

Brexit後の英金融街シティの姿

: EUは着々と域内単一市場から切り離す準備を進める

(公益財団法人) 国際金融情報センター ブラッセル事務所長 **金子 寿太郎**

かねこ・じゅたろう 1997年に日本銀行入行。金融機構局、国際局等で勤務。この間、金融庁にて国際証券市場決済調整官、海外展開推進調整官等を歴任。金融機構局国際課企画役を経て、2016年7月より現職（日本銀行からの出向）。独ケルン大法学修士（LL.M.）、早稲田大学学術博士（国際関係学専攻）

Brexitを巡る英国とEUの交渉が不透明感を増す中、EU側は着々と英国の金融サービスを域内から締め出すための立法対応を進めている。なかでも、ユーロ建て清算ビジネスの引き抜き等を企図した第三国CCPへの監督強化法案は、既に最終化に向けた大詰め段階に達している。欧州金融市場の分断は、流動性の減少、新たな現地法人の設立等を通じて、日系金融機関等にとっても取引コストの大幅な増加要因となる。加えて、英金融街シティの地盤沈下というグローバルな市場環境の変化にも注意が必要である。

I Brexit交渉の状況

EU離脱を決定した英国の国民投票から既に2年が経過しているにもかかわらず、Brexitを巡る英国とEUの交渉は未だ混迷の只中にある。英国を特別扱いしないというEUの方針¹⁾は揺るぎそうもない。一方、基盤の弱いメイ英政権²⁾は、①アイルランド国境の管理、および②離脱後のEUとの経済関係、という最も重要な論点について、強硬離脱派（主に政府内）と穏健離脱派（主に議会内）が拮抗する国内の意見を集約できていない。

①のアイルランド国境問題に関して、英国は、EUの関税同盟を離脱しつつ、アイルランドの安定³⁾に配慮して、EU加盟のアイルランド共和国との厳格な国境管理の回避を目指している。ハイテクを駆使することで、国境付近

でのカメラによる監視や運送業者の事前登録といった方策を実現する案が有力とされている。

しかし、そうした技術の実用化には相応の時間がかかるため、英国は、Brexit後の激変緩和のため20年末まで設けられる移行期間後も、関税同盟に事実上残留することを一案として模索している。これに対して、EUは英国の問題解決を先送りし続ける交渉姿勢に不信感を募らせており⁴⁾、英国の関税同盟への残留についても、慎重に是非を検討する構えである⁵⁾。

そもそも、EUは移行期間を設けることもあくまで暫定合意と捉えている。このため、離脱通告から2年後の19年3月に、経済関係に関する十分な取り決めを欠いたままBrexitが実現するcliff edgeの可能性は残っている。これを回避するには、EU加盟国での批准等手続きなどから実質的な交渉期限とされる18年10月頃までに、英国がアイルランド問題を含めEU

を納得させられる離脱条件を提示する必要がある。

②の Brexit 後の EU との経済関係について、英国は、自由貿易協定 (FTA) を基本線に考えている。しかし、人・カネ・物・サービスの包括的自由移動を基礎とする EU 単一市場から離脱する方針を掲げているにもかかわらず、金融サービス分野では現行に準じた関係を望んでもいる。英国が移民の流入を制限しつつ、金融サービスでは単一市場へのアクセスを確保しようという立場を取り続けている結果、いいところ取りを認めない EU 側との溝が埋まらないままとなっている。Brexit 後の FTA に金融サービスが含まれないことになれば、英国は域外国 (第三国) として、欧州委員会による規制・監督等の同等性認定を条件に、EU の単一金融市場に限定的なアクセスが認められるに過ぎなくなる。

こうした中、Brexit 後の英金融サービス産業の姿には大きな不透明感が漂っている。EU は、英国への報復ではないとしながら、世界有数の金融センターであるシティ⁶⁾ から金融機

関や金融取引を域内に誘致しようと画策している (欧州の主要な金融センターに対する評価は表 1)。本稿では、特に注目すべき 2 つの立法提案にかかる審理状況を解説した後、今後のシティの姿を展望する。

II Brexit を踏まえた EU の第三国向け規制案

EU は、金融システムの安定を確保する見地から、英国という巨大で近接した新たな第三国の登場に強い危惧を抱いている。現状でもユーロ圏に参加していない英国が EU から離脱することに鑑み、万一英国発の金融危機が起きた場合、EU 域内への伝播をいかに防ぐかが一層強く意識されている。加えて、各国政府は、Brexit に乗じて、自国の金融市場を復興しようという意図も垣間見せている。このような状況の下で、欧州委員会は、17 年に① 第三国枠組みの包括的見直し、および② 第三国の中央清算機関 (CCP) に対する監督強化、という重要な立法提案を公表した。

表 1 欧州の金融センターの評価

	EU 内順位	全世界順位
ロンドン	1	1
フランクフルト	2	20
ルクセンブルグ	3	21
パリ	4	24
ハンブルグ	5	29
ダブリン	6	31
ミュンヘン	7	35
マドリード	8	41
ストックホルム	9	42
エジンバラ	10	43

(出所) Z/Yen Group “GFCI 23”

1. 第三国枠組みの包括的見直し

EU は、加盟国の金融機関に対し、パスポート⁷⁾ という制度を通じて単一市場への広範なアクセスを認めている。一方で、第三国との規制上の重複・抵触・欠缺を極力回避するために、規制・監督制度等にかかる EU との同等性を認定した第三国の金融機関に対しては、特定の分野に限って、パスポートに準じたアクセスを認めている (同等性の認定実績は表 2)。現状、CCP などの金融市場インフラに関する規則 (EMIR⁸⁾、投資銀行等に関する指令 (MiFID⁹⁾、資産運用会社に関する指令

表2 同等性認定実績

米国	22件
日本	20件
カナダ	20件
オーストラリア	18件
ブラジル	15件
スイス	15件
シンガポール	15件
香港	13件
中国	12件

(注) 18年1月9日時点。なお、米国と日本はそれぞれ1項目で留保が付されている。

(出所) 欧州委員会

(AIFMD)¹⁰⁾ といった EU ルールで、第三国との同等性を評価する枠組みが採用されている。

もっとも、預金引受、銀行貸付、決済サービス、リテール顧客向け投資サービスのような中核の金融サービスは同等性評価の枠組みから除外されているため、これらの業務については、原則として、EU 域内に法人を設けた上で当局の免許や認可 (authorization) を取得する必要がある (主な EU の金融規制における同等性枠組みは表3)。加えて、同等性の決定は EU の一方的行為であり、相手国の同意なしに撤回できるため、法的な安定性や予見可能性が高いとは言えない。

このような同等性枠組みの特性を踏まえ、英

国は、双方の規制監督制度への全般的信頼に基づく相互認証制度を採用すべき、と主張している。一方、EU 側には、英国が金融ビジネスをシティに引き留めようとして Brexit 後に規制を緩和し、他法域も巻き込んだ底辺への競争 (race to the bottom) や金融機関による規制の裁定 (regulatory arbitrage) を惹起することへの警戒感が強く¹¹⁾、ここでも英国を特別扱いしない構えである。

17年9月、欧州委員会は、同等性枠組みの厳格化および欧州監督機構 (ESA) の監督権限強化 (特に欧州証券市場監督機構 (ESMA) を対象として) に関する立法提案を公表した。ここでは、同等性を認定した後、体系的なフォローアップを行ってこなかった運用に鑑み、同等性認定を受けている第三国の規制、監督および金融機関の遵守状況を定期的にモニタリングし¹²⁾、欧州委員会に非公表の報告書を毎年提出することが ESA に義務付けられている。加えて、欧州委員会は当該第三国の状況に応じて、これまでよりも柔軟に同等性認定を撤回できる旨が規定されている。

当該提案は ESA の権限等を規定した既存の EU 規則および指令を改正するものであるため、通常の立法プロセスに則り、欧州議会と閣僚理事会 (ECOFIN) で審議されている。

表3 EU の主要な金融規制

EU 規制	対象業態	同等性評価	単一市場へのアクセス
MiFID/MiFIR	投資銀行等	あり	プロ向けサービスのみ認定対象
CRD IV/CRR	商業銀行	あり	不認定
AIFMD	資産管理会社 (プロ向け)	あり	認定
UCITS	同上 (非プロ向け)	なし	不認定
Solvency II	保険会社 (再保険を含む)	あり	再保険会社のみ認定対象
EMIR	金融市場インフラ	あり	CCP のみ認定対象

(出所) 欧州議会

欧州議会では、18年4月に経済・金融委員会（ECON）のHayes議員が当該提案を基本的に支持する報告書案を第一読会に提出した。Hayes議員は、この中で「同性認定は政治的な決定である以上、今後は欧州議会もその過程に関与すべき」という見解を示すとともに、メディアとのインタビューにおいて、「Brexitを控え、同性枠組みを根幹から見直すべき時がきた」と述べている。当該報告書案は、18年9月に欧州議会での票決に付される予定である。

2. 第三国 CCP に対する監督強化

CCPは、取引当事者の間に入り、債務が契約どおりに履行されないリスクを肩代わりする金融市場インフラである。CCPが介在することで、取引当事者の一方が破綻しても、その影

響が連鎖的に市場全体へ拡大するリスク（システムミックリスク）を抑制できる。加えて、売買の反対ポジションを相殺（ネットイング）しエクスポージャーを圧縮することにより、マージン¹³⁾や資本バッファ¹⁴⁾といった規制上のコストを削減することも可能になる。世界的金融危機の反省から、09年のG20ピッツバーグサミットで店頭デリバティブ取引の清算をCCPに集中させていくことが合意されて以来、金融市場に占めるCCPの存在感は大きく高まっている（EUで認可を受けているCCPは表4）。

金利スワップは、金利変動リスクのヘッジを目的として、取引当事者間で一定の想定元本、期間、利息交換日等を決定した上、変動利率と固定利率の支払義務を交換（スワップ）する

表4 EUの認可CCP

No.	名称	設立国	清算商品例	監督当局
1	LCH Ltd	英国	金利デリバティブ、レボ	イングランド銀行（BoE）
2	ICE Clear Europe Limited	英国	各種デリバティブ	BoE
3	LME Clear Ltd	英国	商品デリバティブ	BoE
4	Eurex Clearing AG	ドイツ	金利デリバティブ、レボ	連邦金融監督機構（BaFin）
5	European Commodity Clearing	ドイツ	商品デリバティブ	BaFin
6	LCH SA	フランス	レボ、現物株・債券	ブルーデンス監督・破綻処理庁（ACPR）
7	ICE Clear Netherlands B.V.	オランダ	店頭株デリバティブ	オランダ銀行（DNB）
8	European Central Counterparty N.V.	オランダ	現物株	DNB
9	Nasdaq OMX Clearing AB	スウェーデン	各種デリバティブ	金融監督庁（Finansinspektionen）
10	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.	イタリア	現物株・債券、株デリバティブ	イタリア銀行
11	KDPW_CCP	ポーランド	現物株・債券、各種デリバティブ	金融監督庁（KNF）
12	CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH	オーストリア	上場現物株・債券	オーストリア金融市場機構（FMA）
13	BME Clearing	スペイン	現物株・債券	国家証券市場委員会（CNMV）
14	OMIClear - C.C., S.A.	ポルトガル	商品デリバティブ	証券市場委員会（CMVM）
15	Athens Exchange Clearing House	ギリシャ	上場現物株・債券	ギリシャ資本市場委員会
16	Keler CCP	ハンガリー	現物株・債券、各種デリバティブ	ハンガリー中央銀行（MNB）

（注）18年5月14日時点。なお、本稿で言及しているCCPにはアミ掛けをしている。

（出所）欧州証券市場機構

代表的なデリバティブ商品である。早くから CCP の育成・強化に努めてきた英国では、金利スワップなどの清算サービスがシティの中核ビジネスとなっている。英国 CCP は、ポンド建てならびにドルおよびユーロなど外貨建て取引の清算を通じて、法律家や会計士等周辺分野従事者を含む約 8 万 3 千人の雇用を支えていると言われている。

ユーロ建て金利スワップについては、その殆どを LCH Ltd というロンドン証券取引所 (LSE) 傘下¹⁵⁾ の英国 CCP が清算している (取扱額は想定元本ベースで約 17 兆ユーロ)。圧倒的な市場シェアに裏付けられた流動性の厚みを背景に、ビッドとオファーの спреッドは他の CCP よりも小さく、相対的に安価な清算サービスを提供してきた。日本の金融機関等も、直接的もしくは間接的なかたちで、当該 CCP に多数参加している。

一方、EU 側は、金融システム安定の観点から、ユーロ建て金融取引の大部分を清算する英国 CCP が Brexit に伴い EU 法の管轄から外れることを強く警戒している。緊急時にユーロの流動性供給に責任を負う ECB は、そもそも Brexit 決定以前より、システム的に重要な CCP はユーロ圏に所在すべき、との立場を取ってきた¹⁶⁾。加えて、ユーロ建て金利スワップの清算ビジネスは、自国の金融センターを振興させる起爆剤になり得るとの考えから、各加盟国における政治的な関心も高まっている¹⁷⁾。更に英国とドイツの取引所・CCP 間の競争も絡まって、英国 CCP の扱いは Brexit 交渉の主戦場となっている¹⁸⁾。

現行制度の下では、欧州委員会から認証 (recognition) を与えられた第三国 CCP は、EU 域内に法人を置いていなくても、特定の金

融取引 (現物、デリバティブ、商品等) について、EU 機関の直接監督を受けずに、ユーロ建て商品を清算することが許される。16 年 6 月に英国が国民投票で Brexit を決定して以来、EU では、仮に欧州委員会が第三国となった英国の CCP 関連規制を EMIR などと同等と認定し、英国 CCP に認証を与えた場合、英国 CCP を従来の第三国 CCP と同様に扱うことが妥当か否か盛んに議論されてきた。

17 年 6 月、欧州委員会は、ユーロ建て取引を扱う特にシステム的に重要な第三国 CCP (Tier 2 CCP) への監督強化等を企図して、EMIR の見直しを提案した¹⁹⁾。ここでは、CCP が資金決済システム (PS) や取引情報保管機関 (TR) といった他の金融市場インフラと異なり、共同体レベルの直接的な監督に服していない現状²⁰⁾ を踏まえ、Tier 2 CCP に対しては、ESMA などの EU 機関が直接監督できるようにしている。その上で、ESMA が必要と認めた場合、Tier 2 CCP に EU 域内へ移転するよう命じることも可能にしている。

当該提案は、上記「1.」の第三国枠組みの包括的見直し提案と同様、欧州議会と閣僚理事会が最終化を担っている。欧州議会では、欧州金融市場の分断および取引コストの上昇に繋がるとして、当該提案に批判的な向きもあった²¹⁾。しかし結局、効果と副作用の比較衡量や影響度調査の結果に基づき、実証的に決定されるべきとの歯止めを設けつつ、CCP の移転命令権は残すことで合意された。ECON の Hübner 議員が提出した報告書案は、18 年 5 月の本会議で圧倒的多数の賛成票²²⁾ により採択され、これにより当該立法提案に対する欧州議会のスタンスが固まった。欧州委員会のドンブロフスキ副委員長 (金融サービス担当) は、

欧州議会における翌日のスピーチで「Hübner 報告書の円滑な採択は、欧州議会が加盟国に対して妥協の在り方を示した良い例である」と歓迎した (Dombrovskis 2018)。

今後は閣僚理事会が当該提案に対してどのような立場を取るのかが注目される。閣僚理事会は、強制移転を最後の手段 (last resort / insurance policy) と位置付けた上、該当 CCP に 12 か月の対応期間を設けるべきとするなど、欧州議会と同様、緩和方向での修正提案を検討している²³⁾と報じられている。とはいえ、ドイツやフランスが清算ビジネスを自国に呼び込もうとしている中、閣僚理事会は欧州議会と比べ国益を前面に出す傾向が強いため、欧州委員会の原案より更に英国 CCP などに厳しい方針が合意されることも考えられる。なお、ECB については、ユーロ建て取引を清算する CCP に対する監督権限を明記することを企図して、定款 (第 22 条) の見直しが欧州議会等で議論されている。

III Brexit 後の展望

第三国枠組みの包括的見直しに関する欧州委員会の立法提案が大きな変更なしに施行されれば、英国は、Brexit 後に司法上の独立性を獲得することに伴い、規制等の同等性認定を受けることが難しくなる可能性もある。また、仮に同等性認定を受けられたとしても、政治的な動機により、いつ認定が撤回されるとも限らない不確実性の高い状況に置かれる。米系の大手金融機関等は、Brexit 交渉の行方を見極めようと基本的に静観を続けてきた。しかし、英国の方針が一向に定まらないことに痺れを切らし、シティから EU 域内への人員移動を加速し始め

ている。

更に英国 CCP については、第三国 CCP への監督強化にかかる立法提案により、同等性認定に基づく認証 (recognition) が与えられていても、Tier 2 CCP に指定されれば、EU 機関による直接監督のほか、EU 域内への強制移転を命じられる可能性がある。仮に英国 CCP がこのいずれかでも拒否すれば、認証は取り消され、ユーロ建て取引を清算できなくなるであろう。CCP の転出もしくはユーロ建て取引の清算禁止は、英国にとって莫大な利益と雇用を喪失することに直結する。

一方、英国が EU から完全に離脱した場合、第三国と自由に経済協定を締結することが可能になる。金融サービスについても、シティが EU 以外の国・地域から金融機関や業務を誘致することによって、Brexit に伴う損失をある程度相殺することができるかもしれない。実際、英国政府やロンドン市はそれを企図している。もっとも、英国は、EU との交渉で劣勢に立たされている結果、米国、コモンウェルス諸国等との関係でもバーゲニングパワーを弱めると考えられる。このため、英国にとって望ましい条件をそれらから引き出せるとは限らない。

これらを総合すると、Brexit を通じたシティの地盤沈下は免れないであろう。英国が EU 単一市場へのアクセスを完全に失うハード Brexit は、シティの経済規模を 15-25% 縮小させる、という調査機関の試算も複数ある²⁴⁾。EU 側の立法措置は、一義的には英国を念頭に置いた対応であるものの、第三国全体に外部不経済を及ぼす。このため、日系金融機関の EU 金融市場におけるリスクは特段意識されていないにもかかわらず、日本は巻き添えを食うようなかたちになっている。

日系金融機関は、90年代のバブル経済崩壊等を背景に、コスト節約の要請から、欧州拠点をシティに集約させつつ、英国で取得した免許等に基づきパスポート制度を活用してきた。そのような金融機関の多くは、既に英国がハード Brexit を選択する事態に備えて、EU 側で新たに免許等を取得するべく、フランクフルト、アムステルダムなどで現地法人の設立準備を進めている。

もっとも、ECB や ESA は、リスク管理態勢・IT システム・スタッフなどを十分に備えていない現地法人 (letterbox entity / empty shell) には免許等を与えるべきではない、として英国拠点のリソースに依存した域内拠点を厳しく制限する構えである。一方、Brexit 交渉の行方が判然としない中では、既存のロンドン拠点を縮小することもままならない。この結果、日系金融機関等は、独立性の高い現地法人の設立に伴う多額のコストを強いられようとしている。

第三国 CCP 向け規制案について、日本の CCP²⁵⁾ はユーロ建て取引を殆ど行っていないため、Tier 2 CCP に指定される蓋然性は低いと考えられる²⁶⁾。とはいえ、Tier 2 CCP に指定された英国 CCP が EU 域内への移転を命じられ、これを拒否した場合、日系を含む当該 CCP の参加先は、ユーロ建てポジションを EU 域内の CCP に移す対応を迫られる可能性がある。現状、ユーロ建て金利スワップの清算が認可されており、かつ、加盟国中銀による緊急流動性支援 (ELA) の条件である銀行免許を有しているのは、ドイツ取引所 (DB) 傘下の Eurex (本部はフランクフルト) のみである。

Eurex は、Partnership Program という新たな特典制度²⁷⁾ を通じて、LCH Ltd を含む英国

CCP からの清算取引の引き抜きを本格化させている。同制度では、大きなポジションを持つなど貢献度の高い参加先を対象として、収入の一部を還元するほか、監査役や諮問委員会のメンバーになる権利を与えるといった特典が設けられている。この適用を受ければ、収入の還元を通じて、ポジションを2つの CCP に跨って構築することの追加コストを減殺できることもあって、EUREX は18年初から急速に取扱額を増やしている²⁸⁾。

ただ、金利スワップのように概して残存期間の長い契約の場合、CCP 間のスプレッドが拡大したときには、満期まで待たずにポジションを移行する必要性が生じる事態も想定すべきであろう。これに伴う複雑で膨大な作業には実務上の困難がある²⁹⁾ ほか、市場でパニック的な移行が発生した場合、スプレッドの急変等により、大きな損失を被る金融機関等が出てくる恐れもある³⁰⁾。

強制移転に至らないとしても、EU 機関が英国の認証 CCP に直接監督を及ぼす場合、現状の監督当局である英中銀との関係がどのように整理されるのかには注意を要する³¹⁾。仮に英国と EU が同等の立場で独自の監督を行使するようなことになれば、両者の指示内容が相容れないケースにおいて、英国 CCP がジレンマに陥り、実質的に機能不全となる可能性も排除できない。清算集中が義務付けられている今日、こうした状況は金融機関のコンプライアンス (法令順守) を難しくすることになる。

Brexit が政治的な問題に発展しているほか、米トランプ政権等域外への警戒心の高まりもあって、EU は金融サービスに関して保護主義的・排外主義的な傾向を見せ始めている³²⁾。EU は、ハード Brexit の経済的損失を許容可能

と読んだ上で、むしろこれを資本市場同盟等の域内統合深化に向けた動機付けなどに利用している面がある。一方、定量的な影響分析や長期的な戦略を欠いた英国では、Brexitによる負のインパクトは、政府の曖昧な想定を超え、甚大なものになることが懸念される³³⁾。更に、市場や規制の分断に伴う流動性プールの減少により、グローバルな金融取引のコストが上昇することも懸念される。この意味で、Brexitは英国とEUにとってのみならず、あらゆる第三国にとっても不利益が大きい lose-lose-lose game と言える。

18年4月、英中銀とECBは、英政府と欧州委員会による将来の経済関係構築に関する協議とは別に、cliff edgeから生じ得る監督上の技術的な問題を協議する目的で、共同作業部会を設置すると公表した（ECB 2018）。両監督当局間で、相互の信頼に基づき、Brexitの痛みを緩和するような協力関係が合意されれば、国際社会にとって望ましいことである。もっとも、当該作業部会の役割は限定的であるため、余り大きな期待を持つべきではない³⁴⁾。日本も、最悪のシナリオを用意した上で、Brexitがグローバルな金融セクターに対して直接的・間接的に及ぼす影響を慎重に評価するとともに、適時に対応していくことが求められる。

[注]

- 1) EUには、英国に寛大な離脱条件を提示することにより、他の加盟国に離脱インセンティブが生じること（ドミノ化）や東欧等の加盟国が待遇改善を求めること（ゲーミング）への懸念が強い。
- 2) 与党・保守党は17年6月の総選挙で過半数を割り込んだ。メイ首相は、北アイルランドの民主統一党（DUP）から閣外協力を得ながら、辛うじて政権を運営している。
- 3) 北アイルランドでは、カソリック系でアイルランド共和国寄りのシン・フェイン党とプロテスタント系で英国寄りのDUPが対立している。98年のベルファスト合意により、両勢力間の和平が実現したものの、アイルランド共和国との国境管理が導入されれば、北アイルランドで再び武力抗争が生

じる事態になりかねないと懸念されている。

- 4) Brexit交渉は、アイルランド国境管理問題を含む離脱条件に関する第一段階と、離脱後の経済関係に関する第二段階を順次進めるといった段階的アプローチによって進められている。17年末、英国とEUは、アイルランド国境問題で英国がEUに説得的な解決策を提示できない場合、Brexit後も英国がEU法との完全な連帯（full alignment）を維持する旨約束した上で、離脱後の経済関係に関する交渉段階に進むことで合意した（合意文書のパラ49）。しかし、離脱協定締結に向けた協議に至り、英国がこの約束を反故にした経緯がある。
- 5) 18年6月7日、英政府は、EUとの新たな関税措置で合意できない場合、21年12月末まで関税同盟に留まることを求める暫定関税措置をEUに提案した。しかし、EUは、同措置の内容が不明確であるなどとして、この提案を拒否した。
- 6) 18年3月に公表された最新のz/Yの国際ランキングによれば、シティは引き続きニューヨークを押さえて、世界一の評価を維持している。
- 7) いずれかのEU加盟国で免許や認可を取得した金融機関に対して、域内全域での営業活動を認めるという制度。
- 8) 正式名称はEuropean Market Infrastructure Regulation（欧州市場インフラ規則）。
- 9) 正式名称はMarkets in Financial Instruments Directive（金融商品市場指令）。
- 10) 正式名称はAlternative Investment Fund Managers Directive（オルタナティブ投資ファンド運用者指令）。
- 11) 18年6月、英国議会は、EU法を英国法より上位に置く欧州共同法を廃止し、既存のEU関連国内法の内容をすべて英国法に置き換える「Great Repeal Bill（大廃止法案）」を可決した。同案が女王の裁可を経て成立すれば、少なくともBrexit直後は、英国法とEU法との整合性が維持される見込み。
- 12)（同等性認定の維持を希望する場合）当該第三国の規制・監督当局や金融機関もESAの調査に協力する必要がある。
- 13) 信用リスクや市場リスクに対応した一種の担保。証拠金とも呼ばれる。
- 14) バーゼル銀行監督委員会の国際標準に則り、当局に適格性を認められたCCP（QCCP）への銀行与信に対しては、極めて優遇的なリスクウェイトが適用することが許されている（一方、非QCCPに対するリスクウェイトは1.250%）。EUにおいても、現状、英国の認可CCP向けエクスポージャーに対しては、0%のリスクウェイトが適用されている。
- 15) 16年にLCH.Clearnetから社名変更。同社株の57%はLSEが所有。残りは清算参加先の銀行等が所有。
- 16) ユーロ危機に際して、英国CCPがスペインの金融機関等に対して追加マージンを要求した経緯が背景にある。11年、ECBはユーロ建て取引を多く清算する英国CCPにユーロ圏への移行を義務付ける監督枠組み（ロケーションポリシー）を公表した。これを受けて、英国は、EU単一市場の原則に反する、と欧州司法裁判所（ECJ）に提訴した。15年、ECJが「ECBは証券決済システムの活動を規制する法的な権限を欠いている」との判断を示したため、ECBはロケーションポリシーの撤回を一旦余儀なくされた。もっとも、この後暫くして、ECBと英中銀は、英国CCPにかかる情報共有向上等についての取極めを交わしている。
- 17) EUでは、資本市場同盟計画の推進やシティからの金融取

引誘致を通じて、シティが抜けた後も域内金融市場の国際的プレゼンス向上を企図している。もっとも、Brexitに伴う欧州全体での取引コスト上昇等を嫌気して、在欧州金融機関の業務や拠点が北米やアジアといった他地域に流出することも考えられる。

- 18) LCH Ltd はユーロ建てレポ取引等でも大きな市場シェアを有しているが、レポについては、グループ内企業である仏現法のLCHSAへのポジション移行が既に清々と進んでいる。
- 19) この前月に公表された修正提案（コンプライアンス負担軽減の観点から、当局への報告要件等の簡素化を企図したもの）と区別するため、一般にEMIR 2.2と呼ばれる。なお、第三国 CCP が Tier 2 CCP に該当するか否かは、①業務の性質、規模および複雑性、②破綻等がEUの金融システムの安定等に及ぼす影響、③参加者の構造、および④他の金融市場インフラとの相互依存性等、に照らして判断するとしている。
- 20) 域内 CCP は各加盟国当局の監督下にあり、例えば現時点でのLCH.Clearnetの監督当局は英中銀である。もっとも、ESMAは、関係当局による監督カレッジの調整等を通じて、域内 CCP に対して間接的な監督を及ぼしている。なお、LCH Ltd は、現状でも米ドル建て取引の清算に関して、米商品先物取引委員会（CFTC）の直接監督を受けている。
- 21) 一方、域内で金利スワップにかかる有力 CCP が並存することは、市場参加者に選択肢を提供するほか、中長期的には、健全な市場競争を通じたコスト低減に繋がる、といった肯定的な意見も聞かれる。
- 22) 結果は、賛成 45 票、反対 4 票、棄権 5 票。
- 23) [Maxwell 2018]。
- 24) [Eurogroup Consulting and Institut Louis Bachelier 2017] ほか。
- 25) 現状、日本証券クリアリング機構（JSCC）と東京金融取引所（TFX）が第三国 CCP として認証されている。
- 26) 英国 CCP 以外には、CME といった米国の認証 CCP についても、Tier 2 指定の可能性が取り沙汰されている。
- 27) 18年1月から実施。最上位参加先は米 JP モルガン・チェース、仏 BNP パリバ、独系銀行等が占めているが、一部の日系金融機関も参加している。
- 28) 18年6月13日付英 FT 紙は、EUREX の金利スワップ清算額（想定元本ベース）が Partnership Program 導入前の 1 兆ユーロから足許で 7 兆ユーロにまで増加している、と報じた [Financial Times 2018]。
- 29) EUREX に移転されている取引も、その多くは残存期間の短いものとされている。
- 30) カーニー英中銀総裁は、金利スワップの清算市場が分断されることにより、CCP の利用費用が 1 ベーシスポイント上昇した場合、EU の参加先にとってコストが年間で合計 220 億ユーロ増加する、との試算を紹介している [Carney 2017]。
- 31) EU のルールは、この扱いを明らかにしていないものの、監督協力に関する覚書（MoU）を締結することが想定されていると思われる。
- 32) 本稿で挙げたもの以外でも、既存保険契約の継続性にかかる不透明性、EU の投資ファンドから英国の資産管理会社に対する運用委託への制限、外国為替取引の決済インフラで

ある CLS（Continuous Linked Settlement）銀行グループの英国法人に対する利用制約等、Brexitに関連して今後のEUの議論を注視すべき論点は多い。更に、Brexitを受けた対応ではないものの、大規模な第三国銀行に対する中間親会社（IPU）設置要件の導入といった新たな規制もEUでは審議されている [金子 2017a]。

- 33) 大手コンサルティング会社 PwC は、ハード Brexit に伴う 30 年時点における総付加価値の損失額を英国については年額 272 億ユーロ（16 年時点比）、EU については同 330 億ユーロ、とそれぞれ試算している [PwC 2018]。
- 34) そもそも、英国が Brexit 後も EU の銀行に英国国内での業務継続を一時的に保証する方向性を示しているのに対し、EU はこれに応じて英国の銀行を互恵的に処遇する意向を明らかにしていないなど、双方の監督スタンスには大きな相違がある。

【参考文献】

- Carney, Mark. 2017. "A Fine Balance" Speech at the Mansion House, London, 20 June 2017.
- Dombrovskis, Valdis. 2018. "Speech at the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament" Brussels, 17 May 2018.
- Eurogroup Consulting and Institut Louis Bachelier. 2017. "The Impacts of Brexit on the European Financial Services Ecosystem".
- European Central Bank. 2018. "Statement: ECB and BoE convene joint technical working group on Brexit-related risks".
- European Commission. 2017a. "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1095/2010 and No 648/2012".
- 2017b. "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1093/2010, No 1094/2010, No 1095/2010, No 345/2013, No 600/2014, 2015/760, 2016/1011 and 2017/1129".
- Financial Times. 2018. "Brexit/derivatives: compression injury". 13 June 2018.
- Maxwell, Fiona. 2018. "Britain shouldn't relax yet about EU's euro-clearing stance" POLITICO, 21 May 2018.
- PwC. 2018. "Impact of loss of mutual market access in financial services across the EU27 and UK".
- 金子寿太郎 (2017a) 「欧州委、新たな銀行規制提案—中間持ち株会社等設置とパーゼルⅢ最終化へ—」『金融ジャーナル』No.729, 2017年2月号。
- (2017b) 「欧州委、英国 CCP に対するEUの監督強化へ—Brexitを巡る“金融戦争”で火ぶた—」『金融ジャーナル』No.734, 2017年7月号。
- (2017c) 「域外国への金融規制強化を進めるEU—“巻き添え”を避けるべく、日本は積極的な働きかけが求められる—」『金融財政事情』第68巻第43号。
- (2018) 「欧州における決済ビジネスの新潮流—Brexitを背景に英国からEUへ清算ポジションの移行が進む—」『世界経済評論インパクトプラス』No. 8.