

# スイスに見るマイナス金利の効果と副作用

## <要旨>

スイスでは、日本に先立つ2014年12月のマイナス金利政策導入から現在迄に、約1割のスイスフラン高が進んだ。過度の通貨高回避という政策効果は実現しておらず、経済規模の大きいユーロ圏の異例の金融緩和継続もあり、今後もスイスフラン高が続きやすい。その一方で、資金の循環を停滞させる現金退蔵という副作用もみられる。

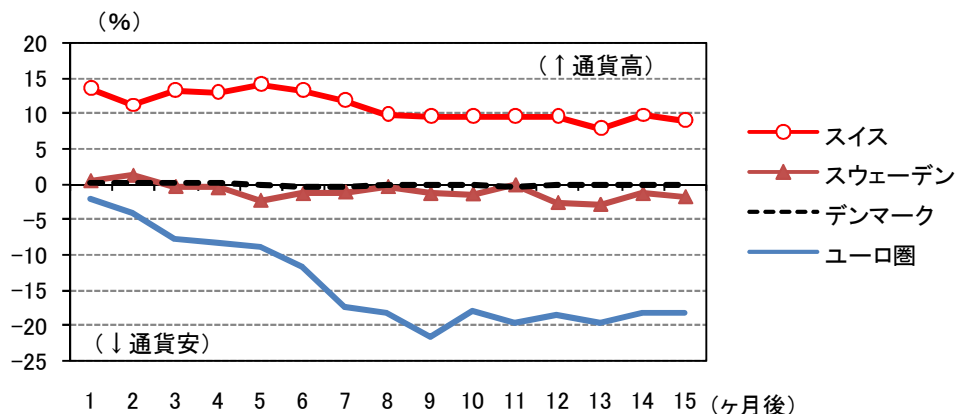
自国と海外主要国の金融政策の相対感がマイナス金利政策の成否を左右しうる構図は、ユーロ圏に追随せざるを得ないスイスだけではなく、円高が進み2%の物価目標達成が遠のきつつある一方で、金融市場の流動性低下等のマイナス金利政策の副作用への懸念も出始めている日本にも当てはまる可能性がある。

欧州ではユーロ圏をはじめ複数国が、日本に先立ちマイナス金利政策(市中銀行の中銀預金へのマイナス金利)を導入している。その中でも、過度な通貨高回避という政策効果は顕在化していない一方で、現金退蔵の動きがみられるスイスの状況について考察する。

## 1. マイナス金利政策後も続くスイスフラン高

マイナス金利政策を導入する欧州諸国の中でも、スイスは政策導入後に自国通貨高が進んだ点では際立っている(図表1)。スイス国立銀行(スイス中銀)は2015年1月に、2011年から続けてきた1ユーロ=1.2スイスフランでの無制限のユーロ買い・スイスフラン売りの為替介入を中止した。マイナス金利政策は無制限為替介入の中止前の2014年12月に発表され、その後はマイナス金利政策と適時の為替介入の組み合わせで過度のスイスフラン高に対処することとなった。しかし、現在も2014年12月末と比較して約1割スイスフラン高の水準にあり、政策効果が顕在化したとは言えない。

図表1 各国マイナス金利政策導入後の為替変化



(注) 各国マイナス金利導入時点からの為替変化率。ユーロ圏は対米ドル、その他は対ユーロ為替。

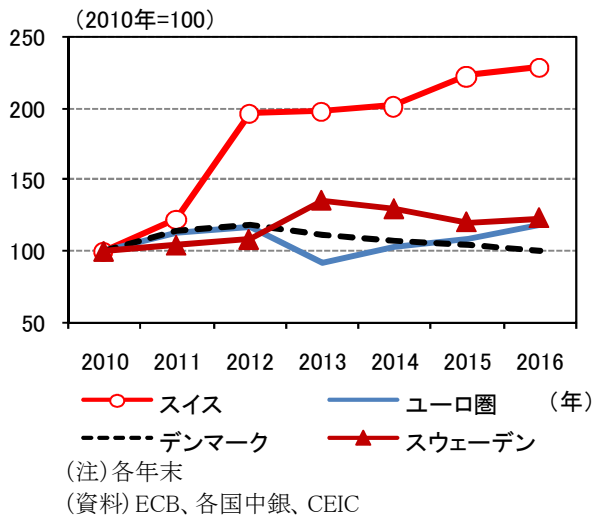
(資料) Bloomberg

この過程でのスイスフラン売り介入により、外貨準備残高は2014年12月末から約1割増加し、無制限為替介入開始前の2010年末と比較すると2.3倍の水準で高止まりしている(図表2)。

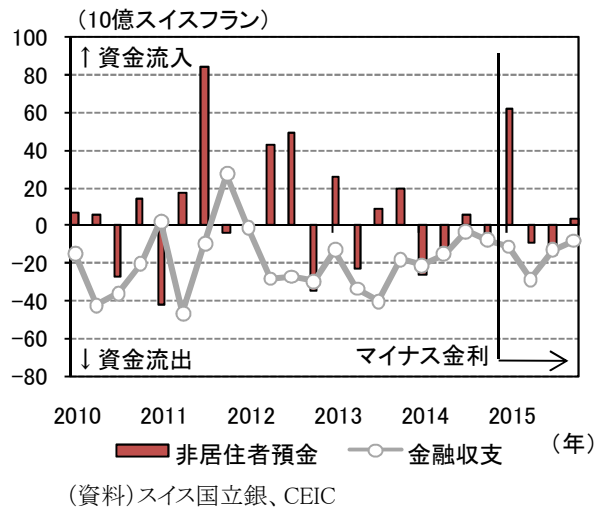
マイナス金利政策には、国外からの資本流入を抑制することによる本国通貨高圧力の低下効果も期待されるにもかかわらず、民間資本(非居住者預金)の流入というスイスフラン高要因が継続し、これに為替介入で対応した結果、外貨準備残高の高止まりに繋がったと考えられる。

具体的には、経常収支黒字国のスイスでは、金融収支全体はほぼ一貫して赤字(資本輸出)であるものの、金融収支の一部となる非居住者預金は、マイナス金利政策導入直後の2015年第一四半期に618億スイスフラン(約7兆円)と大幅な資金流入となり、2015年通年でも同じく資金流入となった(図表3)。

図表2 各国外貨準備残高の動き

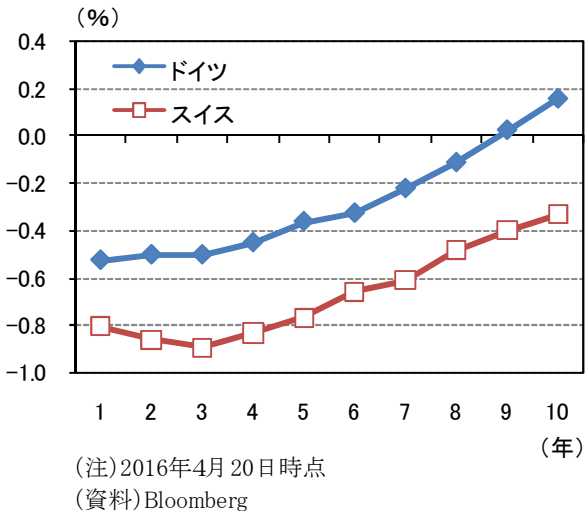


図表3 国際収支の動き

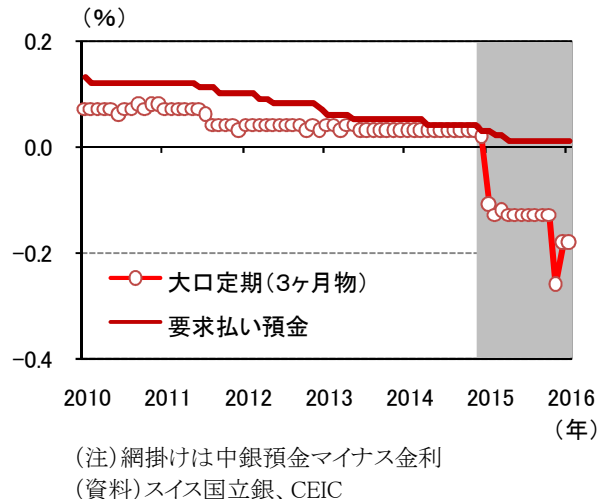


マイナス金利政策は、国債利回り等の市場金利だけでなく預金金利も低下させた。スイスの国債利回り水準は、各年限でドイツ国債よりもマイナス利回り幅が大きい。預金金利では、要求払い預金金利はプラスを維持しているもののゼロ近傍にまで低下し、10万スイスフラン(約1,100万円)以上の大口定期預金金利は2015年1月以降マイナスとなっている(図表4・5)。

図表4 国債利回り曲線



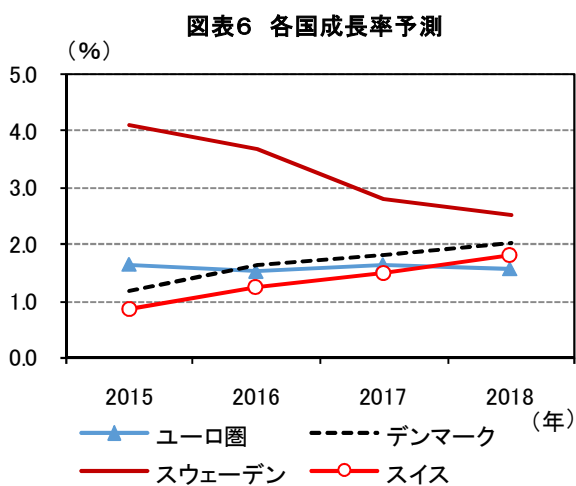
図表5 預金金利の動き



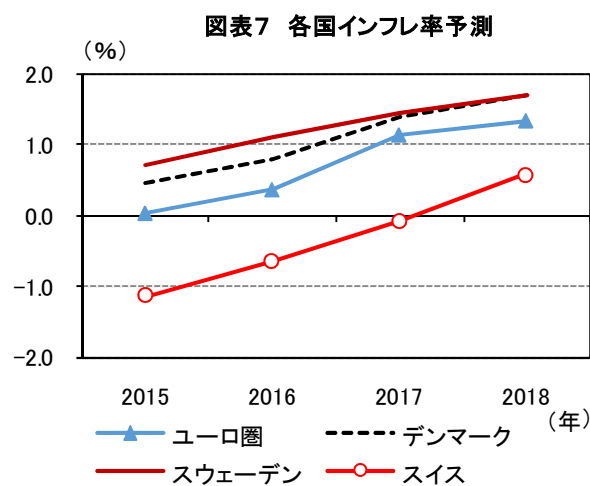
それにもかかわらず、非居住者預金が流入したのは、国外投資家からみてスイスフラン高によるメリット(為替差益)が、ゼロ金利・マイナス金利のデメリットを上回ると判断されたためであろう。また、より安全性の高いスイス国債への証券投資ではなく、預金が選択されたのは、国債マイナス利回りのデメリットを回避するためと推定される。

経済規模ではスイスの17倍を誇るユーロ圏の異例の金融緩和継続を受けて、スイスとしては、過度な通貨高による輸出下押しや、輸入物価低下によるデフレ懸念の高まり等の経済への悪影響を回避するために、ユーロ圏に追随してマイナス金利政策を継続せざるを得ない。しかし、スイスフランはリスクオフ局面には安全通貨として選択されやすいこともあり、当面はスイスフラン高が続きやすい状況にあると考えられる。

これまでのスイスフラン高もあり、2016年、17年のスイスの成長率、インフレ率の予測値は、欧州のマイナス金利政策導入諸国の中でも低めである。特に、2016年のインフレ率予測は-0.6%、2017年は-0.1%であり、デフレ継続が懸念される(図表6・7)。



(資料)IMF世界経済見通し2016年4月



(資料)IMF世界経済見通し2016年4月

## 2. 現金退蔵の副作用も

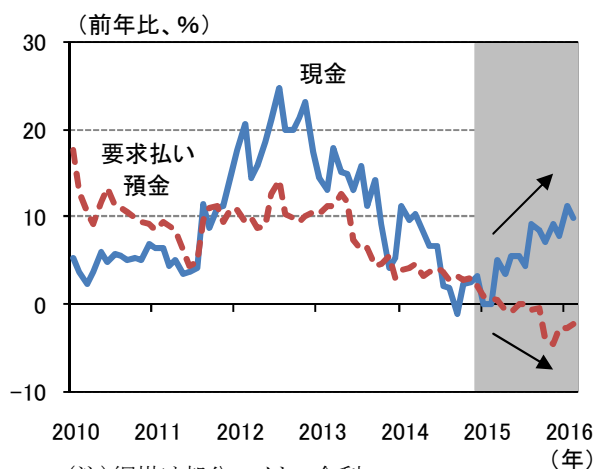
スイスでは、①預金金利のゼロ金利、マイナス金利化、②デフレ継続懸念、③スイスフラン高持続の見通しが重なった結果、現金需要増加の動きがみられる。この内、①は預金保有の機会コストを上昇させ、②と③は、スイスフランの価値が対内購買力の面でも、また対外的にも毀損しにくい環境を提供することで現金保有を促しやすいと整理できる。

実際に、2014年12月のマイナス金利政策導入後に市中現金残高が増加しているだけでなく、現金の代替資産である要求払い預金残高が減少していることから、経済成長に伴う現金増加にとどまらない現金需要の増加があると推定できる(次頁図表8)。

スイスにおける現金保有の動きを、紙幣の券種別にみると、決済手段としても保有される100スイスフラン紙幣(約1万円)残高の変化率推移と比較して、最高額紙幣の1,000スイスフラン(約11万円)残高の変化率はマイナス金利政策導入後顕著に高まり、2015年10月には前年比+12.7%に達した。この動きは、現金退蔵を示唆するものであり、資金の循環を停滞させることからマイナス金利政策の副作用と言える。ちなみに、1,000スイスフラン紙幣の需要は、2012年の欧州債務危

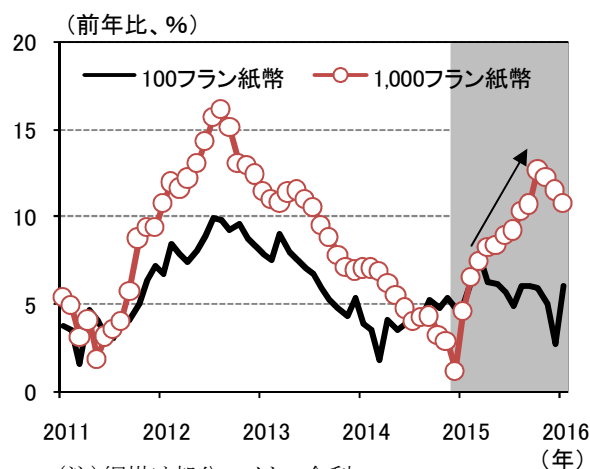
機により信用不安が高まった時期にも増加した。しかし、2015年の同紙幣の動きは、要求払い預金残高の減少を伴っている点が2012年当時とは異なる(図表8・9)。

図表8 現金・要求払い預金の動き



(注) 網掛け部分マイナス金利  
(資料) スイス国立銀、CEIC

図表9 券種別現金残高の動き



(注) 網掛け部分マイナス金利  
(資料) スイス国立銀、CEIC

### 3. まとめと日本への示唆

スイスの事例が示しているのは以下のことである。

第一に、自国通貨売りの為替介入は理論的には限界がないとは言え、現実には為替リスクの存在を踏まえると、無制限為替介入による外貨準備残高増加・中銀バランスシート拡大の持続可能性には限界があること。第二に、マイナス金利政策と適時の為替介入の組み合わせは、1年以上経過しても、過度なスイスフラン高回避という政策効果を実現できない一方で、資金の循環を停滞させる現金退蔵という副作用も生じていること。第三に、政策効果実現の成否は、ユーロ圏の異例の金融緩和の今後の動向にも左右されること—以上の3点である。

日本でもスイス同様、将来的に中銀預金金利のマイナス幅拡大や国債の大量買入の限界が意識される可能性は否定できない。また、米国の利上げ予想ペースが鈍化したこともあり円高が進み、2%の物価目標達成はさらに遠のきつつある一方で、足元では金融市場の流動性低下等のマイナス金利政策の副作用拡大に対する懸念も出始めている。

このように、自国と海外主要国の金融政策の相対感が、マイナス金利政策の成否を左右し、政策効果が顕在化しない中で副作用が生じることもあるという構図は、ユーロ圏に追随せざるを得ないスイスだけではなく、日本にも当てはまる可能性がある。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi\_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。