

# 基礎研 レポート

## スイス“無制限介入”のその後を追う

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

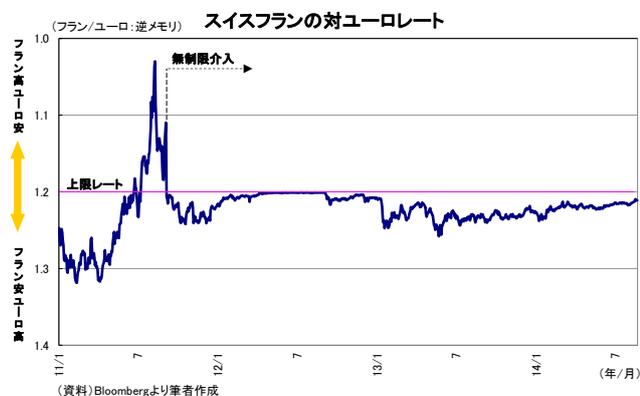
スイスの中央銀行であるスイス国立銀行（以下、「SNB」）が2011年9月6日に為替市場への“無制限介入”を発表して以降、約3年が経過した。この無制限介入策の内容は、スイスフラン（以下「フラン」）の対ユーロ為替について、1ユーロ=1.2スイスフランという上限を設け、フラン売りユーロ買いの無制限介入を通じてこのラインを死守する（これ以上のフラン高は許さない）というものだ。欧州債務危機等を受けて同年5月以降に急激なフラン高ユーロ安が進行し、同国経済への深刻な脅威となったうえ、デフレリスクが高まったことへの対応だ。

筆者は無制限介入開始から1年が経過した12年9月に、その経緯や内容・狙いのほか、1年間の成果と副作用を検証したレポート<sup>1</sup>を執筆したが、その後また約2年が経過している。そこで今回改めて、現在も継続している無制限介入策というスイスの大胆な挑戦のその後を追う（なお、同政策の経緯や内容等の詳細については、前回レポートをご参照ください）。

### 2—成果と副作用の状況フォロー

#### 1 | 成果の確認・・・為替相場とマクロ経済

(図表 1)



(図表 2)



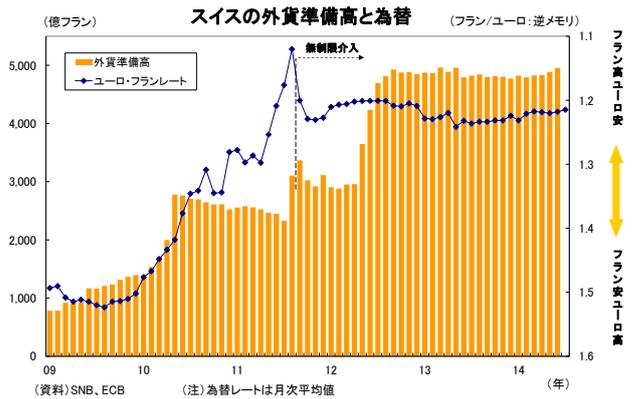
<sup>1</sup> 「わが道を行くスイスフラン～無制限介入がもたらした光と影」（ニッセイ基礎研レポート 2012-09-10）ご参照。

(為替レート)

まず、無制限介入の直接の目標である為替レートの推移を見ると(図表1)、無制限介入によって押し下げられたフランの対ユーロレートは、以降長らく日次ベースでは1ユーロ=1.2フランの上限ラインを死守し続けており、直近も1ユーロ1.21フラン付近に留まっている。他通貨との関係では、対ユーロでの上昇を抑えることで、対ドルでもほぼ横ばい圏内の動きを続けているが、対円では12年終盤からフランが大きく上昇した(図表2)。これは、フラン側の要因ではなく、アベノミクスや貿易赤字拡大に伴う円安の進行によるものである。

このように、フランの対ユーロレートは1.20の上限を死守してきたわけだが、この間、SNBが常にフラン売りユーロ買い介入を続けていたわけではない。スイスの外貨準備(金準備等も含む準備資産計)の動向を見ると、無制限介入開始直後はほぼ横ばい、その後ギリシャのユーロ離脱懸念など欧州債務危機の緊迫感が強まった12年5月から9月にかけて急増したものの、その後は5000億フラン弱で安定した推移を続けている(図表3)。前回レポート執筆時点から見ると概ね横ばいだ。

(図表3)

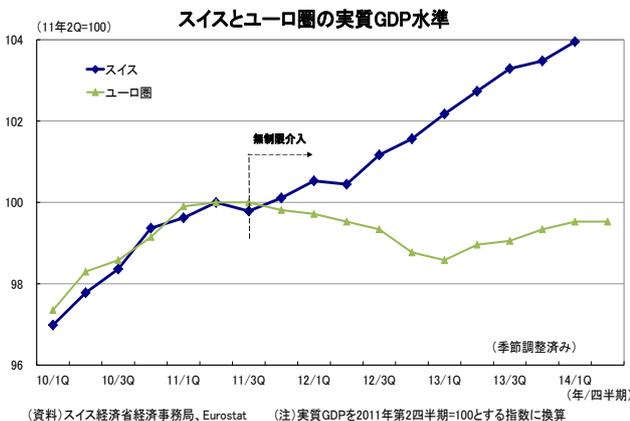


この事実は、SNBによる為替介入がこの間殆ど行われなかった(もしくはフラン売り介入後、短期間のうちにフラン買い介入を実施した)ことを意味している。つまり、無制限介入という手段は引き続き存置しつつも、実際には介入を殆ど行わず、介入を牽制球とした「為替上限維持というアナウンスメント効果」によって、上限内へ為替レートを抑えこむことに成功している。

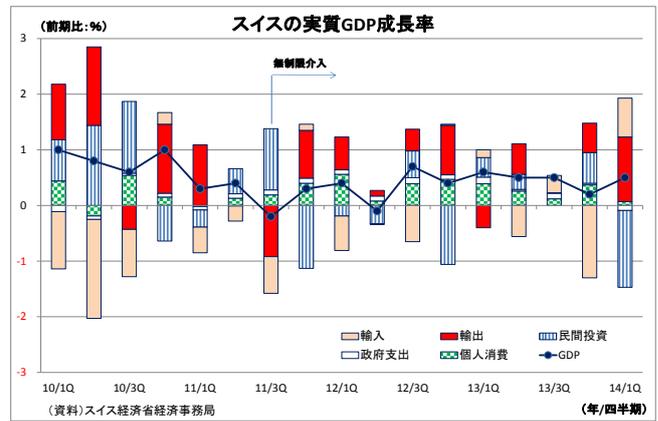
(実体経済)

次に実体経済について見てみると、スイス経済は11年7-9月期にフラン高に伴う輸出減少を受けて一旦落ち込んだが、無制限介入開始後は順調な回復を続けている(図表4)。前回レポートに記載した通り、スイスは輸出依存型経済で、特に地理的に囲まれているユーロ圏への輸出が主体のため(2011

(図表4)



(図表5)



年では輸出全体の49%)、従来スイス経済とユーロ圏経済の連動性は高かった。

しかし、近年ではユーロ圏経済が低迷を続ける中で、スイス経済は12年7-9月期以降7四半期連続でプラス成長を続けており、14年1-3月時点の実質GDP水準は無制限介入直前の11年4-6月と比べて4.0%高い水準にある(一方で、ユーロ圏は0.5%低い水準に留まる)。前回レポート執筆時以降も、両者の乖離はますます広がっている。

そこで、スイスの実質GDP成長率の寄与度内訳を見ると、無制限介入開始以降、輸出がプラス基調を続けており、現在に至るまでその健闘ぶりが目立つ(図表5)。一方で輸入も拡大しているため純輸出としての寄与度は下がるが、それでも平均的にはプラスに寄与している。無制限介入によってフラン高が是正された効果がスイス経済の好調に寄与してきた事実がうかがわれる。

## 2 | 副作用の確認・・・物価と資産価格

それでは、副作用についてはどうだろうか。スイスの為替介入制度は日本と異なり、中央銀行の管轄である。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、日銀の資産に計上されることはないが、スイスのフラン売り介入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。また、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、介入原資を政府短期証券の発行によって賄うことで不胎化する日本とは異なり、スイスの場合はSNBが通貨を発行(資金供給)して介入を行うため、中銀によるマネー供給量(マネタリーベース)が増加する。つまり、スイスの為替介入は量的緩和の側面も併せ持っている。

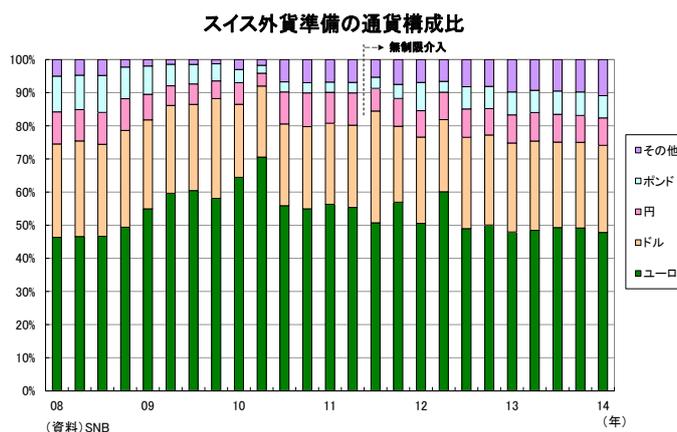
このようにスイスの介入ではSNBの資産に外貨準備が、負債に通貨が計上されるため、両者が積み上がることに伴う副作用が発生するリスクがある。

### (外貨準備による副作用)

まず、外貨準備の副作用とは、その毀損リスクである。介入で外貨を購入した後に外貨の価値が下がれば(当該通貨に対してフラン高が進めば)外貨準備が毀損し、損失が発生することになる。現にスイスでは、09年から10年にかけて行った2000億フラン規模の為替介入でフラン高を止められず、SNBの2010年決算において為替差損▲327億フラン、利配収入等を含めた外貨準備(金準備を除く)損益でも▲265億フランの損失を計上した苦い経験がある。

一方、無制限介入後の決算では、円安などから為替差損こそ発生しているものの(11年▲10億フラン、12年▲106億フラン、13年▲105億フラン)、利配収入等で吸収可能なレベルであり、外貨準備(金準備を除く)合計での損益はプラスになっている(11年80億フラン、12年47億フラン、13年31億

(図表6)



フラン)<sup>2</sup>。近年のスイス外貨準備の通貨別構成比を見ると、リバランスをしている関係上、多少の上下動はあるものの、ユーロが約50%、ドルが25%、円が10%弱前後で推移している(図表6)。主力のユーロとドルで、無制限介入以降、対フランレートが概ね横ばいで維持されていることで、前回のような大幅な損失発生は回避されている。

ただし、積みあがった外貨準備の毀損リスク自体が軽減されたわけではない。今後もしフラン高が進むことがあれば巨額の損失が発生し、最終的に国民負担となる可能性もある。

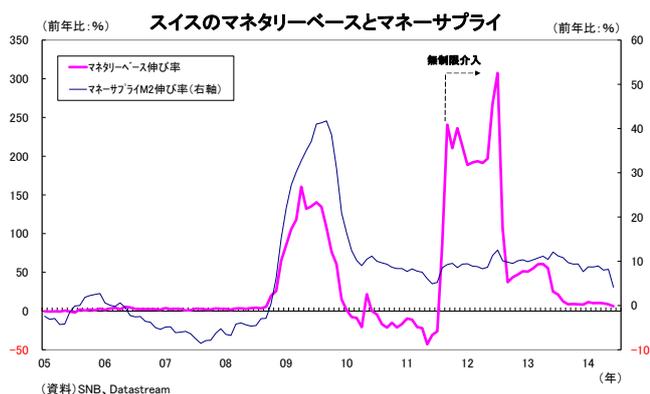
#### (資金供給による副作用)

次に資金供給の状況を見てみると、SNBのマネタリーベースの前年比伸び率は、無制限介入開始以降に急激に上昇し、ピーク時(12年7月)には300%を突破したが、以降は外貨準備が横ばいとなるなか過去の増加効果も一巡したため、13年9月以降は一けた台のプラスにまで落ち着いてきている。また、市中の通貨量を示すマネーサプライの伸び率についても、無制限介入開始以降しばらく先進国としては高い10%程度の伸びが続いていたが、足元では4%台へと減速している(図表7)。

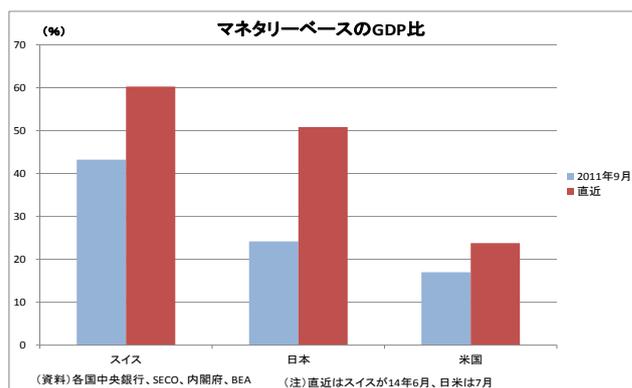
ただし、マネーの伸びが鈍化したからといって、副作用のリスクが低下したわけではない。なぜなら、供給したマネーを吸収しておらず、そのまま放置しているためだ。SNBから供給されたマネーの規模は膨大な量にのぼる。具体的には、スイスの直近のマネタリーベースのGDP比は60%に達しており、QE政策を継続中の米国(同24%)はおろか、異次元の緩和を続ける日本(51%)をも優に上回る水準にある(図表8)。また、スイスの場合は無制限介入開始直後から急激にマネタリーベースが拡大したため、経済規模に対してマネー供給量が極めて大きい状態が長期にわたっている。

マネー供給量の増大は、副作用として、経済主体の期待や行動を通じてインフレやバブルを引き起こす懸念がある。そこで、スイスの物価上昇率と資産価格を確認してみよう。

(図表7)



(図表8)



#### ① 消費者物価 (CPI) 上昇率

スイスのCPI上昇率は最近では前年比0%程度の推移となっており(図表9)、マネー供給量の拡大にもかかわらず、今のところインフレ懸念はない。最近ではCPIが緩やかに上昇してきているが、11年の終盤からしばらくマイナス圏に落ち込んでいたものがやや持ち直した程度であり、むしろデフレ懸

<sup>2</sup> 13年は金価格急落により、別途、もともと保有していた金準備で152億フランの損失が発生

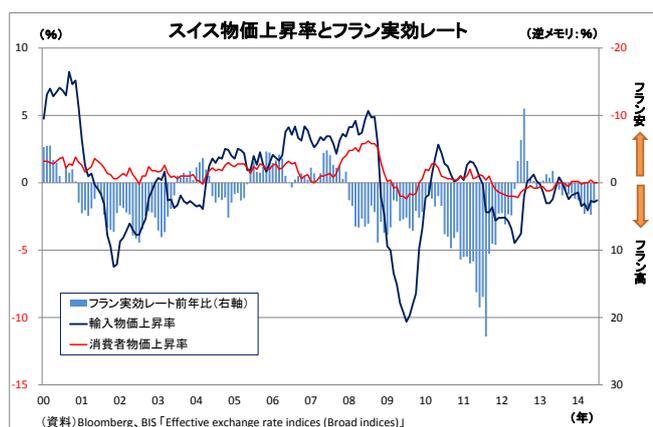
念が和らいでいるという評価が妥当だろう。

2000年代を振り返ってみると、もともとスイスの物価上昇率は1%程度と低インフレであり、さらに09年前半からはしばしば継続的にマイナス圏に沈む時期が出てきた。そして、CPIを押し下げたのが輸入物価の下落である。輸入品の価格が下がれば国内の製商品価格にも下方圧力がかかるためだ。

この輸入物価は、為替レートの影響を大きく受ける（その他に国際エネルギー市況などの影響もある）。具体的には、為替レートの上昇は輸入物価の押し下げに、下落は押し上げに繋がる。そこで、フランの実効為替レート<sup>3</sup>を見ると、2000年代後半から上昇基調を強めており、フラン高が輸入物価の下落を通じて、タイムラグを伴ってCPIを押し下げた面がある。実際、2000年以降のフランの実効レート（前年比）と半年後の輸入物価上昇率（前年比）の相関係数は▲0.50と、ある程度のマイナス関係が確認できる。そして、最近もフランの実効レートは小幅ながら前年比プラス圏にあり、輸入物価はマイナス圏にある。

従って、膨大なマネー供給のもとでもスイスでインフレ懸念が見られないのは、引き続きフラン高が物価押し下げに作用しているのに加え、長期にわたる低インフレを経験していることで、経済主体の期待インフレ率が抑制されているためと考えられる。

(図表 9)



(図表 10)



## ② 株価

次に株価について見てみると、スイスの代表的な株価指数である SMI 指数は無制限介入開始以降上昇基調にあり、足元の水準は無制限介入開始前日と比べて 66%高い（8/20 終値時点）。この間の世界株（MSCI World 指数）の上昇率（50%）や米ダウ平均の上昇率（51%）と比べてもやや上昇ペースが速い（図表 10）。

ただし、SMI 指数について株価が予想利益の何倍まで買われているかを示す指標である PER（株価収益率、12 ヶ月予想ベース）を見ると、15.6 倍（8/20 時点）と国際的にみて際立って高いというわけではないため、スイスの株価がバブル的状況にあるわけではないとみられる。

<sup>3</sup> 各国通貨と他通貨との 2 国間為替レートをその国の貿易シェアによって按分し、指数化したもので、通貨の総合的な強さを示す一つの指標となる。

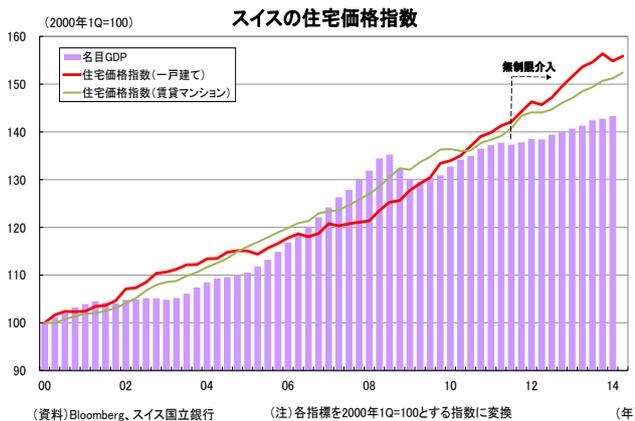
### ③ 住宅価格

最後にスイスの住宅価格について見ると、こちらはかなり過熱感が高まっている。とりわけ一戸建て住宅価格の上昇ペースは名目 GDP の伸びを上回る状態が続いている（図表 11）。また、UBS が公表しているスイス不動産バブル指数も上昇に歯止めがかかっておらず、12 年 7-9 月期にはバブルの一つ手前の警戒ゾーン（1～2）に突入、以降も上昇基調にある（図表 12）。スイスの住宅市場ではバブル懸念が高まっている。

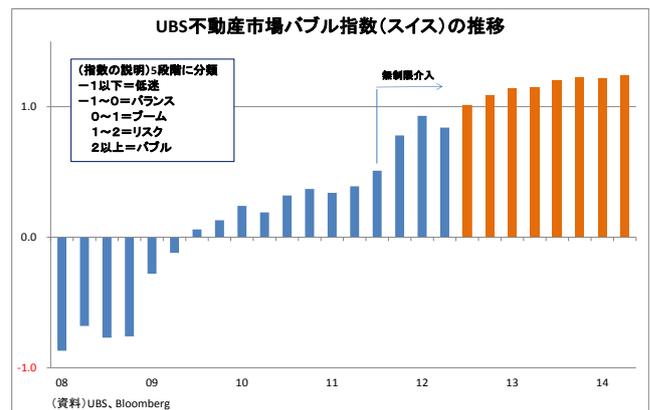
前回レポート執筆時には、まだバブルが懸念されるような状況ではなかったが、無制限介入によって供給されたのち放置された大量のマネーが過剰流動性となり、日本をも下回る超低金利下において、住宅への資金流入が強まったとみられる。

ちなみにこの間、政府当局が傍観していたわけではない。スイス政府は 13 年 9 月より銀行に住宅ローンの規模に応じた自己資本の上乗せを義務付け、市場の沈静化を図っている。さらに、その後も住宅価格上昇が止まらなかったことから、政府は 14 年 1 月に自己資本の上乗せ水準引き上げを発表している。しかし、今のところ住宅市場の加熱感はまだ収まっていない。

（図表 11）



（図表 12）



以上の通り、無制限介入を続けるスイスでは、副作用としてのインフレ懸念こそないものの、少なくとも住宅市場においてバブル懸念が台頭している。1990 年代の日本ならびに 2000 年代の米国のバブル崩壊に代表されるように、不動産バブルが膨らみ崩壊すれば、経済に与える悪影響は甚大なものになる。スイスでは既にその兆候が見え始めており、今後の動向から目が離せない。大規模な金融緩和を続けながら、上記のような銀行への監督・規制の強化によって住宅価格高騰を押しさえ込めるのか否かがポイントになる。

## 3——今後の展開……筋縄には行きそうにない

### 1 | SNB の目論み

スイスの無制限介入策は 3 年間続いてきたわけだが、最終的にどのように収束させるつもりなのだろうか。SNB 要人の発言によれば、上限解除を正式に発表するわけではなく、いずれ自然消滅を狙っ

ているようだ。今年の2月にはツアブリュック理事が「SNBの基本シナリオでは、危機が去るにつれて安全資産への上昇圧力もいずれ消滅し、フランは下落すると見込んでいる」、「1978年の対独マルク上限が設定された際も、解除が正式に発表されたわけではない」と説明している（2014.2.22 ロイター報道）。

現実問題としても、上限解除を表明すれば、そのこと自体がフランの上昇容認と受け止められ、投機マネーを呼び寄せてしまう可能性がある。

## 2 | 待ち受ける前途多難

### ① そもそも論

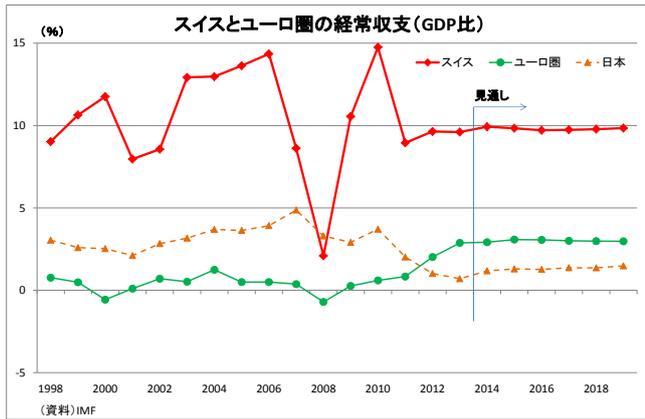
しかし、SNBの狙い通り、フラン高圧力が緩和し、無制限介入策を自然消滅させられるとは限らない。そもそもの話として、フランには恒常的に“巨額の経常収支黒字”という上昇圧力がかかっているためだ。スイスの13年における経常収支の黒字はGDP比で約10%に達する規模であり、主要国で突出している。ユーロ圏も債務危機による内需減少などから近年経常収支の黒字幅を広げてきたが、スイスには到底及ばない（図表13）。経常収支の黒字は、海外からの外貨受け取り超過を意味するため、為替市場において巨額の外貨売りフラン買い取引を発生させる。

また、フランには安全資産としての魅力もある。スイスは上記の通り、経常黒字国かつ基本的に財政黒字国<sup>4</sup>という世界でも稀な“双子の黒字国”で、主要格付機関による格付もAAA格を維持している。また、永世中立国であるため地政学リスクや世界的な政治の混乱に巻き込まれにくいという強みもある。近年、欧米諸国の格付が格下げとなる中で、スイスフランの安全資産としての希少価値は高まっていると考えられる。

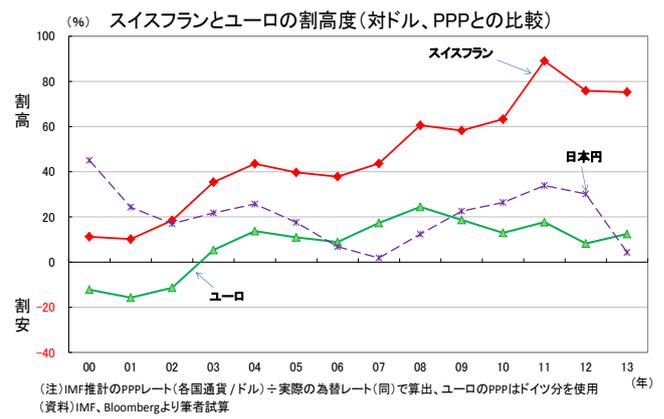
ちなみに、為替レートの適切な水準を判断するのは難しいが、一つの考え方として「購買力平価」（以下、PPP）、すなわち「各通貨の購買力が等しくなるように計算した際の各国通貨の交換比率」がある。IMFがOECDや世界銀行のデータを元に公表しているドルを基準としたPPPと実際の為替レートの乖離度を算出すると（図表14）、フランの割高度は長期にわたって突出しており、上記の理由等による通貨上昇圧力を物語っていると考えられる。

<sup>4</sup> 2013年はGDP比0.005%の黒字、直近5年平均では0.18%の黒字（IMFデータより）。赤字の年も存在するが、極めて小幅に留まる。

(図表 13)



(図表 14)



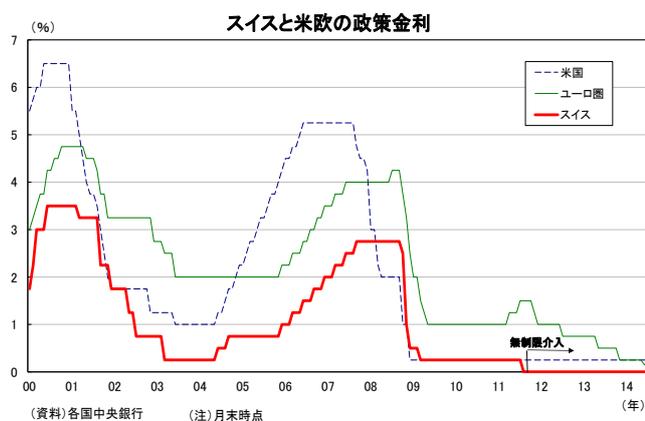
### ② 最近の追加マイナス材料

さらに、最近はフラン高圧力緩和にとつての障害が増えている。一つはユーロ圏の金利低下だ。欧州債務危機は沈静化したものの、ユーロ圏のあまりにも緩慢な景気回復とデフレ懸念を受けて、ECB（欧州中央銀行）は政策金利の引き下げを継続、14年6月にはついに0.15%まで引き下げるとともに、銀行がECBに資金を預ける金利である預金ファシリティ金利をマイナス化した。スイスの政策金利は無制限介入に先駆けて11年8月から実質ゼロ金利<sup>5</sup>となっていたが、以降も不変のため、ユーロ圏との間の政策金利差（ユーロ圏－スイス）はかなり縮小することになった（図表 15）。

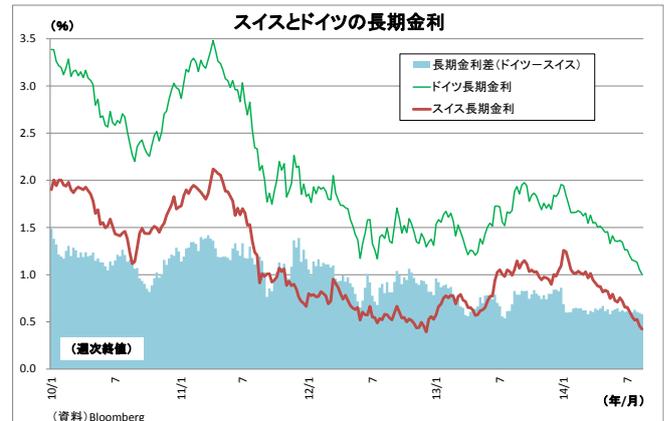
また、ユーロ圏では利下げやデフレ懸念等を受けて、長めの金利も低下基調を強めている。最大の経済規模を持つドイツの長期金利（10年国債利回り）は、一時史上初めて1%の大台を割り込み、もともと低位にあり、下げ余地の少ないスイスとの長期金利差（ドイツ－スイス）は縮小している（図表 16）。ユーロ圏との金利差の縮小は、相対的なユーロの魅力低下とフランの魅力上昇を意味しており、フラン高圧力緩和が遠のいた感がある。

また、昨年から頻発し、なかなか収束のメドが立たないウクライナや中東の地政学リスクもフランの魅力を上昇させる要因になっている。

(図表 15)



(図表 16)



### ③ フラン安ユーロ高の条件

<sup>5</sup> スイスの政策金利（誘導目標）は3ヵ月物 LIBOR であり、厳密には 0.00～0.25%

また、フランとユーロの連動性にも注意が必要だ。経済の関係性が強いと考えられるが、過去の実効レートの変動を見ると、両者の短期的な連動性は強い（図表 17）。また、2012 年後半から 14 年初にかけて欧州債務危機が緩和し、ユーロの実効レートが上昇した局面においても、フランがこれに追随する動きを見せたため、フランの対ユーロレートが大きく下落することは無かった。

このことから、フランがユーロに対して大きく水準を切り下げるためには、かなり強い材料が必要になると考えられる。

過去 2000 年代にフラン安ユーロ高の大幅な水準調整が入った時期としては、02 年半ば～04 年初頭にかけてと、06 年初～07 年末にかけての 2 つの時期があった。

前者については、2000 年以降の急激な米国の利下げや米財政赤字拡大を受けたドル安が嫌気された時期にあたり、ドルに集中していた外貨準備の分散化需要などで、世界第 2 の通貨としてのユーロ買い圧力が強まったことが主因とみられる。また後者については、米国の利上げが打ち止めとなり、利下げに転じる一方で、ユーロ圏は利上げを続けたことで、ユーロの高金利通貨としての側面が強まり、資金流入が進んだものとみられる。つまり、両局面ではユーロの吸引力が大きく高まった。

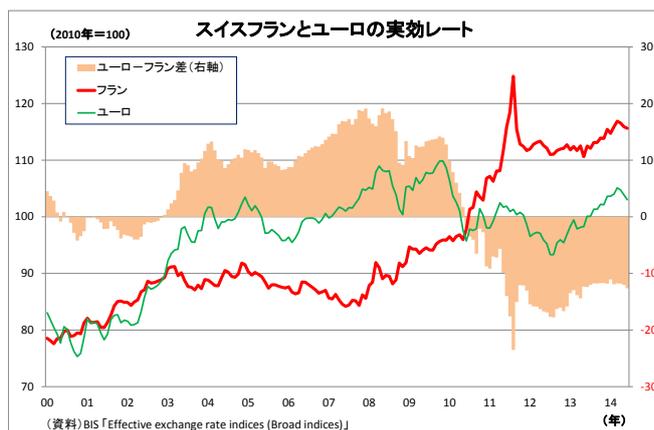
一方で、現在の情勢を見ると、当面ユーロの魅力が大幅に高まる兆しは見えない。冴えない経済状況やデフレ懸念を受けて、ECB の金融緩和が長期化するの避けられない。また、ユーロの危機対応の枠組み整備は進んだとはいえ、債務危機であらわになったひずみ（財政不統合や域内格差）の解消には時間がかかる。

従って、スイスの無制限介入もかなり長期化しそうだが、それが許されるのは副作用が許容範囲に留まるうちだ。もし今後も当局による住宅価格抑制策が功を奏せず、さらに住宅バブルの様相が色濃くなったり、他の領域におけるひずみといった副作用が強まっていけば、現状は住宅価格対策の利上げに否定的な SNB が ECB に先駆けて利上げせざるを得なくなる可能性も排除できない。利上げは通貨の強力な上昇要因となるため、そうなればフラン高圧力が強まるだろう。しかし、その際に追加で為替介入を行うことは、利上げをしながら量的緩和を強化することになるため整合性が取れなくなる。また、外貨準備と資金供給量がさらに膨らむことで、副作用のリスクが拡大してしまうというジレンマもある。

なお、スイスが積極的に取れるフラン安方策としては、上限維持ライン（介入ライン）を 1 ユーロ 1.3 フラン等に引き下げるという手がある。しかしながら、この場合もアナウンスメント効果だけで効かないのであれば、強引に為替介入によってフランを押し下げる必要が生じ、副作用のリスクを拡大させてしまうことになる。

さらに、仮にフラン安が実現し、無制限介入策を打ち切ったとしても、外貨準備の問題は別途残る。

（図表 17）



日米のような自国国債買入れによる量的緩和の場合は、中央銀行が国債を売却しなくとも、国債が満期を迎えれば、償還によるマネタリーベースの縮小が可能となるが、SNB の場合はそうはいかない。SNB の外貨準備も大半は外債で保有されているので満期は存在するが、満期を迎えたとしても外貨としては残ってしまう。マネタリーベースを縮小させるにはこれまでとは逆の外貨売りフラン買い介入を行わなければならないが、結果としてフランに上昇圧力がかかる。フラン買い介入を避けるためには、巨大なマネタリーベースを維持したままで、副作用を抑えつつ、円滑な金融政策の調節を行う手段が必要となる。

いずれにせよ、SNB が無制限介入策を無事に完全収束させるには、様々な問題をクリアしていく必要があるようだ。

#### 4—終わりに…日本にとっても他人事ではない

これまで見てきたとおり、スイスの無制限介入という大胆な挑戦はまだ道半ばであり、最終的にソフト・ランディング出来るのかどうかについては、まだ予断を許さない。

そして、スイスの今後の帰趨は日本にとっても決して他人事ではない。異次元緩和で大量の資金供給を続ける日本では、マネタリーベースが急速に積み上がっており、今年末には GDP 比で 50% 台後半と、現在のスイスのレベル（GDP 比 60.3%）に接近する見込みだ。その後も現在のペースで異次元緩和を続ければ、15 年前半中にはスイスを上回る計算だ。日銀の異次元緩和は長期化すると見られ、またいずれ異次元緩和を停止したとしても資産売却は困難とみられるため、マネタリーベースが膨張した状況はさらに長引くだろう。従って、わが国でも金融緩和状態が長引くにつれて、バブル等のひずみへの警戒や対応が必要になってくる可能性がある。

スイスの無制限介入と日本の異次元緩和では購入資産の対象が異なるという面はあるものの、大規模な量的金融緩和という面では共通している。従って、日本に先駆けて大規模量的緩和に踏み出したスイスにおける副作用の状況やその舵取り、最終的な収束に向けた出口戦略は、日本の経済と金融政策の先行きを考える上で貴重な教訓となる。