

今週のトピック – 2016年6月20日

【英国のEU離脱（ブレグジット）リスクに対するクレジット市場の感応度】

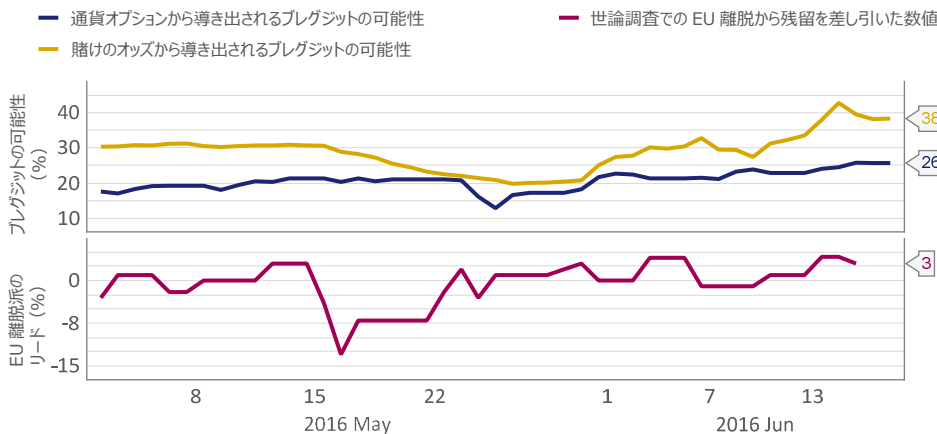
6月23日にいよいよ、英国及び他の欧州諸国に憂慮すべき結果を招く可能性がある、英国がEUを離脱するか残留するかを決定する国民投票が行われます。ここではこの投票結果が債券、中でもクレジット債市場に与える、短期的な影響に対する見通しを中心に考えていきたいと思います（ブルーベイはEU残留をベースケースとして考えています）。

5月の中旬から月末にかけて、ブレグジットの可能性は、30から20%におよそ10%低下しましたが、6月の前半のピーク時には40%まで上昇しました（図1参照）。



デビッド・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

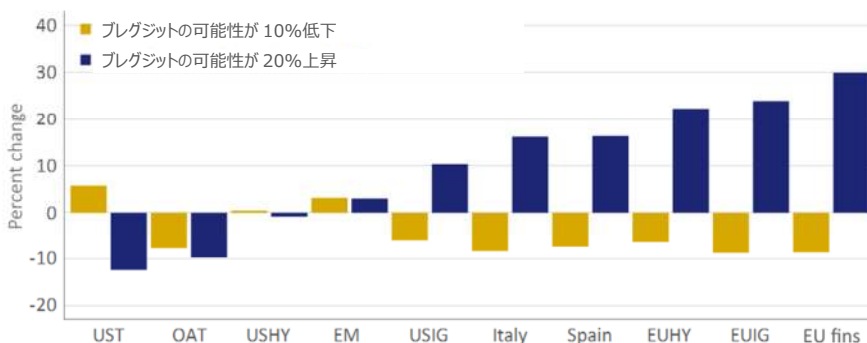
図 1. ブレグジットの可能性予想と世論調査動向



出所: Bloomberg, 2016年6月17日/2016年6月17日/2016年6月15日

図2では、5月中旬から6月中旬までのブレグジットの可能性が大きく動いたそれぞれの期間における、CDSインデックスとコア10年債金利の変化率を示しています。ドイツ国債はブレグジットの可能性が高まった時期に利回りが17bpsからゼロ以下に低下しており、変化率で見ると適当な数値とはならないことから、この傾向を見るにはフランス国債の方が分かりやすいと考えています。

図 2. ブレグジットの可能性が変化した際のクレジット及びコア金利の動き



注: USTとOATは、米国及びフランスの10年国債の利回りを示しています。ItalyとSpainは、ドイツ10年国債に対するイタリア10年国債及びスペイン10年国債のスプレッドを示しています。USHY、EM、USIG、EUHY、EUIG、EU finsは、米国ハイ・イールド債、エマージング市場、米国投資適格債、欧州ハイ・イールド債、欧州投資適格債、欧州金融シニア債のMarkit CDSインデックスのスプレッドを示しています。5月13日から5月27日はブレグジットの可能性が10%低下、5月30日から6月14日の間は20%上昇となっています。

出所: Bloomberg, Macrobond, 最終データポイントは2016年6月14日

この単純な分析は、予想を下回った米国の雇用統計や来週末に控えたスペインの総選挙といった、投資家動向に影響を与えている他の要因を考慮していません。しかし、英国のEU離脱に関する国民投票が短期的にどれだけ影響するかということを確認するには役立ちます。

株式やクレジット債といったリスク資産において、欧州との距離が遠い資産はブレグジット・リスクに対する感応度は低くなっています。特にエマージング資産は、最も感応度が低くなっている一方、欧州銀行債及び社債、欧州周辺国債の感応度は最も高くなっています。最近の米国10年債金利の低下は、ブレグジット・リスクの高まりと偶然同じタイミングとなりましたが、金利低下の半分以上は6月3日の雇用統計が弱含んだことが影響していると考えています。

欧州投資適格債企業で構成されるiTraxx Europeや、欧州の金融シニア債のCDSインデックスは、ブレグジット・リスクが高まった時にはスプレッドが大きく拡大しましたが、ブレグジット・リスクが後退したときにはそれほどスプレッドは縮小しませんでした。これは、クレジット債の投資家によるヘッジ行動を反映していると考えています。もしEU残留の結果となった場合、ヘッジ・ポジションが解消されることから、流動性の高いCDSインデックスは予想されるよりも大きくスプレッドが縮小する可能性があると考えられます。欧州周辺国債のスプレッドも、特にドイツ国債金利が短期的にでも上昇した場合、大幅に縮小する可能性があります。

EU離脱となった場合、グローバルな金融市場環境が「リスク・オフ」となる契機になる可能性が高いと見ています。コア国債、米ドル、日本円、スイス・フランといった安全資産は反発し、リスク資産、ユーロそしてもちろん英ポンドは下落するでしょう。英ポンド資産に対する短期及び中長期的見通しは複雑で、投票結果がいずれでも政治及び経済的不透明感がどの程度高まるかに左右されると考えています。

ブレグジットとなった場合のリスク・オフ環境の深刻度とその期間は、グローバルな政策当局の反応によって変わらざるを得ないでしょう。もし、政治及び金融面で欧州当局が迅速な対応を取れば、欧州周辺国のスプレッド拡大は予想されているよりも大幅なものにはならないと見ています。しかし、6月26日にスペインでは総選挙が控えていることから、この結果がスプレッドに影響を与える可能性はあります。さらに、米連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを先送りする可能性が高まっており、日本銀行及びその他の中央銀行も更なる緩和策を打ち出すかもしれません。より格付けの高い社債とエマージング資産は、こうした中央銀行のさらなる緩和策からの恩恵を受けやすいと考えています。しかし、ブレグジットに関する国民投票は、特に先進国での政治リスクの高まりに対する投資家の不安を高めるものです。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長（金商）第1029号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2016年6月20日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分に読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。