

PRAEVIDENTIA WEEKLY (7月19日)

GBP : スコッチお油割りは微妙なテイスト¹

<要約>

9月18日に英スコットランドの独立の是非を巡る住民投票が実施される。現在のところ世論調査では独立反対派が優勢で、メインシナリオは独立反対派が勝利し結果判明後に安堵感からポンドが若干買われる展開だ。もっとも、賛成派が勝利する可能性も残っており、その場合にはポンド売り圧力がかかるだろう。スコットランド独立の場合のポンドへの持続的影響については、英ポンドを使い続けられるのかや、北海油田や財政、經常収支の分割に関する英政府との交渉に依存し、現時点では不透明な部分が大き過ぎ判断が難しいのが実情だ。

スコットランド独立機運の背景

スコットランドはもともと独立国だったが、1707年にイングランドと合併した後、抑圧されてきたとの意識が強かった。それがスコットランドの「領海」内に90%以上が位置する北海油田が1960年代に発見されて以降、経済的自立の目途が立ったこともあって独立の機運が強まった。英国政府はスコットランドでの議会設置を認めたり（それまでは地方議会がなかった）、財政上の優遇措置を与え宥和を図ってきたが、11年のスコットランド議会選で独立を公約とするスコットランド民族党（SNP）が単一政党初の過半数を獲得して勝利、そして12年10月にCameron首相とスコットランドのSalmond首席大臣がスコットランド独立の是非を問う住民投票実施で合意し、2014年9月18日の実施が決まった。投票は「スコットランドは独立国であるべきか？」という問いに対してYesかNoかで投票することとなる。独立支持が過半数の場合、Salmond首席大臣は2016年3月23日の独立を目指して英国との交渉を行う方針を示している。

メインシナリオ：独立反対多数でポンド小幅上昇

独立の是非を巡るこれまでの世論調査では一貫して反対派が多数を占め、7月の結果では反対が57%、賛成が43%となっているようだ。このままバランスが大きく崩れなければ、反対派が過半数となり、これまで通りスコットランドは英国に留まることになる。現在のところ特にスコットランド独立を巡る住民投票結果への懸念がポンドの重石となっていないようだが、独立反対多数が判明すれば、スコットランド独立後の混乱懸念や不透明性がひとまず後退することから、ポンド売りか買いかの選択を迫られれば、買いと答える投資家が多いだろう。

そもそも、スコットランド人自身の間で反対派が多い理由としては、経済問題が焦点となっている中で、重要な点につき不確実性が非常に大きいことが背景にある。特に、独立国となった場合の英国、EU諸国との経済・貿易関係の悪化リスクへの懸念が大きいとみられる。スコットランドの「貿易」相手は大半が英国であり、その他EU諸国も大きいことから、独立国となった場合に英国やEU諸国との間で現在同様の自由貿易関係をすぐに築けないと、企業や消費者にとって大きな不利益となる。また、現在のスコットランドにおける高福祉政策を維持するためには増税が必要との懸念もあるようだ。

リスクシナリオ：独立賛成多数でポンド安

他方、もし独立賛成が過半数になると予想外の結果であり、スコットランド独立の場合の残存する英国の経済構造などに関する不確実性が生じることから、そうした不確実性を嫌う市場参加者はポンド売りに走る可能性が高い。これまでのポジション的にも、年内利上げ開始期待を背景にポンドロングが積み重なってきたことから、ポジション調整の観点からは独立賛成多数の場合のポンド安の方が変化率が大きくなるかもしれない。

¹ スコットランドの最大の輸出品は石油・ガス、次いでスコッチ・ウイスキー。

なお、重要な点として、独立したスコットランドがどの通貨を用いるのかという問題がある。SNPは残存する英国と通貨同盟を結び、英ポンドの使用を続けたい考えで、もしそれが可能であればポンド相場への直接的影響は小さくなるだろう。もっとも、英政府・BoEは（独立阻止を狙っていることもあって）通貨同盟を明確に保証していない。独自の通貨を発行し（スコティッシュ・ポンド？）、英ポンドに一方的にペッグするという可能性もあり得るが、その場合、スコットランド政府・中央銀行の外貨準備水準や通貨外交・為替市場介入の手腕が不明で、投機的アタックを受け易いことから、維持が困難で非現実的だ。ユーロ導入も選択肢ではあるが、そもそも独立後に自動的にEU加盟国にはならない可能性が高く、国内に分離独立問題（カタルーニャ、バスク）を抱えるスペインは、全加盟国の承認が必要なスコットランドのEU加盟をブロックする意向を示しており、EU加盟自体が困難だ。この問題がクリアされるとしても、EU加盟交渉には数年かかるとみられ、加盟後もユーロ導入までにはまずERMⅡという準備段階を最低2年経験し安定的に運営できる実績を示さねばならない。このため将来的なユーロ導入を狙うにしても、移行段階では独自通貨を導入する必要があるし、新通貨が安定的に推移する保証は全くない。こうした独立後の通貨選択の困難さを踏まえると、独立はしない方がいいと考える有権者が多いのも不思議ではない。

表：英国とスコットランドの基礎統計

	英国全体	除くスコットランド	スコットランド
面積(%)	100	68	32
人口(万人)	6,371	5,839	531
人口(%)	100	92	8
経済規模(%)	100	92	8
1人当たり所得(£)	16,034	16,069	15,654
1人当たり所得(%)	100.0	100.2	97.6
経済成長率(%)	1.6	N.A.	0.4
人口増加率(%)	0.7	N.A.	0.3
中心年齢	39.7	N.A.	41.5

(注) データは2012年。経済規模、成長率はGVA（総付加価値）。

(出所) 英国立統計局データを基にプレビデンティア・ストラテジー作成。

スコットランド独立の英経済・英ポンドへのインパクトは強弱交錯

独立反対多数だとポンド買い、独立賛成多数だとポンド売り、という上述の見方は、あくまで住民投票結果とその後を巡る不確実性を基にした見方だ。スコットランドが英国に留まる方が英経済とポンドにとってポジティブ、スコットランドが独立すると英経済にとってネガティブなためポンド売り、スコットランド経済の方が残存する英国の経済よりパフォーマンスが高い、という考え方に基づいている訳では必ずしもない。実際、スコットランドが独立する場合にスコットランド経済（および残存する英国経済）がどうなるかは、独立賛成多数となった場合の英国とスコットランドとの間の交渉結果に依存する面が非常に大きい。現時点でははっきりしないのが実情だ。これまで、スコットランド独立を巡るニュースへのポンド相場の反応が殆どみられなかったのも、独立反対派が多数で現状維持の可能性が高い見通しのみならず、独立した後どうなるのかが分かりにくいという点も大きかったとみられる。

ポジティブ：残存する英国およびポンドにとって、スコットランド独立がポジティブな面（スコットランドにとってネガティブ）としては、以下の点が挙げられる。

- ① **経済パフォーマンスの相対的向上**：スコットランドは経済成長率が低く（+0.4%）、人口増加率も低く（+0.3%）、中心年齢も高い傾向がある（上の表を参照）。このため、スコットランド独立後の残存する英経済は、より成長率、人口増加が高く、人口が若い経済となり、インフレ圧力が強く金利水準も高まることでポンド買いの圧力が強まる可能性がある。
- ② **企業移転の可能性**：スコットランドにはロイヤルバンク・オブ・スコットランド（RBS）など大企業が存在するが、収益の大半がスコットランド外であることから、特にスコットランドで独自通貨が導入される場合には企業がスコットランドから残存する英国へ移転する必要性が指摘されている。大企業の移転はGDPや税収面で残存する英国にとってポジティブだ。
- ③ **外貨準備として英ポンド購入の必要性**：スコットランドが英ポンド以外の通貨を使用する場合には、貿易相手国として英国が7割程度を占めることから、外貨準備として英ポンドを大量に保有する必要がある、

ポンド買いが発生するとみられる。独立時に現在英国が保有する外貨準備のうちドルやユーロはある程度分与されるとみられるが、英ポンドは無論のこと自国通貨で外準では保有されていないため、分与もない。

ネガティブ：他方、残存する英国およびポンドにとって、スコットランド独立がネガティブな面（スコットランドにとってポジティブ）としては、以下の点が挙げられる。

- ① **北海油田の大半を失い財政・貿易収支悪化の可能性：**EU 最大の埋蔵量を誇る北海油田からの税収や輸出が地理的分布に比例してスコットランドに90%程度移ると、残存する英国の財政収支や貿易収支が悪化する可能性がある。これまでポンドが貿易収支統計で動くことは殆どなかったが、少なくとも一時的な悪化要因として材料視される可能性がある。但し、北海油田の産油量は既にピークをつけており、今後も減少が続く見込みで、北海油田を当てにしているスコットランド政府にとっては代替的な経済の原動力を創出する必要がある。
- ② **経済規模の縮小：**スコットランドは面積で約3分の1、人口、GDPで8%を占めることから、分離独立による経済規模縮小により、海外投資家による英国債券、株式への投資比率も低下する可能性がある。
- ③ **ソブリン格付け悪化の可能性：**格付け機関 Fitch は今年4月、スコットランド独立に伴い残存する英国の格付け（ダブル A プラス）が悪影響を受ける可能性を指摘した。政府債務は経済規模に応じて案分されるが、当初は残存する英国が全額引き受け、スコットランドは英国に時間をかけて支払う形態が想定されているためだ。もっとも、Moody's は残存する英国の格付け（Aa1）は影響を受けないとしているようだ。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト」(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要」(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>