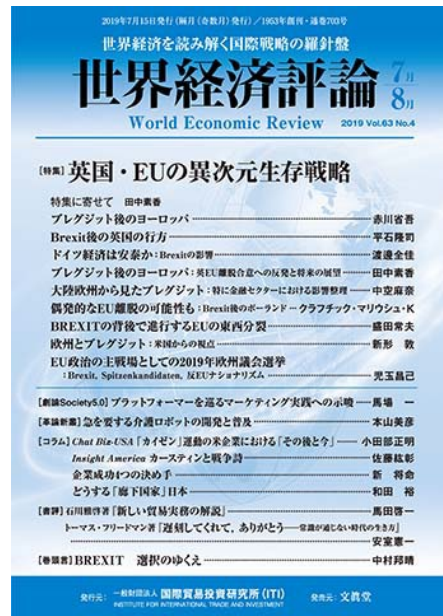


本論文は

世界経済評論 2019年7/8月号

(2019年7月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料
無料
OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン販売

大陸欧州から見たブレグジット ：特に金融セクターにおける影響整理

BNP パリバ証券市場調査本部長 中空 麻奈

なかぞら まな クレジットアナリストおよび ESG アナリスト。1991 年慶應義塾大学経済学部卒業後、野村総合研究所に入社。2000 年にモルガンスタンレー証券、04 年に JP モルガン証券を経て、08 年に BNP パリバ証券。2011 年より BNP パリバ証券にて投資調査本部長、現在は市場調査本部長。

ブレグジットが決まってから英国と EU はそのプロセスに則って、手続きをとってきたはずなのだが、相互の合意まで至らない。結局は先送りの決断を続けてきた。

その間、ブレグジットはあたかもリスクではないように金融市場では受け止められるようになってきたことは否めない。しかし、仮に合意なき離脱になれば、相応のリスクファクターとして捉えるべきであろう。特に、金融セクターについては、その影響が無視できないと見ている。

いくつか指摘できる。第一にパスポート制度の動向である。パスポート制度が結局どう落ち着くのかによって、グローバル金融機関はそれぞれが戦略を練る必要があるが、不透明な点が多い。第二に、欧州銀行監督機構 EBA がロンドンからパリに移されるが、では、連れてストレステストや欧州金融システムの考え方はどう変化するのだろうか。第三にデリバティブなどの清算機関がどうなるか、である。ロンドン市場の大きさを考えれば、簡単に移転できない問題をどう考えるか。

現行のサービスが継続できないリスクは残っている。ブレグジットのリスクを過小評価することには慎重でなければならない。

はじめに

2016 年 6 月の国民投票で英国国民が選んだのは EU 離脱、いわゆるブレグジットである。英国国民の意思は、現在を是とし安定確保に走ろうとするエリート層に対峙する形で、移民抑制とブリュッセル支配からの脱却に活路を見出すことにあった。それが根底にあり、EU 離脱を促すことになったと言える。

国民投票当時の結果である“離脱”対“残

留”が 52 対 48 であったのを見れば明らかのように、EU 離脱は決して国民の総意とは言えない。それを踏まえれば、2019 年 3 月 30 日 0 時 00 分と決められたブレグジットのタイミングを過ぎ、日ばかりの論争を続け、挙げ句の果てに EU 臨時首脳会議で英国の EU 離脱を 10 月 31 日まで再延期することを決めたものの¹⁾、議論は相変わらずの進展なし。

国民投票後の二年半、大方の予想はなんらかの合意には至るであろう、というものであった。それを裏切る形で EU 離脱の詳細を決めら

れないまま時間が経過。金融市場においては、慣れが出て、合意なきブレグジットのリスク自体が過小評価されつつあるのが現状である。そうした流れは、しかしながら、大きな見間違えをしていることも考えられる。合意なきブレグジットになった場合のリスクは、思う以上に大きくなる可能性があるのではないかと。特に金融セクターにおいては、不透明な要素が多いと言える。そこで、合意なきブレグジットが起きた場合金融セクターにどんな影響が出るのか、整理しておくこととする。

I これまでの経緯

2016年6月に行われた国民投票後、選出されたメイ首相は、EU離脱に関し、離脱後もEU単一市場へのアクセスを可能な限り維持すべく最善の交渉を行う、という方針を発表。17年3月末までにEUに対する正式な通知を行い、スケジュール通りにいけば、2年間の交渉を経て、19年3月末までのEU離脱を行うことになっていた。

しかし、ドイツメルケル首相の言葉を借りれば、「欧州単一市場へのアクセスを求める国はその見返りとして労働者の自由移動を含む、基本的な自由を全て受け入れなければならない」とし、「欧州との新たな関係の確立を促すとともに、EU27カ国にとってブレグジットの影響が最小限になることを目指す」必要があった。英国にとっては、ノルウェー型、スイス型といった既存の形式に加えて、新たな通商関係の構築も含めて、EUとの関係構築を目指すものであった。

現状と比較し大きな違いが生じないよう単一市場へのアクセスは可能にしておきたかった英

国側の要求は大陸欧州側から見れば虫が良すぎることは最初からわかっていたことである。実際、2016年7月には欧州委員会は主席交渉官としてバルニエ前副委員長を任命。対英強硬派として知られるバルニエ氏を任命したこと自体、簡単に英国に屈しないことの意味表明でもあった。もっとも、EUから勝手に離脱することを英国が決定したとしても、「ヒト・モノ・サービス・資本の移動の自由」を受け入れない以上はEU単一市場へのアクセスは不可能とするスタンスを変えるわけにはいかない。英国側が支払うこと自体は早々に決めていた離脱清算金は実際いくらとすべきか。両者が納得する金額を決定する必要もある²⁾。

そんな中、金融セクターへの影響も深刻なものがあると考えられた。EU離脱が決定した当初から、様々な機関が影響を試算した際³⁾には、何万人の雇用が失われる、銀行資産がいくら移転する、リスク管理など年間のコストが上昇する、などと懸念されていた。その後二年半経っても、EU間で合意できない状況を鑑み、BOEとECBは2018年11月に金融安定に関するまとめを発表するに至った。保険やデリバティブなどクロスボーダー契約の継続性に関する疑義および清算業務や銀行業務、個人データの移転など混乱回避が可能かどうか、といった点を互いに懸念点として指摘。政治的な決断が膠着して打開点を見つけれない場合への対応が必要ということだ。民間の取引が断ち切られてしまう可能性を排除しておかなければ、民間企業や金融機関のクレジットリスクの高まりに直結するリスクを孕んでいる。

図表 1 各国金融拠点が世界に占める割合

	(英)	(米)	(日)	(独)	(仏)	as of
国家間銀行貸出	18	10	7	9	8	Q1 19
外国為替取引高	37	20	6	3	2	16-Apr
金利店頭デリバティブ取引高	39	41	2	5	1	16-Apr
一般ファンド運用	7	46	8	4	-	End 16
保険料収入	6	28	9	5	5	End 17
発行された外債残高	13	10	2	6	5	End 17

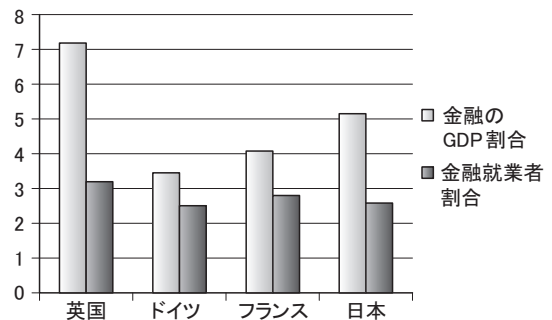
II 金融セクターにおける 英国の位置付け

英国は 1980 年代のサッチャー政権時代に民営化やビッグバンなど積極的な規制緩和を実行。英国のマーチャントバンクなどが姿を消し、欧米勢に取って代わられる結果を招いたが、「一連の改革によってシティは競争力の高い国際市場となった」⁴⁾。自国産業が守られずとも、効率的に利益をあげることを重視する戦略は功を奏し、シティは名実ともに世界 1 位の金融市場の地位を確保した。

各国金融拠点が世界に占める割合を見てみると（図表 1）、国家間銀行貸出、外国為替取引高などは圧倒的に多い上、金利店頭デリバティブも米国に並んで大きいことがわかる。英国において発行された外債残高は 2017 年末時点で 3.2 兆ドル相当、世界全体の 13.3% を占めるなどシティの重責ぶりは明らかであると言える⁵⁾。GDP 対比で見た産業付加価値、産業別就業者割合を見ても同様で、ロンドン市場が相対的に大きいことが見て取れる（図表 2）。シティの市場としての重要度は他に追随を許さないところまで来ているといっても過言ではない。

ただし、EU 総務理事会は 2016 年 11 月時点

図表 2 金融・保険業（不動産を除く）が GDP に占める割合



で欧州銀行監督機構 EBA をパリへ移転することを決定した。7 月からフランス政府は金融機関を誘致するための金融市場振興策を発表していたから、パリとしてみれば“してやったり”。しかも大陸欧州からみれば、シティに集中していた機能を他の都市に移転することを考慮し始めたというメッセージに他ならない。その実、ロンドンに代わる金融都市候補として手を挙げた都市は多い。フランクフルト（ドイツ）、パリ（フランス）、ルクセンブルグ（ルクセンブルグ）、アムステルダム（オランダ）、ダブリン（アイルランド）など、候補地もそれなりにあった。しかし、シティの機能を全部移転させるには、そもそもシティの規模が大きすぎることに加え、法規制の柔軟性（特にドイツやフランスでは硬直的労働法がネック）、言語が英語、弁

護士・会計士・金融関連に携わる人材の豊富さなど、ロンドンが金融都市として相応しい優位性を際立たせる重要な要素が多く、難航は自明であった。

とはいえ、少しずつでも機能が移転することがわかっている今般、金融セグメントに依存して、収益を上げてきた英国は合意なきブレグジットによってどんな影響を受けるのか。

Ⅲ 金融セクターにおける合意なきブレグジットによる影響

1. パスポート制度の動向と金融機関の選択

パスポート制度とはEU加盟国のどこかで営業免許を受けた金融機関が域内のどこでも営業できるという制度である。EU加盟といった共同体が全体的な法規制と独自国の法規制に整合性を取る必要がある場合、相互認証による同等性評価を認定し、相互に法規制を融通しあう考えを使う。金融機関の経営も、同等性評価のもと、余計な認可などがいらなかったなど、これまではメリットが多かったと考えられる。そのため、英国側はこうしたシングル・パスポート制度を維持する意向が強かった。

大陸欧州側もそれに対応。2017年7月にはEBAは英国からEUに移転する金融機関の認可等に関する細則草案を発表し、パスポート制度を維持するためだけのペーパーカンパニーの設置ではパスポート制度は適用できないなど、形式上のシフトは除外することとした。それでも、ロンドン市場の絶対的位置付けを鑑みて、2018年7月には、欧州委員会は大陸欧州の金融機関に向け、ブレグジット後は英国に第三国の扱いが適応される可能性について指摘するなど警戒も怠っていない。

このように、ロンドン市場の機能移転を迅速に進めつつ、金融機関には形式要件だけの移転を認めないなど厳格に対応してきた大陸欧州側が英国に譲歩することはなかったため、2018年7月、英政府は交渉方針を発表、パスポート制度の維持の断念を明らかにした。しかし同時に、パスポート制度で英国に進出している企業に影響がでないよう、一時的認可制度（Temporary Permissions Regime 以下TPR）を導入することを決定。これはパスポート制度により英国で事業を行っている企業に3年間の猶予を与える英国側の配慮である。とはいえ、こうした措置があっても、顧客がEUにいて、サービス提供者が英国企業の場合には、TPRの対象外であるため、サービス提供が継続されない可能性がある。その意味では完全な対応とは言えない。一方、大陸欧州側は英国のようなTPRの導入を決めていない。しかし、2019年3月に、欧州銀行監督機構EBAは英国の金融機関がEU域内で持つ預金を保護できるようEU加盟国当局に要請⁶⁾するなど、パスポート制度の適用除外により、これまで継続していたサービス（預金なども含めて）が断末魔的になくなることだけは回避する意向が見え隠れしていた動きと言えらる⁷⁾。

こうした一連の動きの中で、実際に影響が出そうな金融機関はどういう決断をしたか。外資系金融機関では、2017年7月に1000人の従業員をパリに移す計画を発表した英HSBCホールディングスを皮切りに独ドイツ銀行や米ゴールドマンなどの決断が次々に発表された。主な金融機関の戦略は図表3の通りである。また日本の金融機関については図表4のとおり。三井住友銀行は英国でパスポートを取得したため、19年中にフランクフルトに全額出資の子

図表3 主な金融機関の戦略

2017/1	英 HSBC の幹部は銀行業務の最大 20% をパリへ移すと発表
2017/4	ドイツ銀行は英国から最大 4000 人分の職務をフランクフルトなど大陸欧州へ移転すると発表
2017/5	英スタンダード・チャータードがブレグジット後の計画概要を発表。欧州拠点をフランクフルトに置く方向で規制当局と協議していることを明らかにした
2017/06	米 JP モルガン・チェースはアイルランドのダブリンで追加のオフィススペースを探すほか、オランダの阿姆斯特ダムでも拠点を設けることを検討している
2017/07	英 HSBC ホールディングスは、英国の欧州連合（EU）離脱に伴い 1000 人の従業員を英国からパリに移す計画
2017/07	米シティグループはブレグジット対策としてフランクフルトを EU 本部に選定する見通し
2018/01	米 JP モルガンのジェイミー・ダイモン CEO はハードブレグジットとなった場合、4000 人以上の人員を同国から移動させる可能性があるとの認識を示した。英国が EU 離脱で良好な条件を確保すれば、実際の移転人数は減る可能性が大い見通し
2018/01	英 RBS はコスト削減の一環として 2019 年末までに現在のロンドン本社から移転すると発表。ブレグジット後のロンドン不動産市場の回復力が試されることになるだろうと分析
2018/02	ドイツ銀、顧客事業をロンドンから移転開始
2018/05	米金融情報社トムソン・ロイター、外国為替取引サービスの一部の運営拠点を、英国からアイルランドに移す方針
2018/06	米ゴールドマン、フランクフルトに約 500 人分の職を移転
2018/06	米 BOA はブレグジットに向けた準備を加速。英国を拠点とする幹部 3 人をパリに移し、投資銀行業務を同地で強化
2018/07	ドイツ銀行は、ユーロ決済・清算業務の「大部分」をロンドンからフランクフルトに移転
2018/08	クレディスイス、フランクフルトを投資銀・資本市場の拠点に決定
2018/10	英パークレイズはブレグジット対策として、ロンドンから 150 人をダブリンへ移転し、さらに、EU 内で新たに 150 人を雇用すると発表。必要に応じて大規模な資産を英国からアイルランド子会社に移管する許可を裁判所から取得した。離脱までに EU に関連したトレーディングリスクのほぼ半分を EU 内に移す予定
2019/01	米 BOA、ブレグジット対策で行員の異動開始。移るのはトレーダーやセールス、サポート担当の行員。大多数の移転先はパリだが、フランクフルトに動くスタッフもいる。すでに昨年 12 月、英国とアイルランドの支店合併を完了し、ダブリン拠点を「欧州銀行業務の主要機関」としている
2019/01	英パークレイズが同社のアイルランド子会社に 1900 億ユーロ（約 23 兆 7000 億円）の資産を移転する法的承認を受領
2019/01	JP モルガン・チェースは今後 2 年以内に資金 2000 億ユーロをフランクフルトに移す方針を明らかにした。この額は、従来伝えられた規模の 2 倍に上る
2019/02	UBS グループが一部業務と人員を英国からドイツのフランクフルトに移転させる計画を、英裁判所が承認。一部業務を英国からドイツ子会社に移し、200 人足らずの人員も異動。3 月 1 日に発効
2019/04	UBS はブレグジット決定後英国の人員を 500 人以上増やした。外部委託していた業務の一部を社内に戻したため
2019/04	仏 BNP パリバも 17 年 7 月の英不動産会社買収後、英国内の人員が EU 離脱決定前より増加

会社を設立するなど、ブレグジットに際した対応を決めた。

とはいえ、こうした金融機関の戦略が功を奏

するのか、それともただのコストアップに終わるのかは、まだわからない。同等の対応ができたとしても、ロンドンから他にシフトしたこと

図表4 日本の金融機関の戦略

2017/07	三井住友 FG 傘下の三井住友銀行と SMBC 日興証券はフランクフルトに現地法人を設立すると発表。19 年 3 月までに現地法人を立ち上げ
2017/08	みずほ FG は証券の拠点をロンドンに構えていたが、新たにフランクフルトで免許を取得し、欧州拠点とする。みずほ証券が現地法人の設立準備を始めた。債券などの引き受けやトレーディング業務の一部をロンドンから移すことも検討（フランクフルトの現地法人は 2019 年 3 月から営業開始）
2017/08	オランダで銀行の免許を取得していた三菱 UFJFG は、証券業務の拠点も英国からアムステルダムに移転
2018/10	英国でパスポートを取得した三井住友銀行は、19 年に独フランクフルトで全額出資の子会社を設立する。同国でパスポートを取得し、離脱後も欧州での業務体制を万全にする

によりコストアップが収益を圧迫しかねないし、一方、業務の断絶が生じれば、英国と大陸欧州の両方でビジネス機会を確保したことが正しい選択であったということになる。手を打たなければリスクだが、何が正解かはまだ見えていない。

なお、2019 年 4 月になると、シティから大陸欧州に移された人員は 1500 人弱にとどまっていることが明らかにされた⁸⁾ 他、スイス UBS やフランス BNP パリバは英国内の人員をむしろ増やしていることもわかった。

2. 欧州銀行監督機構とストレステスト

欧州銀行監督機構 EBA をロンドンからパリに移すことが決まった。EU 離脱により英国の金融機関に対するストレステストや欧州における銀行同盟のあり方がどうなるのか、新たな道筋が問われることになる。

欧州の金融機関は、リーマンショック後もギリシャ危機を発端とするユーロ危機があり、さらに 2014 年からのマイナス金利導入を受け、収益に対する苦勞が続いている。そこで、EU はユーロ圏を対象とした銀行同盟を進めてきた。

銀行同盟の構成要素は四つ。単一ルールブック (Single Rulebook)、単一監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism)、単一破綻処

理メカニズム (Single Resolution Mechanism)、預金保険制度 (Deposit Guarantee Schemes) である。このうち、SSM により ECB がストレステストをかけるが、EBA が執行の役割を果たす。これまでは英国の金融機関も対象であったが、EU 離脱後はどうなるか。2014 年 4 月に欧州議会を通過し 2016 年から施行された EU 銀行再建・破綻処理指令 (いわゆる BRRD) に先駆け、英国では早々にベイルインの法制化も進めていたなど、欧州金融システムを安定したものにしていくために、英国金融機関は要の一つと言えたが、今後は不透明となる。

イングランド銀行 BOE は銀行監督当局の中でも極めて厳格で保守的な中央銀行の一つと言えるため、即座に英国金融機関に対するリスクが増加するとは言えないが、リスクが増えないという確信を持つためには、BOE による検査とそのバックアップがより重要になる。2017 年 11 月に BOE は独自のストレステストの結果を発表し、英国主要 7 行が合格したとするなど、そのクレジットリスクをサポートしている⁹⁾。BOE のカーニー総裁は退任を 2020 年 1 月末まで 7 カ月も延期し、EU 離脱によりクレジットリスクの高まりに備える構えも示した他、2019 年 3 月には TLTRO と同様のスキームによる英国金融機関に対するユーロ資金の供

給を可能にするなど、流動性に対するバッファも作った。

英国金融機関が枠組みから外れる場合も、欧州における銀行同盟が維持されうるかどうか、そのあり方を含め、再度見直す必要は出てくるかもしれない。そう考えると、欧州金融機関の枠組みとしての銀行同盟とストレステストにおいては、強力な金融システムの一つが抜ける場合、英国の金融機関に対するリスクより、不良債権の少ない金融システム（ドイツやフランスなど）に負荷がかかりやすくなった面を見落とすべきではないかもしれない。

3. デリバティブ決算・清算機関

ロンドン市場におけるデリバティブ取引は、まずその取引額が集中してしまっている現実を見る必要がある。G20における清算集中義務を受けて、CCP（Central Counterparty：清算機関）の利用が増加してきたが、金利スワップのうち、全体の90%がロンドン¹⁰⁾で行われている。ユーロ建ては更に多くなっている他、金利デリバティブについても同様である。ロンドン証券取引所傘下のLCH（London Clearing House：ロンドン証券取引所グループ傘下クリアリングハウス）クリアネットが担っている。レポ取引も同様で、ユーロ建て取引の多くをLCHクリアネットで行っている。ただし、レポはパリLCHへの移行が進んでいるため、金利デリバティブの取引に比べれば、リスクになり難い。

こうした中でEU離脱が現実味を帯びる中、2011年という早い段階から、ECBはロンドンに一極集中する清算業務をリスクであると指摘していた。当時は英国が欧州司法裁判所に提訴し歯止めが効いてしまったが、ECBにとって

は今こそ、これを移転するよう仕向けるインセンティブが高まっている。仮に合意なき離脱が進めば、EMIR（European Market Infrastructure Regulation：欧州市場インフラ規則）による域内規制の同等性評価を受けないと第三国CCPは決済サービスを提供できなくなる。英国CCPが同等性評価を受ける必要が出てくるわけだが、2017年6月に欧州委員会は、①「ユーロ建て取引を扱う第三国CCPのうちシステミックに重要なもの（Tier2CCP）」に対する監督強化、②欧州証券市場監督機構ESMAの監督権限強化、③同等性評価枠組みの厳格化の立法提案をしている。EUはTier2CCPに対しては特定の分野に限りパスポートに準じたアクセスを認める。EMIRに加え、MiFID（Markets in Financial Instruments Directive：金融商品市場指令）、AIFMD（Alternative Investment Fund Managers Directive：オルタナティブ投資ファンド運用者指令）といったEUルールを用い、同等性を評価した上で認定できるかどうか、ということになる。

英国にとっては、CCPにおける清算業務は収益力に直結する問題でもあり、無理に移転したくないのは道理。決済をおこなってきたすべての関係者にとって、市場の断絶はコストアップにつながるため、BOEを中心に移転は現実的でない、という立場を主張し続けた。対して、大陸欧州にとっては、シティの集中リスクの分散は命題の一つであったことは見てきた通り。しかし、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併計画が2017年3月に欧州委員会により不承認の決定が下されたことで、LCHクリアネットの自発的移転はなくなったなど、大陸欧州の思惑通りにはなかなか進まない展開が続いている。

こうした中、2018年12月19日、欧州委員会は無秩序な離脱に至った場合の対策を公表した。現実的な案として、英国 CCP への12カ月の一時的な同等性認定を導入する。英国はもとよりTPRを3年間採用する予定でもあり、もともとのEU離脱の期限ぎりぎりになって、とりあえずの譲歩策が出された。2019年2月18日には欧州証券市場監督機構ESMAは「英国の合意なき離脱の場合も、EU27カ国の業者はロンドンの清算・決済機関を通して決済できる」と発表した。これにより、LSE（ロンドン証券取引所グループ）、ICE（インターコンチネンタル取引所）、LME（ロンドン金属取引所）が運営する決済機関に対するEU域内企業のアクセスが保証されることとなった。

こうした流れを見ると、おそらく意図的に英国が集中させてきた決済機関は、EU離脱においても簡単に移転できるものではなく、結果、欧州側が譲歩せざるを得ない形に落ち着くように見える。「CCPはEU域内に物理的に所在すべき」という原則はなし崩しとなった可能性もある。ただし、心情的には欧州側が「英国の好き勝手にさせるわけにいかない」と考えるのも当然であり、この先もいつ何時、CCPのEU域内へのシフトを掲げないとも限らないことは覚悟しておくべきである。そう考えると、CCPを前提にした取引を続けてよいのか、リスク管理の観点で見ておく必要はあるであろう。

4. その他（保険契約、ISDA）

保険会社はそもそも多くの企業が子会社をEU域内に持っていたことがあり、パスポート制度に対する対応は銀行程必要がなかった。しかし、クロスボーダー契約（英国と大陸欧州で契約を跨いだ場合には法制度が変わってしまう

ことになる。そうなると、保険契約がそのまま継続できなくなるリスクを伴う）が存続できるかどうか。国ごとの契約に基づいて保険契約を元に戻す形に訂正するとしても、裁判所の認可が必要になる場合はそれなりの準備もコストもかかることになる。さらに、個人情報の移転についても影響が出てくる。一般データ保護規則GDPRによると、個人情報のEU域外への移転は制限がかかる。こうした問題をクリアしようとすると、個別かないしは総括的のどちらかで、データ移転について欧州委員会による認可の必要が出てくる。こうした保険契約が継続可能かどうか、実は予断を許さないのである。

また、国際スワップデリバティブ協会ISDAについても影響を考えておく必要がある。為替、CDS（Credit Default Swap：クレジットデフォルトスワップ、損失の補填を受ける仕組み）などの契約はISDAアグリーメントに則るもので、大半が英国もしくは米国の法律管轄下にある。離脱後にEU域内2カ国間で生じた契約破綻の議論がある場合、英国法の選択が域内裁判所で受け入れられるかどうかなど疑問が残る。2018年9月12日、ISDAはEUベンチマーク規則を踏まえて、デリバティブ取引において参照する金融指標が停止した場合に備えた契約文言としてISDAベンチマーク・サブリメントを発表した。しかし、それで十分か、不透明な部分はある。

IV 金融セクターへのスプレッドへの影響、格付けへの影響

仮に合意なしのプレグジットが選択される場合、これまで述べてきたようにいくつかの問題にまだ明確な答えがないことがわかる。合意な

き離脱という“ベアシナリオ”の場合は、産業が複合的に構造的な変化を蒙るため、経済全般にショックが伝播することになり、景気後退が進む。そうなれば、英国のクレジットスプレッドは更に 75bp から 100bp の拡大が見込まれる。

格付けを考えると、まず、パスポート制度の観点から英国基盤の金融機関は不利になることを想定しておく必要がある。預金貸出、個人投資家向け運用、決済サービスなどは同等性評価の枠組みの対象外であるため、パスポート制度がない場合には EU 域内に銀行子会社を持つ必要がある。パスポート制度がなくなり、同等性評価が難しくなる可能性も残る中、保険契約とデリバティブ契約の継続性が危ぶまれることも問題である。また、SME 向けとクレジットカード融資が多い銀行は、景気後退により資産の質が劣化しかねない。

合意なきブレグジットは英国ソブリンの格下げを視野に入れざるを得ない。そうなれば、連れて、英国金融機関の格下げも必至であろう。さらに、ビジネスへの影響が出れば、資産の質の劣化が避けられず、より格下げの圧力が増すことにもなりかねない。

一方、大陸欧州側の金融機関については、ブレグジットと連動した格下げからは距離がある。ただし、シティの清算機能を転嫁する話がかうまくいかない場合には、様々な取引、清算コストが上がることになるため、そうでなくともマイナス金利の適用により収益力が低下している銀行にとっては、ビジネス上のネガティブな影響を受け易いことは見ておく必要がある。

V 今後の注目点と結び

英国は EU 離脱に関わらず、これまでと同様の金融サービスを提供する環境を確保できることを望んでいる。しかし、当然だが、EU 側はそんな英国の身勝手を条件なしに許すことなどない。

政治的な対立の影で、民間企業が苦勞をすることになる。自動車、医薬品などのセグメントは影響が出る可能性が指摘できる。自動車は関税の導入や供給チェーンの途絶が収益を圧迫するであろうこと、医薬品の場合は輸出の 48% が EU 向けであることに加え、船積みの遅延、新薬の販売許可を EU と英国双方に申請する必要が出てくること、さらに英国で新薬の入手が遅延あるいは不可能となるリスクがある。

金融セグメントへの影響も無視できないことは述べてきた通りである。パスポート制度については、英国の TPR と EU 域内側の一時的措置により、つぎはぎに猶予を確保したとしても、金融都市シティの清算機能のシフトなど問題は残る。同等性評価の認定基準が思惑でずれる可能性も残ろう。できるだけ継続の事業に影響がでないように民間金融機関は工夫をし、努力をするが、その“読み”が正しくない場合もあり得ることである。

合意なき離脱になった場合にも影響が出ないよう、土壇場で EU の欧州証券市場監督機構 ESMA は英国の中央清算機関が EU の顧客へサービスを提供することを認可したし、英中銀 BOE や米商品先物取引委員会 CFTC は離脱後もデリバティブ取引・清算ができることを決めた。EBA は英国金融機関の EU 域内支店の預金の保護を取計るようにした。EU と英国間の

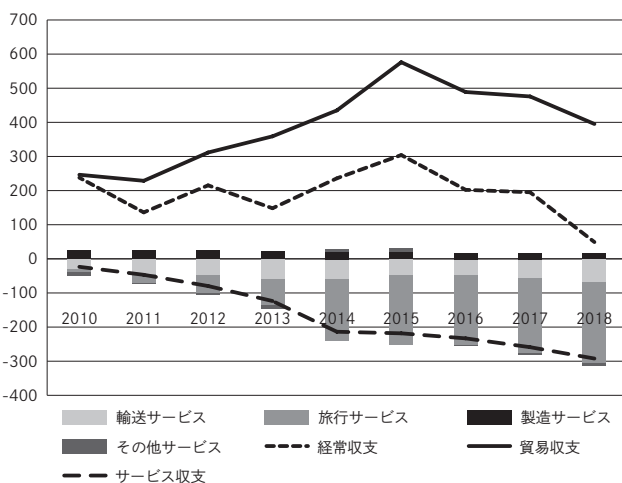
金融サービスの継続性に対する疑義が生じて、両国間の消費者に影響が出ないようにすることが基本路線と信じることは間違いではない。譲歩できないままで影響を被るのは、他国の消費者ではなく、英国と英国よりは影響が軽微とはいえ EU 域内の国民だからである。ただし、一筋縄にはいかないことを考えれば、少なくとも英国を中心に欧州企業のコストアップによる収益減は見ておく必要がある。ブレグジットについての動向がはっきりするまでは、政治的な思惑から、人為的にクレジットリスクがゆらぐことには慎重でありたい。さらに、欧州に生じたりスクは直接間接問わず、日本への影響も無視できないことは自明と言える。

[注]

- 1) 2019年4月10日に行われたEU臨時首脳会議で、英国のEU離脱期限を10月31日までの再延期を決定。「合意なき離脱」の回避を最優先とし、EUが譲歩した形。しかし、6月に進展を点検し、英国が5月の欧州議会選に不参加なら6月1日に離脱が決定するなど、が合意事項
- 2) EUは分担金に加えて諸政策に対するコミットメントなども清算金に含まれるとし、ユンケル委員長は600億ユーロの支払いを概算している一方、英国上院は150億ユーロ程度としていた
- 3) 2017年8月のJCIF「Brexit交渉と金融機関の移転計画」レポートにブラッセルのシンクタンク、ブリュッセルや米国コンサル会社オリバー・ワイマンなどの会社の試算が紹介されている
- 4) 「野村証券グローバルハウスの火種」（きんざい、外村仁著）のp.25「サッチャー政権とウィンブルドン現象」参照
- 5) Investment Associationによると英国で運用されるヘッジファンド運用資産総額は世界の資産総額の14%に相当する4140億ドルで米国に次いでの世界第二位。この額は過去5年間で80%近く増加している
- 6) EBAが加盟国に要請したのは預金口座の保護である。EUの預金保険制度はEU内の銀行破綻の際に最大10万ユーロを保証しているが、域外の銀行はこの対象とならない
- 7) 2019年3月5日には、ECBとBOEは通貨危機の際に自国通貨を融通し合う通貨スワップ協定を始動させた。これは金融システム維持のサポートになる
- 8) FT2019年4月2日の記事による。離脱後に必要となるEU域内の人員配置について当初見通しを大きく下方修正したと解説している
- 9) 1年以内のGDPが8%縮小・ボンドが25%下落・住宅価格が30%下落を想定したストレステスト。合意なきEU離脱を行った場合でも、大手7行は融資を継続できるだけの健全性があるとの判断がなされた
- 10) “A Fine Balance”と題するカーニーBOE総裁の2017年6月の演説による

シリーズ統計は語る2

中国の経常収支尻を左右する旅行収支の支払超過



出所：IMF-IFS

中国経常収支は、貿易収支の黒字でサービス収支の赤字をカバーする。2018年の貿易収支（国際収支ベース）は3,960億ドルであるのに対し、サービス収支は2,922億ドルの支払い超過である。サービス収支尻のうち、マイナス額が大きいのが旅行収支で、2,370億ドルであった。旅行収支の支払超過は2014年以降に拡大し、2015年以降は2,000億ドルを上回る。

なお、UNWTO（国連世界観光機関）の2017年の海外旅行者数（到着ベースで集計）は約13.23億人。海外旅行での消費額は、中国人旅行者が1位の2,577億ドル。世界全体の5分の1を占める。2017年の中国の海外旅行客数（出国者数）は約1.43億人である。