

無制限介入という選択肢

発表日：2011年9月7日（水）

～スイス中銀が決めた上限管理の為替介入～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

スイス中銀は、通貨高阻止を狙って1.20 スイスフラン/ユーロに上限を設けて無制限に為替介入を行うと発表した。この仕組みは、ユーロ・ペッグ制よりはましたが、それでも巨大な介入資金を用いることになる。おそらく、日本でもドル・ペッグ制はどうかという連想が出てこよう。しかし、為替レート維持を最優先にした仕組みを作っても、結局、為替コントロールができないばかりか、超巨大なドル資産を抱え込み、政策の自由度を失う羽目になろう。

介入資金の膨張をいとわない選択

スイス国立銀行は、「もはや1ユーロ=1.20 スイスフラン以上高くなるのは我慢できない」として「外国通貨を無制限に買う用意がある」と発表した。これは、為替レートが1ユーロ=1.20 スイスフランになる水準を上限と定めて、中央銀行がフラン高を防止するための無制限に為替操作をする仕組みの決定である。すでにフラン高が、歴史的な高水準にあることを受けた対応だ（図表1）。

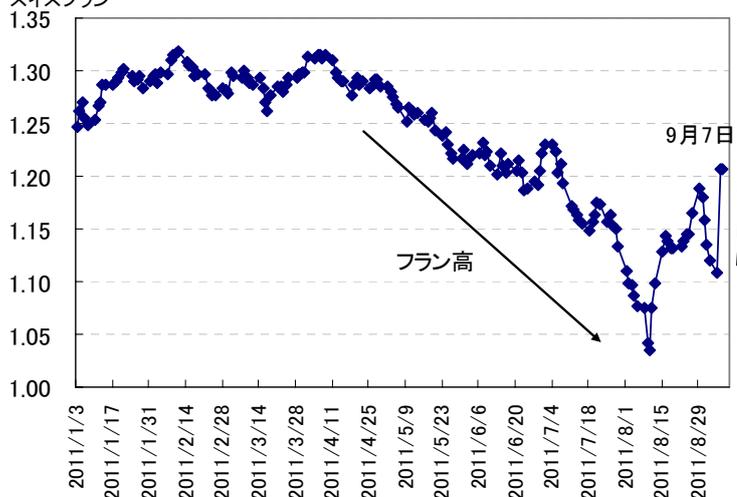
このスイスの通貨政策は、通貨高阻止に向けた奇策と言えよう。日本になぞらえると、対ドルでペッグ政策を採用する対応にも似ている。日本の通貨政策としても非常に興味深い思考実験になるので、以下ではスイスの事例を考えたい。

まず、仕組みとして、上限を設定する方式は、決まった為替レートを維持するというユーロ・ペッグ制とは異なる。レートを固定するというルールではなく、為替変動に幅をもたせるターゲットゾーン構想に類似している（上限のみ、下限なしのターゲット）。わかりやすい違い

は、もしも対ユーロで厳格な固定相場制度を設定すれば、スイスの介入資金は膨大になるが、ターゲットゾーン構想を採用すれば、そうしたコストは相対的に節約できる点にある。なぜならば、為替市場の参加者は、スイスフランの上限1ユーロ=1.20 フランという値に相場が接近すると、為替介入を予想してスイスフラン買いを手控えることになるからだ。上限を明示する効果は、為替介入の実施を市場にアナウンスして、期待形成を生み出し、自己実現的な期待形成を起こすことで、強力にターゲットを維持させる。厳密な話をすると、無制限介入と称して、実は無制限介入を節約できるところに今回の仕組みのポイントがある。

ただし、介入コストを最小限にするという論点を強調するのならば、裁量的に介入を行う日本方式の方が優れているという見方ができる。日本の通貨当局は、為替介入の発動についてアナウンスメントを明示的に行わず、言及の仕方を工夫しながら暗黙のターゲットを市場関係者にイメージさせる。その場合は、為替市

ユーロ/スイスフラン (図表1) 対ユーロでも進むスイスフラン高



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

場では介入実施のレンジ、タイミングなどについて投資家の疑心暗鬼が生まれて、それが自己実現的に為替相場のボラティリティを抑制させる。この方法だと一度、ターゲットを抜かれて通貨高が進行したときでも、通貨当局はフレキシブルに次の介入ゾーンを暗にほめかして為替介入への警戒感を生み出すことができる。おそらく、日本の通貨当局はターゲットを明示する政策よりも、ターゲットを明示しない方が、期待形成の力は弱まるが、介入コストは小さくて済むと考えているのではないか。

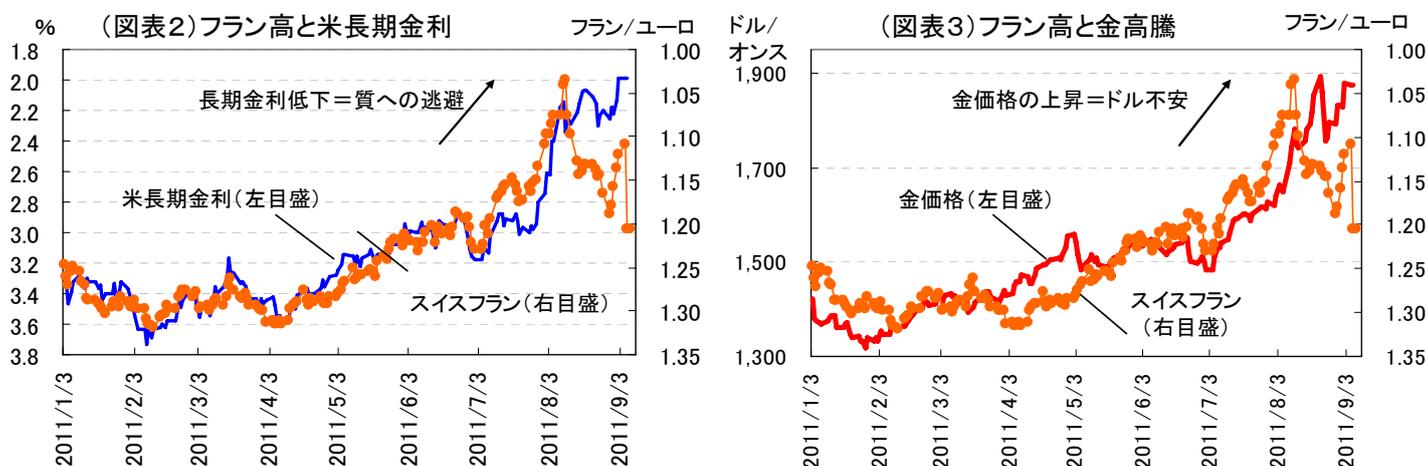
では、スイスがあえて為替管理のターゲット戦略を採用したのであろうか。その理由は、対ユーロの通貨高が強烈に進んで、それを阻止するには暗黙のターゲットでは不十分だと考えたからだろう。上限設定型のターゲット戦略は、固定相場制ほどの介入コストはかからないが、通貨高阻止のための効果は裁量的な介入政策よりも格段に大きい。つまり、スイス国立銀行は、コストをかけてでも通貨高阻止を優先しようという選択肢を選んだことになる。

これまでの経緯をみると、スイス国立銀行は8月に入って当座預金目標を300億フランから、800億フラン、1,200億フラン、そして2,000億フランへと3度も引き上げてきた。スイスの経済規模が5,500億フランの規模なので、スイス国立銀行の資金供給量が如何に大きいかはわかる。それでもフラン高が止まらないので、今回の奇策に打って出たのだろう。ただし、フラン高の勢いは、それでも止まらない可能性がある。過去、1978年にはドイツマルクをターゲットにした為替管理を試みたが、インフレ率が上昇してしまった経験がある。

今回、スイスの為替管理がうまく行くかどうかにも不確実性が高い理由は、欧州の変化の質によるものだ。もしも、フラン高がファンダメンタルズを無視した投機であれば、ターゲット・ゾーンのような仕組みは有効性を発揮するが、欧州のソブリン・リスクが強烈な「質への逃避」によって引き起こされているのならば、相場の流れはそう簡単ではない。

金融不安とドル安に翻弄される弊害

スイスフランが高くなる理由は、欧州の金融不安が大きな要因である。欧州のソブリン・リスクが市場を席卷するとき、大規模な「質への逃避」が起こる。現下の局面では、この欧州ソブリン・リスクに世界経済減速と米金融緩和圧力が加わって、ドル安・長期金利低下が促されている。そうした影響から、「質への逃避」は長期金利低下、金価格上昇、円高・スイスフラン高といった広範囲の安全資産への資金シフトを生んでいる。スイスフランの相場変動は、米長期金利との連動性が極めて高く、円以上に「質への逃避」の影響をダイレクトに受けていることがわかる（図表2、3）。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

スイスにとって通貨高のダメージは、観光業への打撃や、精密機械などの輸出競争力の低下につながる。スイス企業の間には、通貨高に耐えかねて活動拠点を海外に移そうとする空洞化の機運もあるという。一方、スイスは金融面では、チューリッヒやジュネーブといった国際金融市場^{*}を有している点で、通貨高に伴う資金流入はプラスであろうが、総合的にみて行き過ぎた通貨高は容認できないという判断になったのであろう。

現状、スイスの消費者物価上昇率は落ち着いていてインフレ・リスクは小さく、むしろ、スイス国立銀行が述べているようにデフレ・リスクを想起させる。そうした事情もあって、通貨防衛の方に金融政策を集中させることにしたのだろう。

^{*}英国の調査機関Y/Z E Nの2011年3月のレポートでは、国際金融市場のランキングで、チューリッヒ8位、ジュネーブ9位となっている。なお、東京は5位である。

通貨政策の選択肢

柔軟に考えると、スイスには無制限介入の方式よりも多様な選択肢があったのではないかと考えられる。スイスにとって、最もスイスフランの安定化を得られるのは、ユーロ圏に加盟して、金融政策の裁量をECBに譲り渡すことである。通貨統合だけでなく、経済統合を進めることは、輸出の半分がEU向けで占められているスイスにとってメリットは大きいはずである。ただし、EU加盟は、政治的・歴史的背景もあって、スイスはそれを選択してこなかった。通貨統合でスイスフランをユーロに変えてしまうという究極の対応は今回も選ばなかった。

次に、スイスフランの安定化が図れるのは、ユーロ・ペッグ制、ないしユーロに対するクローリング・ペッグ制である。ペッグ制は、ユーロとの固定レートを設定する方式である。後者のクローリング・ペッグ制は固定レートを設定するが、そのレートは経済情勢に対応させてスライドさせていく、可変的な固定相場制である。これらの方式のデメリットは、介入のために資金供給量が膨らむ可能性があるほか、金融政策の目標が国内物価ではなくなることである。特に、インフレが起こったときには、スイス国立銀行はデュアルマンドレート（二重目標）に苦しむことになる。

今回のスイスの為替管理方式は、上限はあっても下限を設定しないところで、よりフレキシブルな管理フロート制に属する。メリット・デメリットは先の言及したように、固定相場制よりはレート維持の力は弱い、裁量的な介入政策よりはレート維持の力は強い。一方、介入コストは裁量的な介入政策よりも大きくなる。今までさえスイス国立銀行は、2010年前半で1,400億スイスフランという介入規模であったから、今回の方式を実施すれば、もっと途方もない規模に介入資金の規模が膨らむ可能性がある。

実は、これらのオプションのほかには、金融取引税を使って過度なフラン高を牽制する方法がある。金融取引税は、外貨とスイスフラン建ての間の金融取引に課税をして、短期売買になるほどコストが高まるようにする投機防止措置である。トービン税と言われて、長い間、机の上の思考実験だったが、ブラジルが2009年10月に導入した。ブラジルの金融取引税は、外国人投資家による債券・株式投資について、ブラジル現地への為替送金時に2%の金融取引税を課税するものである。この税率は導入後さらに種類ごとに引き上げられている。

金融取引税に関心を抱いている政治首脳は多く、EUは金融取引税の導入推進を行っている。しかし、国際金融センターを抱えているスイスで、為替の安定だけを優先し、金融市場の取引コストを割高にするような金融取引税は選択できないはずだ。世界各地の金融センターは資金を招き入れるために規制緩和や市場インフラを整備する競争を行っているのに、それに逆行するような金融取引税は論外だと目に映るだろう。無

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

限介入の仕組みは、そうした金融業にとっての弊害を最小限に止めようということも念頭に置かれているとみられる。

日本でもドル・ペッグ制？

スイスの無制限介入は、多くの人には「日本でも同じことができないか」という連想を抱かせるだろう。そうした発想になるのは無理もない。

しかし、日本はスイスと違って、3大通貨の一角を占めている大国である。日本が通貨切り下げの競争を仕掛けていくと解釈されれば、通貨戦争を引き起こしかねない。日米欧が「囚人のジレンマ」に陥ると、元も子もない。

技術的にも上限を設定してそれを維持することは難しい。ドル・ペッグ制度はもっと難しい。簡単に言えば、ドルの市場が大きすぎて、ドル円相場を支配する力が通貨当局にはないからだ。為替安定のコントロールビリティについては、世界中で最も大きなドル市場との間で相対価格を管理しようというのだから、スイスフランとは比較にならないくらいの介入資金が必要になる。スイスとEUの関係よりも、日本と米国の関係はより巨大である。しばしば金融政策が物価をコントロールできるという幻想を持つ人がいるが、物価よりも為替を厳格にコントロールする方がより困難である。

日本が厳密なドル・ペッグ制を採用することを考えると、外為特別会計の運用だけではなく、介入資金の調達のために、金融政策を通貨政策と一体化しなくてはならない。そのことは、物価の安定よりも、為替安定のために金融政策を専念させるという枠組みになる。筆者は、そこまで為替管理のメリットが大きいのかどうか疑問に思う。なお、ドル円レートだけを固定しても、通貨変動の弊害は完全には防止し得ない。バランスシートが膨らむと、仮に為替の目標を離れて円高が進んだときには巨大な為替差損が生じる。

では、代わりに、スイスと同じように、上限設定をした上でドル買いを無制限に行う仕組みではどうか。この場合、金融政策は独立させておいて、例えば1ドル75円よりも円高に進みそうなとき、外為特別会計で円を売ってドルを買い続けることとするというものだ。

しかし、金融政策と独立させても、一旦、ドルを買って為替管理を追及すると、外為特別会計のバランスシートは大膨張する。バランスシートを小さくするために、外為特別会計がドル売りの操作をしようとしてもそれはできない。なぜならば、ドル売りの操作が、円高進行を引き起こすという逆の効果が心配されるからだ。その場合、政府が製造業を窮乏化させようとしているというプロパガンダが行われるであろう。日本政府がドルを売った途端にドル暴落のリスクが高まるなどという批判も出てくるだろう。

そうした弊害を考えると、ペッグ制は現実的ではない。例えば、1ドルが90円になったならば、外為特別会計はドル売りを始めるというアナウンスをしていた方が、膨張リスクに備えるには好ましい対応だろう。

いずれにしても、ドル・ペッグのルール化をするような為替操作は、今の裁量的な為替介入の方式に比べると、弊害が大きく、メリットが薄い。つまり、頭の体操の域を出ないというのが実体だ。