

基礎研 レポート

わが道を行くスイスフラン ～無制限介入がもたらした光と影

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1——無制限介入という大胆な挑戦

1 | はじめに～無制限介入とは

2011年9月6日、スイスの中央銀行であるスイス国立銀行（以下、「SNB」）は、為替市場への“無制限介入”を発表した。内容としては、スイスフラン（以下「フラン」）の対ユーロ為替について、1ユーロ＝1.2スイスフランという上限を設け、フラン売りユーロ買いの無制限介入を通じてこのラインを死守する（これ以上のフラン高は許さない）というものだ（図表1）。

（図表1）



新興国、発展途上国の中には資本規制を引き、常時為替介入を行うことで特定通貨に自国通貨の為替レートをペッグする固定相場制を採用している国も多々存在するが、スイスの場合は、片側かつ上限を設けただけで固定化はしていないという点で、固定相場制とは異なる。

一方、単なる為替介入とも大きく異なる。日本の介入の場合、建前上は「投機的な一方向の流れを止める」ことが目的であるため、為替レートに対し公に目標ラインを設定して、そこへ誘導するということはなく、介入時の為替レートもその都度異なる。また、介入原資となる政府短期証券の年度発行枠には限度がある（国会議決事項）という点において、介入原資も無制限ではない。

なお、SNBは1978年にも同様の措置を採った経験があり、その際は独マルクに対して1マルク＝0.8フランの上限を設けて無制限介入を行った。そのほかにも、同じく1970年代に非居住者預金へのマイナス金利を導入するなど、フラン高に対して異例の措置で対抗した過去を持つ。

ただし、現在の状況は1970年代とは異なる。国際金融は格段にグローバル化し、資金の流れが大規

模化しているほか、今日の先進国は国際社会から自由変動相場の尊重を求められる立場にある。従って、今回のスイスの無制限介入はより踏み込んだ大胆な挑戦と言える。

無制限介入の開始からちょうど一年が経過する時期にあたり、本レポートではSNBの歩みを振り返るとともに、これまでの介入の成果と課題について検証したい。

2 | 無制限介入の狙い～スイスの事情

成果等の検証の前に、まずそもそもなぜ無制限介入に踏み切ったのだろうか？そこにはスイス独自の事情が存在する。

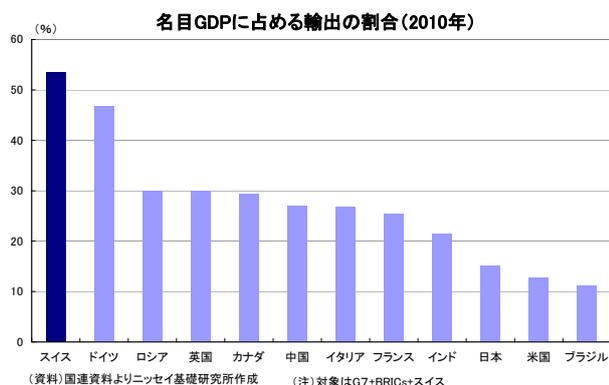
ユーロ・フランの為替レートの動きを見ると、2011年5月以降、急激なフラン高ユーロ安が起こっており、8月上旬には一時1ユーロ=1フランをうかがう水準にまで達した。欧州債務問題の緊迫化、米債務上限問題の混乱ともなあって、円と同様フランが逃避先として選ばれ、資金が流入した結果であるが、これはスイス経済に大打撃を及ぼしかねず、看過できない状況であった。SNBも無制限介入を打ち出す際にその理由として、「現在のスイスフランの過大評価は、経済に深刻な脅威とデフレリスクをもたらしている」との強い危機感を表明している。

このようにフラン高が大きな問題となるのは、スイス経済にとって輸出が生命線であるためだ。

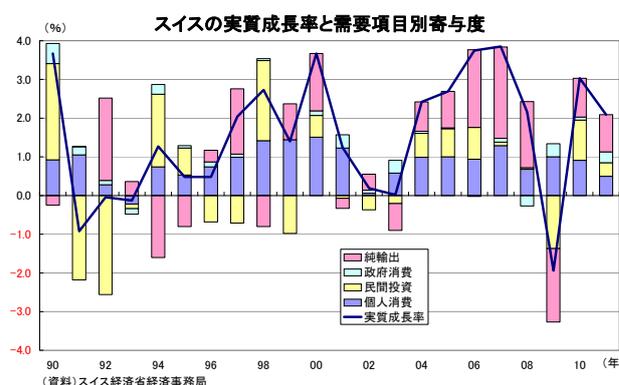
同国の名目GDP（国内総生産）に占める輸出の割合である輸出依存度は54%と全体の過半を占める。この水準は、日本（15%）はおろか輸出大国の代名詞であるドイツ（47%）をも上回り、主要国としては最高レベルである（図表2）。

さらに、経済成長に対する輸出の寄与も大きい（図表3）。2000年から2011年の間のスイスの実質GDP成長率は年平均で1.93%であったが、このうち外需（＝純輸出）の寄与度は0.73%に達する。わが国もよく輸出主導型経済と言われるが、同期間の平均成長率0.79%のうち外需の寄与度は0.30%に過ぎない。

（図表2）



（図表3）



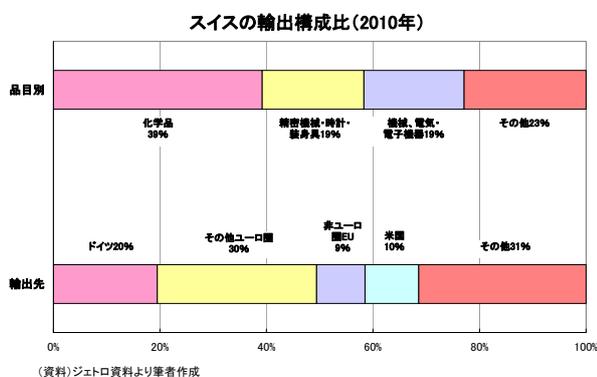
また、スイスの輸出構成を見てみると（図表4）、品目別では、化学品（大半が医薬品）、精密機械・時計・装身具、機械ならびに電気・電子機器で全体の約8割を占めている。高付加価値型の機械製品

が主力という点では日本も同じ構造だが、製品の行き先が大きく異なる。

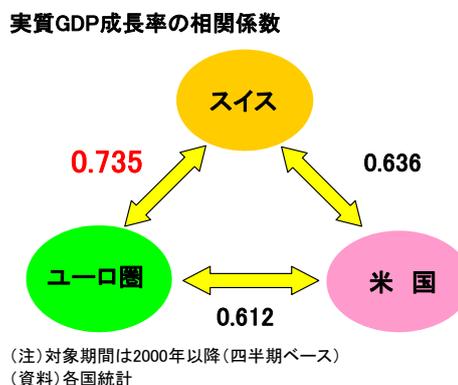
スイスの最大の輸出先はドイツをはじめとするユーロ圏で、その割合は50%に達している。日本にもユーロ安の悪影響を受ける企業は当然存在するが、全体的に中国や米国への輸出割合が高いわが国と比べて、スイスが受けるフラン高ユーロ安のマイナスインパクトは段違いとなる。

このように、ユーロ圏に依存した輸出型経済であることから、スイス経済とユーロ圏経済の連動性は強く、2000年以降の両者の実質GDP成長率について相関係数を計算すると、0.735（1.0で完全な連動を示す）と高い（図表5）。それゆえ欧州債務危機が緊迫化すると、資金逃避に伴うフラン高ユーロ安による採算の悪化に加え、メインの輸出先であるユーロ圏の景気低迷による量の減少というダブルパンチによって経済に大きなダメージを受けやすい。この際、スイスにとってユーロ圏景気はどうしようもない外生変数であるため、為替レートの重要性が増すという側面がある。

(図表4)



(図表5)

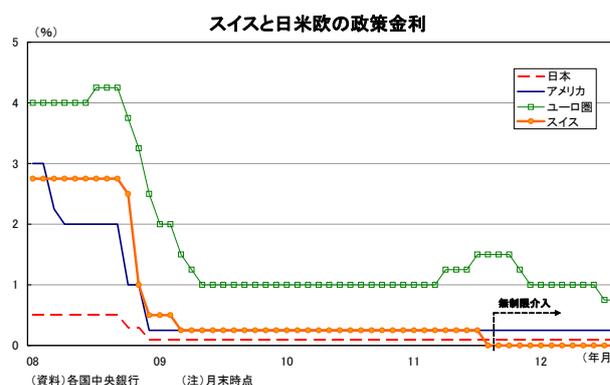


このような急激な通貨高に対して政策サイドが取れるオーソドックスな手段としては為替介入と金融緩和が挙げられる。実際、為替介入については、財務省が決定権限を握る日本（日銀は代行者）と異なり、スイスではSNBが権限を持ち、従来かなり頻繁に介入を行っていた。

また金融緩和についてもSNBは積極的に押し進めていた。急激なフラン高に見舞われた11年8月に政策金利（3ヵ月libor）の上限を

0.25%引き下げ、ゼロにするとともに（図表6）、量的緩和政策として中央銀行当座預金残高目標を3度にわたって大幅に引き上げた（月初300億フラン→800億フラン→1200億フラン→2000億フラン）。この最終的な残高目標である2000億フランは同国のGDPの4割に相当する巨大な規模である。参考に現在の日銀当座預金残高が日本のGDPに占める割合を見ると、積極的に緩和してきたとはいえ1割弱に過ぎず、スイスの量的緩和の凄まじさが分かる。にもかかわらず、その後もフラン高は是正されず、SNBは翌月に入っついに無制限介入の発表という新たな領域に足を踏み出すことになる。

(図表6)



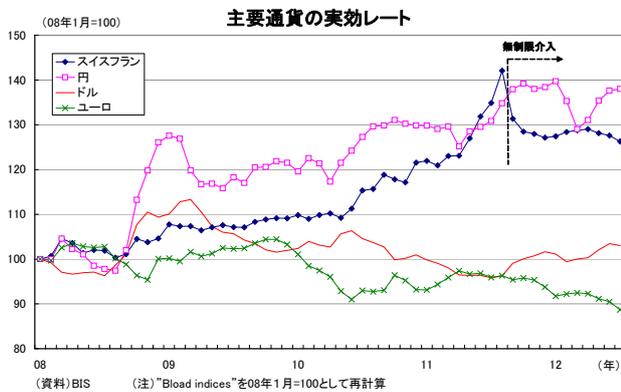
2—成果の検証

次に無制限介入の成果を確認する。直接の目標である対ユーロ為替レートの推移を見ると(図表1)、無制限介入政策導入によってフランは押し下げられ、以降一年にわたって1ユーロ=1.2フランの上限ラインを日次ベースで突破されたことは一度たりとも無い。

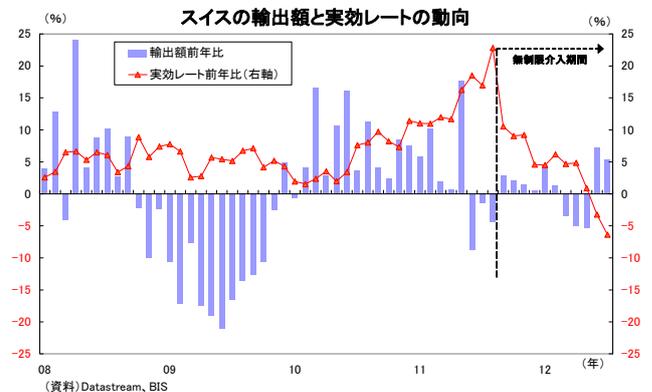
また、為替について、より幅広く、対複数通貨の為替を貿易ウェイトで按分した実効為替レートで見た場合でも(図表7)、11年8月まで円とともに上昇を続けていたスイスフランは無制限介入開始を境に下落に転じ、現在に至るまでフラン高が是正されている。

次に実体経済への影響を見てみよう。輸出額はフラン高が急激に進んだ影響で11年6月から3ヵ月連続の前年割れとなっていたが、無制限介入によってフラン高が是正された9月以降はプラスに転じた。その後もユーロ圏の景気低迷というマイナス要素を抱え輸出額は冴えないものの、実効レートが前年比でマイナスに転じた12年6,7月は大幅なプラスになっている。フラン高是正による価格面での改善が下支えすることで輸出の底割れは回避されている(図表8)。

(図表7)

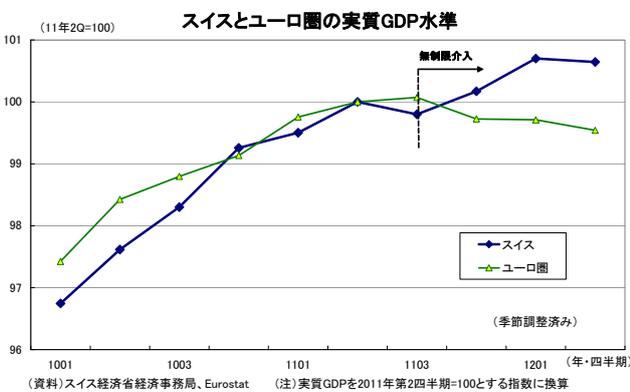


(図表8)

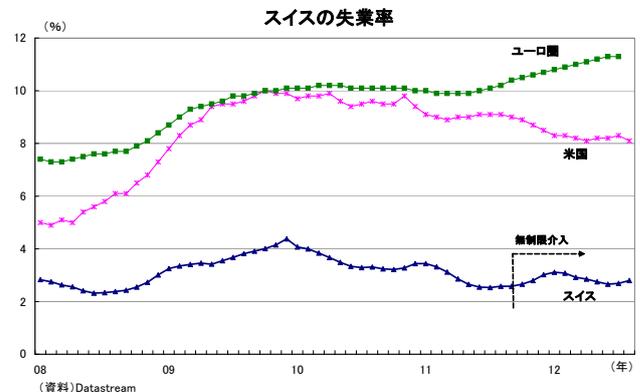


また、実質 GDP は11年7-9月期に一端減少した後に増加に転じ、直近12年4-6月期は前期比で若干減少したものの、前年同期比ではプラスを保っている(図表9)。失業率も直近2012年8月で2.8%と極めて低位、かつ12年始を下回る水準にある(図表10)。

(図表9)



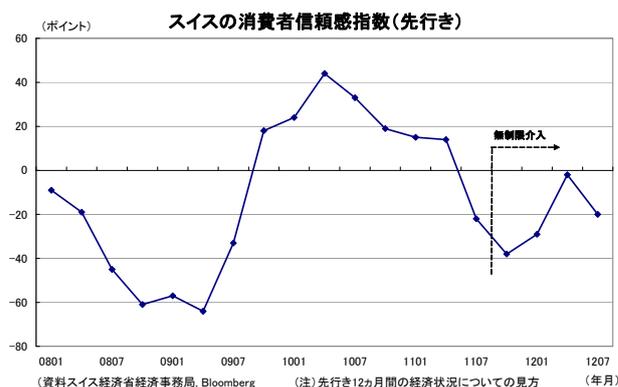
(図表10)



実体経済に大きな影響を与える先行きの消費者マインドを見ても（図表 11）、無制限介入後に持ち直し、悲観が優勢ながらも人々の経済の先行きに対する過度の悲観は後退したことが分かる。

直近はややマインドが悪化しているものの、リーマン・ショック後や昨年フラン急騰時の水準を上回っている。

（図表 11）



ゼロ成長やマイナス成長が続き、雇用情勢の悪化にも歯止めがかからないユーロ圏に地理的に囲まれ、輸出も大きく依存している割に、スイス経済は今のところ総じて健闘しており、昨年夏に危惧されたフラン高に伴うスイス経済急減速というリスクシナリオは回避されている。

輸出依存度・寄与度の高い国では輸出を前提とした生産設備・雇用を保有しているため、通貨高の際には輸出の減速のみならず、設備投資や消費にも悪影響が出やすい。それにもかかわらず、無制限介入開始時期を境に多くの指標が持ち直し、今も持ちこたえているということは、無制限介入によるフラン高是正がスイス経済の堅調維持に貢献してきたことを強く示唆している。

3—副作用の検証

次に副作用について考えてみよう。国際金融においては、“オープンエコノミー・トリレンマ”というよく知られた理論がある。その内容は、「開放経済においては、①独立した金融政策、②為替レートの固定、③自由な国際資本移動の3つを同時達成することはできず、そのうちの一つを断念しなければならない」というものである。日本などの先進諸国は独立した金融政策と自由な国際資本移動を達成するために、為替レートの固定を放棄し、変動相場制を採用している。一方、固定相場制を採る国は為替レートを固定するために、資本規制を導入したり、金融政策を固定先の国に同調させている（そうしないと、資金移動によって固定レートが維持できなくなる）。

スイスの場合は上限とはいえ為替レートを実質的にユーロに固定することになるが、金融立国でもあるため国際資本移動を規制するわけにはいかない。従って、必然的に独立した金融政策を放棄することになる。具体的には為替レートを維持するために金融緩和と為替介入を行うことになるため、無制限介入の副作用とは、金融緩和と為替介入の副作用と同義になる。

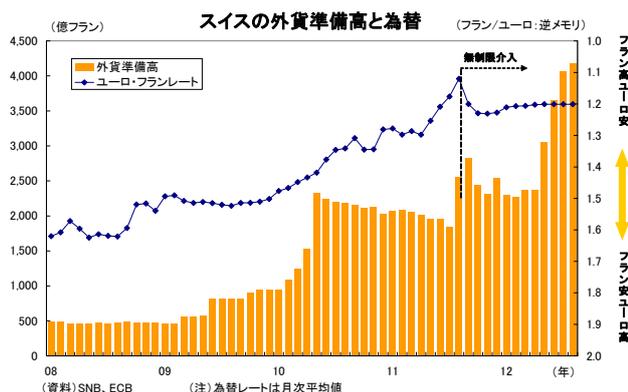
1 | 外貨準備の膨張

スイスの為替介入制度が日本と異なり中央銀行の管轄であることは前述したが、その他にも制度上の違いが存在する。一つは外貨準備の計上先だ。日本の円売りドル買い介入の場合は、財務省の指示により日銀が市中からドルを買い入れ、外為特別会計に外貨準備として積み上げるため、日銀の資産として外貨準備が計上されることはないが、スイスの場合は購入主体である SNB の資産に外貨準備が計上される。さらにもう一つの違いは介入原資だ。自国通貨売り介入をするには売るための自国通貨が必要となるが、日本の場合は既述の通り介入原資を政府短期証券の発行によって賄う。従って、

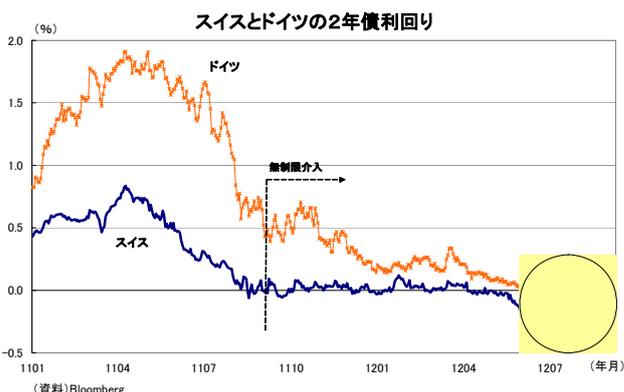
円売り介入で市中に放出された円と同額の円が政府短期証券発行で吸収されるため、計算上は介入前後で市中のマネー量は変わらない（不胎化）。一方、スイスの場合はSNBが通貨を発行して介入を行うため、前後でマネー量が増加し、金融緩和効果も同時に生まれることになる。

この点を踏まえた上で、SNBの資産に計上された外貨準備高の推移を見ると（図表12）、やや不思議なことに気づく。それは、①無制限介入開始前後に外貨準備が一旦増加したが、12年4月までは全く増えていないこと（2011年8月2553億フラン→2012年4月2376億フラン）、②12年5月以降は一転外貨準備が急増している点である（直近の2012年8月4184億フラン）。

（図表12）



（図表13）



①から分かることは、無制限介入開始前後からこの春までは、積極的な外貨買いは行われていなかったということだ。SNBは日本と異なり介入実施日など詳細の公表は行っていないものの、1ユーロ1.2フランの上限を突破しそうな局面ではフラン売りユーロ買い介入を実施し、フランの上昇圧力が緩和する局面では逆にユーロ売りフラン買いを実施していた可能性が高い。また、1.2フランを絶対防衛ラインとして強く示すことでアナウンスメント効果が発揮され、スイスフランの先高感が消失、投機資金の流入が抑制された可能性もある。従って、この間については、大規模一方向のフラン売り介入という実弾を用いることなく、為替を制御していたことになる。

一方、②が示すように、この5月以降は潮目が変わった。1.2フランという上限を守るために積極的なフラン売りユーロ買い介入が行われた結果、外貨準備が急増しており、この間にフランへと大量の資金が流入してきたことを示している。

なぜ、潮目が変わったのだろうか？思い当たるのはこの時期の極端なまでの市場のリスク回避傾向だ。5月6日にギリシャ総選挙で与党が大敗し連立協議も破談、ギリシャのユーロ離脱観測が高まったうえ、スペインの金融不安も高まったため、市場ではスイスやドイツをはじめとする北部欧州諸国の国債利回りが相次いでマイナスに陥った（図表13）。マイナス金利というのは「金利を払ってお金を貸す」という状況を指し、通常は考えられないが、リスク回避志向があまりにも高い状況下では「多少のコストを犠牲にしても流動性・安全性の高い国債を買う」という行為が正当化される。

スイスは世界的に極めてまれな「経常黒字かつ財政黒字の先進国」で、ソブリン格付けは最上位の

AAA という最高の安全性を誇る。また、フランの対ユーロ為替は長期にわたって実質 1.2 フランで膠着してきたため、短期的な為替変動リスクも限定的とみなされ、一気に資金流入が進んだものと考えられる。

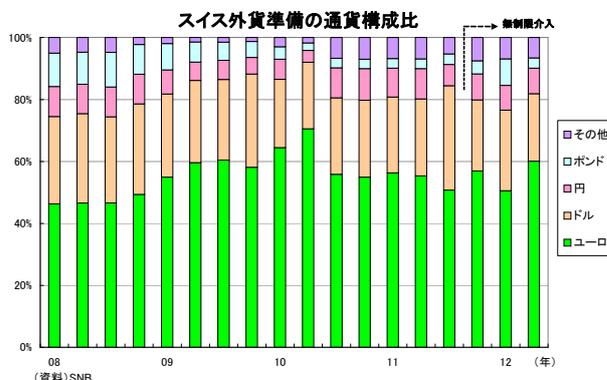
12 年 8 月の外貨準備高 4184 億フラン（約 35 兆円）は既にスイスの 2011 年名目 GDP の 71% に達しており、割合では日本（同 21%）の 3 倍超にまで膨れ上がっている。SNB の外貨準備通貨構成を見ると（図表 14）、適宜割合の調整を実施しているとはいえ、ユーロの割合が全体の 6 割を占めている。

従って今後、特にユーロに対してフラン高が進行した場合、外貨準備が大きく毀損するリスクがある。

現に、過去 09 年から 10 年にかけて SNB が行った 2000 億フラン規模の為替介入では、フラン高を止められなかった結果、270 億フランの損失を被った経緯がある。

外貨準備の毀損は SNB の自己資本毀損を意味し、フランの信認に影響するとともに、金額によっては公的資金注入という国民負担が発生する可能性も否定できない。外貨準備が膨らむにつれ、損失発生リスクも巨大化しているのは明らかである。

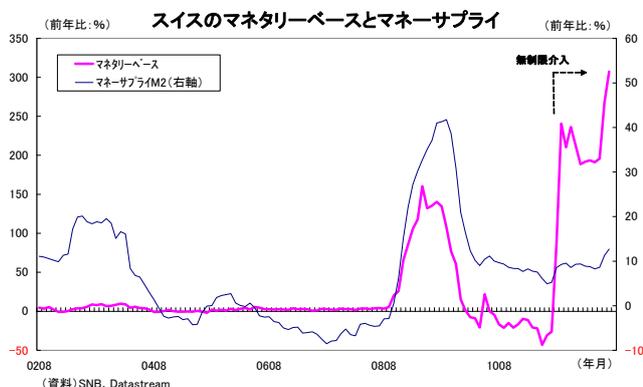
（図表 14）



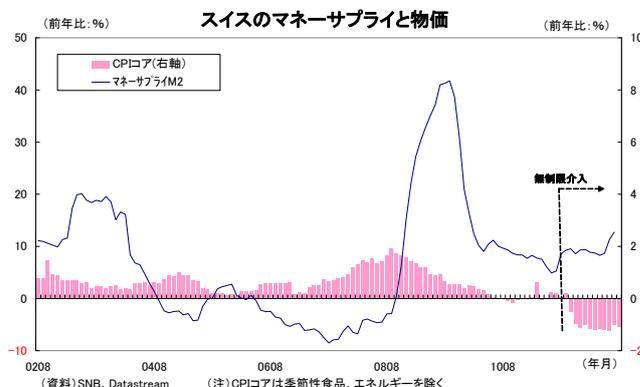
2 | マネー量の膨張

SNB は通貨供給を以って外貨準備に充てているため、外貨準備の膨張は中央銀行による通貨供給量であるマネタリーベースの膨張を意味している。実際、無制限介入を開始した 11 年 9 月にマネタリーベースの伸びは前年比 200% を突破、外貨準備が急増した 12 年 5 月以降はさらに伸び率が拡大し、直近判明分の 7 月には同 307% に達している（図表 15）。また、市中の通貨流通量であるマネーサプライで見ても前年比 10% を突破しており、マネタリーベースほどの伸びではないものの、先進国としては伸び率がかなり高い部類だ（図表 16）。

（図表 15）



（図表 16）



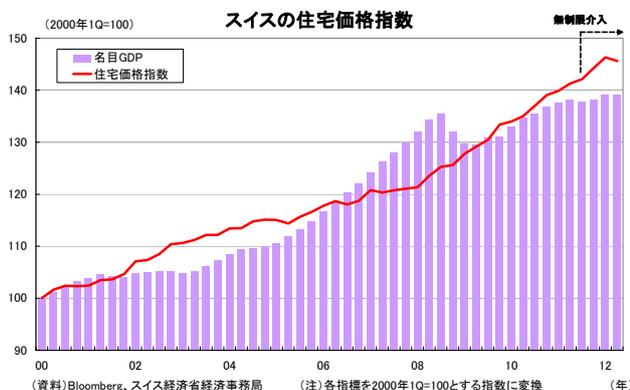
マネー量の急激な増大はインフレやバブルを連想させるが、今のところ大きな問題はなさそうだ。

スイスのインフレ率について、原油等の影響を除いたコア指数で見ると、11年10月以降はむしろ前年比マイナスに陥っており、日本以上のデフレ状態になっている（図表16）。

住宅価格については、2000年代に入り一貫して上昇を続けており、08年のリーマン・ショック後にも他国で見られるような下落は全く見られない（図表17）。ただし、2000年初頭と比べると現在の水準は4割以上高いとはいえ、名目GDPの伸びと比べて大きな差は無く、またマネーの伸びが加速した昨年以降も住宅価格の上昇ペースに変化は見られないため、局地的な事例はさておき、総じて住宅バブルが発生していると判断される状況にはないとみられる。

また、株価について見ても（図表18）、スイスの代表的な株価指数である“スイスSMI指数”は無制限介入開始以降やや上昇しているが、世界の先進国株価の値動きを示す“MSCI World指数”と比べてみても大差はなく、値動きや水準感に特段の過熱感は見られない。

（図表17）



（図表18）



つまり、マネー量は確かに大きく増加しているが、その弊害としてのインフレやバブルが発生している兆候は今のところ確認されない。欧州危機等の影響により、前述の図表11のとおり先行き不安が残っている状況下で、インフレ期待や資産の先高感が抑制されているためと考えられる。

ただし、マネー量の拡大がインフレ、バブルの温床になることは歴史が示している通りであり、実際、1978年に同国が対マルクで為替レート上限目標を設定した後にはインフレに悩まされた経験がある。今後、マネーを放置したままリスク回避の終焉とともに一気にマネーが消費や実物投資に回ると、インフレ、バブルが制御できなくなる事態に陥る可能性がある。

4—おわりに～今後の注目点と円高問題への教訓

以上の通り、この一年を振り返ると、無制限介入が奏功する形でフラン高が是正され、スイス経済の底割れも回避されている（デフレではあるが）。一方で、この大胆な政策の副作用として、外貨準備とマネーの膨張が起これ、将来の外貨準備の毀損、インフレ・バブルのリスクが高まっている。

そして今後ともフラン高抑制を優先するのであれば、フラン高圧力の根本にある欧州債務危機が収

まるまで、この政策を続けなければならない。この一年間でEU（欧州連合）の政治的合意は進捗しているものの、危機の火種はスペインやイタリアにまで波及しており、なかなか収束する気配が見られない。欧州債務危機が長引けば長引くほど、必然的にスイスの抱えるリスクも膨らむことになる。

仮に、欧州債務危機が沈静化する前に無制限介入の解除を行うと、逃避資金が再びフランに流入し、フラン高ユーロ安になってしまう。元の本阿弥になるばかりか、これまでさんざん積み上げた膨大な外貨準備に損失が発生することになる。一方、解除が遅すぎると、景気回復に支えられたリスク・オン地合いの中で大量のマネーが消費や実物資産投資に回り、インフレ、バブルを誘発しかねない。日本以上の低金利国である点がこれを後押しする可能性もある。

また、この出口戦略の手法に関しても、外貨準備とマネー量を縮小させるためには、これまでと反対に市場にて外貨売りフラン買いを行わなければならないとみられ、大幅なフラン高要因となるだけになかなか難しいが、だからと言って放置すれば、リスクをも放置し続けることになるというジレンマを抱える。

そしてスイスのこの取り組みは、今なお円高で苦しむ日本にとっても他人事ではない。

現実問題として、日本がスイスと同様に、例えばドルに対して円の上限を設けて無制限介入を行うことは極めてハードルが高い。BIS 統計によれば、円の為替取引量はスイスフランの約3倍（2010年）であるため、介入に要する資金もより多額にのぼるうえ、スイスの約10倍の経済規模を持つ日本のあからさまな為替操作は国際社会から激しい批判にさらされることが避けられないためだ。

ただし、日本でも最近、民主・自民の2大政党をはじめ、日銀に外債購入を求める声が強まってきている。仮に日銀が権限を持って円高の是正を目的とする大規模な外債購入を行えば、円高是正効果はあるだろうが、一方でスイス同様に金融政策の自由性が損なわれ、バランス・シートに積みあがる外貨と大量のマネーという問題を抱えることになる。

SNB が副作用を制御しつつ成功裏に無制限介入政策をソフト・ランディングさせることができるかどうかは、まだまだこれから先が正念場である。従って、最終的な政策評価はその時を待たねばならないが、いずれにせよこの大胆な挑戦が世界の金融政策にとって重要な教訓を与える事例になることだけは間違いない。