

本論文は

世界経済評論 2020年7/8月号

(2020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

雑誌のオンライン書店

ブレグジットの迷走が 金融セクターに 与える影響



BNP パリバ証券 グローバルマーケット統括本部副会長 中空 麻奈

なかぞら まな 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、JP モルガン証券を経て、08年にBNPパリバ証券。投資調査本部長、市場調査本部長を経て20年2月から現職。著書『ユーロ連鎖不況』（PHP新書）『早わかりサブプライム不況』（朝日新書）など。

英国がEUから離脱した。これから2020年末までの間にどういう合意に至るのか、あるいは合意できないままなのか。まもなくその結論を見ることになる最終段階に我々はいる。その割には、新型コロナウイルスに割り込まれ、ブレグジットという重大な転換点への関心が薄れているのも事実である。

合意ある離脱に至らない場合、金融セクターはどうなるのか。いくつか残された曖昧なポイントはどうか決着するのか。ブレグジットにかかる単一パスポート制度の代わりとなる仕組みづくり以外にも、金融セグメントに課された問題は山積している。

英国とEUのそれぞれの狙いは何か。金融システムの信用力はどうか。目新しいテーマも含め、様々な切り口から英国およびEUの金融システムや監督当局の思惑と立ち位置を観察し、信用力の変化について探っていけたら、と考えている。

はじめに

2020年1月31日。英国はEUから離脱した。しかし、その記念すべき離脱日にもかかわらず、実感がそれ程ないのは、離脱後の将来を決める関係協定の協議を尚続けているから、に他ならない。移行期間終了の2020年末までにどれだけの合意に至れるのかに焦点が移ったと言える。

とはいえ、ブレグジットに関わるスケジュールは常にタイトであり、2020年末という予定で間に合うのかということには既に不安がある。英国はできるだけうまい離脱をしようとす

る上、米国や日本などを含めたEU以外の国とどう組んでいくかまで広げて選択肢を模索するし、EUは英国が離脱後に規制や税を不当に下げて来るのではないかと不安を取り除くことが必要だ。折り合えるか。

離脱協定の移行期間に関する規定132条1項で決まっている通り、この移行期間は合同委員会によって今年の7月1日より前に決定すれば、一回限り1年または2年間の延長が可能になる。この切り札をいつ使うか、あるいは使わないのか。もっともこの切り札を使う場合にはEU予算の拠出を伴うため、英国として潔しとしない。そのため6月末までに延長できなかった場合には、合意なきブレグジットを選んでお

いて、そのあと二年間を導入期間にあてるとい
う選択肢すらあるようだ。つまりは、どちらに
しろ先送りの公算が大きいというのが現実解に
見える。

現時点では、新型コロナウイルスの影響が世
界的に大きく、あらゆる交渉事が停滞気味と
なっている点は予定外の出来事である。ジョン
ソン英首相とバルニエ EU 首席交渉官の両者が
新型コロナウイルス陽性となり、進展できない
状況にある。元々ブレグジット疲れが出ていた
中での騒動に、金融市場は目を奪われているの
が正直なところで、ブレグジットが脇に置かれ
ている感もある。

それでもブレグジットにより影響が出ると想
定される多くの民間企業は着実に対応し、進捗
が見られている。ブレグジットという大イベン
トに際し、何がどう変化したのかの観察は、将
来この事象を振り返った時に大事なポイントに
は違いあるまい。延長が繰り返される中で、ま
だ合意となっておらず、聊か影響や効果が判然
としなくなっている論点は多くあるのも確かだ
が、ここでは、金融セクターに関する状況や金
融市場に関わる観点から整理をしたい。

I 2019年4月以降の経緯

ブレグジットの交渉は外部者として眺める限
りならだらと続いている印象が拭えない。2019
年4月以降の状況を改めて整理すると次のとお
り。

4月10日にEUサミットにおいて英国の離
脱期限を19年10月末までと決定し、6月には
EU離脱案について再交渉に応じないことを確
認した。英国では5月にメイ前首相が辞意を表
明、7月にはジョンソン氏の首相就任という一

連の政治ショーを展開。その後ジョンソン首相
が19年10月末の離脱方針を改めてEU側に表
明、ブレグジットの交渉はいよいよ最終フェー
ズに突入。19年10月末までの離脱協定案が可
決されない場合には20年1月末までのEU離
脱案の延長を英下院で可決し、実際、20年1
月末でのブレグジットとなった。

金融セクターに関しての合意には進展が見ら
れない。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あれ営業できるとす
る単一パスポート制度が、合意なしになくなっ
た場合に、いかにこれまで通りの金融サービ
スを展開できるのか、という課題がすっきりとは
解決されていない。とりあえずの措置として英
国側は一時的認可制度（Temporary Permis
sions Regime 以下TPR¹⁾）の導入を決め、英国
での活動には3年間の猶予が与えられたのが
2018年7月。2020年中に合意なき離脱になっ
た場合でも、EU企業の英国での金融サービ
ス活動の担保として、BOEはTPRへのエン
トリーを促した。一方、EU側の措置は曖昧なま
まである。EUにしてみれば、離脱する英国に
“いいとこどり”を許さないのはもったもな
こと。合意の方向性とはいかなるものか。

ところで、金融サービス交渉は漁業と一体的
にすることが鍵と言われている。昨年の合意事
項の説明²⁾を見ると、金融サービスと漁業がク
リティカルなイシューであるとの取り上げが見
られている。

漁業問題は遡ること1964年のロンドン条約
である。内陸国の多いEU各国の漁業にとっ
ては死活問題だが、同条約をきっかけに英国の排
他的経済水域でEU各国が漁業をすることが認
められた。これが共通漁業政策の始まりで、オ
ランダ、ベルギー、フランス、デンマーク、ア

イルランド、スペイン、ポルトガルなど多くの国の英国海域での漁を可能にした。それ以降、欧州委員会がクォータ（漁獲枠）を割り当てることになった。結果、2015年時点で英国水域の漁獲量の59%が英国以外のEU漁船によるもの、との試算³⁾が示す通り、英国にとっては割を食わされていた部分であった。しかし、ブレグジット後はクォータの割り当てといった発想から離れ、英国が海域を支配できる公算は大きい。政治的な問題として無視できない漁業問題に対し、EUが英国側の譲歩を引き出すためには、金融サービスにおけるEU側の譲歩は一つの手、に見える。

II 金融サービスで合意すべきこと

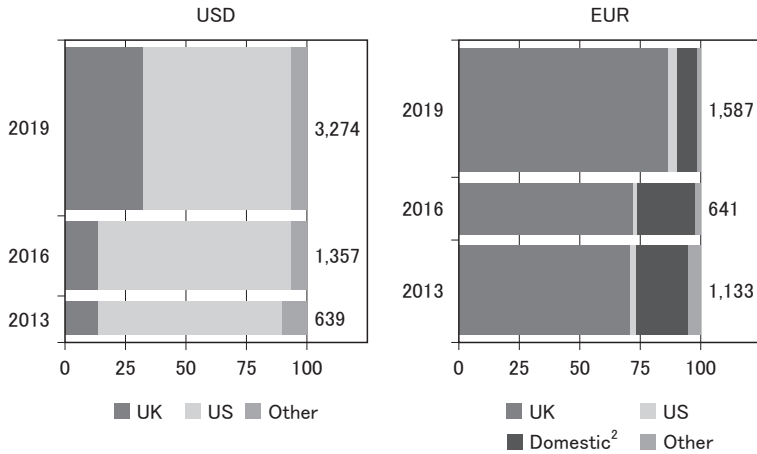
では、金融サービスの合意事項の中に、何を求めたいか、である。単一パスポート制度に代わる同等性認定や相互認証が含まれるかどうか大きなポイントになる。預金や貸出業務の扱いも重要だが、欧州の代表的な金融都市ロンドンにある機能をどうするのか、というEU側から見ればもっとも頭の痛い問題も未解決なままであり、今のままでは、英国証券取引所へのアクセス等がいきなり断たれるリスクも残っている。EU規制当局は、2017年6月に第三国に所在するクリアリングハウス（以下 CCP）に対する規制を含めた EMIR（European market infrastructure regulation：欧州市場インフラ規則）改正法案を公表した。CCPの破綻処理プランの事前策定を義務付けるほか、第三国の CCPのうちシステム上重要と分類される場合（Tier2と分類）には ESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督局のことだが、本部がパリにある）が直接監

督すること、ESMAが欧州委員会に対し CCPの拠点移転を提案する権限を保有すること、などが決められた。基本的には、EU域外に拠点を置く清算機関の利用を禁止しているため、ロンドンの清算機関をこれまで通り使うことはできない中、どうするか、の対応を迫られたというわけだ。EUにとっては、適切な規制と監督が行われていることへの確信が必要であるため、ロンドンにある清算機関を欧州域内に移転させるか、ロンドンに置いたままであってもEU側の意向が反映できるよう、監督や統治が効くように持っていきたい。しかし残念ながら、そうした強い意向に関わらず、ロンドン証券取引所参加の LCH（London Clearing House）クリアネットの取引量は相変わらず圧倒的であるのが現実だ。BISのサーベイ⁴⁾から OTC金利デリバティブの売買高を通貨および取引場所ごとに見ると、4月の取引平均値で2019年に向けてむしろイギリス・ロンドンのシェアが上がっていることがわかる。

ドイツにある Eurex が徐々に勢力を強めているとの話もあるものの、明らかにロンドンの清算機関に分がある。英国はこの事実を盾にして交渉に臨むという姿勢を崩していないようにも見える。もっとも困るのはEUのほうであり、同等性認定がない場合でも2020年3月末まで英国の清算機関へのアクセスを認可した⁵⁾。なお、この通達は2019年12月に行われたが、英国 CCPにはメンバーシップの解消のためには事前に3か月前に通知しなければならないルールがあることに注意が必要である。とすれば、2020年12月末までの合意なき離脱となる場合には、それまでに、できれば複数年の延期措置が取られていなければ混乱を招く。

他にも CSD（Central Securities Deposito-

図表1 OTC金利デリバティブ売買高
—通貨および取引場所ごと—



注：1. 国内およびクロスボーダーの国内ディーラーの取引というダブルカウントを調整したもの。2. ユーロ通貨で取引されている地域を指す。図表は4月の取引平均値で単位は10億ドル
出所：BIS Triennial Central Bank Survey.

ries：証券集中保管機関）や保険会社に対する同等性評価など、様々な問題点を残している。「英国のEU離脱に向けた準備の完了」（2019年9月4日付COM（2019）394final）では、EU内の事業者を対象に公証および集中保管サービスの提供を継続することを、暫定的に認めた。また、一方の保険会社については、金融機関と同じでパスポート制度の有無が今後のEU、英国での営業体制に影響を与えることになる上、クロスボーダーの既存保険契約の対応のため、TPRを認めている英国に対し、EUではそうした措置がなされていない問題もある。これらについては、PartVIIの移転の申請が増えているという。この申請は事業の再編を行うための手続きで、国を通じた合意が得られない代わりにの措置と言える。しかし、申請してからスムーズにいても手続きに11か月以上かかりそう⁶⁾であるため、早めに申請をしなければ、金融サービスの提供で顧客に迷惑がかか

ることになりかねない。2020年1月21日現在、PRA（Prudential Regulatory Authority：健全性規制機構）にTPRの申請を出した保険会社は389社。フランスの会社が72社と最も多くなったが、アイルランド、ドイツ、ルクセンブルグは50社強とそれに次ぐ。

III 金融機関の対応

合意なき離脱に陥った場合には、パスポート制度に代わる仕組みが完結できていないという懸念が残ることは述べてきた通り。しかし、民間の金融機関はプレグジットに係るプロセスに時間がかかった分、着実に対応を進めてきている。パスポート制度がなくても、金融サービスへの影響は限定的である公算も大きい。

そもそもロンドンに代わる金融都市として、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）などが手を挙げた。しかし、ブレグジットによって、数十万人にのぼる金融関係者がロンドンを離れ、こうした都市に移るのだと噂されたのは当初だけ。ユーロプラスによれば、パリが2016年から集めた金融関係者は約4000名程度。また、EYファイナンシャル・サービス・ブレグジット・トラッカーによれば、43の金融機関が人材不足を補うため2400名以上の現地採用を進めるとともに、7000名がロンドンから他都市に移ったと伝えている。New Financialによると、332の金融機関が合意なき離脱対応とも言うべきコンティンジェンシープランに則り、ロンドンから拠点を移したのだという。主な先としてダブリン115、ルクセンブルグ71、パリ69、フランクフルト45、アムステルダム40（重複があるため総計を越すことに注意）。パリは比較的業態に関わらず選択されたようだが、ダブリンとルクセンブルグはアセットマネジメント、フランクフルトは銀行・投資銀行、アムステルダムはトレーダー人気に支えられたという。厳格な規制下にある銀行・投資銀行は金融監督当局のあるフランクフルトを選び、アセットマネジメントやトレーダーは登録などの自由度を重視したということだったと推察される。

具体的な金融機関の合意なき離脱に対するコンティンジェンシープランを見ると次のとおり（図表2）。TPRが認められている大陸欧州の金融機関の動きに比較し、英国の金融機関はしっかりと道筋をつけているように見受けられる。しかし、その英国の金融機関対比で見ても、積極的な姿勢を見せているのが米国金融機関である。米国金融機関はとりわけビジネスライクごとに都市の選好を変えて、分散させてい

ることが見て取れる。マクロン大統領が自らセールスを買って出て、税制優遇や手続きの簡素化をニンジンに必死に売り込んだ割には、パリを始め、一都市でロンドンの受け皿となる都市はなかったという、皮肉な結果でもある。

実際、金融機関各社は欧州でのオペレーションの太宗をロンドンに残したまま、ブックだけ主たる大陸欧州拠点に移したという行動をとっている。また、引受業務を行う場合などは、EUに所在する別法人格でロンドンでの起債を行っているようだ。PRAがバックトゥバック取引やリモートブックイングなどに寛容的立場を取ったことも功を奏し、いざとなった時のEU拠点は確保しながら、ロンドンでの取引を続けているというのが実態である。

IV ブレグジットによる金融機関の信用力

1. 格付け機関の考え方

格付け機関はこうした一連の動きをどう観察しているのだろうか。

S&Pは合意なき離脱はしない、緩やかなフリートレード的な結びつきを前提とするも、合意なき離脱の可能性も高まっていることを受けて、英国およびEU（EUへの影響は相対的に軽微）に格下げプレッシャーがかかるとした⁷⁾。特に英国については、離脱なかりせば、経済成長も堅調だったとみなせるなど、喪失が大きいという見方だ。英国の現行格付けAAについては、見通しネガティブ。

金融機関に対してはどうか。ムーディーズは合意なき離脱の場合には、銀行の収益性が問題となると指摘している⁸⁾。景気の落ち込みにより、借入需要の減少、SMEを中心に貸出金の

図表2 主な金融機関のブレグジット対応

英国	
パークレイズ	主たる移転地はダブリン。フランクフルトとパリには支店あり。ダブリンには1600億ポンドの資産と175名のスタッフを移転済み
HSBC	パリにシフト。1000名以上を移転させる予定だが遅れている
ロイズ	ベルリンに300名を移転させる。フランクフルトとルクセンブルグに支店
RBS	アムステルダムへのシフト。150名を移転させる予定
スタンダードチャータード	フランクフルトが中心でシフト。パリにも支店
欧州	
BNPパリバ	パリ。100名をロンドンから移転させる予定
ソシエテジェネラル	パリが中心。200名をシフト
ドイツ銀行	フランクフルトが中心。250名を移転させる予定
クレディスイス	投資銀行業務はフランクフルトにシフト。セールスとトレーダーはマドリッドに。その他ルクセンブルク、ミラノ、パリ、ダブリンにオフィス。250名を移転させる予定
UBS	フランクフルトにシフト、200名程度を移転させる予定
米国	
バンカメ	200名近いマーケット業務はパリ。1000名働けるトレーディングフロア設置済み。バンキング業務はダブリンに移転。その他、アムステルダム、ブリュッセル、フランクフルト、マドリッド、ミラノにも支店あり。フランクフルトのヘッドカウントは80から150に増加。全部で400-500名移動させる予定
シティ	パリとフランクフルトにオフィス。フランクフルトに最初決めたが、従業員の反発にあり、パリに。もともと250名の従業員を移す予定が63名でスタート。ルクセンブルクはプライベートバンク業務の支店
ブラックロック	主たる移転地はアムステルダム。ヘッジファンドやPEといったオルタナティブ投資の支店としてパリ。ブタペストにも支店
ゴールドマンサックス	投資銀行業務はフランクフルト、マーケット業務はパリ、アセットマネジメントはダブリンにシフト。400-500名を移転させる予定だが700名以下
JPモルガン	バンキング、マーケット業務はフランクフルト、パリにも一部移管。パリは450名が働ける社屋購入。アセットマネジメントはダブリン、ウェルスマネジメントはルクセンブルグに移管。アムステルダム、ダブリン、マドリッド、ミラノにも支店あり。400名を大陸欧州にシフト可能な要員として契約し、待機中
モルガンスタンレー	投資業務とマーケット業務はフランクフルトにシフト。アセットマネジメント業務はダブリンへ。アムステルダム、ダブリン、マドリッド、ミラノ、パリにも支店。400-500名をシフト要員としている
ウェルズファーゴ	投資業務およびマーケット業務をパリに、アセットマネジメント業務をルクセンブルグに移転
日本	
野村	パリにシフト。フランクフルトへの移転予定のところ、パリの誘致に負けた形。100名をシフトさせる
MUFG	オランダで銀行免許。証券業務をアムステルダムに移転。ロンドンではトレーダーなど採用増
SMFG	フランクフルトに現地法人を設立
みずほ	フランクフルトで証券免許をとり欧州拠点とする。一方、ロンドンの採用も増加させている

出所：各報道資料より BNPパリバ証券

不良化、コスト見直しなどが必要となるため、収益を圧迫するためだ。ところが、格付けに対しては英国および EU の金融機関に対する影響は限定的、との見解を示す。厳格な規制のもと、多くの金融機関の財務内容は“よい”。英国の金融機関も例外ではない。資本バッファは十分にある上、資本の質も多様化されている。少々の収益の落ち込み程度では信用力に影響が出ない、という判断である。

ブレグジットという大きな転換期にあって、信用力の変化がない、というのは甘い見方に見えなくもないが、S&P も Fitch⁹⁾ もほぼ同様の考え方をしている。コンティンジェンシープランをそれぞれの金融機関が進めてきたことを考えると、2020年12月末以降の急激な変化が想定しづらいことも確かである。

2. EU からの攻勢も

ブレグジットによって、英国の金融機関は EU 主導の様々な規制の呪縛から解放されることや、その結果、欧州での顧客はある程度失ったとしても米国やアジアでの顧客獲得につながる可能性がある。一方、EU 側にとっても英国金融機関が域内から抜ける意義もある。

最たる例が2014年に可決された Markets in financial instruments directive II、いわゆる MiFiD II である。施行は2018年1月。取引の透明性要件とその適用除外、CCP における非差別アクセスなどの規定が盛り込まれた他、アルゴリズム取引に対する取引規制の導入、商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化、投資家保護の強化、第三国の EU 市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入などが改定された。この MiFiD II の適用範囲が多岐にわたったことで、金融市場関係者のビジネス

にも大きな影響をもたらした。リサーチサービス料金と執行手数料のアンバンドリング規制が入ったことにより、それまでのリサーチビジネスモデルはすっかり変容させられたと言っても過言ではない。こうしたオープンアクセスやアンバンドリング規制は英国側の要望で入った規制であったことを踏まえ、EU 側はこれらの譲歩を巻き戻す、というのである¹⁰⁾。米国金融機関がリサーチを低価格で提供するなどして、欧州金融機関が無理な競争に晒されることがあれば、低価格でのリサーチ提供を禁止するようにするなど、対策が取れるようになる。

ハードブレグジットであれば、英国、EU の金融機関の信用力にはネガティブとなるが、緩やかな合意がなされた場合には、ドラスティブな信用力の毀損は考え難い。これをベースに、信用力の考え方としては、実績を伴う英国に分がある競争力が EU 側の巻き返しや欧州勢から他地域へのシフトなどでどう変わるかを見ていくことになるだろう。

V 金融セクターには残る課題が山積

1. LIBOR とベンチマーク

不正問題に端を発し、ロンドン銀行間取引金利 LIBOR が廃止されるのが2021年末。代替指標として RFR リスクフリーレートをあれこれ模索している最中だが、まだ決定打はない。とはいえ LIBOR が廃止されることは確実であるため、金融市場はこの適応にも追われている。基準金利ができさえすれば問題はないが、LIBOR と新しい RFR の間に差が生じるようだと、どう調整するのが大事になる。明らかな損得が生じるような設定は避けなければならない、ということである。

基準金利を変えるだけだが、細かな問題は多い。たとえば、LIBOR 廃止が想定されてからの起債はそれなりに対応が進み、LIBOR 廃止の場合には次の基準となる金利を使う、など目論見書に記載済みだ。しかし、2018年より前に起債された債券の場合には、LIBOR がなくなった場合の考慮がなされていない場合も多く、発行者と買い手の間で LIBOR 廃止後どうするかを取り決めておく必要がある。他にも、既存の債券のうち、一定期間を経た後、基準金利に対してステップアップが起こることを想定した債券がある。その場合の基準金利として LIBOR が使われているケースはどう対応すべきか。こうした適合に努める必要がある。

加えて、LIBOR 問題と同根の BMR (Benchmark Regulation：金融ベンチマーク規制) の問題もある。同じく 2021 年末までの適用だ。ベンチマークについても重要度でランク分けし、もっとも重要だと思われるクリティカル・ベンチマークの場合には ESMA が責任を持って規制および監督を徹底する。厳格すぎる規制があれば、ベンチマークに協力する機関が減少する可能性を残すが、一方で、EU 金融ベンチマーク規制に基づいて、EU 基準に則しているかどうかの同等性評価が必要になる。若しくは、ベンチマークを規定する登録者が当該国の監督を受けているか、ESMA と協同できる監督機関であり監督に信頼が持てるかなども基準となる。BMR に従わざるを得ない EU 域内の金融機関が、それ以外のベンチマークを使った投資を控えるようになれば、資金の流れが変わってしまうかも知れない。この分野も EU 基準との“同等性評価”が課題となることを見ておきたい。

2. 金融機関当局の覇権争いと協調

EBA (European Banking Authority：欧州銀行監督機構) がロンドンからパリに移ったのが 2019 年 6 月。欧州の金融機関は銀行同盟を推し進めており、単一ルールブック、単一監督メカニズム (SSM)、単一破綻処理メカニズム、預金保険制度の四つを共有している。SSM により ECB がストレステストをかける仕組みだが、EBA が執行の役割を果たす。これまでは英国の金融機関も検査対象であったが、今後は外れる可能性もある。その背景として、2018 年のストレステストでは英国のバークレイズやロイズグループがイタリアの金融機関に並んで自己資本の耐性が低いと判断されたが、BOE が独自に実施していたストレステストでは、自国銀行の安全性や健全性には自信を持っており、見解が違っていたことがあげられる。さらに、2019 年 7 月にはブリュッセルの欧州会計検査院は、2018 年当時のストレステスト (EBA がロンドンにあった) について審査が甘かったという報告書を提出しているなど攻撃的であること、もその理由となろう。金融機関当局も監督の権限をいかに張り巡らせることができるかでしのぎを削っている面が否定できないのである。

もっともいがみ合っただけでもない。欧州における気候変動リスクのとらえ方は、米国、アジアとは違う独特のものがあるため、BOE と ECB は協調して、グローバルの ESG 市場をけん引していくことが必要である。BOE のカーニー前総裁が気候変動リスクに傾注していたことから、BOE の取り組みの方が進んでいる。BOE は地球温暖化が進んだ場合に受ける影響を分析し、二酸化炭素排出量が多い貸出先の在り方の再検討を促し、2021 年からの結果

公表を予定。ECBはデキンドス副総裁が2019年11月に欧州銀行のストレステストに気候変動リスクの導入を検討していると述べ、2022年からの導入を目指す、英国に続いている。

3. 英国における通貨問題

合意なき離脱シナリオを前提にすれば、英国の通貨ポンドは減価を余儀なくされると考えられる（前述した格付け機関のレポート等参照）。しかし歴史を振り返ると、減価された通貨により、いずれは当該国の産業が復活し、競争力を増し、かつ、国の財政悪化リスクについてもサポート要素として働くことになるであろう。

そうした通貨問題を考える際には、英国がユーロを選択せず、ポンドを残していたことを考える必要がある。為替取引のコストがなくなれば、加盟国同士の結束は強く、取引は活発化することが期待される一方で、通貨の投機が始まった時にそれを阻止できない弱みもある。統一通貨であれば、金融政策や財政政策がとりやすくなる面がある一方で、独自の融通が効かない上、財政面で余裕のある国は財政の余裕のない国に富みを移転しなければならないようにも見えてしまう。そう考えると、かなり穿った見方であることを承知の上で言えば、もともと英国にとってのEU参加とは、最小コストで統合メリットとして得られるものをクリームスキミングする意図のみで参加したもの過ぎなかったのではなかったか。

英国は仮想通貨での市場取引とそのビジネスチャンスも視野に入れているのかも知れない。2019年1月にビットコインなど暗号資産が消費者にとってのリスクとなると想定し、規制する協議をしていた英国FCAが、8月に「暗号資産の手引き」を公開した上で、ビットコイン

やイーサリアムなど暗号資産は規制対象外と決めた。

その中で、英国FCAはイーサリアム建て債、ビットコイン建て債などの規制下での発行を始めた。2017年12月にロンドンに拠点を置くNivauraが小売りスタートアップ企業のLuxDecoにプラットフォームを提供しイーサリアム建て債を、また、2019年7月にはルクセンブルクに本拠地を置くArgentoがロンドンブロックエクステンションLBXと共同でビットコイン建て債を発行した。その後も、こうしたトライアルは続いている。ブロックチェーンを使ってコストをかけない債券発行の模索という観点でも有効だが、たとえば、自国通貨の価値が低い発展途上国などの資金調達には当てはまりがよいかも知れない。仮想通貨は規制管轄外と判断しながらも、取引所としての収益を狙っている可能性は十分にある。

Ⅶ 今後の注目点と結び

金融セクターの動きに焦点をあてて、プレグジットの流れを観察していると、痛烈に感じるのがそれぞれの国や監督当局の思惑である。

どう考えても無謀な試みに見えたEU離脱だが、金融セクターに関しては英国にとって意外によい選択だったのでは、という点が目に付く。英国は合意なき離脱であっても離脱を果たすことで、不具合に放置された漁業などを含め、プライドの復権を果たす。金融セクターはむしろ有利に進めすぎたことから、幾らかの信用力の剥落は否めないものの、金融市場取引や人材の集中といった動かしがたい現実を盾に、落ち込みは最低限で抑えられそうな見込みに見える。対して、EUへの影響は存外大きいので

はないか。英国の喪失分を抑制すること自体は全体のパイから考えてコントロール可能だろうが、EU規制で厳しくしすぎた点をどう調整するのかなど懸念もある。

もっともこうした見方も程度問題である。ブレグジットは当初英国のほうにネガティブに見えた分、時間をかけすぎた間に英国の安定にも実は寄与するのではないかと見られるようになっただけでもある。英国が独立したことで得たそれぞれの自由を生かし、米国や日本、アジア地域などとうまく組むのはどちらか。資金の流れはどこに引き付けられるのか。目先の落ち着きどころが見えてきた今、次の扉は開きつつある。新展開での勝者がだれになるのか。金融セクターで言えば、金融当局も含め英国に分があるように見えるも、大同小異でEUが規模の経済を働かせれば勝負の行方はいくらかでも変わる。

る。まだすべてのプレーヤーにチャンスがあるのは間違いない。

[注]

- 1) <https://www.bankofengland.co.uk/eu-withdrawal/temporary-permissions-regime> 参照
- 2) https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/slides_the_wa_explained.pdf 参照
- 3) http://www.jetro.go.jp/exxt_images/_Reports/01/cd6e1bfa52459e08/20170035.pdf に詳しい
- 4) https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912.pdf 参照
- 5) <https://www.lch.com/membership/ltd-membership/ltd-member-updates/brexit-update-lch-limited-article-25-recognition-2> 参照。2021年3月まで1年間の延期が必要であると言われている
- 6) https://www.actuaries.org.uk/system/files/field/document/C9_jinit%20Shah_Geraldine%20Quirk.pdf 参照
- 7) S&Pの2019年10月4日付レポート“Countdown to Brexit: No-Deal Risks Revisited”に詳しい
- 8) ムーディーズの2020年2月3日付レポート“FAQ—Impact of Brexit on UK banks”
- 9) Fitchの2019年10月9日付レポート“Major UK Banks—peer review”など
- 10) 2020年2月6日ブルームバーグ“Brexit worsens for wall street as Europe shakes up finance rules”参照

No.120

季刊 国際貿易と投資

2020年6月



一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

特集 コロナ禍と中国依存

(論文・研究ノート)

- ・ コロナ禍と対中依存リスク
中国をサプライチェーンのハブにしたのが賢い選択だったか…… 大木 博巳
- ・ 中国は新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) に
どう対応したか…… 江原 規由
- ・ コロナ危機で改めて浮かび上がった
韓国にとって切実な「チャイナ・プラスワン」…… 百本 和弘
- ・ 新型コロナウイルスで南アジア40年振り不況に
インドはS A A R C域内協力を呼び掛け…… 山崎 恭平
- ・ タイ経済における中国の影響…… Tin Aiyara
- ・ 米国の半分しか伸びない日本の所得を輸出で拡大
TPPや日ASEAN/日EU・EPA等の貿易効果で
サプライチェーンを刷新…… 高橋 俊樹
- ・ 新型コロナウイルス蔓延によるサプライチェーンの見直し
医療用品の中国依存の脱却から考える…… 増田耕太郎

★国際貿易投資研究所のホームページから全文をダウンロードすることができます
<http://www.iti.or.jp>

発行：2020年6月
2020年6月 頒布価格：2500円

季刊「国際貿易と投資」は年4回発行
頒布価格 (年間購読料)：10,000円

お問合せ、ご購入をご希望の方は
下記までご連絡ください。

発行：
一般財団法人
国際貿易投資研究所 (ITI)

〒104-0045
東京都中央区築地1丁目4番5号
第37興和ビル3階
TEL：03 (5148) 2601
FAX：03 (5148) 2677
E-Mail：jimukyoku@iti.or.jp
URL：http://www.iti.or.jp/

季刊「国際貿易と投資」120号〜2020年6月

特集 コロナ禍と中国依存

(論文・研究ノート)

- ・ コロナ禍と対中依存リスク
中国をサプライチェーンのハブにしたのが賢い選択だったか…… 大木 博巳
- ・ 中国は新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) に
どう対応したか…… 江原 規由
- ・ コロナ危機で改めて浮かび上がった
韓国にとって切実な「チャイナ・プラスワン」…… 百本 和弘
- ・ 新型コロナウイルスで南アジア40年振り不況に
インドはS A A R C域内協力を呼び掛け…… 山崎 恭平
- ・ タイ経済における中国の影響…… Tin Aiyara
- ・ 米国の半分しか伸びない日本の所得を輸出で拡大
TPPや日ASEAN/日EU・EPA等の貿易効果で
サプライチェーンを刷新…… 高橋 俊樹
- ・ 新型コロナウイルス蔓延によるサプライチェーンの見直し
医療用品の中国依存の脱却から考える…… 増田耕太郎

★国際貿易投資研究所のホームページから全文をダウンロードすることができます
<http://www.iti.or.jp>

120号 発行：2020年6月
2020年6月 頒布価格：2500円

季刊「国際貿易と投資」は年4回発行
頒布価格 (年間購読料)：10,000円

お問合せ、ご購入をご希望の方は
下記までご連絡ください。

発行：
一般財団法人
国際貿易投資研究所 (ITI)

〒104-0045
東京都中央区築地1丁目4番5号
第37興和ビル3階
TEL：03 (5148) 2601
FAX：03 (5148) 2677
E-Mail：jimukyoku@iti.or.jp
URL：http://www.iti.or.jp/