ブレグジット後のロンドン国際金融センター
―金融業のEU移転と英国債急落の影響―

磯部　昌吾

要　約

1. 英国が欧州連合（EU）を離脱（ブレグジット）して3年が経過するところで、国際金融センターとしての英国は新たな局面を迎えようとしている。ブレグジットまでに必要とされた対応を行う段階はほぼ完了したと言えるが、これは第一幕に過ぎない。
2. 現状では、英国の金融業は相応の規模を維持しているが、今も金融機関の国外移転を巡る動きは続いている。米国の大手銀行は EU 現地法人の拡大を進めているが、それでもなお英国現地法人ではその数倍の規模の人員と資産を抱えている。他方で、英国の資産運用業界は海外資金を魅了し続けており、2021年末の運用資産は2016年末比で44%増加している。
3. こうした中で、2022 年 12 月には欧州委員会が、デリバティブ取引の清算の一部について EU の清算機関（CCP）での清算を義務付ける法案を公表した。一方で、同月には英国財務省も「エディンバラ改革 」と題する独自の金融制度改革案を示した。これらの動きからは、英国と EU の規制分断が更に深まるブレグジットの第二幕が始まっていることが窺える。
4. そのような矢先の2022年秋、英国は国債市場の急落に直面した。根本的な原因は政府の財政政策にあるわけだが、国債市場の混乱によって金融システムの安定性が損なわれるようであれば、国際金融センターとしての信頼性が揺らぎかねない。
5. ブレグジットといっても、欧州の内側ばかりを向いてもいられない。欧州金融市場の国際的なプレゼンスは低下しており、英国と EU のいずれも海外からの評価なくして国際金融センターの地位は維持・形成できない。外国金融機関・人材に魅力的なビジネスを提供できるかが、今後のロンドン国際金融センターの行く末を決めるポイントになるといえるだろう。

野村資本市場研究所　関連論文等

- 磯部昌吾「ブレグジットの国民投票から2年半が経過する英国－ロンドン金融・資本市場への影響－」『野村資本市場クォータリー』2020年冬号（ウェブサイト版）。
- 磯部昌吾・中村美江奈「英国政府が求める『投資ビッグバン』－確定拠出型年金と長期資産ファンドを通じた成長資本供給－」『野村資本市場クォータリー』2022年冬号。
- 磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォータリー』2022年夏号。

Ⅰ　ブレグジットの新たな局面を迎える英国金融市場

英国が欧州連合（EU）を離脱（ブレグジット）して 3 年が経過するところで、国際金融センターとしての英国は新たな局面を迎えようとしている。ブレグジットの移行期間が終了した2020年末を境目に、金融機関各社は英国とEUの双方の規制要件を満たす形での事業運営を本格稼働させることとなった。各種の猶予や免除措置はあるものの、ブレグジットまでに必要とされた対応を行うフェーズはほぼ完了したといって良いであろう。しかしながら、これはブレグジットの第一幕に過ぎない。

欧州委員会は、2022 年 12 月、これまで英国の清算機関（CCP）が担ってきたデリバティブ取引の清算の一部について、EUのCCPでの清算を義務付ける法案[1]を公表した。この法案は、EU がロンドンからの金融業の移転をより強く求める内容となっている。一方で、同月には英国財務省も「エディンバラ改革[2]」と題する金融制度改革案を示し、英国の金融規制を EU から更に乖離させる方針を明らかにした。これらの動きからは、欧州において英国と EU の間の規制分断が更に深まるブレグジットの第二幕が始まっていることが窺える。そのような矢先の 2022 年秋、英国は国債市場の急落に直面した。

現状、英国の金融業は相応の規模を維持しているが、金融機関の移転は続いている。そこで、本稿では、英国の国際金融センターの現状を踏まえた上で、EU と英国の双方の動きを概説する。そして、2022 年秋の英国債市場の急落がもたらす影響について考察する。

Ⅱ　国際金融センターとしての英国の現状

１．規模を維持する英国の金融業界

英国の金融・保険業の雇用者数は、2022年9月にはブレグジットの国民投票直後の2016年末対比で 4%増の 116 万人となり[3]、ロンドンの雇用者数だけで見ると 2016 年末対比で 13%も増えている（図表 1）。業態別では、英国のデータ提供会社バリ・アナリティクスによると、ロンドンのフィクストインカム・トレーダーが欧州全体に占める割合は、5 年前から 7%ポイント低下したものの依然として 78%を占めており、14%を占める第 2 位のパリとは大きな差がある[4]。また、英国投資協会の推計によると、英国の資産運用業界は 2021 年に 4.5 万人を雇用しており、2016 年から 19%増えている[5]。

1　European Commission, “Proposal for a Regulation of the European parliament and of the council amending Regulations (EU) 648/2012, (EU) 575/2013 and (EU) 2017/1131,” December 7, 2022. 及び “Proposal for a Directive of the European parliament and of the council amending Directives 2009/65/EU, 2013/36/EU and (EU) 2019/2034,” December 7, 2022.

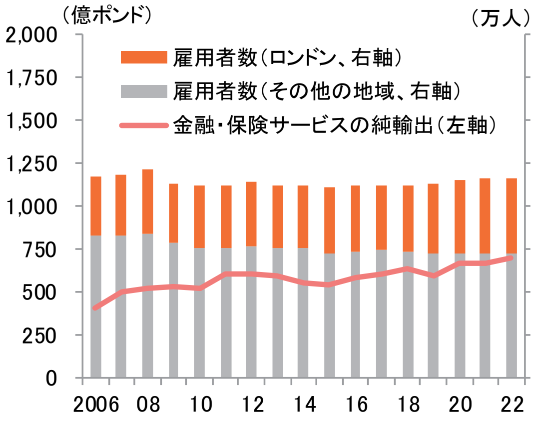
2　HM Treasury, “Financial Services: The Edinburgh Reforms,” December 9, 2022.

3　英国立統計局（ONS）は当初、2022 年 6 月の雇用者を 2016 年末対比で 5%減の 107 万人と発表していた。ところが、2022 年 12 月には理由は明らかにしていないが、直近 2 年ほどの数値を大きく上方修正している。

4　“Goldman Moves London Traders to Milan in Fresh Brexit Shift,” *Bloomberg*, November 29, 2022.

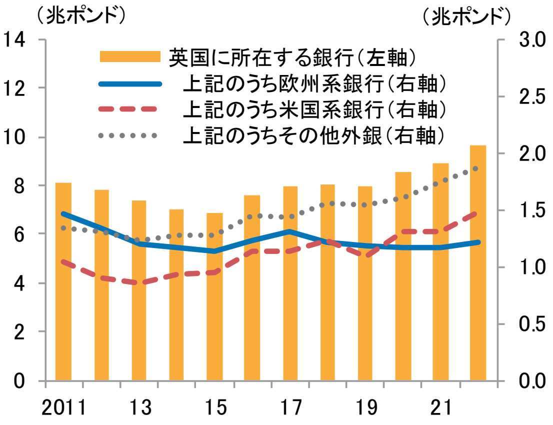
5　Investment Association, “Investment management in the UK 2021-2022,” September 2022. 及び “Investment management in the UK 2016-2017,” September 2017.

図表 1　英国の金融・保険業の規模



（注）　2022 年の雇用者数は 9 月末の数値、純輸出額は第 1-3 四半期の数値を年換算。
（出所）英 ONS より野村資本市場研究所作成

図表 2　英国の銀行セクターの資産額



（注）　2022 年は 10 月末の数値。
（出所）BOE より野村資本市場研究所作成

こうした数字の背景には、2020 年末を境目にして金融機関が大挙して英国から EU に移転したわけではないことがある。英国から EU 顧客に金融サービスを提供していた金融機関は、ブレグジットによって、EU で活動する際には、原則として EU 現地法人を通じて現地従業員から金融サービスを提供しなければならなくなった。このため、金融機関が一部の人員や資産を移転してきたのは事実である。

もっとも、実際には EU 各国が様々な認可取得の免除措置を独自に設けており、実質的にロンドンで行える業務がある。その結果、2016 年当初には今後 5 年間で 7.5 万人の雇用が英国から流出するとの予測もあったが、直近では人員で 0.7 万人程度、資産額で 1.3 兆ポンドの移転に留まるとの見方が出ている[6]。また、英国の金融・保険業によるサービスの純輸出は、2022 年第 1-3 四半期には年換算で 694 億ポンドとなり増加が続いている。銀行セクターの資産額を見ると、2022 年 10 月末には 9.6 兆ポンドとなり、2016 年以降はほぼ一貫して増えている（図表 2）。外国銀行の数値も、欧州系を除けば顕著に伸びている。

２．引き続き英国で大規模に展開する米国大手銀行

米国の大手銀行では、JP モルガンとゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、シティグループは、いずれもフランクフルトに構える現地法人の人員と資産を拡大している（図表 3）。これらの 4 社はフランクフルト現地法人から EU 諸国に支店を展開しており、ドイツ以外の人員も増えている。特に顕著なのが、パリでトレーダーを増やす動きである。直近では、英国から本国への移転を進めるドイツ銀行でさえも、人材獲得の容易さを理由に、パリにクレジット・トレーダーを置き始めたと報じられている[7]。

6　House of Lords, European Affairs Committee, “The UK-EU relationship in financial services,” June 23, 2022.
7　“Even Deutsche Bank Sees Paris as a Rising Hub for Traders,” *Bloomberg*, October 5, 2022.

このほか、JP モルガンやゴールドマン・サックス、シティグループはイタリアやスペインの支店においても増員を行っている。加えて、これらの銀行では、フランクフルト現地法人から英国に展開するロンドン支店の人員を増やしているという特徴もある。他方で、バンク・オブ・アメリカでは、EU に属するアイルランドのダブリン現地法人から米国法人のロンドン支店にサポート・サービスを担う人員を移転するという動きもある。

米国の大手銀行は、こうした形で EU 現地法人の拡大を進めている。それでもなお英国現地法人には、その数倍の人員と資産がある。英国現地法人には、欧州以外に中東やアジアの事業も相応の割合で抱えているという特徴もある。また、EU 側での人員確保の面では、ロンドンからの従業員の異動が必ずしも上手くいかず、現地採用を行っているともされる。米銀のブレグジット対応は、必要な範囲を見定めて漸進という状態といえるだろう。

図表 3　米国の大手銀行の直近の動き

＜JP モルガン＞ ・ 英国では 19,000 名を配置（うちボーンマスが 4,800 名、グラスゴーが 2,200 名）。グラスゴーでは新オフィスへの移転が 2023 年に実施されれば、更なる人員の増大が見込まれる（Bloomberg 2022/10/20, 11/11、Herald 2022/9/25） ・ 英ロンドンの J.P. Morgan Capital Holdings Limited（同社公表資料） 総資産：8,409 億ドル（2020 年末）⇒7,172 億ドル（2021 年末） 平均人員：3,445 名（2020 年）⇒2,920 名（2021 年） ・ 独フランクフルトの J.P. Morgan SE（同社公表資料） 平均人員：626 名（2020 年）⇒1,287 名（2021 年）（内訳は、フランクフルト本社 393 名⇒480 名、パリ支店 78 名⇒379 名、ロンドン支店 64 名⇒139 名、マドリード支店 31 名⇒67 名など） 総資産：2,442 億ユーロ（2020 年末）⇒2,814 億ユーロ（2021 年末） ・ 仏パリの人員は 2022 年末までに 800 名になる見込み（eFinancialCareers 2022/4/8） ・ イタリアでは 200 名を配置、人員を増強中（Bloomberg 2022/11/29）
＜ゴールドマン・サックス＞ ・ 英国では 6,000 名を配置。バーミンガムで、必要であれば数年後には 1,000 名超を収容可能なオフィスの長期リース契約を締結、同市では既に 250 名を配置（同社発表 2022/9/28、Guardian 2022/12/14） ・ 英ロンドンの Goldman Sachs International（同社公表資料） 人員：4,115 名（2020 年末）⇒3,915 名（2022 年 9 月末） 総資産：1.27 兆ドル（2020 年末）⇒1.35 兆ドル（2022 年 9 月末） ・ 独フランクフルトの Goldman Sachs Bank Europe SE（同社公表資料） 平均人員：339 名（2020 年）⇒841 名（2021 年）（内訳は、フランクフルト本社 254 名⇒331 名、パリ支店 8 名⇒192 名、ロンドン支店 8 名⇒74 名　ミラノ支店 13 名⇒64 名、マドリード支店 16 名⇒55 名など） 総資産：224 億ユーロ（2020 年末）⇒551 億ユーロ（2021 年末） ・ フランスの人員は 2015 年には 100 名であったが、今では 400 名近く配置。今後 18 ヶ月でパリのセールス及びトレーダーを 50 名増員する計画。パリの新オフィスは 500 名を収容可能（eFinancialCareers 2022/5/17） ・ 独ミュンヘンにオフィスを開設する計画。独大企業／新興企業カバーの強化が狙い。バンカーやプライベートバンク、資産運用など 50 名を配置予定（Bloomberg 2022/11/25） ・ ユーロ建てスワップ・デスクの一部をロンドンから伊ミラノに移転中。現在は約 80 名を配置（Bloomberg 2022/11/29）
＜モルガン・スタンレー＞ ・ 英国では、ロンドンのカナリー・ワーフ地区のオフィス 2 箇所のリース契約を維持し、2032 年までの契約にコミットする見込み。グラスゴーでは 2,200 名を配置（Bloomberg 2022/10/27、Herald 2022/12/21） ・ 英ロンドンの Morgan Stanley & Co. International plc（同社公表資料） 平均人員：2,090 名（2020 年）⇒2,161 名（2021 年） 総資産：5,978 億ドル（2020 年末）⇒6,030 億ドル（2022 年 6 月末） ・ 独フランクフルトの Morgan Stanley Europe SE（同社公表資料） 平均人員：293 名（2020 年）⇒605 名（2022 年 6 月） 総資産：384 億ユーロ（2020 年末）⇒626 億ユーロ（2022 年 6 月末） ・ 仏パリで 2022 年と 2023 年に 50 名ずつ採用して、300 名に増員する計画（eFinancialCareers 2022/1/26）

図表 3　米国の大手銀行の直近の動き（続き）

＜シティグループ＞

・ブレグジット以降、ロンドンで 1,000 名超を増員し 9,000 名を配置。ベルファストでは 2021 年に 1,000 名を採用、2022 年に 300 名超を増員し 3,700 名を配置、更に 400 名超を募集中（Financial Times 2022/1/26, Bloomberg 2022/9/5）

・英ロンドンの Citigroup Global Markets Limited（同社公表資料）

　平均人員：3,360 名（2020 年）⇒3,604 名（2021 年）

　総資産：5,061 億ドル（2020 年末）⇒4,513 億ドル（2021 年末）

・独フランクフルトの Citigroup Global Markets Europe AG（同社公表資料）

　平均人員：424 名（2020 年）⇒517 名（2021 年）（内訳は、フランクフルト本社 220 名⇒249 名、フランス支店 102 名⇒127 名、スペイン支店 47 名⇒50 名、イタリア支店 47 名⇒54 名、英国支店：8 名⇒37 名）

　総資産：703 億ユーロ（2020 年末）⇒993 億ユーロ（2022 年 6 月末）

・アイルランド（ダブリン）の Citibank Europe plc（同社公表資料）

　平均人員：10,238 名（2020 年）⇒11,249 名（2021 年）（このうち、コーポレート&投資銀行部門は 560 名⇒912 名）

　総資産：737 億ドル（2020 年末）⇒902 億ドル（2021 年末）

・仏パリにおいて 2016 年のブレグジットの国民投票直後は 170 名だった人員を、今では 350 名まで拡大。2～3 年後には最大 600 名まで拡大する計画（Financial news 2022/11/14）

・イタリアの人員を増強しており、現在は 230 名を配置（Bloomberg 2022/11/29）

・仏パリと独フランクフルトでプライベートバンキング用の新オフィスを開設。今後数年間で 700 名のプライベートバンカーを増員（Bloomberg 2022/5/6）

＜バンク・オブ・アメリカ＞

・英国では 5,000 名を配置。チェスターの人員を過去 2 年で 25%増の 1,300 名に増員、更に 100 名を募集中（Sky news 2022/10/26, Bloomberg 2022/11/11）

・英ロンドンの Merrill Lynch International（同社公表資料）

　平均人員：1,997 名（2020 年）⇒1,974 名（2021 年）

　総資産：4,113 億ドル（2020 年末）⇒3,944 億ドル（2021 年末）

・仏パリの BofA Securities Europe SA（同社公表資料）

　平均人員：332 名（2020 年）⇒340 名（2021 年）

　総資産：518 億ユーロ（2020 年末）⇒696 億ユーロ（2021 年末）

・アイルランド（ダブリン）の Bank of America Europe DAC（同社公表資料）

　平均人員：2,858 名（2020 年）⇒2,349 名（2021 年）(注 2)（このうち、トレーディング／セールス／アドバイザリーは 404 名⇒431 名）

　総資産：663 億ドル（2020 年末）⇒674 億ドル（2021 年末）

（注）　1. 上記図表では、英国及び EU 域内の各社の主要子会社の情報を記載しているが、他の子会社や域外エンティティの支店などに所属する人員・資産が別途存在する点は留意されたい。

　　　　2. 2021 年 4 月に米国の Bank of America NA のロンドン支店にサポート・サービスの人員の移転を実施。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

逆に英国で事業を拡大する動きもある。ゴールドマン・サックスと JP モルガンは 2018 年と 2021 年に個人向けオンライン銀行を立ち上げ、それぞれ 220 億ポンドと 100 億ポンドの預金を獲得するに至っている。なお、英国では、リテール預金が 250 億ポンドを超えると、リテール業務とホールセール業務の分離を求めるリテール・リングフェンス規制の適用対象となる。そうした中で、ゴールドマン・サックスのマーカス UK は、2020 年に英国での新規顧客の受入を停止して規模を抑制してきた経緯がある。

他方で、英国内ではサポート部署を中心に、ロンドンから不動産や人件費が安い地方都市への分散が進んでいる。ゴールドマン・サックスがバーミンガム、シティグループがベルファスト、バンク・オブ・アメリカがチェスターなどで人員を拡大し、ボーンマスでは JP モルガンが最大の雇用主となっている。ブレグジットによって EU 拠点をロンドンの業務支援に利用しづらくなっているともされ、地方創生になると期待する声もある[8]。

8　“Wall Street Is Hiring More and More Bankers Outside London to Cut Costs,” *Bloomberg*, November 11, 2022.

３．EU の同等性評価なきブレグジットの影響

１）EU の同等性評価の枠組み

英国の金融業界が相応の規模を維持している背景の 1 つとしては、EU が英国規制の同等性をほぼ認めていないことの影響が一部に留まっていることがある。従来、ブレグジットの影響を見極める上で、EU の同等性評価は重要な要素と考えられてきた。ここでいう同等性評価とは、第三国規制が EU 規制と同等であれば、当該第三国規制に依拠できるという EU 法令上の枠組みのことである[9]。

EU の同等性評価の枠組みの下、一部の金融サービス分野については、EU が英国規制を同等であると認めれば、英国規制当局の認可に基づいて金融機関は英国に所在しながら EU 顧客に金融サービスを提供できるようになる。例えば、仮に EU が第 2 次金融商品市場指令（Mifid2）[10]に基づいて英国規制を同等であると認めたとすれば、ロンドンに所在する投資サービス会社は、ロンドンから EU 域内の機関投資家（適格カウンターパーティーとプロ顧客）に対して投資サービスを提供することができる。

新たに EU 現地法人が EU 規制当局から認可を取得したり、ロンドンから人員を移転させる必要がなくなれば、ブレグジット対応の負担は大きく軽減される。このため、EU が英国規制の同等性を認めるかは、ブレグジット直前まで注目を集めてきた。しかしながら、本稿執筆時点で、EU は英国規制の同等性については、後述する CCP 規制を時限的に認めたに留まっている。

２）英国市場から移転する EU 株式とユーロ建て OTC 金利デリバティブ取引

EU が英国規制の同等性を認めていないことの影響は、主に EU 企業の株式とユーロ建て金利スワップの取引において出ている。

第一に、EU 企業の株式の取引については、EU の Mifid2 が背景となって多くが EU に移転した。Mifid2 が定める株式の取引施設等での取引義務では、第三国取引施設の利用にあたり当該国の規制の同等性評価を条件としている。このため、現状は EU の投資サービス会社は、英国取引施設を利用できない。この恩恵を受けているのがオランダである。英国取引施設の移転先となることが多いオランダでは、2020 年には株式の日次取引額が 20 億ドルであったが、2021-2022 年には 100 億ユーロ近くまで増加した[11]。また、フランスやアイルランド、ドイツの取引施設にも取引は移転している。

こうした中で、国別のプライマリー上場企業の時価総額では、フランスが英国を上回る場面が出ている。また、上場企業数をみると、2022 年 11 月末には、ユーロネクスト（パリ・アムステルダム・ブリュッセル・ダブリン・リスボン・オスロ）は 2015 年末比で 248 社増の 1,566 社となった。一方で、ロンドン証券取引所（LSE）の

---

[9] EU の同等性評価の枠組みについては、磯部昌吾「ブレグジットの国民投票から 2 年半が経過する英国－ロンドン金融・資本市場への影響－」『野村資本市場クォータリー』2020 年冬号ウェブサイト版を参照。
[10] 正確には Mifid2 及び金融商品市場規則（Mifir）。本稿では便宜上、両者を合わせて Mifid2 と呼ぶこととする。
[11] AFME, “Capital Markets Union, Key Performance Indicators – Fifth Edition,” November 2022.

上場企業数は 2015 年末対比で 371 社減の 1,930 社となっている。

第二に、ユーロ建て金利スワップの取引についても、同様に Mifid2 を踏まえて英国からの移転が生じている。Mifid2 が定める OTC デリバティブの取引施設での取引義務では、第三国取引施設の利用にあたって、当該国の規制の同等性評価を条件としている。このため、現状では、EU の金融機関等[12]はユーロ建て金利スワップの取引についても英国取引施設を利用できない。他方で、EU が米国規制を同等であると認めている中で、株式とは異なり、OTC デリバティブ取引では米国取引施設の利用が増えている。

2022 年 3 月には、英国取引施設のユーロ建て金利スワップ取引の市場シェアは 15%となり、2020 年 1 月の 74%から大きく低下した[13]。逆に EU 取引施設の市場シェアは 10%から 38%まで増加した。他方で、英国と EU の双方の金融機関等が利用可能な米国取引施設の市場シェアは 16%から 47%まで増加し、EU 取引施設を上回っている。

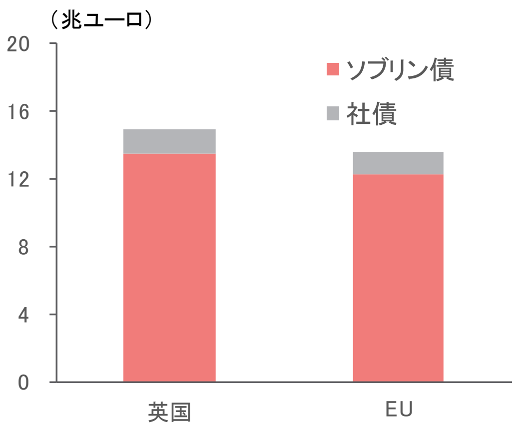
上記のような形で、EU の同等性評価なきブレグジットによって、ロンドンからの取引の移転は生じている。もっとも、逆にいえば、EU が英国規制の同等性を認めていないことの影響はこれらに留まっているともいえる。

4．債券・為替・デリバティブ取引ではプレゼンスを維持する英国

1）債券・外国為替取引

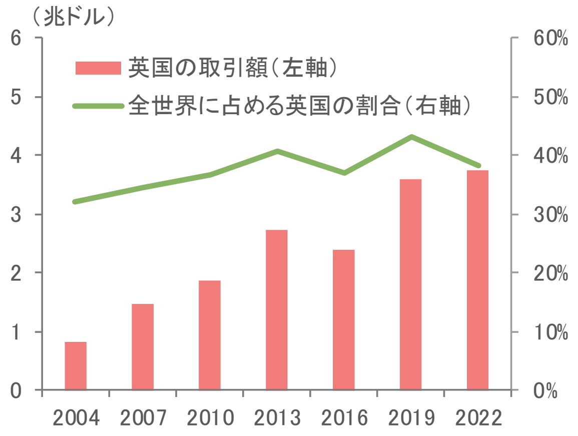
債券や外国為替取引では、英国市場の国際的な存在感は大きい。2022 年上半期の英国におけるソブリン債と社債の取引額は、EU 諸国の合計を上回る（図表 4）。また、外国為替取引でも世界の 4 割近くを占めており金額も伸び続けている（図表 5）。

図表 4　欧州における債券取引額の内訳



（注）　2022 年上半期の数値。
（出所）ICMA より野村資本市場研究所作成

図表 5　英国における外国為替取引額



（注）　各年 4 月の日次平均取引額の数値。
（出所）BIS より野村資本市場研究所作成

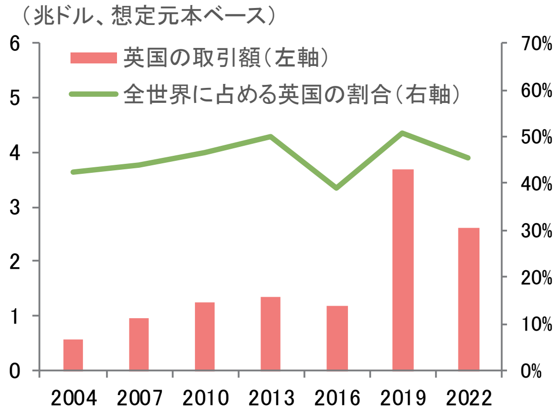
[12] 正確には、フィナンシャル・カウンターパーティ及び一部のノンフィナンシャル・カウンターパーティ。
[13] OSTTRA, “Brexit impact on trading location: Global OTC IRS markets – Q1 2022 review,” May 10, 2022.

２）OTC 金利デリバティブ取引

OTC 金利デリバティブ取引においても、英国は世界の 4 割を超える市場シェアを持っている（図表 6）。全通貨合計の OTC 金利デリバティブ取引では、依然として英国の存在感は大きい。ユーロ建て金利の取引については EU 諸国の割合が増えているが、それでも取引施設外での取引も含んだ数値では、2022 年に英国は世界全体の 7 割近くを占めている。なお、図表 6 では 2019 年に数値が大きく増加した一方で、2022 年は低下している。この期間ではグローバルに同様の動きが生じており、国際決済銀行（BIS）は、2019 年の増加要因として、①コンプレッションと関係会社間取引の増加、②電子取引の進展、③短期ドル市場の不確実性が高まる中での取引の増加、④CCP の利用の増加を指摘している[14]。また、2022 年の低下については、既に公表停止又は停止予定のロンドン銀行間取引金利（LIBOR）を参照するフォワード・レート・アグリーメント（FRA）の取引が、大幅に縮小したことが主な要因となっている[15]。

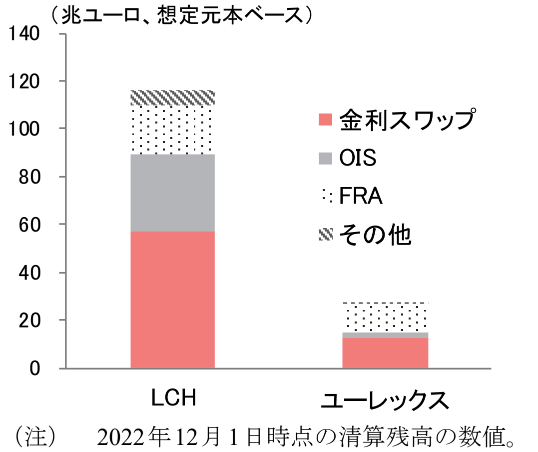
このほか、CCP での清算を巡っては、英国の LCH の清算残高（想定元本ベース）が 2022 年 12 月 1 日時点で 404 兆ドルとなっており、世界最大手の地位を維持している。現状は、EU が英国の CCP 規制を 2025 年 6 月まで一時的に同等であると認めているため、LCH は EU の金融機関に清算サービスを提供できている。ただし、ユーロ建て OTC 金利デリバティブ取引に限れば、2012 年から清算を始めたドイツ取引所グループのユーレックス・クリアリングの清算残高が、LCH の 5 分の 1 の規模まで増えている（図表 7）。ユーレックス・クリアリングのミューラーCEO からは、ユーロ建て金利スワップの清算において成熟段階に達したと自信を示す発言も出ている[16]。

図表 6　英国の OTC 金利デリバティブ取引額



（注）　各年 4 月の日次平均取引額。
（出所）BIS より野村資本市場研究所作成

図表 7　ユーロ建て OTC 金利デリバティブの清算



（注）　2022 年 12 月 1 日時点の清算残高の数値。
（出所）LCH 及びユーレックスより野村資本市場研究所作成

14　BIS, “The evolution of OTC interest rate derivative markets,” December 2019.
15　BIS, “Triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives turnover in April 2022,” October 27, 2022.
16　“Eurex Clearing ‘reaches stage of maturity’ in Euro swaps – CEO Mueller,” *FOW*, October 12, 2022.

5．海外から運用資金を集める英国資産運用業界

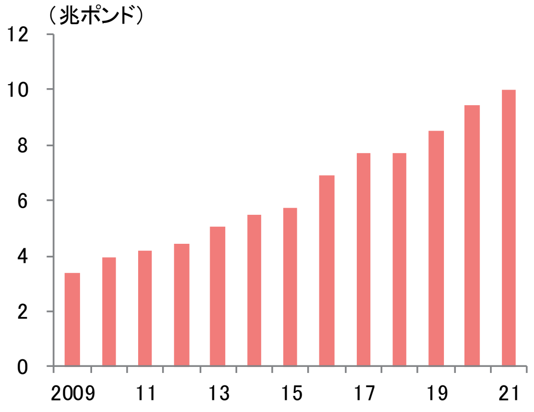
英国金融市場において様々な資産クラスの取引が引き続き活発に行われる中で、英国の資産運用業界は今も多くの海外資金を惹きつけている。英国の資産運用業界の運用資産残高は、2021 年末時点で 10 兆ポンドとなり、2016 年末比で 44%増加した（図表 8）。運用資産のうち 46%は海外顧客の資金であり、英国以外の欧州顧客からも 2.7 兆ポンドの資金が流入している。また、英国には海外から多くの資産運用会社が集まってきている。英国における運用資産額の上位 10 社の資産運用会社を見ると、ブラックロックやインサイト・インベストメント（BNY メロン傘下）、JP モルガン・アセットマネジメント、バンガード、ステート・ストリートといった米国系の大手資産運用会社が軒並み名前を連ねている。

他方で、運用資産の投資先を見ると、株式と債券のいずれも海外投資が増える傾向が続いている。2021 年末の海外投資比率は、株式が 2009 年末比で 24%ポイント増の 77%、債券が同 34%ポイント増の 55%となった。なお、日本株への投資比率は同 0.9%ポイント増の 5.6%となっている。

英国における 2016 年のブレグジットの国民投票時と比較すると、ポンドは対ドルや対ユーロで見て減価していることから、ポンド建てでは海外資金の数字が大きくなる。この点については、上述の数値を見る際に考慮する必要があるが、英国の資産運用業界が、多額の海外資金を運用し、その多くを海外に投資するという構図は維持されているといえるだろう。その結果、海外顧客の資金が運用資産に占める割合は、今も欧州の主要国の中で突出して高い水準となっている（図表 9）。

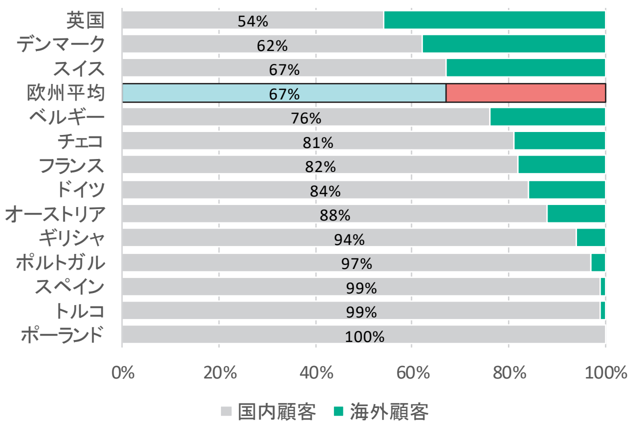
英国の資産運用業界に海外から資金が流入し続けている要因の 1 つとしては、EU 投資家の資金をロンドンで運用することに関して、EU が規制面で大きな制約を課していない

図表 8　英国の資産運用業界の運用資産額



（注）　英投資協会の加盟業者が運用する運用資産額。
（出所）英投資協会より野村資本市場研究所作成

図表 9　海外顧客資金の運用割合



（注）　2021 年末の数値。
（出所）EFAMA より野村資本市場研究所作成

ことがある。具体的には、EU は、第三国当局と協力合意を締結している場合には、EU 籍の UCITS 運用会社とオルタナティブ・インベストメント・ファンド（AIF）運用会社が、当該第三国籍の資産運用会社に運用を委託することを認めている。EU 域内の各国当局と英国金融行為規制機構（FCA）は、既に 2019 年に協力合意に関する多国間の覚書（MOU）を締結してきた。このため、ブレグジット後も、資産運用会社は、英国エンティティへの運用の委託を通じて、EU 籍の UCITS と AIF の資金を引き続きロンドンで運用できるようになっている。

こうした構図に対しては、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、多くの従業員が第三国の委託先で勤務すると、オペレーション及び監督上のリスクが高まる可能性があると指摘してきた。もっとも、欧州委員会が 2021 年 11 月に公表した EU 域外への運用委託に関する規制の改正法案[17]では、現行規制の大幅な見直しは必要ではないという見解を表明した。域外への運用委託に関する制約としては、AIF 運用会社と UCITS 運用会社の認可要件に、最低 2 名のシニア・マネージャーの EU 域内配置を求めることなどに留まっている。

Ⅲ　今も続く EU の移転圧力と英国の資本市場活性化策

ロンドンからの金融業の移転を巡っては、EU は金融規制の論理に基づいて移転を図ることと並行して、EU 資本市場の活性化にも取り組んでいる。他方で、英国も自国の金融市場の更なる発展を目指して制度改革を進めている。

１．規制・制度アプローチ重視の EU

１）金融規制の論理によって金融業の移転を図る EU

EU のアプローチにおいて顕著なのは、金融規制の論理によって金融業の移転を図る動きである。EU 域外国となった英国の金融市場に過度に依存することは、EU の金融システムにとってリスクであるという論理である。また、「開かれた戦略的自律」の実現という EU の保護主義的な意図も見え隠れする。「開かれた戦略的自律」とは、簡単に言えば、EU にとっての要衝は EU 企業で抑えるべきという考え方である。これに基づけば、外国 CCP や外国銀行への過度の依存は、対処すべき課題となる。実際、このような考えに基づく規制の動きは、EU から相次いで出ている（図表 10）。

第一に、ユーロ建てデリバティブ取引の清算において、EU 域内の CCP の利用を義務付けようとしている。欧州委員会が 2022 年 12 月に公表した法案では、EU の清算集中義務の対象者に対して、EU CCP においてユーロ建て OTC 金利デリバティブとクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、上場短期金利デリバティブの一定割合の清算を義務付けることを提案した。また、銀行と投資サービス会社に CCP への集中

[17] European Commission, “Proposal for a Directive of the European parliament and of the council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC,” November 25, 2021.

図表 10　金融業の移転を図る EU の主な規制アプローチ

ユーロ建て デリバティブ取引の 清算の EU への移転	（背景）欧州委員会が 2025 年 6 月まで一時的に英国 CCP 規制を同等であると認めている中で、英国から EU に清算を移転する動きは徐々にしか進んでいない ⇒ 欧州委員会は、2022 年 12 月に EU 域内の CCP を使った清算の促進に向けた法案を公表 ① EU の清算集中義務の対象者に対して、EU CCP において OTC 金利デリバティブと CDS、上場短期金利デリバティブの一定割合の清算を義務化。最低清算比率については、施行後 1 年以内に ESMA が細則案を提出し、欧州委員会が決定 ② 銀行・投資サービス会社が CCP への集中リスクを有している場合には、監督当局が当該 CCP に対するエクスポージャーの削減を要求できる権限を付与
外国銀行に対する EU 支店設置・現法化等 の要求	（背景）EU 域外からの金融サービス提供に関して、EU 加盟国が各国裁量で導入した認可の免除措置を利用して、外国銀行が一部のサービスを引き続きロンドンから提供 ⇒ 欧州委員会は、2021 年 10 月に公表したバーゼルⅢ最終化の実施法案（CRR3/CRD6 法案）において次の措置の導入を提案 ① 外国銀行・大規模投資サービス会社が銀行業務や一部の Mifid2 業務（自己勘定取引及び引受）を EU 域内で行う場合には、一部を除いて EU 支店の設置を義務化 ② 資産 300 億ユーロ以上の外銀支店への現法化等の要求権限を各国当局に付与
EU 域内で展開する 外国金融事業者 の能力拡充の要求	（背景）外国金融事業者が EU 域内での金融サービス提供にあたって、一部の業務について EU 域内エンティティを実質的にロンドンからサポート ⇒ EU 規制当局が、EU 域内エンティティに必要なガバナンスやリスク管理能力などが備わっているかを個別に精査 ① ECB は、大手銀行の 264 のトレーディングデスクを評価した結果、21%において対応が不十分であるとして、監督上の措置を講じることを正当化できると 2022 年 5 月に指摘 ② ESMA は、アイルランドとルクセンブルクなどの各国規制当局が、シニア・マネージャーと人的／技術リソースが不十分なまま資産運用会社を認可していると 2022 年 12 月に指摘

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

リスクがある場合には、監督当局がエクスポージャーの削減を要求できることとした。

現状は、ユーロ建ての OTC 金利デリバティブの清算では LCH、CDS と上場短期金利デリバティブの清算では ICE クリア・ヨーロッパという英国 CCP が高い市場シェアを持っている。EU は、これらの英国 CCP の清算サービスを著しくシステム上重要なものであるとみなしている[18]。こうした中で ICE クリア・ヨーロッパは、CDS の清算については 2023 年 10 月 27 日までで取り扱いを停止し、米国（シカゴ）の ICE クリア・クレジットに CDS の清算サービスを統合する方針を明らかにしている。

[18] EU の OTC デリバティブ規制を定める欧州市場インフラ規則（EMIR）に基づいて、ESMA は著しくシステム上重要であると判断する場合には、外国 CCP の当該清算サービスの提供の承認を取り消すよう欧州委員会に提言できる。ただし、ESMA は影響力の大きさを踏まえて、今の時点では承認の取り消しを提言していない。

第二に、EU 域外から金融サービスを提供する外国銀行等に対して、EU 支店の設置を求めようとしている。欧州委員会は、2021 年 10 月に公表したバーゼルⅢ最終化の実施法案[19]において、EU 域内で金融サービスを提供する外国銀行や外国大規模投資サービス会社に対して支店の設置を義務付けることとした。また、資産 300 億ユーロ以上の支店には現地法人化も要求できるようにすることを提案した。

第三に、EU 域内で展開する外国金融事業者に対して能力の拡充を求めている。欧州中央銀行（ECB）と ESMA は、ブレグジットを踏まえて銀行や資産運用会社が EU 域内に十分な人員や業務を移転させておらず、ガバナンス体制の構築も不十分であると指摘している。特に ECB は、2023 年から大手銀行に対して更なる人員移転やグループ間でのヘッジ取引の縮小を要求する方針であるとされる[20]。

なお、EU は上記の取り組みの目的が英国からの金融業の移転であると明言してはいない。例えば、EU CCP の利用義務について、欧州委員会は、リロケーション政策ではなく、金融システムの安定性の問題であると述べている[21]。

もっとも、グローバル金融危機以降、英国の LCH や ICE クリア・ヨーロッパの健全性が引き金となって金融システムの安定性を脅かした実例はない。ブレグジット前には、むしろ EU 自身が清算集中義務を課して、LCH や ICE への清算集中を促してもきた。ブレグジットによって英国の CCP 監督の姿勢が後退したわけでもない。監督上の連携に不安があるのであれば、金融市場の密接な繋がりを踏まえれば、金融分野だけでも連携の強化を模索するという方法も考えられるところである。

また、EU は CCP 規制を除いて、英国規制の同等性を認めていない[22]。後述するように英国規制は EU 規制からの乖離を広げているが、少なくとも今は EU 規制に最も同等な規制を持つ国といえるだろう。EU の法律には、①EU レベルでの成立後に各加盟国の国内法制化を経て適用される「指令」（Directive）と、②EU レベルでの成立を以って加盟国に一斉適用される「規則」（Regulation）の 2 種類がある。英国の場合、指令については EU 加盟国であった当時に国内法制化を行っており、既存の EU の規則についても 2018 年 EU 離脱法によって原則そのまま英国法に置き換えた経緯があるからである。同等性評価は、金融分野における EU の対外開放のツールの 1 つとなってきたが、それが最も近しい規制を持つ英国に活用されずじまいになっている。

こうした中、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）からは、前向きな話題を欲する要望が出ている。ISDA は、EU CCP への清算の移転に関する文脈において、EU 域外の清算サービスの利用に対する規制障壁を作るのではなく、市場参加者が EU

19 European Commission, “Proposal for a Directive of the European parliament and of the council amending Directive 2013/36/EU and amending Directive 2014/59/EU,” October 27, 2021. 及び European Commission, “Proposal for a Regulation of the European parliament and of the council amending Regulation (EU) No 575/2013,” October 27, 2021.
20 “Banks face final push to staff up EU hubs as ECB ramps up post-Brexit crackdown,” *Financial News,* December 6, 2022.
21 European Commission, “Questions and Answers on the Commission's new proposals to make clearing services in the EU more attractive,” December 7, 2022.
22 英国以外の国を含めた EU の同等性評価の判断状況については、European Commission, “Overview table - Equivalence/adequacy decisions taken by the European Commission,” November 2022.を参照。

域内で清算したくなるようなポジティブなテーマを EU は追求すべきと述べている[23]。

２）EU 資本市場の活性化を目指す資本市場同盟

金融規制による英国から EU への金融業の移転と並行して、EU は域内資本市場の活性化も目指している。EU は加盟国に跨った単一資本市場の形成を目指すべく、2014 年に発足したジャン・クロード・ユンカー前欧州委員長の時代から「資本市場同盟」という政策スローガンを掲げ、幾度となく法案パッケージを示してきた[24]。

ブレグジット後においても、欧州委員会は、資本市場同盟を更に深化させるべく 2021 年 11 月と 2022 年 12 月にそれぞれ法案パッケージを公表している（図表 11）。この中では、中小企業による資本市場アクセスを改善するために、Mifid2 を緩和する内容が盛り込まれている。例えば、2018 年から適用を開始したリサーチ・アンバンドリング規制については、中小銘柄のアナリスト・カバレッジを改善するべく、適用の免除措置の拡大を提案している。既に 2021 年 2 月に時価総額 10 億ユーロ以下の中小銘柄に対する免除措置を導入する改正を行っていたが、利用が芳しくないことから、免除対象を時価総額 100 億ユーロ以下まで広げる方針である。

図表 11　欧州委員会による資本市場同盟の深化に向けた主な取り組み

＜2021 年 11 月公表の法案パッケージ（ブレグジット対応を除く）＞

市場インフラの整備	• 欧州単一アクセス・ポイント（ESAP）の設立。ESMA が財務／非財務情報を集約して提供する ESAP を設立し、EU 企業や投資商品に関する情報を無料で提供 • 単一統合テープの導入。ESMA が選定する単一統合テープ・プロバイダーが、EU レベルで株式・債券・デリバティブ取引における価格等の取引情報を一括して提供
既存規制の見直し	• 株式のダークプール取引規制の簡素化（ダブルボリューム・キャップ規制の閾値の 1 つを廃止） • 投資サービス会社によるペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）の禁止 • 欧州長期投資ファンド（ELTIF）の普及を目指した、投資可能資産の拡大や個人への勧誘規制の緩和

＜2022 年 12 月公表の法案パッケージ（ブレグジット対応を除く）＞

市場インフラ・制度の整備	• CCP が新規商品のローンチやリスクモデルの変更を行う際の手続きの簡素化 • クロスボーダー投資の促進に向けた、EU 各国の倒産法制の部分協調と共通最低基準の創設
中小企業による市場アクセスの改善	• EU 全加盟国において、新興市場（中小企業成長市場）への上場時の議決権種類株を容認 • 中小銘柄に対するリサーチ・アンバンドリング規制の適用免除の拡大（時価総額 10 億ユーロ以下⇒100 億ユーロ以下）。また、発行体スポンサー・リサーチの信頼性を高めるべく、コード・オブ・コンダクトを導入 • 中小銘柄の負担軽減を目的とした、目論見書の開示や市場濫用規制の簡素化

（出所）欧州委員会より野村資本市場研究所作成

[23] ISDA, “A Roadmap to Make European Clearing More Attractive,” October 2022.

[24] 過去の EU の資本市場同盟の取り組みについては、神山哲也「EU 資本市場同盟の進展 －取り組みの加速化とブレグジットによる変容－」『野村資本市場クォータリー』2018 年春号（ウェブサイト版）を参照。

また、全 EU 加盟国において、中小企業が新興市場に上場するにあたって議決権種類株の利用を容認するとしている。一般的に議決権種類株を発行する場合には、①議決権を多く持つ株式と、②そうではない株式の 2 種類を発行する。企業経営者が前者を持てば、企業の意思決定権を保有したまま上場できることから、柔軟な企業形態での上場が可能になる。ただし、少数株主の保護も考慮しており、議決権種類株の発行には各国法で定める株主総会での特定多数の賛成を条件としている。

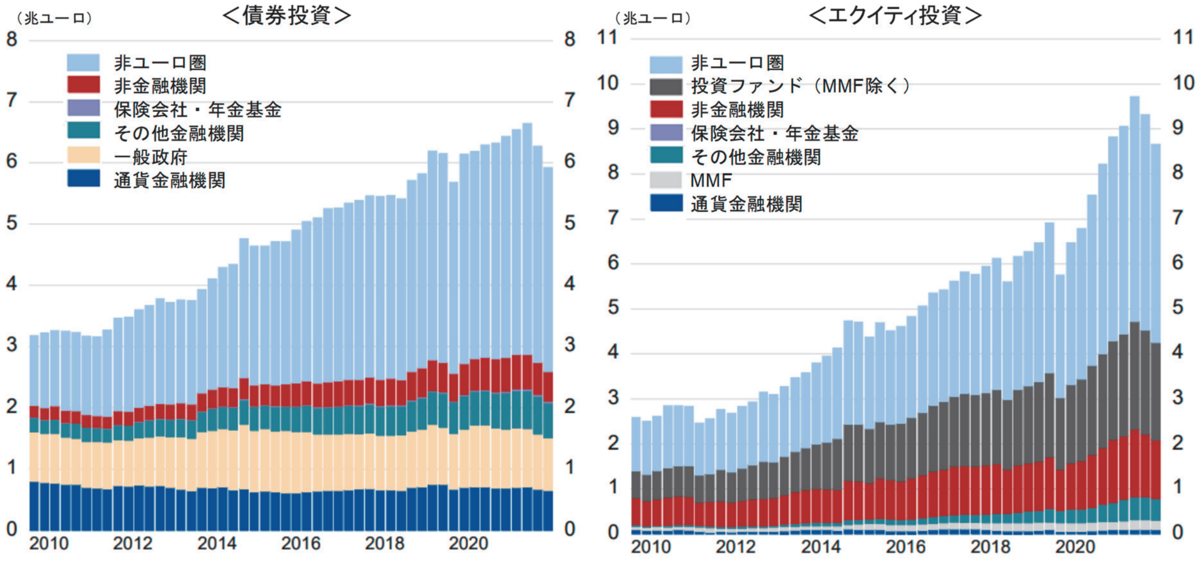
３）域内資金循環を上手く作り出せない EU 資本市場

EU は、様々な規制アプローチでロンドンからの金融業の移転と域内資本市場の活性化を図っているが、十分な成果を出せているとは言い難い。前掲図表 9 にもあるとおり、海外顧客からの資金の割合は、英国と比較すると見劣りする。

EU においても、資産運用業界の規模自体は拡大している。UCITS と AIF を合計した投資ファンドの運用資産残高は、ウクライナ情勢の影響を受けている直近を除けば、増加傾向にある。もっとも、その投資の多くは EU 域外に向かっており、EU 域内で資金が循環する構図にはなっていない（図表 12）。

域内資金循環の伸び悩みは、株式市場での EU 企業の評価とも結びついている。欧州金融市場協会（AFME）は、2000 年には世界の 18%を占めていた EU 市場の時価総額が、2022 年には 10%まで低下したと指摘している[25]。AFME はその要因の 1 つとして、EU 資本市場の競争力の低迷を挙げている。

図表 12　ユーロ圏の投資ファンドによる投資先別残高



（注）　2022 年第 2 四半期までの数値。
（出所）ESRB, “ESRB Risk Dashboard, November 2022 (Issue 42),” December 8, 2022 より転載。日本語表記を追加

25　AFME は更に遡って 1899 年には EU 諸国は世界の時価総額の約 4 割を占めていたという推計も紹介している。前掲脚注 11 を参照。

２．EU 規制からの乖離が広がる英国

EU が依然として金融業の移転圧力をかける中で、英国は独自の金融制度改革を進めている。このため、EU 規制からの乖離は徐々に広がっている。

第一に、ブレグジット後を踏まえて国内の成長資本供給を拡大するべく、FCA が 2021 年に矢継ぎ早に規則改正を行った（図表 13）。この中では、成長企業にとっての株式市場の利便性を高めるべく、①LSE のプレミアム・セグメントでの議決権種類株の上場容認、②特別目的買収会社（SPAC）に関する米国と同様の投資家保護の仕組みの導入を行った。また、インフラやベンチャー企業への投資を促進するべく、主に低流動性資産に投資を行う新たなファンド形態として「長期資産ファンド（LTAF）」を導入した[26]。

第二に、EU 規制を国内法化した既存の規制を見直すとともに、英国が直面する諸課題に対応するべく、英国財務省が 2022 年 7 月に金融サービス市場法案[27]を、同年 12 月にエディンバラ改革[28]を相次いで公表した（図表 14）。

図表 13　成長資本供給の拡大を目指した FCA の主な規則改正

議決権種類株に対する規制緩和	（背景）LSE の最上位の市場区分（プレミアム・セグメント）では、議決権種類株の上場を認めていない ⇒ 主に次の条件を満たす場合に上場を認める規則改正を 2021 年 12 月に実施 • ①5 年間の限定、②議決権のウェイトは最大で 20：1、③議決権のウェイトが高い株式クラス（クラス B 株）の保有を取締役に限定、④ウェイト付けした議決権の行使を当該取締役の解任や支配権の変更に限定
SPAC 市場の活性化	（背景）SPAC が逆買収を公表した際に売買が一時停止されるなどの点で、米国とは仕組みが異なるため、買収に賛同できない SPAC 株主がイグジットすることが難しい ⇒ 1 億ポンド以上を調達する大規模 SPAC には、主に次の条件を満たせば、売買の一時停止を基本的に求めないとする規則改正を 2021 年 7 月に実施 • ①逆買収の締結前における株主承認、②SPAC 株主に対する株式の償還又は買取請求権の付与、③逆買収のアナウンスメント時における情報開示、④上場後原則 2 年以内の逆買収の完了、⑤調達資金のリングフェンス
長期資産ファンド（LTAF）の導入	（背景）日次での設定・解約を想定した既存のオープンエンド・ファンドの形態では、個人投資家を含む幅広い投資家による低流動性資産への投資が困難 ⇒ 新たなファンド形態として LTAF を導入する規則改正を 2021 年 10 月に実施 • 当初は勧誘対象を、プロ顧客及び知識・経験を持つ個人と富裕層投資家に制限しつつ、対象の拡大を検討。確定拠出型年金による投資にも期待

（出所）FCA より野村資本市場研究所作成

26 LTAF については、磯部昌吾・中村美江奈「英国政府が求める『投資ビッグバン』－確定拠出型年金と長期資産ファンドを通じた成長資本供給－」『野村資本市場クォータリー』2022 年冬号を参照。

27 UK Parliament, “Financial Services and Markets Bill, Bill 146,” July 20, 2022.

28 エディンバラ改革は、ハント英財務相が、エディンバラにおいて金融業界との会合を行った際に発表されたという経緯。エディンバラという名称については、ビッグバンと呼べるほどに大掛かりな改革内容でない上に、温和な内容にすることで幅広い支持を集めようとして「ビッグバン 2.0」というフレーズを避けたとも言われている。“UK Tones Down ‘Big Bang’ Finance Plan to Avoid Backlash,” *Bloomberg*, December 6, 2022.を参照。

図表 14　英国財務省による金融制度改革パッケージ

＜2022 年 7 月公表の金融サービス市場法案＞

EU 規制の見直し	• EU では議会立法で成立してきた金融関連法制を、金融規制当局に策定責務の多くを負わせる形式に修正 • ソルベンシー2 を、インフラのような長期投資に柔軟な扱いをするように見直し • Mifid2 において定めていた、①取引施設等での株式の取引義務と、②株式のダークプール取引規制（ダブルボリューム・キャップ規制）の廃止
英国の独自政策	• 金融システムにとって重要な第三者ベンダーに対する金融規制当局の直接規制 • 既存の電子マネー・決済規制の枠組みを修正し、決済手段として利用されるステーブルコインに対する規制を導入

＜2022 年 12 月公表のエディンバラ改革が示した方針＞

EU 規制の見直し	• パッケージ型リテール投資商品（PRIIPs）規則の廃止と、独自の開示規制の検討 • 欧州長期投資ファンド（ELTIF）の導入法の廃止 • リサーチ・アンバンドリング規制を対象に含んだ独立投資リサーチ・レビューの実施 • 証券化商品規則と空売り規則の見直し
英国の独自政策	• リテール・リングフェンス規制の適用対象の見直し（リテール預金残高 250 億ポンド以上⇒350 億ポンド以上） • シニア・マネージャー認証制度（SMCR）の見直し • 上場や資金調達を行う企業にとっての魅力を高めるべく目論見書規制を全面改定 • 英国版統合テープの設立に向けた制度の 2024 年までの導入 • T+1 化や将来的な T+0 化の可能性を検討する証券決済短縮タスクフォースの設立。2024 年末までに最終提言 • 断続的な間隔で非上場証券の取引を行うホールセール取引施設の試用 • 海外投資家が英国資産運用会社に委託して取引を行う際の二重課税回避措置の対象に仮想通貨取引を追加

（出所）英国財務省より野村資本市場研究所作成

具体的には、Mifid2 について、①取引施設での株式の取引義務と、②株式のダークプール取引規制（ダブルボリューム・キャップ規制）を廃止する。これらには、売買の選択肢を広げることで、投資家が最良価格を得られるようにする狙いがある。また、リサーチ・アンバンドリング規制についても、その影響を含んだ独立投資リサーチ・レビューを実施する。もっとも、同レビューの詳細は明らかにされていないため、欧州委員会の法案のように中小銘柄への適用免除の拡大を行うかは定かではない。このほか、保険会社の規制であるソルベンシー2 についても、インフラのような長期投資に柔軟な扱いをするように見直す。更には開示負荷が大きい一方で効果が疑問視されていたパッケージ型リテール投資商品（PRIIPs）規則を廃止して独自制度を検討するほか、証券化商品規制と空売り規制についても見直しを検討する。

第三に、EU の環境・社会・ガバナンス（ESG）規制についてはブレグジット後に適用が始まったものが多いため、英国は独自に検討を行っている。前述の金融サービス市場法案やエディンバラ改革には含まれていないが、例えば、FCA は、ESG に関する投資方針に応じて金融商品を並列で 4 つに分類[29]することを 2022 年 10 月に提案している。これは、

[29] サステナブル・フォーカス、サステナブル・インプルーバー、サステナブル・インパクト、その他の 4 分類。

2021年3月から適用が開始されたEUのサステナブルファイナンス情報開示規則（SFDR）が、ESG に関する投資方針に応じて金融商品を 3 つに階層分け[30]していることとは異なるアプローチである。

もっとも、こうした英国の金融制度改革が EU への金融業の移転抑止に貢献しているかというと、今のところ明確な効果は見えない。議決権種類株や SPAC は、直近のウクライナ情勢や米国 SPAC 市場の低迷がある中で、利用の機会を失っている。また、LTAF については第 1 号ファンドの申請を英国財務省が 2022 年 12 月に明らかにしたばかりである。他方で、金融サービス市場法案やエディンバラ改革はこれから実施する段階である。

逆に英国において制度面で大きな変化がないことが、功を奏しているともいえる。英国の国際金融センターは既に確立された状態であり、金融機関はその魅力を感じているからこそ英国で展開してきた。そのため、EU 側には、金融業の移転を図るために規制による移転圧力や EU 資本市場の魅力を高めるといった変化を起こす必要がある。他方で、金融機関の立場からすると、現在の英国の制度を使い続けることができれば新たな人的リソースや対応予算を割く必要がないため、EU への移転は規制対応に必要な分だけに留めている感がある。

とりわけ直近の 2～3 年は、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）やウクライナ情勢といった経済・社会を揺るがす出来事が重なり、制度論よりも目先の市場環境への対応が問われる局面となってきた。こうした中で、追い打ちをかけるように英国で発生したのが 2022 年秋の国債市場の急落である。

Ⅳ 2022 年秋の英国債市場の急落がもたらす影響

１．英国債価格の急落の経緯

欧州が急激なインフレに見舞われる中、英国では、リズ・トラス前政権が積極財政策を打ち出したことで英国債が大幅に増発されることへの懸念が広がった。その結果、2022 年 9 月下旬には国債価格が急落する事態となった。30 年国債の利回りは 9 月 21 日からの 4 日間で 140bps 上昇し、コロナ禍による市場の急変が生じた 2020 年 3 月の 2 倍以上の振れ幅となった。ボラティリティの急激な上昇によって、英国債取引のビッド・アスク・スプレッドは広がり、取引コストの悪化を招くという形で市場機能に深刻な影響が生じた。

この混乱で大きな打撃を受けたのが、年金基金の負債対応投資（LDI）である。LDI では、長期国債や満期の長い金利デリバティブを使って、年金の負債サイド（年金支払い債務）と資産サイド（運用）のデュレーションをマッチさせ、金利変動やインフレのリスクをヘッジする。 英国では 20 年近く前から存在する運用手法で、2001 年に大手ドラッグストアチェーンのブーツの年金基金が採用したことで注目を集めた。英国の年金基金は、こ

[30] 第 9 条金融商品（ダークグリーンな金融商品）、第 8 条金融商品（ライトグリーンな金融商品）、第 6 条金融商品（その他）の 3 分類。

の LDI に 1 兆ポンド以上を投資していた。大規模年金基金では、LDI を自己運用や資産運用会社の一任勘定を使って行っていたほか、中小の年金基金では、資産運用会社が他の基金の資金とともにプールして運用する LDI ファンドを利用していた。

そして、多くの年金基金で積立不足が生じていた中で、LDI においてレバレッジを効かせていた。例えば、最初に年金資金を国債に投資した上で、その国債を担保にレポで資金を調達して更に国債投資を行うことで、元本を上回る額の投資資金を動かすことができる。また、固定金利受け・変動金利払いの金利スワップを使えば、元本を持たずに長期の固定キャッシュフローを得ることができる。国債レポ市場では、銀行が 2,000 億ポンドを LDI ファンドに提供しているとされることから、そのレバレッジの規模感がわかる。一般的にレバレッジというとリターンを積極的に取りに行くイメージがあるが、ここでいうレバレッジはあくまでもヘッジ目的で行われるものである。年金基金は十分な額の年金資産がない中で、市場金利の増減による年金債務の評価額の変動に合わせた資産サイドの変動をレバレッジによって作り出していた。これにより、将来的に年金支払い額が年金資産を上回ってしまうファンディング・リスクを回避しようとしていたわけである。

もっとも、金利が急激に上昇する局面では、担保に利用する長期国債の評価額は大きく下がる。また、金利デリバティブの評価額に与える影響も満期が長いほど大きくなるため、多額の証拠金の要求に直面する可能性がある。レバレッジを強く効かせている場合には、こうした影響は更に大きくなる。実際、イングランド銀行（BOE）の推計では、LDI ファンドと年金基金は 700 億ポンド超の担保要求に直面したと見られている。年金基金が担保要求に応じるキャッシュを確保するべく資産の投げ売りに動くことが懸念された結果、英国市場は、国債価格・ポンド・株価のトリプル安となり、最終的にはトラス政権が退陣する事態となった。

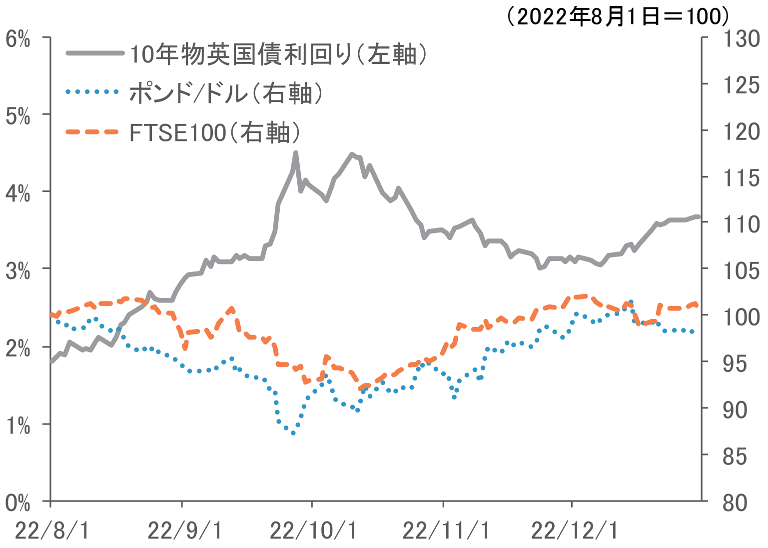
２．英国・EU 規制当局の対応と今後の影響

資産の投げ売りによる負の連鎖を懸念した BOE は、緊急の国債買入策を実施し、9 月 28 日から 10 月 14 日までの合計で 193 億ポンドを買い入れた。買入先の大半は、LDI マネージャーであった。こうした措置もあり、本稿執筆時点では、再び金利水準が高くなり始めているものの国債・為替・株式市場は 9 月半ばの水準まで戻している（図表 15）。

英国債市場の急落は、英国政府の財政政策が直接的な原因であり、それを加速させた主役が英国の年金基金の LDI であったことから、一見すると英国の国内問題のようにも思われる。もっとも、英国の年金基金が利用していた LDI ファンドの多くは、アイルランド籍のファンドである。従って、これは英国・EU 間のクロスボーダーで生じた問題でもある。

実際、2022 年 11 月 30 日には、アイルランドとルクセンブルクのファンド規制当局が、自国籍のポンド建ての LDI ファンドに対して、英国債の急落を踏まえて新たに 300～400bps の金利変動を想定して積み上げげた資本バッファーなどの厳格な態勢を、今の段階で和らげないよう警告を発出した。同日には英年金規制当局（TPR）も、年金トラスティー

図表 15　英国債利回り・為替・株価指数の推移



（注）　2022 年 12 月 30 日までの数値。
（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

と年金アドバイザーに対して、適切なレジリエンス（適応能力）の維持を求めるガイダンスを発表することで足並みを揃えた。

また、英国側では、BOE が、2022 年 12 月に公表した金融安定報告書において、LDI のレジリエンスを改善するための規制措置の必要性を提言している。BOE の提言では、LDI ファンドだけでなく、年金基金や年金コンサルタントといった LDI の運用に関わるプレーヤーや、LDI にレバレッジを提供する銀行への規制措置にも言及した。具体的には、① LDI ファンドのオペレーションやガバナンスのプロセス、リスクに関連したレジリエンスについての平時における最低水準の設定、②年金基金の流動性管理の改善と適切な当局報告、③年金コンサルタントに対する FCA 監督の導入、④銀行による保守的なアプローチに基づく LDI への資金供給の必要性を指摘している。

加えて、BOE は、議論の対象を年金基金の LDI に限らず、ノンバンクに広げる構えを見せている。BOE はノンバンク金融機関のリスクに着目したストレステストを行うべく、2023 年上半期に詳細を設定する予定である。BOE のサラ・ブリーデン金融安定戦略・リスク担当エグゼクティブ・ディレクターは、管理が不十分なレバレッジが金融危機時にもたらす増幅効果を指摘した上で、ノンバンク金融機関が抱えるレバレッジのリスクに対して国際的な議論がこれまで進んでこなかったと述べている[31]。

今般の英国債市場の急落は、ブレグジット後に英国が経験した、BOE の介入にまで至った初の市場危機である。根本的な原因は英国政府の財政政策にあるわけであるが、国債市場の混乱によって金融システムの安定性が損なわれるようであれば、国際金融センターとしての信頼性が揺らぎかねない。欧州では、過去のイタリア・スペイン・ギリシャ

[31] BOE, “Risks from leverage: how did a small corner of the pensions industry threaten financial stability? – speech by Sarah Breeden,” November 7, 2022.

といった国々のソブリン危機が、欧州経済の停滞の一因となってきたという前例もある。ブレグジット後の政治的なわだかまりはある中であっても、英国が EU との協調を図りつつ再発リスクを払拭できるかは、英国の国際金融市場の将来性を占う意味で重要であろう。

V　ブレグジットから見る市場原理の重要性

ブレグジットから 3 年が経過する現在、英国の金融業は依然として相応の規模を維持している。金融機関の人員・資産や取引の EU への移転はあるものの、EU 離脱に合わせて大挙してロンドンから流出したわけではない。

国際金融センターとしての英国の今後を見定める上で、「市場原理」の重要性は見過ごせない。英国は、政府の国債市場の需給を顧みない財政政策によって、2022 年秋に市場から厳しい反応を受けて政権交代に至った。また、過去には 1992 年にファンダメンタルズから乖離した相場となっていたポンドが売り込まれ、ユーロの導入に備えた欧州為替相場メカニズム（ERM）から離脱したという経験もしている。

もともと金融機関がロンドンに集積しているのは、経済合理性があるからこそである。いくら EU が規制を強化しても、その経済合理性を覆さない限り、金融機関がロンドンから自主的に移転することは期待しにくい。また、EU の規制強化には限界もある。例えば、英国 CCP の利用を巡っては、欧州委員会は、当初は 2022 年 6 月までとしていた一時的な同等性評価の期限を更に 3 年延長した。この背景には、EU の金融機関による英国 CCP へのアクセスを直ちに制限すれば、EU のほうが経済的に不利になることがある。

欧州というと、規制・制度づくりに注目が集まりがちであるが、金融市場の主役は市場原理に基づいて動くプレーヤーである。ロンドンには、欧米だけでなく中東・アフリカ・インド・中国・東南アジアなど世界中から、金融機関と人材がビジネスを求めて集まっている。やや古いデータになるが、2017 年の英国の所得上位 0.1%層と 0.01%層では、それぞれ全体の 29%と 36%を海外からの移住者が占めるという分析がある[32]。銀行や証券、資産運用業界に限って見れば、上位 1%層の 4 割前後を移住者が占めている。要するに、英国社会は、海外から来た有能な人材が高い所得を得ており、国内にいる高額所得者の多くが外国人であるという構造になっている。いわゆるウィンブルドン現象である。

ブレグジットであるからといって、英国と EU という欧州の内側ばかりを向いてもいられない。欧州金融市場の国際的なプレゼンスは低下しており、米国と比較して時価総額や資産運用業界の規模は既に見劣りするようになっている[33]。英国と EU のいずれにしても、海外からの評価なくして国際金融センターは維持・形成できない。既にロンドンにいる外国金融機関・人材に対して、グローバルな目線から見て魅力的なビジネスを提供できるのかが、今後のロンドン国際金融センターの行く末を決めるポイントになるといえるだろう。

[32] Arun Advani et al., “Importing inequality: Immigration and the Top 1 percent,” CAGE working paper no. 508, September 2020.
[33] 磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォータリー』2022 年夏号を参照。