

# 離脱派のジョンソン氏が次期英首相に

## UBS House View - CIO Reaction

欧州連合(EU)離脱の是非を問う2016年の国民投票で離脱派を主導したボリス・ジョンソン氏が次期英首相に就任する。ジョンソン氏は、合意の有無にかかわらず予定通り10月31日にEU離脱を実現すると改めて強調した。同氏がジェレミー・ハント氏に勝利することは、大方の予想通りだった。このため市場の反応は落ち着いている。英ポンド、英10年国債利回り、FTSE100種総合株価指数は、ジョンソン氏勝利が発表される前の水準からほとんど変動しなかった。しかしながら、合意なき離脱の可能性に関して懸念が高まっていることから、この3カ月で英ポンドは、G10通貨の中で米ドルに対して最も下げた。

### どのようなシナリオが考えられるか？

我々の計算によれば、市場は合意なき離脱の確率を約50%として織り込んでいる。合意なき離脱の懸念が高まったのは、次期首相が、納得のいく合意に達しなければEUと協定を結ばないままEUを離脱すると繰り返し明言してきたからだ。また次期欧州委員長フォンデアライエン氏らEU高官は、北アイルランドの国境管理の安全策(バックストップ)を含む重要な争点において妥協の余地はないとしている。フォンデアライエン氏は離脱期限の延期を妨げないことも示唆している。

我々は現時点で離脱プロセスの結末を予想することは困難であり、それを試みるつもりもない。だが、短期的には、市場は合意なき離脱のリスクを過大評価していると考えている。

ジョンソン次期首相が合意なき離脱も辞さない構えであっても、離脱を進めるにあたっては様々な障壁に直面するだろう。英議会で保守党の議席は単独過半数に届いていないため、ジョンソン氏が望ましいと考える選択肢を押し通すことができない。党内も一枚岩ではない。グリーブ元法務長官など有力議員の何人かは合意なき離脱に反対している。グリーブ氏は、ジョンソン氏が合意なき離脱を強行するならば、不信任案に賛成票を投じるつもりだと語っている。その他の保守党議員も同様の考えを示しており、彼らに追随する者が増えそうだ。野党労働党内でも合意なき離脱に賛同する議員はほとんどいないと思われる上、同党指導部は国民投票の再実施に支持を表明している。

首相は変わっても、議会の構成とバーコウ下院議長の姿勢は変わらない。議員の過半数は当初から合意なき離脱に反対している。加えてバーコウ議長は、各議員にこの件についての意見を表明させるために、柔軟に議会運営を行う方針を示している。従ってジョンソン氏が「合意の有無にかかわらず」10月31日にEUを離脱すると主張しても、バーコウ議長の支持の下、議員はそれを阻止すると我々は考えている。ジョンソン氏が「合意なき離脱」を断行しようとするならば、どの道筋をたどっても、最終的に総選挙に行き着くだろう。

従って、長期的には合意なき離脱のリスクは消えないものの、短期的に最も可能性が高いと考えられるのは、ジョンソン氏の方針変更、または解散総選挙によって、10月31日の離脱期限が再度延期されるというシナリオである。

### 投資見解

我々は、現時点ではブレグジットの結末の予想に基づいて大きなポジションを取るべきではないと考える。しかし、市場は現在、短期的な合意なき離脱リスクを過度に織り込んでおり、そこに投資機会が見出せる。現在の1英ポンド=1.24米ドルという水準は、我々の計算に基づく適正水準の1.59米ドルを大きく下回っている。それはブレグジットをめぐる先行き不透明感が大きな理由だ。しかしながら、経済指標は最近こそ弱含んでいるものの、英国経済は依然として底堅く、インフレ率もイングランド銀行(中銀)の目標水準を維持している。我々がより現実的なシナリオと考える離脱延期を、市場が短期的に織り込み始めれば、英ポンドは反発すると予想する。従って、我々は米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。長期的には、もし合意なき離脱となった場合は英ポンドは1英ポンド=1.15米ドルに下落し、離脱期限が延期された場合は12カ月で1英ポンド=1.35米ドルに上昇、もし離脱プロセスにおいてEU残留の可能性が浮上し始めれば1英ポンド=1.45米ドルに向けて上昇する可能性があるとする。

株式については、ブレグジットによる政治の長期的な先行き不透明感により、英国株式の魅力は相対的に薄れると考える。我々は英国株式に対して米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。英国株式は配当利回りが4.8%と、割安感が徐々に増しているようだ。しかしながら、英国は従来保守的でリスクの低い市場と見られてきたが、ブレグジットをめぐる先行き不透明感が当分払拭されないことから、リスクプレミアムが上昇する可能性がある。英ポンドが上昇すれば、現地通貨建てのリターンは限定的となるだろう。米ドル建て新興国国債は、米国債に対するスプレッドが約335ベースポイント(bp)と、長期的なリスク調整後リターンの見通しが相対的に良好とみられる。

**Mark Haefele**  
Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス(UBS AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低い場合には現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

### 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、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  
一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等: ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。