

Pictet Global Market Watch

スイスの金融政策：中央銀行の危険な決定

2015年1月15日、スイス国立銀行（中央銀行、SNB）はユーロに対して設定していたスイスフランの上限を突然撤廃しました。スイスフランが足元の水準で推移することとなれば、スイス経済に深刻な影響が及ぶものと懸念されます。1月22日の欧州中央銀行（ECB）理事会を控え、為替動向が注視されます。

スイスフランの上限撤廃

2015年1月15日、スイス国立銀行（中央銀行、SNB）は、ユーロに対して設定していたスイスフランの上限を突然撤廃しました。これを受け、対ユーロのスイスフランは前日比+18%強と急騰しました。ピクテでは、SNBの決定が不適切なものであり、スイス経済を危険にさらすことになると考えます。

SNBの決定は政策上の誤り

2015年1月15日、SNBはユーロに対して設定していた1ユーロ=1.20スイスフランの上限を撤廃し、「上限維持のための外貨買いを即刻停止する」旨の発表を行いました。

代替案を提示することなく、対ユーロのスイスフラン上限を撤廃するというSNBの決定は、青天の霹靂（へきれき）以外の何物でもありません。ピクテでは、SNBの決定が政策上の誤りであり、スイス経済を危険にさらすと同時に、当分の間SNBの信任を損なうことになると考えます。2015年1月12日には、ダンティエヌSNB副総裁が、「すべての要因を再検討した結果、対ユーロのスイスフランの上限レートが当行の金融政策の要であることを再確認した」旨を明言したばかりです。今後、SNBの口先介入は、従来に比べ、遥かに効果が限定されると考えます。

SNBは、スイスフランの上限撤廃と同時に、中銀預金金利（市中銀行がスイス中銀に預ける預金の一定額を超える残高に適用する金利）を-0.25%から-0.75%に引き下げる一方、この金利を適用する基準残高は据え置きました。したがって、スイスフラン建て3ヵ月物ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の誘導目標範囲も、-0.75%～+0.25%から-1.25%～-0.25%へと引き下げられました（[図表1参照](#)）。

図表1：スイスフラン・ユーロ為替レートの推移
（期間：2010年1月～2015年1月）



出所：ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

SNBは今回の決定の背景について、「対ドルのユーロ安の進行が対ドルのスイスフラン安をもたらす状況では、対ユーロのスイスフラン上限を維持することはもはや正当化されないとの判断に至った」と説明しています。このような説明には意外感を禁じ得ません。通貨バスケットの実効為替レートに対するスイスフランの過去2年あまりの趨勢が、対ユーロのスイスフランの推移と似通ったものだからです。ドルは、2012年から2013年にかけて大幅に下落した後、ここ数ヵ月、急上昇していますが、米国はスイスの輸出の僅か10%強を輸入しているに過ぎません。

一方、SNBのヨルダン総裁は、記者会見の席上で、欧州中央銀行（ECB）の量的金融緩和観測やロシアならびにギリシャ情勢を受けた安全資産への資金の流れを勘案し、スイスフランの上限持続は困難だと判断したことが主な理由であると述べています。スイスフラン買い圧力は確かに強く、目先、一段と増すことも考えられます。

<次ページに続きます>

とはいえ、上限レートがもはや存在しない状況への対応は、従来以上に困難なものとなることが想定されま

す。

スイスフランは前日比18%の急騰

スイスフランは、SNBの決定を受けて、瞬間的に1ユーロ=0.85スイスフランに急騰し、恐らくSNBの介入により、1ユーロ=1.02スイスフラン近辺に戻り安定推移しています。

この水準で安定推移するとしても、スイスフラン高が進むとしても、スイスフランは明らかに割高です。国内経済に大きな下押し圧力がかかると同時に、総合インフレ率も大幅に低下することが予想されます。一方、ユーロが1ユーロ=1.10-1.15スイスフラン近辺に回復すれば、スイス経済への影響は限定的かつ一時的なものに留まるものと考えます。かかる水準の為替レートは、比較的健全な経済成長と両立可能だと考えるからです。

もっとも、ユーロの回復は可能なのかという疑問は残ります。純粋に経済的な観点からすると、ユーロの回復は理に適っているように思われます。スイスフランは明らかに割高であり、調整が無い限り、スイス経済の大幅な減速をもたらすことが予想されます。また、金利のマイナス幅が広がれば、スイスフランの一段の上昇に賭けることは投資コストの更なる上昇を意味します。

スイスフランの問題は、安全資産としての魅力を備えていることです。したがって、ロシアやギリシャを巡る不透明な状況が続き、ECBの量的金融緩和と観測が広がる現状で、スイスフランの為替レートを予測することは危険が高いと考えます。ECBが22日の理事会で大規模な量的金融緩和を発表すると同時にシステムック・リスクが強まることとなれば、ユーロが1ユーロ=1スイスフランのパリティを超えて売られる可能性も否めません。SNBは1月15日、「今後も必要とあらば通貨市場での行動を続ける」と明言していますが、具体的な上限を欠いた介入は従来と比べて遥かに効果の薄いものとなることが証明されると考えます。

一方、ECBが再度市場を失望させることとなり、政治的な進展が奏功してギリシャのユーロ圏離脱の可能性が減ることとなれば、ユーロは1ユーロ=1.05スイスフラン近辺で安定し、今後数ヶ月のうちに1ユーロ=1.10スイスフランを回復する展開もあり得ると考えます。

スイスの金融情勢は極めてタイトです。足元のスイスフランの実効為替レートは17%あまり上昇したものとみられますが、これは金利が400ベーシス・ポイント(4%)上昇したのに等しい影響をもたらします。この影響を相殺するのは、仮にSNBが金利をさらに引き下げたとしても困難です。

スイス経済への打撃

SNBの決定は、スイスの経済成長を阻害し、(2014年12月、前年同月比-0.3%に落ち込んだ)総合インフレ率を更に押し下げることが明らかです。スイス経済は極めて開放的であり、輸出がGDPのおよそ50%を占めています(輸出の45%程度がユーロ圏向けです)。前述の通り、ユーロが1ユーロ=1.05スイスフラン近辺で安定推移し、その後1ユーロ=1.10スイスフランに向けて回復するものと想定した場合、2015年のGDP成長率は2014年を下回り、2016年の数値が2015年を大きく上回る公算も低いと考えます。また、インフレ率が前年同月比-1.5%近辺に低下する可能性も否めません。ユーロが1ユーロ=1.0スイスフランのパリティを超えて長期的かつ大幅に下落するような、想定し得る最悪の状況が実現するとなれば、スイス経済は景気後退(リセッション)かつデフレの状況に陥る公算が高いと考えます。

SNBのスイスフラン上限撤廃のコストは、同行の信任を損なったことだけではなく、今後の通貨介入の効果を減じたことです。また、SNBの巨額の損失を意味するものでもあります。足元の為替レートで同行のバランスシートを時価評価すると、恐らく外貨準備は15%程度減少し、約5,000億スイスフランから約4,250億スイスフランになったとみられます。これほどの規模の含み損は、2014年11月時点では730億スイスフランとなっていたSNBの引当金ならびに自己資本の総額にほぼ等しいものと見込まれます。もっとも、このような試算は、今後のスイスフランの動向次第です。ユーロが1ユーロ=1.0スイスフランのパリティを下回って下落することとなれば、状況は更に悪化し得ると考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。