

# EU離脱でデリバティブ取引への懸念を強める英シテイ

大和総研ロンドンリサーチセンター長  
シラエコノミスト 菅野 泰夫

## たった1年間の猶予期間とECBの「拠点政策」がシテイから覇権を奪うか



英国がなんの取決めもないままEUから離脱する「合意なき離脱」の可能性が高まっている。その場合、EUの金融機関はデリバティブ取引の清算・決済にあたって英国のクリアリングハウスを利用できなくなり、約40兆<sup>ドル</sup>の契約が無効になるともいわれている。EU側は、欧州への契約移管のために1年間の猶予措置を設けることとしたが、ユーロ建て取引の清算・決済はユーロ圏内のクリアリングハウスで行う「拠点政策」の進行を含め、欧州の都市に新たな金融街として覇権を握らせようとする思惑も見え隠れする。1年間の猶予期間後の取扱いも今後の焦点となる。

### デリバティブ取引の多くがロンドンを經由

英国とEUは2018年11月14日、英国のEU離脱（ブレグジット）における協定交渉で合意に達した。しかし、依然とし

て、英保守党内の強硬離脱派がその内容に反対しており、議会採決で承認を取り付けることが困難な状況となっている。このため、19年3月に英国がなんの取決めもないまま、EUを離れ第三国になる「合意なき離脱」の可能性が高まっている。合意

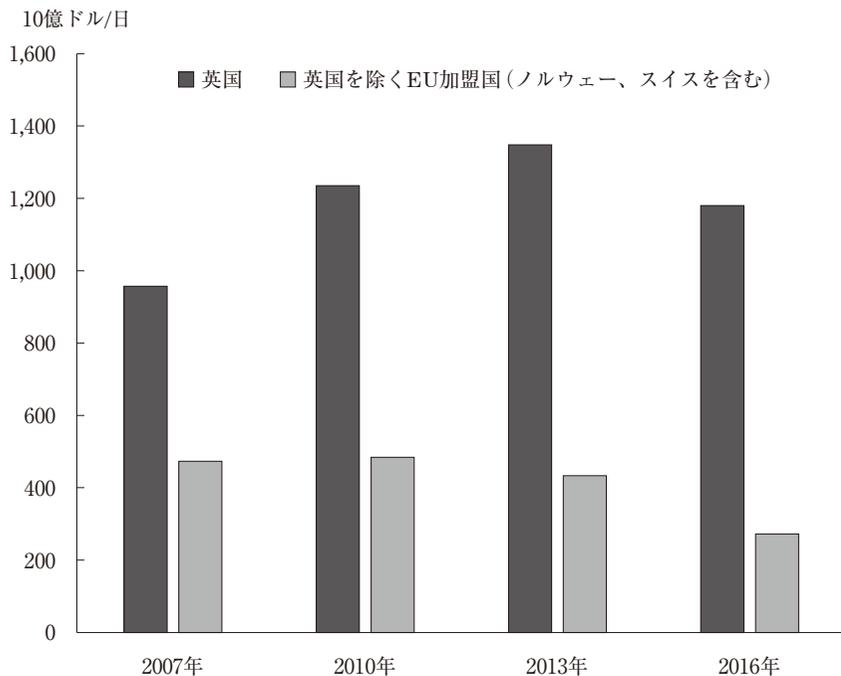
なき離脱のシナリオが近づくとつれ、英金融街シテイ（以下、シテイ）に拠点を構える金融機関は、凶表のように活発に行われている（英国の）店頭デリバティブ取引が、離脱後も継続性を確保できるか否かに警戒感を強めている。

08年のリーマンショック以降、金利スワップなどの店頭デリバティブ商品については、金融機関の未決済リスク伝播を防ぐため、クリアリングハウスによる清算がG20によって義務付けられ、いまや世界の店頭デリバティブの6割以上がクリアリングハウスで清算されるようになった。なかでもシテイは、530兆<sup>ドル</sup>もの取引額（想定元本ベース）といわれる世界のデリバティブ取引におけるクリアリング（清算・決済）の心臓部にあり、金利やクレジット、コモディティ関連の取引の多くが、シテイの主要中央清算機関（クリアリングハウス）で清算・決済される。EU加盟国で取引される金利スワップ契約のほとんどが、ロンドンを經由しており、特に（ロンドン証券取引所の傘下にある）LCHクリアネットは、全通貨における金利スワップの過半数を処理していると考えられる。

欧州中央銀行（ECB）は、デリバティブ取引のクリアリングハウスはEU規制当局の認可を得たものでなければならぬ

# ブレグジットと英国デリバティブ契約の行方

【図表】 欧州での店頭金利デリバティブの（一日平均）取引規模



(出所) BISから大和総研作成。

と規定している。つまり、英国のクリアリングハウスが適切な規制および監督下にあるとEUが認めない限り（＝同等性評価を得ない限り）、EUの金融機

関や企業は、英国のクリアリングハウスを利用することができなくなる。EU加盟国で取引される金利スワップ契約のほとんどが英国のクリアリングハウス

で処理されているため、その場合、甚大な影響が予想される。

## 約40兆円相当の契約が無効に

ところが、欧州証券市場監督局（ESMA）は、英国が第三国になるまで、同等性評価の申請も受け付けないとしている。

英国中央銀行（BOE）の金融政策委員会は、デリバティブ契約に関する不透明部分が多いことから、EU金融当局に対してEU離脱時の対応を要請。BOEは、離脱協定の妥結なく離脱した場合、EU加盟国の投資家が保有する約40兆円（約5800兆円）のデリバティブ契約が無効になると警告している。英国が第三国になった際、BOEおよびシティの金融関係者にとり、19年3月以降に満期を迎える契約について、英国のクリアリングハウスの利用をどのように継続するかが焦点となっている。

合意なき離脱の場合、この約40兆円のデリバティブ契約をシティのクリアリングハウスから、

費用が割高なEU加盟国などのクリアリングハウスに移管させなければならぬ。ただし、英国に匹敵する規模のクリアリングハウスがEU加盟国内には存在しないうえ、契約の種類によっては清算・決済に関する認可を持たないため、シティからEU加盟国内へ移管できないものもある。

また、金融機関にとっては、契約の移管は、何千もの契約をクローズさせ、どこかほかの場所での新たなポジションを開くことであり、相当の労力・コストがかかる。クリアリングハウスがポジションのクローズを求めるとなるため、合意なき離脱になることが明確になれば、11月末あるいは12月上旬にはその旨の通知を出さなければならない。そのため、各金融機関は慎重な姿勢を保っている。シティにおけるクリアリングハウスへのアクセスを失えば、契約当事者にとって取引コストが急上昇する、あるいは市場へのエクスポージャーに対するヘッジができなくなる。金融関係者は、合意

なき離脱の場合による混乱を避けるため、英国のクリアリングハウスで継続して取引できることが重要であり、効果的な解決策を短期間に導入すべきであると指摘している。

## EU側の猶予期間は たったの1年

英国は、潜在的な市場の混乱を回避すべく、EU加盟国のクリアリングハウスに対し、19年3月の離脱直後に、英国のクリアリングハウスへのアクセスの許認可を与える意向を示している。英国金融行為規制機構（FCA）は18年10月、合意なき離脱の際も、英国に拠点を持つEU加盟国の金融機関が金融バスポートの暫定的な継続措置（Temporary Permissions Regime）により、引き続き英国での営業を可能とする諮問書を発表した。この継続措置により、EUおよび欧州経済領域（EEA）のクリアリングハウスを含む金融機関は、仮に合意なき離脱が起こったとしても3年間は変わらず英国での営業が一方的

に（EUが同様の措置を取らなくても）保証されている。

これに対して、欧州委員会のヴァルデイス・ドンブロウスキ副委員長は、「デリバティブ契約のクリアリングに混乱を生じさせないために迅速に対処する必要な手段はそろっており、それを講じる時間も19年3月の離脱期限までに十分ある」と話すなど、切迫感があまりうかがわれない。18年10月末になってようやく、同副委員長はメディアの取材に対し、英国がEUから合意なき離脱をした場合、EU加盟国の金融機関が引き続き、英国に拠点を置くクリアリングハウスにアクセスできるように、短期間の救済措置を付与すると発言した。

ESMAは18年11月8日に、規制技術基準（RTS）に関する最終報告書を公表した。これは、欧州市場インフラ規則（EMIR）に基づく清算ルールについての規定を修正するために提案されたものである。具体的には、EUを拠点にしている金融機関は、合意なき離脱の際に1年間に限って未決済デリバテ

ィブを清算することなく英国からEU域内に移管することができるよう猶予期間を与えるものである（移管は離脱前から事前に行うことができるが、申請は合意なき離脱を条件としている。現時点では12月21日までの法整備に向けて作業を進めている）。

EMIRのもとでは、従来、デリバティブ取引の移管の際には清算義務が生じるが、今回の改正案では合意なき離脱の際に1年間に限り、認可されたクリアリングハウス間での未決済取引の移管を認可している。ESMAは、金融市場の安定を念頭に置きながら、英国を除くEU加盟国は猶予期間1年間のうちに早めに行動を起こすべきだと警告している。

## 「拠点政策」も力ギに

今後の焦点は、EUが加盟国の金融機関に対して猶予期間終了後も英国のクリアリングハウスを延長して利用できるよう許可するかどうかである。ESMAも、英国FCAとの覚書を交わす準備ができていと表明し

ている。しかし、ことはそう簡単には運びそうにない。

例えば、ECBは、ブレグジットを巡ってクリアリングハウスの運営に支障が生じた場合、ユーロ圏内の決済システムに多大な影響を及ぼす可能性があると警告している。そのため、ECBはユーロ建て取引を多く行うクリアリングハウスの拠点をユーロ圏内に置くべきとする「拠点政策」を強く主張している。ECBの本拠地があるフランスフルトにとって、クリアリングハウスの大規模移転は、新たな金融街としての覇権を握る絶好の機会であることは間違いないからだ。

実際にECB理事会は17年6月23日に、クリアリングハウスの拠点をユーロ圏内に置く政策を支持し、欧州中央銀行制度に関する議定書（22条）の改正を欧州議会に対して勧告した。この改正が実施されれば、ECBには明確にクリアリングハウスに対する法的な規制機能が付与され、監督権限の施行、すなわち通貨ユーロの安定に影響を与える可能性のあるクリアリング

ハウスに対し、強制的にその活動に関連するリスクを監視することができるようになる。これは、第三国において、ユーロ建て取引が行われるクリアリングハウス、すなわち、ブレグジット後に第三国としてユーロ建て取引の大部分を担う新たな金融街のクリアリングハウスに対しても厳格な監督権限を持つようになることを意味する。

EU規制当局がシテイに置くクリアリングハウス（あるいはそれに対する規制当局）と、この厳格な監督権限について合意に達しなかった場合、ユーロ建てのデリバティブ契約は、ユーロ圏内への移管を余儀なくされる。欧州委員会は18年10月に、改正勧告を支持する意見を採択し、これを基に欧州議会と理事会での通常立法手続きを進めている。欧州議会は、欧州委員会の提案に対し、数点の改正を提案しており、理事会の関連作業グループでも同様に直直し作業が進行している。結論はまだ出していないが、ECB高官がEU内のクリアリングハウスへの移管を推奨するなど、その行方が

注目されている。

BOEとECBは18年に入り、合意なき離脱が金融システムの安定性に与えるリスクを評価するための共同作業グループを設立した。同グループは、調査結果を欧州委員会と英国財務省に提出し、集中するデリバティブ取引のリスクの高さに警鐘を鳴らしている。「離脱協定の合意に至れば、作業グループが分析したデリバティブ決済を巡るリスクは生じない」（欧州委員会ドンプロウスキス副委員長）と影響を軽視する向きもあるが、クリアリングハウスの問題は、欧州のみならず各国金融市場に波及する可能性も否めない。今後、本邦金融機関にとっても警戒すべき事項と言っても過言ではないだろう。

**すげの やすお**  
99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部、資本市場調査部を経て13年4月から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。

何かと経産官僚の動きが目立つ安倍政権だが、金融庁のコミットも注目に値する。近年の成長戦略に、コーポレートガバナンス・コードの制定、GPIF改革、NISA導入といった主要施策が盛り込まれたのは、金融庁が汗をかいたゆえだ。

2014年10月にGPIFが基本ポートフォリオを変更したのは、同年6月に閣議決定された成長戦略にその方向性が示されたからだ。成長戦略策定の舞台まわしは、内閣官房の日本経済再生総合事務局「貯蓄から投資へ」の実現のためにGPIFを利用したい金融庁にとって、身構える厚労省を説き伏せなければならなかった。当時、金融庁の油布志行・総合政策室長を同事務局参事官として兼任させ、厚労省との折衝にあたらせた。

この成功体験をもう一度——。こんな掛け声が聞こえてきそうな局面が、ふたたび金融庁に巡ってきた。11月6日の「未来投



## 地銀の統合審査緩和と成功体験

資会議」で、安倍首相が「地銀や乗合いバスのサービス維持は国民的課題」と強調し、経営統合の際の独禁法適用の緩和を検討するよう関係閣僚に指示したのだ。今後、具体的な議論は未来投資会議の下部組織「地方施策協議会」で行われ、そのメンバーには独禁法や地方行政に詳しい識者が名を連ねる。乗合いバスの統合については、国交省が独禁法の弾力的運用を求めているという。「合わせ技」で検討作業を進められることは金融庁にとっても願ったりかなったり。長崎地銀の経営統合を巡ってなかなか公正取引委員会と折り合えなかった統合審査緩和。その初手として、「都道府県内のシェアだけで地銀の寡占度を測れない」と指摘した金融庁有識者会議報告書「地域金融の課題と競争のあり方」の事務方担当者、日本経済再生総合事務局のスタッフとして送り込まれた。金融庁の主張をどれだけ反映させられるのか。またしても腕の見せどころだろう。