

平成 28 年 6 月 24 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・政治的影響をおよぼすとみられます。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。年内の政治的イベントはなお多く、6月26日(日)のスペイン再総選挙、10月にはイタリアの憲法改正に関する国民投票、11月には米国の大統領選挙が予定されています。

今後の英国・欧州の経済、金融市場の見通しについて、アムンディ アセットマネジメントの見解(日本時間6月24日午後3時)を以下にご報告いたします。

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¹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

キャメロン首相は積極的にEU残留キャンペーンを展開しましたが、自らの陣営の中でも意見は対立しており、離脱が支持されたことで同首相の立場が弱くなっています。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きましたが、大半の評論家は辞職以外の選択肢はないと考えています。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²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³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⁴、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%、金融サービスの輸出の約 40%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 市場に移転すると見込まれます。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

ごく短期的には、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、周縁国国債、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)から大きくかい離した場合には絶好の投資機会となると思われます。

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、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かはまだ不透明な部分が大きく、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考えられます。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、欧州がむか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りと考えられます。

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 加盟を再申請しなければなりません。
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造物の「水門」が開クリスクがあります。
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。

各資産クラス別の今後の運用方針について — 債券 —

国民投票が近づくとつれて投票結果がどちらに転ぶか極めて不透明なものとなっていたことから、弊社はどちらかの結果に賭けることを避ける決断をしました。どちらかの結果に賭けてそれが裏目に出れば、大幅なパフォーマンスの悪化につながるリスクがあったからです。しかし、もし EU 離脱が決まれば、債券市場に様々なレベルで重大なリスクをもたらすことになるものと懸念していました。つまり、英国の EU 離脱は、英国市場と英ポンドの価値を脅かすだけでなく、政治的不透

明感の高まりにより、ユーロ圏の資産全体のボラティリティが上昇するリスクがありました。

こうした懸念を念頭に置き、弊社では直近数カ月のパフォーマンスに貢献していた一部銘柄(特にユーロ圏周縁国国債)の投資比率を若干縮小しました。また英国については、特に銀行セクターの比率を引き下げました。

こうした投資判断をもってしても今回の投票結果によって引き起こされたマイナスの影響を完全になくすことはできませんでした。しかしながら離脱決定後のより有利な市場環境(高い金利水準、拡大した周縁国国債のスプレッド水準、およびクレジット・スプレッド水準)で再投資する余地を残すことはできました。したがって、弊社は今後数日間あるいは数週間、この再投資の機会を活かしてポートフォリオの再調整に取り組んでまいります。

各資産クラス別の今後の運用方針について — 株式 —

振り返ると 2015 年前半のアウトパフォーマンスのあと、欧州株は過去一年間にわたりアンダーパフォーマンスが続いていました。ファンダメンタルズなどに変化があったわけではないので、今年 2 月と 4 月の下落期間に欧州株への投資比率を減らすことはなく、むしろ積極的に欧州株の比率を引き上げました。その後、英国が EU を離脱することは制度的には可能であり、その可能性が無視できないほど高いと投資家が認識し始めたため、英国離脱リスクを回避する動きが市場で活発化しました。こうした動きの中で英国離脱リスクの一部は既に市場の価格に織り込まれました。特に外国為替市場では英ポンドが年初来大きく下落しました。こうした状況では、英国株の売却はリスクを回避するための最善策ではありません。英国企業は海外市場への依存度が高いことや、英国株式市場はコモディティおよび金融関連株の比重が高いことを考慮すると、英国市場は世界的な景気サイクルや輸出との相関が高く、英ポンド安の恩恵を受けることが想定されました。

実際に離脱が可決された今、これは株式市場にとって何を意味しているのでしょうか。英国の EU 離脱に関連するリスクは英国固有のものではなく、通貨への下落圧力が示すように金融システム全体に関わるものです。同時に、欧州の安定性に関するパンドラの箱が再び開いたことによる影響を過小評価すべきではありません。この影響を受けるのはやはり周縁国と考えられます。これにはスコットランドのような英国の一地域のみならず、イタリアやスペインのようなユーロ圏周縁国も含まれます。これらの地域のほか、金融セクター全般についても、警戒を強める必要があります。こうした環境で、弊社は引き続き市場の変動性が高い状態が継続すると考えています。

各資産クラス別の今後の運用方針について — マルチ・アセット —

弊社は、国民投票に先立ち、英国資産(株式、債券)と欧州資産(ユーロ圏株式、周縁国債券など)に関するポジションを大幅に縮小し、英ポンドについてはニュートラルなポジションを堅持しました。今回の投票結果を受け、こうしたディフェンシブな投資姿勢を維持する方針です。

脱退プロセスは長期的かつ痛みの伴うものになるとみられ、すべてのユーロ建資産にリスクをもたらす可能性があることから、短期的にはパフォーマンスの上昇余地は極めて限られていると思われる

ます。このため、弊社は引き続き、ユーロ圏株式と周縁国債券への投資を抑制することでポートフォリオの保護を図ります。

欧州への投資を抑制する一方、以下の資産への投資比率を引き上げています。

- A) バリュエーション(割安度)、利回り、さらに最近のコモディティ価格(特に原油価格)の回復を勘案して中期的に大きな上昇が期待できる新興国資産
- B) 安全資産としての米国国債
- C) 短期金融商品

同時に、市場の変動性の上昇を収益の源泉とするボラティリティ戦略への投資を拡大しポートフォリオの下落幅抑制に努めています。

弊社は各国中央銀行や政府が様々な措置を導入することで、金融市場の安定化に向けて大きな役割を果たすことができるか注目しています。

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。