

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 16 日)

スコットランド独立についての論点整理

スコットランド独立については幾つかの論点があるが、①「為替相場への影響」と②「独立後の使用通貨について」の 2 点に関する照会が多い。①に関してはポンド相場の急落に象徴されるが、基本的に賛成派・反対派が互角であり、僅差で同問題を乗り切っても、「もう 1 度何らかの形で」という消化不良感が残る可能性には注意。そう考えると、ポンドが今回のスコットランド騒動で下げた分を全て取り返すのは難しい可能性もある。また、②に関しては独立した場合、新通貨を使おうと、ポンドを継続利用しようと、混乱が免れないことは確か。なお、ユーロ利用の可能性は、万が一独立と同時に EU 加盟が許されたとしても、ERM II への参加が義務付けられていることを踏まえれば、2016 年 3 月の独立宣言までにユーロの使用が許可されることは物理的に起こり得ない。

～ビッグイベントの相次ぐ週に～

今週は 16～17 日に FOMC、18 日(木)にスコットランド独立を賭けた住民投票及び第 1 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)入札など、大きなイベントが続き、値動きもこれに応じて大きなものになりそうである。前者に関しては、フォワードガイダンスに係る表現「相当な期間(considerable time)」を削除することで、緩和継続期間の短縮を企図し、スタッフ見通しで示される金利見通しが額面通りに受け止められることも相俟って、ドル買いが進みやすいだろう。『中期為替相場見通し』で示しているドル/円相場の上限「108 円」は 10～12 月期を想定しているが、今週の到達も不思議ではない情勢である。いずれにせよ、フォワードガイダンス文言が削られ、tapering が収束を迎える今月から来月がドル/円相場が年初来高値を記録するもっとも有り得そうなタイミングとなる。

～照会多い 2 点:①「為替相場への影響」、②「独立後の使用通貨」～

とはいえ、フォワードガイダンス文言の削除を含め、今年 9 月の FOMC がタカ派化することは(正確にはハト派から中立にシフトする、というのがフェアな評価だが)、数か月前からの基本シナリオである。最近 2～3 週間で事態が急変したという点ではスコットランド独立問題の方が目新しいイベントだろう¹。同イベントには幾つかの論点があるが、最も照会が多いものは①「為替相場への影響」、それに次いで多いのが②「独立後の使用通貨について」である。

まず、①に関しては既にポンド相場の急落が示すように、スコットランド独立はポンドから外貨への流出を加速させる材料と理解されている。真っ当に考えれば独立支持派の勝利はポンドの一段安を加速させるものとなるはずで、先行き不透明感も相俟って株式市場も大きな下げを経験する可能性が高い。恐らくカーニー英中銀(BOE)総裁の下での利上げ路線も一旦棚上げせざるを得な

¹ 調査機関ユーガブが 7 日に発表した世論調査では、独立支持の割合(49%)が残留支持(52%)を今年に入って初めて上回った(態度未定を除く)。だが同社が 11 日に発表した調査で残留支持(51%)が独立支持(48%)を再逆転している。

いだろう。片や、独立反対派が勝利した場合も、ポンドがこれまでの下げを埋めるとは限らない。既に各種世論調査で示されているように、基本的に賛成派・反対派は互角であり、僅差で同問題を乗り切ったとしても、「もう 1 度何らかの形で」という消化不良感はある可能性がある。そう考えると、ポンドが今回のスコットランド騒動で下げた分を全て取り返すのは、例えば反対派の支持が上回ったとしても難しいと考えるべきかもしれない。

なお、仮に賛成派が勝利した場合、これを契機として 2017 年に控える英国の EU 離脱を賭けた国民投票への連想が前のめりになる可能性にも留意したい。既に報じられている通り、スコットランドは英国議会において多くの労働党議員を抱えている。それゆえ、独立が決定されれば、労働党の議席が多数消失し、英国議会における保守党の勢力図が相対的に高まる可能性がある。現状、保守党は 2015 年 5 月に予定されている総選挙に勝利することを条件に、EU 離脱の可否を問う国民投票を 2017 年に実施する方針だが、スコットランド独立はこのシナリオの確度を高めるものと成りかねない(実際には総選挙が延期される可能性はある)。

独立が決定するにせよ、しないにせよ、英国の経済・金融・政治面に関して将来的な不透明感が高まったことは確かであり、早期利上げ観測を背景に騰勢を強めていたポンドは、この騒動を契機に一気に「買えない通貨」に格下げされてしまった感が強い。なお、独立が決定した場合、長期的に見れば、スコットランドを財政的に支援する必要がなくなるため、英国にとってポジティブではないかとの見方も確かに有り得る。だが、上述そして後述するように、スコットランド独立に付随して発生する不透明な事象が多すぎることを踏まえると、少なくとも独立決定後のファーストリアクションはポンド売りとなる公算が大きいと見ておくべきだろう。

～スコットランド問題とユーロ相場～

なお、ユーロ相場への影響も簡単に触れておきたい。ポンドからの資金流出は地理的に近いユーロ相場にとって追い風となりそうだが、ここまでの流れを見ている限り、対ドルでのポンド売りが支配的となる中、ユーロ/ポンドの上昇経路でユーロ/ドルが反転といった流れにはなりそうもない。

ただ、既に同様の問題を抱えるスペインやベルギー等の長期金利が上昇しており、スコットランド独立がユーロ圏の利回りを押し上げる展開は想定される。スペインのカタルーニャ自治州のほか、ベルギーのフランドル地方そして英国の一部を成す北アイルランド、イタリアのチロル地方なども同様の問題を抱えている故、スコットランド独立は南欧を超えてユーロ圏全体の問題として受け止められる可能性が高い²。特に、スペインに関しては、2014 年 11 月 9 日に「カタルーニャ自治州の今後のあり方に係る住民投票」が行われる予定であり、スコットランド独立は否応無しに同国の問題と同一視されるだろう(但し、同投票をもって独立が最終決定する性質のものではない)。

周縁国利回りが上昇することは ECB の政策運営にも影響を与えるだろう。ドラギ ECB 総裁は量的緩和(QE)に踏み込むバスターとして、加盟国全体での財政出動を念頭に置いている節がある。スコットランド独立に伴い、スペインを筆頭とする周縁国利回りが上昇すれば、財政面での拡大に踏み切りにくい環境が生まれる可能性もある。それは只でさえ後手に回りがちな ECB が更に二の足を踏む理由に成りかねず、QE まで見越してユーロを売り進めていた向きからすればやや当てが

² とはいえ、筆者がベルギー駐在時、同問題に関して現地の人間と幾度か話題に上ることがあったが、「定期的にやってくる風物詩のようなもの」といった位置づけで捉える向きが多かったというのが率直な印象である。少なくとも今回のスコットランド独立と並列に並べるべき問題なのかは確信が無い。

外れる話になるかもしれない。どちらかと言えば、スコットランド独立はユーロ相場にとって買い要因と解釈される可能性が高いように思われる。

～②「独立後の使用通貨」について～

最も多い照会は②「独立後の使用通貨」に関して、である。この点、スコットランド行政府のサモンド首相は英国からの承認がなくともポンドを継続使用する意思を表明している。要するに一部の中南米諸国で行われている「公式的なドル化 (official dollarization)」や一部の欧州諸国で行われている「公式的なユーロ化 (official euroization)」をポンドについて行うということであり、さしずめ「公式的なポンド化 (official sterlingisation)」ということになる³。

こうした政策に伴うメリット・デメリットは表に示す通りだが、結局、スコットランドという小国の通貨では為替レート的大幅切り下げやそれに伴うインフレ率の高騰などの副作用が大きくなりそうなため、ポンドを

「公式的なドル化・ユーロ化・ポンド化」のメリット・デメリット

	メリット	デメリット
【1】	為替切り下げリスク消失	金融政策の独立性消失
【2】	インフレ率の低下	最後の貸し手(LLR)機能の喪失
【3】	財政規律の徹底	シニョリッジの喪失
【4】	国内金利の低下	変動為替レートによる調整機能の消失
【5】	取引コストの低下	
【6】	国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化	

(資料) 畑瀬真理子『最近のドル化(dollarization)・ユーロ化(euroization)を巡る議論について』日本銀行、2001年3月

使わざるを得ないという事情が透けて見える。恐らく、スコットランドが自国通貨(仮にスコットランド・ポンドなど)を導入した場合は、その後の大幅切り下げを見込んで資本流出が加速する展開が予想され、民間銀行への取り付け騒ぎなどが発生することも予想される。新設のスコットランド中銀に求められる最初の試練はその対応になるだろう。そうした混乱自体がまた、スコットランド・ポンドを売るインセンティブになってくることは想像に難くない。

だが、仮に「公式的なポンド化」を行ったとしても、金融政策の独立性は放棄することになり、何よりポンドに係る最後の貸し手(Lender of Last Resort、以下 LLR)機能が BOE から提供されることはなくなる。それゆえスコットランドの金融システムに今後危機が到来したとしても、これを守るだけのポンドは自力で確保しなければならない。この点、カーニー総裁は 10 日(水)の議会証言において「分離後に英国政府との合意なくポンドを通貨として使用し続ける場合、かなりの規模のポンド準備を確保しておく必要がある」との考えを示している(10 日、ロイター)。外国通貨を自国通貨として使用するにあたっての適正な外貨準備水準にコンセンサスは無いが、カーニー総裁は同議会証言において、「預金を保護し、信頼ある LLR 機能を提供するためには同国の年間 GDP と同額(1300 億ポンド)の準備が必要」との考えを示している。実際にスコットランドが用意できる外貨準備がどの程度になるのかは定かではないが、英国全体で保有される外貨準備がその半分程度(7 月末時点で 760 億ポンド)であることを踏まえると、1300 億ポンドは決して小さな額ではなさそうである。

新通貨を創れば当該通貨の相場は不安定な状況が避けられず、ポンドを継続利用しても同国金融システムは非常に不安定な状況に陥るため、結局「独立＝経済・金融混乱」は確定的な未来

³ 当該部分の議論は畑瀬真理子『最近のドル化(dollarization)・ユーロ化(euroization)を巡る議論について』日本銀行、2001年3月が詳しい。なお、本欄では「自国通貨と並んで国内で自然発生的に利用される現象」を「非公式な●●化」と呼ぶのに対し、「国際的に信認の高い外国通貨を自国の法定通貨として利用する現象」を「公式的な●●化」と呼ぶことにする。今回のスコットランドは政府が主導権を握って運営するため、後者のケースと仮定する。

になりそうである。なお、仮に賛成派が勝利した場合でも、独立が宣言されるのは18か月後の独立記念日(2016年3月24日)になるため、この期間にスコットランド政府はBOE管理の金融システムの下、新たなスコットランド中銀を創設し、外貨準備を掻き集めることになる。この際、大幅な歳出カットや増税が必要になる可能性があるため、国内経済が大きく下押しされるリスクもある。

～独立後のユーロ使用は不可能～

なお、②「独立後の使用通貨」に関してはユーロ導入の可能性を問われることも多いが、これは100%有り得ない。まず、ユーロ加盟国となる前段階としてEU加盟国になる必要があるが、これにはEU28か国全ての承認が必要である。上述したように、今回のスコットランドの独立騒動は同様の問題を抱えるスペイン(カタルーニャ自治州問題)、ベルギー(フランドル地方問題)、アイルランド(北アイルランド問題)そしてイタリア(チロル地方問題)などにも飛び火する可能性を秘めており、問題の当該国でなくとも拡大と深化を追求するEU各国にとって看過しかねる問題である。ユーロ導入以前に、EU加盟すら叶わないと考えるのが自然だろう。100歩譲ってEU加盟が許されたとしても、スコットランドの政府債務残高(対GDP比)がユーロ導入にあたっての経済収斂基準である60%を満たすことは難しいと言われるため、ファンダメンタルズ面からの承認もハードルがある。

また、そもそもユーロ導入に際しては「対ユーロの中心レートを設定し、変動幅を上下15%までに収め、それを超えた場合には自動的に無制限の介入が行う」というERM II(欧州為替相場メカニズム)に2年間参加し、安定を示す必要がある。要するに、独立と同時にEU加盟が許されたとしても、2016年3月の独立までにユーロの使用が許可されることは物理的に起こり得ない。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分り難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ