

みずほマーケット・トピック(2024年12月16日)

スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～

スイス国立銀行(SNB)が▲50bp 利下げに踏み切った。同行の政策金利は2年ぶりの低水準となる+0.5%まで切り下がっている。つまり、最速で今週にも日銀とSNBの政策金利が並ぶことになる。こうした両国の金融政策環境を踏まえた上で、為替市場に関する所感を示す。現在入手可能な情報に基づく限り、25年中に両者の政策金利は逆転の可能性もある。マイナス金利同士で絶対値を競っていた時代を除けば、「日本の政策金利が先進国中で最低ではない」という状況は極めて稀有。しかし、金利水準が近似していても、金融政策の方向性および自国通貨に対する悩みの方向性は両行で正反対。スイスフランは今次円安局面が始まって以降、殆ど全ての時間帯で先進国最強通貨の地位を維持している。いや、今次局面に限らず、過去30年間見てもスイスフランの持続的な強靱さと円の凋落傾向は鮮明である。この差は金利ではなく需給の面から議論すると良く分かる。結局、外貨を継続的に稼ぐことができる能力が結局は通貨の強さに繋がっているのであり、それは単に金利の高低だけを見ていたのでは説明できない。

～日銀利上げ、1月優勢に～

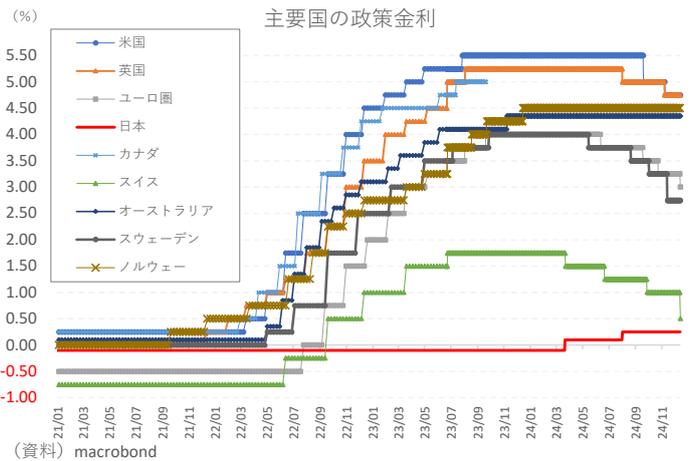
金融市場ではもっぱら今週18～19日の日銀金融政策決定会合への関心が集まっている。ここに来て堰を切ったように報道各社から利上げ見送り観測が相次いでいることに関し、日銀側の意図を勘繰る市場ムードも強い。その実態は知る由もないが、11月末の日経新聞による植田日銀総裁のインタビューが報じられて以降、追加利上げへの観測がにわかに増えているのは事実であり、確かにそこからけん制の意図を汲み取ろうとするのは分からなくはない。経済・金融情勢がオントラックに進んでいる以上、12月の追加利上げは可能だと筆者は考えるが、強いて言えば、これから流動性が薄くなる12月にわざわざチャレンジする必要は無いという考え方もあるだろう。また、1月であれば展望レポートに合わせて理屈付けできるという様式美も保てる。とはいえ、再び円安基調が強まっている中、増大するインフレリスクに対応するならば早い方が賢明という発想も合理的であり、そもそも7月はその理屈で利上げした経緯もある。ゆえに、筆者はあくまで12月利上げが妥当と考えるが、現実の情報発信も加味すれば1月利上げの可能性は確かに高そうではある。

～SNB、マイナス金利復活も視野～

ところで先週12日はECB政策理事会の▲25bp利下げが大きく報じられたが、同日にはスイス国立銀行(SNB)の▲50bp利下げも行われている。今年3月に始まったSNBの利下げ局面は累計▲125bpに達しており、現行の政策金利は2022年11月以来、2年ぶりの低水準となる+0.5%まで切り下がっている。つまり、最速で今週にも日銀とSNBの政策金利が並ぶことになる。こうした両国の金融政策環境を踏まえた上で、為替市場に関する所感を示しておきたい。

SNBは今回の決定に合わせ、前回9月26日会合の声明文まで見られていた「今後数四半期にわたってさらなる引き下げが必要になる」といった利下げ予告にまつわる文言を削除しており、声明

文の上では一旦の打ち止め感を示唆する状況にある。しかし、今年 10 月 1 日に就任したばかりのシュレーゲル SNB 総裁は、一段の利下げ余地を否定せず、必要ならばマイナス金利復活も躊躇しないことを示唆している。その上で為替市場に(スイスフラン売り)介入する用意があると述べており、通貨・金融政策を総動員して現在のデysinフレ状態を食い止めに行く SNB の決意を口にしている。SNB の掲げるインフレ率の目標レンジが「0～2%」であるのに対し、直近 11 月分は前年比+0.7%とやや下方リスクが強まる状況にある。今回公表された 2024～26 年のインフレ率の見通しを見ても、政策金利を現行の 0.5%と仮定した場合、「+1.1%→+0.3%→+0.8%」と 2025 年にかけて一段と沈む見通しになっている。にもかかわらず、利下げ予告文言を削除したのは「将来分も含めて今回引き下げた」という意図であり、次回会合は現状維持だとしても、インフレ動向次第で追加利下げに踏み込む意思は何ら変わっていないと解釈すべきである。



～金利水準は同じでも、対照的な通貨政策～

冒頭述べたように、このままいけば政策金利水準に関し、SNB と日銀が並ぶ日は遠くない。むしろ、現在入手可能な情報に基づく限り、2025 年中に逆転する展開もあり得る。マイナス金利同士で絶対値を競っていた時代を除けば、「日本の政策金利が先進国中で最低ではない」という状況は極めて稀有である。しかし、政策金利水準が近似していても、金融政策の方向性および自国通貨に対する悩みの方向性は両行で正反対である。スイスフランは今次円安局面が始まって以降、殆ど全ての時間帯で先進国最強通貨の地位を維持していた。

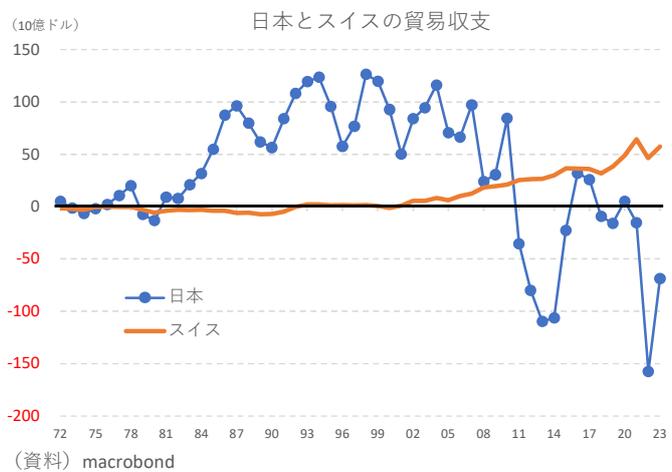
同局面においてこれほどドル高がクローズアップされる中でも、スイスフランが負けていた時間帯は僅かである。2022 年 1 月初頭から 2024 年 12 月初頭までの名目実効為替相場 (NEER) の変化率を比較した場合 (図)、スイスフランは約+14%上昇しているのに対し、円は約▲16%下落している。ちなみに過去 30 年間のイメージとして 1995 年初頭から足許の対ドルでのパフォーマンス(1995 年 1 月 3 日～2024 年 12 月 16 日)を測ってみるとスイスフランの約+47%に対し、円は約▲34%である。G7 通貨に限って言えば、対スイスフランで取引して最も振れ幅が大きかった通貨が円である(ちなみに G10 通貨で言えばノルウェークローネの約▲39%が円よりも大きい)。主要通貨同士でこれほど対照的な組み合わせは珍しい。



こうした状態を SNB と日銀の比較に引き直せば、「通貨高に悩む中銀」vs.「通貨安に悩む中銀」の対照性が鮮明である。前者は政策金利が下方向を目指しているにもかかわらず通貨高が止まらず、後者は政策金利が上方向を目指しているにもかかわらず通貨安が止まらない状況に苛まされている。かつては為替市場における 2 大安全通貨としてならした両者の差はどこで生まれたのか。少なくともリーマンショックや欧州債務危機に揺れた 2008～2012 年は、金融市場のリスク許容度が傷つくと円やスイスフランが反射的に買われるという動きが常態化していたし、日銀も SNB も必死に通貨高(から来るディスインフレ圧力)を相殺することに心を砕いていた。だが、過去 10 年余りを振り返ってみれば、スイスフランの騰勢は続き、円の凋落が続いている。

～両者を分けた貿易収支～

詳細な分析を展開する紙幅は無いが、かねて本欄で論じているように、やはり金利ではなく需給の面から議論すると良く分かる。図は過去 50 年以上にわたる両国の貿易収支を比較したものだ。スイスの貿易収支は 2000 年代初頭に黒字転化し、金融危機以降から今に至るまで、拡大基調に入っている。これに対し、日本の貿易収支は東日本大震災の影響もあって金融危機の影響が終息しようとする 2011 年以降に赤字転化している。何度も論じてきたように、2011～12



年頃、円は歴史的な分岐点を通じたというのが筆者の仮説であり、これはスイスフランとの対比で見るとやはり鮮明である。スイスの貿易収支がなぜ不況や通貨高に振らされることなく黒字拡大基調を保つことができたのかは別の機会に議論を譲るが、同国が得意とする医薬品や時計は高付加価値財の代名詞のような品目であり、通貨高があっても価格転嫁が容易だったという推測はできる。実際、非伝統的な金融政策が展開される中で金融危機後、世界的にあらゆる資産価格が騰勢を強めてきたが、スイスの得意とする高級腕時計の値上がり幅もしばしば注目されてきたはずである。そうして外貨を継続的に稼ぐことができる能力が結局は通貨の強さに繋がっているのであり、それは単に金利の高低だけを見ていたのでは説明できない現象と言える。

金融市場部
 チーフマーケット・エコノミスト
 唐鎌大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される期代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか?～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は?～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～