

2015年1月27日
No.2014-048

スイスショックが日本に突きつけた教訓

調査部 研究員 井上肇

《要 点》

- ◆ 1月15日のスイス国立銀行による突然の政策変更とそれに伴うフラン相場の急騰は、日本に対して重要な教訓を突きつけた。
- ◆ 第1は、米国やユーロ圏などの大国・地域の金融政策を反映して動いている市場の流れにその他の国が自国の金融政策だけで抗うのが難しいということ。今回、米国とユーロ圏との金融政策の方向性の違いが鮮明化するなかで、スイスの金融政策だけではユーロフラン相場に及んできたユーロ売り・フラン買いの流れを変え難かった。日本においては、当面、米国の金融政策正常化の動きが本格化するなか、円安ドル高の流れが大きく転換する公算は小さいだろうが、中長期的な景気循環の中で、FRBが再び金融緩和の方向に舵を切る局面が訪れた際には、困難に直面するかもしれない。
- ◆ 第2は、官製の需給操作を行ってきた政策の出口戦略には困難が伴うということ。スイスの経験は、今後、日銀がマネタリーベースの拡大をやみくもに続けても、物価目標の達成が約束されているわけではないことを示唆しており、日銀の国債買い入れ額は一段と膨らんでいく可能性がある。日銀の国債買い入れが長期にわたり、累積的な国債買い入れ額が膨らむほど、官製の需給操作が極限に近づくことにより、潜在的なリスクや出口戦略の難しさが増してくるようになると思われる。たとえ日銀が物価目標を達成できるような状況になった場合でも、官製の需給操作により長らく押さえつけられてきた市場の金利が、ファンダメンタルズから正当化される適正水準から大きくかい離してしまっていることが予想される。そうした状況のなかで、日銀は、長期金利の急騰を招かず、いかに「量的・質的金融緩和」の撤収を図っていくかという難題に直面することになるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920

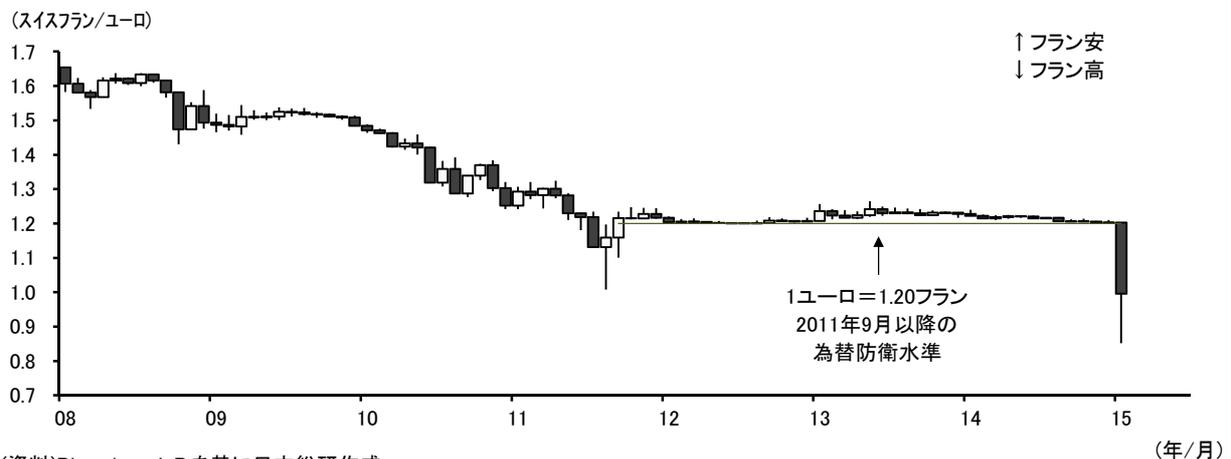
Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

1. SNB の突然の政策変更が招いたフラン急騰

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、2011年9月以降1ユーロ=1.20スイスフラン（以下、フラン）に設定していたユーロフラン相場（フランの上限）を撤廃すると突然発表した。このことは同時に、SNBが1ユーロ=1.20フラン付近で実施してきた無制限のユーロ買い・フラン売り介入を放棄したことを意味する。

SNBの発表を受け、ユーロフラン相場は1ユーロ=1.20フラン近辺から一時0.85フランまで急落した（ユーロ安・フラン高、図表1）。2011年9月にフランの上限を設定して以降、防衛水準である1ユーロ=1.20フラン付近からフラン安方向に振れる場面はあったものの、昨年末以降は再びフラン高に振れ、1ユーロ=1.20フランにほとんど張り付いた推移が続いていた。ギリシャの政局不安などを背景にリスク回避の動きが強まり、「リスクオフ通貨」とされるフランが選好されやすくなったことや、ECBの量的緩和導入観測の強まりを背景にしたユーロ安の受け皿としてフラン買い需要が強まっていたことが示唆される。ちなみに、ユーロフラン相場の変動幅をドル円相場で置き換えると、1ドル=120円近辺から85円近辺まで急落（ドル安・円高）したイメージとなる。

（図表1）ユーロスイスフラン相場の推移（月足）



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
（注）2015年1月は1月23日まで。

2. 持続性が疑われる政策を続けてきた SNB

フラン相場の上限を撤廃した背景について、SNBの声明文では、「この例外的かつ一時的な手段はスイス経済を深刻な打撃から保護した。スイスフラン相場は依然として高いものの、上限設定以降、全体としての過大評価は弱まった」「ユーロは対ドルで急落し、その結果、スイスフランも対ドルで弱くなっている。こうした状況下、SNBは対ユーロでの上限設定はもはや正当化されないとの結論に至った」と説明している。もっとも、なぜ今回のタイミングで突然の政策変更が行われたのかは釈然としない¹。

本音の理由は別にあつたのではないかと推察される。SNBが2011年9月にフランの上限を設定して以降、無制限の為替介入で特定の為替相場水準を防衛し続けるという政策の持続性について懐疑的な見方は出ていた。実際には、3年4ヵ月の長期間にわたって政策が続けられることになったが、ユーロフラン相場への介入を続けた結果、スイスの外貨準備高は、昨年12月時点で4,951億フラン

¹ 通常、SNBは年4回（3、6、9、12月）に金融政策決定理事会を開催して金融政策の見直しを行っているが、1月15日は臨時会合で政策変更が決定された。

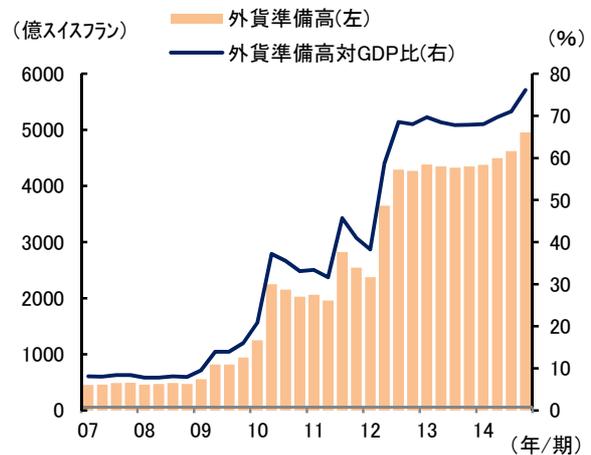
と過去最大規模となり、対名目 GDP 比で7割を超える規模に膨らんでいた(図表2)。昨年秋以降、ECB の国債購入を伴う量的緩和導入観測が高まっており、ECB が量的緩和に踏み切れば、ユーロ売り・フラン買いの圧力が強まり、介入に伴う外貨準備の膨張が一段と進む可能性があった。SNB は、膨大な外貨準備を抱えてから上限を撤廃すれば、ユーロ急落により SNB が巨額の含み損を抱えかねないリスクを懸念していた可能性がある。

加えて、SNB の介入は、ユーロ買いの対価として売却したフランを吸収しなかったため(非不胎化)、マネタリーベースの増加につながった。SNB によるフラン高抑止の介入は、2008年9月のリーマン・ショック以降、断続的に実施されてきたものの、無制限介入に踏み切った2011年9月以降、マネタリーベースが急増した。スイスのマネタリーベースを日・米・ユーロ圏・英と比較すると、SNB が実質的に大規模な量的緩和を実施してきたことがみてとれる(図表3)。スイスのマネタリーベースの対 GDP 比は60%程度と、1月22日に ECB が国債購入を伴う量的緩和を導入したユーロ圏の10%程度、FRB、BOE が量的緩和の拡大を既に停止

している米・英の20%程度を大幅に上回っているだけではなく、日銀が「量的・質的金融緩和」を続けている日本の50%程度さえも上回っている。スイスでは、大都市部を中心に住宅価格の上昇が続いており、SNB は、マクロプルーデンスの観点から無制限介入に伴う過度な金融緩和を続けることができないとの判断に至った可能性もある。後講釈になるが、スイスの大量の積み上がった外貨準備やマネタリーベースをみれば、SNB がいずれ政策変更を迫られるであろうことは自明の理であったように思われる。

ちなみに、スイスと日・米・ユーロ圏・英の主要国中央銀行のバランスシート(総資産)の対 GDP 比を比較すると、FRB、ECB、BOE が20%程度であるのに対し、日銀は60%程度、SNB は80%程度と日銀と SNB だけが突出している(図表4)。

(図表2)スイスの外貨準備高



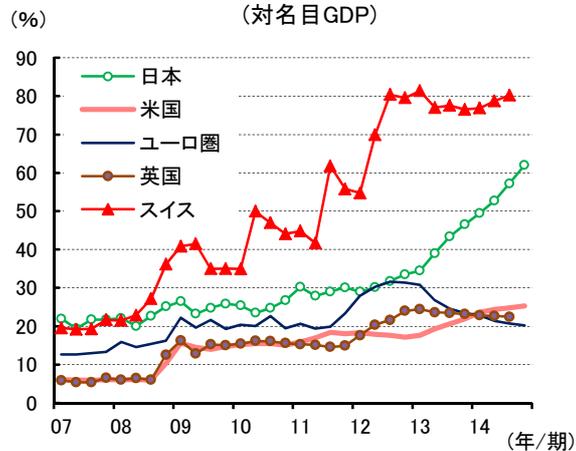
(資料)SNB、SECOを基に日本総研作成
(注)外貨準備は、IMF基準。

(図表3)日米欧のマネタリーベース (対名目GDP)



(資料)日銀、内閣府、米FRB、商務省、ECB、Eurostat、BOE、ONS、SNB、SECO

(図表4)日米欧中央銀行の総資産 (対名目GDP)



(資料)日銀、内閣府、米FRB、商務省、ECB、Eurostat、BOE、ONS、SNB、SECO

3. スイスショックが日本に突きつけた教訓

今回スイスで起こったショックは、日本に対して重要な教訓を突きつけたといえる。第1は、米国やユーロ圏など大国・地域の金融政策を反映して動いている市場の流れにその他の国が自国の金融政策だけで抗うのが難しいということである。

今回 SNB は、フラン相場の上限撤廃(無制限介入の放棄)と同時に、預金金利及び政策金利をさらに引き下げたものの、為替市場でのフランの急騰を食い止めることができなかった²。しかも、既にみたとおり、スイスのマネタリーベースは、2011年9月のフラン上限設定から今回の撤廃に至るまでの間に大きく増加し、金融緩和の量という観点でみても日米欧の主要国以上に緩和的な金融環境となっていたにもかかわらず、こうした結果を招いてしまったわけである。

ユーロドル相場においては、「金融政策の正常化を着実に進める米国」と「大規模な量的緩和に踏み込むユーロ圏」という金融政策の方向性の違いが鮮明化し、これを映じたユーロ安の流れが強まっていた。スイスの金融政策だけではこうした構図を映じてユーロフラン相場に及んできたユーロ売り・フラン買いの流れを変え難かったといえる。

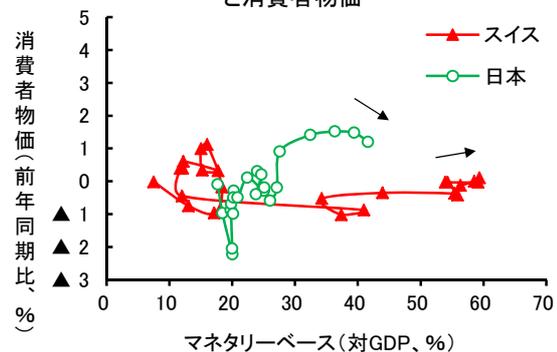
このことは、2008年のリーマン・ショック以降、日銀がいくら量的緩和を拡大しても、FRBの金融緩和強化期待などに起因する円高ドル安の流れを食い止めることができず、断続的に円売り介入に追い込まれた2011年までの日本の経験を思い起こさせる。当面は米国の金融政策正常化の動きが本格化するなか、円安ドル高の流れが大きく転換する公算は小さいだろうが、中長期的な景気循環の中で、FRBが再び金融緩和の方向に舵を切る局面が訪れた際には、日本は再び困難に直面するかもしれない。

第2は、官製の需給操作を行ってきた政策の出口戦略には困難が伴うということである。SNBの無制限介入の放棄は、官製の需給操作を行ってきたフラン相場の急騰というショックをもたらした。わが国においても、国債市場に対して強烈的な官製の需給操作を行っている日銀の「量的・質的金融緩和」の出口戦略が容易ではないであろうことは想像に難くない。

日銀の「量的・質的金融緩和」がSNBの無制限介入のように突然放棄されるリスク自体は高くはないと考えられる。第1に、SNBのやり方は稚拙であったように思われる。政策変更を行う前に市場との対話を図りながら、徐々にフェードアウトしていくという選択肢をとることもできたはずである。第2に、スイスでは、無制限介入に伴い、SNBの総資産の大半が外貨建て資産となってしまうのに対し、わが国では日銀が国債買い入れを続けても、日銀の総資産の大半は円建て資産のままであるため、わが国の財政健全化が進むことを前提とすれば、SNBに比べて日銀の資産劣化のリスクは小さいと考えられる。

とはいえ、日銀が積極的な金融緩和を続けたとしても、デフレからの脱却にはかなりの時間を要するよう思われる。スイスにおけるSNBの無制

(図表5)スイス・日本のマネタリーベースと消費者物価



(資料)米商務省、労働省、日銀、内閣府、SNB、SECO
 (注)期間は、2009年1～3月期から2014年7～9月期。
 マネタリーベースは2四半期先行。
 日本の消費者物価は消費税の影響を除く。

²市中銀行がSNBに預ける要求払い預金の一定額を超える残高に適用する金利をこれまでの▲0.25%から▲0.75%へと引き下げた。政策金利であるフラン建て3ヵ月物ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)誘導目標レンジも、これまでの「▲0.75%～+0.25%」から「▲1.25%～▲0.25%」へと引き下げた。

限介入はフラン高阻止を目的としたものであり、日銀のようなインフレ誘導を目的としたものではないものの、スイスではGDP比で6割もの大量のマネタリーベースを供給しながらも、デフレ傾向からは脱却できていない。昨年12月のスイスの消費者物価指数（CPI）は、前年比▲0.3%と下落が続いている。マネタリーベースの拡大で日本に先行しているスイスで物価が上昇していないことは、今後、日銀がマネタリーベースの拡大をやみくもに続けても、2%の物価目標の達成が約束されているわけではないことを示唆しており（図表5）、日銀の国債買い入れ額は一段と膨らんでいく可能性がある。

日銀の国債買い入れが長期にわたり、累積的な国債買い入れ額が膨らむほど、官製の需給操作が極限に近づくことにより、潜在的なリスクや出口戦略の難しさが増してくるようになると思われる。懸念されるのは、今後、たとえ日銀が物価目標を達成できるような状況になった場合でも、官製の需給操作により長らく押さえつけられてきた市場の金利が、ファンダメンタルズから正当化される適正水準から大きくかい離してしまっていると予想されることである。そうした状況のなかで、日銀は、長期金利の急騰を招かずに、いかに「量的・質的金融緩和」の撤収を図っていくかという難題に直面することになるだろう。なお、ユーロ圏では、ECBがデフレ阻止に向け1月22日の理事会で国債購入を含む量的緩和を導入したが、同じことが言えるだろう。

以上