

本論文は

世界経済評論 2018年 1/2月号

(2018年 1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% OFF**
送料無料

富士山マガジンサービス限定特典 ※通巻682号以降

デジタル版バックナンバー **読み放題!!**

定期購読期間中



世界経済評論 定期購読

☎ **0120-223-223**

[24時間・年中無休]

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

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。

EU 金融システムの現状と課題

：イタリアの銀行破綻とブレグジットに挑む金融同盟

九州大学大学院経済学研究院教授 岩田 健治

いわた けんじ 1960年生まれ。東北大学文学部卒業。同経済学研究科博士課程単位取得満期退学。博士(経済学)。福岡大学商学部講師等を経て、2004年より現職。2015年より九州大学EUセンター長。日本EU学会理事長。著書：『現代ヨーロッパ経済 第4版』(共著、有斐閣、2014年)他。

戦後の欧州経済統合の二大成果は「単一市場」と「単一通貨」であるが、2008年の世界金融経済危機と、それがもたらしたユーロ圏政府債務危機により、どちらも深刻な打撃を受け、EUとしての制度強化の作業を余儀なくされてきた。金融システム面では、前者についてはEUレベルの金融規制監督体制構築を通じた「金融サービス単一市場」の強化が図られ、また後者についてはユーロ制度改革の柱の一つとして「銀行同盟(ユーロ圏が対象)」と「資本市場同盟(全EUが対象)」とからなる「金融同盟」が提起され着実に完成に向かっていく(以上、I節)。

しかしここに至り、銀行同盟に関しては、不良債権の拡大の中でイタリアの中堅銀行が相次いで破綻し、その際の処理方法を巡って、ドイツから厳しい批判にさらされることになった。この間の経緯を踏まえ、銀行同盟の諸課題について考えたい(以上、II節)。

また金融サービス単一市場と資本市場同盟は英国のEU離脱(ブレグジット)によりその姿を大きく変貌させようとしている。離脱の時期と内容がなお不透明な状況下、英国に拠点をおき単一免許制度のもとでEU域内展開を行ってきた銀行を中心に拠点再配置が進む一方、資本市場という観点からはいくつかの市場分野で強みを有するロンドン市場を失う大陸EU側が、その機能補完のために資本市場同盟の強化を迫られている(以上、III節)。

はじめに：EU経済統合の二つのロジック

経済的観点から見た場合、戦後の欧州統合の成果は、1992年市場統合で完成した「EU単一市場」と、1999年の通貨統合=EMU(経済・通貨同盟)創設によりスタートした「単一通貨ユーロ」の二つに集約される。両者には、それぞれ独自の「ベネフィットとコスト」が存在し、統合の経済ロジックも全く異なる。

このうち、単一市場(含関税同盟)は、(1)関税同盟による価格低下、(2)市場統合による、①非関税障壁除去のコスト削減、②域内レベルでの企業間競争を通じた規模の経済等のベネフィットを広く実現し、EU域内諸国経済の高いレベルへの収斂を実現してきた。他方、単一通貨の利益は、為替相場の非可逆的固定により生じる投機アタック排除や通貨交換コスト除去などであるが、実際グローバル化により資本移動が激しくなる中においてユーロは圏内の通貨

的安定を実現し、また EU の近隣諸国に対して信頼できるアンカーを提供してきた。

こうして EU が世界に誇る「単一市場」と「単一通貨」であったが、2008 年の世界金融経済危機と、それがもたらしたユーロ圏政府債務危機により、どちらも深刻な打撃を受けた。二つの主要な統合領域において、統合のベネフィットとコストのバランスが後者に大きく傾いたのである。EU は、この間、統合のベネフィットを再度可視化し、コストを最小化すべく、各種の制度強化を系統的に進めてきた。

本稿では、金融システム分野でどのような制度強化策がとられてきたのかについて概観し、それが現時点で直面する二つの大きな課題—南欧諸国の不良債権問題と英国の離脱問題—について考えていくことにしたい。

I 世界金融危機後の EU 域内金融システム改革

本稿のテーマである金融システムとの関連で見ただけの場合、EU 単一市場を襲った世界金融経済危機については、EU レベルの金融規制監督体制構築を通じた「金融サービス単一市場」の強化が図られた。他方、単一通貨ユーロを巡る危機に対してはユーロ制度改革の柱の一つとして「銀行同盟（ユーロ圏が対象）」と「資本市場同盟（全 EU が対象）」とからなる「金融同盟」が提起され 2018 年末の完成という目標に向かって邁進している。順に概観しておこう。

1. 世界金融経済危機と EU レベルの金融規制監督の強化

2008 年 9 月のリーマン・ショックは、先ず EU 域内の金融システムに急性のショックをも

たらした。「トレーディング勘定危機」と呼ばれた急激な流動性危機で、米国の「影の銀行制度」が CDO（債務担保証券）などの再証券化商品の形で提供した一時的な好収益機会に、自国の銀行がレバレッジを効かせて深く関与した英国・オランダ（EU 域外ではスイス）などの諸国の大銀行がドル建ての市場性資金の調達困難に陥り、EU の金融システムは大きく揺らいだ¹⁾。ECB をはじめとする各国中央銀行は、これらの銀行に対してドル建ての流動性供給を実施すると同時に、EU の承認のもと各国政府は大規模な資本注入を実施した。その結果、トレーディング勘定危機は、09 年の第 1 四半期までには、ほぼ収束した。

同様の危機が生じないように、EU は金融規制・監督の大幅な修復と強化を行った。金融規制面では、①従来規制の枠外に置かれていたヘッジ・ファンド、デリバティブ、格付け機関など「影の銀行制度」関連諸分野における新規規制の導入、②自己資本比率規制の強化、③破綻処理制度と預金保険制度の強化などが、相次いで実施された。また金融監督面では、マイクロ・プルーデンス監督については、EU レベルでの分野別監督機関として EBA（欧州銀行監督機構）、EIOPA（欧州保険・年金監督機構）、ESMA（欧州証券市場監督機構）が、マクロ・プルーデンス監督機関として ECB を中心とする ESRB（欧州システミック・リスク理事会）が、それぞれ 2011 年初までに創設されている。

こうして、EU は、EU レベルの金融規制監督の強化を通じて、世界金融経済危機後の「金融サービス単一市場」の修復・強化を速いスピードで実現したのであった。

2. スペインにおける政府部門-銀行部門共倒れ危機と「銀行同盟」

自国の銀行がトレーディング勘定業務にほとんど関与していなかった南欧の金融システムは、1で見たような急性の金融ショックを免れていた。しかし、これら諸国は、別の経路で危機に見舞われることになった。2008-09年の世界経済危機がもたらした実物経済の縮小は、大規模な財政出動を各国政府に強いることになり、2010年5月にはギリシャ政府債務危機が表面化し、南欧諸国に伝播していった。実物経済の停滞は、銀行による貸出債権の劣化をもたらした。伝統的銀行業務の柱である「バンキング勘定」を時間をかけて浸食していった。特に不動産関係の貸し出しが比較的多かったスペインでは不動産バブルの崩壊と相まって早くも2012年5月には同国第4位のバンキアの経営危機となって現れた。折からの政府債務危機で同国政府には銀行への支援を行う余裕はなく、危機は「銀行-政府共倒れ型」の複合危機の様相を呈したのであった。

いまや単一通貨ユーロを支えるEMU（経済・通貨同盟）制度自体に欠陥があることは明らかであった。そこで2012年12月のEU首脳会議にて、ファンロンパイ欧州理事会常任議長らEU4機関トップ連名で『真のEMU（経済・通貨同盟）に向けて』²⁾が合意され、金融・財政・経済政策・政治の4分野でEMU強化案が示された。それを受ける形で15年6月には、ユンカー欧州委員会委員長らEU5機関トップ連名で『欧州におけるEMUの完成に向けて（以下5首脳報告と略）』³⁾が出され、単一通貨を支える「金融同盟」「経済同盟」「財政同盟」を2025年までに完成するためのロードマップが示された⁴⁾。ここではじめて従来の「銀行

同盟」に、新たに「資本市場同盟」が追加され、両者を合わせて「金融同盟」と呼ばれるようになった。

以下では、まず銀行同盟の現状についてみていこう。2012年12月の当初案からいくつかの変更はあるが、現時点で銀行同盟は、(1)EU全体を包摂する「単一ルールブック」とSSM（単一監督メカニズム）、(2)SRM（単一破綻処理メカニズム）とその資金プールSRF（単一破綻処理基金）、(3)EDIS（欧州預金保険制度）という三つの柱からなる。

このうち、SSMは、ユーロ圏参加国およびユーロ圏以外で銀行同盟への参加(opt-in)を希望するEU構成国(2017年時点で非ユーロ圏諸国の参加は無し)の銀行に対して、ECBが一元的な監督を行う制度で、2014年11月に業務を開始している。ECBが直接に監督しているのは、資産規模や構成国経済における影響の大きさなどの点で重要とみなす120行程度の主要行(圏内の銀行資産の約82%をカバー)に限られ、それ以外の6000行に及ぶ中小規模の銀行の監督は、ECBが定めるガイドラインに従って各国の金融監督当局が実施している。

SRMとSRFは、リーマン・ショックへの対応の中でEU構成国政府が主要銀行に対して大規模な資本注入を行い納税者に負担を強いたことへの反省から、納税者負担(ベイルアウト)を回避し、株主のみならず債権者をも含む負担(ベイルイン)を通じて、効率的に破綻金融機関を処理するメカニズムを構築する目的で、提案されたもので、2016年初より業務を開始している。SRFにはユーロ圏の銀行に預けられた預金総額の1%(約550億ユーロ)が8年かけて積み立てられることになっている。

他方、銀行同盟の第三の柱である預金保険に

については、リーマン・ショック後、預金保険のペイオフ額が域内で一律10万ユーロに引き上げられたものの、その積立と支払いについては各国の預金保険制度が対応することになっていた。その後2015年の5首脳報告では、欧州共通の基金を備えたEDIS（欧州預金保険スキーム）が新たに提案されたものの、同制度を介した南欧諸国への資金移転を懸念したドイツの反対に直面し、現在審議中である（後述）。

3. 危機対応から成長へ：欧州投資パッケージと資本市場同盟

資本市場同盟は、2015年6月に、上述の5首脳報告の中で、ユーロ制度改革（EMU完成）の一環として銀行同盟と並ぶ金融同盟のもう一つの柱として、初めて提起された。しかし銀行同盟と資本市場同盟は、その出自が全く異なる。銀行同盟が「単一通貨ユーロ」の危機、それも政府部門と銀行部門の共倒れ危機への対応策として提起されたのに対して、資本市場同盟は、むしろ危機後の「EU単一市場」の成長を実現するためのファイナンス手段の強化策として提起されており、当初よりEU28カ国が対象となっている。具体的には、①雇用と成長を促進するためにユンカー欧州委員会委員長が2015年に打ち出した3150億ユーロのEU投資パッケージの支援、②ユーロ危機で分断されたEU単一資本市場の再統合を主たる目標にし、危機後のEU資本市場の諸課題を網羅した包括的政策体系を提供している。具体的には、イノベーションや起業のための資金供給、株式公開の容易化、インフラ投資支援、銀行の各種機能の支援、リテール投資促進、クロスボーダー投資の容易化、などの改善施策からなる⁵⁾。

こうして、2008-12年までの一連の危機対

応策から、2015年以降の成長志向型の政策へとEU全体の政策軸が移る中、金融システム分野でもそれぞれのフェーズに応じて各種の制度改革が着実に実施されてきたといえる。

II 南欧諸国の銀行破綻と銀行同盟の諸課題

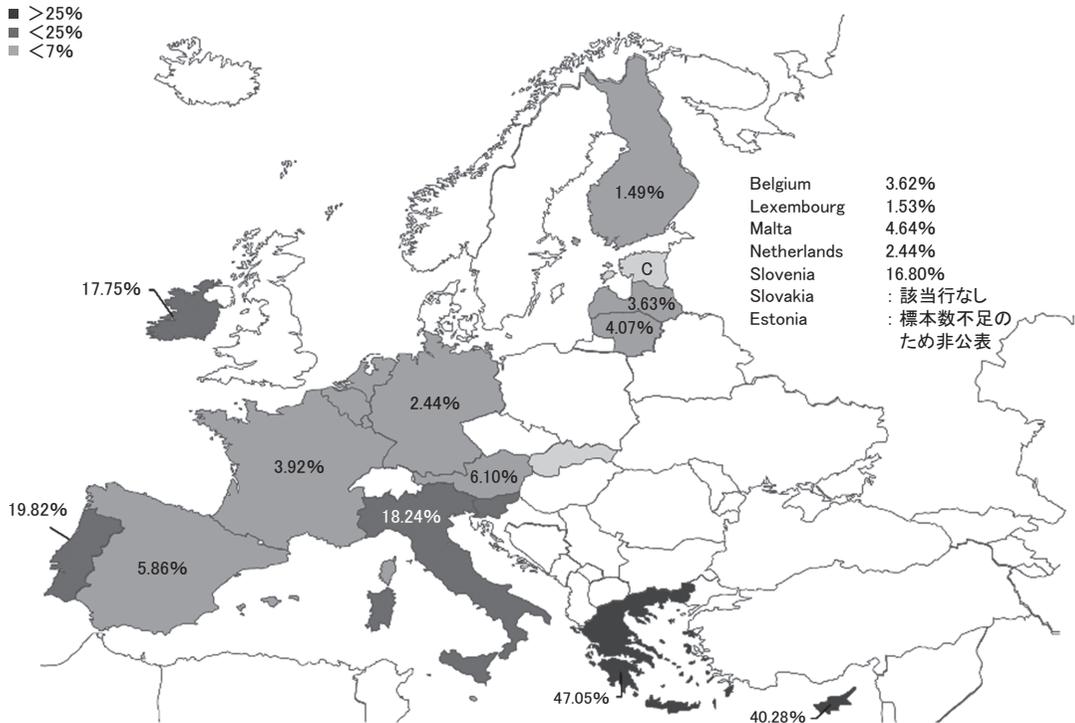
2016年以降、銀行同盟はスペインやイタリアにおける中堅銀行の相次ぐ破綻のなかで真価が試され、また金融サービス単一市場と資本市場同盟は英国の離脱（ブレグジット）によりその姿を大きく変貌させようとしている。これら二つの課題にEUはどのように挑戦しようとしているのだろうか、以下IIとIIIで順にみていくことにしよう。

1. 欧州における不良債権の現状

まず南欧の一部諸国で銀行破綻をもたらしている不良債権の現状について概観しておきたい。ECBの『銀行監督年次報告』の2016年度版⁶⁾によれば、ユーロ圏の主要銀行（SSMの直接監督対象銀行）の不良債権比率は、この間の景気回復を追い風に2015年第3四半期の7.31%から、16年第3四半期の6.49%へと徐々に低下しており、その額は9210億ユーロとなっている。

しかし、国ごとにみると大きな乖離があることがわかる。ドイツ（2.44%）を筆頭に北の諸国は押しなべて低水準である一方、大規模な危機を経験したギリシャ（47.05%）、キプロス（40.28%）を除いて特に目立つのが、ユーロ導入以来、深刻な経済構造問題を解決できずにいるイタリア（16.24%）、ポルトガル（19.8%）である。特にイタリアでは、世界金融経済危機

図1 ユーロ圏各国主要行の不良債権比率（2016年第3四半期）



(出所) ECB (2017), *Annual Report on Supervisory Activities*, 2016.

以降の長期不況の中で、不良債権が2009年の500億ユーロ台から、不況を脱する2015年の約2000億ユーロまで一貫して上昇を続け、いまや域内最大の不良債権大国となっているのである。

2. 南欧諸国で相次ぐ銀行破綻

このような一部の諸国の不良債権拡大を背景に2015年以降、中堅規模クラスの銀行の破綻が南欧で相次いだ。ここでは銀行同盟の実効性に課題を提起した、直近の2つの事例について紹介しておこう。

(1) スペインのバンコ・ポピュラーの破綻

2017年6月6日、ECBは、スペイン7位のバンコ・ポピュラー (Banco Popular) が

「破綻もしくは破綻に近い」状態にあると宣言し、それをSRMのSRB (単一破綻処理委員会) に通知した。同行の不動産関連融資の不良債権は370億ユーロまで積みあがっており (2016年度末の不良債権比率は約18%)、破綻宣言前の2日間は大規模な取り付けに見舞われ中央銀行が注入した360億ユーロの現金流動性を消失させていた。翌6月7日、SRBは、同行の全株式と資本金証券を1ユーロで同国最大手のサンタンデル銀行 (Banco Santander) に売却した。これによりバンコ・ポピュラーは、スペインおよびポルトガルの拠点の営業を継続することができ、預金も保護される形となった。一方、サンタンデルは、国内経済が好調な中、中小企業貸出に強いポピュラーの支店網を獲得し、その経営基盤を強化 (スペインで

1700万人、ポルトガルで400万人) することができるとし、ポピュラーの不良債権処理のために約70億ユーロを増資により市場から調達した。

このバンク・ポピュラーの破綻処理においては、優先債保有者は保護される一方、株主および劣後債保有者がバイルインの対象となった。これはSRMのバイルイン原則に則って、納税者負担ゼロで破綻処が実施された事例として、市場関係者からも政策当局からも高く評価されている⁷⁾。

(2) イタリアのポポラーレ・ディ・ビチェンツァとベネト・バンカの破綻

スペインのバンク・ポピュラーの破綻処理からわずか2週間後、イタリアで発生した銀行破綻に関するSRBの対応は、直前のスペインでの処理とは対照的なものとなった。2017年6月23日、ECBは、イタリアの東北部に基礎を置く二つの中堅銀行、ポポラーレ・ディ・ビチェンツァ銀行(Banca Popolare di Vicenza)とベネト・バンカ(Veneto Banca)が「破綻もしくは破綻に近い」状態にあると宣言した。同国を覆う長期にわたる構造的不況の中、2016年度末の2行の不良債権比率は18~20%にまで上昇し、120億ユーロの損失が見込まれていた⁸⁾。

しかしながら、直前のスペインのケースとは異なり、同日SRBは、その破綻が金融安定性を大きく損ねるものとは考えられないためSRBとしての破綻処理手続きは行わないことを決定した。その結果、これら二つの銀行の処理は、銀行同盟の柱であるSRMの破綻処理の枠組みを離れ、従来通りイタリア当局の手に委ねられることになったのである。結局、両行と

も清算処理されることになり、両行の優良資産と負債の一部はイタリア最大規模のインテザ・サンパオロ(Intesa Sanpaolo)銀行に売却されることになった(不良資産はバッドバンクに移行され政府主導のもとで処理)。スペイン・サンタンデル銀行の場合と同様、売却額は1ユーロであった⁹⁾。

しかし、サンタンデルによる救済とは異なり、今回のケースではイタリア政府がインテザ・サンパオロに52億ユーロを支払い、さらにバッドバンク用の最大120億ユーロの保証とあわせて総額約170億ユーロの支援を行うことがEUから認められた。さらに両行の劣後債保有者のうち十分な説明がなされずに購入した個人投資家も保護されることになった。

こうしてイタリアの破綻2行の処理においては、銀行同盟のバイルイン原則による破綻処理ではなくイタリア政府によるバイルアウト型処理が選択されたことで、イタリアの納税者負担のもと、個人の劣後債保有者、資産規模を拡大したインテザ・サンパオロ銀行、さらに120億ユーロとされる預金保険料の追徴を免れたイタリア銀行業界が保護・支援される形になったのである。これに対して、ドイツ政府は、いかなる理由によるものであっても、今回の処理が銀行同盟の原理に背いているとしてEUとイタリア政府の決定を強く批判した。実際市場でも、今回の処理が今後銀行同盟構成国の他の銀行の処理に広く適用されることになれば、銀行同盟自体が骨抜きされかねないという懸念が広がった。

かくして、バイルイン原則を旗印に立ち上がった銀行同盟は、早くも最初の試練に直面することになった。

3. 銀行同盟が直面する諸課題

この他にも銀行同盟完成に向けての制度上の課題は多い。欧州委員会は2017年10月、2018年末までに銀行同盟を完成すべく、通達「銀行同盟の完成」を発出し、以下の諸課題について方針を示した¹⁰⁾。本稿とかがかわる主要な論点だけ紹介しておきたい。

第1は不良債権問題に対するEUレベルでの体系的施策である。2018年春の採択に向けて、既存不良債権の処理と将来の拡大防止に向けた包括的パッケージを準備しており、そこでは、各国に創設される不良債権管理会社や、不良債権の流通市場を一層発展させるための法的施策などが提案されるという。

第2は、単一破綻処理基金(SRF)へのEUレベルでの共通バックストップの創設提案である。破綻処理が大規模銀行に及んだ場合、現状のSRFの積立金では不足するということがこれまでも指摘されてきた。それを政府債務危機の際に創設されたESM(欧州安全機構)をEU法のもとでEMI(欧州通貨基金)に格上げし、クレジットラインを通じてSRFを支援するというものである。

第3は、EU規模での預金保険スキーム(EDIS)の創設に関してで、2015年に出された当初案が、ドイツの反対に遭遇したことにかんがみ、①各国の預金保険を用いて、不足が生じた場合に限り一時的にEU全体の再保険で賄うフェーズ1と、②EU共通保険基金をSRBの管轄下に立ち上げるフェーズ2に分け、フェーズ2への移行に各種の条件を課している。

通達では、この他にも各種のリスク低減策、ソブリン債担保証券(SBBS:Sovereign Bond Backed Securities)、SSMによる監督範囲の投

資銀行への拡張など、野心的な案の検討が打ち出されている。

III ブレグジットとヨーロッパの金融システム

2016年6月23日、英国は国民投票でEU(欧州連合)からの離脱を決めた(離脱51.9%に対し残留48.1%)。ユーロを導入していない英国のEU離脱は、当面「金融サービスの単一市場」からの離脱を意味するわけだが、「単一通貨ユーロ」の強化策の一つとしてスタートした金融同盟のうち、当初より英国を含むEU28カ国を対象として構築されようとしてきた資本市場同盟に関しても、その影響は無視できない。従って、ここでは英国のEU離脱がEU金融システムにもたらす影響について、「金融サービス単一市場」と「資本市場同盟」という二つの観点から考えてみたい。

1. ブレグジット国民投票後の動き

英国のEU離脱は、2007年にEU統合史上はじめて盛り込まれた離脱規定であるEU条約第50条に則って進められている。同条によれば、離脱を決めた構成国は、欧州理事会(=EU首脳会議)に対しそのことを「通告(notify)」し、離脱に関する合意が発効した日、あるいはそうした合意に至らない場合には上述の離脱通告から2年を経過した日に、離脱国はEU条約の対象から外れることになる(ただしEU側の全会一致で延期は可能)。他方、離脱国とEUとの将来の関係に関しては、別途新たな通商協定の締結を目指すことになる。

英国政府は、2017年3月29日、EU条約第50条による離脱通知をEU首脳会議に対して

行った。それを受けて、同年4月29日、EU首脳会議（除英国）は離脱交渉に係る政治的ガイドラインについて基本合意に達した。それによれば、交渉は二つのフェーズからなる。第1フェーズは、既に同年6月から始まっている離脱交渉で、ここでは英国在住のEU市民の権利や、EUに対する清算金、国境管理などの問題が議論されている。こうした議論に一定の進展が見られたと判断されれば、第2フェーズに進むことができる。この第2フェーズでは、離脱後のEUと英国との関係を規定する貿易協定について議論を行いつつ、離脱の最終合意と批准を目指すことになる。

EU金融システムの将来を考える際に重要なのは、フェーズ2で議論される貿易協定の内容である。2017年1月17日、メイ首相は、関税同盟・単一市場から完全に離脱し、EUとは新FTAを結ぶという「ハードな離脱」方針を示し、英国に拠点を置く内外の企業を落胆させた。

一方の、EU側の基本的スタンスは、「いかなる自由貿易協定も、バランスがとれ、野心的で広範なものであるべきだ。しかしながら、それはEU単一市場への参加を意味するものではない。そのようなことをすれば、単一市場の一体性と機能が損なわれる」（17年4月29日のEU首脳会議で合意をみたガイドライン）というものである。

したがって、現時点では、以下の四つのオプションがオープンのままとなっている。

オプション1 単一市場への完全アクセス：EU側は否定、英国も移民問題などの理由で望んでいないため、実現には英国内での政権交代や再国民投票実施等により16年の国民投票結果を覆す政治プロセスが不可避。

オプション2 EEA（欧州経済領域）型：単

一市場関連のEU法制定に英国はもはや関与できず、現メイ政権は否定的。

オプション3 オプション2と4との間の独自の協定（いわゆるスイス型／カナダ型）：メイ政権が現在のスタンスでEUと交渉を続けた場合、最も考えられる帰結。

オプション4 WTOの一般原則に従い、域外国としてEU単一市場を利用。

次に重要なのは、新貿易協定発効に向けたタイムラインである。2017年9月、メイ首相は2019年3月を期限とする離脱後も、2年間の移行期間を設け実質的にEU構成国と同様の権利・義務のもとで、離脱後の協定に向けた準備を進めることを正式に提案し、EUのバルニエ首席交渉官も考慮する旨、意見表明している。

このように、英国が、いつ、またどのような形で離脱後のEUの単一市場や資本市場同盟とかかわることになるのかは、現時点ではなお不透明なままである。

2. ブレグジットとEU金融サービス単一市場

金融サービス単一市場のコアとなっているのは、域内単一免許（Single License）制度である。銀行業の場合、何れかのEU構成国で免許を得た銀行は、EU全域で支店の開設および国境を越えた直接的サービスの提供が認められる。そのため、EU域内外の多くの銀行が、金融エクスペリエーズが集積したロンドンに拠点を設け、単一銀行免許を用いてEU域内展開を行っている。2017年現在、約40の銀行グループがこうした形のEU域内展開を行っているが、これには英国籍の銀行のみならず、米国やアジア・中近東を本籍とする銀行も含まれる¹¹⁾。これら英国所在の金融業の立場からすれば、可能な限り早期の離脱方式決定、しかも

実質的に単一免許の維持が可能な「ソフトな離脱」が合理的な選択だろう。同じことは英国以外の EU 諸国で単一免許を取得し、ロンドン金融センターで業務を営む大陸系金融機関についてもいえる。

ところが、17年6月に始まった英国政府とEU27との間の離脱交渉は、EU市民の在留資格や分担金の支払問題等に時間を要し、離脱後の通商交渉の開始は年明け以降に持ち越されている。

「ハードな離脱」の可能性も排除できないこうした不透明な情勢の中、拠点の一部をロンドンから大陸EUに移転する動きが始まっている。銀行業の場合、EU単一免許の取得のためには通常1年半（申請書作成に最大半年、申請から認可まで最大1年）かかるとされる。2019年3月が英国のEU離脱期限なので、こうした動きは2017年後半から一気に加速するものとみられてきた。同年9月に、2年間の移行期間を設定する方向で英国とEUが調整を始めたのも、こうした動きをにらんだものであった。10月時点でまだ合意には至っておらず、拠点移転の動きは止まっていない。こうした拠点の流出により、英国内では、銀行部門だけで1.2~1.7万人、金融業全体で3.1~3.5万人の雇用が失われるという試算もある¹²⁾。

フランクフルト、パリ、ダブリンなど移転先候補の多くはユーロ圏内なので、単一免許認可後の監督はSSMの所掌となる。そのためECBは「ユーロ圏への拠点再配置」に関するガイドを作成し、拠点の移動が円滑にいくよう準備を進めている。その際、ECBは、そうしたEU域内新拠点における勘定の管理が、引き続き（EUの金融規制監督の縛りがなくなった）ロンドンで行われるようなことがあってはならな

いと釘を刺している¹³⁾。EUも、（離脱後の英国とEUとの間の）「将来の関係に関していかなる枠組みが選択されようとも、EUの金融安定性が保証され、その規制・監督体制および基準とその適用について尊重されるべきである」¹⁴⁾という立場を表面し、EUの金融規制監督が、離脱後の英国の緩い規制監督水準に引きずられることを警戒している。

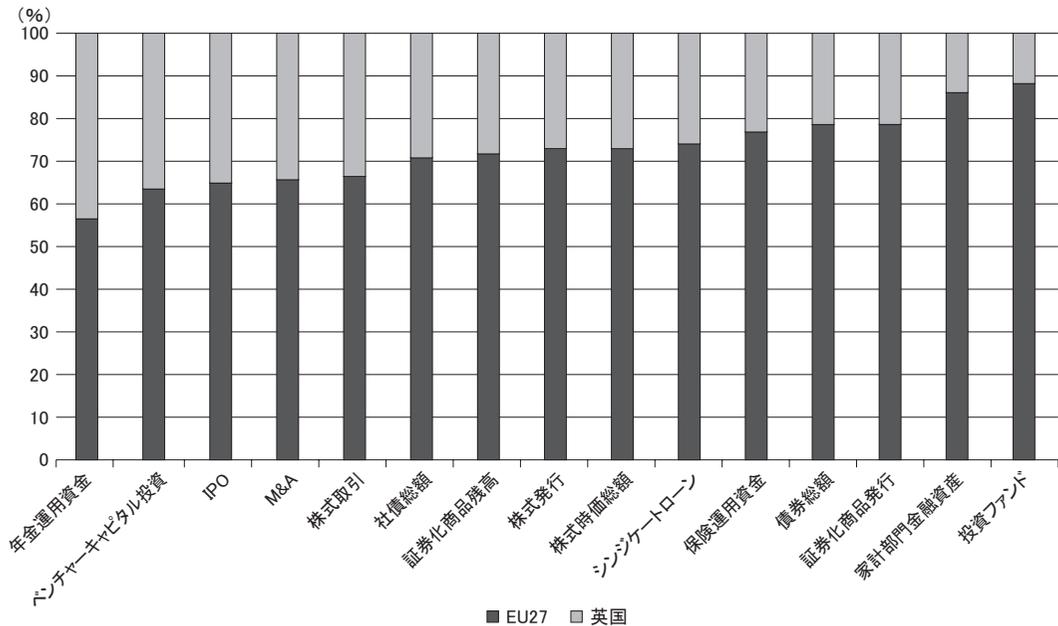
規制監督の関係では、現在ロンドンに置かれている欧州銀行監督局（EBA）について、他のEU諸国への移転が必要となってくる。現在フランクフルト、ルクセンブルク、パリ、プラハなど8都市が名乗りを上げており、11月20日に正式決定されることになる。

3. ブレグジットと資本市場同盟

ブレグジットと「資本市場同盟」との関係で見た場合、EUは域内最大の金融センターであるロンドン市場を失い、もし最終的に「ハードな離脱」となった場合には、それらの市場が全てオフショア化する。別の見方をすれば、EUの金融資本市場は、英国とEU27カ国単一市場の二つの市場に分裂することになる。

図2は、分裂後の両者の規模を市場別に見たものである。EU28カ国に占める英国のGDPは約18%であるので、投資ファンドと家計部門金融資産を除けば、英国が実物経済の相対的規模を超える金融資本インフラをEUに提供してきたことがわかる。特に、年金運用、ベンチャーキャピタルやIPO、M&Aなど、資本市場同盟の柱として位置づけられている市場の大きな割合を、EUは失うことになる。この他にも資本市場での取引から得られる収入（英国のシェア78%）、ヘッジ・ファンド資産（同78%）、外国為替取引（同78%）、MiFid（EU

図2 主要資本市場における英国とEU27の規模比較



(出所) Wright, William and Laurence Bax (2017), 各指標の原典は OECD, Prewin, WFE および各国取引所, ECB, Eurostat, FFAMA など。

金融商品市場指令) が定める証券業者単一免許を利用する証券業者の拠点 (同 76%), 店頭デリバティブ取引 (同 74%) などを失うことになる¹⁵⁾。

2 で取り上げた銀行業とは異なり、英国は EU 域内で市場型金融が最も発達し、金融センター・ロンドンには世界の金融エクスパティーズが集積している。その機能 (とりわけ年金運用、ベンチャーや IPO、ヘッジ・ファンド、外国為替取引など) が、大陸欧州に大規模シフトするとは考えにくい。

また、EU 単一市場を成り立たせているモノ・サービス・カネ・ヒトの四つの自由移動のうち、EU 離脱を目指す英国政府が追求しているのはヒトの自由移動の制限のみであり、資本 (カネ) の移動に制限を課すことは考えられていない。従って英国は、EU 離脱後も引き続き世界と大陸 EU 諸国との間の資金フローの回転

台としての機能を保持するものと考えられる。

そのため、当面 EU にとっては、英国というセンターを失った後の「資本市場同盟」の機能強化が重要な課題となっているのである。2017 年 4 月、欧州委員会のドムプロフスキス副委員長 (金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当) は、英国の EU 離脱により、ロンドンへの依存から脱することになるため、インフラ、リスクキャピタルなどの分野で、EU 資本市場の機能を強化しなければならないと述べている¹⁶⁾。

むすびに代えて

2008 年の世界金融経済危機以来、EU レベルでの規制監督強化、銀行同盟、資本市場同盟という形で進められてきた EU 金融システム強化の動きには、2013 年以降の EU 経済の景気回

復の追い風が吹いている。他方、構造問題を抱え追い風の弱いイタリア・ポルトガル等一部諸国では銀行部門の不良債権問題も解決しておらず、実物・金融を貫いた抜本的解決が求められている¹⁷⁾。

EU 金融システムにとってもう一つの課題は、いうまでもなく英国の EU 離脱であるが、全て EU と英国政府の間の離脱交渉が長引き、将来の両者の関係を規定する貿易協定の内容も、締結に向けたタイムラインも確定できていない中、不透明さは日増しに増大している。

英国金融市場を包摂することで得られる金融サービス単一市場や資本市場同盟の経済的ベネフィットを棄損しない形での協定が一日も早く締結されることこそが、英国のみならず EU にとっても重要である。

[注]

- 1) 詳細は田中・長部・久保・岩田 (2014) 第 7 章を参照。
- 2) Van Rompuy, Herman, et al (2012).
- 3) Juncker, Jean-Claude, et al (2015).
- 4) 詳細は岩田 (2016a) を参照。なお 17 年 5 月には欧州委員会より『EMU 深化に向けたリフレクション・ペーパー』(European Commission (2017b)) が出され、ロードマップの一層の具体化が図られている。
- 5) European Commission (2017c).
- 6) European Central Bank (2017).
- 7) *Financial Times*, 7th June, 2017 および日本経済新聞 6 月 7 日。
- 8) イタリア銀行部門の不良債権への対応の詳細については、神山 (2016) を参照されたい。
- 9) *Financial Times*, 24th June, 2017.
- 10) European Commission (2017d).
- 11) Sabine Lautenshläger (2017).
- 12) *Financial Times*, 2017 年 7 月 31 日。
- 13) Sabine Lautenshläger (2017).
- 14) 17 年 4 月 29 日の EU 首脳会議で合意をみたガイドライン。
- 15) Wright, William and Laurence Bax (2016).
- 16) Reuters ニュース, 2017 年 4 月 11 日。
- 17) 実物側の問題の詳細は岩田 (2016a) を参照。

[参考文献]

- 岩田健治 (2016a) 「繰り返すユーロ危機と通貨統合の行方－ヨーロッパ・セメスター最初の 5 年と『経済同盟完成』に向けた課題」, 国際貿易投資研究所『世界経済評論』Vol. 60, No. 4, 7-8 月号。
- 岩田健治 (2016b) 「英国の EU 離脱と EU 統合のゆくえ」, 統計研究会『ECO-FORUM』Vol. 32, No. 1, 12 月号。
- 神山哲也 (2016) 「イタリア銀行部門の不良債権問題と対応策」, 野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 (2014) 『現代ヨーロッパ経済 第 4 版』有斐閣。
- 田中素香 (2017) 「イギリスの EU 離脱 (Brexit) にみるグローバル化とローカル化－Brexit が EU および世界経済に及ぼす影響をも含めて」経済理論学会編『季刊 経済理論』第 54 巻, 第 3 号。
- European Central Bank (2017), *Annual Report on Supervisory Activities, 2016*.
- European Commission (2015a), *Green Paper, Building a Capital Market Union*, COM (2015) 63final.
- European Commission (2015b), *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM (2015) 468final.
- European Commission (2017a), *White Paper on the Future of Europe*.
- European Commission (2017b), *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*.
- European Commission (2017c), *Commission Staff Working Document, Economic Analysis Accompanying the document on the Mid-Term Review of the Capital markets Union Action Plan*, COM (2017) 292final.
- European Commission (2017d), *Communication on completing the Banking Union*, COM (2017) 592final.
- Juncker, Jean-Claude, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz (2015a), *Preparing Completing Europe's Economic and Monetary Union*, June.
- Lautenshläger, Sabine (2017), *The European banking sector – growing together and growing apart*, Speech at the LSE German Symposium, ECB
- Van Rompuy, Herman, in close collaboration with José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Mario Draghi (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union (Four Presidents Reports)*, December.
- Wright, William and Laurence Bax (2016), *What do EU Capital Markets Look Like Post-Brexit? A Snapshot of the Size, Depth & Growth of Capital Markets in the EU27*, New Financial, Rethinking Capital Markets.
- Financial Times*, various issues.
- European Commission (DG FISMA), *European Financial Stability and Integration Review (EFSIR)*, various issues.