

2021年1月21日 全6頁

金融街シティは国際金融都市の座を死守できるのか？

金融サービスは合意なき離脱に突入、欧州大陸に株式取引がシフト

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 172

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]

- 移行期間終了まであと1週間に迫った2020年12月24日、英国とEUはついに、通商協定を含む将来的な関係性を巡る交渉で合意した。ただし、金融サービスは協定交渉の対象外であり、金融セクターは実質的な合意なき離脱に突入している。2021年1月4日は英国がEU単一市場を離脱して初めての証券取引所の発会となった日であるが、シティでのEU企業のユーロ建て株式取引の大半が、フランクフルトやアムステルダムといったEU域内の取引所に一斉に移っている。移動は予想されていたものの、一夜にしての変化の大きさはシティの金融市場関係者の驚きを招いた。
- 今後は2021年3月までに金融サービス分野における規制面での協力についてEUとの覚書締結を目指している。ただし、これがEUからの同等性評価付与を保証するわけではない。どのような覚書が締結されたとしても、EU市場への最低限のアクセスを提供する程度であり、それよりも双方の規制当局が国内での決定事項に関し、情報交換するための方法を確認するにとどまる可能性が高いとみられている。今後は多くの分野で規制の乖離が急速に進むと考えられており、同等性評価付与はさらに難しくなるとの懸念もある。
- 英国政府はブレグジットによるEU規制からの解放を契機に、規制緩和や規制上の負軽減を図る意向を示している。もともとシティのホールセール事業のうち、英国顧客によるものは半分にも満たない。金融ハブとしてシティが繁栄したのは、本国通貨のポンドではなくドルやユーロ建ての金融商品を外国人が取引するオフショア市場のプレイグラウンドとして発展した経緯がある。シティは場所とルールを提供するものの、プレイヤーと資金は他の場所からやってくる、いわゆるウィンブルドン現象の中心地であった。ただ今後は、初めて金融サービスのシェアの縮小に直面することになるため、これまで存在していなかった摩擦が生じることには違いはない。

金融セクターの合意なき離脱が現実

移行期間終了まであと1週間に迫った2020年12月24日、英国とEUはついに、通商協定を含む将来的な関係性を巡る交渉で合意した。協定文書は1,246ページにわたる通商合意文書のほか、共同声明や漁業やデータ保護、原産地規制、司法協力など多岐にわたる分野の附属文書も含まれている。これにより移行期間終了後の2021年1月1日から、英国とEUとの財の貿易は関税ゼロが維持されることになり、国境検査での大きな混乱は避けられることとなった。

ただし、金融サービスは協定交渉の対象外である。EUは市場アクセスは、相手国の規制及び監督の質に基づき「双方が独立して決定すべき」と一貫して主張し、双方の金融市場へのアクセスは同等性評価によって決定されることになっている。英国は、2020年11月9日にEUの規制や金融分野の監督行政が英国と同等であるとして、EUに一方的に同等性評価を付与した。これによりフランクフルトやパリなどのEU企業・顧客は2021年1月1日以降も英国にある証券取引所や清算機関、信用格付け機関等を継続して利用できる。英国が先に同等性評価を付与することでEUも同様の措置（同等性評価）をとることを期待していたが、EUは移行期間終了前に同等性評価を付与しなかった。これにより金融セクターは実質的な合意なき離脱に突入している。しかし、大手投資銀行の多くは、国民投票以降の4年半の間に、EU拠点に現地法人を設立しEU単一市場へのアクセス（金融パスポート）を確保していたため、金融市場の大規模な混乱は避けることができた。またEUの金融規制当局が、EUの金融安定性に大きな影響を与える分野に関しては一時的ではあるものの実質的な同等性評価を付与したことも功を奏している。欧州金融機関・企業による英国拠点の清算機関へのアクセスを時限的に（2022年6月末までの18カ月間）認めている。さらにアイルランドの証券決済に関しても同様に2021年6月末までの6カ月間、英国拠点の証券集中保管機関の利用を認めている。

同等性が付与されず壊滅的となったEU企業株式取引

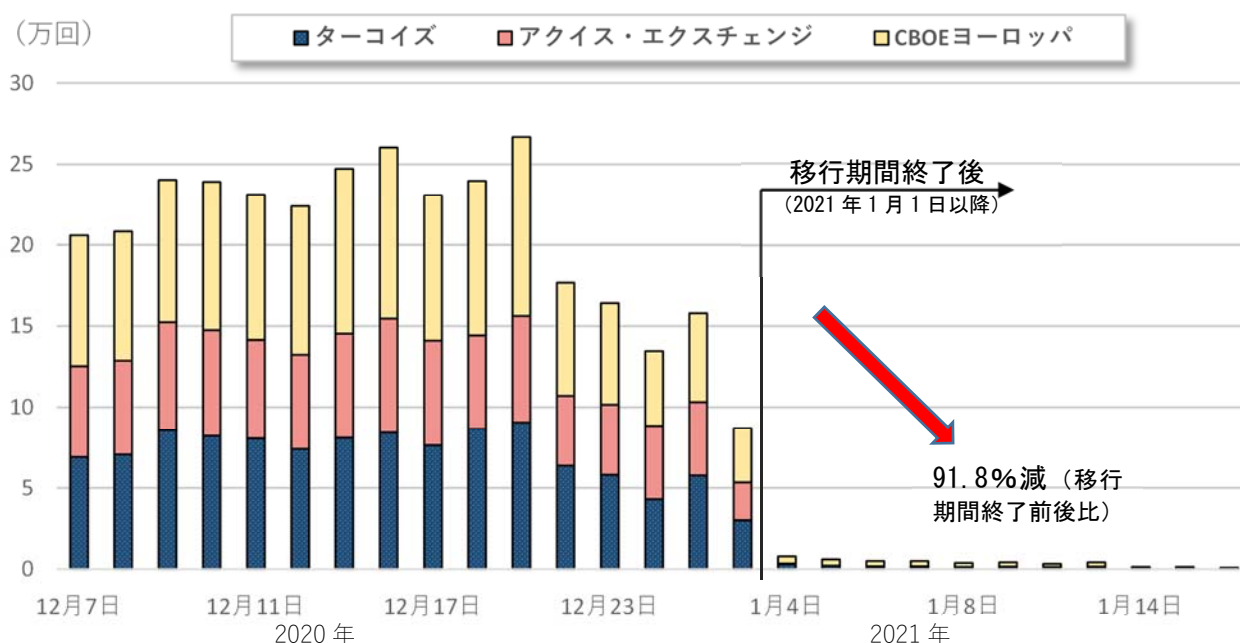
しかしながら、金融サービス分野への影響はゼロではない。2021年1月4日は英国がEU単一市場を離脱して初めての証券取引所の発会となった日であるが、金融街シティ（以下、シティ）でのEU企業のユーロ建て株式取引¹の大半が、フランクフルトやアムステルダムといったEU域内の取引所に一斉に移っている。

EUの金融商品市場規則（MiFIR）の規定である株式取引義務（STO）によって、EEAの投資銀行・ブローカー（セルサイド）、資産運用会社（バイサイド）が、規制市場や取引施設に上場されている株式の取引を行う場所を、①欧州経済領域（EEA）・EUの取引所、②組織的内部執行業者（SI）、③欧州委員会が同等性を認めた第三国の取引所にするよう義務付けている。この条件を満たせば、域内で自由な株式取引が可能となるため、パリの資産運用会社がマドリッド取引

¹ CBOE ヨーロッパ、ターコイズ（Turquoise）、アクイス・エクスチェンジ（Aquis Exchange）などの取引所で行われている株式取引。ロンドン市場に上場するEU企業の株式のうち、ポンド建て株式はEU域内での取引とするEU規則の適用を免除されたが、EU企業株式の大半を占めるユーロ建て株式は当該規則の対象となる。

所のスペイン株式を買い、ダブリン取引所で売却することなども可能となる。問題となったのは、EU 域内の取引所と、ロンドン証券取引所の双方で上場されていた二元上場株式の取引である。EU は英国の証券取引所に対し同等性評価を付与していないため、英国で取引されていたこれら二元上場株式の取引は EU 域内の取引所に移らざるを得なくなった。EU 規制当局は英国市場に上場する EU 企業の株式のうち、ポンド建て株式については STO を免除したが、EU 企業株式の大半を占めるユーロ建て株式は STO が適用されたままである。報道ではロンドン拠点で行われていた 60 億ユーロ相当の EU 企業のユーロ建て株式取引業務ができなくなっていると発表されている。移動は予想されていたものの、一夜にしての変化の大きさはシティの金融市場関係者の驚きを招いた。

図表 1 英国から EU ヘシフトした株式取引（英国取引所での EU 企業株式の売買数推移）



(注) フランクフルト取引所上場銘柄の英国取引所（ターコイズ、アクイス・エクスチェンジ、CBOE ヨーロッパ）での売買数の合計推移

(出所) CBOE ヨーロッパより大和総研作成

現状では二元上場されている 450 銘柄程度が STO の対象になっているが、最も頻繁に取引されている銘柄にのみ STO が適用されるよう EU 規制当局が閾値を下げれば、その適用される銘柄の数を大幅に少なくすることも可能である。ただし英国からの金融セクターの覇権を奪いたい EU が規制緩和をする可能性は極めて低い。これまで欧州での株式取引業務の大半がロンドン拠点で行われてきたものの、今後はロンドンと欧州拠点での業務割合が逆転する可能性が高い。一方、移行期間終了により、英国の投資銀行は、EU 企業や顧客を対象としたリサーチやセール

ス・トレード業務ができなくなったが²、(同等性評価を付与されている) 中国やニュージーランド等の顧客には (EU 企業の株式サービスを) 提供できるという不条理な状況も生じている。

2021 年 3 月までの覚書締結も同等性評価は期待できない

今後は 2021 年 3 月までに金融サービス分野における規制面での協力について EU との覚書締結を目指している。ただし、これが EU からの同等性評価付与を保証するわけではない。どのような覚書が締結されたとしても、(よく見積もっても) EU 市場への最低限のアクセスを提供する程度であり、それよりも双方の規制当局が国内での決定事項に関し、情報交換するための方法を確立するにとどまる可能性が高いとみられている。

今後は多くの分野で規制の乖離が急速に進むと考えられており、同等性評価付与はさらに難しくなるとの懸念もある。EU の同等性評価は一方的に付与される上、短期間の通知で撤回される可能性もあり、加盟国としての EU 単一市場アクセスに比べ、包括性に欠けた取り決めとなる。さらに、金融サービスすべてを網羅するわけではなく、基本的な銀行業やリテール投資ファンドなどは含まれない。弁護士など金融サービスに欠かせない資格等に対する自動的な認証も存在しない。また決済やオンライン融資に関わるフィンテックは、ほぼ同等性評価の枠組みから外れているため、企業の多くは EU 内での拠点設立を余儀なくされている。

さらに、EU にはブレグジットを機に、金融サービス業におけるロンドンの牙城を崩そうとする政治的な思惑があることも指摘されている。離脱後の英国が大幅な規制緩和により (英国が離脱後に EU 規制からの乖離方針を示唆していることを理由に)、競争的優位性を拡大することを懸念している EU が、同等性評価を先送りにするすることで、シティからさらに多くの雇用を EU 域内の金融ハブに異動させようとしたとみる向きも多い。EU が同等性評価の付与決定を先延ばしにすればするほど、資産や雇用の EU 移転が進み、その後同等性評価が付与されても、その一部はシティには戻ってこなくなるとみられている。これはスタッフを異動させ、域内の規制当局から認可を受け、資産を動かすのはコストがかかる複雑な作業であるためである。英国に進出することで EU パスポート制の恩恵を享受してきた各国金融機関は、合意なき離脱という最悪のシナリオに備え、欧州拠点へのスタッフの異動や資産の移転を進めてきた。現時点では従業員の EU 域内への異動は 1 万人以下³であり、当初想定されていた、最大 7.5 万人に遠くおよばない。ただし、異動が進まなかったのは、コロナ危機により多くの制限措置が導入されていたことも影響している。

² 既にパスポート制の失効により、ロンドン拠点の投資銀行のセールス・トレーダーは、同僚である EU 拠点のセールス・トレーダーが加わらない限り、EU 拠点の顧客に話すことすらできなくなっている。

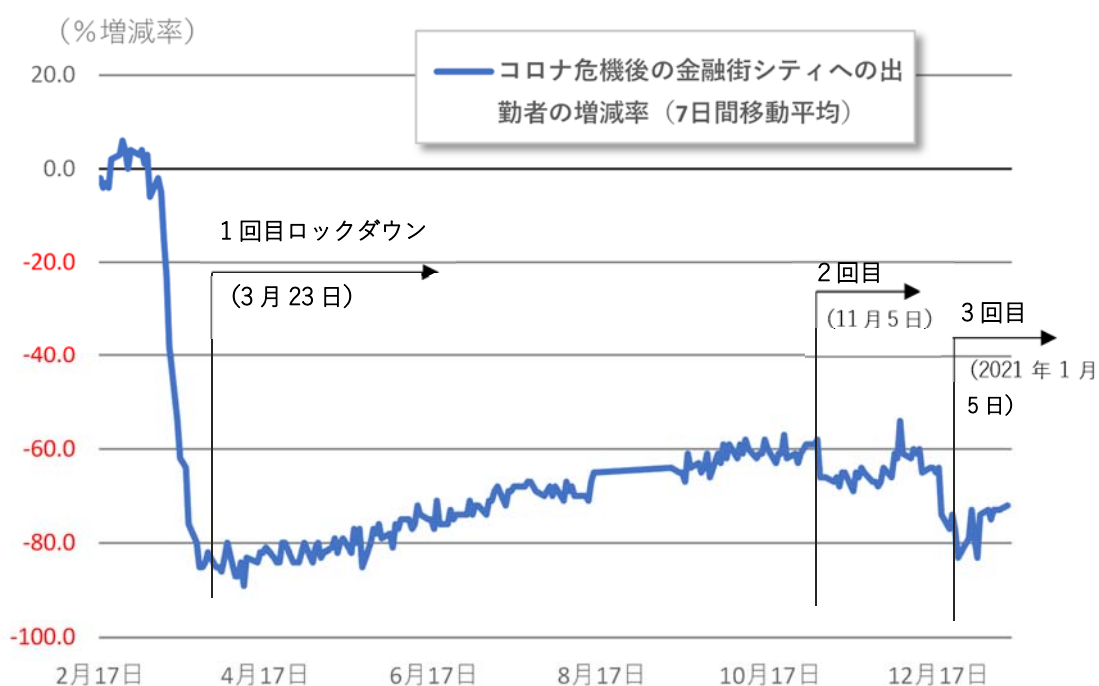
³ 欧州への異動が発表された英国の金融サービス人員は、国民投票以来 7,500 人程度といわれている。

今後も欧州大陸への移転が続く可能性

長期的には、EU 域内に異動する金融機関の従業員がさらに増加する可能性があり、関連する不動産投資や税収入も英国から EU に移転する恐れがある。IPO などのプライマリー業務もブレグジット前は流動性の観点からも、ロンドンがデフォルトで上場先とみなされていた。しかし、今後は上場先としてアムステルダムやフランクフルトが優先されていく可能性が高い。

そのような中、シティの行政を担うシティ・オブ・ロンドン・コーポレーションは、実質的な合意なき離脱の発生を受け長期的戦略の見直しを行っている。コロナ危機による制限措置の結果生じた就労体制の変化に対応するため、在宅勤務が主流で、通勤回数が減るといような柔軟な勤務体制を反映した都市計画や、新たなスマートシティ技術や再生可能エネルギー網の採用を進めていくことなども検討している。在宅勤務が長期化する中、都市部に出勤する労働者の来店に依存する小売やレストランといったホスピタリティ産業への打撃も含めて対応策を検討し、金融街としての魅力を高める方法を模索している。コロナ危機の発生から 1 年弱となるが、金融機関では社員の大半が在宅勤務に切り替わったままであり、スマートフォン位置情報の移動データからもシティへの通勤再開が進まず、非常に限られたものになっている危機感も強い。一方、英国の規制当局が EU 規制改革にあたり主要な役割を担ってきたこともあり、金融規制の大刷新や規制緩和に対し、シティの金融関係者の反応は薄いのが実情であろう。ブレグジットによって欧州金融サービスのハブとしての圧倒的な立場を維持できるか疑問が生じている中で、活気のある街として 3 度目のロックダウンを切り抜けられるかどうか、シティは岐路に立たされているといっても過言ではない。

図表 2 金融街シティへの出勤者の増減率（シティ・オブ・ロンドン自治区での混雑状況）



(注) コロナ危機前（2020年1月初～2月初）の当該曜日平均との比較（7日間移動平均）

(出所) Google mobility report より大和総研作成

今後シティはどこに行くのか？

さらに英国政府はブレグジットによる EU 規制からの解放を契機に、規制緩和や規制上の負荷軽減を図る意向を示している。スナーク財務相は、規制緩和で金融街の競争力向上の可能性を示し、1980 年代に起こったサッチャー政権時代の金融規制改革にたとえ、金融ビックバン 2.0 と謳っている。移行期間終了前から、金融規制改革に向けた動きは始まっており、フィンテック業界に対する規制や、ソルベンシー II が見直しの対象として挙げられていた。今後はグリーンファイナンス促進に加え、税制改革、上場規制改革などを通じた急成長企業の英国市場増進（成長が見込まれる企業を英国市場に上場させ市場の活性化を図る）を目指すべきとの声もある⁴。一方、当時のハモンド財務相が、テムズ川のシンガポールを作るといった政治的なポーズは、EU の対抗心を生み出すこととなり、結果的に金融セクターの合意なき離脱につながった可能性も指摘されている。追い打ちをかけるように、昨今、BOE のベイリー総裁も同等性評価を付与されるために、英国が EU 規制を受け入れるだけの存在になるべきではないと強気の態度を崩していない。今回のブレグジットの結果、EU と英国の規制乖離の流れが明確になってくるのは当然の帰結であろう。

もともとシティのホールセール事業のうち、英国顧客によるものは半分にも満たない。残りのうち、半分は EU 顧客であり、あとは米国、中東、アジア等と多岐にわたっている。シティは場所とルールを提供するものの、プレイヤーと資金は他の場所からやってくる、いわゆるウィンブルドン現象の中心地であった。金融ハブとしてシティが繁栄したのは、自国通貨のポンドではなくドルやユーロ建ての金融商品を外国人が取引するオフショア市場のプレイグラウンドとして発展した経緯がある。シティは英国経済の低迷や、準備通貨としてのポンドの地位低下、数々の不祥事などをものともせず、EU の資本市場の大半を吸収し、世界の金融センターであるニューヨークに伍するまでとなった。ただ今後は、(1960 年代以降) 初めてシティは金融サービスのシェアの縮小に直面することになるため、これまで存在していなかった摩擦が生れることには違いはない。シティの落日を防ぐためにも、英国金融当局の明確な対応が求められている。

(了)

⁴ ロンドン証券取引所も、急成長する企業にとってロンドンがより魅力的な上場先となるよう、上場規制の改正などの案を政府に示している。