



コロナ禍においてブレグジットはどこに向かう？



2020年7月15日



ダレン・ウィリアムス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル・エコノミック・リサーチ・ディレクター

これまで英国の欧州連合 (EU) 離脱 (ブレグジット) 交渉においてお互いが納得できる妥結は遠い彼方にあった。新型コロナウイルスが猛威を振るっている今、英国とEUは互いに歩み寄れるのだろうか？

前回ブレグジットに言及した2020年1月以来、新型コロナウイルスによって世界は大きく変わった。当時アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) は、2020年末に世界貿易機関 (WTO) ルールあるいはごく基本的な貿易協定のみ結ぶ形でブレグジット移行期間を終える (かつてのハード・ブレグジット (合意なき離脱)) 可能性が高く、これは英国の景気後退の可能性を高めるため、英ポンドはぜひ弱な通貨であり続けると見ていた。

それから約半年が経過した今、ブレグジットが「破壊的」な結果となる可能性は一層高まっている。英国とEUの貿易協定に関する交渉にほとんど進展はなく、ブレグジット移行期間の延長期限も既に過ぎている。

以前より交渉は友好的な雰囲気を帯びてきたように見えるが、最も争点となっている公正な競争環境、漁業権、欧州司法裁判所の役割などについては、まったく意見の一致が見られない。加えてEUは北アイルランド / アイルランド間の厳格な国境管理を回避する条項 (いわゆるバックストップ) の実施有無について懸念を示している状況だ (バックストップなしでの合意は事実上不可能)。

交渉における緊張は悪化する可能性

英国とEUが集中協議に入っている中、英国は移行期間終了に向けた準備のため、必要に応じてWTOルールへの回帰も視野に入れつつ、今夏終わりまでの交渉妥結を志向している。しかし、交渉が完全に決裂しない限り、今夏中の決着は極めて楽観的な見通しと言わざるを得ない。むしろ離脱交渉が10月まで長引く可能性

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/brexit-in-the-coronavirus-era.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) のポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2020年7月2日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

はかなり高く、これはEUが年内の離脱協定の批准を目指すにはぎりぎりのスケジュールだ。

2020年1月、ABは移行期間終了時の状態に関して次の4つのシナリオを示した(図表1)。

【図表1】 ブレグジットは4つのシナリオのうち、いずれに着地するか？

- + **合意なき離脱／WTOルール**: 如何なる合意にも至れず、WTOルールのみ残存。現場の混乱及び経済への極めて大きな悪影響
- + **限定的合意**: 物品のみ関税免除の部分的合意もサービスやその他の法制については合意無し。合意なき離脱より幾分ましなもの、英国経済への被害は依然甚大
- + **密接な協力**: 英国及びEUが貿易協定に関して包括的な合意に至る。新たな規制はEU規制と近い形に落ち着き、経済への悪影響は最小化。経済成長にとってポジティブ
- + **交渉延長**: 最大2年間の移行期間延長。本来7月1日までに決定の必要あり

上記は説明のみを目的としており、今後変更される可能性があります。
2020年7月1日現在
出所: AB

破壊的な結果になる公算大

ABは、4シナリオのうちネガティブな「合意なき離脱」か「限定的合意」となる可能性が高いと見ており、2020年1月時点よりもさらにその様相が強まったと考えている。なぜなら、英国とEUが「密接な協力」に至るには、英国政府の有権者に対する公約破棄またはEUの単一市場維持に対する妥協が必要となるが、これらの実現可能性はいずれも低いからだ。移行期間の延長の可能性は依然残されているが、英国政府はこの選択肢にさほど興味を示しておらず、7月1日の期限が過ぎた今、実現は一層難しくなっただろう。

「合意なき離脱」か「限定的合意」についてはどうだろうか？ 英国政府とEUが双方妥結を望んでいるという前提は自然な一方、残された時間は短い。加えて、今ある交渉の隔たりをどのように埋めていくかはいまだに不透明なままだ。ブレグジット交渉に対する英国・EU双方の意欲と制限に対する誤解が広がる中、交渉決裂の可能性はいよいよ無視できない段階に入ってきている。実際、新型コロナウイルスの影響により、EUと英国にとってのブレグジット対応の優先順位は大きく下がっている。特にEUにとっては、新たに設立した復興基金を通じた

欧州の統合深化の方が、足元のブレグジットよりもはるかに重要な課題となっている。

図表2では4つのシナリオの実現確率を1月時点と足元と比較している。英国が年末に移行期間を終えるにあたっては、最小限の形ばかりの協定に過ぎない「限定的合意」か「合意なき離脱」のいずれかになる可能性が上昇している。現時点でわかっていることから、この両者の違いは、何らかの合意が得られるという希望的観測が入っているかどうかという程度に過ぎない。また、希望的観測はブレグジットの行方を占う上で今まで有益でなかったことは周知のとおりだ。

むしろ重要なことは、いずれのシナリオにおいても、英国－EU間の貿易関係は崩壊、すなわちサービス貿易への手当ては成されず、財の貿易については税関や規制当局の検査が再び導入されるという点だ。英国は自国国境側の検査・管理を緩めるだろうが、EU側がそれに応じる保証はない。そのため、2016年のブレグジットを巡る国民投票時点では、いずれの結果もハード・ブレグジットと見なされており、合意なき離脱(WTOルール)はほとんどの人々にとって俎上にすら載っていないシナリオだった。

【図表2】 ブレグジットのシナリオ別実現確率

シナリオ	2020年1月時点の 実現確率 (%)	現在(7月時点)の 実現確率 (%)
合意なき離脱／WTOルール	25	40
限定的合意	35	40
緊密な協力	10	—
交渉延長	30	20

上記は説明のみを目的としており、今後変更される可能性があります。
2020年7月1日現在
出所: AB

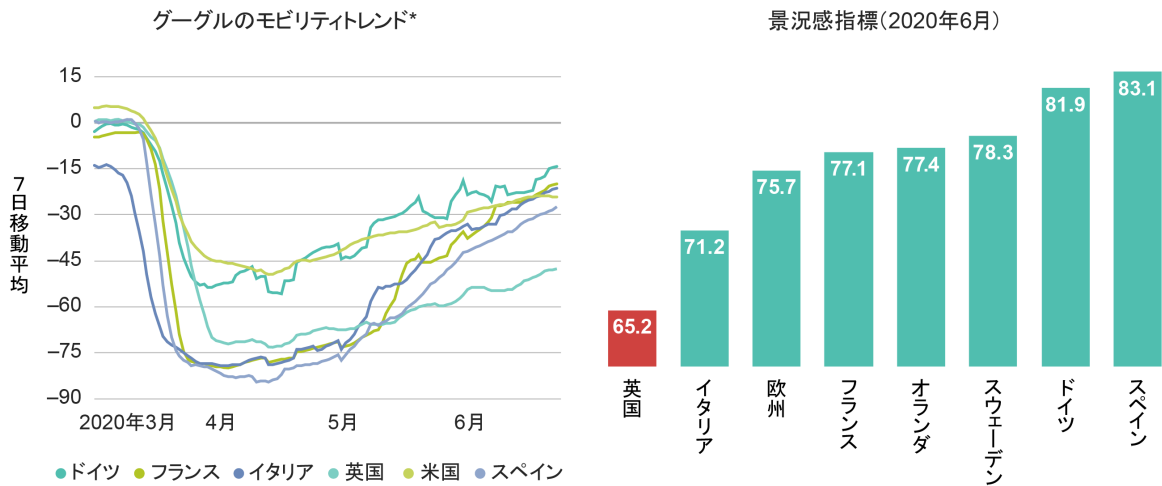
英ポンドは交渉決裂の犠牲となるか？

これは英ポンドにとって何を意味するのだろうか？ 前回ブレグジットに言及した2020年1月から英ポンドは既に下落しており、当時よりも判断は難しくなっている。

ただ、ファンダメンタルズの観点から英ポンドの好材料を見つけにくいことは確かだ。ブレグジットを巡るリスクが高まっただけでなく、英国は新型コロナウイルスへの

対応も上手くいっておらず、他の欧州諸国に比べてロックダウンからの回復は明らかに鈍い(図表3)。ここ数カ月の英国政府の財政対応は目を引くものであったが、他の欧州諸国や米国においても同様であり、英国の相対優位とまで位置づけられるかは定かでない。以上から、既下落したとはいえ、ABでは引き続き英ポンドをネガティブに見ている。

【図表3】 新型コロナウイルスは英国経済を直撃



上記は説明のみを目的としており、今後変更される可能性があります。
*小売・娯楽・公共交通機関・職場系列の平均
2020年6月30日現在
出所:グーグル、ヘイバー・アナリティクス、AB

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。