

# 基礎研 レター

## スイス無制限介入策が突如終了 ～フラン急騰、中銀の信認に傷

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—スイスフランの上限撤廃、フラン急騰

1月15日、スイスの中央銀行であるスイス国立銀行（以下、「SNB」）はスイスフラン（以下「フラン」）の対ユーロ為替レートについて設定してきた1ユーロ=1.2フランという上限を撤廃した。

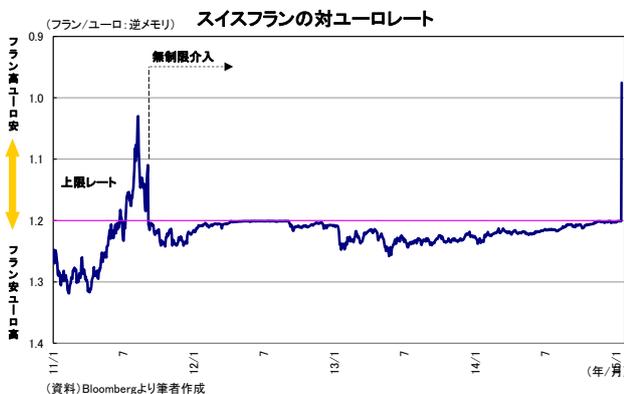
SNBは2011年5月以降の急激なフラン高ユーロ安がスイス経済への深刻な脅威となり、デフレリスクが高まったことへの対応として、同年9月に上限を設定、フラン売りユーロ買いの「無制限介入」を通じてこのラインを死守する（これ以上のフラン高は許さない）政策を3年余り継続していたが、突然の政策変更となった。同時に22日から開始予定の中銀への預金に対するマイナス金利幅を、当初の0.25%から0.75%に拡大した。

この発表を受けて市場では大量のフラン買いユーロ売りが発生し、フランは一時1ユーロ=0.86フランまで約4割も高騰した（図表1）。足元では1ユーロ=1.01フラン前後で推移しているが、それでも発表前と比べて2割ほどのフラン高水準にある。

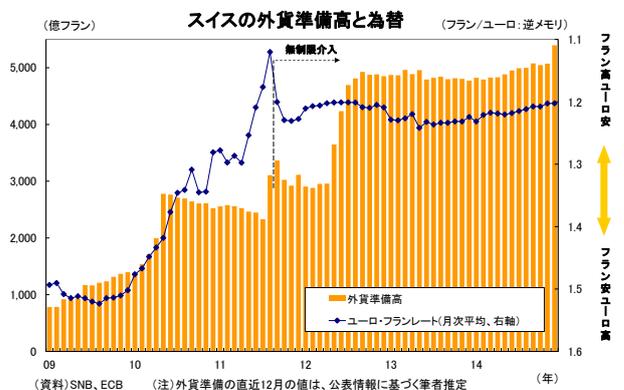
### 1 | 上限撤廃に至った経緯

筆者はSNBが無制限介入策を開始して以降、その特異な政策に注目してきたが<sup>1</sup>、直前まで継続の意

（図表1）



（図表2）



<sup>1</sup> 政策の内容や狙い、効果や副作用などは、「[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）、「[スイス“無制限介入”のその後を追う](#)」（ニッセイ基礎研レポート2014-08-21）ご参照

志が示されていただけに、このタイミングでの終了は予想外であった。

SNB の声明文には「フランは未だ高いものの、全体として過大評価は低減した」ことが今回の終了の理由として挙げられ、「ユーロが対ドルで下落したことで、(対ユーロで上限設定してきた)フランの対ドルレートも同時に下落し、上限設定(無制限介入)はもはや正当化されなくなった」との補足説明がある(ただし、必要であれば今後も為替介入を実施するとの方針も示している)。

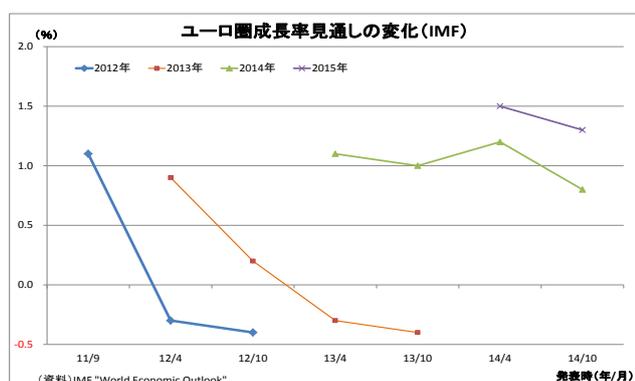
しかし、この説明には違和感がある。もともとスイス経済はユーロ圏との繋がりが強く、だからこそ対ユーロでの上限設定を行ったはず。いきなり対ドルレートを持ち出すのは唐突感がある。さらに、上限を撤廃すれば、フランの上昇容認と受け止められて大量のフラン買いが発生し、多くの通貨に対してフランが高騰することは予想できたはずだ(そして、実際にそうなっている)。SNBのジョルダン総裁が会見で「持続不可能であったため上限を撤廃した」と説明したとの報道(2015.1.16 ロイター)もある。

実際、SNBは最近大きな苦境に陥っていた。それはフラン高圧力の高まりだ。ECBが6月にマイナス金利を導入したうえ、近々量的緩和に踏み切るとの観測が高まり、ユーロ安フラン高圧力が増していた。さらに、原油価格急落に伴うリスク回避地合いの中で、安全資産としての側面が強いフランに対する需要も高まっていたとみられる。この状況を受けて、SNBは対ユーロでの上限を死守するために昨年12月にマイナス金利の導入を決定するとともに、フラン売りユーロ買いの為替介入を実施したが(結果、12月の外貨準備は増加、図表2)、大した効果を得られていなかった。

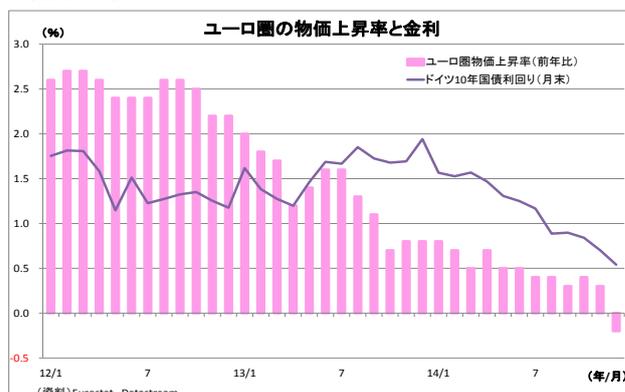
来週にはECBが量的緩和に踏み込む可能性があり、そうするとSNBはますます介入を活発化せざるを得なくなる可能性があった。ただし、これ以上介入を続けることはリスクが高く、ECBへの追従をあきらめたというのが実情だろう。

そもそも、SNB自身も当初は無制限介入策をここまで続けざるを得なくなるとは思っていなかったのではなかろうか。IMFの世界経済見通しにおけるユーロ圏の見通しが下方修正を頻繁に繰り返しているように(図表3)、ユーロ圏の回復ペースは思っていたよりも鈍く、需給ギャップが縮小せず、物価の低迷が長引いた(図表4、最近はさらに原油安の影響がプラスされている)。結果、ECBは緩和スタンスを強化し続けておりユーロが下落、SNBも無制限介入策をやめられなくなったと考えられる。

(図表3)



(図表4)

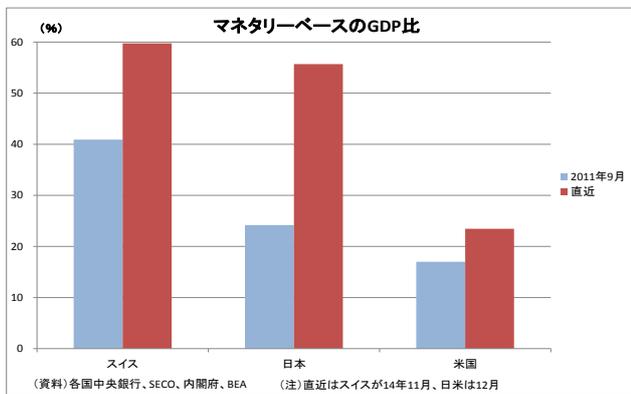


SNBは自らが為替介入を行う仕組みであるため、自身のバランスシートに多大な外貨準備を背負う。この外貨準備の膨張は為替変動による毀損リスクを有する。実際、SNBはこれまでもたびたび為替差損を発生させている。

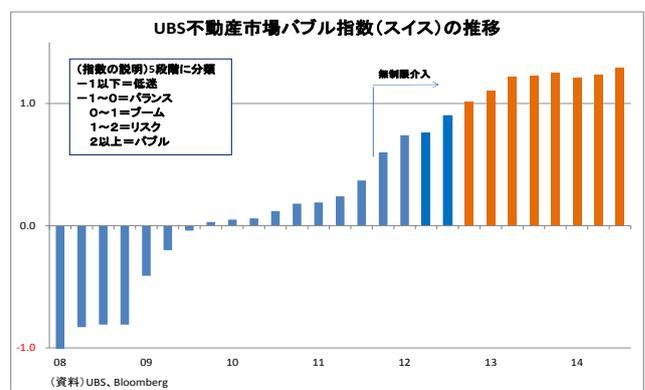
さらに、介入に必要な資金は通貨の発行によって賄うため、介入は量的緩和の側面を持つ。外貨準備の膨張は通貨量も膨張を通じて、バブルなどを発生させるリスクがある。既にSNBの直近のマネタリーベースは名目GDPの約6割と、異次元緩和中の日銀(56%)をも上回っており、先進国で最大規模にある(図表5)。スイスでは大量のマネーを背景として住宅価格の過熱感が強まっており、UBSが公表しているスイス不動産バブル指数も12年10-12月期以降、バブルの一つ手前の警戒ゾーン(1~2)に突入している(図表6)。スイス政府は13年9月より銀行に住宅ローンの規模に応じた自己資本の上乗せを義務付け、さらに、その後上乗せ水準引き上げを実施したが、住宅市場の加熱感は収まっていない。

従って、今後も無制限介入策を続ければこれらのリスクをますます高めてしまう懸念があった。

(図表5)



(図表6)



## 2—無制限介入策終了の影響

今回、フランの上限を撤廃し、無制限介入を終了したことの影響はフランの為替レートが今後どうなるかによるが、もともと双子の黒字を抱えて通貨高圧力がかかりやすいこともあり、上限撤廃前の水準に戻すのは容易ではなく、高止まりが続きそうだ。

そうすると、スイス経済に対しては、景気への逆風が強まることになる。同国はもともと輸出依存度が突出して高いだけに、フラン高に伴う輸出の減速の影響が危惧される。また、もともとマイナス圏に陥っていた物価上昇率が通貨高でさらに押し下げられ、デフレ色が強まる可能性がある。

SNB自体にも多大な影響が予想される。SNBは既に膨大な外貨準備を積み上げてきただけに、フラン高(すなわち外貨安)になれば損失が発生する。

14年9月末時点の外貨準備の構成を見ると、ユーロが45%、米ドルが29%となっており、この2通貨で全体の7割強を占める(次頁図表7)。

足元のユーロの対フランレートは、上限撤廃前に比べて約2割下落、米ドルも約15%下落している。

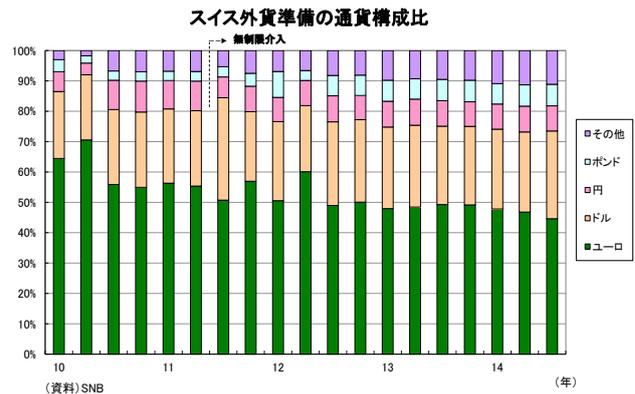
従って、外貨準備の構成が9月末から変わらず、簿価が昨日の上限撤廃直前と同値と仮定すると、この2通貨だけで600億フラン(8兆円)強の損失が発生したことになる。

また、今回の件でSNBの信認も傷ついたと考えられる。確かに、無制限介入策によって、これまで3年間、フラン高ユーロ安を食い止めたという意義はあるが、収束はソフト・ランディングとは言えない。今後のフランレートの動向

によって評価は変わるだろうが、今のところフラン高は食い止められず、外貨準備に損失を抱え、通貨量は膨張、住宅価格の過熱感は高まったままだ。

今後の政策運営を考えた場合も、今回直前まで上限維持スタンスを見せていただけに、これから市場がSNBの政策方針をどこまで信用するかは不透明だ。

(図表7)



### 3—無制限介入策の残した教訓

これまで3年あまり、SNBの無制限緩和策の始まりとその終わりを見てきたが、ここには重要なメッセージが残されている。金融政策は最終的にソフト・ランディングさせるまでが重要ということだ。SNBの無制限介入策は確かに当初効果を発揮したが、外部環境の悪化で、これ以上のリスクが取れない状況になり、突然市場に混乱を起こして終了した。スイス経済への今後の影響も危惧される。

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ため同列に論じることはできないものの、大規模な量的金融緩和という面では共通している。日銀の物価目標達成はまだかなり先になりそうだが、未来永劫異次元緩和を続けるわけにはいかない。日銀は「出口戦略を語るのは時期尚早」とのスタンスを続けているが、刻々と変わる情勢の中で出口に至るまでのリスクを制御し、最終的に出口戦略をうまく着地させる道筋を常に考えておかなければならない。日銀のマネタリーベースのGDP比はもうじきSNBを抜き去る。それだけ潜在的なリスクや出口戦略の難易度も上がっていると考えられるため、日銀の舵取りは今後一層重要になる。