

平成 28 年 6 月 27 日

## 英国 EU 離脱へ

### 英国・欧州の経済、金融市場に対する見通しと 優先証券・ハイブリッド証券市場に及ぼす影響について

アムンディ・ジャパン株式会社

6 月 23 日(現地時間)に実施された英国の EU(欧州連合)離脱を問う国民投票において、英国国民は EU 離脱を選択しました。英国の 43 年間の EU 加盟に終止符を打つこの投票結果は、英国のみならず EU に対しても経済的・政治的影響を及ぼすとみられます。現段階では、多数の不確定要素が存在し、英国国民による今回の選択は英国と欧州の両方にわたる不確実性の時代の幕開けであり、その結果、短期的に金融市場のボラティリティ(価格変動性)は上昇すると予想されます。

今後の見通しと運用方針について、アムンディ アセットマネジメントの見解を以下にご報告いたします。なお、本レポートにおいては、優先証券ならびに劣後債を総称してハイブリッド証券と呼びます。

#### EU 離脱の結果を受けた金融市場の動向について

24 日の日本時間午後、英国の EU 離脱の可能性が高まったとの各種報道を受けて、英国、欧州の政治・経済情勢への先行き不透明感が高まり、リスク回避姿勢が強まったことから、アジアの株式市場は急落しました。日経平均株価が前日比 1,286 円安(-7.9%)となったほか、アジアの代表的な株価指数は 23 日の終値に比べ、オーストラリアで 3.1%、香港で 2.9%、シンガポールで 2.1%それぞれ下落しました。また、為替市場では大幅な円高が進行し、英ポンドは日本時間朝の高値から一時 10%以上急落したほか、米ドルも一時 100 円を割り込み 99 円台をつけるなど大荒れの展開となりました。同夕刻には英国の選挙管理委員会が離脱の結果を正式に発表したことから、欧米の株式市場も大幅安となり、代表的な株価指数は英国で 3.2%下落したのをはじめ、ドイツで 6.8%、フランスで 8.0%、米国で 3.4%下落しました。為替市場も円高地合いが続き、英ポンドは 139 円台前半、米ドルは 102 円台前半とそれぞれ前日に比べ大幅な円高水準で取引を終えました。

ハイブリッド証券市場についても他のリスク資産同様に軟調な展開となっています。特に英国の発行体については対国債のスプレッドが拡大していますが、株式市場と比較するとボラティリティの上昇は大きく抑制されています。

## 英国および欧州の今後の展開について

### 1. 英国脱退の法的根拠：リスボン条約第 50 条

キャメロン首相は国民投票キャンペーンの公約に従い、脱退条件を定めているリスボン条約第 50 条<sup>1</sup> を速やかに発動するとみられます。いったん手続きが始まれば、英国は(EU 加盟国以外の国を含む)すべての貿易相手国と貿易協定を再交渉する必要に迫られます。この交渉期間を確保するため、同条第 3 項は 2 年間の猶予期間を設けており、英国はこの期間中これまで通り、EU の加盟国としての地位を保ちます。この期間は延長することができますが、それには欧州理事会の全会一致が必要です。

### 2. 高まる英国での政権交代の可能性

キャメロン首相は国民投票の結果にかかわらず首相を続投する意向を示していましたが、離脱を受けて 10 月の保守党大会までに辞任する意向を表明しました。今後の政権の政治課題(貿易交渉をいつ始めるのか、目標はどうするのか、いかなる財政政策を実行するのか、等々)は現時点では未知数です。

### 3. 異なる英国と EU での経済面への影響

英国の EU 離脱は不確実性の時代の幕開けであり、これが英国の内需を下押しするでしょう。英国経済がリセッション(景気後退)に陥ることも考えられます。一方、ユーロ圏の景気回復は域内需要に主導されていることから、こうした混乱がユーロ圏の景気回復を危うくするとは考えておりません。市場の見方は 2017 年の英国の GDP(国内総生産)成長率に対する影響を-1.4%、ユーロ圏の成長率に対する影響を-0.3%と推定しています。とはいえ、こうした影響は極めて不確実です。見通しが全体的に明確でないことから、短期的には、(1)家計の貯蓄率の上昇(予備的貯蓄)、(2)企業の投資面および雇用面での慎重姿勢の高まり、(3)資本流入の鈍化等の可能性があります。さらに、英国の金融資産にリスク・プレミアムが上乘せされるようになり、経済活動へのマイナス影響が増幅されることも考えられます。より長期的には、GDP へのマイナス影響が継続するという分析もあり、2020 年には英国の経済活動損失が 3~9%になるとの予測もあります。

### 4. 政治面の影響は英国、EU 共に同程度

EU 離脱の決定は英国全体に適用されますが、総じて EU 残留を支持したスコットランドは英国政府に対し、EU に残留するために<sup>2</sup> スコットランド独立を問う新たな住民投票を実施するよう求める可能性があります。英国政府はこの要求を拒絶しにくいと考えられ、住民投票が実施されれば北アイルランドやウェールズも同様の要求をすることも想定されるため、(分離の可能性は極めて低いとはいえ)英国の政治的緊張が増すと予想されます。さらに、今回の投票をめぐる意見が極度に対立した保守党は弱体化しており、次の政権はより不安定なものになるとみられます。EU 離脱に

より、英国の国際舞台での重要性が低下することは明白です。一方、「ヨーロッパ・アラカルト(EU 諸国が特定の国の事情に配慮する傾向が強くなったこと)」というテーマは EU を不安定にする恐れがあります。英国の脱退は EU の重心が大陸欧州にシフトするという意味で大きな環境変化です。特にドイツとフランスは協調をより強化する必要に迫られることとなります。単一通貨からの脱退はいかなるユーロ圏加盟国の利益にもなりません、(ユーロ圏外の)一部の EU 加盟国が英国に与えられたものと同様のメリット<sup>3</sup> を要求する可能性があります。EU の創設理念とは正反対の「ヨーロッパ・アラカルト」というテーマは、海外投資家の信頼感を低下させるおそれがあり、こうした変化を回避するために、EU 加盟国の政府は一致団結する必要があります。

## 5. 長期間にわたる新貿易協定交渉の始まり

英国には、いくつかの選択肢があります。EEA(欧州経済領域)に参加する、スイスやトルコなど一部の国で採用されている仕組みを使う、そして最後に WTO(世界貿易機関)のルールに従うという選択肢です。WTO ルールは現状の枠組みから大きく離れるため、英国にとって最もコストのかさむ解決策です。いずれにせよ、これらの解決策は現段階では両当事者にとって好ましいものではなく<sup>4</sup>、そのため、二国間協定で補完するような EU との「オーダーメイド」協定が結ばれることになると考えられます。この様な協定を結ぶにあたっての交渉期間は極めて長くなる傾向にあり、平均では完了までに 4~10 年程度かかると見られます。こうした背景から英国は 2 年以上 EU の一部としてとどまる可能性もあると考えています。

## 6. 金融サービス：離脱交渉における大きな障害

各国政府は交渉期間中、EU と英国間の貿易が大きな影響を受けないことを保証することにより信頼感が損なわれないように努力するとみられます。関税に関する交渉は両当事者の利害がほぼ一致することから懸念材料にはならないとみられます。一方、金融サービスは、英国、EU 双方にとり戦略的に重要なため、交渉は長期間にわたり困難なものになることは確実です。英国は EU の代表的な金融センターであり、EU の金融サービスの約 25%を占めています。また、金融サービスは英国の GDP の約 8%を占めています。他の金融市場がロンドンに取って代わることは想定しにくいものの、英国の銀行が「欧州パスポート」を失うことにより、一部の事業部門はアイルランドや他の EU 市場に移転することも見込まれます。そのため、英国のサービス貿易黒字(GDP 比 5%)が将来大幅に縮小し、(過去 2 年の平均で GDP 比 -5%という)過去最高水準にある対外経常赤字の穴埋めが困難になる恐れがあります。

## 7. 金融市場の混乱が投資機会を提供

短期的には、おそらく英ポンドと各国株式市場の下落が予想されます。リスク回避の動きが波及することで、ユーロ圏周縁国国債の利回りが上昇し、さらに、英国とユーロ圏のクレジット市場で流動性が著しく悪化することも考えられます。この場合、質への逃避により、相対的に安全な国債(ドイツ、米国)の利回りが低下し、金価格の上昇がみこまれます。ユーロへの影響は明確ではありません。

せんが、投資家が EU の結束を疑問視すれば、すべての主要通貨に対して大幅に下落する恐れもあります。

## 8. 中央銀行は必要に応じて協調介入の用意

銀行の流動性へのアクセスを保証するために、ECB(欧州中央銀行)とイングランド銀行(中央銀行)は協力を強化すると発表しています。極めて大きな混乱が起きれば、他の主要中央銀行(特にFRB(米連邦準備理事会))との協調介入の可能性もあり、ECB が一時的に証券購入プログラムを加速することも考えられます。イングランド銀行に関しては、金融市場の安定性が脅かされれば、あらゆる対応策を講じると思われれます。一方、各国政府は結束を示したり、新貿易協定の締結に必要な時間的猶予を英国に保証することで、市場に安心感をもたらすでしょう。しかし市場が混乱した場合はあらゆる資産クラス(株式、国債、社債、通貨)に対する投資機会が生まれてくることも考えられます。特に市場が過剰反応し、資産価格がファンダメンタルズ(基礎的条件)から大きく離れた場合には絶好の投資機会となると思われれます。

## 結論

英国の EU 離脱は重大な事象であり、英国と EU 諸国の両方にとって大きな試練です。英国は景気後退を回避する必要があると、市場の不安感をかきたてることなく新たな貿易協定を結ぶ必要があります。一方、EU 諸国は EU のさらなる分裂を招きかねないような動きを食い止める必要があります。しかし、英国と EU 諸国がこれからどのような事態に直面するのはまだ不透明な部分が多く、英国の EU 離脱の移行期間中は、政府も中央銀行もさまざまな手立てを講じると思われれます。EU は加盟各国政府の立場を調整し、英国の「秩序ある脱退」を達成するために緊密に協力し合うでしょう。これまで、EU 諸国は様々な局面に上手く対処し、これを追い風として結束を強化してきました。今後は、特に独仏両国が EU の連邦的なつながりをより強固なものとする上で重要な役割を果たすことに疑問の余地はありません。とはいえ、欧州が迎える試練は大きなものであり、今後の道程は長期間にわたる可能性があると思われれます。

1. 第 1 項 加盟国は自国の憲法上の要件に従い、EU からの脱退を決定することができる。  
第 2 項 脱退を決定した加盟国は欧州理事会に当該意思を通知する。EU は欧州理事会が示す指針に照らし、当該加盟国と交渉し、脱退に関する取り決めを規定し、将来の EU との関係に関する枠組みを考慮した協定を締結する。  
第 3 項 欧州憲法は脱退協定の発効日またはこれが発効しない場合には第 2 項に規定する通知から 2 年後に(ただし、欧州理事会が当該加盟国との合意によりこの期間の延長を決定する場合はこの限りでない)、当該加盟国に対する適用を停止する。
2. 第 50 条の手続きは英国全体に関するものであることから、スコットランドは実際には EU 加盟を再申請しなればなりません。
3. 2016 年 2 月 19 日の合意はマルチレベル連合に関する手続きを合法化し、英国の EU 内での特別な地位を強化しました。具体的には、英国はこの合意の下で、(1)ユーロ圏内で取られた決定に関する発言機会、(2)ユーロ圏の支援策への不参加、(3)政治統合プロセスや「一層緊密な統合」の免除を取り決めました。さらに、EU 議会は今後、いわゆる「レッドカード」原則の下で理事会の決定を阻止することができます(これには 55%の多数決が必要です)。最後に、英国は新たな移民の雇用受給権を入国から 4 年間制限する権利を取り決めました。総合すると、これらのキャメロン首相への土壇場での「譲歩」は主に、同首相の EU 残留への支持と積極的なキャンペーンを確保することを目的としていました。長期的には、これらにより欧州という大構築物の「水門」が開くリスクがあります。
4. 確かに、英国を危機に追い込み過ぎないようにすることは欧州の利益となるため、一定の譲歩を行い英国の EU 離脱のコストを限定するでしょう。しかし、この場合、他の EU 加盟国が英国に追随して EU を離脱するのを思いとどまらせるために、英国が EU 離脱による痛みを完全に免れられないことがないようにすることも欧州の利益です。

## ハイブリッド証券市場の見通しについて

当社は短期的には市場の変動性が高い状況が続くと見えています。英国の銀行については特にバークレイズや RBS などが欧州事業の比率が高いことなどを理由にマイナスの影響を受ける可能性は否定できません。また、今回の EU 離脱に伴って英国の格付が引き下げられることがあれば、発行体の格付に影響を及ぼす恐れがあります。為替については円に対して全ての通貨をヘッジしているため為替変動の影響を直接には受けませんが、英ポンド建てで発行される債券については、今後英ポンド建て資産の流動性が低下し、同一発行体の他の通貨(ユーロ、米ドル)建て債券に比べてスプレッドが上昇する可能性もあります。

しかしながら、各国の中央銀行は必要があれば流動性の供給など市場の動揺を抑えるための措置を講じる用意があるとの声明を発表しています。また、これまでに欧州の銀行業界は大幅な資本増強を果たしたと考えていることから、当社は欧州の銀行の見通しに対して前向きな見方を維持します。加えて、低金利環境下において相対的に高い水準の利回りを提供するハイブリッド証券には投資妙味があるとの見方に変更はありません。

## 今後の運用方針について

上記の見通しを前提に、現時点ではポートフォリオを大きく変更する必要性はないと考えており、基本的にはハイブリッド証券が繰上償還されることを想定して継続保有する方針です。

## 当資料に関してご留意いただきたい事項

### 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、値動きのある有価証券に投資しますので、基準価額は変動します。当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元金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。なお、投資信託は預貯金とは異なります。

また、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。お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 投資信託に係る費用について

投資信託では、一般的に次の手数料・費用をご負担いただきます。その料率は投資信託によって異なります。さらに、下記以外の手数料・費用をご負担いただく場合、一部の手数料・費用をご負担いただかない場合もあります。詳細は、投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をご覧ください。または、販売会社へお問い合わせください(カッコ内には、アムンディ・ジャパン株式会社が設定・運用する公募投資信託のうち、最も高い料率を記載しています。)

投資信託の購入時: 購入時手数料[最高料率3.78%(税込)]

投資信託の換金時: 信託財産留保額[最高料率0.5%]

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)[実質最高料率2.2312%(税込)]、監査費用

運用管理費用(信託報酬)、監査費用は、信託財産の中から日々控除され、間接的に投資者の負担となります。その他に有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用等を間接的にご負担いただきます。また、他の投資信託へ投資する投資信託の場合には、当該投資信託において上記の手数料・費用が掛かることがあります。

\*上記の費用の合計額については保有期間等に応じて異なりますので、表示することはできません。

### <ご注意>

上記に記載しているリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、お申込みの際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第350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

### 【当資料のご利用にあたっての注意事項等】

当資料は、アムンディ・ジャパン株式会社(以下、弊社)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。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料の作成にあたり、弊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。当資料に記載した弊社の見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料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。また当資料に記載した弊社の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。