

# 英国による EU 離脱の決断

## コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略におけるブレグジットの意味

### ブレグジットの潜在的な影響

英国による EU 離脱（ブレグジット）の決定は、EU 史上初めての出来事です。ブレグジットは、英国やその他 EU 諸国の政治状況に多大な影響を及ぼす可能性があります、その全容は依然として不透明です。また金融市場や世界経済に対する長期的な影響は、英国と他の欧州諸国における様々な政治動向に左右されると考えられます。欧州諸国で今後どのような政治的展開が見られるのか、この点については、言うまでもなく、国民投票の結果を予想することと同程度、予測困難です。例えば、スコットランドで独立を問う住民投票が実施されるのか、英国の次期首相には誰が就任するのか、英国の EU との離脱交渉がどの程度のペースで進み、どのような結果となるのか、それが企業景況感や消費者心理にどの程度影響を及ぼすのか、といった不確実性があります。

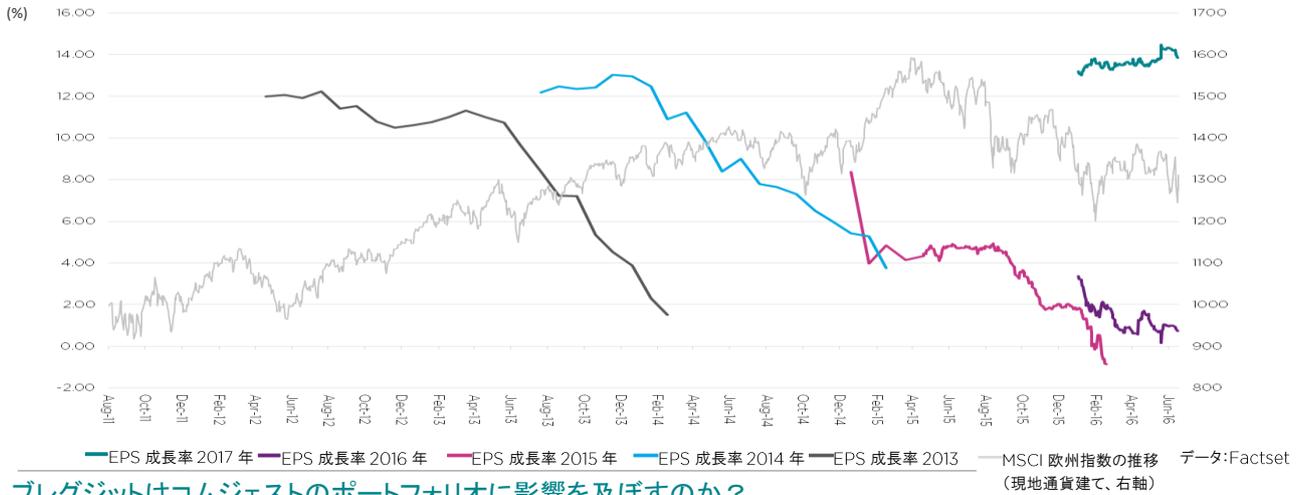
英国や欧州諸国で現在のように不透明な状況下では、消費・投資需要は減退する可能性が高く、特に英国では著しい影響が生じると考えられます。大方のエコノミストも、英国が景気後退に直面するとの見方を取っています。英国は、世界の GDP に占める割合が 2.5% 程度に過ぎない一方、金融セクターは世界的に大きな存在感を誇っています。また現在、エコノミストの間では次のような見方も広がっています。「英国の景気サイクルが他の欧州諸国に連鎖するリスクは現実的なものとなっている」というもので、この先、ユーロの存続可能性に疑問が投げかけられることも想定されます。MSCI 欧州インデックス構成銘柄の 1 株利益（EPS）成長率はここ 5 年間ほぼ横ばいで推移してきましたが、現在市場では、2016 年に +1%、2017 年には +14% になると予想されています。しかし、一連の不確実性やリスクを踏まえれば、この予想を支持するのはほぼ不可能と言えます。例えば、設備投資が見送られ消費者が様子見姿勢を強める場合、EPS の急成長を促す要因はあるのでしょうか。実際問題として、欧州株式の EPS 成長率予想は今後数ヶ月で大幅に下方修正される可能性が高いと考えられます。一方で、図表 1 に示す通り、コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略の代表口座のパフォーマンスは、これまで比較的底堅く推移しており、現在のところ、ブレグジットを機に市場環境が悪化した場合でも、同様のパフォーマンスを示すと予想しています。

図表 1. コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略・代表口座の年次リターン(ユーロ建て、指数:MSCI 欧州インデックス、ネット・リターン)



データ: Factset/Comgest S.A. 資料に用いられた運用実績は過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。指数は、パフォーマンスの参考の目安としてのみ利用。パフォーマンスはユーロベースの基準価格より算出。

図表 2. MSCI 欧州インデックス - 予想 EPS 成長率とパフォーマンスの推移



ブレグジットはコムジエストのポートフォリオに影響を及ぼすのか？

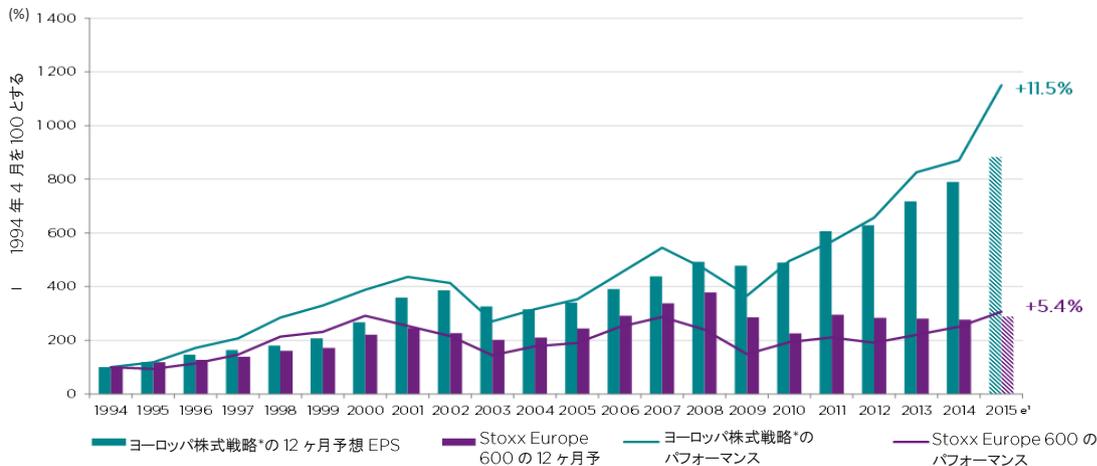
コムジエストは2015年2月付のレポート"Does a Weak Euro Matter (ユーロ安は問題なのか？)"の中で、次のように述べました。

「コムジエストでは、外生要因の影響を比較的受けにくいクオリティグロース銘柄への投資に注力しています。特に、運用プロセスと長期的な運用成果を重視する一方、コントロール不可能な要素（偶発的なイベント等）、短期的な値動き、予測不可能な為替の変動からは距離を置いています。」

コムジエストはこの方針に基づき、今回のブレグジットに際しても、（国民投票の前後を問わず）ポートフォリオに特段の変更を加えていません。コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略では、長期的な視点に立脚し、当該分野で世界市場を牽引する銘柄への投資を目指しています。ヨーロッパ株式戦略を始め、コムジエストが運用するすべての戦略で注目するのは、高い参入障壁を有し、長期的な成長が予想できる銘柄です。このためコムジエストでは全般的に、英国経済へのエクスポージャーおよび世界経済の成長への依存度はむしろ限定されています。

尤も、ヨーロッパ株式戦略においても大半の組入銘柄は為替換算リスクには晒されています。但し、売上と費用が異なる通貨間で発生した場合、影響を受けるのは差し引き分の利益のみとなっています。企業の売上高や業績は為替動向によって変動性が高まる傾向にありますが、コムジエストのポートフォリオの組入銘柄に関して言えば過去25年間、本業における売上が堅調に伸びており、EPSも2桁台の成長率を達成しています（図表3）。この点から示唆されるのは、コムジエストの投資目標であるクオリティグロース銘柄は、中期的に為替変動による悪影響を抑制する能力があるということです。

図表 3. パフォーマンス向上のカギとなる EPS の推移



データ:Factset/Comgest S.A. 2015年4月10日時点。資料に用いられた運用実績は過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。指数は、パフォーマンスの参考の目安としてのみ利用。\*コムジエストのヨーロッパ株式戦略は、2008年10月1日からは代表口座のデータ、それ以前は他の会社からComgest S.A.に運用を委託されていた同ストラテジーの口座のデータを使用。e)ヨーロッパ株式戦略はコムジエスト SA の予想、参考指数は Citi Research が算出したものを使用。

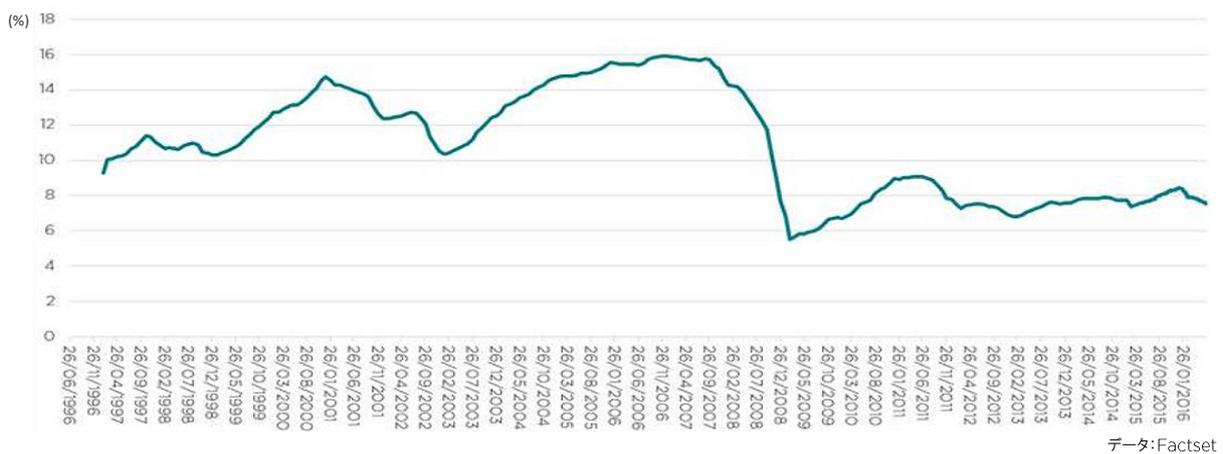
このように、業績の底堅さという点でコムジェストのクオリティグロース銘柄は際立っています。また、コムジェストのヨーロッパ株式戦略の組入銘柄を対象に売上高の通貨別構成比率を見ますと、図表4に示す通り、非常に幅広く分散されています（これは、事業のグローバルな性質を映し出しています）。このうち英ポンドの割合は約6%で、MSCI 欧州インデックス構成銘柄との比較では半分程度となっています。

ここ最近の動向を見る限り、市場の急激な調整は、ヨーロッパ株式戦略の相対パフォーマンスにプラスに作用すると言うことができます（2016年6月27日現在のパフォーマンスに基づく）。当戦略の代表口座のポートフォリオでは、現在および過去において金融銘柄を保有しておらず、また英国へのエクスポージャーについては、ベンチマーク

（MSCI 欧州インデックス）の30%に対して7%に抑えられています。英国関連の組入銘柄としては、ARM（半導体設計）、Hikma（医薬品）、Experian（クレジット・マーケティング・サービス）等が挙げられますが、銀行銘柄は含まれていません。実際、金融セクターへのエクスポージャーは、MSCI 欧州インデックスの21%に対し、同ファンドは0%となっています。英国民投票の結果が判明した2016年6月24日金曜日、MSCI 欧州インデックスは全業種ベースで6.8%下落したのに対し、金融セクター単独では12.7%もの下落に見舞われました（現地通貨ベース）。以下の図表5は、MSCI 欧州インデックスを構成する金融銘柄の実現ベースのROEの推移を示したもので、金融セクターのROEは過去数十年間で低下傾向を辿っています。この点はまさに、コムジェストが金融セクターでクオリティグロース銘柄を検出することができない理由を物語っています。今後、ブレグジットによって突如この傾向に変化が生じるとは考えにくいでしょう。

**結論**

図表5. MSCI 欧州インデックス金融セクターのROE(12ヶ月実績)



過去5年間、MSCI 欧州インデックス構成銘柄の利益が概ね横ばいで推移したのに対し、コムジェストのヨーロッパ株式戦略の組入銘柄は堅調な増益を実現してきました。2016年についても、MSCI 欧州インデックスのEPS成長率が+1%と予想されるどころ、同戦略の構成銘柄では9%程度の成長が見込まれます。ブレグジットがコムジェストのファンドに実質的な影響を及ぼすことは考えにくく、むしろ長期的に見て、ポートフォリオの保有銘柄は年率12%前後の増益を達成すると期待しています。そのため弊社は2016年6月24日以降、株式市場の動揺によって株価が過度に下落したと考えられるクオリティグロース銘柄への投資機会を追求しています。

出所：Comgest S.A.、Factset (EPS、コンセンサス予想)、世界銀行、企業各社の決算発表。各予想については、特段の記載がない限り、2016年6月現在の内容。

**業務内容：**当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融取引業及び投資助言・代理業を行っております。尚、現在本邦のお客様に対する助言業務は行っておりません。

**運用報酬(消費税込)：**当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

**ご負担頂く費用等：**当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

**リスク情報：**投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎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。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時に取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

**注記：**本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づき日本コムジエスト株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。