

英国のEU離脱における金融資本市場の論点

英国政府は2017年3月、欧州連合(EU)に対して、EU基本条約第50条に基づく通知を提出しました。これにより、英国のEU離脱(ブレグジット)のプロセスは公式に開始されたこととなります。世間の関心は移民問題などに集中していますが、金融資本市場にも甚大な影響が生じる可能性があり、年金運用の観点からは、注視していく必要があるものと思われま

経緯と背景

英国では、2016年6月に実施された国民投票において、離脱票が51.8%と残留票を上回り、国民のEU離脱(ブレグジット)への支持が明らかになりました。その後、議会承認を経て、英国政府は2017年3月、欧州理事会に対してEU基本条約第50条に基づく離脱の意思の通知(50条通知)をしました。

他方のEU側では、上記通知を受けて欧州理事会が離脱交渉ガイドラインを採択し、同年5月には、欧州委員会に対英交渉を授権すると同時に、離脱交渉指令を採択しています。

英国社会では過去10年あまり、EUの拡大に伴ってEUからの移民が急増したことを受け、一般にはブレグジットと言えば移民問題、という趣も見られます。他方、ブレグジットが金融資本市場に与える影響については、必ずしも社会全体の議論を喚起していないというのが実情です。

しかし、欧州最大の金融センターを擁する英国市場がEUから切り離されることは、英国・欧州の金融・資本市場や年金基金を含む投資家に多大な影響を及ぼすだけでなく、英国金融セクターの

収益減少を通じて英国の税収にも影響を及ぼす可能性があります。即ち、年金や公共サービスといった国民の生活に深く関わる事象に、ブレグジットは間接的ながら、重大な影響を及ぼし得る出来事だと言えるわけです。

そこで以下では、ブレグジットが金融資本市場の制度や参加者に与え得る影響について、現時点で明らかになっている材料から、論点別に解き明かしていくこととします。

今後のスケジュール

英国は50条通知の発出から2年後の2019年3月29日を以てEUから離脱することになり、その間、離脱に向けた交渉が英国・EUの間で持たれることとなります。欧州理事会の全会一致があれば、この期間を延長することも可能ですが、EUとしては、他の加盟国でもEU離脱を主張する政党が台頭する中、英国に甘い顔をするわけにはいかないため、延長の可能性は低いとみられています。

英国・EU間の交渉は、大きく分けて、離脱協定交渉と将来協定交渉があります。離脱協定交

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

渉は、2019年3月29日に英国をEUから切り離す際の取り決めに関する交渉で、①英国がEUに対して支払う清算金(フィナンシャル・タイムズ紙は最大1,000億ユーロと試算しています)、②離脱時の在英EU市民・在EU英国国民の権利保護(例えば老齢年金に係る権利等が含まれます)、③アイルランドと北アイルランドの国境問題、が柱となります。他方、将来協定交渉は、離脱後の英国・EU間の取り決めに関するもので、金融サービスの相互進出、それも含めた自由貿易協定(FTA)、関税協定などが含まれます。

英国は、離脱協定交渉と将来協定交渉を同時に進めることを主張しています。これに対してEU側は、EUが関税協定やFTA等を締結できるのはEU域外の第三国のみ(即ちEU加盟国たる英国とはできない)との立場から、まずは離脱協定交渉を先行させ、将来協定は離脱後に締結するものと主張しています。

このように、英国・EUは交渉の順序からして主張が乖離していますが、英国＝要求者・EU＝査定者という立場に加え、交渉の片方が離脱協定交渉を先行させなければ将来協定交渉に応じないと言っている以上、離脱協定交渉の後に将来協定交渉というEUの言い分が通りそうだとする見方が強くなっています。

英国金融業者のEU市場アクセス

英国は現在、EU加盟国ですので、英国の金融業者は「単一パスポート」と呼ばれる仕組みの下、英国の認可に基づいてEU域内他国で営業することができます。しかし、EUを離脱すると、同制度を利用できなくなります。そこで、離脱後のEU市場アクセスの手段が必要になるわけです。

英国の金融業者として最も望ましいのは、従来通り単一パスポートの利用を認められることです。しかしこれは、英国自らが50条通知で、単一市場から脱退する、と宣言していますので、実現

可能性は極めて低いと考えられます。

そこで次の手段として、FTAに従来の単一パスポートと同等ないし近似した取り決めに盛り込むことが考えられます。実際、英国政府は50条通知において、金融サービスなどをカバーするFTAを提案しています。しかしEU側は、個別セクターを優遇すること、EU単一市場と同等なアクセスを付与することには一貫して否定的ですので、これもハードルは高いものとみられています。

そこで考えられるのが、「EU規制における同等性評価に基づくEU市場アクセス」です。同等性評価とは、EU域外の第三国の特定の分野に係る規制・監督について、欧州委員会がEUと同等と認めた場合、当該分野について、当該第三国の金融業者がEUで営業することを認める仕組みを指します。英国はEU加盟国としてEU指令を国内法化していますし、直接適用されるEU規則についても、国内法化する法案が議会で可決される見込みです。

そうすると、この仕組みで英国金融業者のEU市場アクセスは確保できるように見えます。しかし、同等性評価は金融サービスの全分野に対し行われるわけではなく(例えば融資業務ではありません)、また、30日の事前通知でEU側が一方的に撤回することが可能です。しかも、EU側は同等性評価について最近、重要国についてはより多くのリスク項目を評価することを打ち出すなど、プレグジットに備えて厳格化する姿勢をみせています。

結果、英国の金融業者としては、EU域内にEU本部を創設し、そこからEU域内へサービス提供するコンティンジェンシー・プランを検討せざるを得なくなります。

移行措置期間の導入

EU側が主張するスケジュールに基づけば、英国のEU離脱から将来協定締結までの間に空白

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

期間が生じてしまうこととなります。そこで、金融業者としては、その間、従来の単一パスポートないしそれに近似した取り決めに維持する移行措置期間の導入が望ましいということになります。実際、英国銀行協会(BBA)などは、移行措置期間導入の早期決定を要望してきました。

しかし、2017年5月に欧州理事会が採択した離脱交渉指令では、移行措置期間の交渉は離脱協定交渉の後になることが明記されました。すると、移行措置期間導入の有無が判明するのの場合によっては離脱直前ということにもなりかねず、金融業者としてはそれをあてにしているのは、離脱に準備が間に合わないという事態にもなりかねません。英国の金融業者が、見切り発車のような形でEUへの移転を検討しているのは、こうした背景もあるのです。

EU金融監督への影響

他方、英国の金融業者を受け入れるEU側でも、動きが活発化しつつあります。各国とも英国の金融業者を自国に誘致したいところですが、各々の国のスタンスには、現状では隔たりがあり、そこが問題視されています。

例えば、英国金融業者が検討している仕組みとして、EUで顧客注文を取るための小規模なオペレーションを設け、そのブッキングや管理を引き続きロンドン拠点が担う「バック・ツー・バック」と呼ばれるものがあります。これについて、ドイツ当局は一時的・限定的な措置としてしか認めないとしている一方、スペイン当局は広範に認めるとしていることが報じられています。

そのような形で各国が独自の動きをみせると、規制・監督を無制限に緩和する「底辺への競争」が生じる恐れがあります。そこで、欧州委員会は2017年3月、EU金融規制・監督体制の見直しについて市中協議文書を公表し、監督のコンバージェンスなどを求めています。欧州証券市場機構

(ESMA)も近々、バック・ツー・バックなどへの各国の対応の標準化に向けたオピニオンを发出する予定となっています。また、欧州中央銀行(ECB)銀行監督委員会のダニエレ・ヌイ委員長なども、外銀支店や大規模ブローカー・ディーラーへの監督権の拡大を主張しています。

このように、EU側では、英国金融業者に対する締め付けが強まろうとしており、英国金融業者としては、より早期に、より本格的なオペレーションをEUに構築する方向で検討せざるを得なくなっているのが現状です。

今後の注目点

英国の金融業者にとっては、状況は厳しくなりつつありますが、EU側の金融業者にとっても、英国市場との分断が生じるのは望ましいことではありません。実際、英国以外のEU加盟国に本社を置く大規模金融グループの多くは、投資銀行業務を中心に、英国、特にロンドンに巨大なオペレーションを構築しており、英国を含めたEUを一つの市場として営業活動を展開しています。

そのため、英国・EUの金融業者は、英国・EU間の交渉を見極めるために、かつ、英国・EU間の市場分断に備えるために、取引を手控える傾向が出てくる可能性があります。金融規制強化の影響による市場流動性の低下が指摘されている中で、ブレグジットが追い打ちをかける要素になりかねません。

また、ブレグジットが金融以外のセクターに与える影響も当然ながら重要です。英国・EU間の関税協定の有無・内容は英国・EUの製造業者の輸出入に影響を及ぼす可能性があります。FTAも内容次第では関連セクターに影響が生じる可能性がありますし、英国における移民の流入制限も英国企業の競争力低下を招く恐れがあります。

このように、ブレグジットは欧州における投資

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

環境に広範な影響を及ぼす可能性があります。年金基金を含む投資家としては、その動向を注意してフォローしていく必要があるものと考えられます。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月19日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2

アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。