

中期為替相場見通し

2021 年 5 月 31 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～低下する円への関心。ワクチン相場は継続～

為替市場の現状と展望～鮮明になる円への低い関心～ P.3

円相場の基礎的需給の現状と展望～増える貿易黒字の背景～ P.6

米金融政策の現状と展望～先に来るのは財政政策のテーパリングか～ P.8

メインシナリオへのリスク点検～「世界最大の対外純資産国」と英国リスク～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～テーパリング観測とユーロ高への復帰～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～ECB テーパリングに関する考え方～ P.14

ユーロ相場の現状と展望～再びユーロ高に戻るのか？～ P.15

補足：スコットランド独立を巡る Q&A～現状と展望に関する論点整理～ P.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

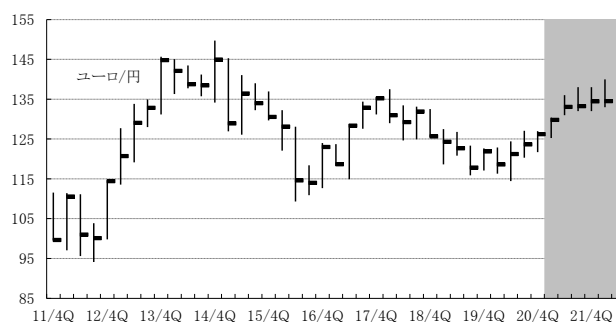
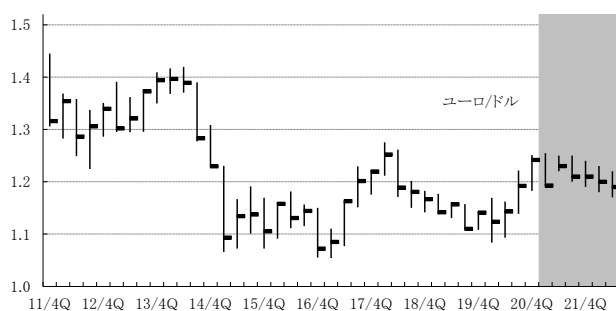
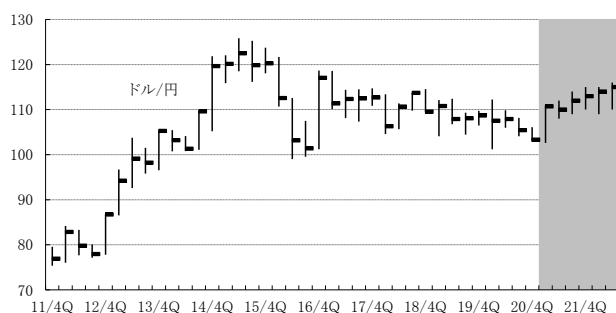
5月のドル/円相場は動意に欠ける地合いが続いた。4月の調整相場を受けても本欄ではドル高・円安のシナリオを修正する必要がないと論じたが、その考えは変わっていない。確かにドル高相場は反転したが、1～3月期の米金利とドルの勢いが性急過ぎただけであろう。依然としてワクチン相場は続いており、それゆえに円が評価される筋合いはない。実際、4月以降のドル安相場でも円高はさほど進まなかった。短期集中と銘打ち始まった緊急事態宣言は年の半分に及び、ワクチン接種率がアフリカ大陸並みにとどまる日本と、7月以降の正常化に向けて青写真を描く米国では将来の予測可能性が違い過ぎる。「ワクチン接種→感染抑制→経済活動正常化→金融政策の正常化」という展開を当て込んだ米金利とドルの相互連関的な上昇は今後再現される可能性が高いと考えるし、その際、日本との格差はとりわけ広がるだろう。5月末時点でG7通貨は「カナダ>英ポンド>ドル≧ユーロ>円」という強弱関係にあるが、この構図は概ね年内続くと考えたい。ワクチン接種は遅れ、金利も低く、資源もなく、プラス成長すら実現できない円を買う理由は今のところない。安全資産のステータスは悲観局面で発揮されるものだが、日本は悲観にあっても世界はそうではない。円高予想は困難な情勢が続くそうである。

片や、ユーロ相場は底堅さが続いている。予測期間中、ECBのバランスシートは前人未踏の10兆ドル規模にまで膨らみそうだが、こうした「量」をアピールしても世界最大の経常黒字・貿易黒字がバックにあるユーロ相場は崩れそうにない。実効ベースで見たユーロ相場は再び過去最高値圏で推移しているため、ECBのテーパリングは難しくなっていると考えられる。とはいえ、4月以降、大陸欧州では行動制限の解除が順当に進んでおり、4～6月期のプラス成長復帰が見えている。盟主ドイツでは7月中に国民全員へのワクチン接種完了が見えているという話もある。米国に遅れたものの、ユーロ圏もアフターコロナに向けて歩みを始めている。ECBのテーパリングがなくとも、ユーロ相場には成長期待から買いが入りやすいのではない。対ドル相場に関しては、米金利の上昇幅の方が大きそうなことから予測期間後半に1.15付近まで下落は見込んでおきたい。一方、対円では実体経済の格差にも鑑み、140円程度までの上昇を予想したい。なお、年明け以降、コロナ禍が落ち着きを見せたタイミングではスコットランド独立問題が取引材料として台頭してくるリスクも留意しておきたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～5月(実績)	6月	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	102.60 ～ 110.85 (109.78)	108 ～ 112 (110)	109 ～ 114 (112)	110 ～ 115 (113)	109 ～ 115 (114)	110 ～ 116 (115)
ユーロ/ドル	1.1704 ～ 1.2349 (1.2190)	1.20 ～ 1.23 (1.21)	1.18 ～ 1.23 (1.19)	1.17 ～ 1.22 (1.19)	1.16 ～ 1.21 (1.18)	1.15 ～ 1.20 (1.17)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.04 (133.83)	131 ～ 136 (133)	132 ～ 138 (133)	132 ～ 138 (134)	133 ～ 140 (135)	134 ～ 141 (135)

(注) 1. 実績の欄は5月31日までで、カッコ内は5月31日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



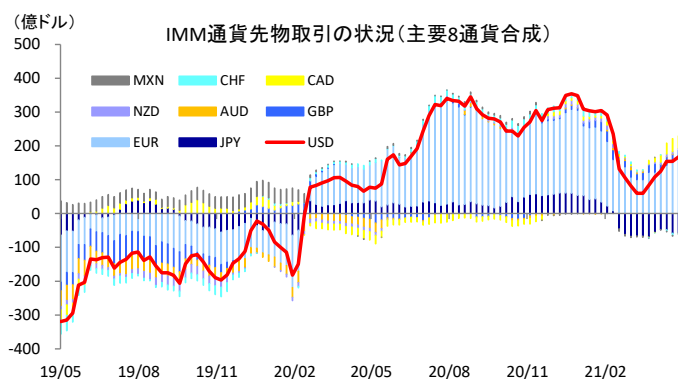
◆ ドル/円相場の見通し～低下する円への関心。ワクチン相場は継続～

《為替市場の現状と展望～鮮明になる円への低い関心～》

ドル高調整にも乗れなかった円

為替市場全体ではドル相場の軟化が目立つ

地合いだが、対円相場では大きな動きが見られていない。右図は IMM 通貨先物取引における対ドルでの主要 8 通貨の合成ポジションである。5 月 25 日時点のドル売り持ち高は 154.4 億ドルと 3 月 9 日以来、11 週間ぶりの高水準となっている。同データでは 4 月 6 日以降、ドル売りが徐々に増えている。4 月に入り米国では実質金利低下が目立つようになり、それがドル売りをけん引するテーマとな



(資料) Bloomberg

っている。しかし、ドル売りの勢いは通貨ごとに異なる。例えば、4月に入ってから対ドルで最も買いが膨らんだのがユーロであり、ネットで+59.0 億ドルの買い持ち増加が見られた。4月に入ってから行動制限解除やこれに伴う今期（4～6 月期）の成長率のプラス復帰などが期待されているのではないかと察する。次に買いが膨らんだ通貨はカナダドルであり、ネットで+35.0 億ドル、買い持ちが増えている（図）。この間、順調なワクチン接種を背景としてカナダの経済・金融情勢に対して見通しが大きく改善し、カナダ銀行（BOC）が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）に踏み切るという大きな動きも見られた。そうした動きが素直に投機筋の取引状況にも反映されているということだろう。

一方、円もネットで見れば+8.4 億ドル、買い持ちが増えているが、依然として持ち高は▲57.6 億ドルとネット売り越しのままである。為替市場における円売り意欲は根強いものがあるように見受けられる。過去 1 か月の為替相場は米 10 年金利が年初来最高の 1.8% 付近まで上昇した 3 月末および 4 月初頭を挟んで米金利がピークアウトし、それに伴ってドル相場も上昇から下落に転じるという潮目があった。筆者はそれ自体、従前のドル高に対する調整局面であり、再びドル高基調に戻ると考えてはいるが、その「調整局面においても売られ続けた円」という認識は持っておきたい。

ドル安の背景はカナダドルと人民元

根強い円売り意欲は他にも確認する方法がある。図は年初来のドルの名目実効為替相場（ドル NEER、5 月 17 日時点まで）に関し、構成通貨別に騰落に対する寄与度を見たものだ。ドル NEER は 3 月末まで上昇していたものの、5 月 25 日時点では▲1.1% 下落している。このうち▲0.6% ポイント分が対カナダドル、▲0.3% ポイント分が対人民元での下落に起因している。片や、対円では+0.4% ポイントを記録しており、全体の流れに逆らうように円の弱さがドル安相場を食い止めていた格好になる。いずれ

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	1.8	-0.4
ユーロ圏	17.0	0.3	-0.0
メキシコ	13.3	0.1	-0.0
カナダ	11.7	5.5	-0.6
日本	7.1	-5.1	0.4
韓国	3.8	-3.2	0.1
台湾	2.2	1.6	-0.0
スイス	1.7	-1.2	0.0
英国	3.2	3.5	-0.1
ロシア	0.6	1.2	-0.0
南アフリカ	0.4	6.0	-0.0
トルコ	0.5	-12.1	0.1
アルゼンチン	0.3	-10.8	0.0
その他(残差)	15.0	-	-0.4
21年1～5月のNEER	-	-1.1	-1.1

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。
通貨変化率は20年12月31日～20年5月25日

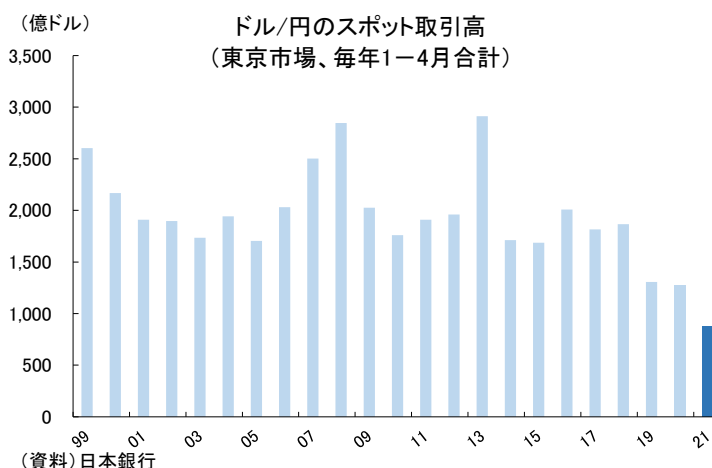
にせよ、4月以降のドル高相場の調整（ドル売り）に関し、円だけがその波に乗れていないという事実は興味深いものがある。

著しく細るドル/円の取引量

年初からの米金利急騰を踏まえれば、3月以降の株安や金利低下、それに応じたドル安は健全な調整であり、次のステップに進むために必要な動きだと筆者は考えている。しかし、上述してきたように、そうした調整局面でも円に対する買い戻しは入らなかった。本欄では繰り返し論じているように、ワクチン接種がアフリカ大陸並みにしか進まず、緊急事態宣言という掛け声の下で漫然と行動規制を継続している日本に対して（その防疫政策の是非はここで論じないが）、金融市場が関心を持ってないのは自然である。既に述べたように、年初来でカナダドルが高く評価されているのは短期間にワクチン接種が進捗し、大陸欧州を抜き去り、それに伴い金融政策の正常化にまで着手できたからである。また、最近になってユーロが堅調を取り戻しているのも4月末以降、大陸欧州で行動制限の解除が進み、EU全体としてワクチン調達戦略が奏功し始めていることが評価されている側面がありそうである。為替市場はあくまで変化幅や方向感を評価する世界であり、「犠牲者は少ないが漫然とした行動規制の下、低成長が続く」という円はどうしても触り難い存在になる。

ドル/円相場に対する関心の低さは取引

量にも表れている。1～4月合計のドル/円のスポット取引高は874億ドルだが、これは過去5年平均（1654億ドル）、過去10年平均（1845億ドル）、過去20年平均（1940億ドル）のいずれと比べても著しく小さい（図）。もちろん、首都圏を中心として年明け以降の殆どで緊急事態宣言期間を強いられ、市場参加者の多くが在宅勤務になるなどの影響もあって取引が細っているという面もあるのだろう。しかし、それ以前に「テーマ性がない」と考える市場参加者は多いのではないだろうか。為替取引の「花」はやはり中央銀行の「次の一手」を巡る思惑とそれに乗じた取引である。もはや3月に公表された政策点検を経て、黒田体制下の政策運営は現状維持が既定路線となってしまった感がある。元より円金利は動かず、欧米金利は動意があるのだから、売られた円を買い戻す必然性は大きくない。

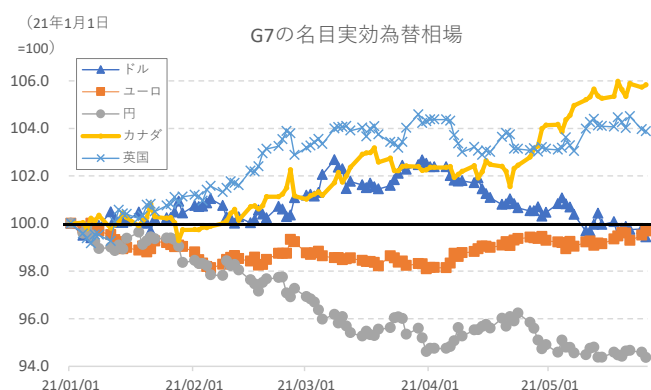


今後、リスクオフムードが高まり、再び「世界最大の対外純資産国」のような需給がテーマ視されるようになれば、円に対する関心も高まるだろうが、アフターコロナを展望する現状からは距離のある話である。正常化ムードに乗り遅れた円をわざわざ触ろうとする理由は今のところ乏しいと言わざるを得ないだろう。ドル/円相場に動意を期待するとすれば、それは円を手放す流れであり、リスクは円安方向に広がっていると考えておきたい。

5月以降もワクチン戦略が相場の要諦に

現状、筆者の相場観は全く変わっていない。右図（上）はG7通貨を対象に年初来の名目実効為替相場

(NEER) の推移を見たものである。年初から変化率に関し、カナダドルと英ポンドは大幅上昇、ドルとユーロは横ばい、円は大幅下落という構図にある。かねてより指摘しているように、上昇している通貨は先進国のワクチン接種率のランキングにおいて上位にある国だ(表)。ワクチン接種が順当な経済では正常化のロードマップが描きやすくなり、期待から市中金利も高くなり通貨も評価されやすくなる。図示されるように、カナダドルと英ポンドは頭抜けて上昇しているが、この



(資料) macrobond

2 通貨に至っては中央銀行が正常化プロセスに関心を寄せて始めている。例えば、カナダ中銀(BOC)は4月21日、量的緩和の規模縮小を決定している。これに応じて利上げ時期も従来の2023年から2022年下半年へと前倒ししている。また、5月6日にはイングランド銀行(BOE)が毎週の資産購入額を減額するという決定をしている。厳密にはBOEに関しては「毎週の購入額は減額(44億ポンド→34億ポンド)するものの、年末までの国債購入残高(8950億ポンド)は不変。よって金融政策方針は不変」といった決定であり、材料視が難しいものであるが、一部メンバーからは目標とする購入残高自体を引き下げるべきという主張も展開されている。「次の一手」が正常化プロセスであることを感じさせるのは間違いなく、堅調なポンド相場に寄与していると考えて良いだろう。ドル相場が軟調なのは金融政策運営を非常に慎重に進めざるを得ないという基軸通貨国としての特性が出ているのではないかと察する。

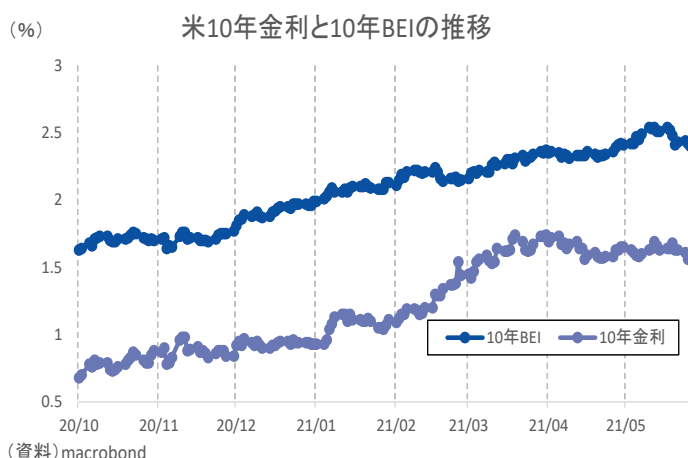
1回でもワクチン接種した人の比率

国	%
英国	57.55
カナダ	56.19
米国	49.98
ドイツ	42.79
イタリア	37.91
フランス	37.05
EU	31.16
日本	6.41

(資料) Our World in Data、5月29日時点。

秋には欧米はもっと遠くへ

現状ではワクチンが唯一の出口戦略であることを思えば、上記のような為替相場の状況は容易に予想されたものである。もちろん、今秋には日本でも相応のワクチン接種が進んでいるはずだ。しかし、その頃にはBOC、BOEに続いて、いよいよFRBのテーパリング開始が市場のメインテーマになっている可能性が高く、日本からすればもっと遠くに行ってしまうのではないかな。政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)に関しても「2023年末までゼロ金利継続」という昨年来続くコンセンサスが修正されていても驚き



(資料) macrobond

ではない。前頁図に示すように、足許で米 10 年金利は上昇が止まっているが、インフレ期待は再浮上し始めている。フィッシャー効果を前提にするならば、名目金利はいずれインフレ期待に追随する。昨年 11 月から今年 3 月の相場を教訓とすれば、インフレ期待の上昇に遅れること 1~2 か月で名目金利も追随した。バイデン大統領が頻繁に言及する正常化の節目が「7 月 4 日」であることも考慮したい。年後半、米国の経済・金融情勢は景色が変わっていくのだとすれば、いつまでも非常時に形成した「2023 年末までゼロ金利継続」という前提に拘泥するのも合理的ではない。もちろん、現状のワクチン接種ペースを踏まえば、英国やカナダも大陸欧州も年後半には「経済の再始動」がテーマになっている可能性は高い。

要するに、日本でワクチン接種が日常的に行われる秋頃には、日本以外の主要国の経済・金融情勢は未曾有の対応に関して出口戦略を検討し始めていることが予想される。その状況の格差は間違いなく金利差に反映され、通貨の強弱を規定するはずである。それは年初から足許までに起きたことと同じことが年後半にも起きるといえる話である。目下、日本は 4 月以降の緊急事態宣言が 6 月 20 日まで延長されようという状況にある。1~3 月期は米国の強さが突出していたが、4~6 月期はユーロ圏もプラス成長に復帰するだろう。日本の弱さは世界的に突出したものになることが確実だ。欧米経済にアフターコロナの薄日が差し込む中、日本だけが 2 四半期連続でマイナスというテクニカル・リセッションとなれば、世界景気の連動性が高まる近年では非常に珍しい光景となる。金融市場も当然、これを材料視するだろう。

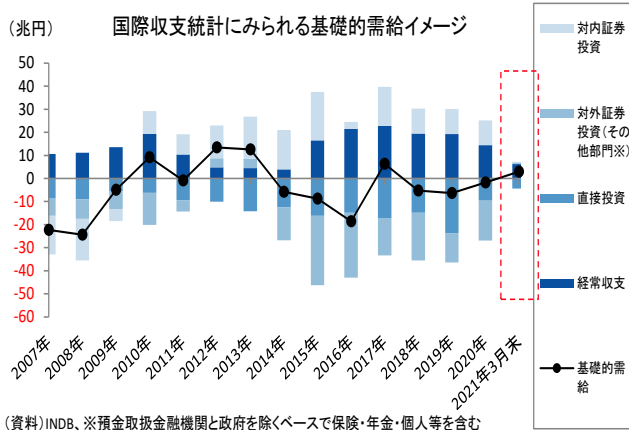
こうして日本以外では「正常化の胎動」が確認される中、ドル/円相場のリスクバランスは上方に振れていると考えておいた方が無難ではないかというのが筆者の基本認識である。足許の動きに惑わされず、G7 通貨全体では「ドル $\geq$ 英ポンド $\geq$ カナダドル $>$ ユーロ $>$ 円」といった大局観を想定しておきたい。

《円相場の基礎的需給の現状と展望～増える貿易黒字の背景～》

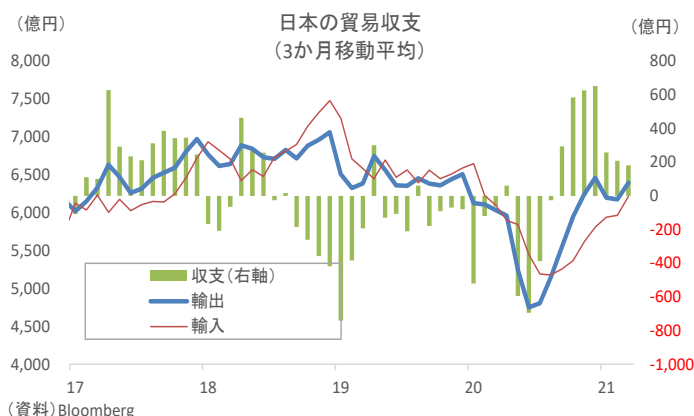
貿易黒字復調で円買い超過も・・・

ドル/円相場は小動きの展開が続いている。米国で燃えるインフレ懸念、これに伴う米金利上昇を受けてドルが先行されやすい地合いである。しかし、先進国の中でも突出して出遅れている日本のワクチン接種状況や、その必然の帰結としての成長率の劣後を踏まえば、むしろドル/円相場の上値は「重い」という印象も抱かれるところではないか。もちろん、インフレ懸念が米株価の調整を招いており、それ自体がリスクオフの円買いを促している面もあるが、それだけではないだろう。

1 つの原因として考えられるのは需給環境である。5 月には本邦 3 月国際収支統計が公表されているので、円相場の 1~3 月期の基礎的需給環境を整理しておきたい。図に示されるように、1~3 月期を終えた段階での基礎的需給は+2.9 兆円の円買い超過であった。少しずつではあるが、円売り超過から円買い超過へと傾斜し始めている様子が窺える。理由は主に 2 つある。1 つが貿易黒字の堅調な増加によって経常黒字が増えつつあること。もう 1 つが対外証券投資の売り越しを記録していることである。いずれも重要な論点ではあるが、円相場の堅調に対して即効性を持つのは前者の論点である。経常黒字の積み上がりは厳密には貿易黒字の積み上がりによってもたらされているものだ。



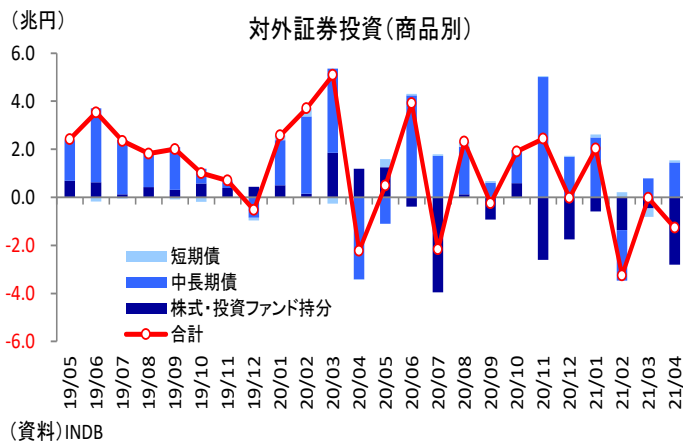
右図に示すように、昨年後半から今年にかけて、貿易黒字が急回復している。これは企業活動の正常化に伴い輸出が復調になっている側面もあるのだろうが、それだけならばコロナ以前の常態である貿易収支均衡に戻るだけのはずだ。貿易黒字が増加している背景は輸出がコロナ以前の水準に戻っているにもかかわらず、輸入はそうになっていないからである。国内に目をやれば慢性的な行動規制に加え、一貫性のない防疫政策が継続され、国内経済の消費・投資意欲は戻る兆しがない。海外経済の堅調にけん引される輸出とは状況が異なる。



詰まるところ、貿易黒字の拡大は国内外の景気格差の結果である。理想的には輸出も輸入も増える中で貿易黒字もコロナ以前の水準を回復するのが理想だが、そうはなっていない。貿易黒字はアウトライトの円買い・ドル売りに直結するため、これが増えていること自体はドル/円相場の上値を押さえる直接的な一因になるものだ。だが、周回遅れではあってもワクチン接種の進捗と共に行動制限の解除と成長率の浮揚が日本でも見られてくることが今後は予想される。国内外の景気格差を理由にした貿易黒字は自ずと減少に転じる可能性が高いのではないか。

中長期債だけを見れば買い越し継続中

一方、対外証券投資の売り越しが続いていることも目につく。具体的には 1～3 月期合計で▲4602 億円の売り越しを記録している。右図は既に 4 月分までが公表されている『対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）』を見たものだが、年明け以降、買い越しが売り越しへ転じていることが分かる（※売り越しは円買い戻しで資本流入になるので円買い超過に寄与する。買い越しはその逆）。しかし、中長期債に限定すれば 1～4



月合計で約+2.6 兆円の買い越しであるため、外国株式への投資意欲が衰える中、やはり日米金利差拡大を意識した機関投資家の買い意欲は年初から相応に大きいとみえる。夏場以降、行動制限の解除を受けて米国の雇用・賃金情勢が顕著に改善してくると仮定すれば、FRB のテーパリングへの思惑は実施可否ではなく、実施時期に移ってくる公算が大きい。当然、その状況は日米金利差に反映されるだろう。だとすれば、中長期債を主軸とする対外証券投資の買い越しが円売りを支える構図は当面、強まることはあっても弱まることはないように思われる。以上を総合すると、貿易黒字の拡大と対外証券投資の売り越しが円買い超過を促し、ドル/円相場の上値を押さえる構図は（仮にそれが認められるとしても）一過性のものであり、年後半に進むにしたがって解消される可能性が相応に高いと考えておきたい。

《米金融政策の現状と展望～先に来るのは財政政策のテーパリングか～》

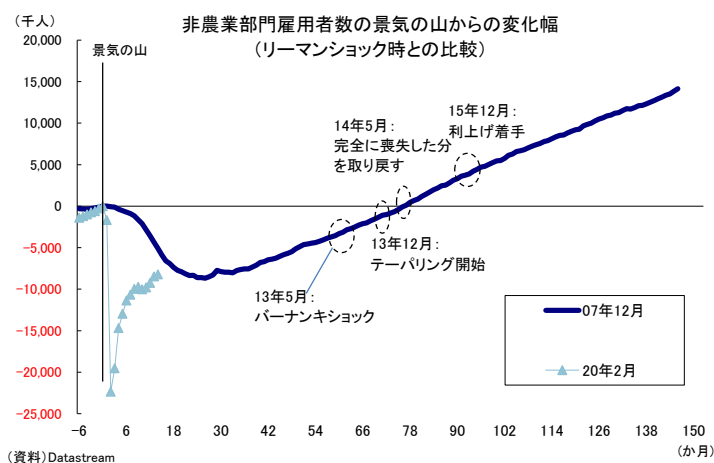
視野に入る正常化プロセス

5月19日にはFOMC議事要旨（4月27～28日開催分）が公表されている。既報の通り、会合全体を通じて量的緩和の段階的縮小（テーパリング）は時期尚早というトーンが強めに残されたものであったものの、「多くの参加者（a number of participants）が、経済が目標に向かって急回復（rapid progress）を続けるのであれば、来るべき会合のどこかで資産購入ペースの調整計画を議論し始めることが適切であると提案した」との記述が注目されている。「次の一手」をテーパリングとして視野に捉え、その時期を探ることで意見集約が始まった様子が窺える。テーパリングを検討すること自体が禁忌とされていた昨年末までのムードと比較すれば隔世の感を覚える。

また、昨年12月以降、声明文では資産購入継続のためのフォワードガイダンス文言として「until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals」が使用されているが、この「further progress」には「相応の時間（some time）」がかかるとの声が多く見られつつも、その進捗を市場に伝える重要性を多くの参加者（many participants）が指摘している。「まだその時ではないが、近い将来に議論は必要になる」という胸中が垣間見られる。さらに、「2名の参加者（a couple of participants）」は政策変更前にインフレが望まぬ水準まで高進するリスクにも言及しており、早めの対応を望むメンバーも現れている。ちなみに議事要旨中には「テーパリング開始から3四半期後に資産購入が終了し利上げはそこからさらに3四半期後」という調査も紹介されている。明らかに正常化プロセスを視野に捉えた議論が意識されている。

雇用情勢は未だ深手を負ったまま

FRBの責務は「物価の安定」と「雇用の最大化」である。後述するように、前者に関してはインフレ懸念の台頭もあって引き締めを示唆するが、後者の評価は未だ慎重になるべきである。この点、雇用・賃金情勢は回復基調とはいえ、深手を負ったままというのが現状である。これまでも言及した事実だが、トランプ政権後期には失業率が3.5%まで低下し、完全雇用が実現していたにもかかわらずインフレが加速することはなかった。後掲図に示すように、



最も雇用市場がひっ迫していたとみられる 2019 年でもコアベースの CPI が+2.5%に到達することはなかった。依然、6%近い失業率の今、制御不能な物価上昇を警戒するのは尚早に思える。図は景気の「山」から起算して、いつ頃にどの程度の雇用増減が生じているのかを見たものである。リーマンショックを伴う景気後退局面は2007年12月を「山」としており、そこから26か月後（2010年2月）に約▲870万人という雇用喪失に直面し、これが最悪期だった。その雇用喪失が完全に復元されたのが77か月後（2014年5月）である。片や、今回は2020年2月を「山」とし、14か月後となる2021年4月時点では約▲820万人という雇用喪失に直面している。つまり、単純に失われた雇用の「量」だけの話をすれば、

現時点でもリーマンショック後の最悪期と大して変わらない状況である。

金融政策修正は夏場の雇用回復を待つのが現実的

こうした雇用の復元と金融政策の変更と結び付けて現状と展望を整理すると何が言えそうか。前回の正常化プロセスを振り返ってみると、完全に雇用喪失を取り戻す 1 年前となる 2013 年 5 月にバーナンキ元 FRB 議長が議会証言において量的緩和の段階的縮小（テーパリング）に言及し、同年 12 月から実際に開始された。雇用復元の完了を待たずにテーパリングの検討・着手はあり得るという話だが、バーナンキショック時の雇用喪失は▲230 万人まで圧縮されていたことも事実ではある。つまり最悪期（▲870 万人）の 30%以下まで雇用喪失の幅を縮小させたところで出口戦略の議論をようやく始めたという構図になる。なお、その際、コアベースの CPI は恒常的に+2%を割り込んでいたことも目を引く。結局、「物価が+2%を超えているかどうか」よりも「雇用回復の現状と展望」を前向きに捉えた上で、政策修正に踏み切ったという側面が窺われる。そうだとすれば、雇用市場の深手が残る状況下、今回のような一過性の物価の動きだけを理由に FRB が政策修正に踏み切ることはやはり難しいように思える。もちろん、雇用の喪失・復元ペースは従来の経験則が全く当てはまらない不規則な動きになっていることから、本格的な行動制限解除が期待される夏場の雇用統計の結果までを踏まえれば、雇用の喪失量は相当小さいものになっている可能性もある。恐らく FRB はその結果まで踏まえた上で、年後半以降にようやくその可能性を議論（着手ではない）し始めるというのが最も現実的なシナリオに近いのではないかな。

ひっ迫する労働需給

上述の通り、昨年 2 月の景気の「山」を境とした非農業部門雇用者数（NFP）の喪失量は▲820 万人だが、このうち約▲620 万人はサービス部門である（表）。サービス部門の中でも行動規制の影響を直接的に受けやすい宿泊・飲食が約▲223 万人失われており、ほかにも休校・休園措置の影響などもあって教育・医療で約▲83 万人が喪失したままである。これらの業種が NFP の量的な改善を抑制している。だが、米 3 月雇用動態調査（JOLTS）では NFP の求人件数が前月比+59.7 万人の 812.3 万件と 2000 年 12 月の統計開始以来、最高を記録している。4 月雇用統計が予想比を大きく割り込んでもデフレではなくインフレを懸念する見方が強いのはこうした労働需要の裏付けがあるためである。5 月 13 日には米ファストフード大手企業が従業員繋ぎとめのために時給を引き上げる決断をしたことが報じられた¹。労働供給の制約が賃金の騰勢を招き始めている兆候がある。

過去12か月における米雇用統計の状況

	復元率	雇用喪失量(万人)
合計(NFP)	63.3%	-821.5
財部門	69.4%	-78.6
自動車・同部品	70.1%	-10.8
サービス部門	67.1%	-618.5
運輸・倉庫業	75.3%	-14.2
小売業	83.2%	-40.0
人材派遣業	70.3%	-29.6
教育・医療	64.3%	-82.8
宿泊・飲食	67.6%	-223.4
政府部門	-	-124.4

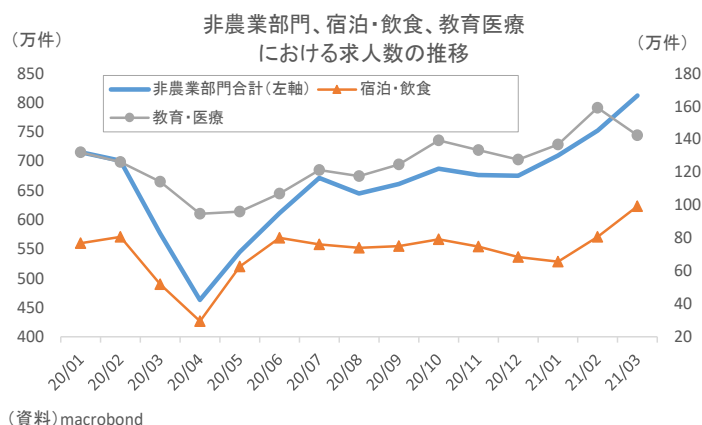
（資料）macrobond、20年3月～21年4月を対象。

テーパリングが必要なのは財政政策

労働需要の存在にもかかわらず雇用の量的な回復は進まない背景としては①手厚い失業保険給付の存在、②感染への恐怖感、③就労意欲の低下などが考えられるが、目下注目されているのは①である。米商

¹ Bloomberg 『マクドナルド、米国で時給引き上げ平均 13 ドル超に一人手不足に対応』 2021 年 5 月 13 日

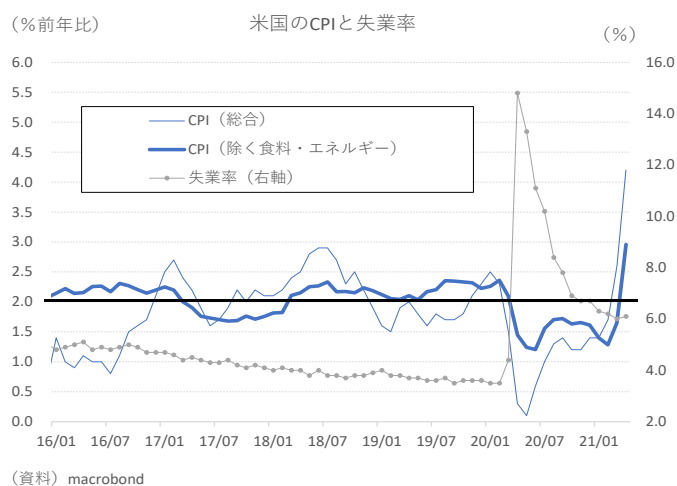
務省は 5 月 7 日付の声明文²で週 300 ドルの失業保険上乗給付によって、「受給者の 4 人に 1 人が働くよりも得な状況に置かれている」と指摘しており、これを打ち切ることが人手不足解消に寄与すると述べている。JOLTS を見ても、宿泊・飲食や教育・医療といった多大な雇用喪失を被った業種においてもしっかり求人数は伸びている（図）。コロナショックで雇用を失った全員が元の職場・業種に吸収されるべきとは言えないが、これほどの求人状況にあって「人が採れない」という背景には「復職した方が損だから」という問題点もあるのだろう。



かかる状況が続けば、確かに雇用の「質」である賃金も騰勢を強め、それ自体は金融政策の正常化を示唆するものであるが、FRB がそう判断することはないだろう。今回議事要旨の中では「多くの参加者がサプライチェーンのボトルネックが早期に解消しない可能性がある」として、こうしたヒトの問題のみならず、モノの供給も滞り、コストプッシュ型のインフレが継続するリスクを指摘しているが、これ自体も継続性のある現象ではないはずであり、懸念はしつつも正常化プロセスの理由になるとは思えない。米商務省が先の声明文で「a comprehensive approach」が必要だと述べているように、総合的に考えて、テーパリングが優先的に求められているのは金融政策ではなく一部の財政政策ではないか。少なくとも、これによってヒトに関するインフレ圧力（やこれに伴うモノへのインフレ圧力）は緩和されるだろう。

インフレ高進はテーマだが・・・

また、5 月に入ってからインフレ高進への懸念が 1 つのテーマになっていた。この点は「物価の安定」に照らして FRB がタカ派に振れそうな材料として注目された。象徴的には米 4 月消費者物価指数 (CPI) は総合指数が前年比+4.2% 上昇し、2008 年 9 月以来、12 年 7 か月ぶりの大幅な伸びを記録したことが取りざたされている。食料・エネルギーを除くコアベースも同 +3.0% と 1995 年 10 月以来、25 年 6 か月ぶりの伸びを記録しており、これを受けた米 10 年金利は 1.70% 近傍まで急騰、株価が崩れるという



展開が見られている。上述した通り、元よりインフレ期待が騰勢を強めていたところ、名目金利が追随する展開は常時警戒されているので今後もこうした動きはみられるだろう。FRB が再三強調するように、足許の物価上昇は一過性だが、そうと分かっているにもかかわらず予想比これほど強い数字であれば金利が上がるのも致し方ない地合いにはあったと言える。株価にとっては当面向かい風、ドルにとっては追い風だろう。

² U.S. Chamber of Commerce “U.S. Chamber Calls for Ending \$300 Weekly Supplemental Unemployment Benefits to Address Labor Shortages” May 7, 2021

CPI 上昇の背景は事前に予想された通り、エネルギーの急騰（同+25.1%）にけん引されたものであるが、それ以外にも自動車、とりわけ中古車も同+21.0%と大きな寄与を果たしている。半導体の供給制約を反映した価格上昇が指摘されており、この辺りがコアベースで見た上昇幅の大きさに繋がっている。また、上述した労働需給のひっ迫も各種の財・サービスの値段を押し上げているのだと思われる。

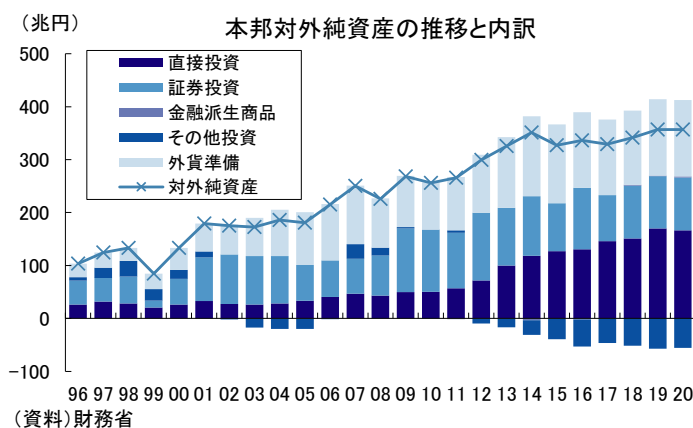
《メインシナリオへのリスク点検～「世界最大の対外純資産国」と英国リスク～》

30 年連続「世界最大の対外純資産国」に

これまでも論じてきたように、今年の為替相場見通しに関しては、米経済の正常化とこれに伴う米金利上昇に連れる格好でドル相場が堅調になるというのが筆者の基本認識である。一方、そのような金利の動向が期待できない世界、いわゆる「金利なき世界」では経常収支やその結果としての対外債権構造などの需給に焦点を当てた分析が相対的な重要性を増すとの基本認識も従前より示してきた。例えば今後、ウイルスが変異を重ね、既存のワクチンが無効化されるような展開に入れば、再び需給が注目される地合いになるだろう。それはちょうど昨年のような局面である。

この点、財務省から 5 月公表された『本邦

対外資産負債残高の状況（2020 年末時点）』は引き続き、リスク回避ムードが強まる際には「安全資産としての円」という目線が生き続けるだろうことを示すものだった。後述するように、巨大な対外純資産はそれだけ国内への投資機会が乏しかった（魅力がなかった）ことの結果でもあるため、必ずしも喜ばしい話ではない。しかし、政治・経済の弱体化が指摘される現状に及んでも円が安全資産と呼んで貰える最大の理由もここにあることは知っておきたい。



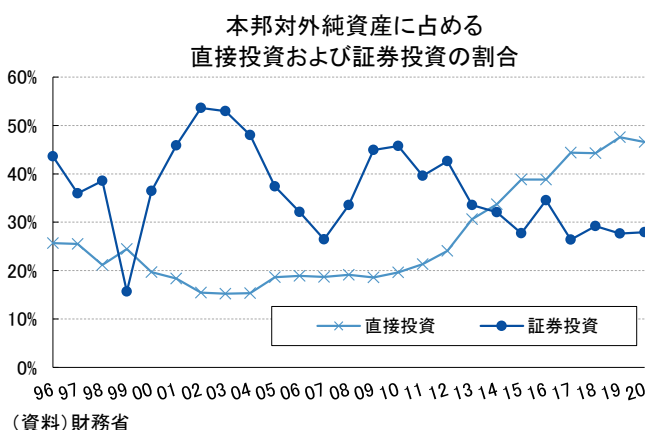
具体的に数字を見ると、日本の企業や政府、個人が海外に持つ資産から負債を引いた対外純資産残高は前年比▲450億円の356兆9700億円と3年ぶりに前年比減少となったものの、30年連続で「世界最大の対外純資産国」のステータスを維持している（以下、特に断らない限り前年比で議論する）。前年比減少とはいえ、2020年を通じてドル/円相場が5%程度下落したことも踏まえれば、「概ね横ばい」というのがフェアな評価だろう。2019年末の対外純資産は357兆円であり、この5%は17.9兆円である。これは2020年末の対外純資産に本来乗ってくるはずだった2020年の経常黒字(+17.5兆円)と同額である。要するに、為替変動による価格効果で対外純資産の水準が横ばいになったのであり、国として対外純資産を積み上げる続ける姿が変わったわけではない。

対外資産と対外負債の増減を別に見ても、共に前年比+55.6兆円でほぼ同額増加している。対外資産・負債の変動要因は主に①「取引フロー」、②「為替」、③「その他調整（≒資産価格の変動）」の3つがある。対外資産は①で▲13.2兆円、②で▲31.8兆円、③で+100.6兆円となっている。資産そのものの売却（①の要因）や円高による評価損（②の要因）で資産残高が減った一方、金融商品の値上がり（③の要因）で十二分に取り返したという構図である。昨年の凄まじいリスク資産価格の急騰を思えば想像に難くない動きだろう。さらに、この金融商品の値上がり部分を商品別に見ると、株式・投資ファンド持分で+17.9

兆円、債券で+10.7 兆円という内訳になっており、実は株や債券といった伝統的な金融資産の評価益だけでは説明できないことが分かる。大きかったのは金融派生商品を含む項目でこれが+77.5 兆円を占める。対外負債を見ても似たような結果で①で▲28.6 兆円、②で▲8.9 兆円、③で+93.1 兆円となっている。資産も負債も取引を伴う「数量」要因ではなく評価益である「価格」要因で残高が増えていたことが分かる。

「リスクオフの円買い」を削ぐ直接投資

筆者は近年、日本の対外純資産構造が変化しており、それが「リスク回避の円買い」の迫力を減じているとの見方を示してきた。過去 10 年、日本の対外純資産構造を見ると、かつての海外有価証券ではなく、日本企業から海外への直接投資（≡海外企業買収）の存在感が増している。右図に示すように、過去 10 年間で日本の対外純資産における証券投資と直接投資の比率は逆転し、その後拡大してきた。近年、「リスクオフの円買い」が迫力を失っているのは恐らくここに



一因があるというのが筆者の仮説だ。リスク回避ムードが強まった際、流動性の高い海外有価証券を手放して円貨に換えるということはあっても、買収した海外企業を容易に手放すことは考えにくい。海外企業買収の隆盛は「リスクオフの円買い」の勢いを削ぐものだと筆者は考えている。2020 年はコロナ禍の影響もあり、対外純資産に占める直接投資は前年比▲3.5 兆円と実に 12 年ぶりに減少したのだが、これは昨年状況を思えば不可抗力だろう。

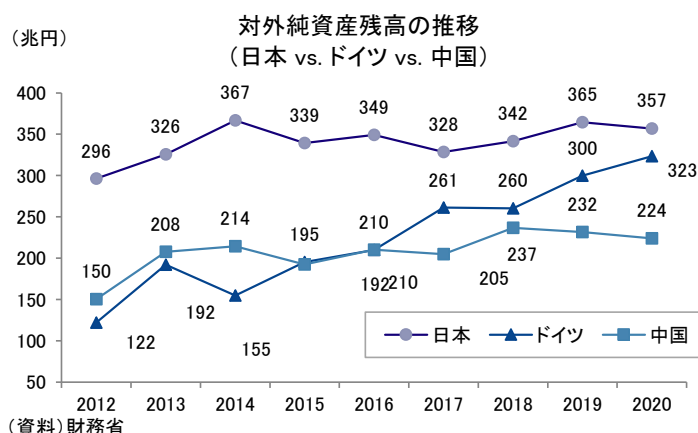
収益率を見ても直接投資の方が証券投資よりも明らかに優れており、両者の比率が逆転し続けることは合理的な結果と言える。繰り返しになるが、「世界最大の対外純資産国」というステータスはその響きほど良いものではない。対外純資産というストックは毎年の経常黒字というフローが蓄積された結果である。そして理論的には経常黒字は国内の貯蓄過剰（貯蓄＞投資）の結果だ。国内から国外への証券投資や直接投資が旺盛だということは、それは国内への投資機会が乏しいという事実も含んでいる。直接投資の増加に関して言えば、日本企業が「縮小し続ける国内市場に投資をするよりも海外企業への買収や出資を通じて時間や市場を買った方が中長期的な成長に繋がる」と判断した結果だったとも言える。1990 年以降の日本経済を指して「失われた 20 年」ないし「失われた 30 年」というフレーズが使われるが、「世界最大の対外純資産国」とはそうした「失われた時代」の副産物だったという見方は可能である。

背後に迫るドイツ、「世界最大の対外純資産国」を失う怖さ

「世界最大の対外純資産国」というステータスは円の価値を考える上で最も重要な要因の 1 つに違はなく、それは円高材料という位置付けになる。しかし、上述したように、海外企業買収に使用された円は「売られたまま返ってこない円」になりやすい。対外純資産における直接投資の割合が増える現状は、徐々にしかし確実に「円高になりにくくなっている」という状況が強まっていることを意味する。日本は未だに極端な円高に怯える風潮が強いが、資源輸入国としては極端な円安も警戒対象である。そもそも（政治的に可能かどうかは別の話として）理論上は自国通貨売り・外貨買いは無限にできるが、外貨売

り・自国通貨買いは外貨準備分しかできない。要する「極端な円安」を抑止する弾薬は有限である。本当に制御不能になった場合、怖いのは円高よりも円安である。

かかる状況下、今後の日本経済や為替を展望する上では円が安全資産としての魅力を失い「極端な円安」がテーマ視されるような状況に少しずつ想像を巡らせていかねばならないと考える。30年間も維持してきたステータスだからこそ、それを失った場合、直情的な為替市場は騒ぐ可能性がある。この点、筆者は諸外国、とりわけドイツとの比較を気にしている。図に示すように、「永遠の割安通貨」を武器にドイツは貿易黒字を荒稼ぎし続けており、「世界最大の経常黒字国」としてのステータスを保持している（2020年は中国がコロナ特需の恩恵でかつて世界最大の黒字国となったが、それでも2位のドイツとは大差なかった）。どんなに経常・貿易黒字を積み上げても通貨ユーロがドイツの競争力を貶めるほど強くなることはないので、ドイツは延々とこのペースで対外純資産を積み上げ続けるはずである。2020年末時点で日本とドイツの差は過去最小の34兆円まで縮まっている。ここまできると相場次第ではいつ「世界最大の対外純資産国」のステータスが奪われても不思議ではない。ドイツの経常・貿易黒字は基本的に高止まりを所与とすれば、今年の日本の貿易黒字が振るわなければ2021年末時点でいよいよその座を失う可能性も出てきているのではないだろうか。その際、円相場は冷静な反応で居られるだろうか。その反応が「極端な円安」になることも否めないだろう。毎年ニュースにはなっても相場の取引材料になることはなかったが、予測期間後半となる来年5月公表の『本邦対外資産負債残高の状況』は緊張感を持って注目することにしたいと思う。



試される英国のリスク

なお、上述の論点は中長期的な視点から筆者が大きな問題意識を抱いているものだが、目先の金融市場が抱えるリスクとしては英国動向がある。これまで強調してきた通り、金融市場は基本的にワクチンを唯一絶対の出口戦略として位置づけ、その進捗で経済・金融情勢の動向も規定されるものとして動いている。これは裏を返せば、英国や米国、カナダなどが感染予防でつまずけば、このワクチンに依存した出口戦略にも疑義が生じ、金融市場が大きな混乱に陥るということも意味している。この点、感染者数の顕著な増加に現れていないものの、インド変異株の存在感が増していると言われる英国が6月21日のロックダウン完全解除に至るかどうかは注目である。最終決定は6月14日だが、既にジョンソン英首相は「現時点で計画を変更せざるを得ないデータは示されていないが、待つ必要が出てくる可能性がある」と軌道修正を匂わせている。所詮は変異株が発生すればその世界への波及が免れないのだとすれば、英国の挙動が年後半の世界経済の指針になってくる可能性は十分考えられるだろう。

当面の金融市場における最大のリスクは英国の完全解除が遅延するばかりか、インド変異株に制圧されるように再び規制段階が強化されるなどの動きが見られることだろう。そうなるとワクチンに依存した出口戦略という唯一の道も断たれることになり、市場がパニック的な状況に陥る怖さはある。BOEの早期利上げ観測の裏でそうしたニュースが出てきていることは強い懸念を覚える。

◆ ユーロ相場の見通し～テーパリング観測とユーロ高への復帰～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～ECB テーパリングに関する考え方～》

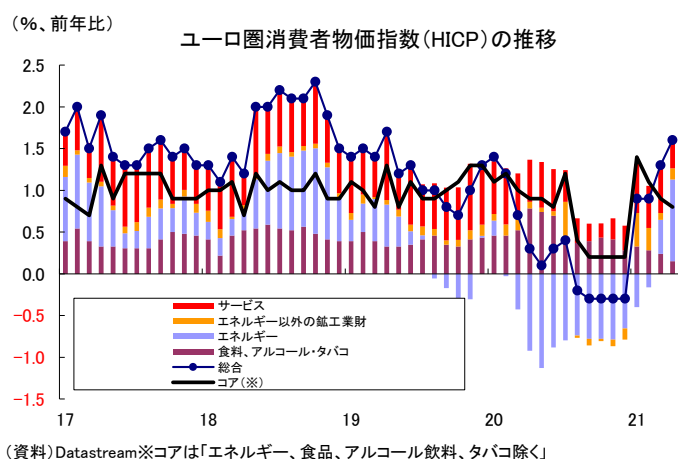
4～6 月期に向けてユーロ圏も離陸態勢

4 月から 5 月にかけては日米欧で 1～3 月期 GDP が公表された。例えば日本では 1～3 月期実質 GDP が前期比年率▲5.1%と 3 四半期ぶりのマイナスとなり、2020 年度で見ても前年比▲4.6%とリーマンショックを伴った 2008 年度（▲3.6%）を大きく上回り、戦後最悪の落ち込みとなったことが話題になった。ユーロ圏も前期比年率で▲2.5%になるなど、米国との差が開いた格好だが、4 月以降の大陸欧州では行動制限の解除が進んでおり、EU としてのワクチン調達戦略も奏功し始めている。出遅れの指摘されていたドイツに至っては 7 月中に希望する国民は全員接種が完了するとの報道も見られている。日本にとってマイナス成長の仲間であったユーロ圏も離陸態勢に入っていると言える。

ECB テーパリングの考え方

こうした状況下、ECB に関して量的緩和の段階的解除（テーパリング）の可否を尋ねられることが増えている。足許で報じられる ECB 高官の各種情報発信を踏まえる限り、公式にその方針が決定される可能性は今のところ低いだろう（しかし、非公式に疑いを被る可能性はある。後述する）。例えば 5 月 18 日、ラガルド ECB 総裁は「金融および財政支援を性急に解除しないことが不可欠だ。ECB に関して言えば、欧州経済の支援に向けてわれわれのコミットメントを堅持する」と断言して

いる。また、同日、ビルロワドガロー仏中銀総裁も「現時点では、ユーロ圏にインフレが持続的に戻ってくるリスクはなく、言うまでもなく、ECB の金融政策が非常に緩和的であり続けることに疑いの余地はない」と釘を刺している。確かに、米国で消費者物価指数（CPI）の上振れが話題になったように、ユーロ圏でも域内消費者物価指数（HICP）の上振れが見られている（図）。しかし、上昇の 6 割（4 月分であれば前年比+1.6%のうち 1.0%ポイント）はエネルギー価格におけるベース効果であり一過性の動きである。概ね賃金と同一視できるサービス物価に関しては同+0.9%と未だ冴えない動きにとどまっており、物価情勢を理由にして ECB がテーパリングを検討することはあり得ないだろう。

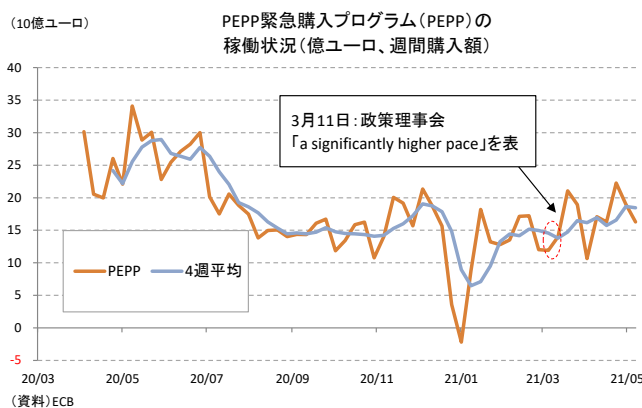


テーパリング容疑を被る可能性はある

しかし、「公式に」その方針が決定される可能性は今のところ低いという話であって、「非公式に」その方針を疑われる可能性は残る。というのも、3 月の政策理事会でラガルド総裁は四半期に一度、スタッフ見通しが改訂されるタイミングに合わせてパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の購入ペースを見直す方針に言及している。ECB の現在の思考回路は「無リスクである政策金利の水準を決める→国債利回りが決まる→社債や銀行貸出の利回りが決まる」というものであり、こうした一連の流れを視野に入れて政策運営を holistic（包括的）に点検し、複数の指標を考慮する multifaced（多面的）な視点が重

要だとラガルド総裁は再三述べている。PEPP 運営にあたっては、まず足許の経済・物価見通しを前提とした上で資金調達環境をチェックし、国債利回りが高過ぎる（低過ぎる）と考えれば PEPP のアクセル（ブレーキ）を踏むという順序で思考を展開することになっている。それを見直すのに最適のタイミングがスタッフ見通しの改訂という位置づけだ。

筆者はこうした見直し慣行の導入は「いつでもブレーキ/アクセルを踏める」という裁量の大きかった PEPP の利点を減じるものだと考えていたが、6 月会合で ECB は早速難しい環境に立たされることになる。3 月と比べれば 6 月に公表されるスタッフ見通しではワクチン接種の進展と行動制限の解除が大幅に織り込まれるはずである。3 月時点の状況と見通しを勘案した上で「a significantly higher pace」とアクセルを踏んだのだから、6 月は「a bit slower pace」などの文言で



ブレーキを踏むのが論理的である。3 月政策理事会直前の 1 か月間で PEPP の週平均購入額は 145 億ユーロだったが、現時点では 167 億ユーロまで増えている。約+15%のペースアップが果たされた格好だが、域内利回りも落ち着きを見せていることを踏まえれば、これをいくぶんか緩めてくる可能性は予想される。もっとも 6 月 10 日の政策理事会における債券購入縮小に関してはパネッタ ECB 理事が日本経済新聞のインタビュー（2021 年 5 月 26 日）に対して「正当化できない」と語ったことも報じられている。1 人の理事の意向が大勢に影響するとは思わないが、後述するように、じわじわとユーロ高が進んでいることを思えば、やはり今回は現状維持の可能性が高まっているようにも思える。

ECB は「域内金利を抑制し、好ましい資金調達環境を維持するのが目的であって、PEPP の購入額はその手段（結果）に過ぎない」というのが基本認識であるため、理屈の上では 6 月に購入額縮小に踏み切っても不思議ではない。だが、インフレ懸念をテーマに取引を展開したい現在の金融市場で PEPP のブレーキを踏めば、「ECB も事実上、テーパリングに関心」と騒ぎ立てられるリスクはある。後述するように、ユーロ相場は非常に堅調であるため、これをさらに助長してしまう可能性も燃る。現在、公式には PEPP の終了期限は 2022 年 3 月末である。それゆえ、そこで終わるためには少しずつ減速（テーパリング）して、最終的にゼロに軟着陸させる必要が確かにある。PEPP は従来のような月間購入額が固定された枠組みではなく、週間購入額を自在に調整できる枠組みであることを踏まえれば、今秋以降に小刻みに毎週ブレーキを踏んでいけば 2022 年 3 月末の着地に十分間に合うだろう。その頃には遅延していた ECB の新たな金融政策戦略見直しも完了しているはずだ。その公表と同時に PEPP 終了方針を示すことが新時代の ECB の在り方を語るにあたっても最適のタイミングとなるように思われる。

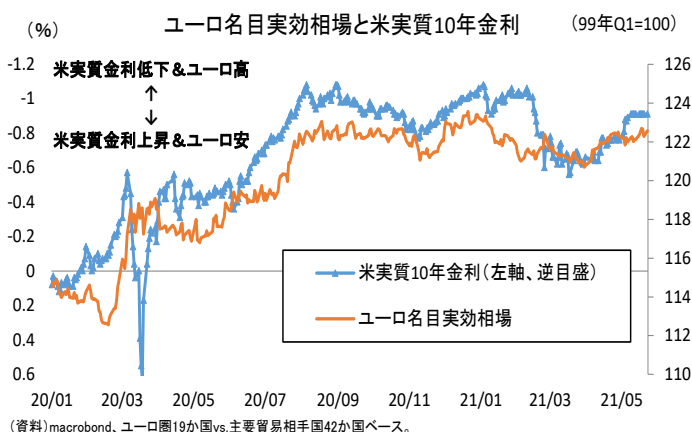
《ユーロ相場の現状と展望～再びユーロ高に戻るのか？～》

ユーロ実効相場は再び過去最高値圏へ

ユーロ相場の堅調が続いている。ECB 公表の名目実効為替相場（NEER）は 3 月末前後をボトムとして再び上昇に転じ、過去最高値を窺う地合いにある。現行水準は昨年 10 月末、ECB が声明文において「新型コロナウイルスの感染状況（pandemic）や、ワクチン開発状況（a rollout of vaccines）そして為

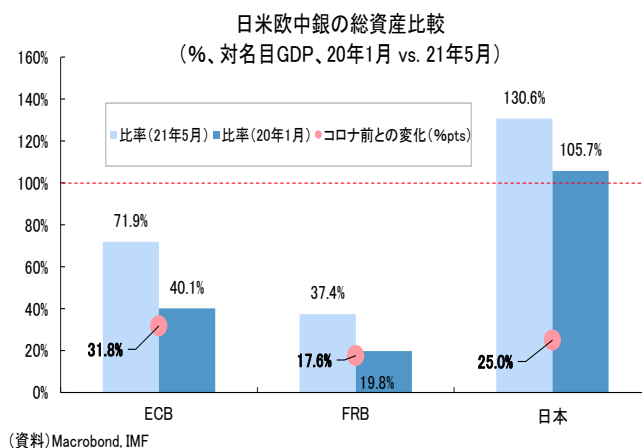
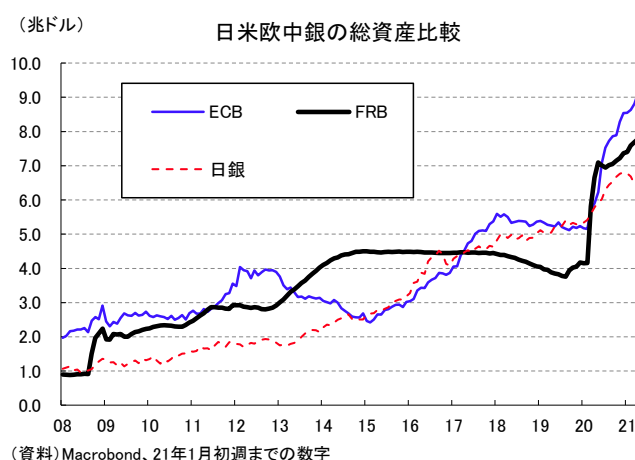
替相場動向（developments in the exchange rate）を含む今後、明らかになってくる情報を注意深く評価する」と通貨高と感染症を併記し、リスク要因として列挙し始めた頃よりも高い。現時点でも「We will also continue to monitor developments in the exchange rate with regard to their possible implications for the medium-term inflation outlook」と通貨高への警戒感は解かれていないが、このままでは再び通貨高を理由に ECB が緩和姿勢を強める可能性も排除できない。

米名目金利のピークアウトとインフレ期待の上昇によって米国の実質金利が押し下げられていることに合わせてドル安が進行しており、ユーロ高はその結果だという見方が基本だろう（図）。しかし、本欄では繰り返し述べている通り、「金利の無い世界」において世界最大の貿易黒字が通貨高を支える要因として威力を発揮しやすいという側面はやはりあるのだと思われる。現に、1～3 月期のドル高局面でユーロは円ほど下落を強いられなかった。ワクチン普及やそれに伴う感染予防状況も大いに関係があるだろうが、よって立つ実需が厚いユーロ相場は簡単には崩れないという特徴を示したのではないかと思う。



たった1年半でドラギ時代の倍以上の量的緩和

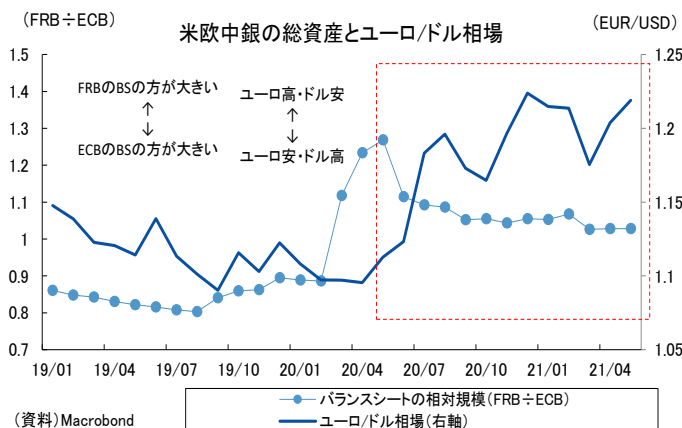
足許で騰勢を強めているユーロ圏消費者物価指数 (HICP) だが、今後はエネルギー価格にまつわるベース効果が剥落するに伴い伸びが鈍化してくるだろう。NEER の上昇はこの傾向に拍車かけるはずである。その上でユーロ圏経済は輸出依存度が高いことを踏まえれば、6 月に予想されるパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペース減額もユーロ高を横目に見送られる可能性が出てきているように感じられる。5 月中旬時点で ECB のバランスシートは9兆ドルを突破し、これは FRB (7.8 兆ドル) を大きく引き離している。FRB は昨年3月に無制限国債購入の方針を示していた頃が最速ペースの購入だったが、ECB はそれに近いペースが過去1年間、続いている印象である（右図・上）。万が一、6 月以降に段階的縮小（テーパリング）に踏み切ったとしても、来年3月末の期限を迎える頃には前人未踏の10兆ドル到達が確実である。GDP 比で見ても、2020 年1月対比で ECB は+32%ポイントの72%まで膨



張している。これは FRB の倍近くのパースだ。ちなみにドラギ元 ECB 総裁は 8 年間の任期中（2011 年 11 月～2019 年 10 月）に約+1.9 兆ドル（≒約 2.2 兆ユーロ）、バランスシートを拡大させたが、ラガルド ECB 総裁は 2019 年 11 月からの 1 年半で約+4.1 兆ドル（≒約 2.9 兆ユーロ）拡大させている。あれほど様々なインパクトを残したドラギ時代の 5 分の 1 の期間で倍以上の量的緩和を実施したことになる。

量的緩和で通貨高は是正できない

5 月 21 日時点で PEPP の残枠はまだ総枠 1.85 兆ユーロに対して 7800 億ユーロ残されている。1～4 月の購入ペースは月平均で 666 億ユーロ（週 167 億ユーロ）である。このままのペースで走っても来年 3 月末まで余裕を持った運営が可能であるため、やはり 6 月、購入ペースを据え置きにする可能性はあるように思う。PEPP は国債金利の低位安定とそれに伴う資金調達環境の安定を企図したものであり、その意味で所期の効果をあげているとも言える。



だが、上述してきたように、その結果として積み上げられた「量」はユーロ高の是正には全く効いていない。図に示すように、ECB の FRB に対するバランスシート規模は過去 1 年間で一方的に拡大しているが、ユーロの対ドル相場は一方的に上昇してきた。中央銀行のバランスシート規模が所管する通貨の価値に対し決定的な影響を及ぼさないことを ECB は身をもって示したと言える。本欄で示したように、今後 1 年間の為替市場では再びドル相場が騰勢を強める展開を予想するが、対ユーロ相場に関しては最大でも 1.15 程度が下値目途として機能してくると筆者は考えている。結果、ユーロの対円相場は来年、140 円の高値を臨む展開もあり得ると考えたい。

《補足：スコットランド独立を巡る Q&A～現状と展望に関する論点整理～》

スコットランド独立を巡る Q&A

前回の住民投票から 7 年弱が経過し、スコットランド独立問題が再び耳目を集めている。5 月 6 日に実施されたスコットランド議会選挙は独立を主張する与党・スコットランド民族党（SNP）が 64 議席と全議席（129 議席）に対する単独過半数（65 議席）には 1 議席及ばなかったものの、圧勝した。同じく独立を主張する緑の党も 8 議席を獲得しており、2 党合わせた独立派勢力で過半数は押さえる状況にある。2016 年 6 月の英国国民投票以来、注視されてきたスコットランド独立（≒イングランド分裂）へ懸念は確実に高まっている。筆者の元にも照会が増えているため、この場を借りて Q&A 方式で現状整理しておきたい（できれば Q&A でという依頼が多かったのでそのようにしたい）。

Q1：2014 年に独立は否決されたのではなかったのか？

→2014 年 9 月、スコットランドでは英国からの独立の是非を問う住民投票が実施された。結果は、反対票が 55%と過半数を占め、独立は否決された。当該住民投票は、2011 年 5 月のスコットランド議会選挙で、住民投票をマニフェストに掲げる SNP が過半数の議席を獲得したことで実施されることになった

ものだった。2014 年の投票結果は EU 加盟国である英国から独立しても、その後の政策課題が非常に多いこと（詳しくは後述する）もあって現状維持が選択されたと理解される。しかし、もはや英国は EU ではなくなった。スコットランド国民の過半が EU 残留を支持していることを思えば、大前提が変わった今、前回結果を棚上げしても再び住民投票で意思を問う意義はある。

Q2：そもそも独立を望む背景には何があるのか？

→スコットランド政府の下、同国には教育・医療分野を含め限定的な自治が認められているが、租税政策を含む経済政策全般は英国政府の管轄にある。もちろん、英国議会（ウェストミンスター議会）における議員構成で言えばスコットランド選出議員は少数派なので、その声は圧殺されやすいという構造上の問題がある。「イングランド有利の政策運営が継続している」との国民感情は独立支持派に通底するものだと考えられる。もちろん、それでも 2014 年 9 月の住民投票では残留支持が上回ったが、2016 年 6 月の英国国民投票で EU 離脱方針が決定して以来、独立支持が追い上げ、今や逆転しつつあるという実情がある。英国の EU 離脱で国民感情が変化するのは当然である。論点は複数考えられるが、例えば輸出への悪影響は挙げられやすい。今年 1 月の英国から EU への魚介類輸出額は前年比▲80%と報じられているが、スコットランドは漁業の強さでも知られ、悪影響が懸念される状況にある。これに限らず大陸欧州という巨大な市場に対してビジネス環境が不利に置かれるようになったという実情は確かにあるだろう。

とはいえ、スコットランドにとって対 EU 貿易は 20%程度であり、対イングランドの 60%程度の方が遥かに重要である。その意味でスコットランドが独立してイングランドとの国境が設けられると、その貿易障壁の方がよほど大きな悪影響を持つだろう。しかし、アイルランドのように英国ではなく米国、欧州でも大陸欧州（ベルギーなど）を主要な輸出先として成長している例もあり、スコットランドとしては目先の利益ではなく、将来を見据えた決断を下したいという思いもあり得る。

Q3：住民投票は直ぐに実施されそうなのか？

→コロナ禍への対応が最優先とされ、直ぐに実施という様子は今のところはない。しかし、SNP は今回の議会選挙に際し、「過半数の議席を獲得すれば 2023 年末までに独立を問う住民投票を実施する」というマニフェストを掲げてきた経緯がある。議会任期（5 年、2026 年まで）の前半で投票実現を企図しているわけである。スコットランド行政府（地方政府）首相のスタージョン SNP 党首は勝利後、「（独立を問う）住民投票の実施は民主主義の根幹に関わる問題」だと述べている。パンデミック終息が見えてくれば、住民投票に係る法制度が立法化され、投票への道筋がつけられるだろう。

英国のワクチン接種ペースは先進国最速であることを踏まえれば、年明け以降、この話題は現実味を持って議論されるようになるのではないかと。また、英国政府が投票方針を拒み続ければ、それ自体が独立支持派の背中を押すという側面もあるだろう。年内に表面化することはないのかもしれないが、年明け以降の波乱材料になっている可能性は十分考えられる。繰り返しになるが、「EU 加盟国」という非常に大きな前提が崩れてしまっている以上、「2014 年に実施したばかりだから出来ない」という時間軸を理由にした英国政府の拒絶は客観的に見ても難しいという印象がある。

Q4：英国政府が認めなくても実施できるのか？

→「できるがやらない」というのが現状である。スタージョン SNP 党首は英国政府が認めない非公式で

法的拘束力を持たない住民投票を強行しない姿勢を示している。もちろん、英国政府の同意を抜きにして諮問的な住民投票を実施することはできるだろうが、法的拘束力のない試みと分かっている。どれほどの投票者が集まるのか疑義はある。とはいえ、イプソス・モリ社が4月1日から7日にかけて実施した世論調査では「議会選挙で SNP が過半数獲得した場合、住民投票の実施は容認されるべきか」との問いに対し、51%が「認めるべき」、40%が「認めるべきではない」と回答している。ちなみにスコットランドに限定すれば前者は56%、後者は41%とさらに差は広がる。

上述したように、こうした世論を抑圧するように英国政府が投票を拒否し続けると、独立派をさらに増長させる可能性はあり、いずれジョンソン政権の支持率を直撃する可能性もある。そのほか次回総選挙（2022年6月）で SNP の助力がなければ政権樹立が難しい環境になる場合、住民投票の実施を認めざるを得ない状況に陥るかもしれない。近い将来、英国政府が住民投票を認めることはなさそうだが、今後1年間で状況が急変することは十分考えられる。

Q5：スコットランド政府は独立後の青写真があるのか？

→今のところ、そうは見えない。2014年9月の住民投票では独立後の不透明感の大きさが残留に繋がったという総括が見られた。では、今回、その点が改善したのかと言われると確証はない。例えば前回は独立後、スコットランドでは英ポンドが使用できない問題が指摘されていた。英ポンドは「イングランド」銀行の発行する通貨なのだから当然である。もちろん、スコットランドは将来的に EU 加盟を目指すのだから、将来的なユーロの流通を望むのだろうが、EU 加盟とユーロ導入はそれぞれ年単位の時間を要するプロセスであり、移行期の通貨システムをどう構築するのかという問題が残る。移行期だけ英ポンドを使わせてくれという都合の良い要求が通れば良いが、直感的には難しいように思える。通らなければ新通貨（スコットランドポンド？）の発行もあり得る。それもまた、一筋縄ではいかない難路に違いない。

また、上述したように、独立して EU に加盟すれば、最大の貿易相手国である英国との間に貿易障壁をわざわざ設けることになる。中長期的には別の議論ができて、短期的に被るダメージは大きいだろう。近年目の当たりにしてきた英国と EU の交渉過程を見る限り、貿易にまつわる得失は2国間交渉を複雑化させるはずである。それだけではない。英国政府の抱える政府債務に関しても、既発の英国債の一部がスコットランドに移管されるなどして債務の応分負担が検討される可能性もあった。これに対する答えも出ていない。少なくともスコットランドが独立採算になるとした場合、「英国から離れたスコットランド」へのリスクプレミアムも国債市場は要求するはずである。虎の子である北海油田に関しても枯渇可能性は断続的に指摘されており、それだけに依存するのは危うい。現状では独立支持派に勢いがあるものの、独立後への不安が漠然として大きいままだとすれば、今回も投票する段になって反対派が盛り返すという可能性は十分考えられる。

市場営業部・金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。