

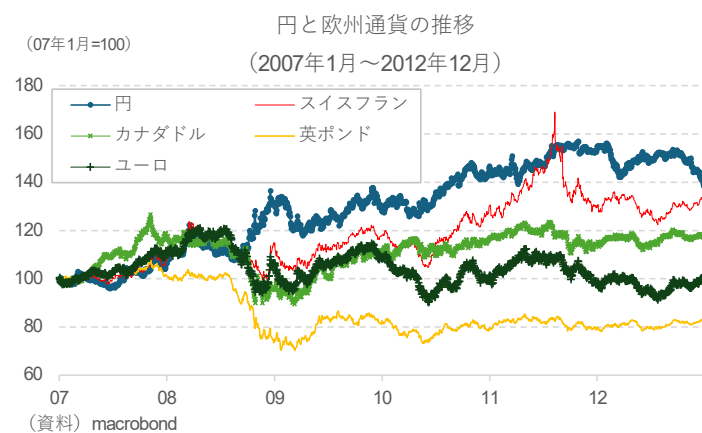
みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 23 日)

## 最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓

「ドル凋落相場」の中、米国から欧州へのローテーションが進んでいるとの評価は多くみられ、確かに為替市場ではスイスフランとユーロが騰勢を強めている。中でもスイスフランの騰勢は図抜けている。確かに、年初来で円は買われているが、かつて安全通貨の 2 トップと言われていたスイスフランと彼我の差は非常に大きい。例えば金融危機後であった 07 ～12 年当時、円はスイスフランよりも明らかに強かった。しかし、現在に目をやれば、ドルの実質実効為替相場がプラザ合意以来の高水準で推移する状況でもスイスフランは堅調を維持し、円は急落を強いられた。どこで差が開いたのか。両通貨の政策金利が互角だとすれば、需給、物価、政府債務、地政学リスクを比較してその地力を客観的に評価しておきたいところ。「強い円」に戻るための方策は複数あるが、やはりエネルギー政策の見通しは必須だろう。スイスは高付加価値輸出の存在が注目されやすいものの、日本ほど鉱物性燃料輸入の比率が高くないことも注目したい。

## ～差が開いた 2 つの安全通貨～

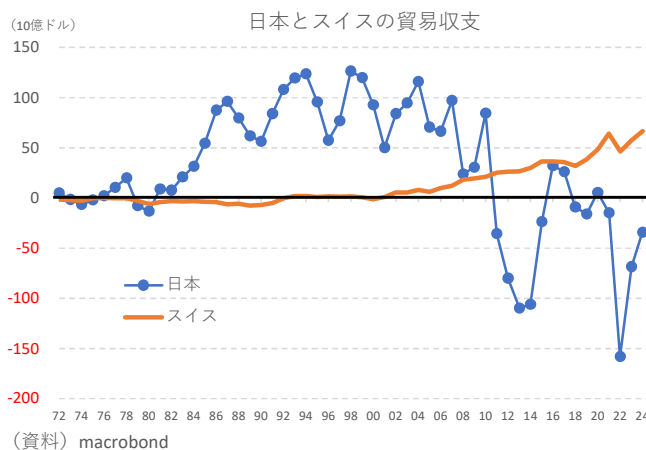
トランプ政権の相互関税発表以降、米金利急騰とドル相場急落が併存する、さしずめ「ドル凋落相場」とも言える状況が続いている。この中で従前の円安基調も反転したかのように見受けられるが、結局は「ドル売りの按分がどの通貨にどの程度分配されるか」という視点が重要である。既報の通り、現状に関して米国から欧州へのローテーションが進んでいるとの評価は多くみられる。実際、為替市場ではスイスフランとユーロが騰勢を強めており、特に過去 3 年間のパフォーマンスを見るとスイスフランが図抜けていることも明らかである(図・上)。確かに、年初来で円は買われているが、かつて安全通貨の 2 トップと言われていたスイスフランと彼我の差は非常に大きい。例えば今次ショックと重ねて表現されることが多いリーマンショックを挟んだ金融危機後の局面と比較してみよう。2007 ～2012 年の推移をみると、当時の円はスイスフランよりも強い騰勢を誇っていた(図・下)。もちろん、ここから政治的要因に駆動される格好で円相場の騰勢が巻き返してくる可能性がないとは言えない。し



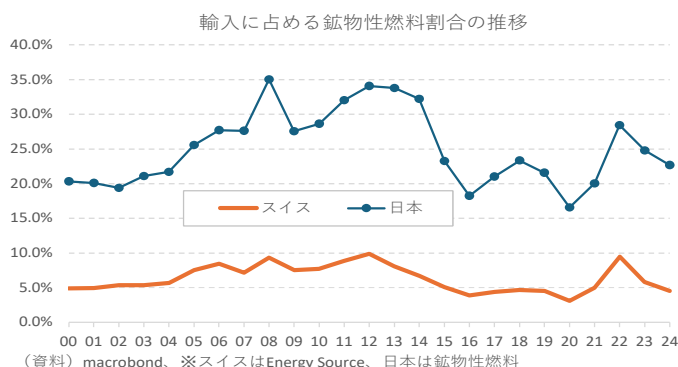
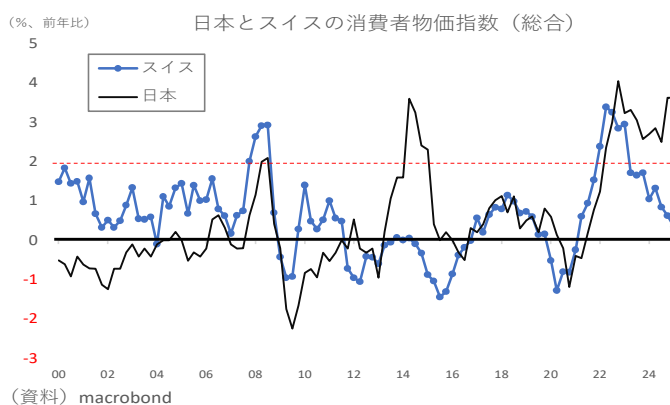
かし、過去 20 年余りにおいて安全資産としての円の地位が弱まり、その分、スイスフランに需要が集まりやすくなったという側面は多分に認められるだろう。少なくとも、ドルの実質実効為替相場 (REER) がプラザ合意以来の高水準で推移する状況でもスイスフランは堅調を維持し、円は下落を強いられたという事実は押さえておきたい。

### ～両通貨の違い: 貿易と物価とエネルギー～

当然、その差をもたらした要因は何かという議論になる。日銀とスイス国立銀行 (SNB) の政策金利は同水準であるから、金利差の議論はあまり意味を持たない。とすると、需給、物価、政府債務、地政学リスクといった各論に注目することになる。過去の本欄でも論じたように、端的には貿易収支の存在を指摘するのが最も分かりやすい。図示するように、過去 20 年程度でスイスの貿易黒字は漸増傾向にある一方、日本は貿易黒字国から貿易赤字国へ転落した。通貨の強弱を比較する上でこの差はあまりにも大きい話である。自国通貨の急騰があったとしても、時計や医薬品のような高付加価値財を稼ぎ頭としているため、容易に価格転嫁が可能だった経緯が推測される。なお、スイスの貿易収支に関してはこうした輸出側からその強さを論じられるケースが多いものの、輸入側でも日本との大きな差がある。これは両通貨の物価を比較する中で見えてくる議論でもある。



右図 (上) は両国の消費者物価指数 (CPI) の推移を比較したものだ。例えば 2000 年代以降を振り返った時、日本ほどではなかったものの、スイスも欧州の中ではデフレーション傾向の強い国ではあった。パンデミック以降に発生したグローバルインフレの局面ではスイスも日本も大きく押し上げられたものの、2022 年以降に目をやれば、日本の高止まりに対してスイスは収束が顕著である。この理由は 1 つではないだろうが、日本の場合、CPI が押し上げられるときは往々にして資源価格が騰勢を強めていた時期と一致する。この点、両国では輸入における鉱物性燃料比率に大きな違いがあることは見逃せない (右図・下)。例えば、2024 年の輸入に占める鉱物性燃料の比率は日本の 20% 超に対し、ス

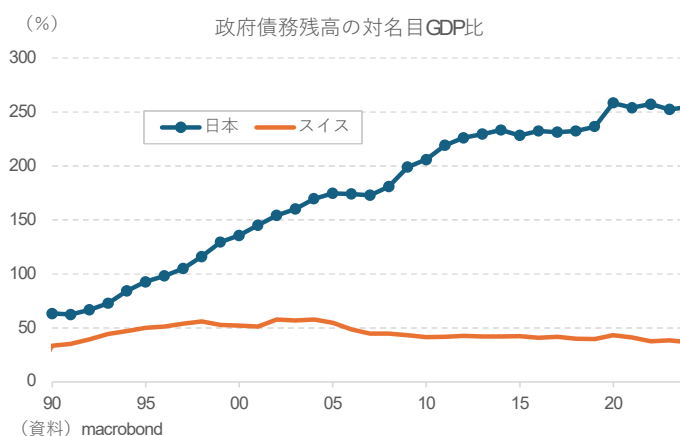


イスは5%前後と大きく異なる。この点、「資源価格上昇を通じて貿易収支が悪化する」という日本では定番の経路はスイスでは発動しにくい。そこでスイス国内の電源構成に目をやると同国特有の地形を生かした水力発電が60%程度、原子力発電が30%程度を占めていることが分かる。これに対し、2022年度実績で日本は火力が70%程度、原子力が5%程度、再生エネルギーが20%程度である。火力発電への大きな依存が、そのまま石油や天然ガスといった鉱物性燃料依存を高めていることは明らかである。

もっとも、そのスイスとて国全体のエネルギー自給率は30%程度であり、海外からのエネルギー調達に依存している部分が大いという意味では日本と共通するが、日本の約13% (2022年度) と比較すれば随分ましである。資源小国ながら、自前の地形を生かしつつ、原発も組み合わせることで上手くエネルギー面での輸入依存度を抑制できているという現実が見て取れる。高付加価値品を主軸としているため、通貨高に直面しても輸出価格引き上げで吸収しやすかったという事実に加え、日本に比べればエネルギー輸入依存度が抑制されているという輸入面の強みもスイスの貿易黒字の増勢を支え、輸入インフレを抑制してきたと総括できるだろう。

### ～政府債務と地政学リスク～

そのほか日本の脆弱性として政府債務の持続可能性は頻繁に指摘されるところである。この点に関する彼我の差は図を一瞥すればあまりにも明確であり、多くの説明を要しないだろう。スイスは慢性的な通貨高と上述のような電源構成も相まってデフインフレ気味の状況が続き、だからこそ政策金利は低めの誘導が許されてきた。これに対し、日本は賃金や価格の上昇を抑制するノルム(社会規範)が寄与してきたというのが一般的な理解として流布しつつあるが、一部に「巨大な政府債務残高ゆえに利上げしたくてもできないのでは」という市場参加者の猜疑心があることも否めない。となれば、中銀の抑制が効いている債券市場はともかく、為替市場にそのストレスが集中して円売り意欲を招きやすいという側面があった可能性は否めない。



また、近年の日本に関しては地政学リスクを指摘する向きもある。この点も永世中立国としての緩衝的な地位を貫いてきたスイスに対し、台湾有事という米国にとって最大の関心事と言える地政学リスクの当事者にもなりかねない日本という構図にある。そもそも島国ゆえに有事の際の陸送が使えないため、資源の調達で難渋するという局面も想定される。この論点は上述の電源構成と絡めて、やはり円相場を押し下げる材料として作用するように思える。

### ～現実的な日本への教訓～

日本がスイスに倣うとした場合、方策は複数考えられ、紙幅の関係上、ここで描き切ることはできない。しかし、やはり「エネルギー輸入依存度を下げる」という一手について優先順位は高い。もち

ろん、スイスの時計や医薬品に相当するような高付加価値財の輸出品を持つに越したことは無いが、一朝一夕に実現するような話ではない。短期的な時間軸でスイスから現実的な教訓を引き出すとすれば原子力発電所の再稼働や再生可能

「第7次エネルギー基本計画」が目指す2030年度の電源構成

電源種別	2022年度 実績	2040年度 目標 (第7次エネルギー基本計画)
再生可能エネルギー	21.8	40～50
原子力	5.6	20
火力発電（石油・LNG・石炭等）	72.6	30～40
水素・アンモニア	0%	1

（資料）資源エネルギー庁

エネルギーの導入拡大により原油や天然ガスの輸入をどれほど代替できるかという話にならざるを得ないのではない。日本のエネルギー自給率はわずか 2022 年度で 12.6%という先進国でも極めて低い水準にあり、これは OECD では下から 2 番目となる。この点、今年 2 月に政府は、2040 年度を念頭に置いたエネルギー政策の基本方針として「第 7 次エネルギー基本計画」を公表している(表)。端的に言えば、再生可能エネルギーの導入拡大、原子力発電の活用、火力発電の効率化などを通じてエネルギーの安定供給と脱炭素化の両立を目指す計画とされる。数字だけを見れば原発再稼働が耳目を引きやすいが、再生可能エネルギー比率を大幅に高め、電力由来の化石燃料消費を削減するロードマップからは「電源構成を多様化せよ」というメッセージが見て取れる。これ自体、至極真っ当な主張であろう。

ちなみにスイスは脱原発政策を採用してきたものの、エネルギー供給の安定性などの観点から、その方針を見直す動きが進んでいる。よりエネルギー自給率が低い日本で原発利用の余地を探るのは必然的な流れである。より短期的な時間軸に目を戻せば、安全性が確認された既存の原子力発電所の再稼働を政治的にクリアした上で、次世代型原子炉の開発・導入を進めるというのが鉱物性燃料輸入を抑制する効果的な初手になるだろう。

もちろん、それは日本が「強い円」を取り戻すためにやるべき一手となる。燃料に限ったことではないが、まず「海外から購入する財・サービスを減らす」ことで通貨の需給は改善するし、それ自体が通貨の強さを担保する地道な一手となる。この点、日米首脳会談の合意に基づき、決してコスト競争力の高くないアラスカ産 LNG を調達するための開発プロジェクトに出資を強いられる状況に直面しているのは、関税交渉を軟着陸させるという意味では不可避の選択だとしても、長い目で見れば「弱い円」への道である。これは米国からの防衛装備品や農産品の購入を増やす行為も同様である。現状は「ドル相場の凋落」に賭ける格好でドル売りが進んでいるため、こうした合意事項を円売り材料と解釈する向きは多くない。だが、為替は最終的には需給で決まることは間違いない。日本にとって対米貿易黒字は貴重な外貨獲得源であり、これが関税交渉を経て圧縮されるのだとすれば、スイスフランとの差はさらに開くことになる。

国際為替部

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](mailto: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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
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～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 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/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 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～