

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月1日)

スイス中銀の美学：わけのわからなさ<sup>1</sup>

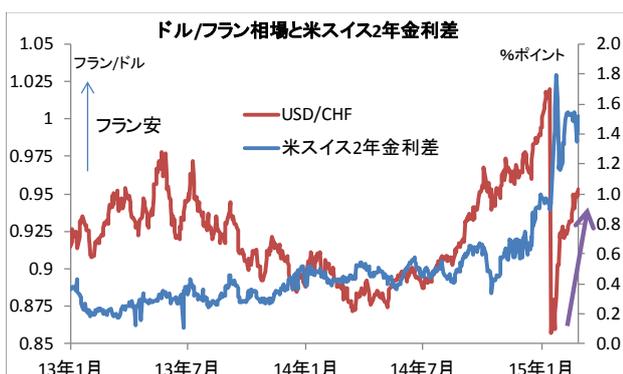
## ＜要約＞

スイスフランは1月15日の「SNBショック」を受けた急騰後、対ユーロ、対ドルでじり安傾向となっている。米景気の堅調と利上げ見通しを受けたドル高基調、およびギリシャ懸念の後退を受けたユーロ持ち直し地合いもあって、スイスフランは今後数か月間、軟調に推移するとみられる。但し、来年にかけて ECB の追加緩和が視野に入ってくると、スイス中銀はフラン高阻止をいずれ諦めるという前例が想起されフランの投機的な買入圧力が以前にも増して強まり、制御不能に陥るリスクを孕んでいるため、注意が必要だ。

## 足許はフラン小反落

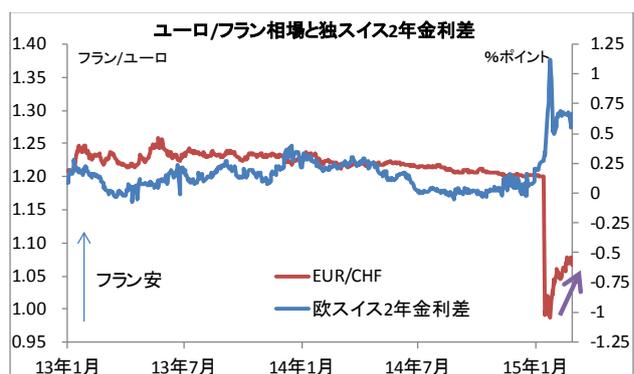
1月15日のスイス中銀による唐突なスイスフラン上限撤廃を受けた急騰の後、フラン相場は足許小反落している。ドル/フラン相場はフラン上限撤廃発表前の1.025フラン近辺から発表後に終値ベースで0.85フランへ急落（フラン高）した後、足許は0.95フランへ反発している（フラン反落、**図表1**）。ユーロ/フラン相場も、発表前の1.20フランから終値ベースで1.00フランへ急落（フラン高）した後、足許は1.06フランへ回復した（フラン反落、**図表2**）。

フラン小反落の背景として、①スイス中銀のフラン売り介入や、フラン上限撤廃と同時に決定した利下げ（スイスフラン LIBOR3 か月物金利誘導水準のプラス0.25～マイナス0.75%からマイナス0.25～マイナス1.25%への引下げ）を受けたフラン保有コストの上昇がじわじわと効いている面もあろうが、基本的には②ECBが1月22日の政策理事会で市場予想を上回る資産購入（量的緩和）を決定したが量的緩和決定自体は大方織り込まれていたこと、ユーロ圏景況感が改善を続けていること、そしてギリシャ支援問題でも2月末の期限より1週間以上も早く合意に達したこと、などを受けたユーロ安圧力の後退という外部要因が大きいとみられる。また、③当局が唐突に政策変更を行い、価格が急変するような通貨となったフランは取引やポジションを保有する場合のリスク管理が困難で、「わけがわからない」予測不可能性により取引が手控えられていることも、当局の介入やマイナス金利政策を効き易くしている面があろう。



図表1：米スイス2年金利差とドル/フラン相場

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成



図表2：独スイス2年金利差とユーロ/フラン相場

こうした状況下、ギリシャ懸念の後退や ECB の追加量的緩和が議論にならない中、今後数か月はフランの軟調が続くそう。特に対ドルでは、年央から秋に向けた米国の利上げ開始期待を受けたドル高と米スイスの金利差拡大を背景に、ドル高フラン安傾向が続くそう（**図表1**）。なお、スイス中銀は3月19日に四半期定例政策理事会を開催するが、ロイター調査によれば30人中28人が据え置きを予想、追加緩和は予想されていない。但し、まさに自らが引き起こしたフラン高によって3月理事会では成長率・インフレ予想が引き下げられ

<sup>1</sup> 安西信一著「ももクロの美学～わけのわからなさ」の秘密より。

る可能性が高く、当社はフラン安傾向の下では追加緩和やフラン売り介入が効き易いことから、追加利下げの可能性は小さくなく、サプライズを受けたフラン続落もあり得るとみている。因みに、スイス中銀は昨年12月11日の前回四半期理事会で、2015年、2016年のインフレ率を各々-0.1%、+0.3%と予想、2015年GDP成長率は+2%と予想されていた（フラン下落、3か月物LIBOR金利ゼロ%が前提）。またスイスでは今年10月18日に総選挙を控えており、フラン安政策強化に向けた政治的圧力が高まることも想定される。

### 「わけのわからなさ」から「覚悟のなさ」に転じるとき

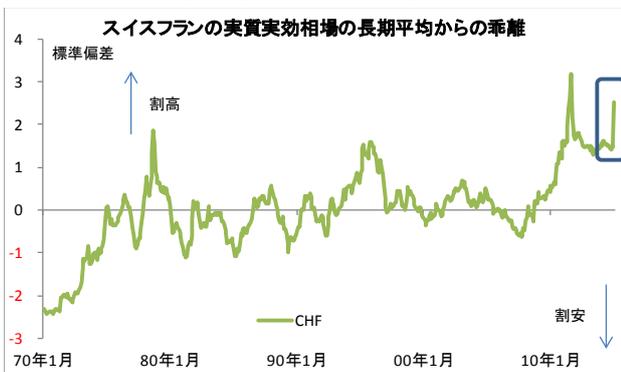
フランは急上昇の後じりじりと軟化しており、あたかもスイス中銀のマイナス金利が奏功し、結果として通貨高圧力が後退したかにみえなくもない。但しフランは上限撤廃前と比べて対ユーロで12%、実質実効ベースで9%（1月分月次計数の12月対比）依然として高い水準に留まっており（図表2、3）、現在のところ、スイス中銀およびスイス経済は上限撤廃から何も恩恵を受けておらず、むしろ状況は依然と比べ大きく悪化した。今後インフレ率や経済成長率が更に下方修正されよう。より重要なのは、フランへの資金流入の背景にあるユーロ圏の量的緩和やギリシャ危機が完全に解決した訳ではない点だ。他国の先例をみれば、通常デフレ克服は容易ではなく、量的緩和政策は最も短い英国で3年、米国で5年、日本では2001年から起算すれば実に14年間継続されており、なお完全な克服は道半ばだ。ECBも今後量的緩和を追加せねばならない局面が今年末から来年にかけて起こる可能性が高く、その際には再びフランにも買い圧力がかかるだろう。また、ギリシャ支援問題も6月末までひとまず延長されたが、その後の展開については不透明で、ギリシャのデフォルトリスクは完全には消えておらず、フラン高リスクが残っている。

ひとたびフラン買い投機が始まると、以前よりもコントロールが効かなくなる可能性が高い。それはスイス中銀がこれまで2度も、負けるはずのない戦いで負けた実績ができたためだ（リーマンショック発生後から2011年9月6日のフラン上限設定までフラン売り介入でフラン高を止められなかったのが1度目、今回フラン上限を維持できず撤廃に追い込まれたのが2度目）。

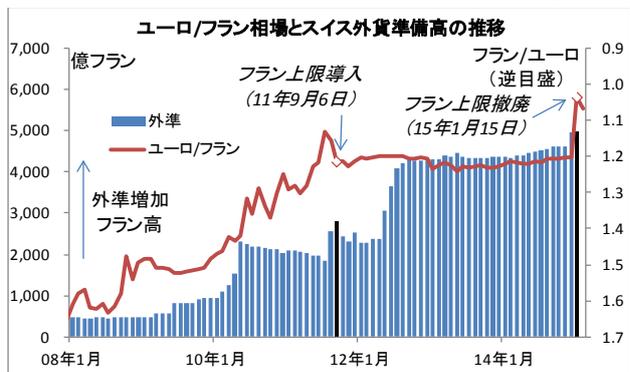
売却できる外貨の額が保有外貨準備額によって制限される本国通貨買い介入と、スイスや日本がこれまで直面してきた通貨高圧力に対する本国通貨売り介入の根本的な違いは、後者が本国通貨を無制限に発行・売却して外貨を無制限に買い続けることが理論上可能な点だ。スイス中銀も、本国通貨フランを無制限に発行して、それを基に外貨を必要なだけ買い続けられれば、フラン上限維持は可能だったはずだ。つまり、中銀は本国通貨売り介入で負けるはずがないのだ。フラン上限が維持され、介入等によって得たユーロなどの外貨価値が下がらなければ、決算上損失が出ることもない。実際、確かに上限設定初期や、その後第1次ギリシャ危機深刻化の際には外準額が増加しているが、その後は最近まで2年程度のあいだ外準額は安定しており、上限設定をしたからと言って常に介入を行わねばならない訳ではない（図表4）。

このため、本国通貨売り介入で中銀が負ける理由があるとすれば、やる気・覚悟が足りないか、中銀の本国通貨売り取引に対して何らかの実務的制限がある時だ。日本では、日銀ではなく外為特会が介入を行う関係上、外貨と引き替えに売る円の調達のために政府が政府短期証券を発行せねばならず、その政府短期証券に年間発行上限額が設定されていることが毎回話題になるが、これは当局に「やる気」さえあれば補正予算などで簡単に拡大でき、実際これまでこうした対応が取られてきた。スイスではこうした実務的制限はないとみられることから、負けた理由は「やる気・覚悟」の欠如に尽きる。

図表3：フラン実質実効相場の推移



図表4：ユーロ/フラン相場とスイス外貨準備高の推移



（注）フラン実質実効相場は、スイスにとって貿易上重要な通貨を、貿易比率に応じてウェイトを付けた上で指数化し、かつスイスと貿易相手国のインフレ率で調整したもの。実質相場は長期的に平均に回帰する傾向があるとされ、図表3では長期平均をゼロとして標準化、この水準を均衡水準とみることができる。

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

## フラン相場見通し：じり安傾向は盤石ではない

当面は、ギリシャ支援問題や ECB 追加量的緩和が市場の焦点とならない中で、米国の利上げ開始を睨んだドル高とスイスの大幅なマイナス金利を受けたフラン売りから、ドル/スイス相場のパリティ方向へのじり高（フランじり安）傾向が続きそうだ。ユーロ/フランも、ユーロ圏でインフレ率のマイナス幅拡大一服や景況感の持ち直しを背景としたユーロ売り圧力の後退もあって、1.10 フラン方向へじり高（フランじり安）となりそうだ。スイス中銀が何をしでかすか「わけがわからず」予測不可能な点も、目先はフラン取引を手控えさせ、金利政策や介入が効き易くなりそうだ。

但し、ひとたびギリシャ支援継続が不透明となる場合や、年末から来年にかけて ECB 追加緩和の必要性が高まってくると、スイス中銀のフラン高防衛に関する過去の失敗と覚悟の欠如が想起され、フラン反発が大きくなるリスクがある点、注意が必要だろう。

フラン/円相場については、4月以降の日銀の追加緩和の可能性を睨み、円の方が弱くなるとみていることから、フラン高円安方向を予想している。もっとも、上述のフラン急騰リスクが残るほか、円についても日銀が追加緩和を行わない場合の円高リスクがあり、フランと円は互いの上昇圧力がぶつかり合いもみ合いとなる面もありそうだ。

図表 5：当社のスイスフラン相場予想

通貨ペア	直近	15年3月末	15年6月末	15年9月末	15年12月末
<b>ドル/フラン</b>	<b>0.953</b>	<b>0.96</b>	<b>0.97</b>	<b>0.98</b>	<b>0.99</b>
(市場予想)		0.91	0.94	0.955	0.97
<b>ユーロ/フラン</b>	<b>1.067</b>	<b>1.10</b>	<b>1.10</b>	<b>1.10</b>	<b>1.10</b>
(市場予想)		1.01	1.03	1.04	1.05
<b>フラン/円</b>	<b>125.4</b>	<b>127.1</b>	<b>127.8</b>	<b>128.6</b>	<b>127.3</b>
(市場予想)		131.9	129.8	129.3	128.9

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日) 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日) 「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)
ドル	「ドルは高くない」(15年2月22日) 「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日) 「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：夜明け前が一番暗い？」(15年2月1日) 「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「イスラム国：掃討は相当困難？」(15年2月14日) 「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日) 「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日) 「米株価(S&P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)

**ディスクレイマー**

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

**プレビデンティア・ストラテジー株式会社**

金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641