

Special Report

金融市場調査部 シニアアナリスト
森本 淳太郎

スイス中銀の政策転換とフランの今後

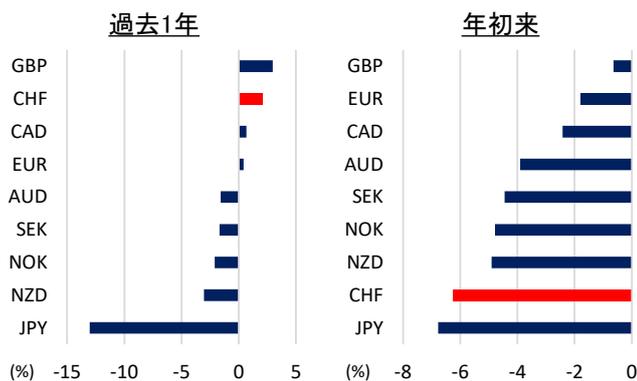
KEY POINT

- 2022 年以降堅調地合いを保ってきたスイスフランだが、2024 年に入ってからのパフォーマンスは急激に悪化。背景にあるのは中銀の通貨に対するスタンスの変化
- スイス中銀は伝統的に通貨高を嫌ってきたが、コロナ禍以降は輸入インフレの抑制のために一時的に通貨高を志向。為替介入も辞さず、通貨を下支えする姿勢を鮮明にしてきた
- しかし、迅速な利上げが奏功し、スイスのインフレ率は既に目標を下回る。中銀の声明文からも通貨高を志向する旨の文言は削除され、今後は再び通貨高抑制志向に
- スイス経済は底堅く、利下げペースも緩やかなものとなる公算。ただ、これまでのスイスフラン高は金利差の関係から離れた急激なものだっただけに、調整は比較的大きくなる可能性も。当面のドルフランは 0.90~1.00 ドルが中心か

中銀のスタンスがフラン相場を左右

2022 年終盤から対ドルで堅調地合いを保っていたスイスフランだが、今年に入ると一転、弱さが目立ち始めている。主要通貨の対ドルでのパフォーマンスを比較すると、過去 1 年間ではポンドに次いで強く、特に 2022 年 11 月から 2023 年末の約 1 年間は 15% 程度も上昇するなど、多くの通貨が対ドルで伸び悩む中で、フランは買いが優勢となっていた。しかし、2024 年に入ると一転、円に次ぐ弱さとなっている(図表 1)。その他の通貨の過去 1 年と年初来の順位がそれほど変化していないことから、スイスフランが急速に弱含んだ様子が見て取れる。

図表 1: 対ドルパフォーマンス

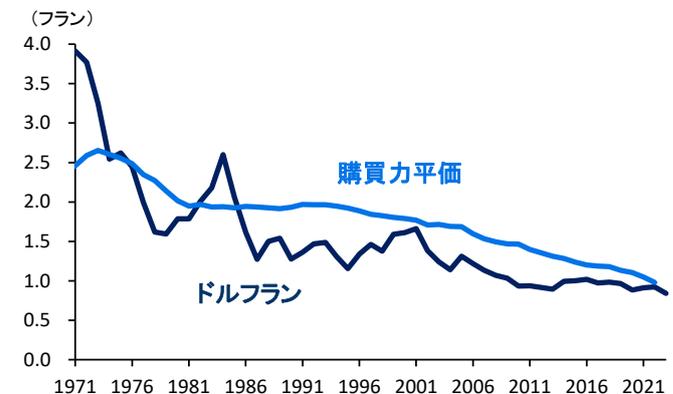


注: 3月26日時点 出所: Bloomberg

フラン相場に大きな影響を与えたのは、スイス中銀(SNB)の通貨に対するスタンスの変化だ。輸出立国であるスイスは伝統的にフラン高を嫌っており、SNB はフラン高を抑制する方向で金融政策を決定していた。SNB は他中銀と比較しても為替に関与する姿勢が明確で、中銀の HP にも金融政策の一手段として為替介入が記載されている。歴史的に見

ても、フランは購買力平価以上に高く評価される傾向にあり、通貨高圧力と戦う中銀、というのがこれまでの SNB の姿だった(図表 2)。

図表 2: ドルフラン・購買力平価



出所: OECD、Bloomberg

これが一転したのがコロナ禍以降だ。世界的にインフレ圧力が強まる中、他国と比較すれば緩やかとはいえ、スイスにもインフレの波が押し寄せた。SNB はインフレ目標を「2%未満でデフレではない水準(=0~2%)」と米連邦準備理事会(FRB)や欧州中銀(ECB)、日銀などと比較して保守的に置いており、インフレ率が 2%を超えた段階で機敏に反応し、利上げを実施した。

フラン高は輸出にとっては不利な一方、輸入インフレの抑制には有利だ。このため、SNB は利上げ実施後は通貨高を容認し、2023 年には大規模なフラン買い介入も行ってきた。その SNB が、再び通貨高抑制志向に戻り、遂に主要中銀で初の利下げに踏み切ったことが、最近のフラン安の要因だ。

以下では、SNB のフラン高に対するスタンスを金融政策決定会合の声明文から振り返る(下線は筆者)。

[2021/12]

フランは依然として高値で取引されている。

[2022/3]

フランの上昇圧力に対抗するため、必要に応じて為替介入を行う準備がある。

[2022/6] (コロナ禍後初の利上げ実施)

適切な金融状況を確保するため、必要に応じて積極的に為替介入を行う。

[2023/3]

適切な金融状況を確保するため、必要に応じて積極的に為替介入を行う。向こう数四半期は外貨売りに焦点を当てている。

[2023/9] (利上げ打ち止め)

同上

[2023/12]

必要に応じて積極的に為替介入を行う。

[2024/3] (利下げ実施)

同上

2022年3月までは明確にフラン高抑制を志向していたが、利上げ実施後はこれを取り下げ、2023年3月以降はむしろフラン高を明確に志向していることが声明文から分かる。フランは元々リスクオフの際には買われやすく、2022年2月のロシアのウクライナ侵攻以来、フランには上昇圧力が高まっていた。ここに中銀が通貨高を容認したことで、急速にフラン高が進行したのが2023年までの相場だ。

しかし、2023年12月の声明文からは外貨売りの文言が削除された。同時にジョルダン総裁も「SNB はもはや外貨売りに注力していない」と述べるなど、中銀のスタンスが大きく変化したことを明言。これをきっかけにフランの上昇相場も終焉を迎えることとなった。

2024年3月の最新の見通しではインフレ率が下方修正され、見通し期間中は1.5%以下にとどまるとの予測が示された(図表3)。インフレ抑制に自信を持つ中、SNBが通貨高志向に戻る可能性は低く、今後は中銀のスタンスを背景としたフラン高が復活する公算は小さい。

図表3: スイス消費者物価指数(前年比)



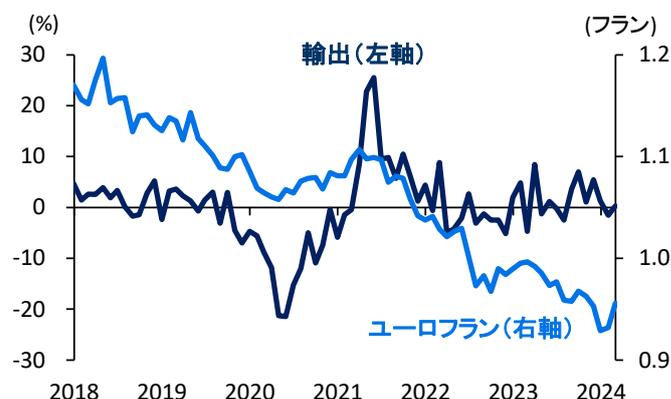
注: シャドーは中銀目標 出所: SNB、Bloomberg

スイス経済と金融政策の今後

ここからは、スイス経済の現状を振り返りつつ金融政策の今後を展望していきたい。前述の通り、スイスは国内総生産(GDP)の過半を輸出が占める輸出立国であり、SNBも今後は輸出にとって有利な通貨安を志向することが予想される。

ただ、留意しておきたいのは、スイスの輸出額は必ずしも通貨の強弱に左右されない点だ。図表4はスイスの輸出とフランの推移を示したものだが、コロナ禍以降継続的にユーロ安・フラン高が進行しているにもかかわらず、輸出額はその動向に連動せず、前年比で概ねプラス圏を維持していることがわかる。

図表4: スイス輸出(数量・前年比)・ユーロフラン



出所: Bloomberg

これは、スイスの貿易構造が要因だ。スイスの輸出は「化学・製薬」「機械・器具・電機」「時計」「精密機械」といった高付加価値で競争力の高い商品が大半を占めており、通貨高に振れても輸出数量は減りにくい傾向にある。このため、SNBが輸出企業救済のために急いでフラン高を是正するインセンティブは大きくない。

また、スイスの労働市場に関しては、その他の欧米諸国と同様堅調だ。失業率は足元で僅かに上昇傾向にあるものの、直近 2023 年第 4 四半期が 2.13%と低位で推移しており、労働市場のサポートのために利下げを行う必要には迫られていない(図表 5)。

図表 5: スイス失業率



ジョルダン総裁は 2023 年 6 月、中立金利に関し「先進国では通常 2~3%だが、スイスではそれより僅かに低い可能性がある」と述べており、この見解が現状も維持されているとすれば、足元の政策金利 1.5%は既にやや緩和的であると言える。

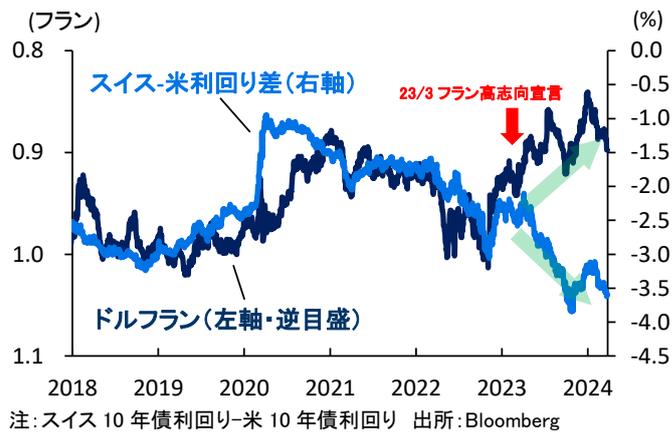
また、スイス経済省経済管轄局 (SECO) の予測によれば、スイスの GDP は 2023 年が前年比+1.3%、2024 年が+1.1%、2025 年が+1.7%と、近年の平均は下回るものの、緩やかな減速にとどまるとの見通しだ。景気悪化時の利下げ余地を残したいとの思惑もある中で、今後の利下げペースは緩やかなものになる公算が大きい。

筆者は 6 月に追加で 25bp の利下げを行った後、9 月は一旦据え置きとした上で 12 月に再度 25bp の利下げを実施するとみている。OIS 市場における利下げ予測も概ね年内 2 回程度であり、上記の通りであれば市場の混乱を招く可能性は低い。

スイスフランの調整は続く公算

ただ、SNB の利下げが緩やかであることで、今後のフラン安も小幅にとどまると考えるのは早計だ。2023 年以前のフラン相場は、対ドルでスイスと米国の金利差に沿って推移する傾向にあった。しかし、2023 年以降は FRB が他中銀の追随を許さないペースで利上げを行う中で、スイスとの利回り格差は拡大していったにもかかわらず、フラン高が進行した(図表 6)。

図表 6: スイス-米金利差とドルフラン



これは前述の通り、2023 年 3 月の金融政策決定会合で SNB がフラン高志向を明示したことが大きな要因だろう。近年はウクライナや中東を巡る地政学リスクが高まる中で、潜在的なフラン買いニーズが高まっていた最中に、中銀が「お墨付き」を与え、特に 2023 年 3 月からの半年間に関しては買い支えの介入を行うとまで宣言したことが、大いに市場参加者のフラン買いを招くことになった。

しかし、現在はこうした中銀と市場の「利害の一致」は失われており、再び「フラン高を止めたい SNB」と「フランを買いたい市場参加者」の対立構造が戻って来る可能性が高い。今後のフラン相場に関しては、新たな金利差との連動性に変化した可能性もあるため、当面は動向を見極める必要がある。ただ、仮に 2023 年 3 月以前の連動性に戻ったとすれば、ドルフランが 1.00 ドルを超える水準までフラン安が進む可能性は十分にあるだろう。

もっとも、輸出主体のスイス経済は世界経済の動向に大きく左右される。当社は米国やユーロ圏が今年も景気後退を回避すると予想しており、輸出の大幅失速とそれに伴う景気悪化により SNB が大幅利下げを余儀なくされ、ドルフランが 1.05 ドルを上回る可能性も低い。当面のドルフランは、0.90~1.00 ドルを中心とした相場となりそうだ。

森本淳太郎

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわまき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんのまさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわくみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもとじゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじまたかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

本レポートについてのご注意

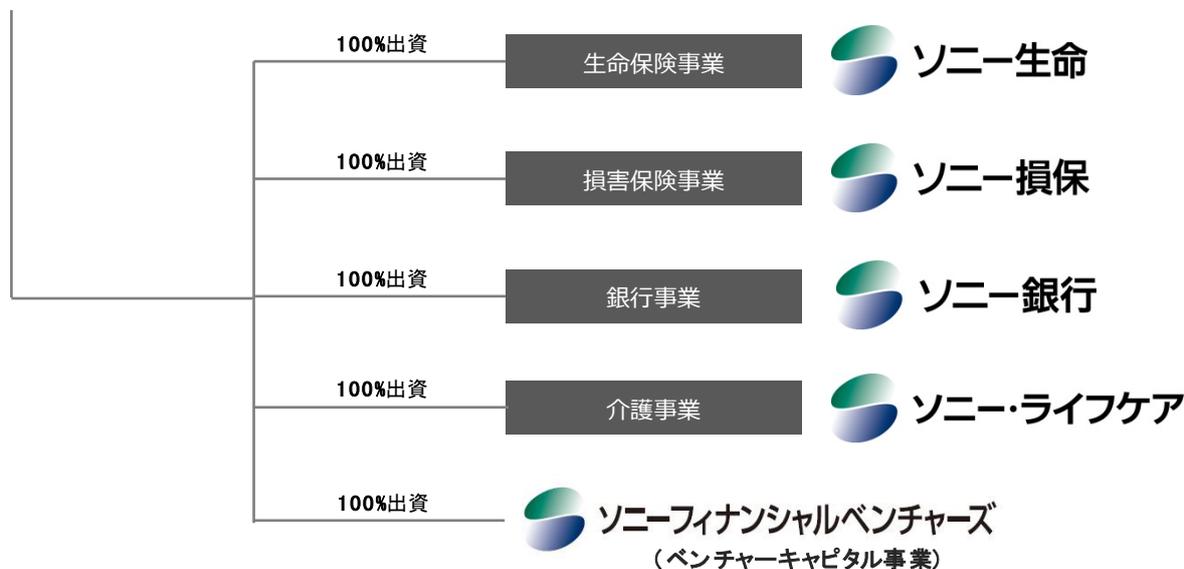
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>