

#24 Market View(号外)

離脱！！

皆さま こんにちは。

みずほ投信投資顧問で執行役員運用戦略部長を務めます柏原延行です。

英国の欧州連合(EU)離脱決定により、(株式に代表される)リスク資産が世界的に大きく下落したことを受けて、号外を出させていただきます。

本年2月の#21 Market Viewでもご紹介した私が好きな映画である「パイレーツ・オブ・カリビアン」の第三作では、「英国が作った東インド貿易会社」のベケット卿は大艦隊を持ち、ジャック船長たちに対し圧倒的優位に立っています。しかしながら、ダッチマン号とブラックパール号から想定外の反撃を受けた際に、ベケット卿は、「It's just . . . good business. (全ては良い商売のため)」と呟くのみで、動揺して冷静な判断ができず、炎の中に消えていきます。想定外の事態に対する準備が映画の中の東インド貿易会社には欠けていました。

さて、6月23日の英国の国民投票では、英国のEUからの離脱が決定されました。

投票直前に行われた世論調査やブックメーカーの掛け率では、相当程度残留が示唆されていたため、市場にとって想定外の結果であり、リスク資産の代表である株式は大きく下落しました。そして、不透明感の増大が今後も投資環境にマイナスの影響を与えるとの記事で、各種報道は埋め尽くされているように感じます。

もちろん、今回の離脱が市場のマイナス要因であることについては、否定しようがない事実であると私も考えますが、これまで幾多の危機を味わった経験から、今回の離脱を受けて、私が感じたことについて、お話ししたいと考えます(最初に経験した危機は、1987年のブラックマンデーであり、ダウ工業株30種平均は1日で2割以上下落しました)。

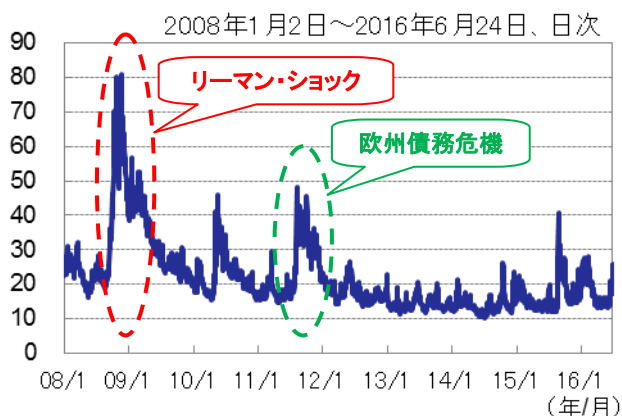
まず、(2008年のリーマン・ショック並の危機であるとの解説も見られますが、)今回の危機は、現時点でどの程度の大きさなのでしょう？

危機の程度を何によって捉えるべきであるかについて、確立された教科書的な回答はないように思いますが、私は以下の2つが適切ではないかと考えています。1つ目としては、投資家の不安心理の代理変数として、投資家の「将来の市場の変動性予想」を表すVIX指数(図表1)を採用したいと考えます。そして、2つ目としては、危機は流動性の枯渇、すなわち基軸通貨であるドルの調達難として表れると考えるため、

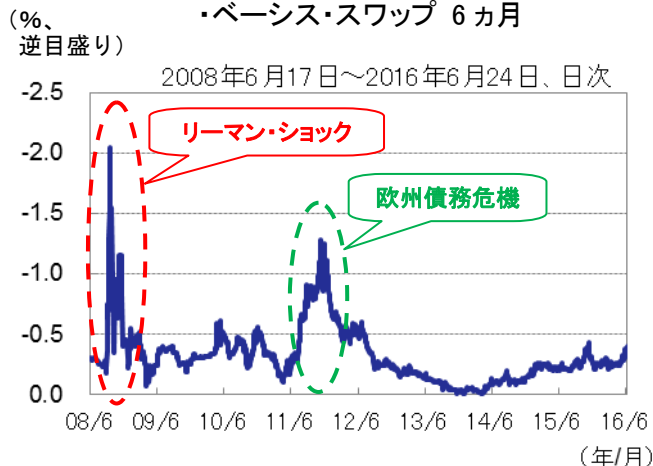
ドル調達に必要な追加的なコストを示すベースス・スワップ(図表2)を採用することとします。

図表1、2のいずれにおいても、現時点での「危機の程度」は、(たしかに拡大しているものの)2008年のリーマン・ショックや2011年の欧州債務危機の程度には至っていないことが分かります。

図表1: VIX 指数



図表2: ユーロ/ドル クロスカレンシー・ベースス・スワップ 6 カ月



出所: ブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における VIX 指数およびユーロ/ドル クロスカレンシー・ベースス・スワップ 6 カ月を示唆、保証するものではありません。

次に、この離脱の悪影響は、どのような形で表れるのでしょうか。

英国およびEUは、今後(おそらくは2年では収まらない)長い期間を掛けて、新しい政治や経済のルール等に関する交渉を行うこととなります。そして、これらは、英国およびEUに先行き不透明感を与え、この不透明感が企業や家計の経済活動の停滞をもたらす可能性があります。

しかし、これらの悪材料は相当の時間を掛けて、経済実体に表れるものであり、むしろ、現時点での市場の懸念は、離脱がドミノのように連鎖することへの不安が大きいように思います。

図表3は、6月24日における主要株式市場の下落率を示したものです。市場の反応からは、①今回の問題の発生源である英国の下落率が、他のEU諸国と比較して軽微であること、②EU諸国では、イタリア、スペイン等の南欧諸国の下落率が、ドイツ、フランスと比較して大きいことが分かります。

図表3: 各国の株式市場下落率

2016年6月24日

国名	指標	下落率(%、6/23比)
日本	日経平均株価	-7.92
米国	NYダウ工業株30種	-3.39
英国	FTSE100	-3.15
ドイツ	ドイツDAX	-6.82
フランス	CAC40指数	-8.04
イタリア	FTSE MIB	-12.48
スペイン	スペインIBEX35	-12.35

出所: ブルームバーグが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記は、将来における各国の株式市場下落率を示唆、保証するものではありません。

もし、仮に将来の実体経済への不安であれば、一番不透明感が強い英国株式の下落率が大きくなるように思いますが、そうなってはいません。逆に、EU諸国、中でも「ドイツが主導するEUシステム」に対する反発が大きい南欧諸国の下落率が大きくなっており、このことはEUにおける「離脱のドミノ」を市場が懸念していたことを示すのではないかと考えます。

しかしながら、国境を陸地で接する中で戦争を回避することを中心的な目的としてつくられたEUは、思ったより強固であり、簡単にはバラバラにならないように思います。このことは、反EU派が大きく勢力を拡大できなかった6月26日のスペイン総選挙にも示されているように思います。

むしろ、南欧諸国が求める財政出動を否定してきたドイツについても、EU内での協調に向けた態度軟化が期待できるのではないかと考えます。

最後に、今回の危機は、「本来返済能力が低い(ない?)層への過剰な貸し出し」に端を発したリーマン・ショックや、「ギリシャでの財政赤字の隠ぺい」に端を発した欧州債務危機と比較して、明白にペナルティを課すべき主体が存在する危機ではないと考えます。

この意味では、政府・中央銀行による危機緩和に向けた政策は、リーマン・ショックや欧州債務問題と比較して、積極的に行われると考えています。わが国においても、10兆円規模(消費税延期も経済対策の1つと考えれば15兆円規模)の経済対策や日本銀行による積極的な追加緩和が検討されているとの報道もあり、政府・中央銀行による政策発動が期待できます。

今回の英国のEU離脱は、多くの投資家にとって、想定外の事態であり、市場は大きく変動しました。ただし、英国のEU離脱は投資環境への悪い要素であることは確かですが、長期投資の観点で見た場合、この要素のみで、今後の投資環境が決定されるわけではありません。

想定外の事態においてこそ、(ベケット卿のようにただ動揺するだけではなく、)長期的視野での冷静な判断が重要であると思われます。

弊社ではホームページ等を通じ、投資環境に関する有益な情報の提供に努力する所存です。引き続き、弊社をよろしく願います。

(2016年6月28日9時執筆)

[投資信託のお申込みに際しての一般的な留意事項]

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主として国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券(リート)などの値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には為替変動リスクもあります。)に投資しますので、ファンドの基準価額は変動します。したがって、**投資者の皆さまの投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金を大きく割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金と異なります。**

投資信託は、個別の投資信託ごとに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ので、お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)を必ずお読みください。

● 投資信託に係る費用について

みずほ投信投資顧問株式会社が運用する投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■ 直接ご負担いただく費用

購入時手数料	: 上限 3.78% (税抜 3.50%)
換金時手数料	: 換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。
信託財産留保額	: 上限 0.5%

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

運用管理費用(信託報酬)※ : **上限 年 2.16% (税抜 2.00%)**

※ 上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他の費用

上記以外に保有期間等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)等でご確認ください。

● 投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関が取り扱う投資信託は、投資者保護基金の対象ではありません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用の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、みずほ投信投資顧問株式会社が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただく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。

投資信託をお申込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡しいたしますので、必ずお受け取りになり、投資信託説明書(交付目論見書)の内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

商 号 等 / みずほ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第398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

【本資料のご利用にあたっての注意事項等】

本資料は、みずほ投信投資顧問(以下、当社といいます。)が投資家の皆さまに情報提供を行う目的で作成したものであり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。本資料は法令に基づく開示書類ではありません。本資料の作成にあたり、当社は情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載した見通し、予測、予想、意見等(以下、見通し等)は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、本資料に記載した見通し等は、将来の景気や株価等の動きを保証するものではありません。