

## MURC Focus

# スイスフラン高と金価格の上昇をどう考えるか

～スイスフラン高の主因はあくまでファンダメンタルズ～

調査部 主任研究員 土田 陽介

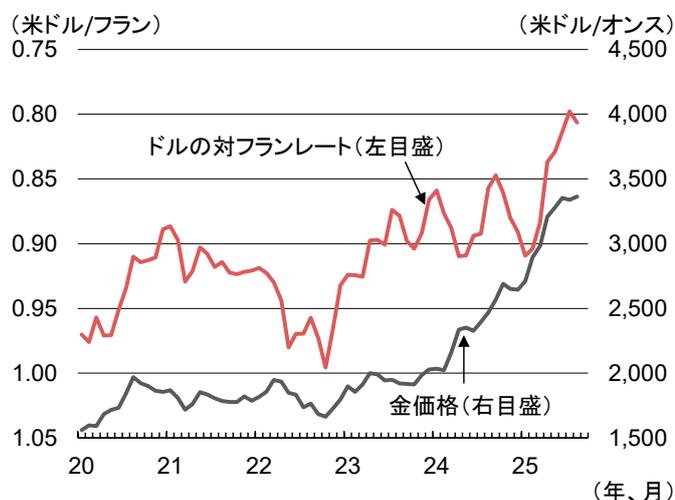
- スイスフラン高の一因として、金価格の上昇を指摘する声がある。確かにトランプ関税の発表以降、フランと金価格は連動して上昇している。
- しかし、スイスフラン高は金価格と連動しているのではなく、「安全資産」としての性格そのものを反映した現象と考えられる。その安全資産としての性格は、スイスの健全なマクロ経済を反映したものである。
- トランプ関税を受けてドルや米債の安全資産としての性格が揺らぐ中で、健全なマクロ経済運営が続く限り、スイスフランは金と並んで、価値保存の手段として投資家に今後も選好され続けるのではないかと。

## 1. スイスフラン高の一因とされる金価格の上昇

2025年4月にいわゆる「トランプ関税」が発表されて以降、スイスフラン相場が一段高となっている(図表1)。一方で、スイスフラン高の一因として、金価格の上昇を指摘する声がある。確かにトランプ関税の発表以降、スイスフランと金価格は連動して上昇している。スイスは世界最大の金輸入国であり、スイスには大量の金が集まっている。そのため、金価格の上昇がスイスフラン高につながるという理屈である。

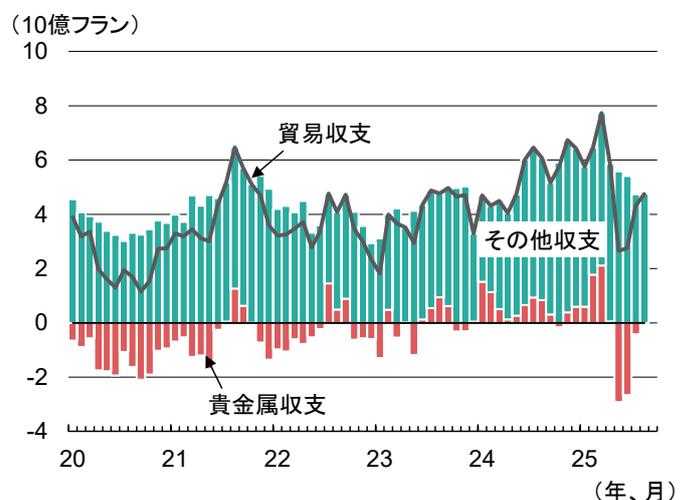
この理屈で金価格の上昇とスイスフラン高が連動するならば、スイスの金準備高が増えなければならない。しかし、スイスの貴金属の取引収支(貴金属収支)は必ずしも安定的な黒字ではない(図表2)。スイスには世界の金精錬を担う複数の大手企業が存在するため大量の金塊が集まる一方、スイスは輸入した金塊を地金に再精造し国外に輸出するため、金準備が増えるわけではないのである。

図表1. スイスフラン相場と金価格の関係



(出所) スイス国立銀行(SNB)及びロンドン地金市場協会

図表2. スイスの貿易収支



(注) 3カ月後方移動平均値。

(出所) スイス連邦財務省関税・国境警備局(BAZG)

事実、国際通貨基金（IMF）の「国際金融統計」によると、スイスの金保有量は、2024年7月に3,343.5 トロイオンスとなって以来、2025年7月現在まで横ばいであり、スイスの金保有量が増えたことで通貨高になっているという説明は成り立たない。それにスイスフランはハードカレンシー（国際決済通貨）であり、オフショア市場が発達しているため、為替レートは実需以外の要因にも大きく左右される。

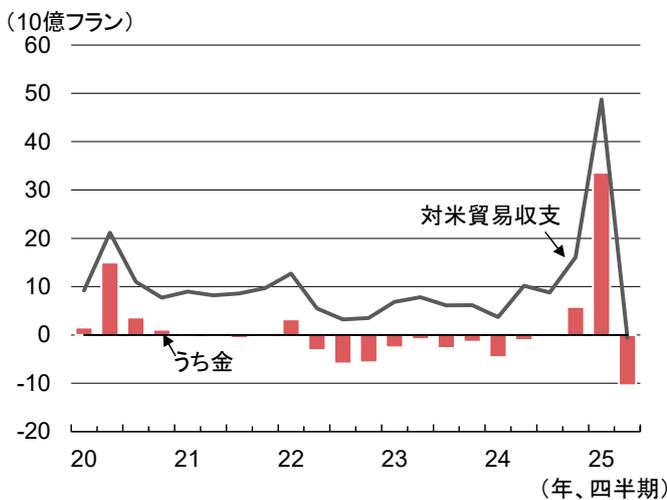
そもそもスイスフランは、スイスの良好なマクロ経済を反映して「金より硬い」と賞される安定した通貨である。金価格の上昇がトランプ関税に伴うドル不安を反映しているとするなら、ドル以上に安定性を評価されているスイスフランがドルに比べて上昇することも自然と言えよう。また価値保存の手段として金を選好され、その価格が上昇している以上、スイスフランの価値も向上するのは自然である。

## 2. 対米金輸出の急増がフラン高に与えた効果も限定的

ところで、米国との貿易に限定すれば、2025年1～3月期にスイスは米国向けに巨額の貿易黒字（米国にとっては貿易赤字）を計上した。この巨額の対米貿易黒字は、スイスから米国への金の輸出によって生じたものである（図表3）。トランプ関税の発動を念頭に米国で金価格が上昇したことを受けて、裁定取引で利益を出そうとしたトレーダーがスイスで精錬された地金の輸出を増やしたため、こうした動きが生じた。

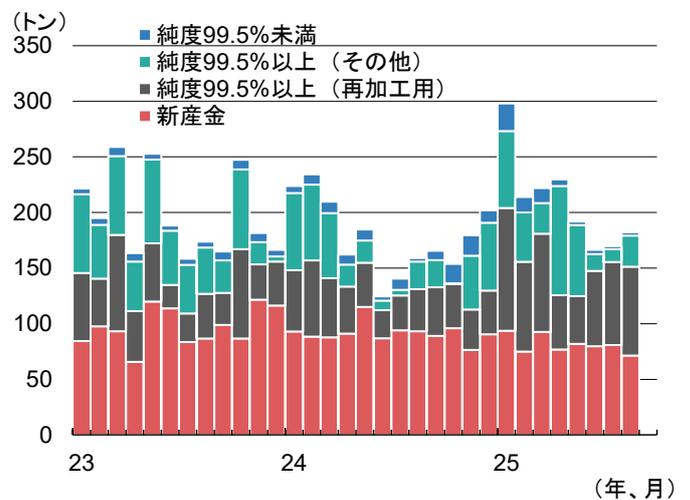
実際にスイスが輸入した金塊の量は、米国でトランプ大統領が就任した2025年1月に急増した（図表4）。これは欧州のトレーダーが、スイスの精錬業者に地金への再鑄造を依頼するために持ち込んだ金塊だと考えられる。つまり、世界で取引される金地金の標準は400オンスだが、ニューヨーク商品取引所（COMEX）では100オンスか1キログラムでの取引となるため、トレーダーはスイスの精錬業者に再鑄造を委託する必要があった。

図表3. スイスの対米貿易収支



(注) 金は HS コード7108を採用。  
(出所) BAZG

図表4. スイスが輸入した金塊の量



(出所) BAZG

確かに、1～3 月期に多くの地金がスイスから米国に輸出されたことで、スイスフラン相場には上昇圧力が加わったと考えられる。ただし、再鑄造でスイスの精錬業者が得られる利益は限定的であるため、それがスイスフラン高の実需要因になったとは考えにくい。さらに、こうした流れは 4～6 月期には逆転しているため、トランプ関税が発動されて以降のスイスフラン高を説明することはできない。

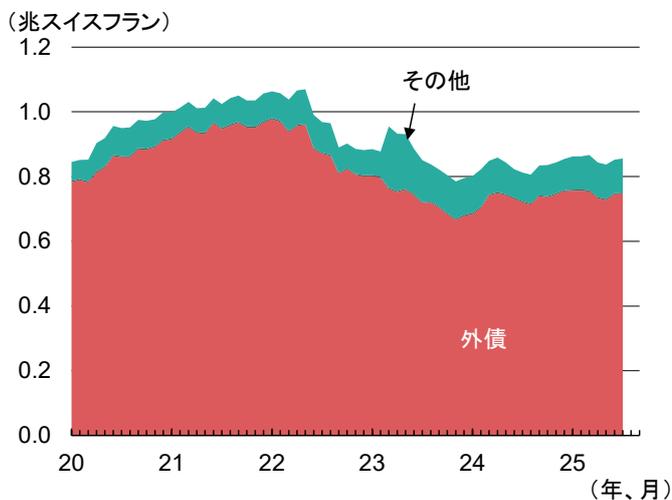
したがって、地金の対米輸出に伴い生じたドル売りスイスフラン買いの圧力がスイスフラン高の一因になったとしても、あくまでそれは時限的かつ限定的な現象だったと判断される。タイのパーツや南アフリカのランドなど、いわゆる産金国の通貨の相場が上昇していることを金価格の上昇で説明することはまだしも、スイスフランの相場の上昇を金価格の上昇で説明することはあまり妥当でないと考えられる。

### 3. スイスの健全な経済こそがフラン高の主因

スイス国立銀行(SNB)のバランスシートのうち、資産サイドの 8 割が外債である。うち 4 割ずつをドルとユーロが占めていることから、スイスフランはスイス国債ではなく、欧米の経済力を反映するかたちで発行されている。したがって、スイスフランもまたドル不安の影響から逃れられないわけだが、一方でこのことは、SNBがスイスの国債を購入していない、つまり財政支出を金融緩和で支えるようなことがなされていないことを意味する。

さらに、そもそもスイス財政は健全で、財政収支は長年にわたってほぼ均衡している。また経常収支も、潤沢な貿易黒字に支えられて黒字が定着している。こうした経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の良好さに加えて、SNBの金融政策は物価目標(消費者物価の前年比を 0～2%上昇のレンジにとどめる)に則した高い透明性の下で運営されている(図表 6)。

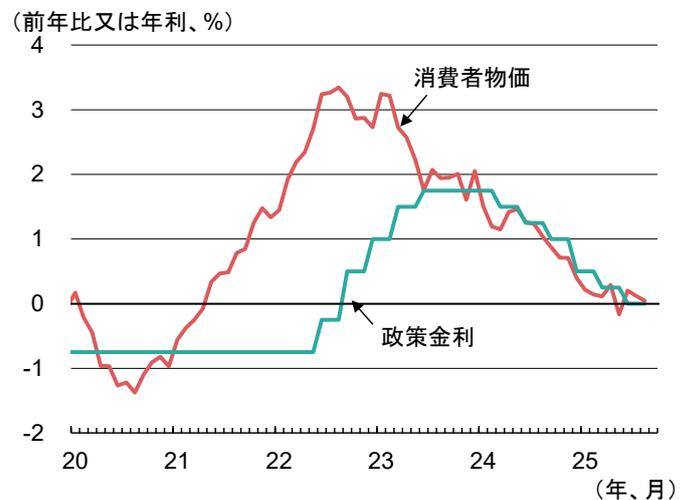
図表5. スイス国立銀行のバランスシート



(注) 2025年7月時点で SNB のバランスシートに計上されているスイス国債の金額は、総額の0.5%弱に過ぎない。

(出所) SNB

図表6. スイスの物価と金利



(出所) スイス連邦統計局、SNB

つまるところ、スイスフラン高は、スイスフランの「安全資産」としての性格そのものを反映した現象だと考えられる。そしてスイスフランの安全資産としての性格は、スイスの健全なマクロ経済を反映したものと整理できる。トランプ関税を受けてドルや米債の安全資産としての性格が揺らぐ中で、スイスの健全なマクロ経済運営が続く限り、投資家はスイスフランを金と並ぶ価値保存の手段として、今後も選好し続けるのではないか。

－ 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。