

今週のトピック – 2016年6月27日

【英国のEU離脱（ブレグジット）の投票結果を受けてのブルーベイの投資方針】

各運用チームは現地24日の夜中から朝方にかけて、リスク管理とパフォーマンスに焦点を充てながらポートフォリオのモニタリングを行いました。英国の国民投票の結果が市場に与えたショックは大きなものでしたが、運用面ではリスクを管理して、投資方針を反映した秩序だった取引を行うことが出来ました。



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

ブルーベイの戦略においては、国民投票の日に向けて、ベース・ケース・シナリオではなかったものの、ブレグジットの可能性を市場は十分に織り込んでいないという懸念から、ポジションの解消やヘッジを使ってリスクを減らしていました。多くの戦略ではリスク資産の下落の部分的な埋め合わせとなるように、金利デューレーションをロング・バイアスとしていました。今後の投資方針は、ブレグジットの影響によるファンダメンタルズへの変化を考慮しても、価格の下落が行き過ぎであると考える資産のリスクを、規律正しい方法で増やしていくことを考えています。

国民投票の前から、ブレグジットはグローバルにシステミックなリスク・イベントにはならないと考えてきました。この考えに変わりはありません。なぜなら英国はグローバルなリセッションを引き起こすには小さすぎるからです。金融機関及び銀行は2008年のリーマン・ショック時と比較して磐石で、政策当局は、金融市場の安定性を確保するための手法と意思を備えています。英国の国民投票結果を受けてのリスク資産の下落は、ブレグジットによってリスクが高まったことを考慮しても投資妙味があると考える資産の投資機会になると考えています。

ブレグジットによって、グローバルの中央銀行は経済成長の弱含み及び低インフレに対してさらに神経質になると見ており、そのため政策金利はより長期間に亘って低水準を維持することが予想されます。インカム収入を求める投資家は、より年限の長い債券に投資せざるを得なくなります。政治リスクの高まりと低経済成長によってイールドカーブがフラット化することが想定されることから、株式に対してクレジット債、先進国資産に対してエマージング資産が魅力的でないかと考えています。

市場の反応と見通し

英国のEU離脱の結果が明らかとなるにつれて、通貨市場ではパニックに近い動きが見られましたが、それと比較するとグローバル金融市場は比較的落ち着いていたと考えています。

とは言うものの、市場の価格の動きは非常に大きなものであったことは確かで、ドイツ10年国債金利は市場が開くとともに27bps低下して、マイナス17bpsという水準にまで至りました。イタリア国債のスプレッドは40bps拡大し、iTraxxクロスオーバーCDSインデックスは100bps近く拡大して、欧州株式市場は5%以上下落しました。しかし、その後市場は落ち着きを取り戻して安値からは反転し、現物債及び流動性の高いデリバティブやインデックスの取引は秩序だっで行われました。

英国経済及び金融市場からの距離が遠ければ遠いほど、ブレグジットによる影響は受けにくい傾向が見られました。ブレグジットのシナリオ分析においては、エマージング市場に対するブレグジットによる影響は限定的であると考えてきました。エマージング市場においても東欧資産は一部影響を受けましたが、欧州中央銀行（ECB）による政策とブレグジットが経済及びファンダメンタルズに与える影響が限定的であることが今後下支えになってくると見えています。

政治リスクの高まり

投資分析におけるテーマとして再燃したのが、政治及び政策リスクです。政治リスクはエマージング諸国ではかなり価格に織り込まれていますが、これが先進国にも及んできました。日曜日にはスペインで半年間で2回目となる総選挙が行われましたが、英国の国民投票の結果が出るまでは、はっきりしない結果になると想定していました。10月にはイタリア

での憲法改正の是非を問う国民投票が行われることになっており、構造改革派のレンツィ首相は政治的な賭けに出ています。もちろん投資家の注目は、秋に行われる米大統領選挙の結果に向けられることになるでしょう。これらのすべてのイベントは、さらなる政策及び政治リスク、そして市場のボラティリティの高まりの要因になります。

しかし、政治リスクや価格プレミアムの増加の一方で、中央銀行は更なる緩和策を打ち出しています。米連邦制度準備理事会(FRB)は利上げを先送りしており、日銀、ECB及びその他の中央銀行も景気刺激策を取っています。これは、金融市場を下支えし、市場のボラティリティを抑制することに役立つと考えています。G7の政策当局は、市場が無秩序になることを防ぐための緊急対応策を準備する時間がありました。ECBは、ブレグジットそして英国での経済不安による影響を食い止めるための手段と意思を持っています。ECBは、欧州のインフレと経済成長を押し上げる努力や、国債及び社債の購入を通じて金融及び信用力供与の機能を妨げるような影響を防ぐための行動を取ると考えています。

経済及び政治不安が英国資産の見通しを左右

英国及び英ポンド建て資産は、より厳しい経済及び政治状況に直面することになるでしょう。英国の経常赤字は7%、財政赤字は4.5%といった双子の赤字を抱えており、経常赤字についてはG7で最も高い水準になっています。キャメロン首相は辞任を表明し、保守党の党首及び首相は10月までに決定する見込みです。それまでの間、英国は正式かつ法的なEU離脱に向けたプロセスとなる、EU条約第50条による退出する意思をEUに対して正式に通知しないと思われまます。しかし、次の首相は議会の信任投票を得るのに苦戦する可能性があり、そうなると早期に総選挙が行われるかもしれません。労働党の党首も厳しい状況になる可能性が高いでしょう。

さらに、英国の解体の可能性は高まりました。今回、親EUのスコットランドと基本的にユーロ懐疑派のイングランドとの分離が明白になりました。スコットランド国民党の党首とスコットランド自治政府首相であるニコラ・スタージョン氏は、スコットランドの英国からの独立を問う第2回目の国民投票への意欲を示しています。

ハイ・イールド債及び投資適格債戦略で保有する英ポンド建て資産は限定的で、保有の中心は英国の銀行劣後債です。英国の銀行のクレジット分析に基づけば、英国がリセッションに陥り、英国が格下げとなったことを理由として格下げになったとしても、ファンダメンタルズは堅固であると考えています。英国と同様に欧州の銀行もブレグジットが銀行の収益及び利益性にマイナスの影響を与えることは否定できませんが、債務支払能力や流動性の脅威となることはなく、リーマン・ショック時の銀行とは状況が異なります。

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27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」等をお渡します。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。