

ブレグジットの国民投票から2年半が経過する英国¹ ーロンドン金融・資本市場への影響ー

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）が、迷走を続けている。離脱協定の交渉・批准は難航し、3回の離脱期限の延長を経て、英国議会下院は2019年12月12日に総選挙に踏み切る。
2. ブレグジットの国民投票から2年半が経過するが、英国の資産運用業界の運用資産額や、外国為替や金利デリバティブ市場の取引、銀行セクターの規模などを見る限り、今のところ、当初想定されたほどの英国の金融サービス業界の縮小は生じていない。欧州の他の都市に金融機関が移転する動きはあるものの、ロンドンに匹敵する国際金融センターが出現しているわけではない。将来的な不確実を見極めたいとの思惑はあるものの、ロンドンの魅力が引き続き評価されている姿ともいえる。
3. 離脱直後の英国規制は、限りなくEU規制と同等に近いと考えられるが、EU規制と同等な第三国規制に依拠できる同等性評価の枠組みに基づいて、EUが同等であると評価した分野はまだ一部だけである。EUが同等性評価を今後どのように運用するかは、欧州におけるロンドンの位置づけを左右する重要なポイントといえよう。
4. ブレグジットの最終的な結果によって、国際金融センターとしてのロンドンの姿がどのように変容するのか、それによって英国・大陸欧州の金融・資本市場や経済がどのような影響を受けるのかは依然として不透明である。グローバルな影響も含めて、引き続き注視する必要があるだろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也「Brexitの金融規制・資本市場・金融機関への影響」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号。
- ・ 神山哲也「英国によるEU離脱通知ー今後のスケジュールと金融資本市場の論点ー」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号（ウェブサイト版）。

¹ 本稿の内容は、2019年11月29日時点の情報に基づいている。

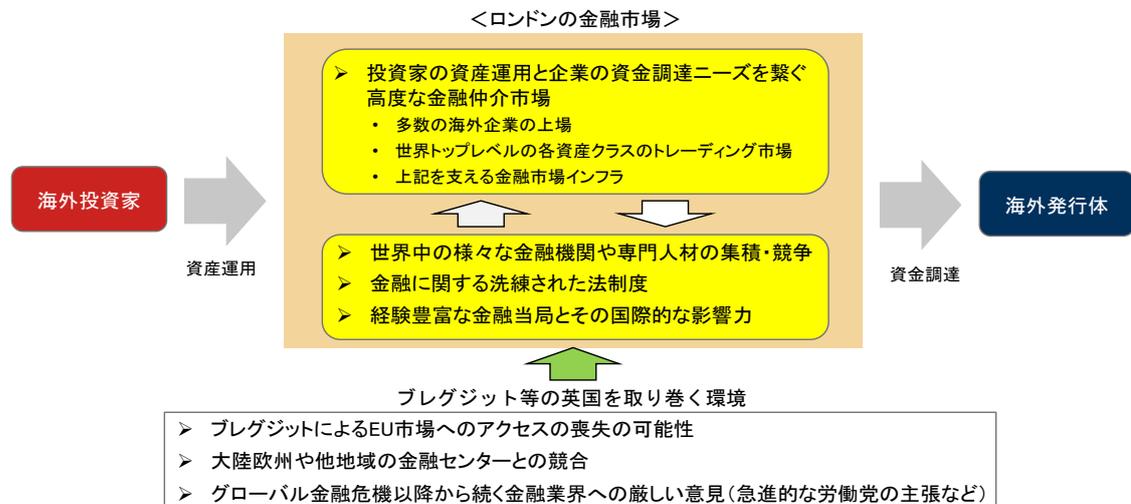
I. 迷走が続くブレグジット

英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）が、迷走を続けている。離脱協定の交渉・批准は難航し、離脱期限は既に3回の延長を経て、2020年1月31日まで延期された。未だ英国議会在承認する離脱協定はなく、英国議会上院は2019年12月12日に総選挙に踏み切る。

ブレグジットの先行きが見通せない中で、国際金融センターであるロンドンへの影響を巡っては様々な意見がある。現状、英国の金融市場は、①資産を運用したい海外投資家と、②資金を調達したい海外発行体をつなぐ役割を担っているが、ブレグジットは、英国によるEU市場へのアクセスを喪失させる可能性がある（図表1）。そして、その状態でロンドンは大陸欧州やニューヨークなどの金融都市との競合に直面する。更には、グローバル金融危機以降、英国内の一部には金融業界への厳しい意見がある。

2016年6月の英国の国民投票からは既に2年半が経過するが、ブレグジットは道半ばである。そこで、本稿では、国際金融センターとしての英国の金融市場の現状を分析し、今後の展望を考察する。

図表1 国際金融センターとしての英国（ロンドン）の役割



II. 英国の金融市場の現状

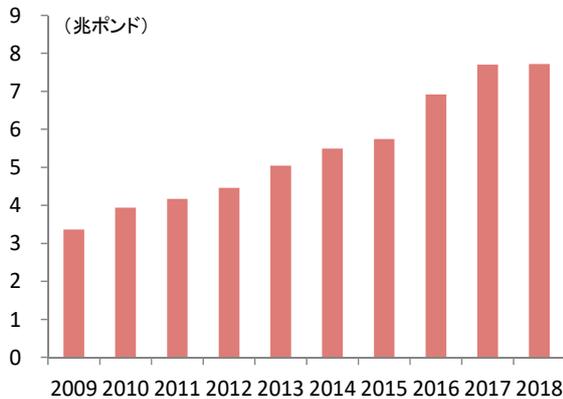
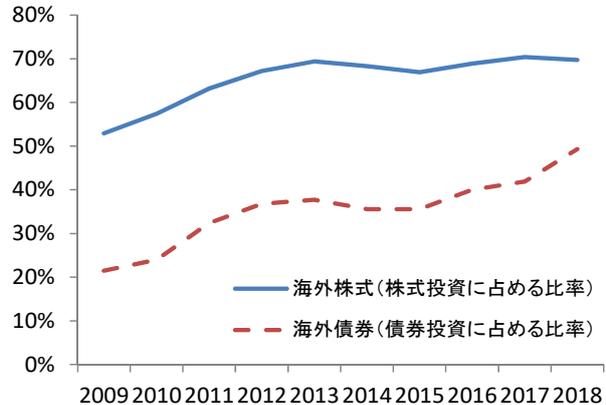
1. 国際金融センターとしての役割を維持する資産運用業界

英国の資産運用業協会（Investment Association）によると、英国の資産運用業界の運用資産は、2018年末時点で7.7兆ポンドとなり、2016年末比で11.6%増加している（図表2）²。

² 英資産運用業協会の加盟業者に対する年次調査。詳細については、Investment Association, “Investment Management in the UK 2018-2019, The Investment Association Annual Survey”, September 2019 を参照。

2018 年末の運用資産のうち 4 割は海外顧客の資金であり、英国以外の欧州顧客からも 1.8 兆ポンドの資金が入ってきている。

図表 2 英国の資産運用業界の運用資産額

図表 3 運用資産の海外への投資比率^(注)

(注) 図表 2 の運用資産における割合。

(出所) 英資産運用業協会より野村資本市場研究所作成 (出所) 英資産運用業協会より野村資本市場研究所作成

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 (図表 3)。2018 年末の株式の海外投資比率は、2009 年末比で 16.8%ポイント増の 69.7%となった。また、2018 年末の債券の海外投資比率は、2009 年末比で 27.8%ポイント増の 49.3%となった。

2016 年 6 月の英国の国民投票時と比較すると、主要通貨に対してポンドが 10%程度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考えられる。

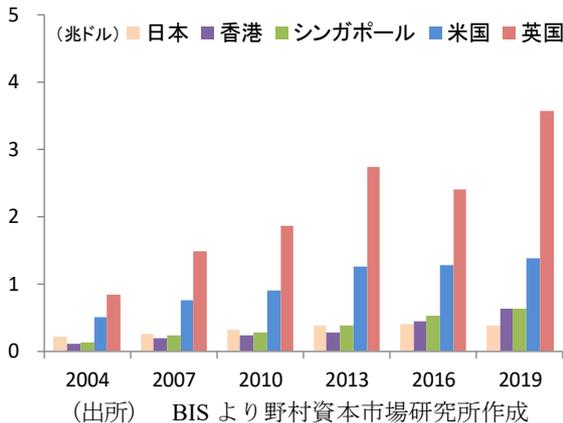
英国の資産運用業界が規模を維持している背景の 1 つとしては、ブレグジットが遅れる中でも、資産運用業に関しては、英国と EU の間で制度面の手当てが進んでいることがある。EU の法令上、ブレグジット後は、英国籍の資産運用会社は、EU 籍の投資信託 (UCITS) とオルタナティブ投資ファンド (AIF) の資産を運用できなくなる。ただし、EU と第三国の当局が協力合意を締結している場合には、EU 籍の UCITS マネジメント会社又は AIF マネージャーを設立すれば、それらから第三国籍の資産運用会社に運用を委託できる。そして、EU 域内の各国当局と英国金融行為規制機構 (FCA) は、協力合意に関する多国間の覚書 (MOU) を 2019 年 2 月に締結している。このため、ブレグジット後も、英国の資産運用会社は、委託を通じて、EU 籍の UCITS と AIF の資産を運用できるようになっている。

2. 引き続き多くの取引が行われる外国為替・金利デリバティブ市場

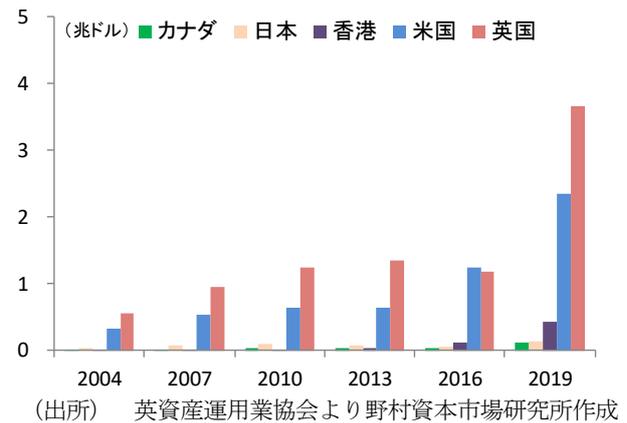
英国の外国為替市場と金利デリバティブ市場では、引き続き多くの取引が行われている。

国際決済銀行（BIS）の調査³によると、2019年4月の英国における店頭（OTC）での外国為替の日次平均取引額は、2016年4月比で49%増の3.6兆ドルとなった（図表4）。また、OTC金利デリバティブの日次平均取引額は、2016年4月比で211%増の3.7兆ドルとなった（図表5）。

図表4 外国為替の日次平均取引額



図表5 金利デリバティブの日次平均取引額



英国から大陸欧州に取引が移転する可能性が懸念される中で、逆に英国の取引額が大きく伸びたことから、このデータはやや驚きを持って受け止められている感がある。BISは、2019年12月のBIS四半期レビューにおいて詳細な分析を示すとしており、今般の調査結果の発表では、英国の取引が突出して増えた背景を説明していない。

外国為替取引については、ロンドン外国為替合同常設委員会⁴（FXJSC）の半期毎の調査においても、英国の外国為替市場の日次平均取引額が2016年から2019年にかけて増加する傾向を確認できる。考えられる背景としては、①取引の自動化が進む中で専門的な人材・企業が集まるロンドンが優位性を発揮している⁵、②欧州の銀行が米国事業を縮小する中でロンドンが相対的に恩恵を享受している、③第二次金融商品市場指令（Mifid2）の導入によるコスト感覚の高まりやアルゴリズム取引の増加によって流動性が高いロンドンの外国為替市場が選択されるようになってきていることがある⁶。

他方で、金利デリバティブ取引については、英国の清算機関（CCP）であるLCHが扱う清算額も若干増える傾向にある。2019年10月末時点で、LCHの金利デリバティブの清算

³ 外国為替と金利デリバティブの店頭取引について、4月の日次平均取引額を3年毎に調査するもの。外国為替取引には、スポット取引のほかに外国為替デリバティブ取引も含まれる。1,300社近い銀行やその他のディーラーを対象に、原則各社のセールス・デスクの所在地に基づいて取引を調査。詳細は、BIS, “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019”, September 2019を参照。

⁴ ロンドンの市場関係者によって構成され、BOEが議長を務める組織。

⁵ 英国の日次平均取引額を執行手法別に見ると、電子取引の金額は、2016年4月には1.4兆ドルであったところ、2019年4月には2.1兆ドルに増加している。BOE, “BIS Triennial Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter Interest Rate Derivatives Markets in April 2019 – UK Data – Results Summary”, 16 September 2019及びBOE, “BIS Triennial Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter Interest Rate Derivatives Markets in April 2016 – UK Data – Results Summary”, 1 September 2016を参照。

⁶ “What Brexit? London tightens grip in forex trading”, *Reuters*, 11 October 2019.

残高は、2017年10月末比で15%増の360兆ドルとなっている。清算残高を通貨別に見ると、依然としてドル及びユーロ建て取引が6割以上を占めている。

もっとも、大陸欧州のCCPに取引が全く移転していないわけではない。独CCPのユーレックス・クリアリングが扱う金利デリバティブの清算残高は、2019年10月末時点で、2017年10月末の7倍の13兆ユーロまで拡大している。しかしながら、ほとんどはユーロ建てであり、その規模もLCHと比較すると25分の1程度にとどまっている。

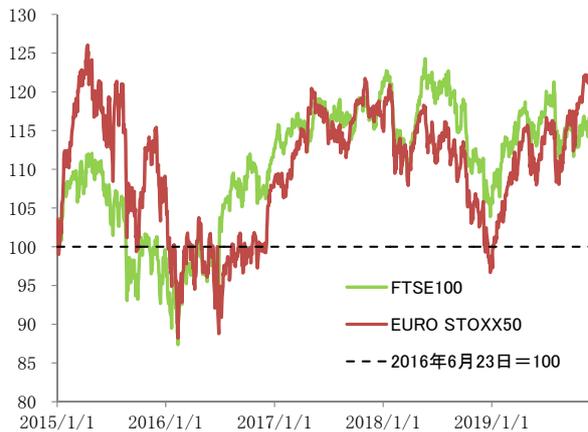
現状は、CCPへの清算集中義務や非清算取引への証拠金規制の対象の拡大、非清算取引に対する資本賦課の強化などによって、CCP清算を行うインセンティブが高まっている。そうした中で、ブレグジットの不確実性はあるものの、LCHの清算残高が増えているのが、今のところの実情といえよう。

なお、同じLCHの清算であっても、ユーロ建てのレポ及び現物債券取引の清算については、英国エンティティであるLCH Ltd（レポクリア）から、仏エンティティであるLCH SA（レポクリア）に既に大半が移転した。LCH Ltd（レポクリア）は、2020年第1四半期にユーロ及びドル建てのレポ及び現物債券取引の清算を停止する方針を示している。

3. 株価が上昇する一方、新規上場や売買代金は低迷する株式市場

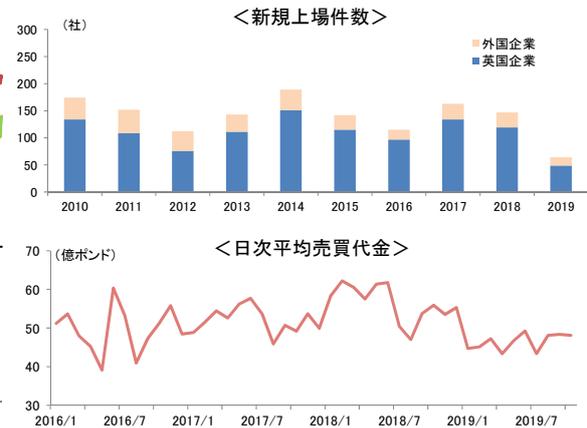
2019年に入ってブレグジットの先行き不透明感が増す中でも株価は上昇しており、英国の主要株価指数であるFTSE100指数は、2016年6月のブレグジットの国民投票時よりも高い水準で推移している（図表6）。

図表6 英欧の主要株価指数



(注) 2019年11月26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

図表7 LSEの新規上場件数と売買代金



(注) 1.2019年の新規上場件数と売買代金は、10月までの数値。
2.新規上場件数はメイン市場とAIMの値の合計。売買代金はメイン市場の数値。
(出所) LSEより野村資本市場研究所作成

他方で、先を見通せない中で、2019年のロンドン証券取引所(LSE)の新規上場は低調となっており、売買代金も2018年から落ち込む傾向にある（図表7）。もっとも、新規上場の

低迷はグローバルに生じているため、必ずしもブレグジットに起因しているとは言い難い面もある。

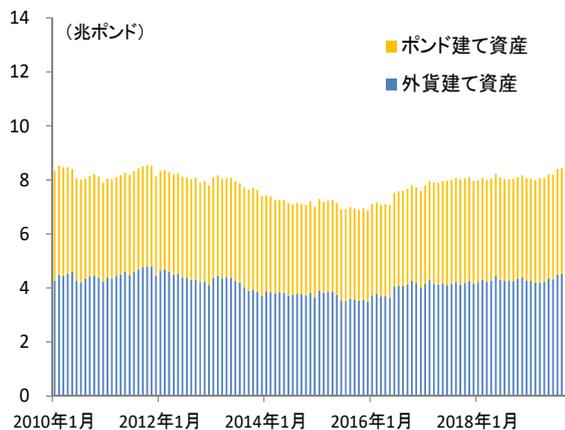
4. 規模を維持する銀行セクター

英国で展開しつつ大陸欧州に金融サービスを提供する金融機関は、合意なき英国の EU 離脱となった場合も含めて、ブレグジット後も大陸欧州で業務を継続できるよう、大陸欧州で認可の取得や業務・人員などの移転の準備を進めている。ユーロ圏諸国等で構成される単一監督メカニズム (SSM) の監督下では、22 行の銀行が新たに認可を申請している⁷。

もっとも、今のところ、英国の銀行セクターが大きく縮小する動きは見られない (図表 8)。また、英国に所在する銀行が行うクロスボーダー与信については、ブレグジットの国民投票以前から縮小する傾向があるが、縮小が加速するといった事態にはなっていない (図表 9)。EU からの離脱期限が延期される中で、合意なき EU 離脱に備えた準備自体は進んでいるものの、ブレグジットの先行きが見通せない中で、実際の移転は必要最低限に留まっている面が大きいといえよう。

こうした事態に対して、大陸欧州の当局は懸念を強めている。ECB の銀行監督委員会は、2019 年 3 月の EU 離脱の可能性を踏まえて銀行が作成した当初計画と比較して、ユーロ圏のエンティティへの業務や重要機能、従業員の移転が進まない状況であるため、取り組みの加速を促していきたい意向を示している⁸。

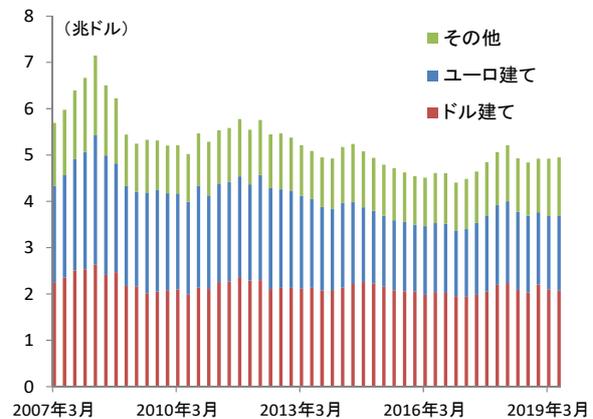
図表 8 英国に所在する銀行の資産



(注) 2019 年 9 月までの数値。

(出所) BOE より野村資本市場研究所作成

図表 9 英国に所在する銀行のクロスボーダー与信



(注) 2019 年 6 月までの数値。

(出所) BIS より野村資本市場研究所作成

⁷ Joachim Wuermeling, “Introduction to the book “Banking Business in Germany”, Deutsche Bundesbank, 16 October 2019.

⁸ ECB, “Brexit: stepping up preparations”, 14 August 2019.

Ⅲ. 英国から EU 市場へのアクセスの鍵となる同等性評価

現状、英国に展開する金融機関は、英国当局から認可を取得すれば、それを以って他の EU 加盟国において金融サービスを提供できるという、EU パスポートの恩恵を享受できる。しかしながら、英国が EU から離脱した場合には、EU パスポートを利用できなくなることから、大陸欧州において金融サービスを提供するためには、原則としては、大陸欧州の当局から認可を得る必要がある。

ただし、EU には、第三国規制が EU 規制と同等である場合には、第三国規制に依拠できるという同等性評価の枠組みがある。すなわち、EU が英国規制を同等であると認めれば、ブレグジット後も、英国の認可に基づいて、金融機関はロンドンに所在しながら大陸欧州において金融サービスを提供できる。

現在の EU の法令では、同等性評価の枠組みは各法令において個別に定められている。従って、すべての金融サービスの分野において、同等性評価に基づいて第三国規制に依拠できるわけではないが、図表 10 のような分野において同等性評価の枠組みが設けられている。

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。現在の英国の場合、指令については EU 加盟国として国内法制化を行っている。他方で、規則については、2018 年 6 月に成立した 2018 年 EU 離脱法によって、既存の EU の規則は、離脱時には原則としてそのまま英国法に置き換わる予定である。

従って、EU がこれまでに同等性を評価してきた第三国規制と比較すると、離脱直後の英国規制は、限りなく EU 規制と同等に近いと考えられる。しかしながら、図表 10 の分野では、EU は、現時点で英国の CCP 規制に期限付きで同等であるとの評価を出したのに留まっている。

また、昨今、EU は同等性評価の枠組みを厳格化している。例えば、第三国 CCP については、EU の店頭デリバティブ規制の改正法案 (EMIR2.2) において、著しくシステム上重要であると判断される場合には、第三国規制への依拠を認めず、欧州委員会が EU 域内に CCP を設立すること (リロケーション) を要求できる規定が設けられている。

ブレグジットを踏まえて国際金融市場の覇権を巡る各国の思惑が交錯する中で、EU が同等性評価を今後どのように運用するかは、欧州におけるロンドンの位置づけを左右する重要なポイントといえよう。

図表 10 EU の同等性評価の枠組みが設けられている主な分野

内容	同等性評価の状況
<p>➤ 英国投資サービス会社による EU 域内での活動</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mifid2 では、第三国投資サービス会社が、適格カウンターパーティ及びプロ顧客に投資サービスを提供する場合には、同等性評価を得ていることが条件（同等性評価の判断が出ていない限りは、EU 加盟国の各国裁量） • 投資会社レビュー法案では、第三国投資サービス会社が提供するサービスが EU にとってシステム上重要となる可能性がある場合には、欧州委員会が同等性評価にあたってオペレーション上の制約を課すことができると規定 <p>→ ブレグジット後も、英国投資サービス会社が、EU 顧客に投資サービスを提供できるか？</p>	未定
<p>➤ EU 金融機関による英国取引施設の利用</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mifid2 の株式・OTC デリバティブの取引施設等での取引義務において、第三国取引施設を利用するには、同等性評価を得ていることが条件 <p>→ ブレグジット後も、EU 金融機関が流動性が高い英国取引施設を利用できるのか？</p>	未定
<p>➤ 英国 CCP による EU 域内での清算サービスの提供</p> <ul style="list-style-type: none"> • 第三国 CCP が EU 域内において清算サービスを提供する認可を取得するには、同等性評価を得ていることが条件 • EMIR の改正法案（EMIR2.2）では、ESMA が著しくシステム上重要な第三国 CCP であると判断する場合には、欧州委員会が EU 域内での CCP 設立（リロケーション）を求めることができると規定 <p>→ ブレグジット後も、EU 金融機関が LCH において清算できるのか？</p>	ESMA が 2020 年 3 月 まで 暫定認可 ^(注)
<p>➤ 英国の運営機関が算出・公表する金融指標の使用</p> <ul style="list-style-type: none"> • EU ベンチマーク規則は、EU 域内において監督対象エンティティが利用できる第三国ベンチマークを、同等性評価等の 3 種類のアプローチのいずれかをクリアしたものに限定 <p>→ ブレグジット後も、EU 金融機関が LIBOR を利用できるようになるのか？</p>	未定

(注) 欧州委員会のドンブロウスキス副委員長は、期限の延長を提案したい意向を表明している。European Commission, “Keynote speech of Vice-President Valdis Dombrovskis on “Priorities of the new European Commission for Sustainability and green Finance” at the Guildhall in London”, 15 November 2019.を参照。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

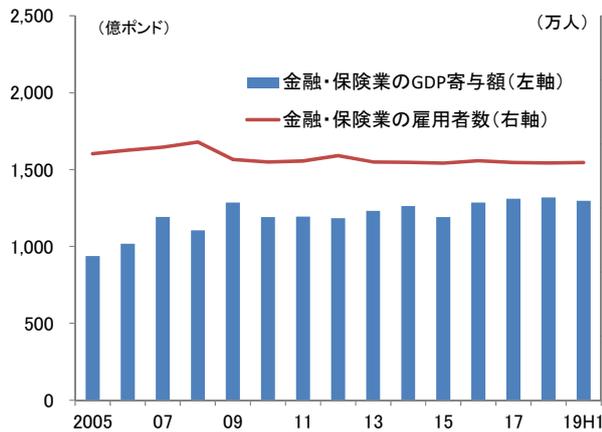
IV. おわりに

国際金融センターとしてのロンドンには、その利便性の高さから世界各地より様々な金融機関が集積してきた。その結果、金融・保険業は英国経済に大きく貢献している。金融・保険業は、2018 年の英国の国内総生産（GDP）の 6.9%に相当する 1,319 億ポンドの付加価値を生み出し⁹、2019 年第 2 四半期には 111 万人が金融・保険業に従事している（図表 11）。また、

⁹ 正確には、GDP ではなく GVA（Gross Value Added）の額を用いている。淵田康之「経済における金融セクターのシェアを巡る論点」『野村資本市場クォーターリー』2013 年冬号を参照。

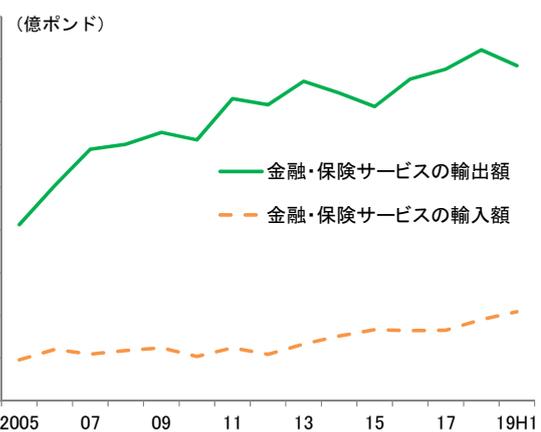
英国の金融・保険サービスの2018年の輸出入は632億ポンドの黒字を生み出しており、この黒字によって財の貿易赤字を相殺する役割を担っている(図表12)。いずれの数値も、2016年と比較するとほとんど変わっていない。

図表11 英国の金融・保険業のGDP寄与額と雇用者数



(注) 2019年上半期のGDP寄与額の数値は2倍換算。
(出所) 英ONSより野村資本市場研究所作成

図表12 英国の金融・保険サービスの輸出入額



(注) 2019年上半期の数値は2倍換算。
(出所) 英ONSより野村資本市場研究所作成

2016年6月のブレグジットの国民投票直後は、英国の将来を悲観する見方が多かった。翌月にはイングランド銀行(BOE)が自己資本規制のカウンター・シクリカル・バッファの要求水準を0.5%から0%に急遽引き下げるなど、影響を緩和する措置が取られた¹⁰。

国民投票から2年半が経過するが、今のところ、当初想定されたほどの英国の金融サービス業界の縮小は生じていない。英国のシンクタンクZ/Yenが公表するグローバル金融センター指数では、ロンドンは2位を維持している一方、上位10位に入る大陸欧州の都市はない¹¹。フランクフルトやパリ、アムステルダムといった都市に金融機関が移転する動きはあるものの、今のところロンドンに匹敵する国際金融センターの機能を持つ単一の都市が、大陸欧州に出現するといった状況ではない。将来的な不確実性が残る中で影響を見極めたいという市場関係者の思惑が背景にあるものの、海外の諸都市と比較して、ロンドンの魅力が引き続き評価されている姿ともいえる。

さはいえ、ブレグジットの最終的な結果によって、国際金融センターとしてのロンドンの姿がどのように変容するのか、それによって英国・大陸欧州の金融・資本市場や経済がどのような影響を受けるのかは依然として不透明である。グローバルな影響も含めて、引き続き注視する必要があるだろう。

¹⁰ BOEは、2016年3月に、翌年3月から要求水準を0.5%に引き上げると決めただけであった。その後、2018年に標準的なリスク環境において適用する水準である1%まで要求水準を引き上げている。

¹¹ Z/Yen, "The Global Financial Centres Index 26", September 2019.