

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月22日)

フラン高と不動産バブル

<要約>

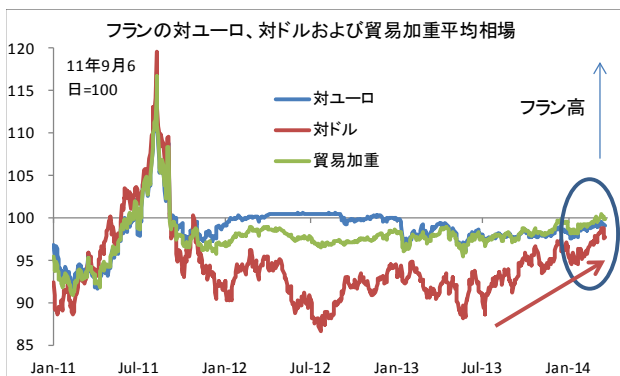
スイスフランは対ユーロでは上限が設定されているが、対ドル等では自由に変動しており、足許ではウクライナ情勢を受けた対ドルでのフラン高を主因に貿易加重平均ベースでも上昇基調が続いている。かつてはユーロ圏債務問題を背景としたスイスへの資金逃避がフラン高の主因だったが、最近ではユーロ圏債務問題の後退にも拘らずフラン高が続いている。では何がフラン安をもたらすだろうか？ 当社はスイスの不動産バブル崩壊がその契機となる可能性があると考えている。

忍び寄るフラン高

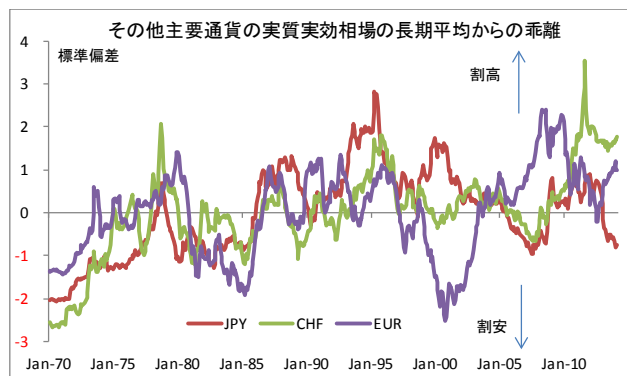
ウクライナ情勢緊迫化を受けて米国債、金などと並び、為替市場では円やスイスフランを買う動きがみられた。フランは対ユーロではスイス中銀が2011年9月6日より1.20フランを上限としているためフラン高は限定的だが、対ドルではより大幅にフラン高が進行している。実は対ドルでのフラン高傾向は昨年後半以降継続しており、対ユーロや対ドルなどを含めたフランの貿易加重平均相場は、2011年9月にスイス中銀がユーロ/フラン相場への下限（フラン上限）を導入した際の水準を上回ってきている（図表1）。こうした中、実質実効相場でも（直近は2月計数）、2011年の極端なフラン高水準にはまだ達していないが、歴史的にみて高水準にじり高傾向となっていることには変わりがない（図表2）。

3月20日の直近スイス中銀（SNB）理事会では特に追加的な金融緩和措置は取られず、声明文におけるフランに関する記述も「フランは依然として高い」と前回同様だった。スイス中銀はユーロ圏情勢の改善がいずれフラン高解消に繋がると期待しているようだが、フラン高修正は遅々として進まず、逆にスイス中銀のフラン高懸念は徐々に高まっているはずだ。

図表1：フラン名目相場



図表2：フラン実質実効相場



（注）実質実効（貿易加重平均）相場は長期平均に回帰するという考え方および実証分析の結果があり、長期平均が均衡値とみなされ、その水準からの乖離度合いの大きさを標準偏差で示している。標準偏差で上下に2以上乖離すると、行き過ぎとされる。

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

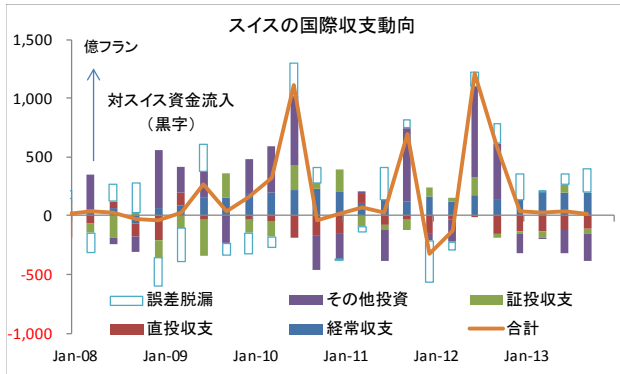
フラン高の正体

スイスフランは地政学リスクなど市場でリスク回避傾向が高まる場合に買われ上昇する通貨として注目を浴びやすい。この背景には、①スイスが経常黒字国・資本赤字国であり危機時に国内投資家が自国に資金を回帰させるためにフラン買戻しが起きやすいという側面や、②スイスが伝統的に銀行口座情報の機密性が高く永世中立国であるため、地政学リスクの際に当事国から資金が集まり易いこと、更に③低金利国であるため平時に

造成されるフランキャリー（フラン売り他国通貨買い）取引が危機時に巻き戻されフラン買い圧力となること、そして④これらの性質から実際に過去のリスク回避局面でフランのパフォーマンスが良好だったこと、などがあるとみられる。特に 2010 年以降は、ユーロ圏債務危機を受けた資金逃避がスイスに向かい易いとの見方からフランが急騰し、2011 年 9 月のスイス中銀によるフラン上限設定・無制限フラン売り介入措置に繋がり、最近のウクライナ情勢緊迫化もフラン高に繋がっている。

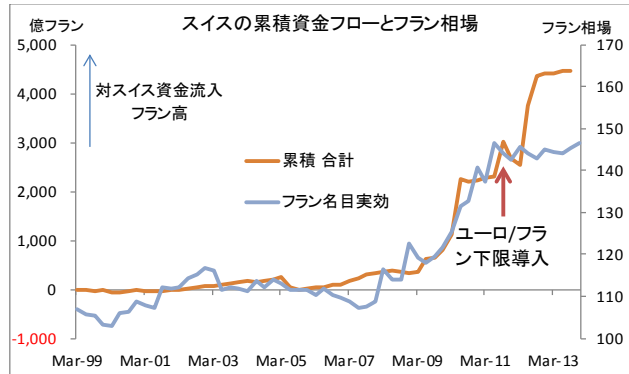
スイスの国際収支統計は直近計数が昨年 7-9 月期分でタイムリーではないが、フランを巡る大まかな資金の流れは把握することができる。通常他の通貨では、経常収支、直接投資収支および証券投資収支を合計すると概ね運動性が高いが、スイスの場合は、貸出・借入や預金取引等を含む「その他投資収支」や統計では捕捉できていないフローが存在する可能性を示す「誤差脱漏」を加えると、2009 年以降のフラン上昇に対する説明力が飛躍的に高まる（図表 3、4）。即ち 2009 年以降、ユーロ圏債務問題を背景に、「その他投資」などに計上され預金などのかたちでスイスに流入し、投機筋のフラン買いを煽るかたちでフラン急騰に繋がったとみられる。

図表 3：スイスの国際収支動向



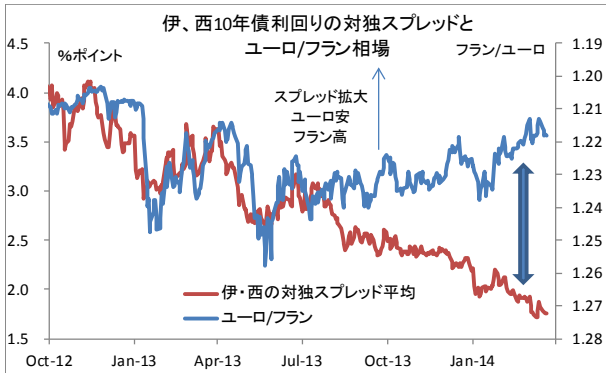
(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：スイスの累積資金フローとフラン相場



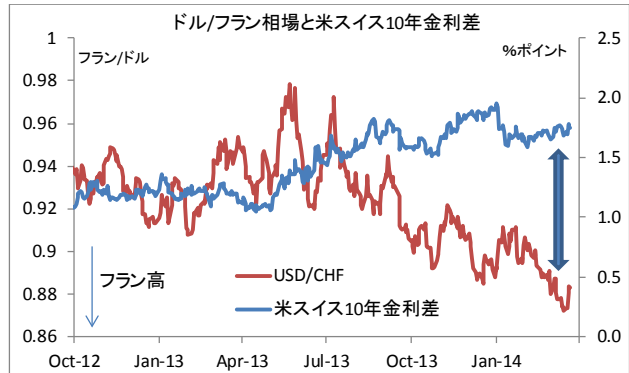
もっとも、昨年半ば以降はユーロ圏債務問題への懸念を示すユーロ圏高債務国利回りの対独スプレッドとの運動性が崩れており、イタリア、スペインの利回り低下継続・対独スプレッド縮小にも拘らずフランは反落どころかむしろ上昇を続けている（図表 5）。このため、ユーロ圏債務問題を背景にスイスに流入した資金が何をきっかけとして流出するのか、不透明だ。また、スイスフランは他の主要通貨では比較的運動性が高い金利差との運動性も低く（図表 6）、相対的な金利面での魅力低下もフラン安に繋がっていない。実質金利（名目金利マイナス実勢インフレ率）はデフレの影響で高止まっているが、実質金利差では最近のユーロ圏や米国の上昇が大きく、相対的な魅力は低下しており、こちらもフラン安圧力となっている。

図表 5：西伊の対独スプレッドとユーロ/フラン



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：ドル/フランと米スイス金利差



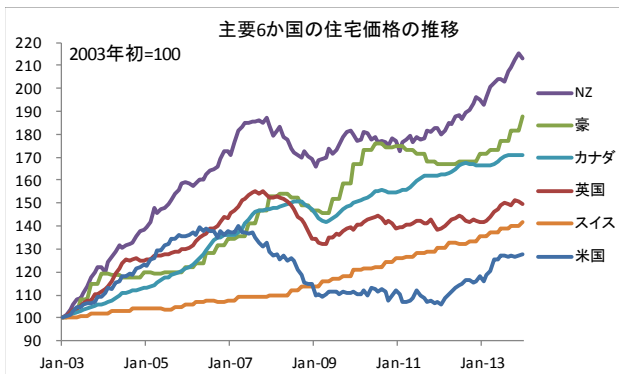
トリガーは不動産バブル崩壊か

では何がきっかけでスイスから資金流出が起こりフラン下落が起こるだろうか？一つの仮説として、不動産バブル崩壊が挙げられる。現在スイスは世界でも有数の不動産バブル国と言われ、他国と比べて上下の変動は緩やかだが少なくとも 2003 年以降一方向に住宅・不動産価格が上昇しており、土地神話が膨らんでいる可能性

がある（図表7）。UBS作成のスイス不動産バブル指数も直近2013年10-12月期計数が1.23とバブルを示す2に近づいてきている（図表8）。スイスでは住宅用不動産に対しては非居住者の購入・保有が制限されているが不可能ではないほか、商業用不動産投資は可能で、国内の低金利を背景としたスイス人の住宅購入や移民流入のみならず、海外から資金流入の増加が不動産バブルを助長しているとの指摘も多い。

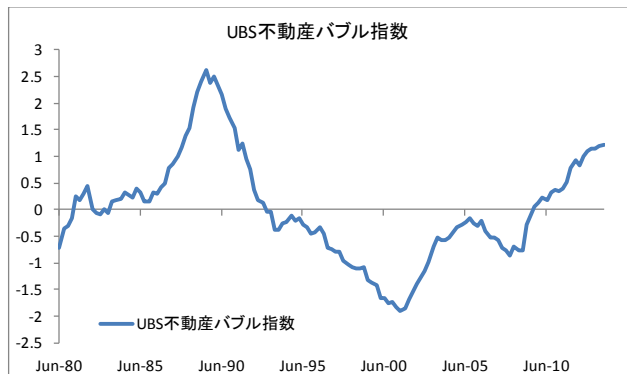
既にスイスでは銀行に対し、住宅向け融資に対する自己資本引当を増強させるマクロプルーデンス政策を通じて不動産バブル対策を強化しており、こうした措置の効果が現れ始める場合、また米国の資産購入縮小と利上げに向けた動きを受けて中長期債利回りが米国主導で世界的に上昇し、現在2%を切っているスイスの超長期利回りも上昇に向かう場合、長期間続いたスイスの不動産バブルが遂に破裂に向けて動き始めるリスクが高まる。そうすると、商業用および住宅用不動産（直接投資収支に計上）、不動産関連株式および不動産ファンド（証券投資収支に計上）に投資していた海外資金がスイスから流出し、フランが遂に下落に向かうとみられる。その場合、不動産バブル崩壊を受けた景気悪化とデフレ圧力が高まる中、フラン下落を確実なものとするため、スイス中銀はユーロ/フラン相場の下限を1.20フランから1.25フランあるいは1.30フランへ上げるかもしれない。この時期は、すぐではないものの、早ければ今年末から来年初に来るかもしれない。逆にそれまでは、スイス中銀は1.20フランの下限を維持し、スポット相場も同水準をやや上回る水準で推移し続けるとみられる。

図表7：主要6か国の住宅価格（指数化）



（出所） プレビデンティア・ストラテジー作成

図表8：UBS スイス不動産バブル指数



ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。
 当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
 当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641