

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2025年8月27日

低インフレ体質のスイス経済

～ゼロ金利政策再導入の背景～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員

川畑 昭人

akito_kawabata@iima.or.jp

<要旨>

2025年6月にスイスの中央銀行であるスイス国立銀行（Swiss National Bank：SNB）は政策金利を0.25%引き下げ、0%にすると発表した。足元のスイスの金融政策は周辺の欧州主要国と大きく様相が異なる。ユーロ圏の政策金利は2.00%に、英国は4.25%に設定されている。

金利差の最大の要因は、スイスは他欧州諸国と比べて著しくインフレ率が低いことである。その他欧州主要国（ドイツ、フランス、イタリア、英国）においてインフレが進行する中、スイスは2025年5月に消費者物価指数（CPI）上昇率が前年比▲0.1%と、2021年3月以来のマイナスとなった。

このインフレ率の乖離には様々な要因がある。まず、直近の乖離については、2022年以降のロシアによるウクライナ侵攻に端を発する、エネルギー価格高騰の影響を欧州主要国は大きく受けたが、スイスの化石燃料に依存しないエネルギー供給体制はエネルギー価格高騰の影響を小さくした。

より長い目で見ても、スイスは2000年代以降、インフレ率が欧州主要国と比して低水準で推移し続けている。このスイスの長期的な低インフレ体質は、労働生産性の伸びの高さが賃金上昇によるインフレを抑えることに加え、CPIに直結する輸入物価が、長

期的なスイスフラン高傾向により押し下げられていることといった諸要因が相互に影響している。更には、SNB は物価の安定という目標を達成するために積極的かつ柔軟な金融政策に加え、必要であれば為替介入も行うとしており、それはスイスの低水準の期待インフレにも繋がり、低インフレ体質にも大きく貢献している。

<本文>

1. はじめに

2025年6月19日、スイス国立銀行（Swiss National Bank：SNB）は政策金利を0.25%引き下げ、ゼロ金利政策を復活させた。一方で、EUや英国をはじめとした欧州主要国の政策金利は利下げ局面にあるとはいえ、ユーロ圏では2.00%、英国では4.25%であり、コロナ禍が収束を見せた2022年以降、スイスの政策金利はほぼ一貫してユーロ圏、英国を大きく下回っている（図1）。今回のSNBの決定も含む、この金利差の背景にはインフレ率の差、更には、スイスの経済状況、経済構造やスイスフランの特色が大きく関係する。

今回ゼロ金利を再導入した直接の原因について、SNBは物価変動圧力への対応と発表している。インフレ率（CPI上昇率）について確認すると、2025年5月に前年比▲0.1%となった時期に限らず、スイスのCPI上昇率は欧州主要国と比して低位で推移していることがわかる（図2）。2022年から2023年のインフレピーク時で見ても、欧州主要国が10%前後のインフレ率であった一方で、スイスは3%台にとどまっていた。

図1：スイス、ユーロ圏、英国の政策金利推移比較

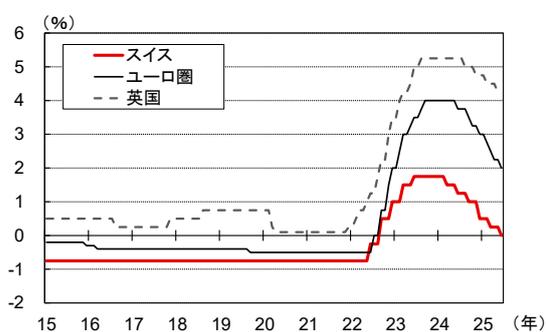
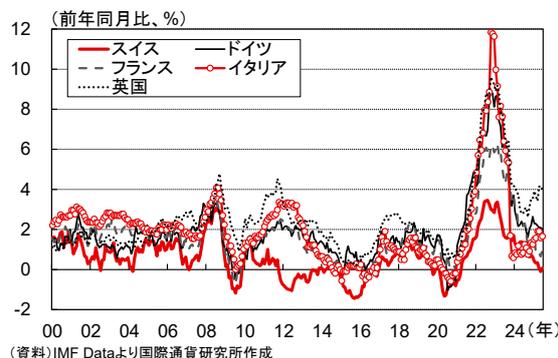


図2：スイスと欧州主要国のCPI上昇率比較



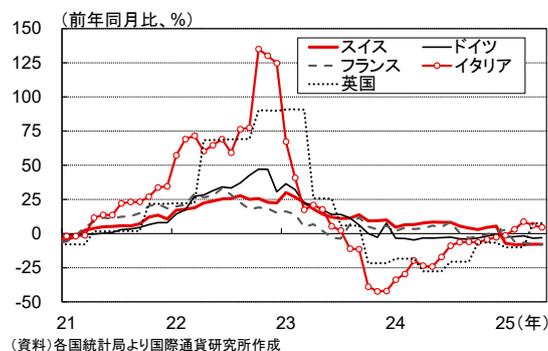
本稿では、スイスと欧州主要国（ドイツ、フランス、イタリア、英国）間のインフレ率の差の要因として、短期的観点としてエネルギー供給体制の差、長期的観点として、賃金上昇によるCPI上昇を抑える高い労働生産性伸び率、輸入依存度の高い経済構造で

あるために、CPI に大きく影響する輸入物価、さらに、その輸入物価にも影響するスイスフランの状況を確認し、最後に、スイスの物価調整を担う SNB の政策についても記載する。

2. 短期的要因 ～エネルギー供給体制に起因するエネルギーインフレの回避～

2022 年以降でスイスに大きなインフレが起きなかった一因として、スイスと他欧州主要国とのエネルギー供給体制の違いが挙げられる。欧州主要国で 2022 年にインフレ率が高進した主因は、ロシアのウクライナ侵攻に起因する、ロシア産天然ガス輸入の大幅減少に伴うエネルギー価格の高騰である。一方、2023 年時点におけるスイスの電源構成は水力エネルギー（55.8%）、原子力エネルギー（33.0%）、風力・太陽光・その他再生エネルギー（10.8%）がほぼ全体を占めている。石油や天然ガス以外での電力供給体制の整備が進んでおり、ロシアからの天然ガス輸入の急減による大きな影響は受けなかった。総エネルギー供給で見ても、化石燃料が占める割合は 43.2%と欧州主要国の中でも低水準である¹。CPI 中のエネルギー価格上昇率を比較しても、やはりスイスは 2022 年から 2023 年のピーク時でも 30%程度水準に収まっている（図 3）。

図 3：スイスと欧州主要国のエネルギー価格上昇率比較（2021 年以降）



3. 長期的要因 ～スイスの経済構造とスイスフランの特色～

上述のように、直近の低インフレ率についてはエネルギー価格の上昇が抑えられた点が大きく寄与していることが確認できる。しかし、スイスと同様に化石燃料に大きく依らないエネルギー供給体制を持つフランスでもインフレ率の高騰が目立つことから、直近のエネルギー価格の動向だけではインフレ率の動向すべてを説明できない。

¹ 欧州主要国の総エネルギー供給のうち、化石燃料が占める割合について、ドイツは 78.1%、フランスは 45.6%、イタリアは 79.0%、英国は 76.5%。フランスはスイスと同水準であるが、他は化石燃料に大きく依存する。

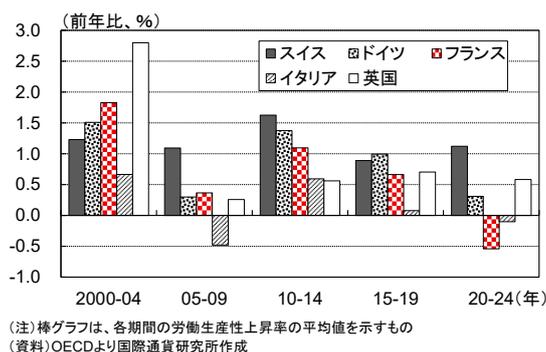
エネルギー価格の他、スイスが欧州主要国と比べても低インフレ率となっている要因としては、スイスの経済構造やスイスフランの特色など様々あり、それらが相互に影響しあうことによって、スイスは基調的にインフレ率が低い経済となっている。

(1) 高い労働生産性伸び率 ～賃金上昇によるインフレ圧力の抑制～

まず、スイスは製薬、精密機器、金融サービスといった高付加価値の産業が盛んであり、労働生産性の高さが知られているが、その伸び率も高水準にある。スイスと欧州主要国で労働生産性（GDP/労働時間）の上昇率を確認すると、スイスの労働生産性上昇率は比較的高水準で推移している（図4）。

経済理論上、労働生産性上昇率が高いほど賃金の上昇による物価上昇圧力を弱めるとされており²、SNBによると、スイスにおいて賃金がインフレ率に与える影響は、後述する輸入物価の変動や、期待インフレに比べて低くなっている。

図4：スイスと欧州主要国の労働生産性上昇率推移

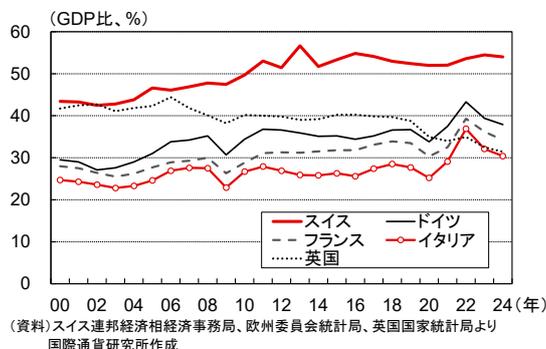


(2) 輸入依存度の高さと輸入物価の低い伸び

次に、スイス経済の構造から低インフレ率の要因を探る。スイスは内需が小さく、外需に依存する経済構造であり、恒常的な経常黒字国である。2024年時点で内需（個人消費）はスイスGDPの50.5%であるのに対し、輸出は67.8%である。更に、スイスは輸入の比率も大きく、同時点においてGDPの54.0%を占め、欧州主要国と比してもその比重は高い（図5）。

² 企業が1単位の商品を生産するためのコストを単位労働コストと呼び、単位労働コストは「賃金 / 労働生産性」で表され、単位労働コストが高いほど、利潤を求める企業はその商品の価格を高く設定する。賃金上昇によって価格は上昇するが、労働生産性上昇率が高ければ単位労働コストの上昇を抑えることができ、価格の上昇が抑えられる。

図5：スイスと欧州主要国の
GDPに占める輸入の割合比較



輸入がその国の経済にとって比重が高いということは、輸入物価がCPIに与える影響も大きくなり、輸入物価が低ければCPIの抑制に直結する。スイスと欧州主要国の輸入物価の推移を確認すると、スイスは比較的 low 水準になっている(図6)。また、上述のように、エネルギー価格の高騰が直近における欧州の高インフレの要因であり、エネルギーの多くを輸入に頼る国もあるため、エネルギーを除いた品目の輸入物価を確認しても、やはりスイスは低水準であり、2022年頃も際立っている(図7)。エネルギー価格の高騰に依らない輸入物価の低さがCPIを押し下げていると考えられる。

図6：スイスと欧州主要国の
輸入物価推移比較

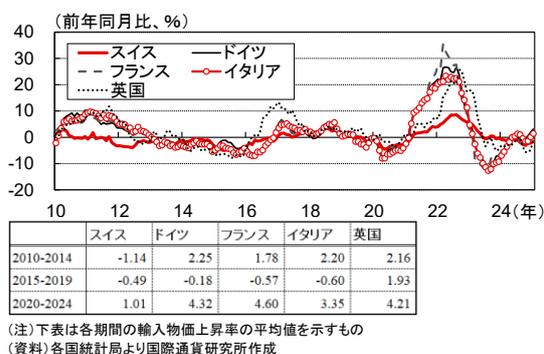
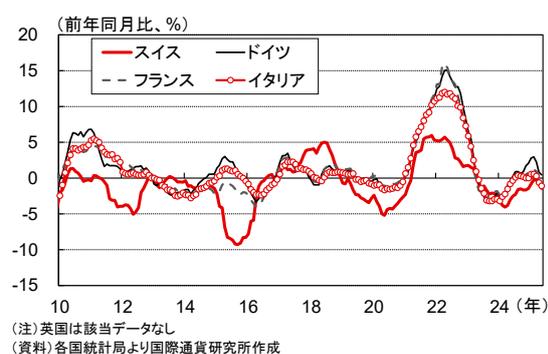


図7：スイスと欧州主要国の
エネルギーを除く輸入物価推移比較



(3) 長期的なスイスフラン高と、「安全資産」とされた歴史的経緯

輸入物価に大きく影響を与えるのが為替であり、スイスフランの為替レートについても確認する。同じく欧州の主要通貨であるユーロとポンドについてドルとの為替レートを比較すると、2000年代は3者同様に通貨高基調であったが、2010年代頃以降からは、ユーロとポンドが緩やかな通貨安方向に転じている一方で、スイスフランは緩やかではあるものの通貨高傾向は維持している(図8)。特に2022年を境にスイスフランとユー

ロの対ドル為替レートは逆転しており、足元におけるスイスフラン高傾向が顕著になっている。また、スイスの輸入の48.6%はユーロ導入国が相手国であり（2024年時点）、対ユーロの為替レートも輸入物価への影響という面では重要である。対ユーロでスイスフランの為替レートを確認しても、長期的にはスイスフラン高傾向にある（図9）。

このスイスフラン高は、世界的な地政学リスクの顕在化が進む中で、「安全資産」と認識されるスイスフランへの需要が高まっていることが一つの要因となっている。特に2020年代以降、2022年のロシアによるウクライナ侵攻をはじめ、2025年の第二次トランプ政権による関税をはじめとした諸政策などに見られるように、世界情勢における脱グローバル化の加速から、世界情勢が不安定化している。第二次トランプ政権により米国がその世界情勢不安定化の一因であることから、一時的なドルへの信認の揺らぎもあり、資金の避難先としてスイスフラン需要高（スイスフラン高）が直近で加速している。

図8：スイスフラン、ユーロ、ポンドの対ドル為替レート比較



図9：スイスフランの対ユーロ為替レート



スイスフランが「安全資産」と見なされるようになった経緯について、Baltensperger and Kugler [2016]は、スイスフランの国際的な評価が大きく上昇した契機は第一次世界大戦にあるとしている。欧州各国をはじめとした当時の先進国が戦争で疲弊する中、スイスは永世中立国という基本方針のもと戦争から一步引いており、スイスの政治的、経済的状況が相対的に安定していた。この頃から既に、スイスの金利は他国と比較して低い水準で推移しており³、スイスフランがリスクの少ない「安全資産」と見なされ始めていた。この頃から経常黒字国であった点や、1934年に制定された銀行法により顧客の秘密保持が制度化されたことにより、多くの資金が流入、外貨準備や金準備を維持し、金融センターとしての地位を確立させていき、並行してスイスフランへの信認も広がっていった。スイスの政治的な中立性を基盤としつつ、為替レートを安定させる金融政策、

³ Baltensperger and Kugler [2016]によると、1914年から1970年における各国の金利（discount rate：割引率）の平均について、ドイツが4.45%、フランスが3.78%、英国が4.01%であるのに対し、スイスは2.56%と低水準であった。本論文において金利の指標として割引率（公定歩合）を利用しているのは、当時各国は固定為替相場制であったことによる。中央銀行が決定する割引率（公定歩合）の水準の差から通貨の強弱や信用力を評価している。

時には為替介入を SNB が取り続けたことが、スイスフランの評価に繋がり、世界的な政治・経済ショック時にも価値の下落が限定的であった。これらの歴史的要因が、スイスフランのグローバルな「安全資産」としての地位を確立させた⁴。

(4) 物価安定のための SNB の行動 ～政策金利の調整と為替介入～

上述したような要因が相互に作用し合うことに加え、SNB の行動もスイス経済の低インフレ体質に大きく貢献する。SNB は物価の安定（インフレ率のターゲットを 0～2% とする）を達成するために、金利や為替レートを調整する、積極的かつ柔軟な金融政策を行ってきた。SNB は金融政策による成果が低インフレに大きく貢献し、これによりスイスの期待インフレが引き下げられ、さらに低インフレが持続するという結果に繋がっていると評価する。

SNB は今回のゼロ金利政策のように、過度なインフレ圧力、デフレ圧力に対して政策金利を変動させてきた。2015～2022 年においてもマイナス金利政策を維持し、過度のスイスフラン高是正とデフレ回避を図った。こうした大胆な緩和策を講じつつも、マイナス金利は金融システム全体に悪影響を与える可能性があり、不動産市場の過熱も招き得るという考えも示していることから、SNB は金融システムの安定への副作用にも注意を払っていることが伺える。

為替政策の面でも、SNB は慢性的なスイスフラン高によるデフレ圧力に対処すべく、巨額の為替介入で通貨高是正を図ってきた。経済危機等によって安全資産であるスイスフランへの需要が高まった局面ではデフレ回避を目的として外貨買い介入を行い、逆に、インフレ率の高騰を避けたいタイミングでは外貨売り介入を行う。SNB が行った大規模な為替介入としては、2009 年の世界金融危機、2012 年の欧州債務危機、2020 年のコロナショック時における外貨買い介入や、2022 年のコロナ禍後の世界的なインフレ傾向への対応としての外貨売り介入が挙げられる（図 10）。この他にも、SNB は 2011 年から 2015 年の間に 1 ユーロ＝1.20 スイスフランを上限レートに設定したことがある。欧州債務危機時にスイスフランが高騰した際、デフレ懸念への対応として設定された。

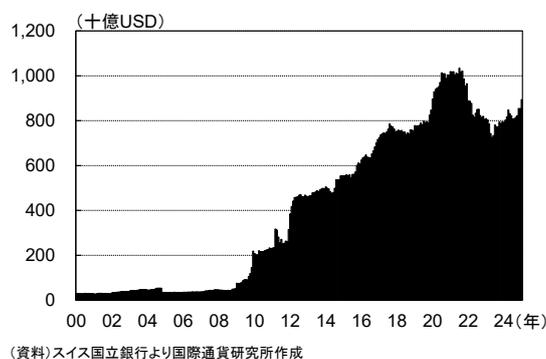
このように、SNB は金利政策と為替介入を組み合わせることで物価目標の達成を目指す柔軟な戦略を取っている。為替介入について、SNB は具体的な目標水準や時期は明言せず「必要に応じて介入する」との姿勢のみを示している。過度な介入は海外から意図的な為替操作と見なされるリスクもあるが⁵、SNB は自国の物価安定目的による正当な措置と説明しつつ透明性にも一定の配慮を示している。足元の混迷する世界情勢の中、スイ

⁴ Baltensperger and Kugler [2016]では、スイスの名目および実質金利が他国と比較して相対的に低い水準で推移する現象（Swiss interest rate island）は、スイスの例外的ともいえる政治的、経済的、金融的安定性に起因すると説明する。スイスが 20 世紀の二度の世界大戦に直接関与しなかったことだけでなく、中立国であったスウェーデンやアルゼンチンが経済的・政治的不安定に苦しみ、比較的高い金利を経験したことから、スイス固有の安定性が重要であることを示唆している。

⁵ 米国が 2025 年 6 月に発表した為替政策報告書において、スイスは為替操作監視対象としてリストアップされている。

スフランや物価の安定という目的達成のため、今後も SNB による柔軟な金融政策が行われるだろう。

図 10：SNB が保有する
外貨準備推移



以 上

<参考文献>

- Center for Global Development ‘US Tariff Tracker: Measuring “Effective Tariffs Rates” Around the World’ (<https://www.cgdev.org/media/us-tariff-tracker-measuring-effective-tariff-rates>) 2025/8/6 閲覧
- David Eugster [2023] “A blessing and a curse: the strength of the Swiss franc” Swissinfo
- Ernst Baltensperger, Peter Kugler [2016] “The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc”
- Fritz Zurbrügg [2016] “Negative interest rates: necessary from a monetary policy perspective – but with what risks for the banks?” Swiss National Bank
- Jessica Leutert, Rolf Scheufele, Selina Schön [2025] “Wage-price pass-through in Switzerland” SNB Working Papers
- Lucie Barette [2024] “Inflation in Europe: The Swiss exception” BNP Paribas
- Raphael Auer et al. [2025] “Ten years after the Swiss franc shock: Lessons on prices, expenditure switching, and inequality” Centre for Economic Policy Research
- State Secretariat for Economic Affairs [2022] “Bereinigung des Schweizer BIP um die Auswirkungen grosser internationaler Sportveranstaltungen – Aktualisierte Version”
- State Secretariat for Economic Affairs [2025] “Gross domestic product in the first quarter of 2025: Stronger growth than in previous quarters”
- Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler and Charles Wyplosz [2021] “Too Much of a Good Thing:

Lowflation in Switzerland” The SNB Observatory

- Swiss National Bank [2015] “Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75% ”
- Swiss National Bank [2011] “Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1.20 per euro”
- Swiss National Bank “The SNB’s monetary policy strategy” (<https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/strategy#:~:text=To%20ensure%20price%20stability%2C%20the,curbs%20inflation%20and%20economic%20activity>) 2025/07/23 閲覧
- Swiss National Bank “What determines the Swiss franc exchange rate?” (https://www.snb.ch/en/snb-explained/swiss-franc?utm_source=chatgpt.com) 2025/07/16 閲覧

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、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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜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、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。また、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ください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>