

スイスとEMUとの密接な経済的関係や経済指標の収斂からみて、スイスフランの対ユーロペッグには相応の合理性もある。その場合、債務問題国の救済コストの負担や国際金融上のステータス低下のリスクからみてEMUへの参加は考えにくく、当局間での同意に基づく一方的なPegとなろう。仮にPegが実現しても、スイス当局がスイスフランの上昇圧力に介入や金融緩和で対応せざるを得ない点は変わらないし、必要に応じて「無制限介入」等のコミットメントも必要となろう。なお、アジアや中南米には減価リスクのある主要国通貨へのPegを行うケースが多いが、これらは信認の輸入を企図する nominal anchor と正反対の考えである。

## Menu Cost

バーゼル駅(SBB)を降りて、プリンの形をしたBIS本部ビルをのぞくと、路面電車の線路を隔てて右斜めにあるホテルが目に入る。ホテルのテラスは、BISの様々な会議に出席する中央銀行関係者にとって便利な食事の場所である。席に座ると上質紙でできたごく普通のメニューが届けられるが、少なくとも私が最後に訪れた2008年秋までは小さな特徴があった。スイスフラン建てとユーロ建ての値段が横に並んできちんと印刷されており、手書きで直すとかテープを貼るといった小細工を行う形跡が全くなかったのである。つまり、EURCHFが大きく変化したら、ホテルはメニューを最初から作り直さなければならないように思われた。

読者にNew Keynesianがおられれば、文字通りのMenu Costであると感激されたかもしれない。しかし、私には、スイス経済が日常生活までEMU経済と密接にリンクしていること象徴であると思えてならなかった。バーゼルを訪れる方々の多くは、腕時計や薬品などの関係者も含めて国際的に活躍しておられるとすれば、メニューの表記も、日本の寿司屋のように「EUR建ては時価」としても違和感はないように思う。それでも、敢えて「固定相場」で価格を印刷してしまうことは、バーゼルが両国の国境の町であることを差し引いても、筆者の印象に強く残っている。

こうしたanecdotelに限らず、まじめに経済指標を概観しても、スイスとEMUの経済的な結びつきは非常に強い。実際、2009年時点でスイスの輸出の約59%がEMU向けであったが、これはEMU諸国の平均とほぼ同じである。加えて、GDPに占めるシェアは、輸出が約52%、純輸出も8%（いずれも過去10年の平均）なので、スイス経済の対EMU依存度の大きさがわかる。金融面でも、スイスの2大民間金融機関は国内よりcross-borderのビジネスが大きいという事実—contagionの源泉となりうるとして、金融危機後はしばしば批判を受けている点—も、顧客であるスイスの大手事業法人がEMU域内で大規模にビジネスを展開していることに起因する面も無視し得ないのではないか。

さらに言えば、スイス経済のファンダメンタルズは、EMUの平均的なレベルと比較して総じて良好である。スイスが経常黒字である(2010年は対GDP比14.7%、因みにドイツも5.6%に過ぎない)ことは当然として、財政収支と債務残高の対GDP比率は各々+0.5%と40.2%(2010年)であって、ともにSGPを余裕をもってクリアしている。これらは、同じ年のEMUの主要国であるドイツ(-3.3%と87.0%)、フランス(-7.0%と94.1%)を顕著にoutperformしている。この間、スイスのGDP成長率(過去10年の平均)は1.6%と低いように見えるが、実は同期間のドイツ(0.8%)やフランス(1.2%)を上回っており、2010年時点でのGDPギャップ(対GDP:OECD推計)も-1.8%と、ドイツ(-2.5%)やフランス(-4.1%)よりも顕著に小さいとみられている。

## EMU加盟のコスト

それでも、スイスがEMUに参加することは、今後数年を展望しても現実的であるとは思えない。第一に、短期的な面からみれば、EMUに加わることによって債務問題国の救済に伴う財政負担を

求められるリスクが極めて大きいからである。しかも、先に見たように、スイス経済はEMU諸国の平均に比べて良好であり、財政状況も相対的に良いことを考えると、ドイツやフランスといった主要国並みに大きな分担を求められる可能性も小さくない。確かに、スイスフランの一方的で大幅な増価を通じて、スイスは既にEMUの債務問題に伴うコストを事実上払っているとも言える。しかし、スイス国民にとっては、同じ財政支出を行うのであれば、自国通貨高への対応策に使う方が、EMU域内の債務問題国のために使うよりも、はるかに納得性が高いであろう。この点は、昨年来の債務問題国への救済を巡る欧州主要国の議論で確認済である。

第二に、スイスは金融政策の柔軟性を無期限に失うからである。スイスがEMUに参加すれば、金融政策は「3億3千万人の市民のために」フランクフルトで決定されることになる。債務問題国の危機を通じて、EMU各国の金融経済状況に照らして適切な金融政策を運営することの難しさは明確に示されたし、少なくとも現時点ではEMUへの参加は「片道切符」であるだけに、スイスも金融政策の柔軟性を無期限に失うことは避けたいはずである。また、EMUへの参加に伴うユーロへのスイスフランの転換は通貨発行権(sovereignty)の移譲を意味するだけに、中央銀行が何らかの助言を行うことは適切であるとしても、最終的には国民ないし国民の代表である議会が決めるべき性質の問題でもある。

第三に、スイスが国際金融面での独自の地位という財産も失うリスクが高いからである。この点に関しては、今回の金融危機を経て既に失われつつあるという指摘も多い。例えば、米国当局の要求によりスイスの金融機関が顧客情報を伝達したことは、スイスの金融システムに対する顧客の「信認」を既に損なったかもしれない。それでも、スイスが実際にEMUの一角になれば、スイスフランが消滅する結果、国際的な分散投資のためにスイスの金融資産を保有するインセンティブは当然に低下するであろう。同時に、大手金融機関は、欧州大陸に散在する国際金融センターの中でのチューリヒの位置づけを再検討せざるを得ないのではないかと。

なお、本節の注釈として、上記の第一の理由のインプリケーションとして、EMUに逆選択のリスクが生じている可能性を記しておくたい。以前の「ノート」で述べたように、EMU参加国は、EMU全体への信認をバックに「自国通貨建て」かつ低利での資金調達が可能となる。従って、参加国に対して適切な経済政策を徹底させることができなければ、一種の外部性が生ずる。こうした状況では、自国への信認に問題のある国ほど、EMU参加のインセンティブが強まる。逆に、スイスのような場合は、参加に伴う潜在的なコストがメリットを上回るという懸念のために、参加へのインセンティブが生じない。従って、EMUが弱者連合に陥ることなく存続するためには、参加国に適切な経済政策を徹底させるメカニズムに加え、新規加盟国により厳格なcriteriaを適用すべきことがわかる。

## 「勝手」Peg

対ユーロでのスイスフラン相場の安定を目指す場合の政策対応に関する議論に再び戻ると、EMUへの参加を通じた完全な通貨統合が非現実的であるとすれば、残りは、スイスフラン相場を

ユーロ相場に「勝手に」追従させるように調整していくことである。もちろん、主要国間では為替政策を文字通り「勝手に」行うことは非現実的であるので、スイス当局はEMU当局と協議し、事前に何らかの了解をとりつけることが想定される。その意味では全くの「勝手に」という訳ではないが、EMUのようなformalな枠組みではないという点で、やはり一方的なPegではある。

多くの市場関係者が指摘するように、こうしたPegを行ってもスイスフランへの上昇圧力を解消することは実際には難しいものと思われる。最大の理由は、現在の上昇圧力がEMU域内の債務問題に関する先行き不安を背景にする以上、こうした根本的な原因が短期間で解消することは見通し難いからである。このため、債務問題国の事態の展開に伴って波動的に生じるスイスフランの上昇圧力に対してPegを維持するために、スイス当局はスイスフラン売り介入を続けることを余儀なくされるであろう。同時に、介入効果を支持するため、「量的緩和」を含む緩和的な金融政策運営を余儀なくさせる可能性も高い。これでは、「勝手に」Pegを行っていない現状と殆ど変わらないことになる。

それでも、最近の報道が示唆するようにスイス当局による何らかのPegへの指向が強いのであれば、Pegを維持していく上では、①スイスフランへの上昇圧力を緩和する措置を導入する、②無制限に介入するというコミットメントを示す、といった対応を併せて採る必要もあろう。このうち、①の典型例としては、スイスフラン建ての金融資産の取得に何らかの課税ないし規制を課すことがあり、金融危機以降には海外に採用例もある。しかし、新興国であればともかく、スイスのような先進国がこのような措置を採った場合には、他国により多くのfollowerを招く可能性がある。このような状況は、「通貨戦争」を招くという政治的な問題以上に、国際的な資本フローを妨げうという点で深刻であり、国際金融界から幅広く批判を受ける懼れが強い。

一方、②は日本の「大量介入」と似た性格を有しており、事実上のゼロ金利状態にあるスイスでは意味のあるコミットメントである。ここで考えられる批判は、既にSNBが約2400億スイスフラン(約2900億ドル・6月末)もの外貨準備を抱えているだけに、さらに外貨準備を積み上げれば、スイスフランの増価に伴うバランスシート毀損のリスクが一層高まるというものであろう。実際、SNBは、スイスフラン相場の増価に伴って多額の為替評価損を計上してきた。特に、昨年(2010年)の第2四半期や第4四半期には、SNB全体の損益が各々1億スイスフランを超える損失となった。ただ、こうした批判は他の条件を一定にすれば適切であるとしても、政策対応の選択肢が限られる中で、敢えて「勝手に」Pegに踏み切るといった判断もありうるのではないか。もちろん、その際には、ある種のsafeguardとして、長期的に見たSNBのバランスシートの健全性回復への戦略に関して政府とSNBが明確な合意を形成し、それを事前に開示しておくことが望まれる。

無制限介入への別な批判として、金融引き締めが立ち遅れるリスクへの懸念も考えられる。SNBによる現状の景気や物価の展望を踏まえる限り、直ちに金融引締めへ転ずる必要性は乏しく、その意味で金融政策に関するジレンマは当面はない。ただ、SNB自身も国内住宅価格の上昇が幾分加速し、地域的な広がりを見せていることに予て懸念を示してきた。しかも、融資条件の厳格化など金融監督面からの指導が目立った効果を挙げていない点にも懸念を示していた。このため、市場関係者の間でも、金融システム安定の観点からの利上げという考え方が聞かれる。しかし、住宅価格上昇の抑制は、あくまで銀行監督のようなミクロ的な政策手段を活用し、必要により強化することで対応すべきではないだろうか。これに対し金融政策は、よりマクロ的な問題に割り当てることを優先すべきであるように思われる。

## Nominal Anchor

スイスのような主要国がPegに踏み切るとすれば、ブレトンウッズ体制の崩壊以降では一EMUの形成に向かう関係国の動きを除いては少なくとも珍しい事態である。ただ、国際金融市場を見回してみると、「勝手に」Pegも決して珍しくないことではなく、むしろ一般的とも言える。中南米にもアジアにも、自国通貨の対米ドル相場の安定を目指す為替政策を採用している国は依然として多い。中東欧諸国には対ユーロ相場を安定化しようという意識も感じられる。さらに、シンガポールや最近の中国(?)のように、通貨バスケットに対する自国通貨相場の安定を図る場合も、バスケットの構成通貨との間でのPegのいわば集合体であると理解することもできる。スイスフランも、通貨バスケットに対する安定という議論ができれば、国際金融界をさほど刺激することなく事実上のPegを実現しうるのであろうが、先に見たように貿易に占める対EMU諸国のシェアが突出しているため、結局は対ユーロでのPegとそれほど変わらなくなってしまう。

スイスが「勝手に」Pegに踏み切った場合に限らず、現在のアジアや中南米の多くの「勝手に」Pegに共通する皮肉な事実は、彼らの自国通貨がPegする相手の通貨が、むしろ、自国通貨よりも減価のリスクを抱えているという点である。これは、Peg側の各国が、Peg相手の通貨に対する自国通貨の増価を懸念しているからこそ「勝手に」Pegを採用しているとすれば、ごく当たり前の裏返しである。しかし、自国通貨やその背後にある経済政策への信認に問題があるからこそ、自国通貨の相場をある主要国通貨の相場にPegさせることが“nominal anchor”になるという、新興国の経済政策に対する伝統的な処方箋とは正反対の考え方である。あるいは、こうした「勝手に」Pegを行う国々の経済は、相手国の中央銀行の信認を取り込むのではなく、むしろ、相手国のインフレ圧力を輸入していると言い換えても良い。従って、スイスが本当にデフレのリスクが高いのであれば、スイスフランを下落リスクのあるユーロ相場にPegすることで、ドイツのように輸出品の国際競争力を強化するだけでなく、インフレ圧力を取り込む面で意味があるとも言える。さらに言えば、世界的な金融危機後に多くの国々がデフレーションやデフレのリスクに晒されるとすれば、減価していく主要通貨へのPegという為替政策は一層魅力的になってしまいうのかもしれない。

それでも、世界の多くの通貨が長い目で見て減価リスクを抱える米ドルやユーロに対して、しかもこうしたリスクを「活用」することを企図してPegしている状況はやはり健全なこととは思えない。ずっと後になって振り返ると、国際通貨の枠組みが変わっていく局面の始まりに過ぎなかったということなのかもしれない。

\*\*\*

文責:井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただけますようお願いいたします