

イギリスのEU離脱に伴う市場動向

↳取引・人員の減少とクリアリングの滞留↳

吉川 真裕

二〇二〇年一月三日二時三十分（イギリス時間）⇨欧州中央時間二〇二二年一月一日〇時）、イギリスは移行期間を経て欧州連合（EU）を離脱した。一月二月によくやく合意に達したイギリスとEUとの通商協定では貿易と出入国管理が争点となり、金融取引は対象とはならなかった。EUは域外諸国との間で金融取引の規制に関する承認（エクイバレンス）を与えた場合にのみ加盟国居住者の当該市場での取引を認めており、イギリスが規制を変更しない限り、エクイバレンスを与えることに問題はないはずであるが、協定で有利な条件を引き出すため、あるいはイギリスで行なわれてきたユーロ建て取引を奪還するため、EUはイギリスに（二〇二二年六月までの店頭デリバティブ取引のクリアリングと二〇二二年六月までのアイルランド株式の取引を除いて）エクイバレンスを与えなかった。その結果、二〇二二年一月以降にEU加盟国居住者のイギリスでの金融取引は禁止されることになり、金融市場関係者もこの前提で準備を進めてきた。

本稿では二〇二二年一月以降に報じられている金融市場で生じた変化を紹介し、今後の市場動向について考察する。

1 株式市場

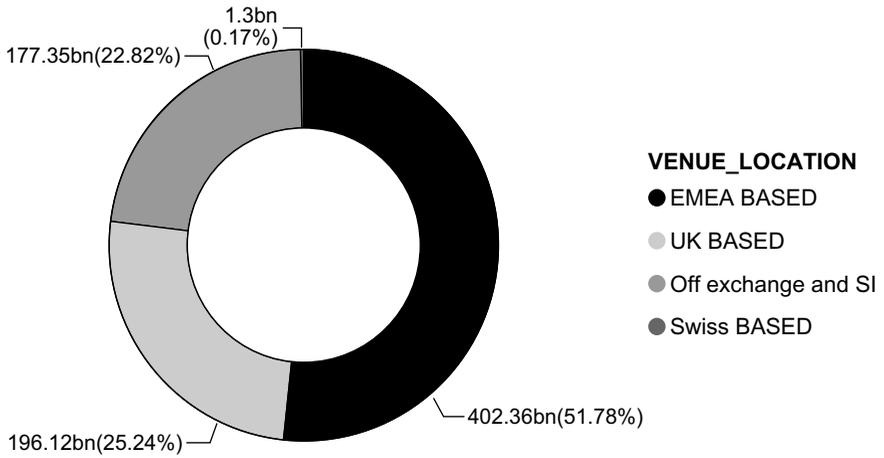
ヨーロッパの株式市場では母国の証券取引所での取引が中心となっているが、金融商品市場指令 (MiFID) の施行に合わせてイギリスで開設された CBOEヨーロッパ (旧 BATSヨーロッパ) とターコイズ (買収されてロンドン証券取引所の子会社) で母国の証券取引所に次ぐ取引が行なわれており、各国株式の取引を合計すると CBOEヨーロッパが各国の証券取引所を上回り、最大の取引市場となっている。ところが、EUがイギリスにエクイバレンスを与えないため、二〇二一年からイギリスでの EU加盟国株式の取引が禁止される見通しが強まり、CBOEヨーロッパやターコイズなどの取引市場や取引業者はオランダのアムステルダムに子会社を設立し、イギリスでの取引が禁止された場合にオランダで EU加盟国株式を取引する準備を進めてきた。

二月一日、CBOEヨーロッパが一月の国別取引金額を発表した際に、オランダでの株式取引金額 (九二億ユーロ) がイギリスでの株式取引金額 (八六億ユーロ) を上回って事情をよく知らない人々を驚かせたが、イギリスで行なわれてきた EU加盟国株式の取引がオランダで取引されることは市場関係者の間では予想されていたことであつた。⁽¹⁾

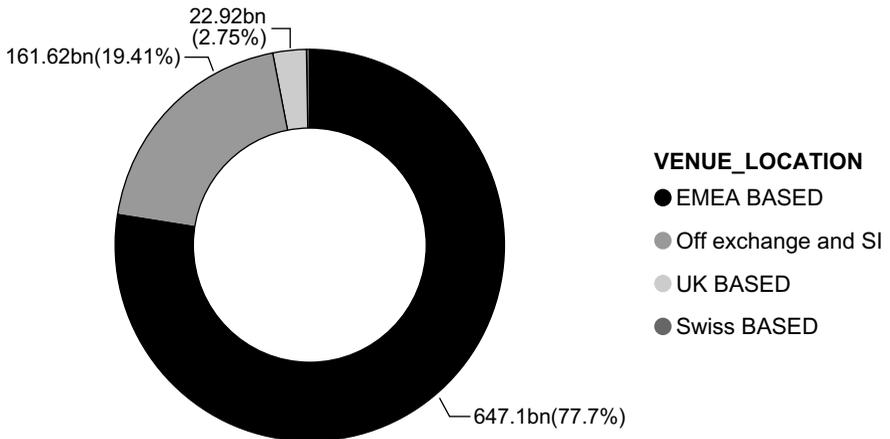
翌二月一二日にリクイドネットが公表した報告書では、EU加盟国株式の取引市場に大きな変化があつたにもかかわらず (図表1)、取引所 (Lit Primary)、システムマッチ・インターナライザー (SI)、気配値を表示する MTF (Lit MTF)、気配値を表示しない MTF (Dark MTF)、ペリオディック・オークションといった取引市場のタイプには大きな変動はなく、イギリスの CBOEヨーロッパやターコイズで行なわれてきた気配値を表示する MTF や気配値を表示しない MTF での取引がオランダの CBOEヨーロッパやターコイズで行なわれるようになったことを確認できる (図表2)。⁽²⁾

図表1 EU加盟国株式の取引市場（立地）

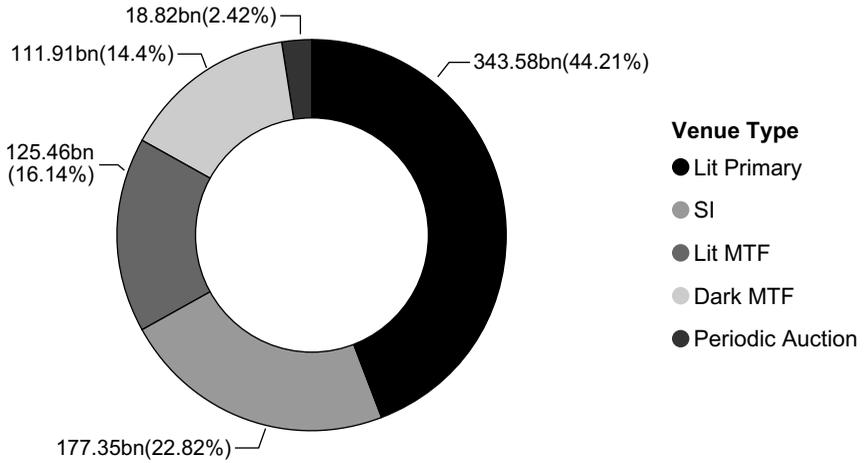
Pre Brexit Venue Locations



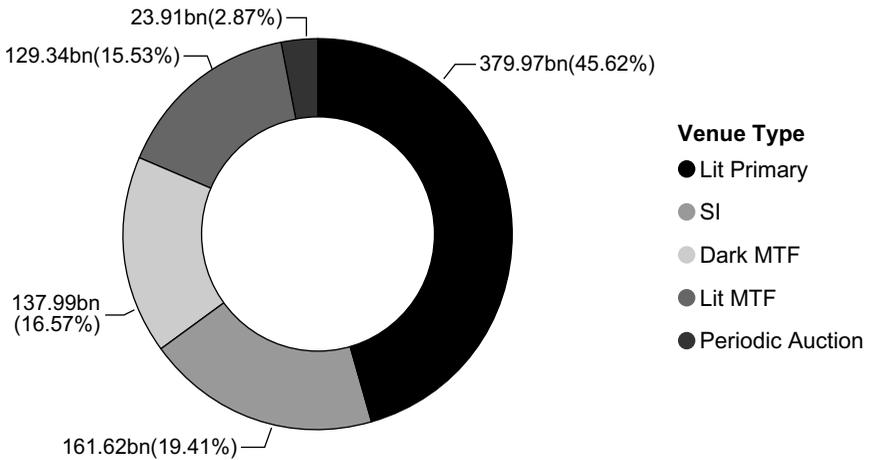
Post Brexit Venue Locations



図表2 EU加盟国株式の取引市場（タイプ）
Pre Brexit Venue Type



Post Brexit Venue Type



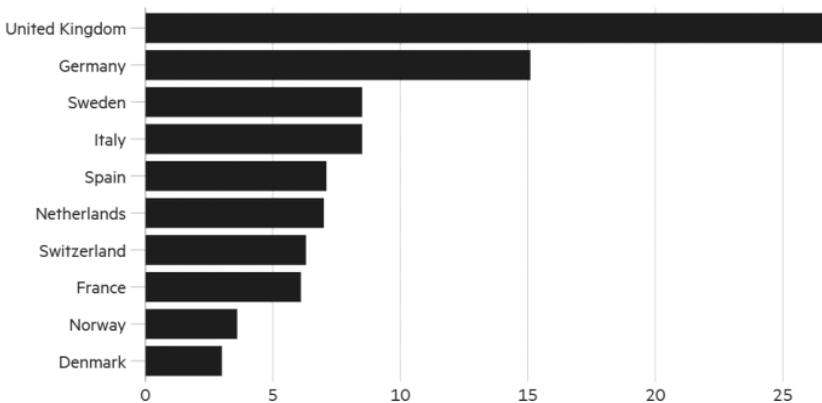
予想されてきた上場企業の株式取引よりも市場関係者を驚かせたのは一月にポーランドのEコマース企業であるインポストがオランダでの上場を発表したことであった。⁽³⁾ 従来であればヨーロッパの企業がヨーロッパの他国で上場する場合、取引量の多いイギリスやドイツ、フランスが選ばれることが多かったのに、オランダが選ばれたということはオランダが取引量の多い市場として上場企業に認識されたのではないかという観測が強まったからであった(図表3)。

そして、株式取引金額に続いて、二〇二一年の国別株式資金調達額でもオランダが三四億ユーロでイギリスを上回っていることが報じられ、スペインのフィンテック企業アールファンズ、オランダのウェブ・スタートアップ企業ウイトランスファア、特別買収目的会社(SPAC)が二社、中東欧のテクノロジー企業三社がオランダでの上場を計画していると伝えられると、イギリスからオランダへ金融センターが移転するという主張も現れるようになった。⁽⁴⁾

図表3 2015年以降におけるヨーロッパの国別新規株式資金調達金額比率

London's bourse has kept ahead of regional rivals in recent years

Percentage share of European IPO deal value since 2015, by exchange country



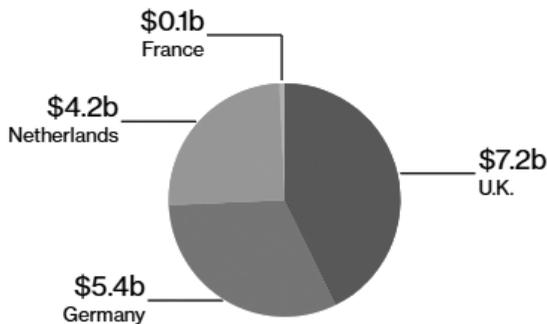
Source: Dealogic
© FT

こうしたことは確かに事実であるが、読者の気を引こうとするマスコミは誇張しがちになる傾向にあり、三月二四日時点で二〇二一年の新規株式資金調達月を集計してみれば、イギリスが七二億ドル、ドイツが五四億ドル、オランダは四二億ドルであり、オランダはこれまでよりも躍進しているが、イギリスにとって代わるという勢いは見られない（図表4）⁽⁵⁾。オランダの一月時点での新規株式資金調達額三四億ユーロのうち二八億ユーロが先述のインポスト一社によるものであり、インポストを除けばそれほど資金調達額が大きいというわけでもない。図表4でフランスの値が極めて小さいことから明らかにかなように、短期間での数値には偏りが大きく、もう少し長い期間で見なければ本当の変化はわからないであろう。オランダでの株式取引金額が増加したことは二月以降も間違いないが、取引を増やしたCBOEヨーロッパやターコイズは他の取引所で取引されている株式を取引する市場であり、上場企業が資金調達をする市場ではないことも忘れてはならないだろう。

図表4 2021年におけるヨーロッパの国別新規株式資金調達金額

Lion's Share

London's IPO market is on track for a record first quarter



Source: Bloomberg

Note: Data is for 2021 IPO proceeds through March 24

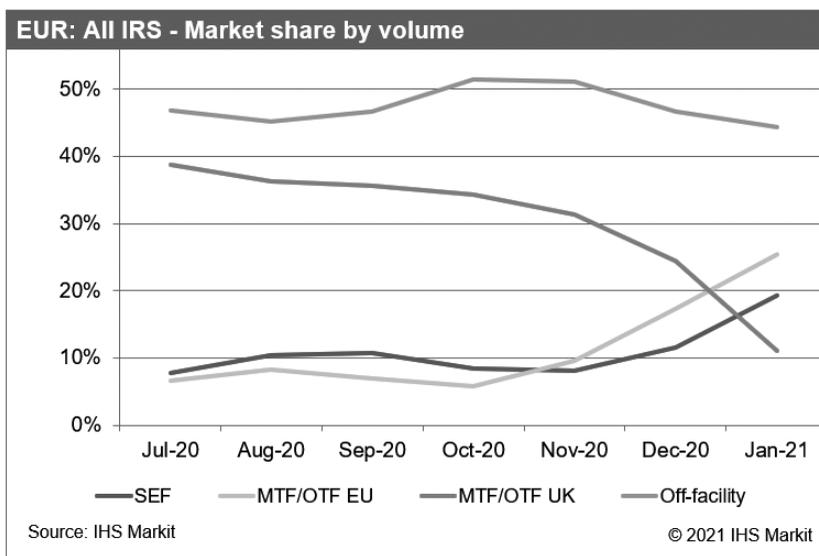
2 店頭デリバティブ市場

二〇二一年一月以降にEU加盟国居住者によるイギリスでのEU加盟国株式取引が禁止されることと並んで、EU加盟国居住者によるイギリスでの店頭デリバティブ取引が禁止されることも事前に予想された通りであり、一月以降にイギリスでの取引は減少し、オランダやフランスでの取引が増加している。店頭デリバティブ取引の中でもヨーロッパではユーロ建て金利スワップ取引の比率が高く、EUがユーロ建て金利スワップ取引をイギリスから奪還することを目指していることはよく知られている。

イギリスでの取引が減り、EU加盟国での取引が増えることは予想通りであったが、EUからエクイバレンスを得ているアメリカでも取引が大幅に増加したことは（事前に警告を発していた一部の市場関係者を除いて）予想外あるいは予想を上回る結果であり、注目を集めた（図表5）⁶⁾。

詳しい数値は報じられていないが、IHSマーケットによれば、ユーロ建て金利スワップ取引シェアでアメリカが二〇二〇年七月の一〇%から二〇%に上昇し、EU（主にア

図表5 ユーロ建て金利スワップ取引比率の推移



ムステルダム、若干はパリ）も同時期に一〇%から二五%に上昇する一方、イギリスは四〇%から一〇%に低下したという。そして、ユーロ建て金利スワップ取引の一八%（多い日には二四%）がアメリカで行なわれており、ポンド建て金利スワップ取引の四〇%がアメリカで行なわれた週もあるという。また、図表5を見ればイギリスの減少とEU・アメリカの増加は二〇二〇年一二月にすでに始まっていたことも読み取れる。

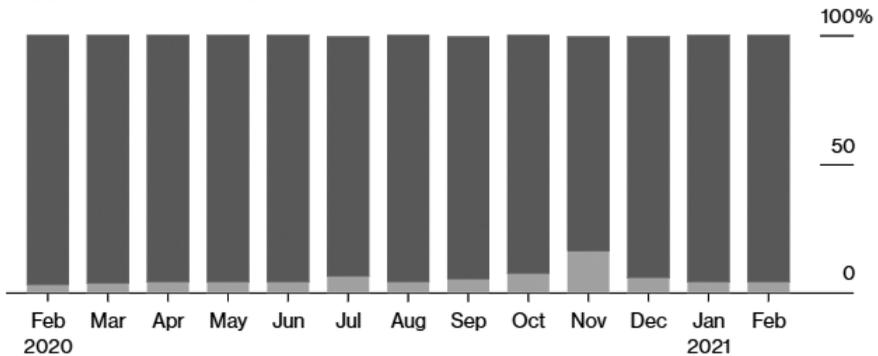
予想されていたとはいえ、ユーロ建て金利スワップ取引でもイギリスのEU離脱に際して大きな変化が生じている一方、二〇二二年六月までの期限付きでエクイバレンスを与えられたユーロ建て金利スワップ取引のクリアリングに關しては引き続きほとんどイギリスで行なわれるという状況が続いている（図表6）⁽⁷⁾。期限付きのエクイバレンスがあるから当然と言えば当然であるが、取引が移転してもほとんど減らないユーロ建て金利スワップ取引のクリアリングをイギリスから奪取するための方策について、EUでは市場関係者との協議が進められていると報じられている。

図表6 ユーロ建て金利スワップ取引のクリアリング比率の推移

Clearing Prize

London's LCH clearinghouse dominates euro interest rate swap market

■ Eurex market share ■ LCH



Source: Clarus Financial Technology

Note: Market share is for cleared notional business

3 人員

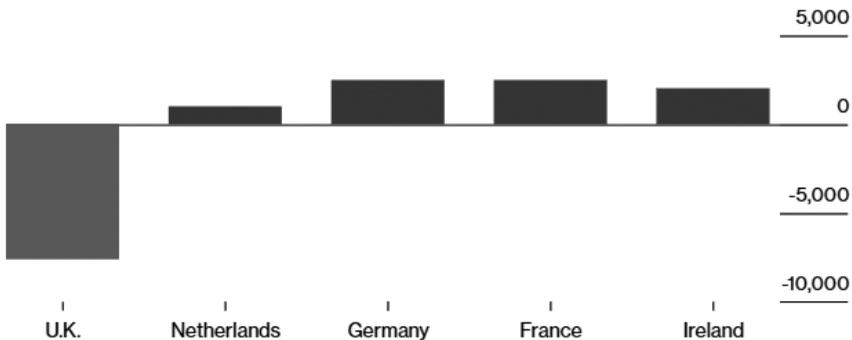
株式取引やユーロ建て金利スワップ取引がイギリスから流出したことはすでに見たとおりであるが、企業や仕事（人員）はどうであろうか。二〇一六年の国民投票の頃には一〇〇万人の金融関係者のうち二三万人の仕事が失われるとも報じられた。

図表7はイギリスのEU離脱に伴う仕事の増減推計値をあらわしている。⁽⁸⁾ 最近の報道では七五〇〇人の喪失という数字がよく用いられるが、人間が移動した場合を除けば他の影響も免れないので注意が必要である。図表7ではイギリスでの減少に対して、ドイツ・フランス・アイルランド・オランダでの増加が示されているが、この増減は株式取引や金利スワップ取引の増減には必ずしも対応してはいない。オランダでは株式取引や金利スワップ取引が増えていると報じられているにもかかわらず、人員の増加はそれほど多くはない。これは現在の取引は電子端末の利用が中心で人間をさほど必要としていないことが関係しているものと考えられる。他方、オランダ

図表7 イギリスのEU離脱に伴う仕事の増減推計値

London's Loss

Thousands of finance jobs have relocated to the EU since Brexit



Source: EY, Bloomberg estimates
Note: Figures are approximate

よりも増加しているアイルランドはルクセンブルグと並んで資産運用業が盛んであり、イギリスと距離的にも文化的にも近く、イギリス人の移住が容易な国であるという特徴を持つ。また、ドイツとフランスは人口の大きな大国であり、投資銀行業務（証券業務）を含めた銀行業務で人員の増加が生じているのであろう。

他方、図表8はEU離脱をめぐる国民投票のあった二〇一六年を基準とした不動産価格の推移をあらわしている。⁹⁾ これを見るとイギリスの上昇率が小さいのに対して、オランダの上昇率が当初から最も高く、ドイツ、フランス、アイルランドという順で上昇している。オランダへの移転報道が比較的最近であるのに対してオランダの上昇率が当初から高いのには不動産ブーム等、他の原因が存在しているからかもしれないが、ランクフルトでも話題になったように、供給が限られた高級住宅に需要が急増したことによるのかもしれない。

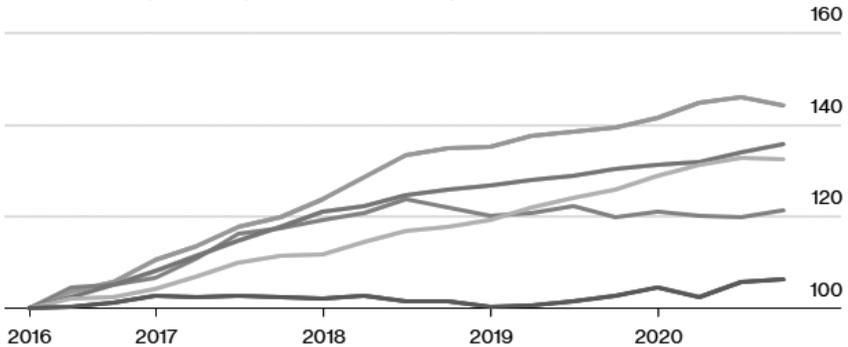
ここで取り上げた以外にも様々な側面でもう少し長い期間でイギリスのEU離脱の影響を注目していきたい。

図表8 2016年を基準とした不動産価格の推移

Home Alone

London property gains trail EU hubs' since Brexit referendum

／ Amsterdam ／ Dublin ／ Frankfurt ／ Paris ／ London



Source: Knight Frank research

Note: Prices are for mainstream properties, rebased to 2016

社

- (1) Huw Jones, "Amsterdam displaces London as Europe's top stocks centre after Brexit," FEBRUARY 11, 2021 (<https://www.reuters.com/article/uk-britain-eu-markets-idUSKBN2AB010>).
- (2) Liquidnet, "Liquidity Landscapes: One month post Brexit," FEBRUARY 12, 2021 (<https://www.liquidnet.com/expert-insights/liquidity-landscape-one-month-post-brexit>).
- (3) Katie Martin, Owen Walker and Philip Stafford, "Amsterdam vies for IPO spotlight as Brexit dents London's allure," *Financial Times*, JANUARY 14 2021 (<https://www.ft.com/content/425f163d-56ab-4ad3-b53f-d48f89395d30>).
- (4) Tommy Wilkes, Toby Sterling, Abhinav Ramnarayan, Huw Jones, "How Amsterdam is stealing a march on rivals as Brexit trading hub," *Reuters*, FEBRUARY 18 2021 (<https://www.reuters.com/article/uk-britain-eu-netherlands-focus-idUSKBN2A10H01>).
- (5) "Seven Charts Show How Brexit Has Already Changed the City of London," *Bloomberg*, MARCH 26 2021 (<https://www.bloomberg.com/news/features/2021-03-26/brexit-news-charts-show-financial-impact-on-london-paris-amsterdam-dublin>).
- (6) Shanny Basar, "Brexit Shifts \$4tr Of European Derivatives To US," *Marketsmedia*, FEBRUARY 15 2021 (<https://www.marketsmedia.com/brexit-shifts-4tr-of-european-derivatives-to-us/>).
- (7) 社 (有) 有 限 公 司 °
- (8) 社 (有) 有 限 公 司 °
- (9) 社 (有) 有 限 公 司 °

(有) 限 公 司 有 限 公 司 有 限 公 司 有 限 公 司