

2016年11月10日
三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 西垣 秀樹

エコノミスト便り (ロンドン)

【英国経済】EU 離脱で英国は落ち込むのか ～世界の金融センターとしてのロンドンの強み～

- 10月にメイ首相は17年3月までに英国がEUに対して離脱通告を行う方針を明確に示した。英国がEUを離脱すると、これまでのように英国からEUに対して金融サービスを提供することが難しくなり、金融センターとしてのロンドンの地位が低下し、英国経済が大きく落ち込むとの懸念がある。
- しかし、英国の専門ビジネスサービスの人材の厚みや様々なビジネス環境を考慮すると、英国からEUへの金融機関の移転は限定的であり、今後も英国は欧州の金融センターとしての地位を維持すると予想される。当面は不確実性の高い状況が続くが、英国経済に対する過度な悲観は適切でないだろう。

センチメントは回復傾向

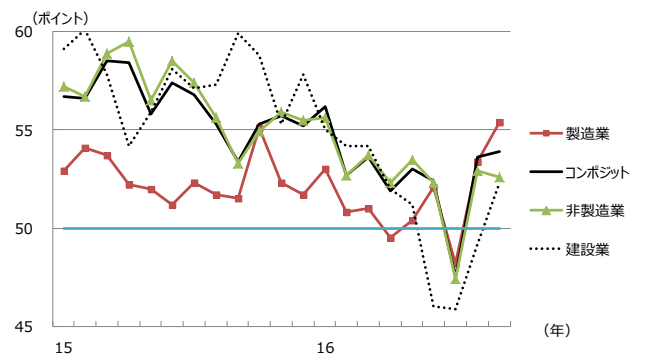
6月の国民投票で英国の国民が離脱を選択したことは大きなサプライズであり、国民投票直後の7月には企業のセンチメントが大きく低下したが、その後はBOE（イングランド銀行）の金融緩和などもあり、企業のセンチメントは予想以上に早く回復した（図表1）。

しかし、10月に入ってメイ首相が17年3月までにEUに対して離脱通告を行う方針を明確に示したことで、先行き不透明感が広がっている。為替市場では昨年末からポンド安傾向で推移しているが、市場では今後さらにポンド安が進むとの見方が出てきている（図表2）。

今後の英国とEUの関係は非常に不透明である。英国がEU離脱によってこれまでのようにEUの単一市場にアクセスできなくなる可能性は否定できない。その場合に大きな影響を受ける業種の一つが金融サービス業である。EU離脱による英国経済への影響を考える上では、ロンドンを中心とする金融サービス業の動きに注目することが重要であろう。今回のレポートでは、

(図表1)

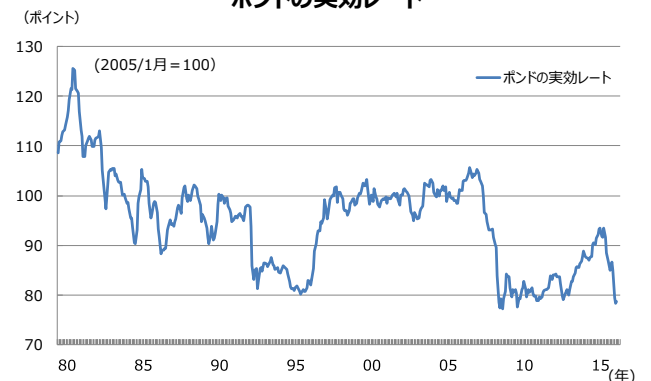
英国のPMI（購買担当者景気指数）



(注) データ期間は2015年1月～2016年9月。
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表2)

ポンドの実効レート



(注) データ期間は1980年1月～2016年9月。
(出所) BOE, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

英国の金融センターの地位を確認しながら EU 離脱後の動きと今後の見通しを展望する。

英国の経済や財政を支える金融サービス業

英国の金融サービス業は英国の GDP 全体の約 8%、雇用者数全体の約 3%である。しかし、金融サービスに関連する専門ビジネス（法務、税務、コンサルタント等）も含めた場合には、英国の GDP の約 12%、雇用者数全体の 6%と大きくなる。また英国の金融サービス業が納めている税金は英国の税収全体の約 1 割を占めている（図表 3）。

現在、市場で問題になっているのは、英国に拠点を置いて EU 向けに金融ビジネスを行うためにパスポート（EU 全体で通用する業務免許）を保有している金融機関（銀行、アセットマネジメント、保険等）が EU 離脱によってその権利を失う可能性があることだ。実際には、金融機関が EU の規制に沿っていれば、パスポートを失っても EU 市場にアクセスが可能な仕組みがあるが、パスポートほど安定したものではない点で不透明感がある。このため、英国に拠点を置く金融機関のなかには英国（ロンドン）の機能の一部を EU に移転する可能性がある。仮に英国からの移転が加速すれば、英国の経済や財政は大きな影響を受けると考えられる。

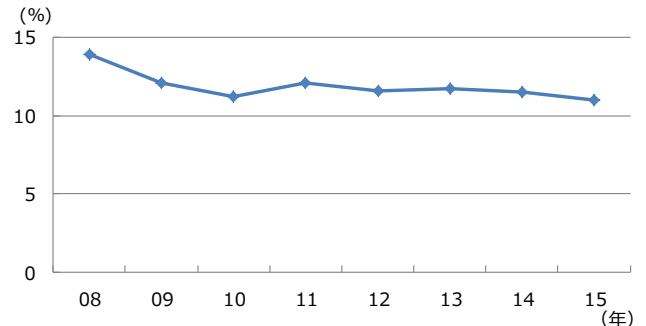
しかし、結論からいえば、英国、ロンドンの金融サービス業を支えている人材や資本の面からすると、EU への移転は限定的であろう。筆者は 17 年にかけてかなり不確実な状況が続くものの、以下で述べるように、ロンドンの金融街シティが EU 離脱によって中長期的に大きな打撃を受けたり、欧州の金融センターとしての地位が大きく低下するとはみていない。

世界の金融センターとしてのロンドンの現状

英国の金融サービス部門の雇用者数は約 110 万人であるが、金融センターであるロンドンだけで約 40 万人を抱えている。ロンドンは欧州の金融センターであるだけでなく世界の金融センターである。例えばロンドンではユーロの外国為替取引が 1 日あたり 2 兆ドルである。世界の金融市場における英国のシェア

(図表3)

英国の税収に占める金融サービス業の割合



(注) データ期間は2008年～2015年。
(出所) TheCityUKの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表4)

世界の金融市場における各国のシェア

(単位: %)

	英国	フランス	ドイツ	米国	日本	シンガポール	香港
株式資本市場	7	1	2	39	3	2	30
M&A	5	4	3	49	2	1	1
債券資本市場	15	4	4	40	0	2	4
外国為替取引	41	3	2	19	6	6	4
金利OTCデリバティブ	49	7	4	23	2	1	1
株式取引	6	2	2	52	7	-	2
クロスボーダー銀行貸出	20	7	4	18	3	3	5
オフショア資産管理	11	-	-	7	-	10	5
アセットマネジメント	6	3	3	57	5	-	1
プライベートエクイティ	9	3	1	66	1	3	4
ヘッジファンド資産	10	-	1	67	5	1	2
海上保険	29	3	4	6	7	1	1

(出所) TheCityUKの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

をみると、外国為替取引高では41%、金利OTCデリバティブズでは49%を占め、米国を大きく引き離している（図表4）。クロスボーダーの銀行貸出や海上保険のシェアでも英国は優勢だ。株式、M&A、債券等の市場では英国は米国にかなわないものの、欧州のなかではフランスやドイツよりもシェアが高い。

Z/YENグループが発表しているグローバル金融センター指数をみると、ロンドンは世界1位である。直近9月の調査では国民投票の影響もあってスコアが前回3月から低下し、2位のニューヨークとほぼ同じスコアとなった。しかし依然としてフランクフルトやパリなどの差は大きい（図表5）。

英国やロンドンの国際的地位の高さは金融の分野に限ったことではなく、幅広く経済全体についてもあてはまる。例えば世界銀行のDoing Business Project（2016年）の統計をみると（図表6）、英国は総合第6位であるが、ドイツ（15位）、フランス（27位）などに比べてランクが高いことが確認できる。項目別にみると、英国は他の欧州に比べて開業、信用の得やすさ（金融へのアクセス）、少数投資家の保護の点で評価が高い。特に英国における投資家（株主）保護のプロセスがフランス（29位）やドイツ（49位）よりも早い点で優れているといわれる。

英国やロンドンの強みとは

世界の金融センターとしてのロンドンの地位を支えている要因としてよく指摘されるのが、規制が緩い、税率が低い、雇用システムが柔軟である、言語が英語であることなどである。これらはグローバル企業にとって魅力的な条件であり、他の欧州に比べた場合のロンドンの強みである。

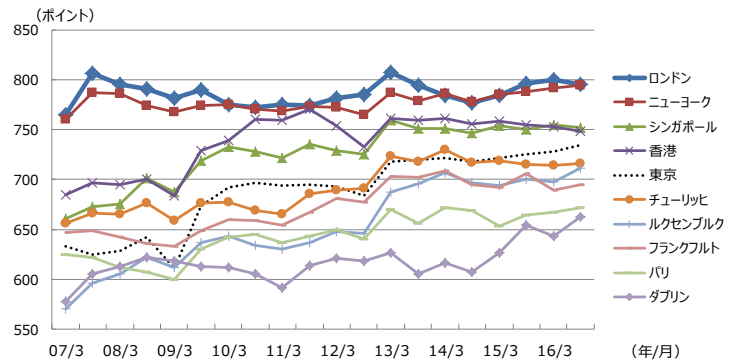
さらにロンドンと同じ日にアジアやニューヨークと取引ができるタイムゾーンである点でニューヨークに比べても地理的に有利な点がある。ここでは、それら以外のロンドンの強みをもう少し細かく確認しておきたい。

専門サービスの人材の厚み

第1に、金融サービス業を支える専門サービスの人材の厚み

（図表5）

GFCI(グローバル金融センター指数)の推移



（注）データ期間は2007年3月～2016年9月。
（出所）Z/YENの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表6）

世界のビジネス環境のランキング

	英国	ドイツ	フランス	オランダ	アイルランド	ルクセンブルク
ビジネスのしやすさ(総合)	6	15	27	28	17	61
開業	17	107	32	28	25	80
建設許可	23	13	40	85	43	14
電力の得やすさ	15	3	20	43	30	28
知的財産保護	45	62	85	30	39	89
信用の得やすさ	19	28	79	79	28	167
少数投資家の保護	4	49	29	66	8	122
税の支払い	15	72	87	26	6	21
契約履行	33	12	14	91	93	17
国境を越えた取引	38	35	1	1	48	1
破綻処理	13	3	24	11	20	80

（出所）世界銀行の『Doing Business 2016』のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

である。ロンドンには、金融だけでなく金融に関連する法務、会計、税務、コンサルタントなど専門家が多く存在しており、ネットワークができています。

グローバルな金融取引は英国法がベースになることが多く、英国ではロンドンに限らず法律の専門家が多い。例えば、法律業務に関して企業あたりの雇用者数（2014年、ユーロスタットベース）をみると、英国は10.5人であり、ドイツの4.7人、オランダの3.1人、ルクセンブルクの2.6人、フランスの2.4人を大きく上回っている（図表7）。

法のシステムに精通した専門家が多く存在することが英国の金融サービス業の強さを支えている側面がある。英国の金融機関が英国から他の欧州に拠点を移転させる場合には、金融業務を支える法律の専門家の確保が課題の一つになるだろう。

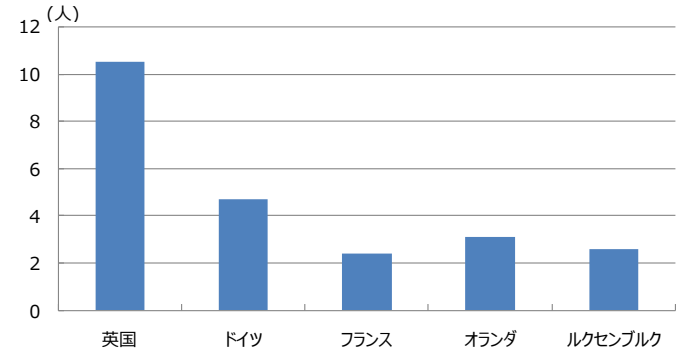
ちなみに、ロンドンでは英国のEU離脱によって先行き不透明感から法律関連の需要が急増しているとの指摘もあり、不確実性が新しい需要を生んでいる側面もある。

大学教育に対する高い評価

第2に、英国の大学教育に対する高い評価である。例えばThe Times Higher Educationの2016年の世界の大学ランキングをみると、上位10位のなかに英国は3校入っている（図表8）。1位がオクスフォード大学、4位がケンブリッジ大学、8位がインペリアル・カレッジ・ロンドンである。米国の7校に比べると数は少ないが、ドイツとフランスで1位の大学がそれぞれ30位、66位であることを踏まえると、欧州内で英国の優位性は明らかであろう。会計・金融という分野に限って比較してみても、他の欧州諸国に比べた英国の優位性は変わらず、世界の上位50の大学のなかで英国は10校を占め、ドイツの3校を大きく上回る。金融サービス部門にとって好都合な人材を容易に集めることができるのはやはり欧州大陸よりも英国であろう。大学教育に対する高い評価は将来の金融セクターにおける技術革新の重要な条件の一つでもあり、英国の強みの一つといえるだろう。

(図表7)

法律業務に関わる企業の一社あたりの雇用者数



(注) 2014年のデータ

(出所) Eurostatのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表8)

世界の大学ランキング

順位	大学名	国
1	オクスフォード大学	英国
2	カリフォルニア工科大学	米国
3	スタンフォード大学	米国
4	ケンブリッジ大学	英国
5	マサチューセッツ工科大学 (MIT)	米国
6	ハーバード大学	米国
7	プリンストン大学	米国
8	インペリアル・カレッジ・ロンドン	英国
9	スイス連邦工科大学チューリッヒ校 (ETHZ)	スイス
10	カリフォルニア大学 (バークレー)	米国
10	シカゴ大学	米国

(注) 2016-2017年のランキング。10位は2校。

(出所) Times Higher Educationの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

逆境を乗り越えた歴史

第3に、これまでも、いくつかの逆境を乗り越えてきたロンドンの実績である。英国は18世紀には世界経済の中心的な位置にあったが、国際金融市場の中心はナポレオン戦争後にアムステルダムからロンドンにシフトした。19世紀の英国は貿易の拡大を通じて世界の経済、金融大国として栄えていたが、第2次大戦後は英国から米国に覇権が移転するなかで、ロンドンの衰退が懸念された。

しかし米国の規制強化を背景に、1960年頃からユーロ市場が形成され、ロンドンのシティの地位は維持された。ロンドンはポンドがもはや基軸通貨ではなくなった後もドルをベースとした金融ビジネスで米銀をはじめとする外銀をひきつけた。

さらに1980年代は金融ビッグバン（1986年）によって金融自由化が進展し、英国の金融機関は米国や欧州の外国資本に買収されたが、産業の活性化が進んだことで、シティの国際的地位は高まり、英国の株価も2000年代初めにかけて上昇傾向が続いた（図表9）。

また1990年代には通貨ユーロの登場によりロンドンの地位低下が懸念されたが、欧州の金融機関はロンドンに証券業務を集中させたことでロンドンはユーロ導入によってむしろ栄えた。英国はユーロ圏ではなかったが、ロンドン市場の流動性やネットワークなどを背景にユーロの取引、決済機能が集中した。BIS統計によれば、現在、ユーロ取引の7割がロンドンで行われている（パリは11%、フランクフルトは7%）。

金融サービスにおける英国とEUの関係

金融について英国とEUの関係をみると、英国からEUへの金融サービス輸出は全体の約4割を占めており、EUが重要なマーケットであることは確かである（図表10）。金融サービスの純輸出（輸出－輸入）のGDP比は2015年で2.2%あるが、EU向けが1.0%を占めている（図表11）。これまで英国がEUに加盟していたおかげでスキルの高い労働者をEUから確保し、EU市場に金融商品を自由に販売できた。この一部が英国のEU離脱によって縮小することは不可避であろう。

しかし、生産要素の面に注目すると、EUからの労働者や直接

（図表9）

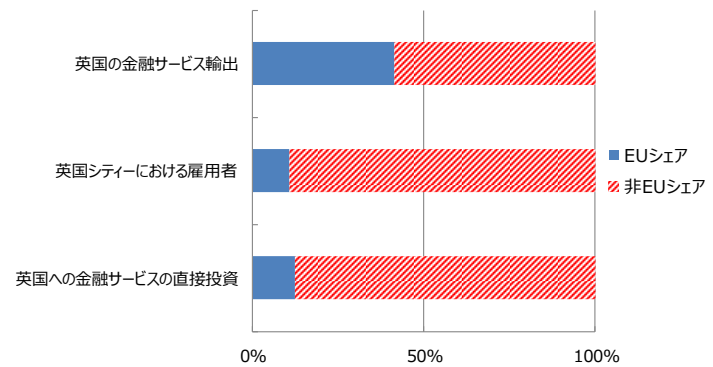
英国の株価指数



（注）データ期間は1965年1月～2016年10月。
（出所）Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表10）

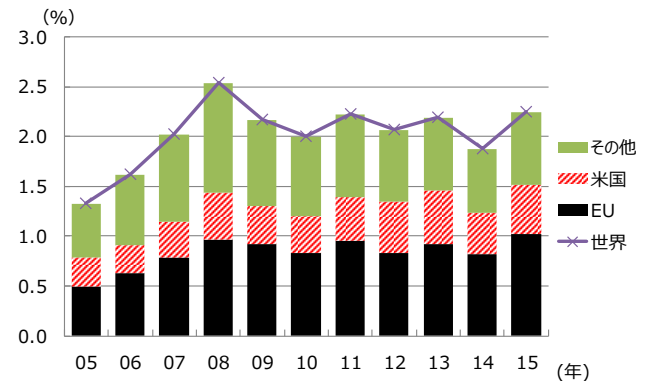
英国の金融に関するEU向けシェア



（注）2014年のデータ
（出所）ONS, Financial Timesのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表11）

英国の金融サービスの純輸出のGDP比（地域別）



（注）データ期間は2005年～2015年
（出所）ONSのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

投資が全体に占めるシェアは 1 割程度にとどまる。残りの約 9 割は EU 以外からの労働者や資本に支えられている。つまり、英国の金融サービスを支えている労働や資本は EU よりも EU 以外の方が圧倒的に大きい。今後、EU からの労働者の流入が減少することになっても、EU 以外からのスキルのある労働者の流入が維持されるのであれば、金融サービス業の生産能力が大きく低下するわけではない。

欧州市場についてはそもそも潜在的な経済成長率が低調に推移するなか、金融危機前のようなペースで拡大していくことはかなり困難な状況にある。低金利が長期化するなかで金融機関のビジネスモデルの転換が求められており、英国から金融機関が大規模に資源を欧州に移転させるということは現実的ではないだろう。

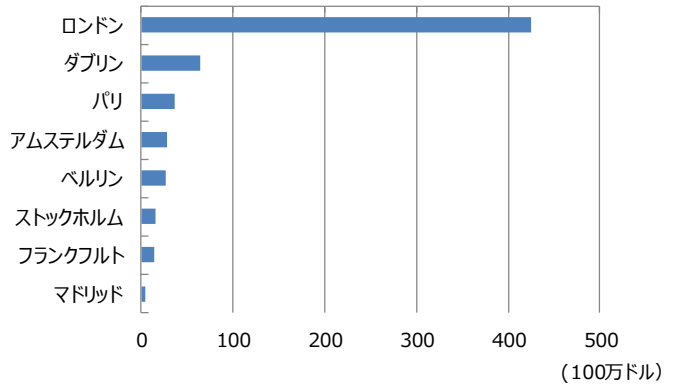
ロンドンからの移転先の候補地として、フランクフルトやパリ、ダブリン、アムステルダムなどがあげられるが、これらの都市については、スペースが小さいこと、労働法の制約、税制や規制の面などでいくつかの問題点が指摘されており、ロンドンのようなインフラ環境とは異なっている。

EU 国民投票後も米国企業の対英投資は安定

6 月の国民投票後の国際収支の統計がまだ発表されていないが、国民投票後も米国企業の英国に対する投資意欲が衰えていないことを示すデータも存在する。例えば、London & Partners の調査によれば、国民投票が実施された 6 月 23 日から 9 月 15 日までの期間について、米国のテクノロジー企業がロンドンに投資を続けたことが示されている（図表 12、13）。この調査によれば、米国企業の多くは今後もロンドンを欧州のテクノロジーのハブとして考えている。また 57%はロンドンがフランクフルトやチューリッヒを超える金融センターであると回答している。

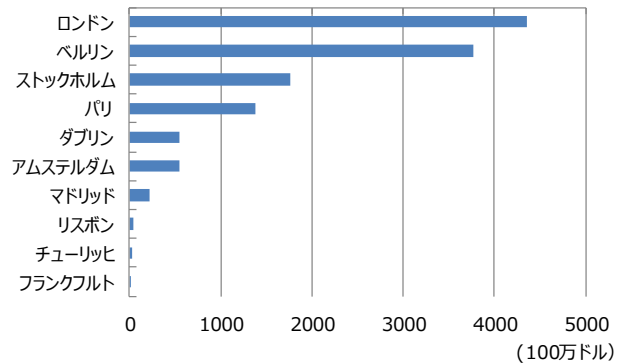
こうしたなか、2016 年 7-9 月期の英国の実質 GDP は金融や専門サービスなどが安定的に推移し、前期比 0.5%（前年比は 2.3%）と市場予想を上回り、小幅な減速にとどまった。近年の英国の GDP 成長率の推移をみると、金融サービス業は金融規制の影響もあって金融危機前のような高成長を達

(図表12) **米国のベンチャーキャピタルによるテクノロジーへの投資額**
(2016年6月23日～2016年9月15日)



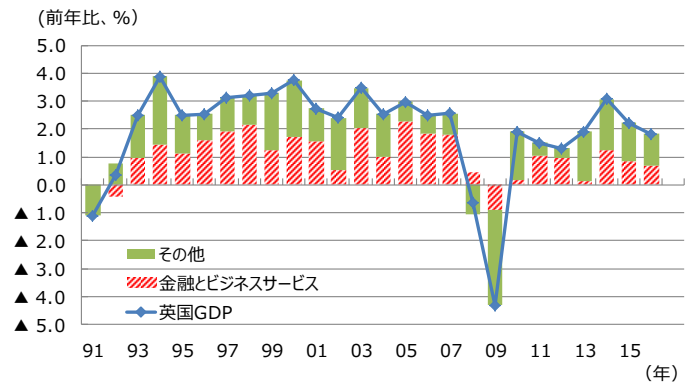
(出所) London & Partnersのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表13) **米国のベンチャーキャピタルによるテクノロジーへの投資額**
(2011年1月～2016年9月15日)



(出所) London & Partnersのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表14) **英国の実質GDP成長率の要因分解**



(注) データ期間は1991年～2016年。2016年は1-9月期分を年率換算して計算
(出所) ONS, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

成することは困難になっているが、底堅さがあることも事実である（図表 14）。

筆者は、EU 離脱後の英国経済が安定するためには EU 離脱後も開放性や柔軟性を維持しながら、米国やアジア、新興国と経済関係を強化していくことが重要であると考えている。この点が担保されるのであれば、海外からの資本流入が大きく減少し、成長率が大幅に低下するという可能性は小さいだろう。ロンドンは 1986 年の金融ビッグバンからちょうど 30 年経過したが、足元は「第 2 次金融ビッグバン」ともいわれる。今後 30 年でロンドンの金融市場がさらに発展するためにはオフショア人民元の取引・決済センターとしての地位や世界のフィンテック（Fintech）のハブとしての評価を高めていく取組みも必要になるだろう。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会