

平成 28 年 7 月 4 日

英国の EU 離脱決定後に関する Q&A

アムンディ・ジャパン株式会社

英国の EU(欧州連合)離脱という国民投票が与える影響、具体的には、経済的・政治的影響や金融政策、銀行システム、そしてロンドンが今後金融センターとして果たす役割などへの影響を考察することには意義があります。本レポートでは、アムンディ アセットマネジメント(本社、パリ)のリサーチ・チームに寄せられた数多くの質問の中から 12 の重要な質問についてお答えいたします。

質問 1 EU 離脱という結果にもかかわらず、英国は EU にとどまることはあるのですか？

いいえ、英国は EU を離脱することになるでしょう。問題はその時期です。

理論上はあらゆる可能性があります。英国国民は民主的に EU 離脱を決定したのですから、現実的には英国政府は今回の国民投票の結果を尊重しそれに沿った手続きを進める必要があります。実際には、英国は EU を離脱することになり、その時期がいつになるかだけの問題です。そのため、英国と EU の交渉開始を定めている EU の基本条約、「リスボン条約(第 50 条)」の発動がカギと言えます。

質問 2 国民投票のやり直しは行われるのでしょうか？

国民投票のやり直しの可能性は低いでしょう。

弊社は、国民投票が再度行われるとはみていません。投票結果は明らかで欧州諸国も様子見の期間が長く続くことは容認しないと思われます。離脱賛成派を含めた英国のメディアと離脱を支持する政治家の多くは欧州諸国との交渉を前に、投票結果に言及することは極力避け、離脱支持の姿勢を強調しないようにしています。ただ、スコットランドでは、英国からの独立という別の形の離脱をめぐる住民投票の実施に向けた動きが予想されます。交渉の結果によっては英国経済が大きな打撃を受ける可能性があります。英国は今回の投票結果に従わなければなりません。

質問3 請願によってEU離脱の手続きが中止されることはありえるのですか？

いいえ、ありません。

そもそも、請願によって投票結果を覆すことはできません。署名が10万人を超えると請願は議会の審議対象になりますが、投票結果が変わることはないのです。また、今回の請願は国民投票が実施される前、「残留派」が世論調査で優勢だった時に始まったものです。さらに言えば、請願は国民投票権を有していない外国人や未成年者などの意見も反映しております。

質問4 EU側はどのように対応するのでしょうか？

経済と政治の両面で対応が求められます。

最初に動いたのはECB(欧州中央銀行)で、市場の警戒感とボラティリティ(価格変動性)を緩和し、信用スプレッド(国債との利回り格差)とリスク・プレミアム(リスク資産への投資に対して投資家が求める超過収益)を低下させるべく、社債の購入に踏み切りました。次は各国政府の番であり、(1)EU離脱を迅速かつ適切にコントロールし、(2)成長や雇用、改革、そして移民などの問題を是正する対策が求められています。残り27のEU加盟国が意見や結論、行動などで合意し、混乱や「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)」などのリスクを取り除けるかを金融市場があらゆる機会を試すであろうことは言うまでもありません。

質問5 英国とEUの交渉は最終的には英国経済に影響を与えることになりませんか？

英国経済に影響します。

英国経済への影響がどの程度になるかはEUとの交渉の結果次第ですが、それが英国の輸出に与える打撃の決定要因になると思われます。交渉結果としてはいくつかの可能性が考えられます。

(1) ノルウェー・モデル

単一市場へのアクセスを維持するため、ノルウェーのようにEEA(欧州経済領域)に加盟する可能性。この場合、欧州の予算に寄与する代わりに、モノと人の自由な移動という恩恵を受けられますが、EUとの自由貿易協定は存在しないこととなります。

(2) スイス・モデル

ノルウェーのようにEFTA(欧州自由貿易連合)に加盟する一方で、スイスと同様に、EUと交渉して貿易協定を締結する可能性。スイスはEUの銀行セクターへのアクセスが制限されるなど一定の制約を受けています。これは英国にとっては重大な問題です。

(3) カナダ・モデル

貿易協定は特に締結しないが、カナダなどにならって英国とEUの間に関税を設けない可能性。ただ一部の離脱派はEUに関税を課すよう主張しています。

(4) 2国間モデル

EU加盟各国と2国間の貿易協定の締結を改めて交渉する可能性。この場合、貿易協定の履行までには4年から10年の交渉を要する点に留意が必要です。

交渉以外にも、特に英国以外の銀行が欧州で英国を拠点に事業を行う場合に使用してきた「欧州パスポート」を失うことの影響という問題が存在します。

質問 6 EU 離脱は英国の政治にどのような影響を与えますか？

英国の政治を不安定なものにしましょう。

早くも暗雲が立ち込めています。下院(定数650)では、479人が残留支持を表明していたにもかかわらず、EU離脱の手続き開始を迫られている状況です。国民投票は、地方とロンドンのような大都市の間、世代間(中高年層が離脱に投票した一方で若年層は残留を支持)、カントリー間(イングランドとウェールズ対北アイルランドとスコットランド)、政党間、そして同じ政党の中で、EU離脱への賛否が大きく別れている様子を浮き彫りにしました。

質問 7 EU 離脱は欧州経済にどのような影響を与えますか？

(1)輸出、(2)FDI(海外直接投資)、(3)金融セクター、のこれら大きな3つを通じた影響が予想されます。

- (1) 輸出に関しては、アイルランドとマルタ、キプロス、ベルギー、そしてオランダが最も深刻な打撃を受けると考えられます。
- (2) FDIについては、マルタとアイルランド、ルクセンブルク、キプロス、スイス、ベルギー、そしてオランダへの影響が最も大きくなると考えます。
- (3) 金融セクターへの打撃という点では、想定内ではありますが、ルクセンブルクとスイス、マルタが最も深刻と予想されます。これらを総合的に考慮して、弊社はEMU(欧州経済通貨同盟)の成長率見通しを、2016年については1.6%から1.5%へと0.1ポイント、2017年については1.5%から1.3%へと0.2ポイント、それぞれ引き下げています。

質問 8 EU 離脱は世界経済の減速要因になりますか？

そうはならないと考えます。

英国は、英ポンドの急落前は世界第5位の経済大国であり、欧州の経済成長率も下方修正が予

想されるものの、世界経済は力強い内需によって依然、持続可能な成長軌道を維持しています。内需が成長をけん引している限り、EU離脱などのショックによる貿易の落ち込みが成長をそれほど大きく損ねることはないと考えています。世界の成長率は2016年から2017年にかけて3%前後で推移する見通しです。

質問 9 EU 離脱は欧州の銀行システムを脅かすものになりますか？

悪材料ではありますが、パニックに陥る必要はありません。リーマンショック時とは異なります。

欧州の銀行システムは足元、(1) マイナス金利(債券利回りの低さによる収益性低下)と(2) 高い資本コスト(過去の危機と規制、銀行や銀行システム、固有のリスクなどを選別する投資家の能力の欠如という重荷)、(3) 低成長、によって苦境に立たされています。EU離脱は、これら3つの要因に加わる新たな悪材料です。しかしながら、パニックに陥る必要はありません。銀行を取り巻く2016年の状況は、ECBが供給する流動性へのアクセスやクレジット・エクスポージャー、銀行監督体制、自己資本などからみて、2008年(リーマンショック)や2011年(欧州債務危機)とは異なっており、バリュエーションはいずれも魅力的と認識されるようになると思われます。

質問 10 EU 離脱によって金融センターとしてのロンドンにはどのような影響が及びますか？

ロンドンはいくつかの大きな影響を受けると考えます。

- 英国の銀行は、「欧州パスポート」を失うことになると思います。「欧州パスポート」があることで、EU加盟国の英国国内の銀行は他のEU加盟国内で取引を行えるわけですが、これを失えば銀行は一部業務の国外移管を迫られそうです。HSBCとJPモルガンは、早くも国外移管の計画を発表しています。
- 清算機関がロンドンから他のEU加盟国に移ることも考えられます。EMU加盟国は、EMUに非加盟であってもEUに加盟している国であればその国における清算機関とインフラの設置を受け入れる可能性があります。しかしながら、インフラがEUとEMUのいずれにも非加盟の国に残ることは容認しないと思われれます。
- 欧州銀行協会は、ロンドンからの移転計画を発表済みです。
- ECBは既に、EU離脱が現実となった場合には、ユーロ市場の大部分がロンドンから他の場所に移る可能性があるとして発表しています。

質問 11 EU 離脱と金融政策:金融政策は緩和方向に向かうのでしょうか？

欧州は金融緩和の方向に向かうでしょう。

利上げ予想を維持していた向きにはあいにくの投票結果となりました。FRB(米連邦準備理事会)は本格的な金融政策の引き締めサイクルや正常化局面に入っているわけではありません。ユーロドル(米国市場外で取引されているドル)金利先物は、次の引き締めが2017年になることを示唆していますが弊社の見解も同じです。米国の成長率が低下して潜在成長率に近づく中、FRBはたとえわずかであってもドル上昇のリスクを取るわけにはいきません。なぜならば、ドルの実質実効為替レートの上昇は、1.75%の利上げに相当するからです。また、日本銀行は、為替市場での介入を迫られており、その一方で質的・量的緩和政策も強いられています。ECBは資産の購入を加速するとともに、ここにきて社債を買い入れ対象に加えており、追加利下げの可能性も否定できません。イングランド銀行(中央銀行)も、成長の下支えに向けて利下げに動く予想されます。

質問 12 EU 離脱はリターンとスプレッドを追求する新たな理由になりますか？

間違いなくそうなります。

金利と利回りは今後も低水準で推移すると予想され、一段の低下も考えられます。したがって、よりリターンがある資産、あるいは国債よりもよりスプレッド(利回り格差)がある資産を追求する動きは当面続くでしょう。

一方、英国のEU離脱が、安全資産でありインカムゲインが確保できる米国国債と、同じく安全資産であり量的緩和の恩恵を受ける欧州国債が買われる材料となっています。加えて、ECBの量的緩和プログラムの一環として購入対象となっている投資適格社債も買われています。投資適格社債ほどではないものの、ハイイールド債の価格の下支え要因にもなっています。

銀行は、ECBによるTLTRO(貸し出し条件付き長期資金供給オペレーション)によって流動性の問題は解消されています。しかし、イタリアやポルトガルなどにおけるいくつかの固有の問題があり、また金融セクターにプラスとなる資産購入プログラムがないことから、金融セクターと一般事業セクターを区別して扱うように求める声が出ています。ただ、銀行はシステミック・リスク(個別の金融機関の支払不能等が、他の金融機関や市場、または金融システム全体に波及するリスクのこと)にさらされているわけではありません。加えて、ストレスが持続的に銀行に悪影響を与えるシナリオになれば、ECBが流通市場で銀行債の買い入れを打ち出す可能性があります。その場合には、銀行債と株式に投資妙味が出てくると考えられます。

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。