果がもたらされると考えています。ニュースで報道されているのとは異なり、合意なしの離脱という結果になる可能性は低いと考えています。

英国に対する短期的にネガティブな評価と、今後でこぼこ道はどのように資産価格に反映されるのでしょうか。投資家がニュースを織り込む資産として英ポンドを選択するのは自然で、経済及び政治的な障害によって、最終的に英ポンドが下落するリスクがあります。

英国資産は全般的に投資妙味がないと考えており、英国債及び英ポンドについてはショート・ポジションを取ることが賢明であると考えています。

(補足)

マクロ・グループは、ブルーベイの運用戦略に関連したマクロ経済動向や各国の政策対応についての議論を交わし、参加者の豊かな経験と高い専門性に基づくマクロ経済動向に関する深い洞察や知見を各運用チームに提供することを目的とします。広範なマクロ経済見通しを策定するとともに、金利見通しも策定します。各四半期の最初の会合では、主要国の経済成長やインフレ見通しの目標レンジを定め、主なテール・リスク・イベントを特定します。メンバーは以下の通りです；



デビッド・ライリー
クレジット・ストラテジスト・ヘッド



マーク・ダウディング
投資適格債チームヘッド



マーク・バスゲイト
ポートフォリオ・マネジャー



ラッセル・マシューズ
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ニック・シャーン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な利率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その利率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上