

北欧通貨の基礎知識

1. 北欧の概要（ファンダメンタルズ）

（ア）北欧の範囲、経済規模等

日本で北欧というと、通常スカンジナビア3ヶ国（スウェーデン、ノルウェー、デンマーク）にフィンランド、アイスランドを加えた5ヶ国を指します¹。高緯度に位置しているため冬の寒さは厳しく²、人口はさほど多くありません。人口が最も多いスウェーデンでも1,010万人で東京都の約72%に過ぎません（表1）。ノルウェー、フィンランド、デンマークは500万人強ですから、兵庫県や千葉県と同じくらいの規模です。一方、国土面積はノルウェーとフィンランドはほぼ日本全体と同じくらいの面積（デンマークは九州とほぼ同じ面積）なので、日本と比べると人口密度は極めて低いといえます。そしてアイスランドに至っては、北海道に匹敵する面積に人口はわずか34万人です。日本の中では北海道は人口密度の低い地域ですが、それでも521万人が暮らしています（2021年3月）。

北欧諸国の1人当たりGDPはすべて日本を上回っています。北欧は高負担・高福祉の国で、福祉政策によって格差縮小を図っているという印象がありますが（それも事実です）、GDPを単純に人口で割った1人当たり国民所得で日本（40,540ドル）を大きく上回っているということは、労働生産性が極めて高い国でもあるのです。

表1 北欧諸国の概況

	スウェーデン	ノルウェー	フィンランド	デンマーク	アイスランド
面積	45万km ² 日本の約1.2倍	38.6万km ² 日本とほぼ同じ	33.8万km ² 日本よりやや小さい	4.3万km ² 九州とほぼ同じ	10.3万km ² 北海道よりやや大きい
人口 (2020年)	1,010万人 東京の72%	542万人 兵庫県とほぼ同じ	554万人 兵庫県よりやや多い	579万人 千葉県よりやや少ない	34万人 大津市とほぼ同じ
名目GDP (米ドル、2020年)	5,411億ドル 日本の11%	3,625億ドル 同7%	2,698億ドル 同5%	3,561億ドル 同7%	217億ドル 同0.4%
1人当たり国民所得 (米ドル、2020年)	54,060 日本の133%	78,180 同193%	49,700 同123%	63,070 同156%	62,420 同154%
EU加盟時期	1995年	未加盟	1995年	1973年	未加盟
通貨名 対円レート 2021年12月1日	スクローナ 12.56円	Nクローネ 12.52円	ユーロ 128.29円	DKクローネ 17.25円	ISクローナ 0.87円

（資料）世界銀行、国際通貨基金

¹ 小学館「日本大百科全書（ニッポニカ）」

² 暖流であるメキシコ湾流の影響で、アイスランドやノルウェー西部など比較的温暖な地域もあります。

(イ) 通貨制度はバラバラ

地域的には高緯度地域として一括できる北欧ですが、政治や通貨制度は国によって大きく異なります。まず EU（欧州連合）への加盟状況です。

フィンランドは 1995 年に EU に加盟し、1999 年 1 月のユーロ発足時からのユーロオリジナルメンバーです³。従って通貨はユーロです⁴。スウェーデンも 1995 年に EU に加盟していますが、ユーロには参加していません。通貨はスウェーデンクローナです。

デンマークは 1973 年以來の EU 加盟国です。古くからのメンバーですが、ユーロ導入はしていません。デンマークはユーロ加盟条件を満たしていながら、参加を見送ったのです⁵。2000 年、デンマークはユーロ導入の可否について国民投票を行いました。すると、反対 53.1%、賛成 46.9%となりユーロ参加が否決されたのです。ただし、デンマークは自国通貨デンマーククローネ（以下「DK クローネ」という。）を維持しながらも対ユーロ変動幅を中心交換レートから上下 2.25%内の変動に維持する政策をとっており、事実上、ユーロとの固定相場制となっています。

ノルウェーとアイスランドは、EU に未加盟ですから、自国通貨があります。ノルウェークローネとアイスランドクローナ（以下「IS クローナ」という。）で、変動相場制です。ちなみにクローネ、クローナは英語の crown に該当する言葉で、王冠を意味するそうです⁶。

フィンランドの通貨はユーロになっていますし、デンマークの DK クローネも事実上、ユーロと固定されています。そして人口 34 万人のアイスランドはあまりにも規模が小さく IS クローナは流動性に不安があります。従って、この稿では、スウェーデンクローナ（以下「S クローナ」という。）とノルウェークローネ（以下「N クローネ」という。）に絞って解説していきます。

2. スウェーデン・ノルウェー経済の概要

(ア) 高齢化に対応する両国

一国の成長力を長期的な視点で考える場合、人口動態を分析・予想しておくことが必要です。前節でみたとおりスウェーデンの人口は北欧では最大ですが、1,000 万人程度です。スウェーデンの高齢者比率（65 歳以上が全人口に占める比率）は 20.3%です（2020 年）。一般に高齢者比率が 14%を超えると高齢社会、21%を超えると超高齢社会と言わ

³ ユーロは 11 カ国が参加し発足しました。ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランドです。

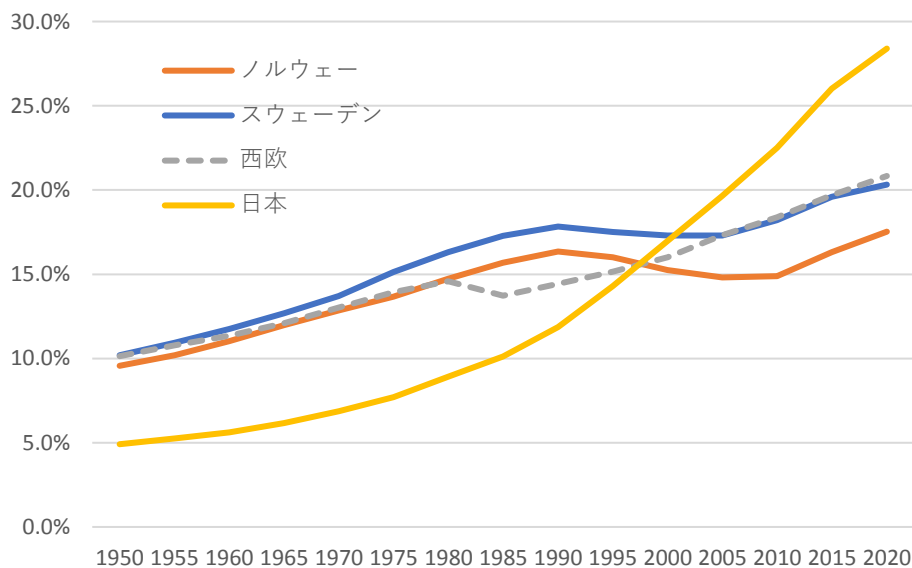
⁴ かつてはフィンランドマルカが流通していました。

⁵ デンマークはユーロの前身である欧州通貨制度（1979 年 3 月発足）に参加していました。

⁶ 日本銀行「にちぎん」No.57 2019 年春号

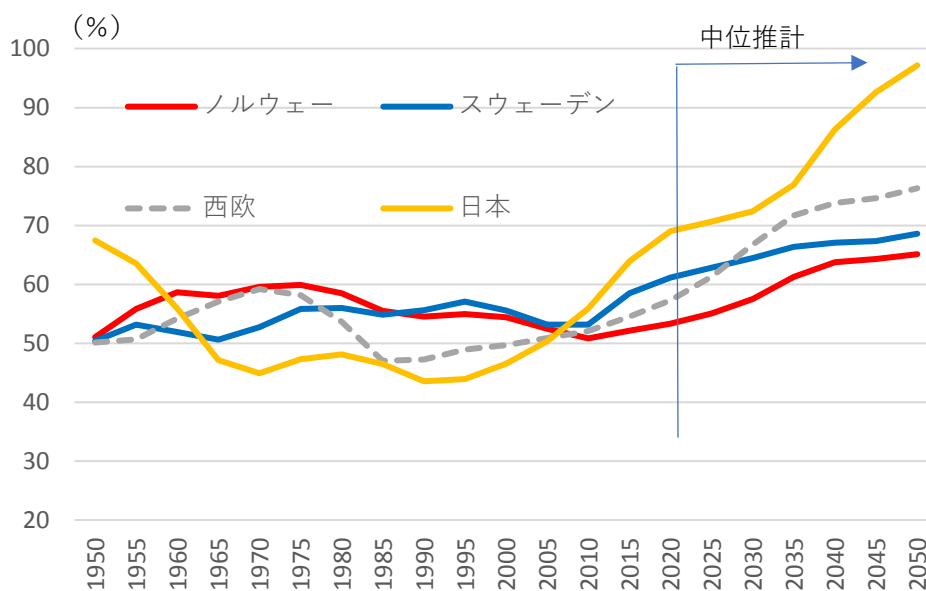
れます。超高齢社会は目前まで迫っています。ちなみに日本は 28.4% になっています。近隣諸国と比較すると、イギリスの高齢者比率は 18.7%、北欧全体では 19.0%、西欧全体 20.8% となっていますから、スウェーデンはやや高齢化の進展が早いといえそうです。なお、スウェーデンの人口増加率は年間平均 0.7%（2015～2020 年）となっています。

図 1 各国の高齢者比率



(資料) 国際連合

図 2 各国の従属人口比率の推計⁷



(資料) 国際連合

⁷ 依存年齢人口（15 歳以下と 65 歳以上）の生産年齢人口（16～64 歳）に対する比率

スウェーデンは早く高齢化しましたが、今後は極めてゆっくり進行するようです。図2は依存年齢人口（15歳以下と65歳以上）を生産年齢人口（16～64歳）で割った比率です。現役世代が子供と高齢者を何人養うかという意味です。スウェーデンは61.2%（2020年）ですが、2050年には68.6%になります。30年で7.4ポイントの上昇です。それに対し西欧⁸は、同期間に19ポイントも上昇します。ちなみに日本は28.1ポイント、中国も25.1ポイント（42.2%→67.3%）上昇します。日本は発射台も高いので97.2%に上昇します。

世界中が高齢化に向かっている中で、スウェーデンは比較的有利だといえそうです。すでに超高齢社会に近づいていますが、今後の高齢化のスピードは遅く、社会保障制度は充実しています。そして、人口は2040年代になっても0.3%/年の増加率を維持し、生産年齢人口も0.2%/年で増加する見通しです。高齢化への備えができていく国という評価ができるでしょう。

ノルウェーの高齢者比率はスウェーデンよりもやや低く17.5%（2020年）になっています。そして今後の高齢化のスピードはスウェーデンをやや上回りますがゆっくりしていて、従属人口比率は2020年の53.3%から2050年65.2%に11.8ポイント上昇するだけです。社会保障が手厚いノルウェー、スウェーデンは、先進国の中では総じて高い出生率が維持されていて、2050年になっても日本の現在の従属人口比率にも達しないとは、大きな違いです。ノルウェーも社会保障制度は充実しています。高齢化による成長率低下への懸念は小さいといえるでしょう。

（イ）両国の経済構造と経済成長率

次に両国の産業構造（2019年）を比較します。スウェーデンは製造業が14.7%となっているのに対し、ノルウェーは7.0%にとどまっています。それに対し、鉱業・電力ガスはスウェーデンの3.5%に対し、ノルウェーは19.0%と5.4倍の大きさになります（図3）。しかし1970年をみると、ノルウェーの鉱業・電力ガスのシェアは4.1%と、現在のスウェーデンと大差ありませんでした。これは北海油田の影響です。北海油田の開発は1960年代に始まり、1970年代に入って石油生産が本格化したからです。

70年代以降の両国の成長率には、北海油田の効果がはっきり出ています。ノルウェーの成長率はスウェーデンを大きく上回っています（表2）。

一方、スウェーデンは石油には恵まれませんでした。鉄鉱石がありました。鉱山開発の歴史は古く、木炭製鉄の時代から欧州内で有数の鉄生産国でした。近代に入るとイ

⁸ 国際連合の西欧の定義は、オーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、スイスです。

ギリスには遅れたものの石炭・コークスによる製鉄に移行していきました。そして、第2次大戦中、中立を維持したスウェーデンは国土の荒廃がなかったため、戦後復興の波にいち早く乗れました。その結果、欧州でも有数の工業国として鉄製品を用いた機械工業も発達しました。サーブやボルボといった外国にも名の知られた企業が生まれています。スウェーデンの1960年代は「黄金の時代」と呼ばれ、平均4.7%という高い成長が続きました。

図3 両国の産業別 GDP

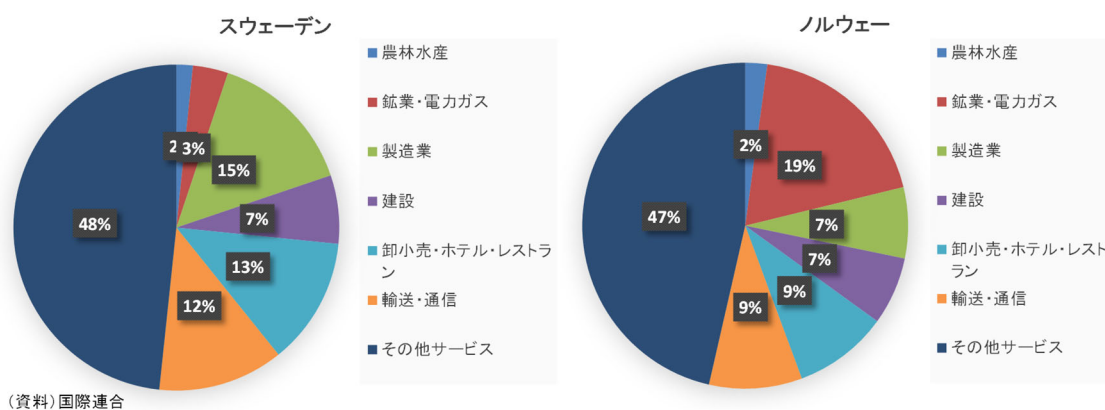


表2 両国の実質 GDP 成長率と消費者物価上昇率（年平均）

	実質GDP成長率 (%)		消費者物価上昇率 (%)	
	ノルウェー	スウェーデン	ノルウェー	スウェーデン
50年代	NA	NA	4.7	4.7
60年代	4.2	4.7	4.5	4.1
70年代	4.7	2.0	8.4	9.2
80年代	2.6	2.2	7.7	7.6
90年代	3.7	2.1	2.4	2.3
00年代	1.6	2.2	2.0	1.5
10年代	1.3	1.7	2.0	1.0

(資料) 各国統計

次に需要構造をみましょう。両国とも人口が少ないので外需への依存度が高くなっています。スウェーデンの輸出依存度（輸出/GDP）は44.6%（2020年）、ノルウェーは32.5%（同）です。スウェーデンの主な輸出品（2020年）は、機械類（15.7%）、鉄道以外の輸送用機器（13.7%）、電気機器（9.9%）、医療用品（7.5%）、紙・製紙用パルプ（5.4%）です。主な輸出先はノルウェー、ドイツ、米国、デンマーク、などです。

ノルウェーの主な輸出品（2019年）は、燃料（56.0%）、製造業製品（19.7%）、食品（12.5%）です。地域別では英国、ドイツ、オランダ、スウェーデンが上位に並んでい

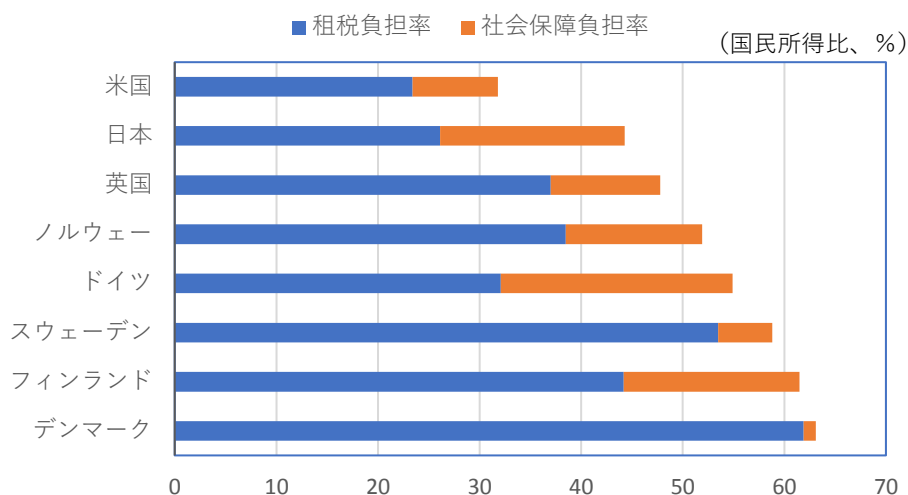
ます。

またスウェーデンは情報テクノロジー技術の輸出（ICT サービス輸出）で世界ランキング 10 位（142.6 億ドル、2017 年）で、日本（21 位、50.5 億ドル）を大きく上回っています。

（ウ）充実した福祉社会

好調な経済を背景に北欧諸国は「包括的福祉」の実現を掲げ、実現しています。日本で福祉というと、生活困窮者や社会的弱者が対象とされています。しかし、北欧諸国では「住宅政策、教育政策、男女共同参画社会づくりの諸政策なども、幅広く社会福祉の範囲として捉え、すべての市民をその対象としている」⁹のが特徴です。北欧は「税金が高く負担が重い」と思われています。確かに国民負担率（国民所得比）を比べると、ノルウェーもスウェーデンも 50%を超えています。フィンランドやデンマークは 60%をも上回っています（図 4）。

図 4 主要国の国民負担率率（2018 年）



（資料）財務省

ではそれを国民は不満に思っているのかということ、そうではなさそうです。国際連合が発表している世界幸福度ランキング（2021 年）で 1 位はフィンランドで、2 位はデンマークです。4 位アイスランド、6 位ノルウェー、7 位スウェーデンと、北欧諸国はすべて 10 位以内にはなっています。ちなみに日本は 56 位で、先進国では最低順位でした。

北欧は負担が大きいものの給付も大きく、しかも所得再分配が重視されています。そしてお金の集め方、使い方の透明性が高く汚職も少ない社会です。よって「北欧諸国は政府や行政機関への信頼度が高く、報道の自由が保障され、経済、男女平等といった面でも統計の上では世界でもトップレベルにあるといえます」¹⁰。

⁹ 村井誠人編「スウェーデンを知るための 60 章」明石書店、2009 年、p 250

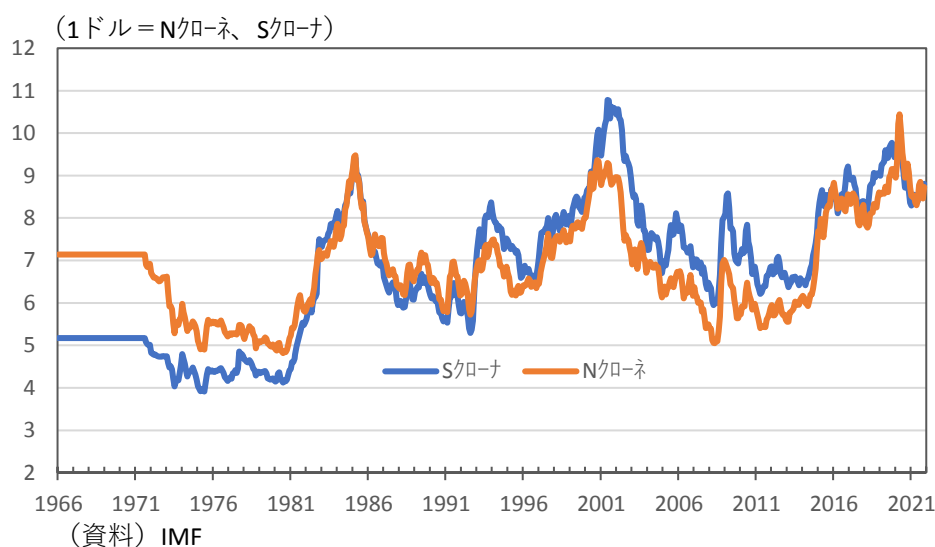
¹⁰ 東海大学文化社会学部北欧学科編「新版北欧学のすすめ」2020 年、p 133

3. N クローネ・S クローナの現状（制度的側面）

（ア）為替制度、取引規模～1973 年以来、変動相場制

N クローネも S クローナも、日本円や他の先進国通貨と同じ 1973 年に変動相場制に移行しました。その後、両国とも基本的に相場には不介入の姿勢です。国際通貨基金（IMF）¹¹によると、ノルウェー銀行（ノルウェーの中央銀行）は 1999 年以来、為替介入を行っていません。スウェーデンの中央銀行であるスウェーデン国立銀行も 2020 年の介入はゼロでした¹²。変化幅を比べると、N クローネが対ドルで最高値だったのは 1975 年 6 月で 1 ドル＝4.90N クローネでした。最安値は 2020 年 4 月の 1 ドル＝10.44N クローネだった時です。最高値に対し最安値は 53% 値下がりしていました。ほぼ半値になったということです。S クローナの最高値は 1 ドル＝3.92S クローナ（1975 年 6 月）、最安値は 10.78S クローナ（2001 年 6 月）でした。値下がり率は 64% でした。一見、安定しているように見える両通貨ですが、長期的にみれば振れ幅は大きいことがわかります。

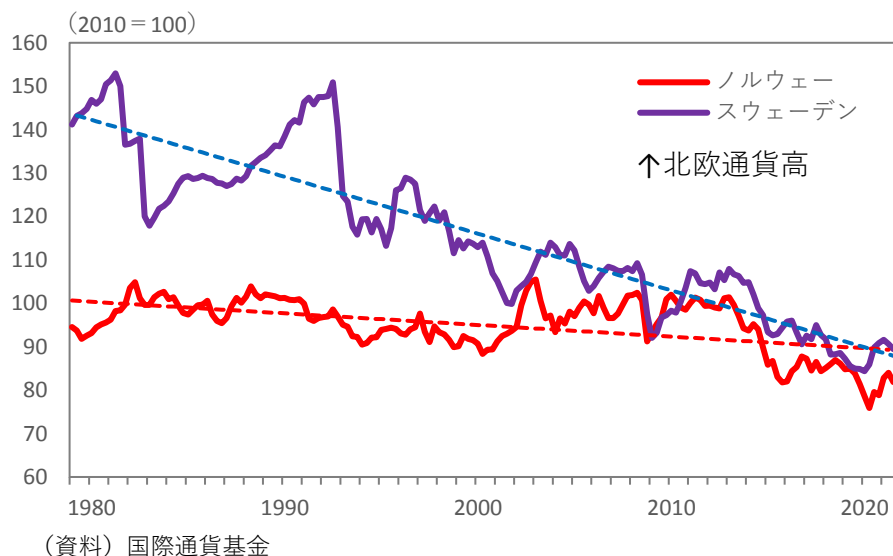
図 5 N クローネ、S クローナの対ドルレート（月末値）



¹¹ IMF 「2021 年ノルウェー 4 条協議レポート」 p 34

¹² IMF 「2021 年スウェーデン 4 条協議レポート」 p 30

図6 Nクローネ、Sクローナの実質実効為替レート



各国のインフレ率(消費者物価上昇率)の差を勘案した実質実効為替レートの動き(1979年~2021年7-9月まで)を確認しておきましょう(図6)。図中の点線はそれぞれのトレンドを示しています。Nクローネのトレンド線の傾きは小さく、長期的に比較的安定していることがわかります。それに対しSクローナは長期下落傾向が鮮明です。その一方、Sクローナは足元でのトレンドからの乖離は小さいのに対し、Nクローネは下方への乖離が広がり現在、縮小中です。こうした傾向も踏まえ、投資判断することもできるでしょう。

次に、世界の外為取引の中での両通貨の位置づけを明らかにしていきましょう。表3は、各通貨の為替取引高です。NクローネもSクローナも対ドルの1日当たりの取引高は800億ドル前後でシェアも1%強です。先進国通貨の中では下位であり、新興国通貨並みの取引高といえます。

取引高の多寡は取引コスト¹³に反映されてきます。図8は各国通貨の銀行間取引における対ドル売り気配と買い気配の差を中心レートで割った数値です。

北欧通貨は、先進国通貨としては取引コストが高いといえます。Nクローネはポーランドズロチ並み、Sクローナは韓国ウォンをやや下回る程度で、メキシコペソを上回っています。余談ながらISクローナの気配値の差がトルコリラより大きいことに驚かされます。やはり流動性の低さが影響しているのでしょうか。反対に、DKクローネが低いのはユーロにペッグ(釘付け)されていることが安心感となり、取引コストを下げているのでしょう。

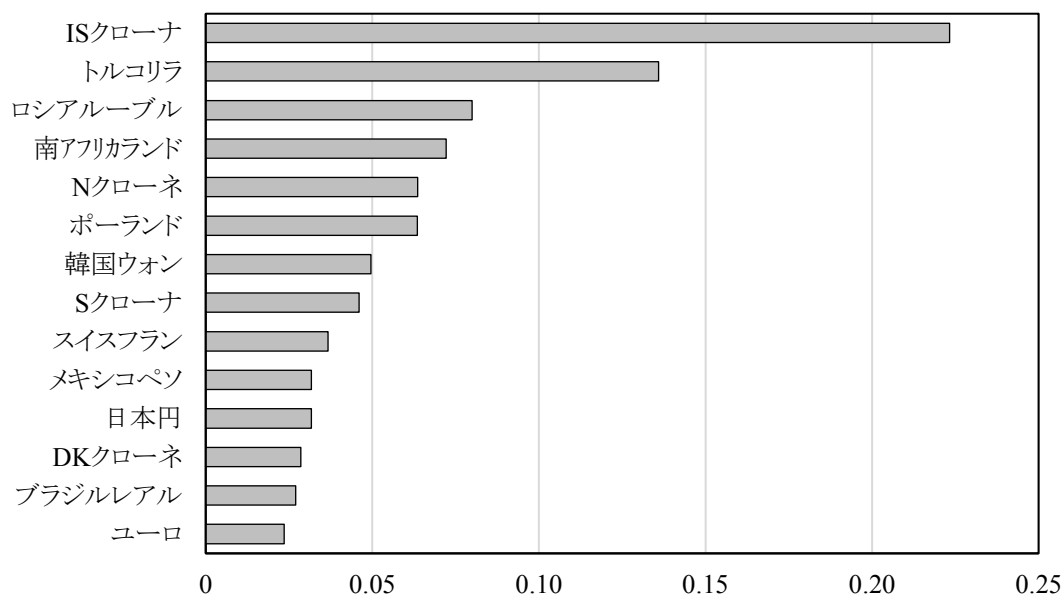
¹³ 取引コストは、取引高の多寡に加えて、通貨危機への耐性、政治リスクや取引相手となる現地銀行の信用力等、多角的な要素によって決定します。

表3 通貨ペア別為替取引高

一日あたり平均額			一日あたり平均額		
通貨ペア	2019年		通貨ペア	2019年	
	取引高 (10億ドル)	シェア(%)		取引高 (10億ドル)	シェア(%)
ドル/ユーロ	1,584	24.0	ユーロ/英ポンド	131	2.0
ドル/日本円	871	13.2	ユーロ/日本円	114	1.7
ドル/英ポンド	630	9.6	ユーロ/スイスフラン	73	1.1
ドル/豪ドル	359	5.4	ユーロ/Sクローナ	36	0.5
ドル/カナダドル	287	4.4	ユーロ/Nクローネ	33	0.5
ドル/人民元	270	4.1	ユーロ/豪ドル	18	0.3
ドル/スイスフラン	228	3.5	ユーロ/カナダドル	15	0.2
ドル/香港ドル	219	3.3	ユーロ/ポーランドズロチ	13	0.2
ドル/韓国ウォン	125	1.9	ユーロ/デンマーククローネ	11	0.2
ドル/インドルピー	110	1.7	ユーロ/ハンガリーフォリント	10	0.2
ドル/シンガポールドル	110	1.7	ユーロ/人民元	4	0.1
ドル/NZドル	107	1.6	ユーロ/トルコリラ	2	0
ドル/メキシコペソ	105	1.6	ユーロ/その他	85	1.3
ドル/Sクローナ	86	1.3			
ドル/Nクローネ	73	1.1			
ドル/ブラジルリアル	66	1.0			

(注) 2019年4月時点
(資料)国際決済銀行

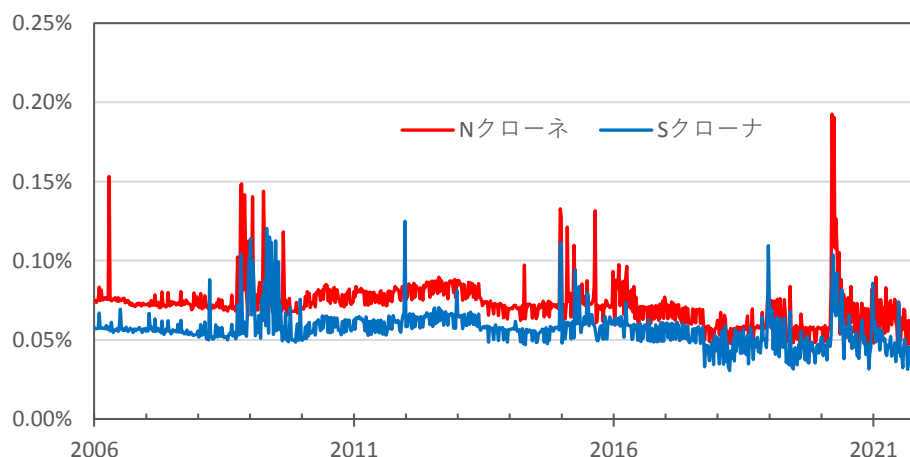
図7 各通貨の売り気配/買い気配の差



(注) (売り気配－買い気配) ÷ 中心レートをパーセント表示。2021年4月の平均値。 (%)
(資料)ロイター

気配値の差は一定ではなく 2006 年以降をみると、世界金融危機の前後（2008～2009 年）や、米国が利上げを準備し始めた 2015 年、そして新型コロナの世界的流行が始まった 2020 年に取引コストの上昇がみられます。リスクに敏感な期間は上昇します。

図8 Nクローネ、Sクローナの気配値の開き



(資料) Refinitiv Datastream

(イ) 中央銀行と金融政策

スウェーデンの中央銀行業務はスウェーデン国立銀行（リクスバンク）、ノルウェーはノルウェー銀行が担っています。ちなみにスウェーデン国立銀行は、現存する最古の中央銀行¹⁴とされています。

設立根拠となっているリクスバンク法（the Sveriges Riksbank Act）によると、金融政策の目的は「物価の安定を維持すること」で、1995年からリクスバンクは消費者物価上昇率の目標を年2%¹⁵としています。金融政策執行委員会は6名の委員からなり、政策金利（レポレート）を上下させることで、インフレ目標の達成を図ります。

ノルウェー銀行も行内に金融政策安定委員会（the Monetary Policy and Financial Stability Committee）があり、5人の委員が多数決で政策金利を決定します。ノルウェーでも消費者物価上昇率を2%に導くことを目指しています。

インフレ目標は中期的なインフレ率¹⁶を対象とするので、足元で消費者物価上昇率が目標を上回っているからといって、必ず利上げをするわけではありません。中央銀行は現状の経済を分析し、様々な仮説をたて将来のインフレ率を予想して、判断を下します。そうした研究の過程はレポートとして公開されています¹⁷。例えばスウェーデン国立銀行レポート2021年11月号では、「経済活動は強く、インフレ率は急激に上昇している。インフレ上昇は主にエネルギー価格の上昇によるものである。リクスバンクはインフレ

¹⁴ 1656年創立。

¹⁵ 2017年9月から、目標は1~3%の範囲とされています。

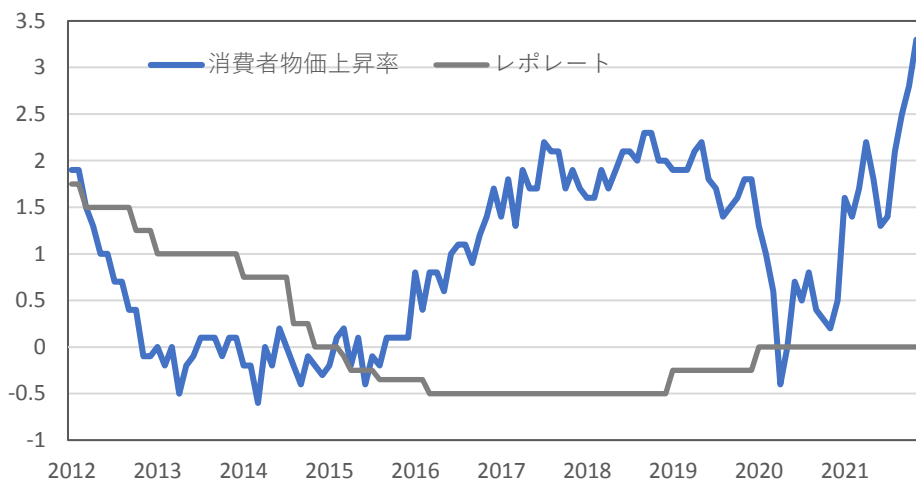
¹⁶ 例えば1年半先や翌年度末のインフレ率とする場合があります。

¹⁷ スウェーデン国立銀行のHP上で公開されています。以下はそのリンクです。

<https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/monetary-policy-report/2021/monetary-policy-report-november-2021/>

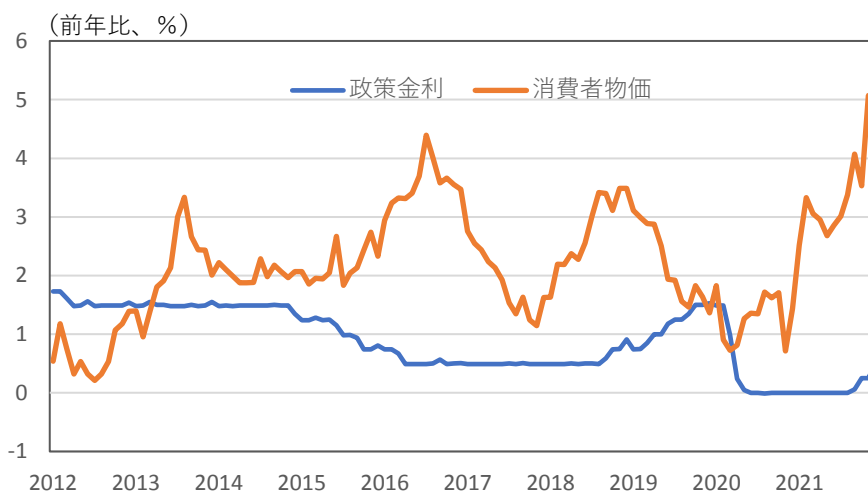
率が来年、低下すると予想している。執行委員会はレポレートをゼロ%に据え置き、22年第1四半期中、リクスバンクの保有資産が償還によって減少する分を補うために債券を購入することも続けることにする。予測では資産は22年中横ばいで推移し、その後は緩やかに低下し、レポレートは24年後半に上昇することになっている<以下略>」と説明しています。つまり、2023年ごろから量的緩和の縮小、2024年ごろ利上げをす
 としているのです。一方、ノルウェー銀行はインフレ率の上昇がより明確になってきていることを受け、2021年9月から小幅の利上げを行ってきています。中央銀行が何をしようとしているのかは、為替予測をするうえで重要な資料です。

図9 スウェーデンの政策金利と消費者物価上昇率



(資料) リクスバンク、スウェーデン統計局

図10 ノルウェーの政策金利と消費者物価上昇率



(資料) ノルウェー国立銀行、ノルウェー統計局

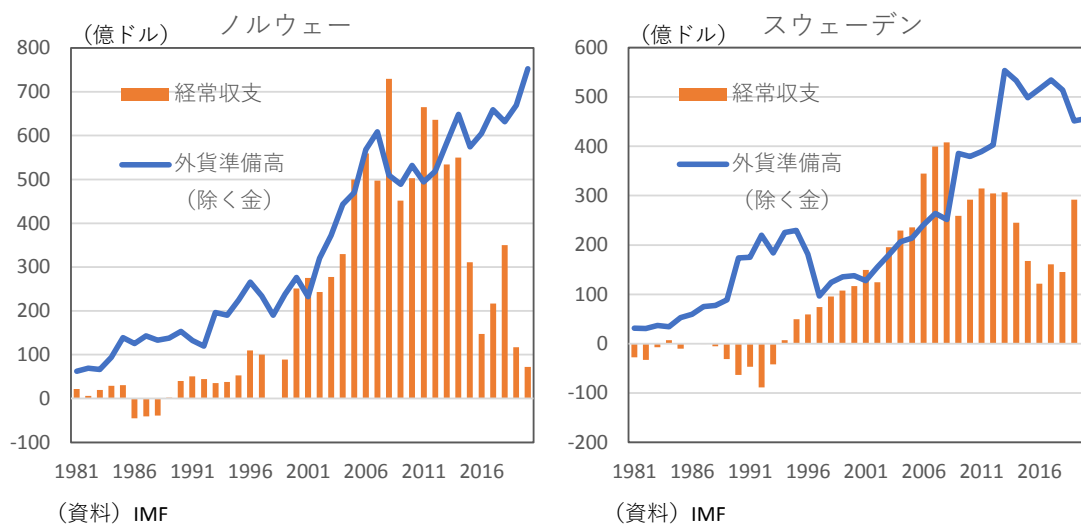
(ウ) 外貨準備高

通貨危機などの緊急時に対外レートを安定させるためには、政府や中央銀行が外貨準備を用意しておくことが大切になります。外貨準備は、為替介入のためや、通貨危機などで他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった際に、政府や中央銀行が原資として使用します。

図9はノルウェーとスウェーデンの外貨準備高と経常収支です。ノルウェーは原油価格が暴落した1986年から88年までの3年間を除き、経常収支が黒字でした。2020年の外貨準備高753億ドルとなっており、この40年で12倍になっています(1981年:62.5億ドル)。一方、スウェーデンの経常収支は、1980年代はほぼ赤字続きでした¹⁸。赤字は1990年代初頭に膨らみ、1992年には-88億ドルとなります。この当時、北欧では不動産バブル崩壊による銀行危機が発生していました。

しかしその後は経常黒字が定着し、外貨準備高も増加していきます。2020年には456億ドルになっています。外貨準備高をGDP比で見ると、ノルウェーが20.8%になっているのに対し、スウェーデンは8.4%です(2020年)。両国とも、外貨不足に陥る懸念は小さいといえるでしょう。

図11 両国の外貨準備高と経常収支



(エ) ノルウェーの国家ファンド

ノルウェーは水力発電が盛んで、国内の電力需要をほぼ水力でまかっています。従って北海油田で産出された原油の大半は輸出にまわされます。しかし、巨額の石油収入が国内になだれ込むと、過大な購買力が生まれインフレや資産バブルが発生しかねま

¹⁸ 10年間で黒字となったのは1984年と86年だけでした。

せん。そこで政府は石油収入をプールしておく基金（政府年金基金グローバル）を設立し（1990年）、そこで外貨建て資産を購入し運用しています。政府によると、「この基金は、石油価格が下落した場合やノルウェー経済が収縮した場合に財政政策を調整できる余地を政府に残すために設立されました。また高齢化や、石油収入の予想される低下などの財政課題に対処するためのツールでもあります。基金は長期投資を目的としていますが、必要に応じて引き出すこともできるように設計されています」。¹⁹

基金が保有する資産は定義上、外貨準備高には含まれませんが、広義の政府が外貨を保有していることは間違いありません。年金基金まで含む一般政府でみると、GDPの339%に相当する外貨資産を保有しているのです（2020年）²⁰。その結果、ノルウェーの対外純資産はGDP比320%です。日本の対外純資産も巨額ですが、GDP比では67%なので、経済規模との比較でみるとノルウェーの対外資産が際立って大きいことがよくわかります。

4. 北欧通貨相場の長期推移

（ア）90年代以降のNクローネ、Sクローナ相場

1990年代以降のNクローネ、Sクローナの対円レートを振り返ってみましょう。Nクローネをみると最高値は22.62円（1991年1月）で、最安値は10.34円（2020年3月）でした。Sクローナは、11円弱（最安値は2020年3月の10.85円）から23.7円（1991年1月、1992年7月の2回）の間で動いています。

急激で大きな動きがあった時期をみると、北欧内の理由で動いたのは1990年代初頭の北欧銀行危機²¹の時期だけで、ほかにはグローバルな事件、欧州発の問題に連動して動いているようです。やはり、北欧経済の規模は小さいので、よほど大きな変動がない限り、国内要因で大きく動くことは少ないと考えられます。

¹⁹ 駐日ノルウェー大使館 HP より引用。

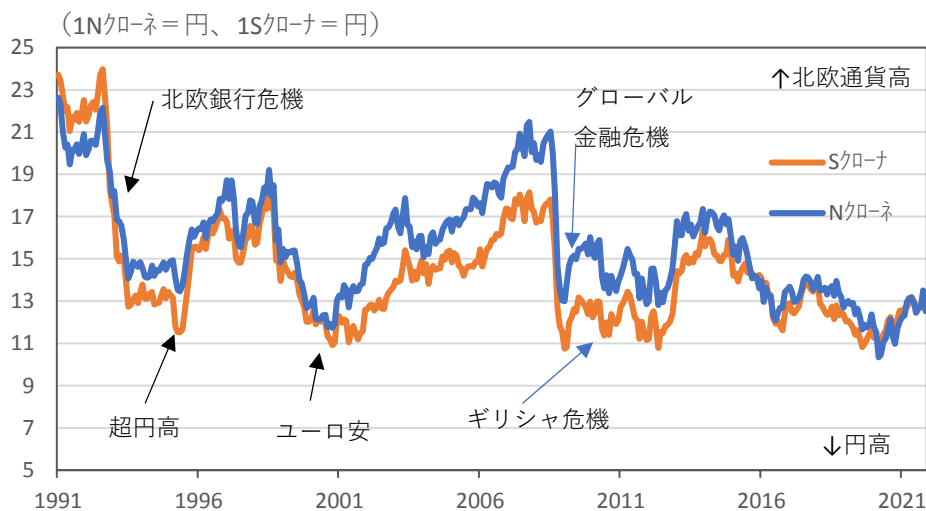
<https://www.norway.no/ja/japan/norway-japan/news-events/news/5/>

²⁰ IMF 「2021年ノルウェー4条協議レポート」 p 34

²¹ 北欧の銀行危機については、内閣府による「平成21年度年次経済財政報告」の中に、簡潔な説明がありますので、参照されるといいでしょう。

<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je09/09b02020.html>

図 12 N クローネ、S クローナの対円レート（月末値）

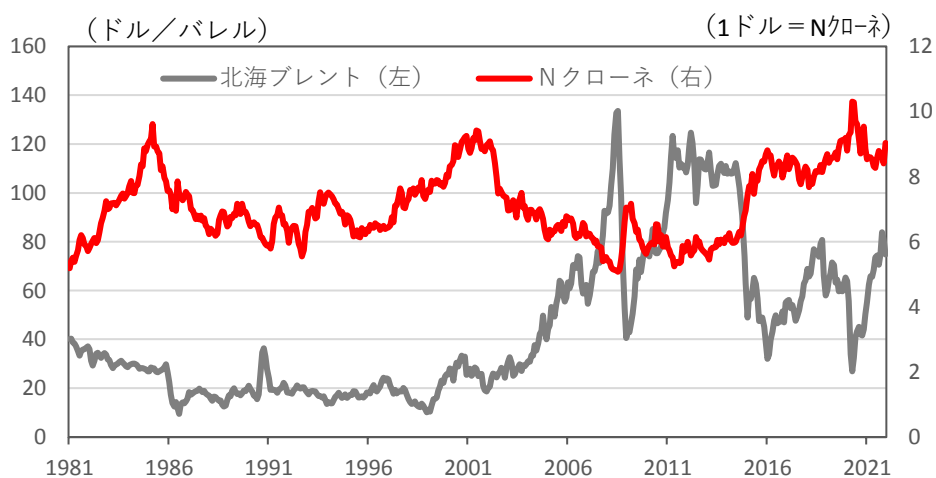


(資料) Refinitiv

図 12 から読み取れるようにNクローネとSクローナは似た動きをしていますが、細かくみると、もちろん値動きは違います。図 14 は1Nクローナ当たりのSクローナレートを示しています。大半の期間で、1Nクローナの価値は1Sクローナを上回っています。

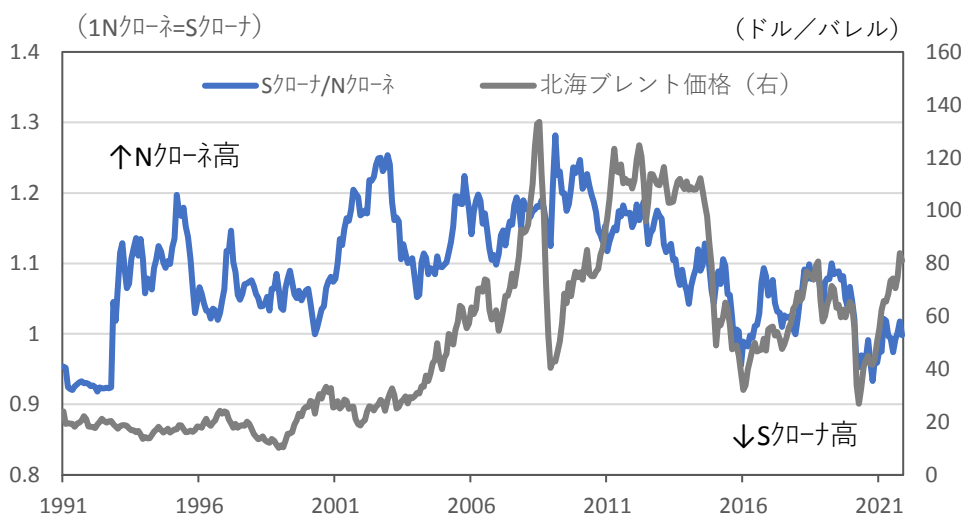
ノルウェーは産油国なので、Nクローネは原油価格と連動してもよさそうですが、グラフを重ね合わせてみると明確な相関性まではみられません。少なくとも短期的な相関はそれほど高くなさそうです。とはいえ前項でみたようにノルウェーは巨額の石油収入を得て、しかもそれを長期的に運用している点はNクローネの評価につながっています。もう一度図5をご覧ください。固定相場制時代、NクローネはSクローナより38%割安に設定されていました。それが第二次大戦終戦時の評価だったのです。しかし1970年代以降、NクローネはSクローナに対してきりあがり、1980年代には同等の価値を持つようになり、以後は上回るようにもなっていったのです。この背景に石油収入があったことは間違いないでしょう。

図 13 N クローネの対ドルレートと原油価格



(資料) Refinitiv

図 14 N クローネの対 S クローナレート (月末値) と原油価格



(資料) Refinitiv

(イ) 新型コロナ禍とノルウェー、スウェーデンの対応

北欧でも新型コロナウイルス感染者は 2020 年 3 月から増え始め、ノルウェーはすぐにロックダウン（都市封鎖）を実施しました。その結果、2020 年 4-6 月の実質 GDP 成長率は、前期比 4.7% 減となりました。経済への影響が大きかったことと、ロックダウンが効果を表しノルウェーの感染者数は減少したため、政府は段階的にロックダウンを緩和していきました。その後、変異株の流入により何度か 1 日当たりの新規感染者数が 1,000 人を上回ることがありましたが、政府は行動制限の強化と徹底した「検査と隔離」を実施し、大流行を回避してきました。その結果、ノルウェーの 1 日当たり死亡者数が

20 人を超えることはありませんでした。

それに対し、スウェーデンでは一貫して強力なロックダウン措置を導入せず、マスク着用も個人の判断に任せるなど、周辺国に比べ緩やかな対策を継続してきた。そのためスウェーデンは「集団免疫獲得を目指している」と非難されていました。しかし、厳格なロックダウンこそしませんでした、行動制限は実施しています。欧州諸国も後には緩めのロックダウンに移行してきましたので、実は似たような政策を実施していたという反論もあるようです。

しかし累計死亡者数を比較すると、スウェーデン(2021年12月20日時点15,231人)はノルウェー(1,207人)の12.6倍になっています。スウェーデンの人口が多いといっても1.86倍ですから、人口を調整しても6.77倍です。そして、経済を優先したスウェーデンのほうが、皮肉なことに景気の落ち込みが大きかったのです。このようなデータをみると、スウェーデンの新型コロナ対策は、少なくとも経済の観点からみると失敗だったといえるでしょう。

図15 ノルウェー、スウェーデンの新型コロナ感染状況

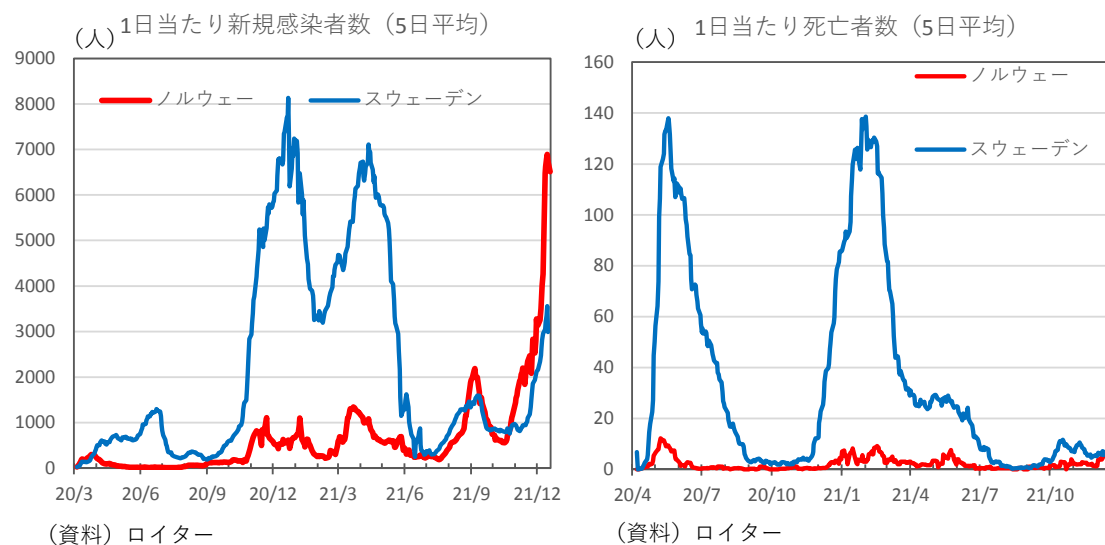
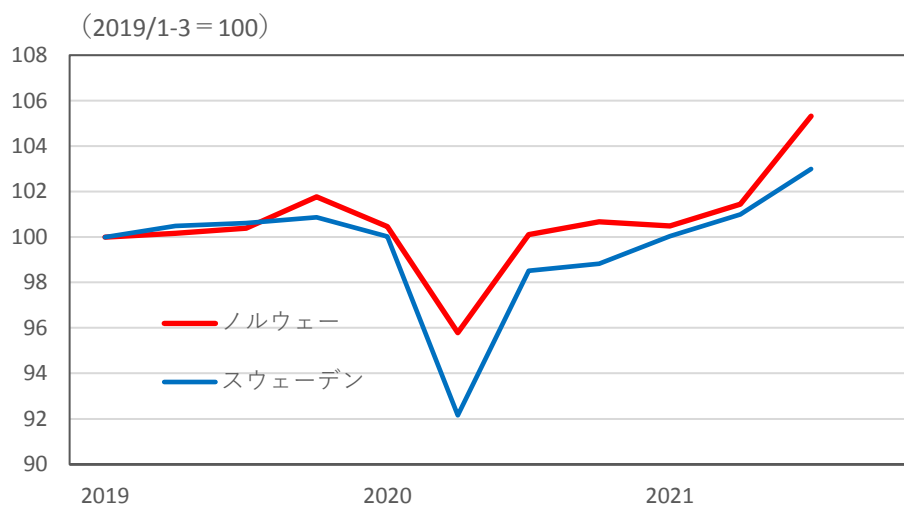


図 16 ノルウェー、スウェーデンの実質 GDP



(資料) 各国統計

5. 北欧通貨の今後の注目点

ここまでの分析をまとめてみましょう。スウェーデンもノルウェーも人口では小国ですが、1人当たり GDP では日本を上回る生産性の高い国です。スウェーデンは伝統的に製造業が強く、近年では ICT サービス輸出で世界 10 位になっている先端技術に強い国です。ノルウェーは北海油田に恵まれ、その石油収入を世界有数の国家ファンドに貯蓄し外国資産に投資しています。そのため同国の対外純資産は GDP 比で 320%と、世界第 2 位の高さになっています。

そして両国とも高齢化が進んでいますが、今後の高齢化のスピードは遅く、また 2050 年時点での高齢者比率も低いので、高齢化のデメリットは小さいと考えられます。また充実した社会福祉制度があるので、高齢化への準備は出来ているとあってよさそうです。

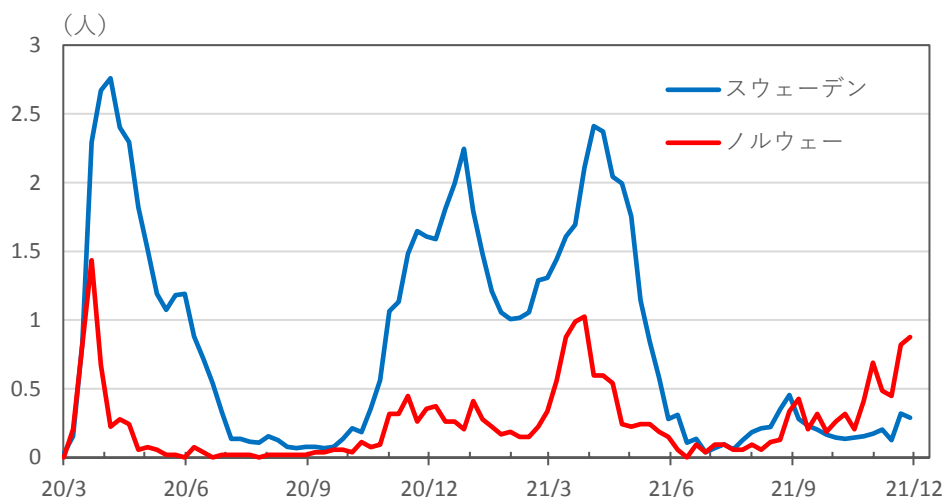
ただ小国ですので通貨の取引規模は新興国並みで、取引コスト（売り買いのレートの差）も小さくありません。そして、大きな値動きは国内の要因よりも欧州情勢や世界情勢の変化の影響を受けて発生することが多いです。従って、投資に当たっては、欧州情勢、世界経済情勢の変化に注意を払っておく必要があるでしょう。

長期的にはノルウェーの石油産業の将来が気になります。ノルウェー自体は環境意識が高い国ですが、これまで石油輸出から大きな恩恵を受けてきました。中長期的には脱 CO2 が進展し石油需要が減退していく可能性が高まっています。ノルウェーが石油産業に代わる基幹産業を見つけない場合、ノルウェーの強みが失われ為替レートにも影響が及んでくるでしょう。

短期的には、スウェーデンのコロナ対策に対しては賛否両論がありました。現在は他国との差が小さくなってきています。コロナ対策がS クローナの足を引っ張るということはないと思われます。逆にこれまでコロナ対策で成功してきたノルウェーで、新規感染者数が急増していることが懸念されます。流行拡大に伴い ICU 使用率が上がってきていることは、「オミクロン株弱毒化」説に疑問を投げかけています。

ノルウェーは2020年5月7日に政策金利をゼロ%に引き下げ景気を下支えしていましたが、その後の回復とコロナ沈静化を受け、2021年9月に0.25%の利上げを実施し、同12月にも0.25%の追加利上げを実施しました。今後、緩やかに金利を引き上げていくことが想定され、その金利先高観が足元までN クローネ上昇予想を支える一因になっていたと思われます。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大が止まらなければ、そのシナリオは画餅に終わってしまう可能性もあります。北欧に限った話ではありませんが新型コロナウイルスについては、引き続き警戒しておく必要があります。

図 17 ノルウェー、スウェーデンの ICU 使用率（10 万人当り）



(資料) 欧州疾病予防管理センター

6. 北欧に関連する経済情報

北欧の政治・経済に関する情報は、日本国内の新聞の経済面や国際面を開いても掲載されていることはあまりありません。北欧の経済情報は受け身では得られず、積極的に集めにいく必要があります。インターネットでの情報収集は非常に有益ですので、ここでは、北欧に関連する情報を提供してくれるサイトを紹介します。尚、以下の情報源の名称、URL 等は当レポート発行時点のものです。予めご了承ください。

① JETRO（日本貿易振興機構）

主に輸出入や、海外進出を考えている企業向けの情報を扱っていますが、国のあらかましや政治・経済情勢、為替制度なども取り扱っています。スウェーデンについては記載がありますが、ノルウェーについては専用ページが開設されていませんが、ニュースは供給されています。

<https://www.jetro.go.jp/world/europe/se/>

② 経済レポートドットコム（keizai report.com）

銀行や証券会社など金融機関が発行している経済レポートのまとめサイトです。このサイトを利用すれば、国内の各社が出している北欧関連のレポートを一覧し、アクセスすることが可能です。登録すれば、毎週レポートを定期的にメルマガとして届けてくれるサービスもあります。

<http://www3.keizaireport.com/report.php/-/node=60/>

③ 在外日本国大使館 HP

現地情報を発信しています。コロナ感染状況についても情報があります。

https://www.se.emb-japan.go.jp/itprtop_ja/index.html

https://www.no.emb-japan.go.jp/itprtop_ja/index.html

④ IMF（英語）経済統計、情報だけでなく、IMF スタッフらによる分析も掲載してあります。最初は、どこに何があるのか確認するのが大変ですが、慣れれば「宝の山」と言っても過言ではありません。

<https://www.imf.org/en/Countries/SWE>

<https://www.imf.org/en/Countries/NOR>

⑤ 中央銀行（英語）

政策金利やインフレ動向を示す消費者物価上昇率等の各種統計や金融政策についても確認できます。日本銀行のリンク集から各国の中央銀行 HP に移動できます。

<https://www.boj.or.jp/about/link/cb.htm/>

以上

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員 森川 央

（2021年12月22日記）

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、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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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、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。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。当資料の数値、見解等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のものです。