

2019年12月11日 全6頁

2019年英国総選挙のリスクシナリオ③

EU 離脱後、英国金融セクターは EU 規制と乖離して独自の道へ

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 152

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト
菅野泰夫

[要約]

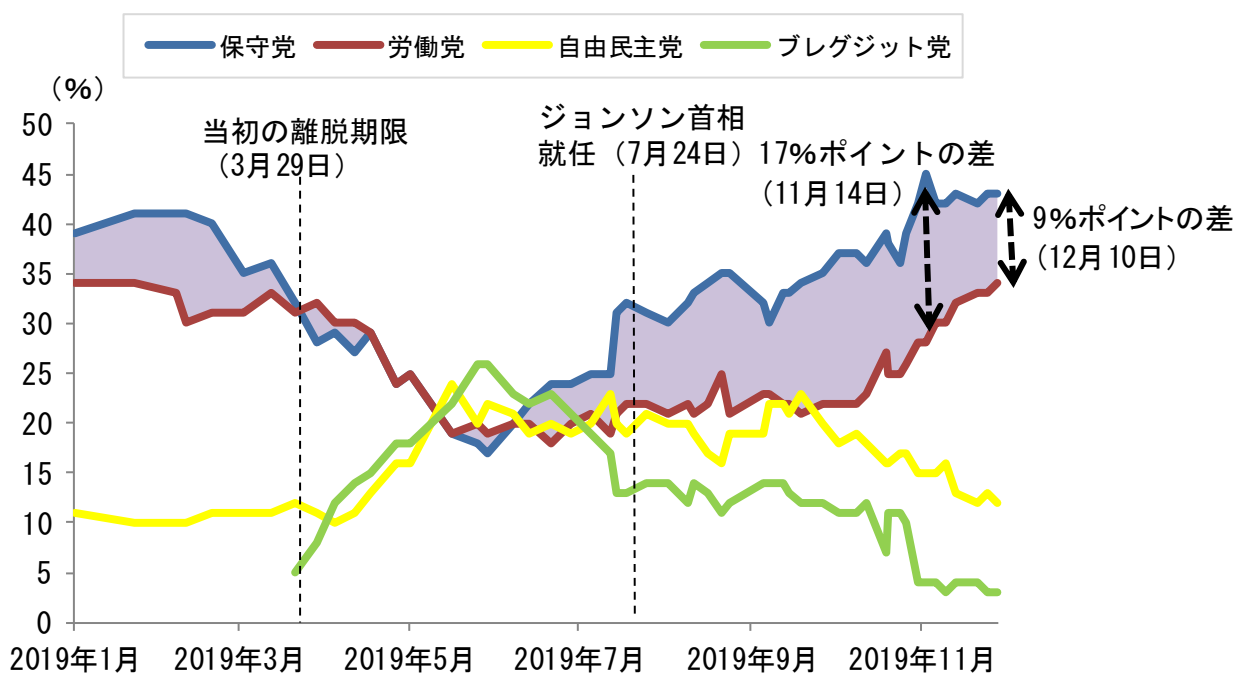
- 選挙前最後の週末に世論調査の結果が相次いで発表されたが、保守党のリードの状況に変化はなく、2位の労働党との差は8%ポイント~15%ポイントである。ただここに来て労働党が追いついており、保守党との差が縮小しつつあることが分かる。差が縮まった理由として、世論調査における保守党の快進撃に危機感を持った労働党が、戦術的投票（タクティカルボート）を呼び掛けており、その効果がここに来て表れていることが挙げられる。
- ハングパーラメントとなった場合でも、政権担当与党が保守党と労働党のどちらになるかによって、今後の方向性が大きく異なってくる。その中でも最悪のシナリオとみられているのが、保守党が民主統一党（DUP）やブレグジット党との協力の下、政権与党の座に就く場合であろう。DUP やブレグジット党はジョンソン首相の新離脱協定案の受け入れを拒否しているため、ブレグジット実現を優先するジョンソン首相が、協定案批准を断念し合意なき離脱に突き進む可能性がある。
- 保守党が単独過半数を確保してブレグジットを実現した場合、シティが最も注目しているのは、移行期間が終了する2020年12月末までに締結が求められている、英・EU間での通商協定の内容であろう。通商協定の中に、同等性認定や相互認証のような金融サービスに関する協定が含まれないと、EU内金融機関の英国証券取引所へのアクセスや、ユーロ建ての金融商品取引などが継続できなくなるため、英国に甚大な影響を及ぼす可能性がある。そうなれば、英国金融セクターは、EU規制と乖離して独自の道を歩まざるを得ないことが予想される。

戦術的投票（タクティカルボート）が功を奏して労働党の支持率も上昇

12月12日の英国総選挙に向け、各政党は最後の追い込みをかけている。選挙前最後の週末に各社の世論調査の結果が相次いで発表されたが、保守党のリードの状況に変化はなく、2位の労働党との差は8%ポイント～15%ポイントである。ただここに来て労働党が追い上げており、保守党との差が縮小しつつあることが分かる。YouGov社の世論調査によると、10月末から11月2週目までの調査では17%ポイント差があったものが、12月10日時点では9%ポイント差までその差が縮小した。保守党が安定的な過半数を取るためには、10%ポイントの差が必要であり、6～7%ポイントより縮小するとハングパーラメント（どの政党も過半数を取れない状態）に陥る可能性が高くなるといわれている。

差が縮まった理由として、世論調査における保守党の快進撃に危機感を持った労働党が、戦術的投票（タクティカルボート）を呼び掛けており、その効果がここに来て表れている可能性が挙げられる。戦術的投票とは、支持政党や、選好する候補者への投票をせずに、筆頭候補者以外で当選する可能性がより高い候補者に票を投じる（筆頭候補者を引きずりおろす）ことである。2017年の総選挙では174議員、2015年の総選挙では334議員が過半数以下の得票数で当選しており、そのような選挙区では第3位以下となった候補者に票を投じた有権者全員が、次点となった候補者に投票していれば、当選議員が変わっていたことを意味する。

図表1 YouGov社による支持率の推移



(出所) YouGov社より大和総研作成

保守党・労働党のどちらが勝利しても不確実性は残る

保守党が単独で過半数を確保した場合に、ジョンソン首相が獲得した新離脱協定案の批准が現実視されている。合意に基づく離脱は英国の投資家が長く求めてきたシナリオであり、ポンドの価値は一時的に上昇するとみられる。ただし、その後の市場の注目点は離脱後の経過措置として現状の枠組みを維持する「移行期間」の長さとなるだろう。保守党のマニフェストは、2020 年末までとなっている移行期間の延長を否定し、ジョンソン首相も延長しないと公言している。このため、延長申請の期限である同年 7 月 1 日までに英・EU 間での通商協定が締結されず、ジョンソン首相が前言撤回しなかった場合、英国は WTO ルールに基づく通商という合意なき離脱と同等の影響を持つ事態に陥り、英国経済の不確実性が再燃する。仮に通商協定が結ばれたとしても、拙速な交渉となり、悪い条件しか獲得できなければ、企業の投資は抑制されたままとなる可能性が高まる。

またハングパーラメントとなった場合は、政権担当与党が保守党と労働党のどちらになるかによって、今後の方向性が大きく異なってくる。その中でも最悪のシナリオとみられているのが、保守党が民主統一党（DUP）やブレグジット党との協力の下、政権与党の座に就く場合であろう。DUP やブレグジット党はジョンソン首相の新離脱協定案の受け入れを拒否しているため、ブレグジット実現を優先するジョンソン首相が、協定案批准を断念し合意なき離脱に突き進む可能性がある。議会の膠着状態が続き、合意なき離脱の懸念が再燃することで、ブレグジット以外の政策もストップし、英国への投資はさらに低迷する。労働市場も悪化し、失業率が大きく上昇するなどの影響も想定される。

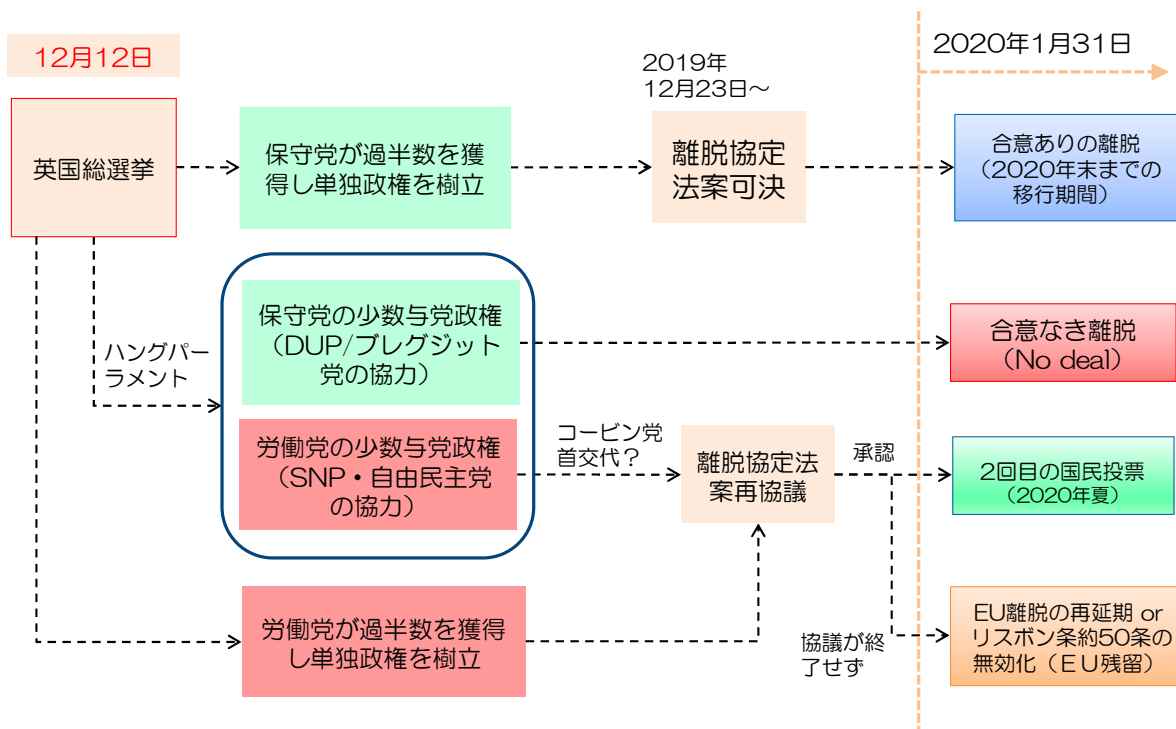
一方、労働党が、スコットランド国民党（SNP）や自由民主党からの協力を得て、少数与党政権を樹立した場合は、合意なき離脱の可能性は払拭されると考えられる。ただしジョンソン首相の新離脱協定案を破棄し、3 ヶ月以内に新離脱協定案を締結するという労働党のコービン党首のシナリオを EU 側が承認するかについては、現実的でないとの声も多い。また新離脱協定案に向け交渉再開を EU に承認されなければ（また交渉を再開したとしても協議が 1 月 31 日までにまとまらなければ）、さらなる EU 離脱日の延期か、自由民主党の公約である、リスボン条約 50 条の無効化（EU 残留）も視野に入ってくる。ただし仮に交渉が再開しても、その結果を基に（残留も選択肢にして）2 回目の国民投票が実施され、結果が判明するまでは、企業も英国への投資に慎重な姿勢を続けることとなる。SNP は 2 回目のスコットランド独立の住民投票の実施を協力の条件としており、コービン党首はジョンソン首相のように完全にこれを否定しているわけでもない。英国政治の不確実性が長引くこととなる。ただ自由民主党が、連立政権を組む条件として、コービン党首の退任を求める可能性もあるため、コービン党首が推し進めるラジカルな財政拡大が、そのまま実施されるかは未知数ではある¹。

また可能性は低いものの、労働党が単独政権を確立した場合、中長期的には労働党による大

¹ ただし労働党党首が影の EU 離脱相であるスターマー議員や同財務相のマクドネル議員などに交代しても、政策に大きな変更はないともいわれている。

規模な財政拡大を受け景気浮揚効果が期待されるものの、富裕層への増税強化などにより、金融街シティに集積した資産は一斉に他国に移され、英金融機関の収益が低迷することが予想されており、その効果も相殺されることとなる。

図表2 12月12日（総選挙日）以降の予想シナリオ



通商協定では金融サービスに対する配慮は期待できない

仮に保守党が単独過半数を確保してブレグジットを実現した場合、シティが最も注目しているのは、移行期間が終了する2020年12月末までに締結が求められている、英・EU間での通商協定の内容であろう。既にメイ前首相がEU単一市場離脱の方針を立てたことで、金融パスポートを失うことは決定している。ただしシティでは、政治宣言の中で「緊密かつ体系的な協力」と明記されているため、ある程度、通商協定の中に、同等性認定 (equivalence) や相互認証² (mutual recognition) のような金融サービスに対する協定が含まれることを期待しているのが実情だ。これが含まれない場合、英国金融セクターでは実質的に合意なき離脱と同等の影響が起ることを意味する。EU内金融機関の (同等性認定が期待できない) 英国証券取引所へのアクセスや、ユーロ建ての金融商品取引などが継続できなくなるため、英国に甚大な影響を及ぼす可能性がある。

特に最も影響が大きいのがデリバティブ取引といわれている。ロンドン店頭デリバティブ

² 双方が互いの規制体系を相互に承認し、双方の市場への自由なアクセスを認めること。

取引のメインハブとして、ユーロ建ての取引量の8割以上を独占している。ただEU規制当局は、EU域外に拠点を置く清算機関（クリアリングハウス）の利用を禁止しており、（ブレグジット後の英国等の）域外の拠点は、EUとの同等性を認定され、適切な規制と監督がなされていると認められた場合にのみ利用が可能となる。既にEUは合意なき離脱が起こった際に緊急措置として、欧州企業が（同等性認定がない）英国の清算機関へアクセスすることを2020年3月末まで認可している。ただ通商協定は締結までに数年かかることがほとんどであるため、11月15日に欧州委員会のドンブロウスキス金融サービス担当委員は、この緊急措置を延長せざるを得ないと発言している（ただし延長の期間は未提示³）。

ただシティでは、同等性認定については（スイスの例⁴に見られるように）EUの裁量により撤回される可能性があり、期待する声はほとんどない。また金融パスポート制とほぼ同義の相互認証も、既に2018年7月のEUとの離脱協定合意前の最後の政府のブレグジット方針から削除されているなど、英国政府のバックアップを期待できない状況に追い込まれている。

ブレグジット後、英国金融セクターはEU規制と乖離して独自の道へ

現実的に考えて、シティから覇権を奪うことを画策しているEU金融規制当局⁵が、締結期限まで残り数ヵ月足らずの状況で、妥協する可能性は低い（通商協定交渉に先立ち、現時点でも、金融サービスに関する方向性を一切示してこないEUに対して、過度な期待することはできない）。通商協定において、英国の証券取引所やデリバティブ清算機関などに、EUからのアクセスを容認させる内容が規定されなければ、英国金融セクターは、EU規制と乖離して独自の道を歩まざるを得ないことが予想される。ただし、シンガポールなどと同様の規制緩和を目指すことは、そもそも国の規模が大きく異なるため現実的な選択枝ではない。無論、EU規制に合わせて同等性認定を確保していくこともありうるが、英国の環境に適さないEU規制への順守を強要されることは、そもそもEU離脱のメリットを享受できず、今後の成長を望むことはできない。そうなると、今後の英国が目指す最有力の選択枝のひとつは、同盟国であり世界最大の金融センターである、米国の規制内容により近づけることが挙げられる。

ただブレグジット後のジョンソン政権は、EUと米国とどちらの規制に合わせていくのか難しい選択を迫られることになるだろう。EUが健全性ルールや資本要件を厳格化し、域内における資産を全て対象にするかのように規制を拡大しているのに対し、米国はトランプ政権下で方向転換し、グローバル金融危機後に導入された金融機関への規制の中核要素を除去しつつある（システム上重要な銀行の資本要件を引下げ、ストレステストや消費者・投資家保護を緩和など）。

³ ただし、2020年3月までから1年間（2021年3月まで）さらに延長する可能性が高いといわれている。

⁴ スイスはEUに加盟しておらず、金融サービスの多くをEUからの同等性認定を得ることで、EU単一市場へのアクセスを確保している。しかし、スイスのEUからの移民受け入れ拒否の検討などを受け、EUは2018年末を以てスイスの金融サービスの同等性認定を取り消す方針を示していた（結局は協議継続で回避）。

⁵ EU規制当局は、投資銀行に対し3年間の猶予期間の間に、バックトゥバック（リスク管理やサポート人員を各拠点に配置し、取引執行は一つの拠点に集約すること）の利用を著しく抑えることを要求している。またユーロ建てデリバティブ取引もEU拠点内での清算機関を利用するように指導している（拠点政策）。

この米国のような規制緩和を英国でも行うことで、大きな恩恵を受ける投資銀行もあるため、EU 離脱を契機に規制緩和を求めていく声が多いことは確かだ。ただ実際に規制緩和となれば、グローバル金融危機の再来から英国国民を守るために苦勞して導入した規制を損ない、金融市場におけるシティの地位を揺るがすことを意味する。

無論、ジョンソン政権が規制緩和に踏み切るかどうかは、今後の EU との通商協定交渉の行方次第である。ただ交渉で金融サービスについて英国が望む条件が確保できなければ、EU ルールからの乖離が起こるといったシナリオが現実味を帯びてくるだろう⁶。

(了)

⁶ 英 FCA のベイリー長官は、離脱後も EU との緊密な協力が必要と発言している。ただ EU 当局が最も警戒している投資銀行のボーナス規制の撤廃なども同時に提唱しており、金融サービスの通商協定締結に関して不利な条件にならないよう、EU 側をけん制している。