

## MURC Focus

# 「トランプ関税」でも堅調を維持するスイスフラン

～台頭するマイナス金利再開観測も、引き続き残る“安全資産”の魅力～

調査部 主任研究員 土田 陽介

- スイスフラン相場が堅調に推移している。背景には①米国の利下げ期待、②ドイツの財政拡張を反映したヨーロッパ経済の成長期待、③トランプ関税に伴う「ドル不安」がある。
- 米トランプ政権は、スイスの対米貿易黒字が大き過ぎると不満を募らせている。加えてトランプ政権は、医薬品の国内回帰を重視しているため、巨大製薬会社を抱えるスイスに対して圧力を加えている。
- 通貨高を防ぎ景気への負荷を軽減する観点から、スイス国立銀が金融緩和を強化する観測が高まっている。ただし米国が利下げを行えば、引き続き残る“安全資産”としての魅力で、スイスフラン高が続くだろう。

## 1. トランプ関税を受けても堅調に推移するスイスフラン相場

スイスフラン相場が堅調に推移している。年明け、スイスフランの対ドルレートは1スイスフラン＝0.9米ドル台だったが、6月末には0.79米ドル台まで上昇した(図表1)。その後、8月1日に米トランプ政権がスイス製品に39%の関税を賦課すると表明したことを受けて、スイスフラン相場は0.8米ドル台に下落したが、それでもしっかりと推移している。

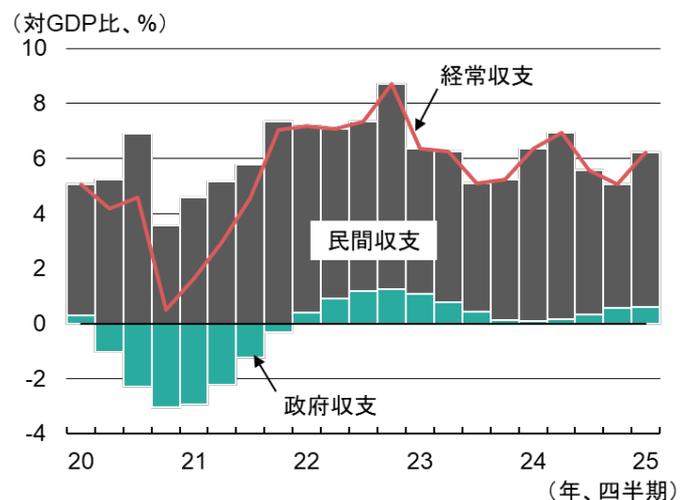
年明けからスイスフラン相場が堅調に推移している背景には、まず米国の利下げ期待があると考えられる。米国の利下げ期待を受けて、他の主要通貨は米ドルに対して為替レートを切り上げている。加えてドイツの財政拡張を反映したヨーロッパ経済の成長期待や、4月に発表された「トランプ関税」に伴い生じた「ドル不安」を受けてユーロ高が進み、それと連動してスイスフラン高が加速した。

図表1. スイスフランの為替レート



(注) 週次。  
(出所) スイス国立銀行(SNB)

図表2. スイスの経常収支



(出所) SNB、スイス連邦統計局

またスイスフランが、ヨーロッパにおける“安全資産”になっている点も見逃せない。スイスの経常収支は常に黒字であり、民間黒字が潤沢であるのみならず、コロナショックといった危機の際を除けば、政府収支(=財政収支)も基本的に黒字を維持している(図表 2)。こうした健全なファンダメンタルズを評価し、ヨーロッパの投資家は不確実性が高まるとスイスフランを購入する傾向がある。

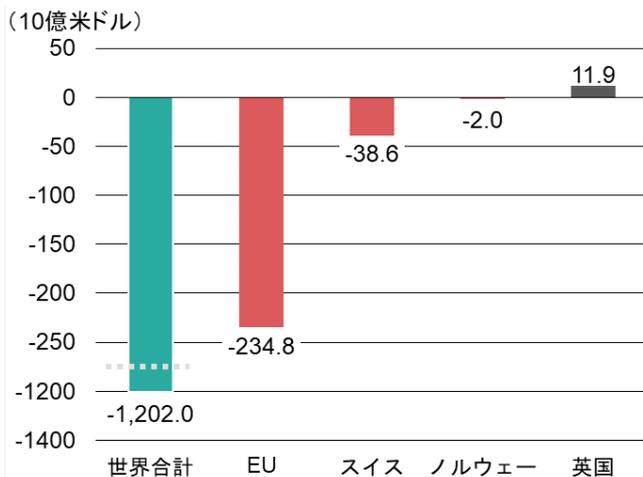
そしてスイスフランは、いわゆる国際通貨(ハードカレンシー)であるが、その中では比較的、市場の規模が小さいという特徴がある。具体的には、国際決済銀行(BIS)の『世界外国為替市場調査』によると、世界の外国為替市場の2022年4月時点の1日あたり取引額に占めるスイスフランの割合は2.6%と、加ドル(3.1%)に次ぐ規模であり、ユーロ(15.3%)や日本円(8.4%)に比べると限定的である。

このように、スイスフランの市場は他のハードカレンシーに比べると規模が小さいため、投資家がリスクオフムードを強めてスイスフランに対する需要を高めると、スイスフランの相場は急騰しやすくなる。

## 2. 政治的な性格が強いトランプ政権による圧力

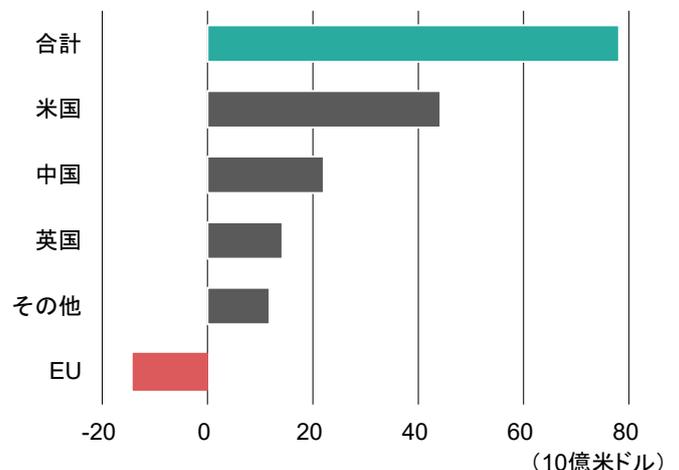
冒頭で述べた通り、米トランプ政権はスイス製品に39%という、欧州連合(EU)の製品(15%)を大きく上回る関税を課そうとしている。ここで米国の対スイス貿易収支(2024年)を確認すると、386億米ドルの赤字と対EU向けの貿易赤字(2,348億米ドル)の2割弱である(図表3)。国別に見ても、アイルランド向け(867億米ドル)やドイツ向け(848億米ドル)、イタリア(440億米ドル)向けに比べれば、スイス向けの貿易赤字の規模は小さい。

図表3. 米国の対ヨーロッパ貿易収支(2024年)



(出所) 国際通貨基金(IMF)

図表4. スイスの国・地域別貿易収支(2024年)



(出所) IMF

対してスイスの国・地域別貿易収支(2024年)を確認すると、スイスの対米貿易黒字(442億米ドル)はスイス全体の貿易黒字(781億米ドル)の半分以上を占めている(図表4)。ゆえに米トランプ政権は、スイスの対米貿易黒字が大き過ぎると不満を募らせているように見受けられる。そしてスイスは、医療用品を筆頭に、貴金属・宝飾品や時計およびその部品を輸出し、対米貿易黒字を出している。

他方で、医薬品の国内回帰を重視する米トランプ政権は、輸入医薬品に対して最大で250%の関税を課そうとしている。これは、スイス製品に対して39%の関税を課すとしている「相互関税」とは異なる枠組みで行われる。ノバルティスやロシュ・ホールディングといった巨大製薬会社を抱えるスイス経済にとって、250%もの関税が賦課されることの悪影響は甚大だと懸念される。

### 3. 高まるマイナス金利再開観測

このように、折からの通貨高や米トランプ政権による圧力を受けて、スイスの輸出環境は厳しさを増している。そのため通貨高を防ぎ、景気への負荷を軽減する観点から、スイス国立銀行(SNB)が金融緩和を強化するとの観測が高まっている。これまでもSNBは、インフレの鈍化に鑑みて、政策金利を引き下げて金融緩和を強化してきた(図表5)。その結果、政策金利は既に0%となっている。

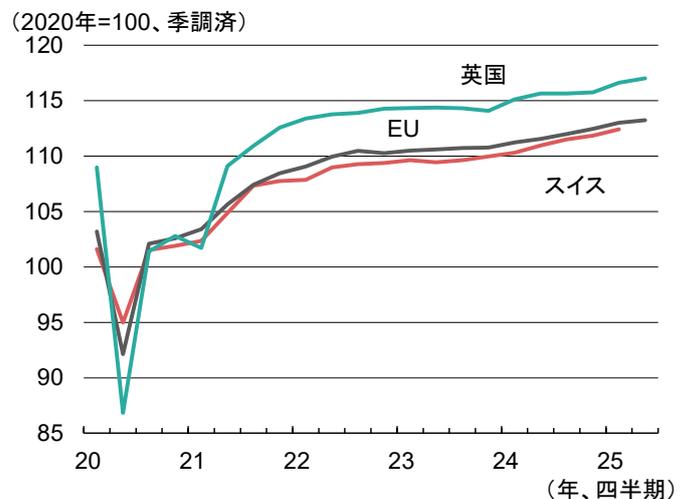
ゆえに、SNBが2022年以来となるマイナス金利政策を導入するという見方が台頭している。とはいえ実務的には、まず為替レートの目標を定めたいうえでの無制限の為替介入が実施される公算が大きい。かつてSNBは、フラン高対策として1ユーロ=1.2フラン(⇔1フラン⇐0.83ユーロ)を上限とする無制限為替介入(2011年9月~2015年1月)を実施し、その打ち切りと同時にマイナス金利を導入した経緯がある。

図表5. スイスの消費者物価と政策金利



(出所) スイス連邦統計局、SNB

図表6. 各国・地域の実質 GDP の推移



(出所) スイス連邦統計局、ユーロスタット、英国立統計局

ただし、マイナス金利を導入してもスイスフラン高が抑制されるか定かではない。むしろ8月21日から23日まで開催されたジャクソンホール会議で、米連銀(FRB)のジェローム・パウエル議長が今後の利下げに言及したことで、ユーロを中心とする主要通貨に上昇圧力がかかっている。したがって、SNBが金融緩和で対抗しようとも、引き続き残る“安全資産”としての魅力で、スイスフラン高基調が続く公算が大きい。

一方で、基本的に輸出立国であるスイスの景気は、通貨高とトランプ関税によって悪化すると予想される。そもそもスイスのコロナショック以降の景気回復パスは、英国やEUにやや劣るものであった(図表6)。トランプ関税の大幅な引き下げが見込みにくい以上、今後のスイス景気は、これまで以上にEUより停滞感が強いものになると予想される。

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。