

## 欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態<sup>1</sup> — 広がる米国との格差 —

磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 欧州金融市場の国際的なプレゼンスが、低下の一途をたどっている。欧州の主要株価指数 STOXX600 は、2000 年末以降のリターンで米国の S&P500 を大きく下回る。また、欧州はドル建て名目国内総生産（GDP）では 2000 年代に世界の 3 割を占めていたが、2010 年半ばに米国に逆転を許し、欧州連合（EU）単独では中国にほぼ同水準まで追いつかれている。
2. 背景には欧州企業・金融機関の低迷がある。上場企業全体や金融関連企業の時価総額、大手銀行の業績、資産運用業界の運用資産額を比較すると、いずれも欧州は米国と比べて見劣りする。EU は市場統合を加速することで挽回を図っているが、現実にはその歩みは遅い。また、市場統合を道半ばにして、国際競争力が低い域内金融市場の保護に向かいつつある。
3. こうした事態に対して、欧州委員会の専門家グループは、世界経済に占めるシェアの長期的な低下を反転させるといったハードパワーの強化は EU にとって大きな課題だとする一方、EU がその発展モデルに根差したソフトパワーを活用できる可能性を示している。
4. 「欧米」という言葉が示すように欧州は先進事例を持つ二大地域の 1 つであったが、今やそのパワーバランスは大きく崩れている。欧州がソフトパワーを世界に行使するとしても、価値観に依拠するところが多く掴みどころがない感もある。従来からの環境変化の実態を直視した見極めが肝要であろう。欧州金融市場に対する評価の視座が問われる局面といえる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 磯部昌吾「苦境に立たされる欧州の大手銀行—欧銀が抱える課題と活路—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号。
- ・ 磯部昌吾「新型コロナウイルスの感染拡大に揺れ動く欧州金融市場—金融関連の政策対応と経済対策の財源問題—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号。
- ・ 磯部昌吾「EU の新たなサステナブルファイナンス戦略」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2022 年 4 月 11 日時点の情報に基づいている。

## I 苦境に立たされる欧州金融市場

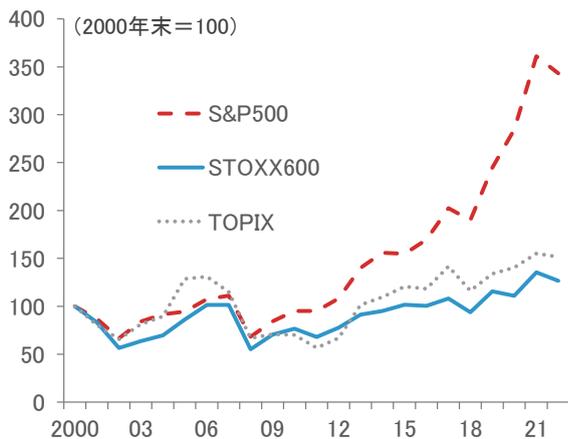
欧州金融市場の国際的なプレゼンスが、低下の一途をたどっている。欧州の主要株価指数である STOXX600 は、IT バブルが崩壊した直後である 2000 年末以降のリターンにおいて、米国の S&P500 と比較して大きく下回る。また、1990 年代初めのバブル崩壊の影響に長らく苦しんできた日本の TOPIX と比較しても劣っている（図表 1）。

過去 20 年を振り返ると、欧州では、2002 年にユーロ圏 12 カ国が単一通貨としてのユーロ紙幣及び硬貨の流通を開始し、2000 年代は欧州連合（EU）が単一市場の形成の成果を享受することが期待された時期であった。ところが、実際には 2008 年にグローバル金融危機に見舞われ、その後も欧州ソブリン危機を経て、2016 年には英国の EU 離脱（ブレグジット）の国民投票を契機に EU 史上で初めて加盟国が離脱するに至った。更には、2020 年初頭からの新型コロナウイルス禍（コロナ禍）、そして 2022 年 2 月からのロシアによるウクライナ侵攻というショックの連続に直面してきた。その意味では、欧州は危機対応に追われ続けてきたといっても過言ではないだろう。

こうした中で、欧州経済も苦しい状況にある。世界のドル建て名目国内総生産（GDP）に占める割合では、欧州は 2000 年代には世界の 3 割を占めていたが、2010 年半ばには米国に逆転を許した。また、英国を除く EU27 カ国のベースでは、高い経済成長を遂げる中国に 2021 年にはほぼ同水準にまで追い上げられている（図表 2）。

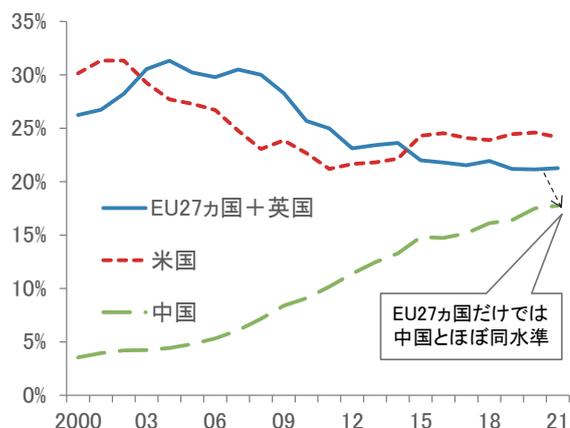
マクロの数字はミクロの動きの積み重ねであることから、背景には欧州企業・金融機関の低迷がある。EU は域内共通ルールの整備を通じた市場統合の推進によって挽回を図ろうとしているものの、道半ばにして保護主義的な動きも生じている。そこで、本稿では、米国との比較から欧州金融市場の実態を見た上で、欧州が抱える課題について考察する。

図表 1 日・米・欧の主要株価指数



(注) 各数値は年末値。2022 年は 3 月末の数値。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 2 世界のドル建て名目 GDP に占める割合



(注) 2021 年の数値は推計値。  
(出所) IMF より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ 米国との比較から見る欧州金融市場

### 1. 上場企業の時価総額

米国と欧州の時価総額の上位 20 社を比較すると、時価総額の大きさでは米国企業のほうが圧倒的に大きく、1 兆ドルを超える企業が 5 社も存在する（図表 3、4）。米国では、GAFAM（グーグル、アップル、メタ（旧フェイスブック）、アマゾン・ドット・コム、マイクロソフト）のような比較的若いテクノロジー企業や、電気自動車メーカーのテスラのような環境企業が上位の多くを占めている。

これに対して、欧州では上位企業といっても米国企業と比較すると時価総額は小さく、首位のネスレであっても米国のトップ 10 社を下回る水準である（1 ユーロ=1.1 ドル換算）。また、欧州では従来からの大企業が引き続き上位を占めており、米国の GAFAM に匹敵するようなテクノロジー企業は育っていない。むしろ、欧州においても GAFAM が提供する製品・サービスは幅広く利用されている。

図表 3 米国企業の時価総額上位 20 社

会社名	時価総額 (兆ドル)
アップル	2.85
マイクロソフト	2.31
アルファベット(グーグル)	1.84
アマゾン・ドット・コム	1.66
テスラ	1.11
パークシャー・ハサウェイ	0.78
エヌビディア	0.68
メタ・プラットフォームズ	0.61
ビザ	0.48
ユナイテッドヘルス・グループ	0.48
ジョンソン・エンド・ジョンソン	0.47
ウォルマート	0.41
JPモルガン・チェース	0.40
プロクター・アンド・ギャンブル	0.37
エクソンモービル	0.35
マスターカード	0.35
バンク・オブ・アメリカ	0.33
シェブロン	0.32
ホーム・デポ	0.31
ファイザー	0.29

(注) 米国で上場かつ所在地とする企業が母集団。  
2022年3月末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 欧州企業の時価総額上位 20 社

国	会社名	時価総額 (兆ユーロ)
(スイス)	ネスレ	0.33
(仏)	LVMHモエヘネシー・ルイヴィトン	0.33
(スイス)	ロシュ・ホールディング	0.29
(蘭)	ASMLホールディング	0.25
(デンマーク)	ノボ・ノルディスク	0.23
(仏)	ロレアル	0.19
(スイス)	ノバルティス	0.19
(英)	シェル	0.19
(英)	アストラゼネカ	0.19
(仏)	エルメス・インターナショナル	0.14
(英)	HSBCホールディングス	0.13
(独)	SAP	0.12
(仏)	トタルエナジー	0.12
(英)	リオ・テイント	0.12
(仏)	サノフィ	0.12
(仏)	クリスチャン・ディオール	0.11
(ノルウェー)	エクイノール	0.11
(ベルギー)	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	0.11
(独)	シーメンス	0.11
(英)	ディアジオ	0.11

(注) 欧州で上場かつ所在地とする企業が母集団。  
2022年3月末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2. 金融関連企業の時価総額

欧米企業の時価総額の違いは、比較対象を金融関連に限った場合でも同様である。金融関連企業を幅広く捉えるために、ブルームバーグの分類において、金融や情報サービス、データ・取引処理に該当する企業を抽出すると、図表 5、6 のようになっている<sup>2</sup>。

金融関連企業においても、米国企業のほうが時価総額は大きく、3,000 億ドルを超える企業が 5 社も存在する。また、米国では、従来から存在感が大きかった銀行や保険会社に加えて、多種多様な企業が台頭している。具体的には、決済関連会社（ビザ、マスターカード、アメリカン・エクスプレス、ペイパル、ブロック）、リテール証券サービス会社（チャールズ・シュワブ）、プライベート・エクイティ（PE）ファーム（ブラックストーン）、資産運用会社（ブラックロック）、金融情報サービス提供会社（S&P グローバル）、取引所（CME グループ）が上位に入っている。このほか、上位 20 社には入っていないが、コインベースのような仮想通貨取引所や MSCI のような指数提供会社も、時価総額では欧州の大手銀行並みの水準で評価されている。

これに対して、欧州では時価総額が 1,000 億ユーロを超えるのは HSBC だけである。また、時価総額上位 20 社のうち 16 社を大手銀行・保険会社が占めており、米国のように様々な企業が大きく成長する状況にはなっていない。銀行・保険業以外では、オランダの

図表 5 米国金融機関等の時価総額上位 20 社

会社名	時価総額 (億ドル)
バークシャー・ハサウェイ	7,795
ビザ	4,800
JPモルガン・チェース	4,025
マスターカード	3,493
バンク・オブ・アメリカ	3,324
ウェルズ・ファーゴ	1,842
チャールズ・シュワブ	1,597
モルガン・スタンレー	1,557
ブラックストーン	1,519
S&Pグローバル	1,423
アメリカン・エクスプレス	1,416
ペイパル・ホールディングス	1,347
ゴールドマン・サックス・グループ	1,177
ブラックロック	1,169
シティグループ	1,053
マーシュ・アンド・マクレナン	857
CMEグループ	855
USバンコプ	789
ブロック	787
PNCファイナンシャル	772

コインベース	417
MSCI	409

(注) 米国で上場かつ所在地とする企業が母集団。  
2022年3月末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 6 欧州金融機関等の時価総額上位 20 社

国	会社名	時価総額 (億ユーロ)
(英)	HSBCホールディングス	1,258
(独)	アリアンツ	887
(スイス)	チューリッヒ保険	673
(スイス)	UBSグループ	657
(仏)	BNPパリバ	641
(スウェーデン)	インベストール	627
(仏)	アクサ	626
(蘭)	アディエンNV	560
(スペイン)	サンタンデール銀行	538
(英)	ロンドン証券取引所グループ	526
(伊)	インテザ・サンパオロ	405
(英)	ロイズ・バンキング・グループ	392
(蘭)	INGグループ	371
(英)	ブルーデンシャル	370
(フィンランド)	ノルデア・バンク	362
(スウェーデン)	EQT AB	360
(スペイン)	BBVA	347
(露)	ズベルバンク・オブ・ロシア	345
(独)	ミュンヘン再保険	339
(仏)	クレディ・アグリコル	329

(英)	パークレイズ	295
(独)	ドイツ銀行	237

(注) 欧州で上場かつ所在地とする企業が母集団。  
2022年3月末の数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 情報サービス又はデータ・取引処理セクターに該当するものの、明らかに金融関連企業とは言えないであろう米国のオートマチック・データ・プロセッシングと欧州のレックスについては、上位 20 社から外した。

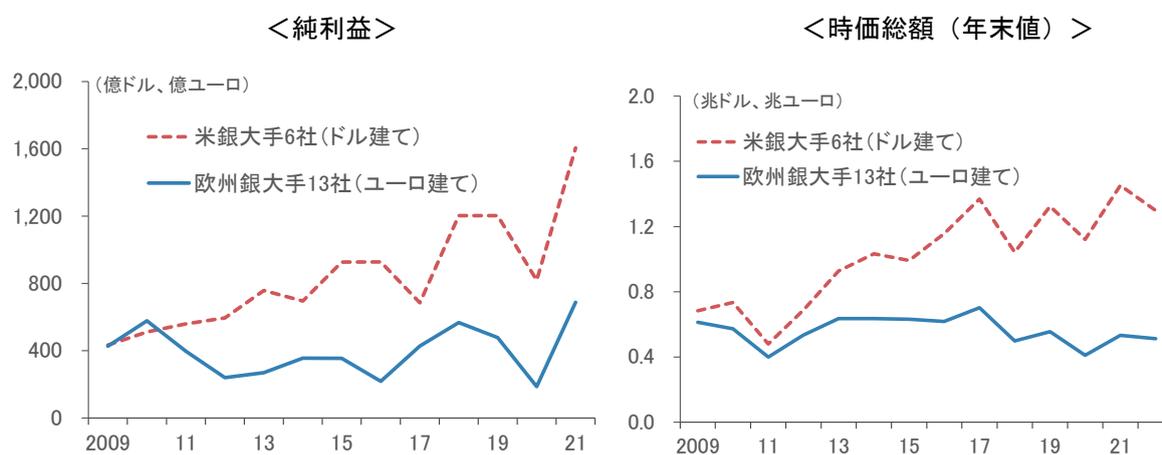
決済関連会社アディエン NV や、リフィニティブの買収により金融データ提供ビジネスを強化するロンドン証券取引所グループが上位 20 社に入る程度である。

このほかに、スウェーデンの投資会社インベストールと PE ファームである EQT AB も上位にランクインしているが、いずれも同国のヴァレンベリ財閥に関連する企業であるという特殊性を持つ。スウェーデンの大手銀行 SEB の前身として 1856 年に設立されたストックホルム・エンスキルダ銀行の創業者一族であるヴァレンベリ財閥は、1916 年に設立され持株会社の役割を担うインベストールを通じて、同国の SEB を含む大手企業などの株式を幅広く保有している<sup>3</sup>。インベストールの時価総額は、スウェーデンの名目 GDP の 1 割を超える規模を持つ。そして、インベストールが議決権の 17.7% を持つ EQT AB は、インベストールの投資ポートフォリオの中でプライベート市場投資を担っている。

### 3. 大手銀行の業績

欧米の大手銀行同士を比較すると、収益格差が広がっていることがわかる。2008 年のグローバル金融危機以降、米国の大手銀行は純利益を拡大し続けている一方、欧州の大手銀行は長らく業績の低迷に苦しんできた（図表 7）<sup>4</sup>。欧州の大手銀行は、欧州ソブリン危機やマイナス金利政策といった収益の低下要因に見舞われ、経営状態の改善を目指してリストラや事業再編を進めてきたが、特にコロナ禍前においては、業績は必ずしも好転してこなかった。こうした中で、欧米の大手銀行の時価総額の差も拡大している。

図表 7 欧米の大手銀行の純利益と時価総額



(注) 1. 数値は単純合計。2022年の時価総額は3月末の数値。非上場であるBPCEは時価総額に含んでいない。  
2. 米銀大手6社は、JPモルガン、シティ、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴ。欧州の大手銀行は2021年11月時点でG-SIBに該当する銀行。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> インベストールは、SEBの議決権の20.8%、サーブの議決権の39.7%、エリクソンの議決権の23.8%、ABBの議決権の12.9%、ナスダックの議決権の11.6%、アストラゼネカの議決権の3.3%などを保有している。

<sup>4</sup> コロナ禍以前の欧州の大手銀行の業績低迷については、磯部昌吾「苦境に立たされる欧州の大手銀行－欧銀が抱える課題と活路－」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号を参照。

米国の大手銀行の優位は、欧州域内での競争にも表れている。米国の最大手銀行 JP モルガンは、欧州・中東・アフリカ（EMEA）地域における 2021 年の純利益が 42 億ドルとなった。これは欧州の大手銀行 1 社分の利益に相当する。また、JP モルガンは 2021 年 9 月に英国で新たに個人向けのオンライン銀行を立ち上げ、欧州市場への進出を強化している。同様にゴールドマン・サックスも 2018 年から「マーカス UK」のブランドで個人向けのオンライン銀行を始めており、既に 250 億ポンド近い預金を獲得するに至っている<sup>5</sup>。

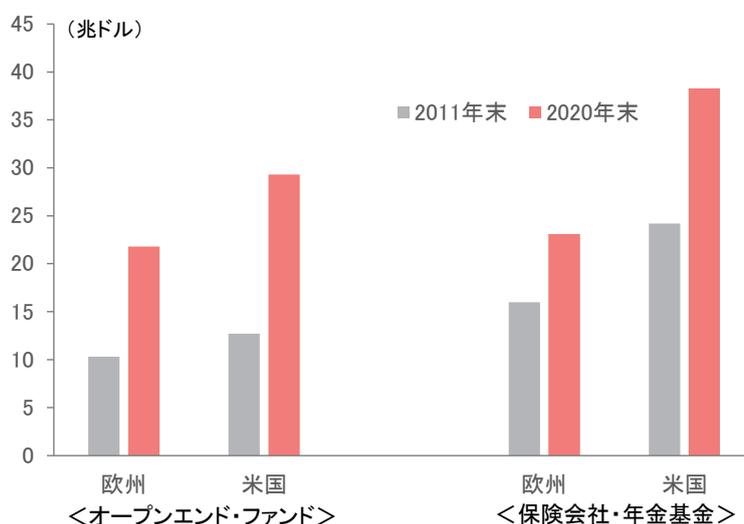
これに対して、欧州の大手銀行では、バークレイズの投資銀行業務や UBS のウェルスマネジメント事業のように米国事業が業績に貢献する銀行もあるが、近年は米国での劣勢が目立つ。例えば、米国のリテール銀行市場では、2020 年から 2021 年にかけて BBVA や HSBC、BNP パリバが相次いで事業の売却を発表した。

このほか、欧州経済が成長力を欠く中で、欧州以外の地域に収益基盤を確保する大手銀行も存在する。英国最大手の HSBC は 2021 年の税引き前利益の 65% をアジア地域で獲得しているほか、スペイン最大手のサンタンデールは同 48% を中南米が占めている。

#### 4. 資産運用業界の規模

欧州金融市場の低迷は、資産運用業界にも影響を与えている。投資信託や上場投資信託（ETF）、機関投資家向けファンドを含むオープンエンド・ファンドの 2020 年末の運用資産残高は、米国と欧州でそれぞれ 29.3 兆ドルと 21.8 兆ドルとなった（図表 8）。

図表 8 欧米資産運用業界の運用資産残高



(注) 1. オープンエンド・ファンドには、投資信託、ETF、機関投資家向けファンドが含まれる。  
 2. 欧州の保険会社・年金基金は、データを取得できる英・仏・独・伊・蘭・西等の 17 か国。  
 (出所) IIFA, OECD より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> 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、マーカス UK は 2020 年に英国での新規顧客の受け入れを停止した経緯があることから、実際には更に規模を拡大する競争力があるといえる。

2011 年末には欧米の運用資産残高の差は 2.4 兆ドルであったことを考えると、欧米の規模の差は約 3 倍に広がった。この間の米国と欧州の純資金流入はそれぞれ 5.8 兆ドルと 5.5 兆ドルと大差なく、為替レートもユーロがドルに 12%減価したに留まる。従って、欧米の運用資産残高の伸びが異なる主な要因は、欧米の金融市場における運用リターンの違いにあるといえる。

また、オープンエンド・ファンドへの投資を行うために一部重複もあるが、保険会社と年金基金の運用資産残高で見ても同様の傾向がある。保険会社と年金基金を合わせた運用資産残高は、2020 年末時点で米国と欧州でそれぞれ 38.3 兆ドルと 23.1 兆ドルとなっている。欧米の差は 2011 年末には 8.2 兆ドルであったが、2020 年末には 15.2 兆ドルまで拡大しており、両者の差は 85%増えている。

こうした環境は、グローバルな金融事業者の運用資産ランキングにも影響を与えている。2020 年末時点の上位 10 社では、8 社を米国の金融事業者が占めるに至っている（図表 9）。欧州系では第 5 位にアリアンツ・グループが入っているが、同社では米国の資産運用子会社であるピムコが 2021 年末時点で 2.2 兆ドルの運用資産残高を有する。このため、欧州系では実質的にはアムンディが第 10 位に入るに留まっている。

このほか、銀行業界と同様に資産運用業界においても、米国の金融事業者の優位性が欧州域内での競争に表れている。米国最大手の資産運用会社ブラックロックは、2020 年末時点で EMEA 地域だけで 2.4 兆ドルの運用資産残高を有しており、アムンディよりも規模が大きい。また、海外の資産運用会社が多く進出する英国では、運用資産額の上位 10 社のうち 4 社<sup>6</sup>を米国の資産運用会社又はその傘下の資産運用会社が占めている。

図表 9 グローバルな金融事業者の運用資産上位

順位	会社名	運用資産額(兆ドル)
1	(米)ブラックロック	8.68
2	(米)バンガード・グループ	7.15
3	(米)フィデリティ・インベストメンツ	3.61
4	(米)ステート・ストリート・グローバル	3.47
5	(独)アリアンツ・グループ((米)ピムコを含む)	2.93
6	(米)JP モルガンチェース	2.72
7	(米)キャピタル・グループ	2.38
8	(米)BNY メロン	2.21
9	(米)ゴールドマン・サックス・グループ	2.15
10	(仏)アムンディ	2.13
11	(英)リーガル&ジェネラル・グループ	1.74
13	(スイス)UBS	1.64
18	(仏)BNP パリバ	1.43
20	(仏)ナティクシス・インベストメント・マネージャーズ	1.39

(注) 11 位以下は、欧州系の金融事業者のみを記載。2020 年末時点の数値。

(出所) Pensions & Investments より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> ブラックロック、インサイト・インベストメント・マネジメンツ(米 BNY メロンが買収)、JP モルガン・アセットマネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ。The Investment Association, “Investment management in the UK 2020-2021,” September 2021.を参照。

### III 市場統合による挽回を目指す EU と高まる保護主義

#### 1. 市場統合の道半ばにして複雑化する EU 規制

欧州企業・金融機関が伸び悩む背景の 1 つとしては、EU 域内の市場統合が不完全なことがある。EU 共通制度の導入による単一市場の形成は、従来から EU 加盟国が享受できる最大の成果の 1 つに位置づけられてきた。加盟国間で規制の違いを気にせず活動できれば、企業はスケールメリットをより強く活かせるほか、各国の幅広い企業が競争することで EU 経済全体の競争力も高まる。しかしながら、現実には使用言語すら異なる各国の制度を合わせていく作業は容易ではなく、その歩みは遅い。また、市場統合の道半ばにして、グローバル金融危機や欧州ソブリン危機のようなショックや技術革新といった環境変化が発生し、それに合わせた制度変更も必要となってきた。

過去 10 年程度を振り返ると、EU は様々な金融規制を導入してきた。グローバル金融危機の教訓を踏まえた金融安定理事会（FSB）やバーゼル銀行監督委員会などの各種国際合意があるほか、EU が独自に導入した規制もある。例えば、①リサーチ・アンバンドリング規制やダークプール規制、非エクイティ商品への透明性規制を盛り込んだ第 2 次金融商品市場指令（Mifid2）、②ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の不正操作問題を踏まえて幅広い金融指標に規制・監督を行う EU ベンチマーク規則、③証券化商品市場の活性化を目指したシンプルで透明かつ標準化された証券化商品（STS 証券化商品）の枠組み<sup>7</sup>、④銀行にオープン API の実施を事実上義務付けた第 2 次決済サービス指令（PSD2）などは、EU の独自制度である。また、直近では、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資を促進するべく、EU タクソノミー（グリーン・タクソノミー）やその下での開示規制や金融商品ラベル開発といった ESG 規制の整備に世界の中でも突出して取り組んでいる。

こうした EU の制度作りにおいては、解釈に各国でばらつきが生じないように細部に亘って規制を作り込むことから、膨大な量の複雑な金融規制が出来上がっている。また、金融規制の大半を EU 議会と欧州連合理事会の審議を経て立法するという EU の立法プロセスは、法令を起草する欧州委員会とそれに対する助言を担う欧州金融監督機構（ESAs）という EU 独特の複雑な機構と相まって、当初の計画どおりに規制の策定が進まずに遅延するケースが頻発している。例えば、直近では、金融商品の ESG 関連情報の開示を義務付けるサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の適用が 2021 年 3 月から始まったが、細則の作成が遅延したために法律レベルの規定のみでスタートし、その後 1 年が経過した本稿執筆時点でもその状態が続いている。

欧州の金融機関は、こうした複雑な EU 規制への対応に多くのリソースを割かざるを得ない。また、規制・監督を担う EU 加盟国当局においても、規制が複雑すぎるために、人

<sup>7</sup> バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構（IOSCO）の国際合意においても、シンプルで透明かつ比較可能な証券化商品（STC 証券化商品）の枠組みとして導入されているが、元は EU における証券化市場活性化の議論が契機となっている。

員が少ないデンマークやノルウェーの金融規制当局からは、真のリスクを見つける能力を阻害されることを懸念する声も出ている<sup>8</sup>。

このほか、欧州は、EUの市場統合が道半ばの状態、ブレグジットによって英国とEUとの間で市場分断を迎えようとしている。英国はEU離脱法により当初はEU法令をほぼ英国法令に置き換えた状態でEUから離脱したが、直近の英国版Mifid2の改正<sup>9</sup>やESG規制の検討では、EUの動きを踏まえつつ独自路線を歩む。このため、欧州では、EU規制と英国規制という2種類の金融規制が並走するという意味での複雑化も生じようとしている。

## 2. 金融分野へのEUの保護主義の波及

### 1) 金融分野における「開かれた戦略的自律」の追求

欧州企業の国際競争力が低下する中で、EUでは保護主義的な考えが強まっている。欧州委員会は、コロナ禍初期の2020年5月にEUの経済・貿易政策において「開かれた戦略的自律（Open strategic autonomy）」を目指す方針を示した<sup>10</sup>。ここでいう開かれた戦略的自律とは、EUが開放的かつ公正な貿易にコミットしつつ、主要な技術やバリューチェーンにおける依存を解消し供給網の安全性を強化する必要があるという考え方である<sup>11</sup>。要するに、EUにとっての要衝はEU企業で抑えたいというわけである。EUでは、従前からトランプ前政権下の米国の外交政策や、台頭する中国やロシアの脅威を踏まえた国家安全保障の観点からEUの戦略的自律を志向する動きがあった。そして、欧州委員会は、2021年1月になって金融分野においても開かれた戦略的自律を追求する方針を示した<sup>12</sup>。

欧州委員会は、金融分野における開かれた戦略的自律を目指すためのアプローチとして、①ユーロの国際的な役割の向上と、②EU金融市場インフラの強化を挙げている。後者は裏を返せば、EUにとって重要な金融市場インフラを域外プロバイダーに依存する状態からの脱却を目指すということである。また、EU市場において外資系投資銀行のシェアが高まる中で、過度な域外銀行への依存が、金融危機時におけるEU企業・政府による金融市場アクセスの妨げになる可能性がある指摘している。

この方針は、EU資本市場の活性化策である資本市場同盟にも反映されようとしている<sup>13</sup>。欧州委員会は、競争力がありかつコスト効率的な市場インフラに支えられた流動性が高いEU金融市場の構築が、重要な金融サービスの提供を域外プロバイダーに過度に依存する状態を解消するためのカギになると考えている。こうした思惑がある中で、EUは域外清算機関（CCP）・銀行に対する規制を強化しようとしている。

<sup>8</sup> “Europe’s over-complex bank rules increase risk, watchdogs warn,” *Financial Times*, December 23, 2021.

<sup>9</sup> 英国はEUのMifid2から完全に乖離するほどではないにせよ、取引施設での株式の取引義務やダークプール規制（ダブル・ボリューム・キャップ規制）の廃止など一部を修正する方針を示している。

<sup>10</sup> European Commission (EC), “Europe’s moment: Repair and Prepare for the Next Generation,” May 27, 2020.

<sup>11</sup> EC, “2020 Strategic Foresight Report, Strategic foresight – charting the course towards a more resilient Europe,” September 9, 2020.

<sup>12</sup> EC, “The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience,” January 19, 2021.

<sup>13</sup> EC, “Capital Markets Union - Delivering one year after the Action Plan,” November 25, 2021.

## 2) EU 域外の CCP・銀行に対する規制強化

ブレグジット前の EU では、大半の金融機関が店頭デリバティブ取引の清算において英国の CCP を利用してきた。金利スワップ取引の清算では、今も英国の LCH がユーロ建て取引も含めて世界的に高いシェアを持つ。これに対して、欧州委員会は、EU 規制当局の規制・監督が及ばない英国 CCP に清算を過度に依存することは、EU の金融システムにとってのリスクとなる懸念があると指摘している。

現状、EU は、EU と同等の第三国規制に服する域外 CCP が EU 域内で清算サービスを金融機関に提供することを認めており、英国規制については 2025 年 6 月まで時限的に同等性を認めている。もっとも、欧州の金融機関にとっては、グローバルに利用される英国 CCP から清算を自発的に EU CCP に移転するビジネス上のインセンティブに乏しい。このため、欧州委員会は、EU CCP の魅力を向上させるとともに、システム上重要な域外 CCP の利用を低減させるための施策について、2022 年下半年に方針を示す計画である。差し当たって欧州証券市場機構 (ESMA) は、域外 CCP の利用を減らす施策の検討に向けた例示として、清算参加者による他の CCP との代替的な清算契約の締結や健全性規制の利用を挙げている<sup>14</sup>。

また、EU は、EU 域外から域内に金融サービスを提供する銀行に対して EU 規制当局の規制・監督が十分に及ばないことのも懸念している。現状、EU 域外から金融サービスを提供する域外銀行に対しては、EU 加盟国が個別に認可の免除措置を導入している。このため、ブレグジット後もこの免除措置を利用して、引き続きロンドンから金融サービスを提供するケースが多々存在する。

そこで、欧州委員会は、2021 年 10 月に公表した EU におけるバーゼルⅢ最終化の実施法案<sup>15</sup>において、域外銀行・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 支店の設置を義務付けることを提案した。また、総資産 300 億ユーロ以上の域外銀行の EU 支店に対しては、現地法人化を要求できる権限を各国当局に与えることも盛り込んだ。

このように EU は、域外 CCP や域外銀行がもたらすリスクを指摘して、それらに対する規制強化を図ろうとしている。もっとも、EU 金融市場におけるリスクの所在という観点からすると、優先順位のピントが合っているとは言い難い。コロナ禍初期では、EU 金融システムにとってのリスクは、域外銀行ではなくむしろ EU の銀行のクレジット・スプレッドやドル調達コスト、欧州各国の国債利回りが急上昇するという形で顕在化した<sup>16</sup>。このため、欧州中央銀行 (ECB) は、連邦準備制度理事会 (FRB) と協調してピーク時で 1,450 億ドルという巨額のドル資金供給オペを行って事態を収拾するに至った。同時に ECB は大規模な資産買入を行った結果、そのバランスシ-

<sup>14</sup> ESMA, “ESMA concludes Tier 2 CCP assessment under Article 25(2c) of EMIR,” December 17, 2021.

<sup>15</sup> 第 3 次資本要求規則 (CRR3) / 第 6 次資本要求指令 (CRD6) 法案。EC, “Banking Package 2021: new EU rules to strengthen banks' resilience and better prepare for the future,” October 27, 2021.

<sup>16</sup> コロナ禍初期の欧州金融市場の急変については、磯部昌吾「新型コロナウイルスの感染拡大に揺れ動く欧州金融市場—金融関連の政策対応と経済対策の財源問題—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号を参照。

トはコロナ禍以前からほぼ倍増し、2022年3月時点で8.7兆ユーロを超えるという異例の状態となっている。

## IV 欧州金融市場の実態を直視する必要性

欧州の金融市場は時価総額において米国との間に大きな差がつき、大手銀行の収益性や資産運用業界の規模でも苦しい状態にある。EUは発足以来の目標である市場統合を加速することで挽回を図ろうとしているが、道半ばにして国際競争力が低い域内金融市場の保護に向かいつつある。

欧州の経済力の低下はEUにおいても認識されている。欧州委員会のポストコロナの経済・社会的課題に関する専門家グループは2022年3月に公表した報告書<sup>17</sup>において、世界経済に占めるシェアの長期的な低下を反転させる、あるいは軍事力を増強するといったハードパワーの強化は、EUにとって大きな課題だとしている。他方で、EUが単一市場とその発展モデルに根差したソフトパワーを強化し、より活用できる可能性を示している。具体的には、EUはソフトパワーを使って、①グリーン（気候変動対応）、②デジタル、③ソーシャル（主に医療・福祉分野）という3つのトランジションに向けた取り組みに域外諸国の参画を促すことができる可能性があると言っている。

もともと、今までの実績を見ると、気候変動対応では欧州は先進的といえるであろうが、デジタル分野ではGAFAMに相当する企業は欧州にはなく、社会面ではコロナ禍の死者数がEUでは104万人（10万人あたり234人）を超えており<sup>18</sup>、世界に範を示せるとは言い難い。逆に気候変動対応では、EUの二酸化炭素排出量は世界の1割に満たないことから、先行しているといっても米国や中国、インドなどの協力を得られる方策がなければ地球温暖化問題は解決できない。

これまで日本では、「欧米」という言葉が示すように、欧州は米国とともに先進事例を持つ二大地域として位置づけられてきた。しかしながら、経済力の観点からは、今や欧米のパワーバランスは大きく崩れている。また、欧州がソフトパワーを世界に行使するとしても、時価総額やGDPのような数字で測れる経済力とは異なり、価値観に依拠するところが多く掴みどころがない感もある。今後も欧州から個々に学べる点は多々あるだろうが、従来からの環境変化の実態を直視した上で、個別具体的に何が優れているのかを見極めることが肝要であろう。欧州金融市場に対する評価の視座が問われる局面といえる。

<sup>17</sup> 欧州委員会のジェンティローニ経済担当委員が、2021年初めから主に大学研究者で構成される8名の専門家グループを招聘していた。EC, High-level group on post-covid economic and social challenges, “A New Era for Europe, How the European union can make the most of its pandemic recovery, pursue sustainable growth, and promote global stability,” March 1, 2022.を参照。

<sup>18</sup> 2022年3月末までのコロナ禍の死者数は、米国が98万人（10万人あたり295人）、日本が2.8万人（10万人あたり22人）となっている。“Coronavirus tracked: see how your country compares”, *Financial Times*, April 4, 2022.を参照。