■レポート■

ブレグジット後の欧州経済・金融

～ハードブレグジットを前提にEU・英国・スイスへの構造的な影響を分析～

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

1．はじめに

19年４月11日、英国のEU離脱（ブレグジット）がまたしても延期されることとなった。本稿執筆時点では、同10月末が新たな離脱期限とされている（英政府とEU(注１)が事務方レベルで18年11月に合意した離脱協定案を英国議会がそれまでに批准すれば、その翌月初に離脱が実現）。16年６月に実施された英国の国民投票の結果を踏まえ、英国は、17年３月にリスボン条約（EUの憲法に相当）の第50条に基づく離脱通告を行った。しかし、その後、北アイルランド国境の扱いといった離脱条件に関する方針等を国内で集約できずにいる(注２)。この結果、あらゆる帰結を想定し得る不確実性の高い状況が続いている。

ブレグジットは英国が1973年にEUの前身である欧州共同体（EC）に加盟して以来50年近くに及ぶ両法域の緊密な経済関係を根本から変更するものである。ブレグジット後の関係が見通せないことを背景に、実際の離脱を前に経済取引や資金フローには変化が表れ始めている。ただ、19年10月末にブレグジットが実現したとしても、離脱協定が成立していれば、20年末までは激変緩和措置（移行措置）が適用され、実質的な経済関係は変わらない(注３)。したがって、欧州諸国に様々な分野で真に影響が顕現化するのは、21年以降になる蓋然性が高い。

本稿は、考察対象を①EUおよび欧州経済領域（EEA）(注４)、②英国ならびに③スイス（非EU・EEA）に特定した上、ブレグジットがそれらの実体経済と金融経済に及ぼす

〈目　次〉

１．はじめに
２．分析の前提
３．影響分析
４．結び

影響を検証するものである。とはいえ、本稿執筆時点では、分析の前提となる将来の経済関係が固まっていないこともあり、中・長期的な影響について精度の高い定量的な推計を行うことは困難である。したがって、本稿では、それぞれの国・地域でブレグジットにより生じ得る構造的な変化に着目する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章は、本稿の分析の前提を説明する。第3章では、本稿で取り上げる3つの法域について、実体経済と金融経済の双方でそれぞれどのような影響が生じるのか、特に影響の大きい分野に焦点を当てつつ分析する。最後に第4章で本稿の主要な結論について述べる。

2．分析の前提

ブレグジットの条件は、「離脱協定」により、①北アイルランド国境問題、②互いの両法域に居住する市民の権利、③英国から未払いとなっているEU予算への拠出にかかる清算金、のそれぞれについて、法的なかたちで規定される。一方、将来の経済関係は、「政治宣言」により規定される。とはいえ、政治宣言は、法的拘束力を持たない上に、現状の案は極めて曖昧な記述にとどまっている。このため、ブレグジット後の英国とEUの経済関係を正確に評価するには、政治宣言の内容が具体化されるのを待つ必要がある。

ブレグジットの類型は、EUとの連結性が弱い順に、①合意なき離脱（ノーディールブレグジット）、②ハードブレグジット、③ソフトブレグジット、④離脱通告の撤回（ノーブレグジット）、という4つに大まかに分けることができる。このうち①は、離脱協定が成立しないまま離脱期限を迎えるもので、EUとの経済関係には原則としてWTOルールが適用されるほか、移行措置の適用がない。②は、英国がEUの単一市場と関税同盟の双方から脱退した上、移行措置の適応期間中に新たな自由貿易協定（FTA）等による経済関係の構築を目指すもので、EUとカナダの関係（CETA）等がこれに近い。一方、③は、英国がブレグジット後も、単一市場と関税同盟に事実上残留するもので、EUとノルウェー（EEA加盟国）との関係等がこれに近い。④について、欧州司法裁判所（ECJ）は、英国が一方的に実施できる、との判断を示している。

本稿の分析は、②のハードブレグジットを仮定している（以降の記述における「ブレグジット」は基本的にハードブレグジットを意味する）。これは、次の5つの理由から、ハードブレグジットが現状最も現実的なシナリオと思われるからである。

第一に、現状の政治宣言案は単一市場と関税同盟の双方から抜けることを想定している。第二に、ノルウェー型では英国にとって現状より優れた点がなく経済的な観点からは合理的と言い難い。第三に、英国における最新の世論調査の結果を見る限り、再度の国民投票の実施を正当化する程には残留支持率が上昇していない（注5）。第四に、EUは労働

（図表１）ブレグジットの影響
（ヒートマップ的イメージ）

	EU	英国	スイス
実体経済			
金融経済			

（注）シャドーが濃いほど悪影響が大きいことを示す。
（出所）筆者作成。

（図表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
スイス	15件
シンガポール	15件
香港	13件
中国	12件

（注）18年10月29日時点。規制単位で計上（条件付き認定を含む）。
（出所）欧州委員会

力の移動を除いたかたちでの共通市場へのアクセスを認めないと考えられる。第五に、19年３月と同４月に英国議会が実施した離脱協定案への代替策に関する２度の示唆的投票（indicative vote）（注６）において、単一市場への残留、関税同盟への残留はいずれも反対が賛成を上回っている。

なお、ハードブレグジットで仮定する将来の経済関係についても、関税率等細かな論点があり、その水準等により経済的な影響は異なってくる。とはいえ、本稿では、そこまで踏み込まない。

３．影響分析

ブレグジットは、EU加盟・非加盟にかかわらず、欧州の国・地域に幅広く悪影響を及ぼすlose－lose－lose gameであると考える。しかし、悪影響の程度やこれが生じる分野は、国・地域毎に区々である。EU（EEAを含む）、英国およびスイスを対象として、こうした関係を予め整理すると、図表１のようなイメージになる。

(1) EUへの影響

EUにとってブレグジットはプラスとマイナスの影響をもたらす。例えば、一部加盟国における金融サービスセクターなどでは、ロンドンからの取引の流入により、市場の活性化といったプラスの効果も一定程度見込まれる。とはいえ、域内全体でみると、実体経済と金融経済のいずれについても、マイナスの影響がプラスの影響を上回るであろう。

〈イ〉 実体経済

英国はEU域内でドイツに次ぐ２番目の経済規模を持つ（注７）ため、ブレグジットは単一市場の規模の経済（economies of scale）を損なう。EUは、17年に英国との貿易を通じて782億ユーロの黒字を計上した。また、EU予算への純拠出国である英国が21年以降の多年度財政枠組（MFF）から抜けることにより、EUの予算規模が今より縮小することも考えられる（注８）。とはいえ、EUの経

済全体に与える影響は軽微な水準にとどまるであろう（注９）。

個別の加盟国でみると、規模が小さくかつ開放的な経済システムを有する加盟国にとっての影響が大きい。18年において、輸出ではアイルランドやポーランドの英国向けが占める割合はそれぞれ第３位と高く、輸入ではアイルランドとマルタがそれぞれ同第１位および同第２位と高かった。これらの加盟国では、ブレグジットにより、英国との間で通関手続きなどが発生することの損失は顕著であろう。

産業別にみると、自動車は複雑なサプライチェーンを通じて製造されているため、相応の悪影響を被る。域内で最大の経済力を有し有数の自動車製造国でもあるドイツの場合、英国に組み立て工場が集積しているため、ブレグジットは製造プロセスの見直しといった構造的な変化に繋がる。他方、化学品や薬品の場合、特にサプライチェーンが複雑ではなく他国で再構築することが相対的に容易である。このため、化学品や薬品の製造・販売が主力産業となっているオランダやベルギーの場合、ブレグジットの影響は基本的に英国向け輸出の減少にとどまると考えられる。

〈ロ〉　金融経済

英国が単一市場から抜けることにより、EUの金融セクターの取引規模は大きく縮小する。とりわけ資本市場については、その影響は著しいものになる。EUは、資本市場同盟を立ち上げ、域内クロスボーダーの直接金融の強化を図っている。しかし、英国との連結性を欠いた中では、EU内で金融市場の一体性をいくら高めたとしても、その効果は限定的なものにとどまる。また、欧州委員会等EU機関における英国人スタッフの離職も政策立案面で痛手とされている。

一方、ブレグジットを受けて英国から金融機関や金融サービスが移ってくることにより、フランクフルト、ダブリン、パリなどの域内の金融セクターが活性化するという効果も一定程度は想定できる。

EUは、加盟国の金融機関に対し、パスポート（注10）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。他方、域外国（第三国）の金融機関に対しては、母国の規制・監督制度等がEUと同等であると認定した場合に限って、パスポートに準じたアクセスを認めている。現状、CCPなどの金融市場インフラや店頭デリバティブに関する規則（EMIR）（注11）、資本市場等に関する指令（MiFID）（注12）、資産運用会社等に関する指令（AIFMD）（注13）といったEUルールで、第三国との同等性を評価する枠組が採用されている。

翻って、預金引受、銀行貸付、資金決済、リテール顧客向け投資サービスといった中核的金融サービスの多くは、同等性評価の枠組から除外されている（注14）。このため、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。フランス政府によるパリ金融市場の振興を企図した金融機関の誘致活動がよく知られているものの、他の加盟

国でも同様の試みはみられている。

欧州委員会は、ブレグジットにより英国という地理的に近接する巨大な第三国が新たに誕生することへの警戒感を主因として、17年に第三国との金融サービス取引関係に関して特に重要な立法提案を3件公表した。新たな立法はいずれも第三国の金融機関の単一市場へのアクセスを制約するものであり、こうした面が強まることは国際的な金融市場の分断に繋がりかねない。加えて、EUが単一市場を閉鎖的なものに変えることは、中・長期的にEUの金融セクター全体を縮小することに繋がる可能性がある。それでも、自国金融センターの活性化に繋がるとの期待から、特に中核的加盟国において、これらの法案を積極的に支持する向きが強かった。欧州議会の閉会(注15)が迫った19年の2月から3月にかけ、これらの法案は、関係立法機関(注16)間の協議（trialogue）において、ほぼ原案どおりのかたちで相次いで政治合意（実質的な最終化）に至った(注17)。

第一は、これまでの同等性枠組の取り扱いを厳格化させるものであり、規制の同等性を認定した後、欧州委員会は当該第三国の状況に応じて、これまでよりも実務上柔軟に同等性認定を撤回できる旨が規定されている。当該提案は欧州監督機構（ESA）の権限を強化するべく既存のEU規則および指令を改正する案件（以下、ESAレビュー）の構成要素である。もともと同等性の決定は、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かった。また、規制等の同等性は、逐語比較（line by line）ではなく実質（outcome based）に鑑みて評価することになっているとはいえ、政治的な判断が決定に介在することもあった。法的な安定性が一層損なわれることにより、第三国からの投資に萎縮効果が生じる可能性もある。

第二は、ユーロ建て取引を扱う特にシステミックに重要な第三国CCPをTier 2 CCP(注18)に指定した上、これらに対する監督強化である（以下、EMIR 2.2）。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(注19)を踏まえ、Tier 2 CCPに対しては、欧州証券市場機構（ESMA）や欧州中央銀行（ECB）が直接監督できるようにしている。その上で、ESMAなど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。第三国CCPがEUによる直接監督やEU域内への移転に応じなければ、第三国CCPとしての認証が剥奪される(注20)。既にこうした不安定な先行きを嫌気して、ドイツのEUREXやフランスのLCH SAといったEUのCCPにユーロ建ての清算ポジションが移りつつある(注21)。

第三は、第三国の資産運用会社等（investment firm）への投資委託に対する制約強化である（以下、IFR）。新たなEU規則の下では、資産運用会社等は規模、業務内容、複雑さに応じて3つのカテゴリーに分類され

（図表３）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、レポ	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、レポ	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	レポ、現物株・債券	プルーデンス監督・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）19年４月９日時点。なお、本稿で言及しているCCPにはマーカーを付している。
（出所）欧州証券市場機構

る。この中で、特にEUの金融システムにシステミックな重要性を持つと欧州委員会が判断した第１カテゴリーの資産運用会社は、他のカテゴリーよりも高い資本・流動性要件、厳しい報酬制限等が課される。加えて、ESMAによる緊密な監督（注22）に服すことになる。現状、EU域内で活動する資産運用会社の半分以上が英国籍の資産運用会社と言われているほか、その殆どが巨額の運用資産残高（AUM）を抱えている。したがって、英国の資産運用会社等はEUファンド向け投資サービスなどを提供し難くなる反面、EU籍の資産運用会社等では規制対応負担が軽減するであろう。EUは、IFRを資本市場同盟の発展に繋げることも企図している。

⑵　英国への影響

ブレグジットによって最大の経済的悪影響を被るのは英国である。英国はEU単一市場への玄関口（ゲートウェイ）として、EUとの連結性を強みにしてきた部分が大きいからである。なお、実体経済については、ブレグジット交渉で外交力の弱さを露呈したこともあり、第三国とのFTAを英国が望むような好条件で締結できる見通しが弱まっていることにも留意が必要であろう。

〈イ〉　実体経済

英中銀（BoE）は、18年11月に公表した報告書（注23）において、ブレグジットにより残留した場合に比べ23年まで毎年英国の実質GDP成長率を0.75%ずつ下押しする、と予測

している。

英国経済のEU依存度は、貿易とクロスボーダー投資両面で極めて大きい。17年における財・サービスの輸出入のうち、EUとの取引が占める割合は輸出で全体の44%、輸入で同53%を占めた（注24）。当該輸出のうち40%は金融等のサービスが占めた。また、英国で製造される自動車の大半はEUに輸出されている。投資関係をみると、EUからの直接投資は全体の45.2%（注25）を占めている。業種別では、食品・飲料セクターや鉱業でEU資本のウェイトが高い。

財の貿易について、英国はFTAなどを通じて、EUと強固な関係を維持することを模索している。しかし、FTAでは、どれほど多くの物品で関税を低く抑えても通関手続きは生じるため、現状に比べると取引コストが大きく増加する。また、英国のEU離脱派の一部は、ブレグジット後は自由に第三国とのFTAなどを締結できるようになる（注26）ため、EUと第三国の間よりも有利な条件でそれらを締結することにより、ブレグジットでは経済的なメリットの方が大きいと主張していた。しかし、ブレグジット交渉を通じて英国がEUから大幅な譲歩を引き出せなかった状況を眺め、米国、中国、旧英連邦、日本といった潜在的なパートナーが英国に対して厳しい条件を提示することも予想される。

物価については、英ポンドの減価を通じた輸入インフレ圧力と需要の減退によるデフレ圧力とが並存することになると思われる。BoEは、景気減速局面での物価上昇（スタグフレーション）への対処という難しい政策のかじ取りを求められるであろう。

ブレグジットは、供給サイドでも、深刻な影響をもたらすと考えられる。

雇用については、食品・飲料や倉庫といったセクターでEUからの労働者の従事率が高い。EUからの移民流入の減少を補うべく国内の失業率は低下が見込まれる。その一方で、自動車等の製造業や金融サービス業を中心に高度技能人材の不足が生産性の低下に繋がると予想される。対内直接投資については、製造業におけるサプライチェーンの分断等により、外資系メーカーの撤退が続く可能性がある。一方、通貨ポンドの下落を受け、外国人による国内企業の買収や土地の購入が進む可能性もあり、それによって投資資金の引き揚げがある程度相殺されると想定できる。

これらのほかにも、英国政府がブレグジット後の重点育成分野として重視している研究・開発分野においてEUからの助成金が受け取れなくなる（注27）、EUからの優秀な学生の受け入れが減少する、英ポンドの準備通貨としての地位の低下、等の影響が数多く考えられる。

〈ロ〉 金融経済

英国のGDPに占める金融セクターの比率は非常に高い。ロンドンの金融街シティは、長く世界で最も評価の高い金融センターと見做されてきた（注28）。シティは、法律・会計事務所、システム会社等の裾野サービスを含む高度に発展した生態系（エコシステム）を

魅力に、世界中から為替やデリバティブ取引を惹きつけてきた。ロンドン拠点で取得した免許等を使って、EUの単一パスポート制度に基づき、大陸欧州の顧客に様々な金融サービスを提供するモデルが浸透してきた。英国で行われる金融業務の約4分の1は、EUの顧客に関連していると言われている。ブレグジット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ある(注29)。

同等性評価の枠組は、EMIRやMIFIDといった資本市場関係のEUルールが主な適用対象であり、銀行業や保険業に関するEUルールへの適用は限定的である。したがって、仮に英国の金融規制・監督に完全な同等性が認定されたとしても、EU共通市場との連結性は現状に比べ大きく低下することになる。英国は18年7月に公表した白書(注30)において、英国がEU法に服している現状を踏まえ、EUが同等性評価の対象分野全てについて英国に同等性を認定するよう提案している。

これに対して、EUは、英国がシティの地盤沈下を抑えるべく、やがて法人税率等とともに規制要件や監督水準を引き下げることで金融機関・サービスの繋ぎ止めを図る（race to the bottom）と考え、金融システムの安定や投資家・消費者保護の観点から、英国から域内にリスクが波及することへの懸念を抱いている。こうした考えから、資本市場関係のルールについても、3.（1）（ロ）で述べたように、第三国の共通市場へのアクセスに対する制約を強化した。特に、幾つかの英国CCPはTier 2 CCPに指定される蓋然性が高いため、英国の清算業の縮小が見込まれている。

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）傘下の英国CCPが清算している。

EU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がブレグジットに伴いEU法の管轄から外れることを強く警戒している(注31)。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。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の扱いはブレグジット交渉の主戦場となってきた。

欧州委員会の立法提案に加えて、欧州銀行監督機構（EBA）がロンドンからパリに移転したこともシティの地盤沈下に繋がっている。EBAは、銀行監督にかかる域内ガイドラインの策定等を担っているため、この近くにコンプライアンススタッフを配置することは当局とのコミュニケーション上有益と考えられている。

ブレグジットは、英国と第三国との金融取引にも影響を及ぼす。英国がEUから外れると、EUと第三国との間で締結されている金融サービスに関する取り決めが英国に適用されなくなる結果、英国と第三国との間で法の欠缺が生じるためである。最も重要な第三国である米国については、19年２月に米CFTCと英BoEの間で店頭デリバティブ取引や清算業務をブレグジット後もこれまで通り行えるよう連携することが合意された。もっとも、この合意の詳細は不明であり、今後の取引にかかる不確実性が払拭されたとまでは言い難い。

⑶　スイスへの影響

スイスは、欧州自由貿易連合（EFTA）に加盟するほか、多様な分野で計120以上の個別協定を積み重ねることにより、EUの単一市場に対する広範なアクセスを確保している。とはいえ、EUにもEEAにも加盟していないため、ブレグジットの直接の当事者ではない。にもかかわらず、ブレグジットのあおりから、EUとの現状の関係を維持することが難しくなっている。スイスの場合、ブレグジットに伴う直接的な経済的損失よりも、EUとの交渉が厳しくなるなどの数値化し難い損失の方が大きいと予想される。

〈イ〉　実体経済

スイスにとって、英国は重要な経済パートナーの一つである。19年２月、英国とスイスは、ブレグジット後も現行の経済・貿易関係を維持することに合意した（注32）。これにより、英国との関係では、ブレグジットに伴うスイス実体経済への直接的な影響は緩和されることとなった。

一方、EUとの間では、ブレグジットを一因として、関係が悪化しており、主に金融サービスセクターへの悪影響が懸念されている。もともとEUはスイスが単一市場をつまみ食いしていると批判してきた。14年以降、両法域の間で、主要な分野における経済関係を枠組協定（framework agreement）として包括的に規定し直す交渉が続いている。枠組協定とは、EFTAを今日の情勢に合うよう見直すとともに、既存の個別協定のうち市場アクセスにかかる一部を統合することで、両法域の関係を規定するルールの簡素化を図るものである。とはいえ、両法域の整合性を強化するべく、単一市場ルールの変更への自動的適合、EUへの国内サービス市場の開放、人の移動の自由やEU市民の権利の保障、紛争解決にかかるECJの司法管轄権等、様々な要求がスイスになされており、実質的にスイスのEU加盟へ向けた布石と捉えられている（注33）。

EUは、英国がブレグジット後に第二のスイスを目指すことを抑制する観点から、16年の英国国民投票以降、枠組協定の締結をスイスに強く迫るようになっている。この背景には、ブレグジットに伴う域内経済や国際的プレゼンスの縮小を少しでも補うべく、スイスの取り込みを加速させようという意図もある。EUとの経済関係に不透明感が高まっていることから、投資活動の萎縮等を通じた国内経済へ

の悪影響が意識されるようになっている。

〈ロ〉 金融経済

スイスでは、英国同様、GDPに占める金融セクターの比率が高い。スイスは、チューリヒなど高度に発展した金融市場を擁するものの、小国であるため、EU単一市場へのアクセスが欠かせない。こうした事情から、スイスは欧州委員会から規制・監督に関するEUとの同等性認定を数多く受けている。

スイスの金融機関にとってブレグジットの直接的な影響としては、在英国拠点のパスポートに基づいて単一市場にアクセスできなくなることが重要である。加えて、EUは、同等性認定をテコに、スイスに対して枠組協定締結に向けた圧力をかけている。17年12月、EUはMIFIDに基づくスイスの株式取引所にかかる規制の同等性認定を18年末で取り消すと公表した。スイスの主要な株式インデックスには多くのEU籍企業が含まれているところ、同等性認定が取り消されれば、スイス証券取引所等はEU銘柄を合法に取り扱うことができなくなる。

スイスがEUルールとの整合性を損なうような株式取引所ルールの変更を行った事実は認められない。EUは、スイスに枠組協定の締結を促すためのツールとして、同等性認定を政治的に利用している。これに対して、スイスも、昨年６月にはEU内の株式取引所によるスイス銘柄の売買を禁止できる規制を施行することで抵抗する構えを見せた(注34)。結局、18年12月にスイスが枠組協定案に関する協議を開始すると公表したことを受けて、EUは半年間の同等性認定の延長を決定したものの、スイス金融市場等での緊張は続いている。

４．結び

ブレグジットは、欧州全体の経済・金融活動を縮小させ、地域の地盤沈下に繋がると予想される。もっとも、その程度は国やセクターに応じて区々である。特に、英国の実体経済と金融経済には本質的かつ長期的な影響をもたらすであろう。リスボン条約によれば、EUへの加盟審査は申請を受理した順番に進められることになっており、再加盟申請を優先するような規定は存在しない。したがって、英国が仮に将来EUに再加盟するとしても、相応に長い審査期間を経ることになる。

一方、EUについては、金融サービスセクターなど局地的にブレグジットの恩恵に浴する分野も生じると思われる。英国の金融機関や取引の一部は、ブレグジット交渉の不透明感を嫌気して、既にドイツ、フランス、アイルランドなどのEU加盟国に移りつつある。フランクフルトは、デリバティブの清算ポジションの移行等もあって、特にブレグジットを通じた利益が大きいと考えられる(注35)。

とはいえ、金融セクターについても、欧州地域全体でみた取引コストなどの上昇を背景に、英国から流出する取引等の一部は、ニューヨーク、香港、シンガポール、上海といった北米やアジアの金融センターに向かうであ

（図表４）欧州の金融センターの評価

	西欧内順位（19年３月）	世界順位（19年３月）	世界順位（18年３月）	世界順位の変動
ロンドン	1	2	1	↓1
チューリッヒ	2	8	16	↑8
フランクフルト	3	10	20	↑10
パリ	4	27	24	↓3
ジュネーブ	5	28	26	↓2
ルクセンブルグ	6	30	21	↓9
モナコ	7	33	54	↑21
エジンバラ	8	35	43	↑8
マドリード	9	37	41	↑4
ダブリン	10	38	31	↓7

（出所）Z／Yen Group GFCI 25（19年３月公表）と同GFCI 23（18年３月公表）

ろう。したがって、EUの金融市場も、全体では、規模を縮小させるほか、投資先としての魅力を低下させることになると思われる。これは、EUの対外的なバーゲニングパワー（交渉力）の低下にも繋がる。

EUについては、更に固有の事情による実体経済と金融経済へのリスクにも注意が必要である。中国経済の減速や米国との貿易戦争を主因として、域内の経済成長の鈍化が鮮明になる中(注36)、財政デフォルトリスクと銀行破綻リスクの負の連鎖に対する懸念が燻っている。当該連鎖については、09年からの欧州債務・金融危機の教訓として、銀行同盟構想等を通じて対応が進められている。しかし、こうした取り組みは、未だ完成をみておらず、本年５月の欧州議会選挙後に発足する新たなEU運営態勢に持ち越されることとなった。

反グローバリズムや反エスタブリッシュメントの気運を背景として、EUに懐疑的なポピュリズム（大衆迎合主義）が台頭していることも、欧州社会の分断を深め、EUの運営をかつてなく困難なものにしている。ブレグジットの決定後暫くの間、EU側には、ブレグジットがEUから離脱することのコストを視覚化することによって、残った加盟国の間で連帯や結束をむしろ強化できるとの楽観的な見方があった。しかし実際には、ブレグジットをもたらしたEUへの不信感は英国に限ったことではない、という状況が明らかになりつつある。

(注１) 英国はまだEUに加盟しているものの本稿で「EU」と記すときは原則として英国をこれに含めない。
(注２) 離脱協定案は、英国議会でこれまでに三度採決にかけられたものの、全て否決されている。
(注３) 21年以降はEUの次期多年度財政枠組（MFF）が発効するため、英国が予算拠出を続けるといった特別な対応をとらない限り、20年末を越えて移行措置を設けることは難しい。
(注４) EU加盟国ならびに、ノルウェー、アイスランドおよびリヒテンシュタインにより構成。
(注５) 19年４月に実施されたYouGovによる調査に

おいて、16年の国民投票での投票態度を変えると回答した人の比率は全体の６％にとどまっている。

(注６) いずれの投票でも全ての選択肢で反対票が賛成票を上回った。

(注７) 大手コンサルティングファームのPwCは、ブレグジットの影響等から、19年における英国の米ドル建て名目GDPがフランスに抜かれると予想している。

(注８) 欧州委員会が18年５月に提案した21－27年度のMFF案では、ブレグジットにもかかわらず、予算規模が金額ベースで現行比拡大している。

(注９) 欧州議会は、17年に公表した報告において、英国との将来関係がWTOルールに準拠するという本稿より厳しい前提の下でも、ブレグジットは30年までにEUの名目GDPを0.52％縮小させるに過ぎない、と試算している。

(注10) 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。

(注11) 正式名称はEuropean Market Infrastructure Regulation（欧州市場インフラ規則）。

(注12) 正式名称はMarkets in Financial Instruments Directive（金融商品市場指令）。

(注13) 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）。

(注14) もっとも、一部の銀行業務や投資業務については、加盟国当局が個別に第三国金融機関に対し自国市場へのアクセスを認めることも制度上は可能。欧州監督機構（ESA）は、個別加盟国当局が自国金融市場の振興を目的として、第三国金融機関に対する免許付与基準を引き下げることなどを警戒している。

(注15) 19年５月23－26日の欧州議会選挙を控え、同４月18日に欧州議会は閉会した。

(注16) 両案件については、閣僚理事会、欧州議会および欧州委員会を指す。

(注17) EU官報掲載後一定期間を経て施行される。なお、実際の運用はESMAなどのESAによる技術的な細則の発効を待って開始される。

(注18) 第三国CCPがTier２CCP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。

(注19) 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 Ltdの監督当局は英中銀（BoE）である。なお、LCH Ltdは、BoEと米国商品先物取引委員会（CFTC）の間の取極めに基づき、米ドル建て取引の清算に関して、CFTCの直接監督にも服している。

(注20) 認証を受けていなくても、EUでサービスを提供することは可能であるものの、参加先には懲罰的な資本賦課（1,250％のリスクウェイト）が適用される。

(注21) 異なるCCP間での清算ポジションの移転により、CCP利用機関にとっては、取引相手との既存契約の更改が新たな事務リスクになっているほか、移行先CCPにとっても、国際基準に則った財務・流動性バッファー要件の充足が課題になっている。

(注22) ESMAには第三国の資産運用会社に対して立入調査を行う権限も認められる。

(注23) 正式名称は「EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability」。ここで示されている「緊密ではない関係（less close relationship）」シナリオは、本稿が前提とするブレグジットに近い。

(注24) 個別国レベルでみると、輸出の18％、輸入の11％をそれぞれ占める米国が英国にとって最大のパートナーとなっている。

(注25) EUからの最終投資のほか、EU加盟国を経由する対内直接投資を含む。英国統計局（ONS）によると、オランダとルクセンブルグが重要な経由国となっている。

(注26) EUは対外関税率を一元化し、域内の関税・非関税障壁も撤廃している。このため、加盟国が単独で第三国と新たなFTAの締結交渉を行うことは認められていない。

(注27) 英国は、EU予算への純拠出国であるとはいえ、拠出を抑制する特別な仕組み（the UK rebate）を享受しているため、ドイツなど他の大国に比べて拠出額の対GNI比率は低い。

(注28) Z／Yenグループの金融センターランキング

Global Financial Centres Index（GFCI）において、ロンドンは、18年３月に公表されたGFCI23でニューヨークに抜かれるまで、長く世界第１位を維持していた。

(注29) 17年に Eurogroup Consulting and Institut Louis Bachelierが共同で公表した「The Impacts of Brexit on the European Financial Services Ecosystem」ほか。

(注30) 正式名称は「The Future Relationship between the United Kingdom and the European Union」。

(注31) 緊急時にユーロの流動性供給に責任を負うECBは、域内CCPを含む包括的なCCPに対する監督権限を獲得するべく、EMIR2.2案の審議と合わせて、ECB定款の改定を立法機関に勧告していた。しかし、閣僚理事会や欧州議会の理解を得難いと判断し、19年３月に当該勧告を撤回した。

(注32) 両国は、既存のEU協定をブレグジット後に引き継ぐためであれば、英国がEUに残っている間も、交渉はEU法上許容されるとの立場。なお、スイスと英国は、18年12月に在英スイス国民と在スイス英国民の権利保障でも合意している。

(注33) スイスは、92年の国民投票でEU加盟の事実上の前段階であるEEA加盟を否決している。枠組協定に対しても、スイス国民の警戒心は根強い。

(注34) このほかにも、スイスは、EUへの対抗措置の一環として、EU予算への貢献にかかる見直しを18年３月に検討していた。

(注35) Z／YenのGFCI25は、チューリッヒ、フランクフルト、パリおよびダブリンはブレグジットの恩恵を受けている可能性が高いと評価している。

(注36) 欧州委員会は、19年２月に公表した暫定的な冬季経済見通しにおいて、19年におけるEU（英国を除く）の実質GDP成長率を1.5%、20年を同1.8%と、前回見通し（18年11月公表）の2.0%（19年）、1.9%（20年）から、それぞれ大きく下方修正した。