

「スイスをめぐる金(gold)の取引と、SNBにおける金の位置づけ」

藤田 憲資

はじめに

1. 課題の設定

本報告の課題を設定するに当たって次の3つの点を重視した。第1に、危機時に、CHF ないし金が高値になることは、しばしば指摘される¹。しかし、各々がスイスに及ぼす影響は異なるにもかかわらず²、両方を併せて論じているものはさほど多くないことである。

第2に、2012年以降、スイスは金輸出入額がおよそトップにあり、世界の金取引のハブ機能の一端を担っている。スイスの銀行部門が国際資金フローにおいてハブ機能の一端を担っていることは指摘されるが、金取引のハブ機能についてはさほど知られていない。

第3に、SNB がリーマン破綻以降、巨額の外貨資産を抱えていることは指摘されるが、その間の同行の金準備についてはあまり指摘されない。

このように、危機時の投資家の行動、国際資金フロー、SNB の資産において、これまで、スイスと金という枠組みの中で検討した研究が相対的に少ないと考える。そこで、本報告で取り組むことにした。

2. 課題と方法

1つは、スイスをめぐる金取引について明らかにすることである。この課題については、第1部として、概要、実態、背景の各視角からアプローチする。いま1つは、SNB における金の位置づけについて述べることである。この課題については、第2部として、SNB の資産と収益、SNB の政策運営における優先度、2014年の金イニシアティブの検討、の各視角からアプローチする。最後に、まとめと、それぞれの展望を述べる。

3. 先行研究～スイスと金に関する先行研究の振り返り

3-1. SNB 関連

まず、SNB の政策を検討する上で、SNB ウォッチャーである Stefan Gerlach et.al のペーパーは重要である。この他、SNB の外貨準備と、課題については、Fritz Zurbrugg(2012)、SNB の自己資本および利益分配については、Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz(2021)、Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz(2025)、Barbara Janon Steiuer(2025)、および、SNB の対外取引については、Sabrina Herzog, Alain Nellen, Sara Ryser, Vi Tran, Denis Ruysschaert(2015)、Federal Department of Finance(2023)、Laurence Wicht(2025)、WWF(2021)がある。

3-2. SNB と金に関するもの

金保有のメリットとデメリットについては、Jean-Pierre Roth(1999)、Peter Bernholz(2002)、SNB の金売却、歴史と教訓については、Philipp M Hildebrand(2005)、2014年の金イニシアティブについては、SNB(2014)がある。

3-3. スイスと金に関するもの

スイスにおける貴金属産業については、ASFCMP(2025)、スイスにおける金の精錬については、SECO(2025)がある。

3-4. その他

セイフヘイブンに係る計量分析、とくに金と CHF 関連 については、Sudi Apak, Vedat Akman, Serkan Çankaya, Sitki Sönmezer(2012)、Marco Tronzano(2022)、金市場の近年にかけての動向については、欧文文献では、たとえば、Pawel Kowaelski and Dominik A. Skopiec(2024)、および、スイスが金のみならず、他のコモディティの分野でもハブの役割を果たしているという点については、たとえば、Swiss academies factsheets(2016)がある。加えて、上記の WWF(2021)は、金の採掘における労働環境に関連して環境、健康、人権といった側面にも焦点を当てている。

なお、邦文文献では、金市場の実態に関する実務家の考察が多い。たとえば、三宅(1968)、芦矢(1975)、松村・島崎編(1982)、鯖田(1999)、豊島(2008)、増田(2021)、亀井(2022)、菊池(2024)がある。

4. 意義

第1部のスイスをめぐる金取引については、概要、実態、背景の各視角から迫った上で、今後の金輸出入のハブ機能について、現状の世界第1位の座を維持できるか否かは、金の価格、ライバル国の台頭、海外からの圧力がカギとなることを指摘したことである。

そのうち、ライバル国の台頭について、スイスの銀行部門の国際資金フローのハブ機能との関連から、また、海外からの圧力について、スイスの銀行機密および安い税に対してなされた過去の経験との関連から展望を述べたことも新たな試みといってよい。

第2部のSNBにおける金の位置づけについては、SNBの資産と収益、投資政策、優先度、2014年の金イニシアティブの各側面から述べた上で、CHF高によるSNBの損失を回避すべく1つの方法として、SNBの資産に金ETFのシェアを増やす提案をしたことである。

SNBの巨額の外貨資産の不安定さに注目するものはあるが、具体的にどう対処すべきかについて、本報告のように、SNBの理事会メンバーのスピーチから同行の政策運営における優先度を確認した上で、金ETF保有を検討しているものは多くない。

第1部 スイスをめぐる金取引

第1章 概要

1-1. 金価格の推移

本節では、金価格の推移を概観する。金価格は様々な要因から説明可能であるが、ここでは、世界的な危機との関連から整理する(以下図1-1参照)。

金価格は、まず、1970年代末に大きく上昇しているが、この時期には第2次石油危機があった。とくに、1980年1月の金価格急騰の前には、1979年11月にイランの米大使館占領事件が起き、翌12月にはソ連がアフガンに侵攻し国際緊張が高まっていた³。

しかし、その後、1980年代と、1990年代には金価格は低下していた。このうち、1990年代は、欧州中銀による大量の金売却が相次いだことが金価格の下げを加速する結果になったという⁴。

しかし、今世紀に入ると、2度の大きな上昇を確認できる。第1は、およそ2007年から2013年にかけての時期である。この時期は、サブプライムローン問題や、リーマン破綻、欧州債務・銀行危機が見られた。

第2は、2020年代に入ってからの上昇である。この時期は、新型コロナウイルス感染や、ロシアによるウクライナ侵攻があった。

金価格は、2025年に入っても上昇を続けている⁵。同年3月には、歴史上初めて金の価格が一時的に1トロイオンス3000ドルを超えた。持続的な地政学リスク、貿易紛争のさらなるエスカレートによる不安の高まり、追加関税が貴金属の価格をさらに高めたという。

加えて、危機以外の理由も確認しておこう。たとえば、池永(2013)は、2000年代から金の価格が急上昇した理由として次の3つを指摘している⁶。

第1は、主要国の中銀が金の売却を減らしたこと、第2は、それに伴い、鉱山会社の金先物売りも減ったこと、第3は、金ETFの登場によって金を買われるようになったことである。

さらに、近年における、新興国の中銀による購入増加も価格を押し上げていると言われる。

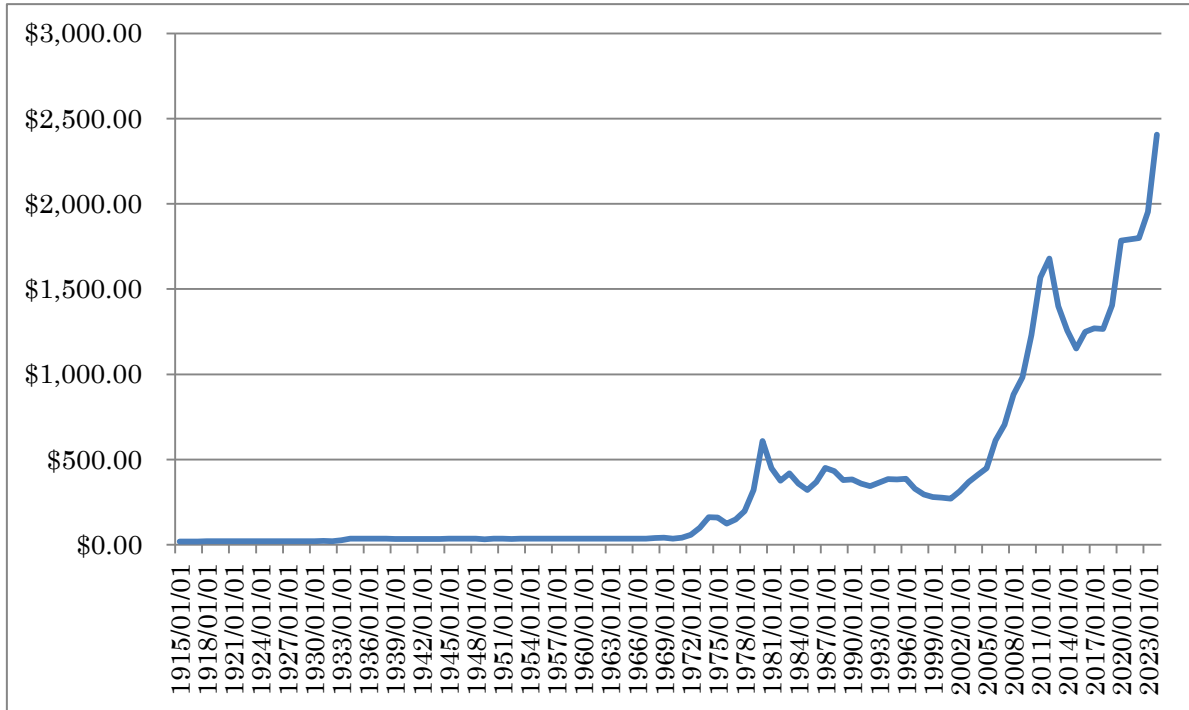
このように、金の価格の推移をおよそ確認したところで、次節では、第二次大戦以降のスイスと金の関係を見ていこう。

1-2. 第二次大戦以降のスイスの金取引

本節では、第二次大戦以降のスイスの金取引について簡単に述べる。その際、この期間を次の4つに区分する。第1に、1946年から1970年代まで、第2に、1980年代から1990年代、第3に、2000年代、および、第4に、2010年代から現在までである。

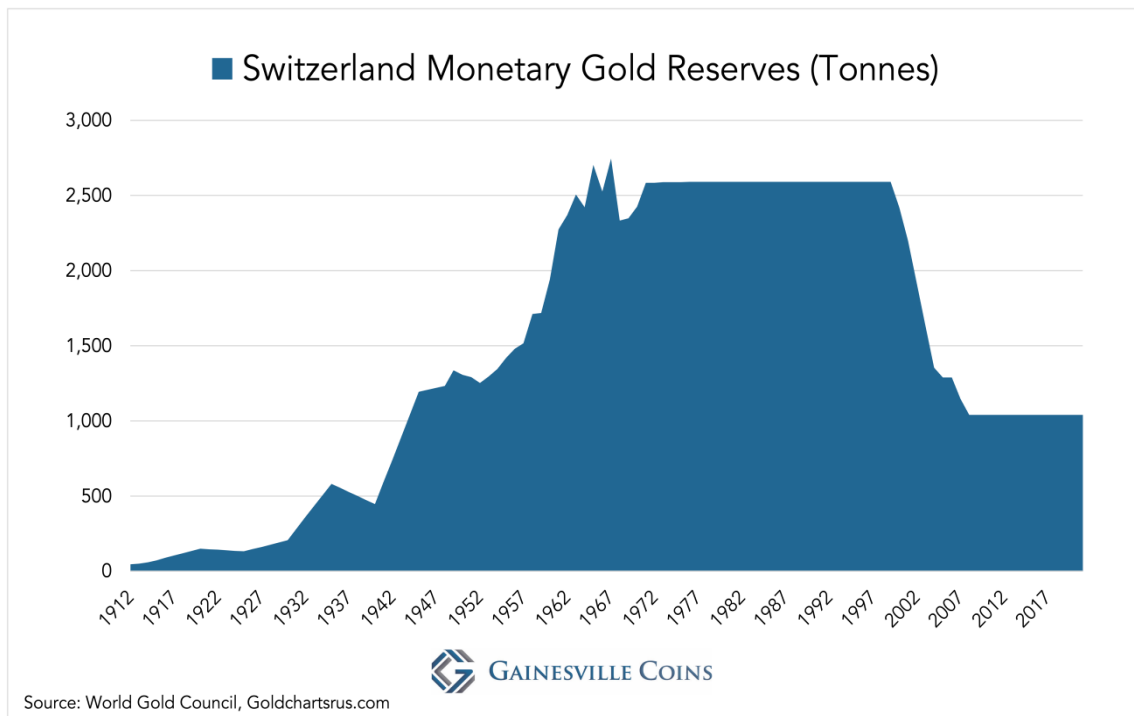
①1946年から1970年代⁷～主要な金の輸出入国としての台頭、金準備の増加

図 1-1. 金価格(年平均)、1915 年から 2024 年



(出所)Gold Prices - 100 Year Historical Chart

図 1-2、スイスの金準備(トン)



Jan Nieuwenhuijs, 2022, Swiss Central Bank moved its gold from Berne a Federal Bunker in Kandersteg, July 17 より引用。

チューリッヒは、1930年代頃から世界最大の金貨市場として知られていたが、チューリッヒが金地金の取引に着手したのもその頃のことであった。

1946年にスイスの銀行は金取引を再開した。1951年以降、スイスは、金の輸出入を自由化し、チューリッヒ金市場が急速に発展した。終戦直後には、スイス国内の居住者の国内取引には4%の取引税が課されていたが、1954年に取引税は廃止された⁸。

1960年、早くもパリの金市場を凌駕した。1968年の、ロンドン金市場の一時閉鎖を契機として、チューリッヒが地金取引の分野においても首位の座を獲得するに至った。

かくして、1968年以降、チューリッヒはロンドン金市場の小売業的な立場から脱却し、地金取引の分野においても首位の座を確保した。

他方、SNBは、1971年に金ドル兌換が停止するまで、金準備を2500トン超に増やした(図1-2参照)。減価の予想されるドルを売って金を購入する動きの結果である。

②1980年代から1990年代～金の輸出入国として低迷、金売却に向けた手続き

この時期は、スイスにとって金の輸出入国としての低迷、ないし金売却に向けたプロセスというのがキーワードになる。

1980年代の幕開けと共に、世界の金市場にはすでに幾つかの新しい動きが出始めている⁹。その1つは、現物市場における地殻の変動によってチューリッヒの圧倒的な優位性が崩壊しつつあることである。

スイスの税制が金融センターの地盤沈下の原因でもあることは金市場でも証明されている¹⁰。1980年に金地金の現物国内取引に販売税を再導入し、6.2%の税金を徴収している¹¹。このため、スイス国内の店頭売買は激減し、チューリッヒ市場は金の現物取引の半分を占めているが、ロンドン市場の追い上げは急である。

他方、前節で触れたように、1990年代に、欧州各国の中銀は金売却による利益を狙って、金を売却して債券・株式に転換した。そのため、金価格は低迷した。

スイスは、金の売却を禁止されていたことから、SNBが金を売却するためには法改正が必要であった。

1980年と、1990年代初めの間に政治的な環境は、そのような憲法および法律の修正を許容しなかった。その状況は1990年代末にようやく進展した¹²。

1997年2月に、金の廃貨に関する最初の決定が、国民会議の経済事態・課税委員会、スイス議会の下院によってとられた。同年11月にSNBは同行の法律を部分的に修正したことで、同行の準備の運用行動の柔軟性が増した。しかしながら、金売却を可能にするためにはさらなる法改正が必要となる。

実際に金の売却を始めるために、2つのさらなる法的なステップが求められる。第一に、スイスの人々は憲法改正を批准せねばならなかった。それは、1999年4月に発生した。

第二に、スイスの議会は古い鑄貨法に代わる通貨及び支払い手段に関する新しい連邦法を採用することが必要であった。その新たな法律は 2000 年 5 月に発効した。

他方で、広範な中銀の金売却と、関連した市場の不安についての高まる投機を背景に、15 行の欧州の中銀による金に関する共同声明が 1999 年 9 月 26 日にワシントンの IMF 会合でサインされた¹³。

③2000 年代～巨額の金売却

法改正を経て金の売却が可能になった SNB は、2000 年から 2005 年に 1300 トン、2007 年から 2009 年に 250 トン売却した¹⁴。結果、保有金は売却前の半分以下になった。

④2010 年代から現在まで～再び金の主要輸出入国へ、金準備は変化せず外貨準備は急増

2010 年代に入ると、SNB の金準備はほぼ不変であった。リーマン破綻以降、CHF 高を抑制するために、外貨買い介入を行い外貨準備が大きく増加した状況と対照的である。なお、2014 年 11 月に金準備の増加に係る国民投票が行われたが否決された。他方、スイスの金の輸出入は 2012 年以降およそトップである。

以上、第二次大戦以降のスイスの金取引に関する概要を確認したところで、次章ではスイスの金輸出入について見ていこう。

第 2 章 実態～スイスにおける金の輸出入

2-1. 規模～金額ベースと、重量ベース

本節では、スイスにおける金の輸出入の規模について、金額ベース、および重量ベースから見ていく。加えて、統計手法の変更、金貿易のシェアとその意味、1 キロ当たりの輸出入額の差についても述べる。

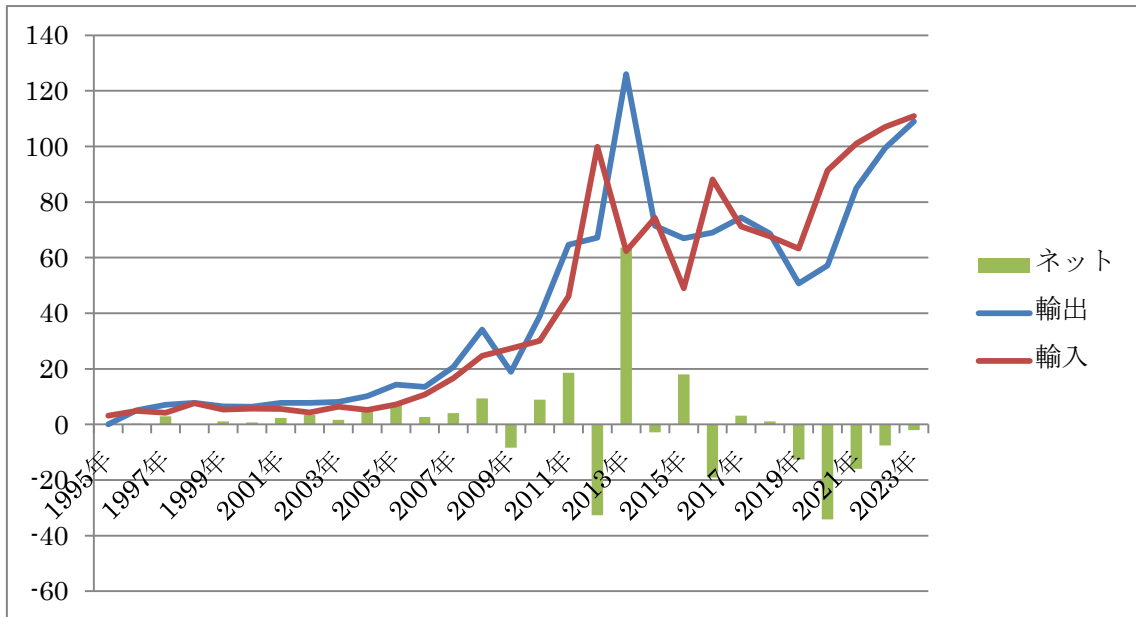
A. 金額ベース

まず、図 2-1 で、スイスの対外金取引を見ると、およそリーマン破綻以降、急増している。その急増した時期は、先に金価格が上昇した時期と概ね重なる。すなわち、2007 年から 2013 年にかけての時期と、2020 年代に入ってからのものである。これらは、先記のごとく、世界的にリスクが高まった時期であった。かかる動きは、ドル建て、CHF 建ての双方で同様である。

B. 重量ベース

次に、図 2-2 で、重量ベースでみると、共通点と、相違点が見られる。2007 年から 2013 年にかけての増加は同様であるが、その後、取引規模は、輸出入ともに減少している。も

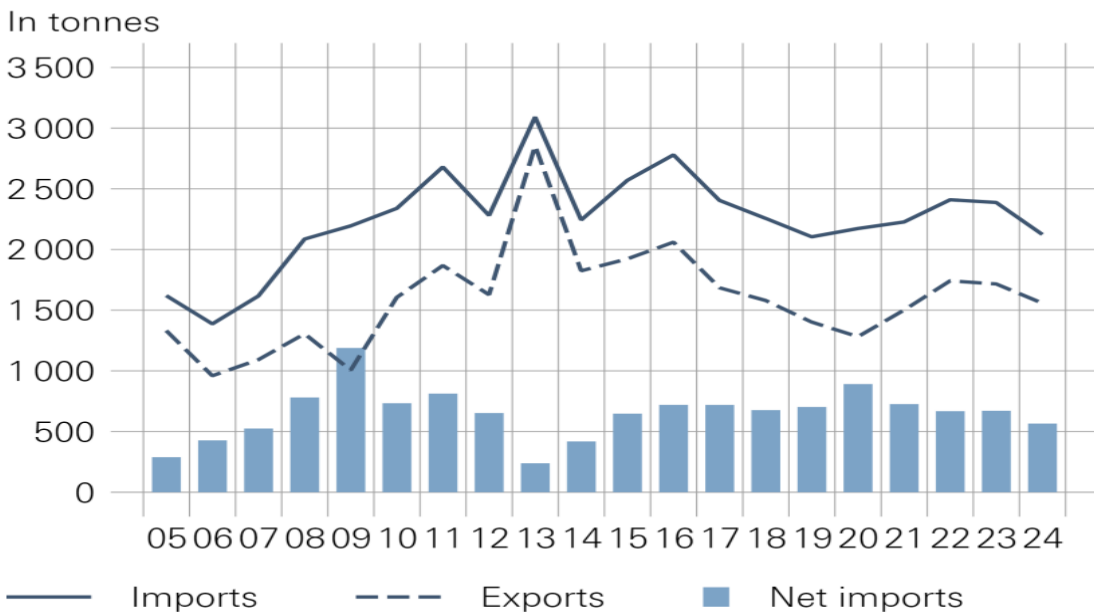
図2-1. スイスの対外金取引、ドル建て(10億ドル)、1995年から2023年



(出所)The Observatory of Economic Complexity

図2-2. スイスの金輸出入(トン)

CHART 1: SWISS GOLD TRADE



Source(s): FOCBS

Laurence Wicht, 2025, Gold as a safe-haven asset and the Swiss external sector, SNB Economic Note No.4/2025., p.2 より引用。

とも、2020年代に入って、取引規模に若干の回復が見られるが、取引額で見られたほどの急上昇ではない。

C. 統計手法の変更¹⁵

2014年より、連邦税関事務局は方針を変え、貴金属と宝石類の取引を含めた対外貿易の統計データを発表している。このデータによっても、金の取引はスイス貿易の全体像に変化をもたらしたことがわかる。

D. 金貿易のシェアと、その影響¹⁶

2024年に金は財の取引の27%を占める¹⁷。スイスで最も取引された製品であり、22%のシェアの薬学の製品を上回る。財貿易によるそのウェイトにより、ゴールドはスイスの対外部門に大きな影響を持つ。

第1に、金貿易は、経常収支の循環的な動きを生み出す。それは、スイスのファンダメンタルズと、政策から独立しているが、代わりにグローバルな状況のシフトを反映する。経済ファンダメンタルズと、政策を評価するためにスイスの経常収支を使う時に、金の貿易の循環的なインパクトを除くことが重要になる。

第2に、金の貿易はスイスの2国間貿易収支をゆがめる。たとえば、公式統計は、2020年における貿易収支のかなりの増加を示すが、それは、数か月における、金輸出の新たな盛り上がりによるものである。

なお、金の貿易が二国間貿易収支に及ぼす影響が大きかったケースとして、現状で言えば、米国との貿易に見られる¹⁸。それは、スイスに対するトランプ関税の引き金の1つといってよい。

具体的には、1キログラムの金地金は世界最大の金先物市場であるニューヨーク商品取引所で最も一般的に取引される形態であるが、スイスから米国への金輸出の大部分を占める¹⁹。とくに、スイスの金地金の対米輸出額は、2025年1Qに過去最高の360億ドル超を記録し、スイスの対米貿易黒字の3分の2余りを占めた²⁰。

なお、SNBは米国への過剰な金輸出を両国の貿易関係を分析する上で除外すべきであると主張している²¹。

E. 1キロ当たりの輸出入額の差²²

金の輸出入額の大きな違いは、スイスで高水準の価値の創造が行われていることを示す。2023年に輸入金はキロ当たり3万8460CHF、輸出金はキロ当たり5万6217CHFの平均価格であった。これはスイスの精錬活動に求めることができる。

輸入はしばしば精錬されていない金、および純度の低い延べ棒から成る。それがスイス

表 2-1. 金輸出入額の上位国

・輸出			・輸入		
	第1位	第2位		第1位	第2位
2012年	スイス	香港	2012年	スイス	インド
2013年	スイス	英国	2013年	スイス	香港
2014年	スイス	香港	2014年	スイス	中国
2015年	スイス	香港	2015年	中国	スイス
2016年	スイス	香港	2016年	スイス	中国
2017年	スイス	香港	2017年	スイス	中国
2018年	スイス	香港	2018年	スイス	中国
2019年	スイス	香港	2019年	英国	スイス
2020年	スイス	香港	2020年	英国	スイス
2021年	スイス	英国	2021年	スイス	インド
2022年	スイス	英国	2022年	スイス	中国
2023年	スイス	英国	2023年	スイス	中国
2024年	スイス	英国	2024年	スイス	英国

(出所)The Observatory of Economic Complexity

表 2-2. スイスの金の輸出入、主な相手国

・輸出相手国			・輸入相手国		
	第1位	第2位		第1位	第2位
2012年	インド	香港	2012年	UAE	米国
2013年	香港	インド	2013年	米国	フランス
2014年	インド	香港	2014年	英国	米国
2015年	インド	香港	2015年	米国	トルコ
2016年	中国	インド	2016年	UAE	英国
2017年	インド	中国	2017年	英国	香港
2018年	中国	インド	2018年	英国	米国
2019年	インド	中国	2019年	UAE	英国
2020年	米国	インド	2020年	英国	香港
2021年	インド	中国	2021年	英国	米国
2022年	中国	インド	2022年	米国	UAE
2023年	中国	トルコ	2023年	米国	UAE

(出所) The Observatory of Economic Complexity

に拠点を置く精錬業者によって精錬され、しばしば、最高純度の延べ棒として輸出される。

以上のように、スイスにおける金の輸出入の規模を金額ベース、および重量ベースから見た。

両者ともにリーマン破綻以降、増加が見られた。その後、両者ともに減少していったが、金額ベースでは 2020 年代に入ると増加に転じた一方で、重量ベースでは、そうした動きは明確に見られない。

併せて、統計手法の変更により 2014 年以降金の取引を貿易データに含めたこと、金貿易のシェアは、現状、財取引の 27% であること、1 キロ当たりの輸出入額の差は、およそ精錬の付加価値であることを述べた。

2-2. ランキング、主な相手国

本節では、スイスの金の輸出入について、その規模のランキングと、主な相手国について見ていきたい²³。

表 2-1 にあるように、スイスは 2012 年から 2024 年にかけて、金の輸出額においては毎年第 1 位である。ついで、香港や、英国が第 2 位である。このように、採掘国でない国・地域が上位にあることが注目される。

他方、輸入においても、同期間にスイスは上位 2 か国にあり続け、3 ヶ年を除いた 10 ヶ年で第 1 位である。この他、英国、中国、インドが上位にあるが、英国はスイスと同様、最終消費地ではなく「中継地」とみてよい。

かくして、輸出国の上位が採掘国でなく、輸入国の上位が必ずしも最終消費地ではない。

次に、同じ 2012 年から 2024 年における、スイスの主な相手国・地域をみると²⁴、表 2-2 にあるように、輸出相手としてはインド、香港、中国が²⁵、輸入相手としては米国、英国、UAE が上位である。

このように、上記の相手国を見る限り、輸出入の相手国・地域は近年ほぼ固定していること、また、スイスと同様の「中継地」との取引も多いことがわかった。すなわち、金の取引は概して金の採掘国から最終消費地の間に、複数の「中継地」を経由しており、その中で、スイスは主たる「中継地」としての役割を果たしているともみてよい。

以上のように、スイスは、2012 年以降、金輸出入のランキングでおよそトップにあり、「中継地」としての役割を担っている。ではその魅力は何であろうか。次章で見ていこう。

第 3 章 背景～国の魅力と、取引主体の魅力

金の輸出入のハブ機能をスイスが担っている背景として、ここでは、国の魅力、および取引主体の魅力に分けて述べていきたい。

3-1. 国の魅力

スイスの国の魅力として概して指摘されるのは、機密性、強い通貨、安い税、永世中立、政治・経済の安定、有能な人材などである。

とくに、金との関連では、たとえば、スイスが金取引で最も重要な国になった理由は、長い「伝統」、セキュリティと、効率の良いスイスのロジスティックや金融サービスが理由に挙げられる²⁶。

たとえば、ジャーナリストのジム・ラバルトは、「セキュリティなどの条件の良さに加えて、スイスには金取り扱いの伝統がある。スイスでは金をフォーナインズ(999,9/1000)の規則に従って精製し、例外的な純度を保つ。スイスで精製された金塊を持っていることは、ほぼ世界最高品の保証があると見なされる」と言う²⁷。

また、ジュネーヴに本拠地を置く金取引の MKS 社の広報担当である、フレデリック・パニズッティは、「スイスは、金融とロジスティックの両方において例外的なセキュリティと、効率の高いシステムを備えている。貴金属部門において、以上の条件は極めて重要である」と言う²⁸。

3-2. 取引主体の魅力

スイスの金取引の大きさの背後には、国の魅力だけでなく、スイスにおける取引主体の魅力もある。たとえば、金の精錬を行う精錬業者、金の ETF(上場投資信託)など富裕層らの金投資のサポートのみならず自らも精錬所を保有する金融機関、金を取り扱うコモディティ業者、それら金を取り扱う時計業者や宝飾業者等である。かかる存在が、スイスを巡る金の輸出入を増やすことにつながったとみてよい。

この中でも、ここでは、以下、金の精錬業者、および金融機関に着目して述べる。2012年の時点では、金の品質を保証する、ロンドンの金市場受渡適合品リストに掲載された金の精製企業 12 社のうち 6 社が世界の金の精製の 9 割を行っているが、この 6 社のうち 4 社がスイスにある。さらに、この 4 社のうち 3 社がティチーノ州にある²⁹。

これらスイスにある世界でもトップクラスの金精製工場 4 社が、2015 年の報道では世界の金の約 3 分の 2 を精製している³⁰。2020 年の報道でも、世界中で採掘された金のうち約 70% はスイスで精製されるとある³¹。

かくして、スイスには、世界トップレベルの精錬業者が 4 社おり、それらが金の輸出入のハブ機能の一端を担っている。

他方、スイスの精錬業者に対する別の評価もある。ブルームバーグ(2025)によると³²、2025年に精錬所を通過した金の価格はオンス当たり約 3500 ドルまで急騰したが、精錬業者は金塊を再鑄造する際、わずかに数ドルしか利益を得ていないという。また、金の流通には巨額の資金が伴うものの、精錬業そのものは比較的小さな産業であり、スイスで投資用の金地

金を精錬する企業のほとんどは数百人程度の従業員を雇用している。

かくして、スイスに有力な金の精錬業者はいるものの、それらは企業規模や、利益の面でさほど大きいものではないようである。

そこで、スイス側で最も多くの金を輸入している主体は精錬所でなく金融業界であるという指摘は重要である。なかでも UBS が最大の買い手とみられる³³。

そもそも、松村・島崎編(1982)によれば、スイスの三大銀行は、独自の精錬所を設立して、国際的にも定評のある高品位の金地金を製造し、あるいは、需要国の慣習に適合した各種の小型金塊を販売していた。チューリッヒ金市場の中核を成すのはスイスの三大銀行であったが、その他の銀行も金取引に参加していたという³⁴。

同様に、豊島(2008)も、チューリッヒは世界の金現物中継基地として長く君臨していたが、その主役は銀行であるという。

とくに、スイスの時計産業に金地金を供給するという銀行のサプライヤーの役割が銀行の金業務の出発点になった。その名残で、スイス系の銀行は傘下に金のリファイナリー(精錬製造所)を子会社の形で保有していた。スイス三行の刻印ブランドは世界各地に出回り、国際金市場における代表的な金地金になった³⁵。

さらに、楠本・勅使川原監修(2010)も、スイスの金市場には、スイスの大銀行が大きくかかわっていると指摘する。

直通の電話で常時連絡を取り合い他の銀行からの注文を受けて売買する。相互取り決めによって金価格を動かしたりする。さらに、大銀行は独自の金の精錬子会社も持つなど、大銀行は錬金業者であり、金の小売業者である³⁶。

以上のような、国の魅力、および取引主体の魅力を背景に、スイスは金の輸出入のハブとしての機能を担っていると考ええる。

第2部 SNB における金の位置づけ

第4章. SNB の資産および収益

本章では、SNB の資産と、収益について実態を確認しておこう。

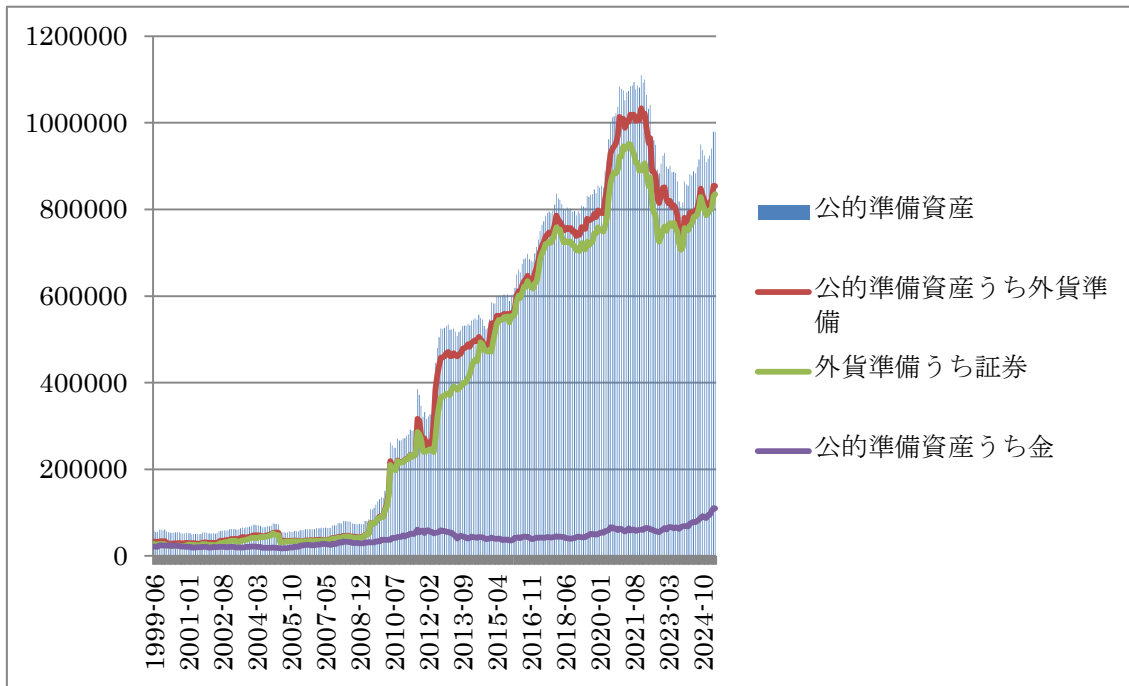
4-1. SNB の資産

図 4-1 で、SNB の公的準備資産、およびその内訳の推移をみると、金についてはほぼ横ばいである。他方、外貨準備は、およそリーマン破綻以降、急増している。その多くは証券である。

そのため、SNB の公的準備資産に占める金のシェアをみると、リーマン破綻以前の 10 年間は 30% 台から 40% 台を推移していたが、その後は急低下して 2010 年代初め以降は 5% から 10% の間で推移している(図 4-2 参照)。

ついで、対外投資の内訳をみると、国債のシェアの低下と、株式のシェア上昇を確認で

図4-1. SNB の公的準備資産(100 万ドル)



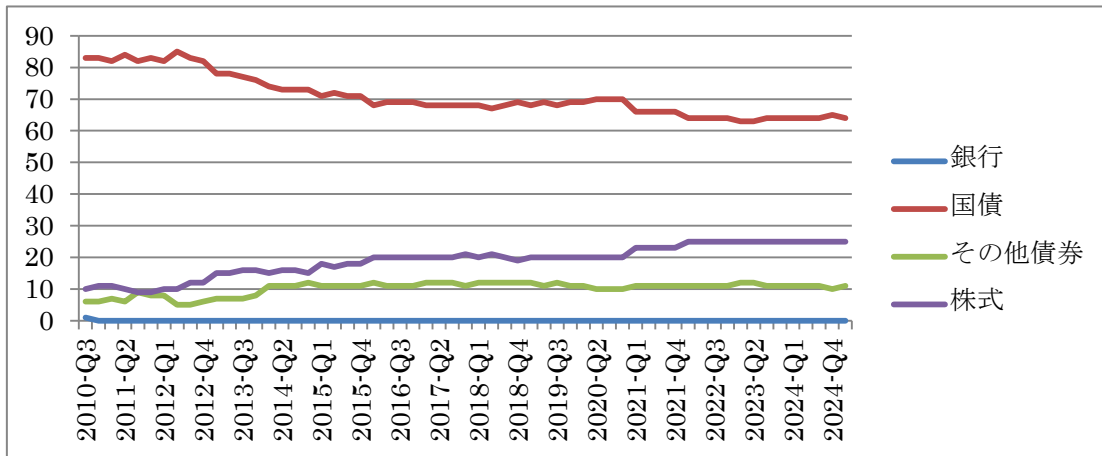
(出所)SNB

図4-2. SNB の公的準備資産に占める金のシェア(%)



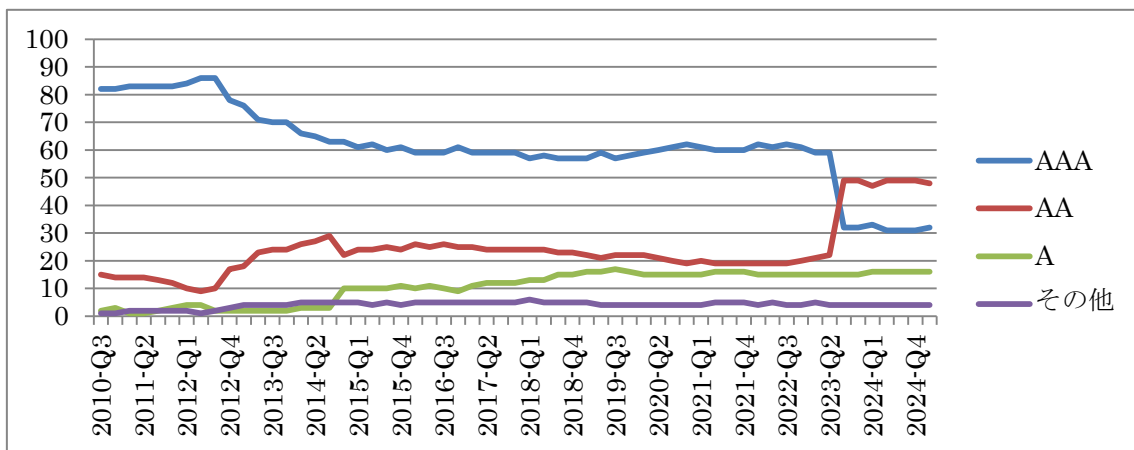
(出所)SNB

図4-3. SNBによる対外投資、資産別シェア(%)



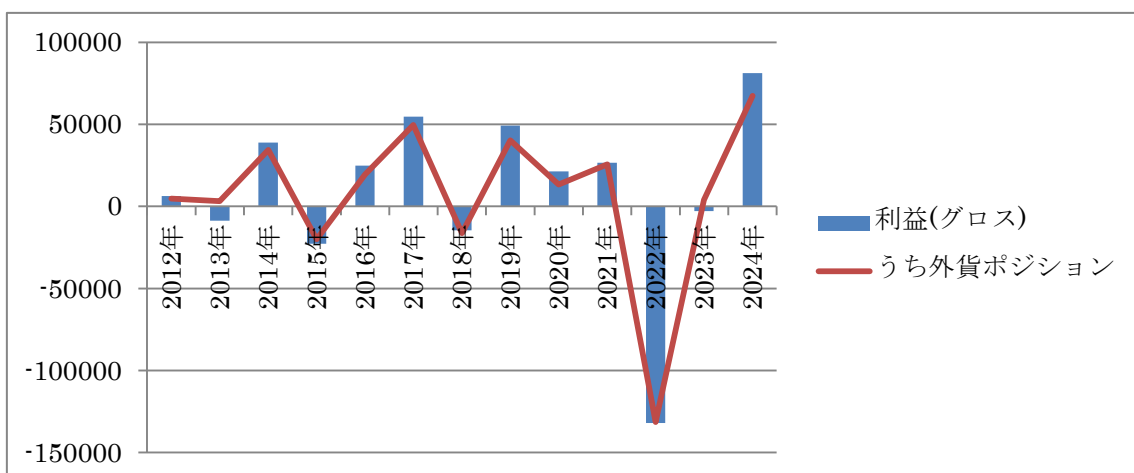
(出所)SNB

図4-4. SNBによる対外投資、国債の格付け(%)



(出所)SNB

図4-5. SNBの損益(100万 CHF)



(出所)SNB

きる(図 4-3 参照)。さらに、国債の格付けについては、AAA が低下する一方で AA が上昇している(図 4-4 参照)。

これらを見る限り、SNB の対外投資はリスクを高める方向に進んでいる。

かくして、SNB の資産をみると、金のシェアの低下と、対外証券投資の増加が認められる。さらに、後者については、株式のシェア上昇、および投資した国債の格付けの低下が見られ、リスクの高まりが認められた。

4-2. SNB の収益

図 4-5 で、SNB の収益の推移をみると、この間、利益がプラスの年が多いものの、マイナスの年もある。とくに、2022 年のマイナスは顕著である。これは、外貨ポジションのマイナスとほぼ等しいことから、CHF 高による外貨資産の評価損が主な理由と言ってよい。この年以外も概ね外貨ポジションによって利益が影響を受けている。

それ以外の要因は、主に金価格の変動によるものである。この期間で言えば、2013 年の赤字は金価格の下落、2024 年の大きな黒字は金価格の上昇による影響が見られたと言われる。とは言うものの、SNB の利益が外貨ポジションによって左右されることは明らかである。

以上のように、SNB の資産と、収益において、対外証券投資の増加と、CHF 相場の変化による外貨建て資産への影響が大きくなっている。他方、SNB の資産と、収益に占める金のシェアは低下し、収益への影響は相対的に小さい。

第 5 章 SNB の投資政策

本章では、SNB の投資政策について理事会メンバーのスピーチから概要を理解しよう³⁷。その際、第 1 に、基本原則、第 2 に、規制緩和と、投資対象の拡大、第 3 に、個々の企業や部門に偏らない投資、第 4 に、投資分野の制限、第 5 に、民間のポートフォリオマネジャーとの違いについてみていこう。

①基本原則

この点について、Fritz Zurbrugg(2012)は、外貨準備のマネジメントの基本原則はとても明らかであるという。すなわち、「原則の第一は、外貨準備のマネジメントを上回り、金融政策が第 1 位というものである。具体的に、外貨準備の変化は金融政策の決定による。原則の第 2 は、外貨準備のマネジメントを支配している基準は主に投資の安全性と、流動性である。リターンもまた 1 つの要素である」、と³⁸。

②規制緩和と、投資対象の拡大

この点について、Andréa M.Maechler(2017)は以下のように述べる。すなわち、「2つの根本的な変革をもたらす法律の変化が、今日我々が操作する現状の投資政策に道を切り開いた。第1に、1997年に、その時まで適用されていた外貨準備に対する残存満期が1年という制限が除去されたこと、第2に、新たな国立銀行条例で投資に関連したSNBの操作の余地がかなり拡大したことである」³⁹。

なかでも、「2004年の法改正に伴って我々は投資の範囲を拡大し、社債と株式にも投資した⁴⁰。株式を加えたことはとくに目立った効果を持ち、平均リターンおよび平均ボラティリティを増やした⁴¹。その後も、我々は、投資範囲を拡大していった。2012年にはウォン、2015年には元を含めた。さらに、2013年にはSC株式、2015年には新興市場株式をそれぞれ含めた。平均リターンは再び上昇した。高いボラティリティの枠組みではあるが」⁴²。

最後に、彼は、「投資政策がSNBの使命のコアな部分になった。何年にも渡って我々は一貫して投資プロセスへの新たなアプローチを開拓し、操作される手段の範囲を拡大することを求めている中銀の先駆者である」、と述べた⁴³。

③個々の企業や部門に偏らない投資

この点について、Fritz Zurbrügg(2014)は、SNBが広範な株式を選ぶ理由として次の4つを示している。

すなわち、「第1に、株式の中身のより多様な効果を達成することである。そのため、我々は、地域および部門を通じて、できる限り幅広く投資する。第2に、個々の企業への我々の投資によって、戦略または政治的利益を押し付けるのは我々の目的ではないことである。これは、我々の金融政策の操作の余地を制限し、我々のポジションを脆弱にし得る。第3に、消極的な戦略を通じて我々は自らの市場への影響を最小にすることである。我々の政策が、個々の証券や、部門を優先にしないために。第4に、我々の投資範囲がとても長い期間であることである。つまり、幾つかの景気循環に及ぶことから、学術的な文献によれば、コストを考慮することで、長期的に、組織的に、実績を上げることほとんど不可能である」、と⁴⁴。

④投資分野の制限⁴⁵

この点について、Fritz Zurbrügg(2014)は、「我々が、選択的なやり方で投資を制限する2つの分野があり、第1に、我々は、利益の衝突を避けるために⁴⁶。ポートフォリオから中銀行・大銀行を除外する。第2に、我々は、倫理的な原則を打ち破る企業を含めない」という。

前者について具体的には、「SNBは、自らの使命によって金融システムの安定に寄与することを求められるために、中銀行・大銀行への投資に関する利益の衝突が生じ得る。ある

状況下でこれが意味するのは、個々の銀行の金融状況に関して市場より有利な情報を SNB が持つことを意味し得る。SNB が投資家としてのポジションにおいて、この情報の強みを利用するという疑いを避けるために、我々はそのような銀行の株式への投資を完全に除外する。さらに、そうすることによって、我々は市場参加者が我々の取引に何らかのシグナル効果があると思うことを回避する」、と述べる。

他方、後者については、「2013年に、我々は根本的な決定を行った。我々は、目立ってある倫理基準を守らない企業には投資を行わないと。この決定はすでに、2013年4Qに実施された。とくに、我々は、以下の企業の株式を持たない。国際的に禁止された武器を製造する企業、基本的人権をひどく侵害する企業、または組織的に厳しい環境ダメージを引き起こす企業である」、と。

⑤民間のポートフォリオマネジャーとの違い

この点について、Andréa M. Maechler(2016)は以下のように述べる。すなわち、「SNBの投資、およびリスクプロセスの構造は巨大な商業資産マネジャーのそれと同様である。ただし、多くの違いもまたある。結局、SNBは中銀であり、我々にとって金融政策の目的はいつも投資政策に優先する。我々が外貨準備を投資する時にベースにしているのは安全、流動性、リターンである」、と⁴⁷。

以上のごとく、SNBの投資政策は、金融政策が第1であること、投資の安全、流動性、リターンを基準にするという基本原則を持つこと、そうした中、投資対象資産を拡大しながら、リスクとリターンの拡大へと進んでいることがわかった。

他方で、個々の企業や部門への偏りを避けたり、投資制限の分野を設けたり、金融政策を優先させて民間のポートフォリオマネジャーとは一線を画するなど、投資リターン志向に一定の歯止めを設けていることもわかった。

第6章 SNBの政策運営における優先度～収益に対するスタンス

本章では、SNBの政策運営における優先度を、主に同行の理事会メンバーの発言を手掛かりに探っていきたい。

①物価の安定>自己資本の充実>利益

この点については、総裁の Martin Schlegel(2024)が以下のように述べる。すなわち、「SNBのバランスシートに対する現状の自己資本の割合は2022年の大きな損失のため低いままである。SNBの資本を蓄積することが連邦・州への利益分配より優先されねばならない。我々の使命は、物価の安定を確保することであり、利益を生むことではない」、と⁴⁸。

その後、シュレーゲル総裁は、2024年11月に、SNBの自己資本の低さを受けて、自己資本の蓄積を利益分配よりも優先すると述べている⁴⁹。つまり、物価の安定に次いで自己資

本の蓄積が 2 番目の優先事項とみてよい。

②物価の安定>利益

この点については、当時総裁の Thomas J.Jordan(2021)が以下のように述べる。すなわち、「利益を得ることは我々の目的ではない。連邦憲法と、国立銀行条例は、この点明らかである。それらは述べている。我々は独立した中銀としてその国全体の利益に資する金融政策を追求せねばならない。経済の発展を考慮に入れる一方で、物価の安定を確保する金融政策を実施することが我々の目標である。利益を生み出すことや、配当の支払いを可能にすることよりも、SNB の金融政策の使命がいつも優先する。我々がこの使命を実施するに際して損失を受け入れなければならない時もあり得る」、と⁵⁰。

また、当時、銀行評議会の総裁であった Jean Studer(2018)は以下のように述べる。すなわち、「SNB は使命を果たすことに成功したかによって評価されるべきであり、それは全体として国の利益に資する金融政策を行うことである。他の企業と異なり利益の水準は、その使命を果たすのにどれくらい成功したのかという指標にならない。実際、国全体の利益において損失を生じる金融政策の決定を行うことが必要であるかもしれない」、と⁵¹。

③マイナスの自己資本

この点については、また、Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz(2021)が、2011 年の当時 SNB 副総裁であったジョーダンのスピーチを以下のごとく引用している⁵²。すなわち、「SNB は、自己資本がマイナスの場合、活動する能力を失うのか、資本を再構成しなければならないのか、または財産管理に入らなければならないのか。これらの疑問全てに即答するならばそれは NO である⁵³。同時に指摘したいことは、中銀にとってさえ一貫したマイナスの自己資本は問題がないわけではない。長期的に銀行の信頼性と、独立を崩壊させるからである」、と。

同様の指摘は、当時副総裁であった Jean-Pierre Danthine(2015)にも見られる⁵⁴。すなわち、「原則、SNB や、中銀はマイナスの自己資本で活動することは可能であるが、長い間、費用が所得を上回るシナリオが想像できる。そのような極端なシナリオは連邦および州への利益分配を除外するだけでなく、中銀が物価安定志向の金融政策を追求する能力についてより根本的な問題を生じさせ得る」、と。

以上のごとく、SNB において収益の優先度は低く、物価の安定、自己資本の充実に次ぐ位置づけにあるとみてよい。

第 7 章 SNB に金保有増加を求めた経験～2014 年の金イニシアチブの検討

SNB の金準備を増やそうという考えは、およそ 10 年前にイニシアチブに基づいて国民

投票で問われた。その結果、この金イニシアチブは、2014年11月に国民投票で否決された。しかし、筆者は、今後のSNBの望ましい資産形成として、同ケースを手がかりにして検討することは、役に立つと考える。

その際、この金イニシアチブの賛成派・反対派の双方に同意できる点と、できない点がある。以下、順に述べることにする。

このイニシアチブの提案者の主張はおよそ次の3点である。まず、金の売却禁止である。これには筆者は反対である。

次に、保有金の国内保管義務である。危機時にアクセス不能になる可能性も完全には否定できないため一定の理解はするが、SNBの主張するリスクの分散、および保管相手国の選定への手続き等をみると、義務付けするほどではないと考える⁵⁵。

最後に、準備の一定割合を金で保有することである。提案者らは最低20%としている。これについては、20%のシェアが適切であるか否かは別にして⁵⁶、金の保有を増やすこと自体は、次の2つの理由から賛成である。

1つは、スイスには、金準備を増やす余地があることである。外貨準備に金が占めるシェアは、現状、イニシアチブの時点よりもはるかに低く、2025年5月末時点で、11.2%である。これに対して、欧州の国々は、同比率が高く、ドイツが77.6%、イタリアが74.4%、フランスが75.1%である⁵⁷。この限りで言えば、20%が高いとは言えない。

また、規模の面でも、スイスは世界で第8位であり、イタリアとフランスはその約2.5倍、ドイツはその約3倍超の金準備を保有している。かくて、スイスには、金準備を増やす余地があるとみてよい。

いま1つは、投資対象として金を高く評価する見方である。たとえば、増田(2021)は、他の主な資産と比べて、金は、ボラティリティが低いこと、他の資産との相関が低いこと、リターンも比較的高いことを指摘している⁵⁸。

また、当時、政策理事会のメンバーであったFritz Zurbrugg(2014)は次のように多様化の効果を述べる。すなわち、「一定の多様化の効果は、株式と金の間でもまた存在する。不確実性が高い時、金の価格はしばしば上昇する一方で、株価は圧力を受ける。不確実性が大きく減ると、反対のことが起こりうる」、と⁵⁹。

他方、このイニシアチブの反対派の主張をみていこう。その主張はおよそ次の2つである。第1は、金のシェアを増やす二次効果として、連邦・州への分配が減るというものである。これは、SNBの収益に係るものである。

その背景には、金自体が利息を生まないこと、および本イニシアチブにあるように金の売却が禁止ならば、売却益も得られないことをSNBは主張する。

このうち、金の売却禁止については、上記のごとく筆者も反対である。しかし、前者の金自体が利息を生まないという指摘については、異なる意見もある。

たとえば、Benholz(2022)は以下のように指摘する。すなわち、「金を保有することからノーリターンが予想されることを意味するものではない。例えば、金のオプションは売買可能であるし、金は貸し出しもできる。SNBは2000年にそうした契約から1.734億CHFを稼いだ。しかし、外貨準備の投資による名目リターンはたいていより高い」と⁶⁰。

さらに、金を増やしていない現状でも、SNBの収益の悪化から両者への分配がない年もある。また、長い目で見れば、金の保有を増やすことでCHF高による評価損から分配されないケースがこれまでより減ることも予想される。そのため、連邦と、州にとってSNBの金保有に良い面もあるのではないかと考える。

第2は、このイニシアチブが実現するとCHF高に対応できないという点である。CHF高に為替介入で応じる場合、CHF売り外貨買い介入を行うが、その際、外貨を購入した分、このイニシアチブでは金シェアを20%に維持すべく金を購入する必要がある。このことから影響が出るというのが彼らの指摘である。

たしかに、為替介入を実施しにくくなるという点については理解できる部分もあるが、取得した外貨による投資先が債券・株式から金にシフトした時の収益にも注目したい。その際、金ETFに投資することも1つの方法になろう。同資産には欧米の年金基金も運用適格資産として金ETFを購入している⁶¹。重要なことは、一時的な問題よりも、永続的にSNBの利益を継続することである。

以上、2014年の金イニシアチブを検討した。たしかに、同意できない所もあるが、SNBの金保有を増やすという提案自体は悪くないと考える。本章で指摘した改善点を踏まえれば、今後、有力な提案になり得ることを以下の展望において述べたい。

まとめと展望

1. 第1部を受けて～今後の金輸出入のハブ機能

スイスにおける金の輸出入のハブ機能の今後については、次の3つの側面から考えてみたい。

第1は、金の価値やCHF/ドル相場といった「循環要因」と、スイスの国の魅力や取引主体の魅力といった「構造要因」の側面である。

その際、「循環要因」なかでも金価格がカギを握ると考える。量ベースではすでにスイスの金の輸出入は減少気味であるからである。

第2は、ライバル国の台頭という側面である。現状、スイスが世界の金輸出入でトップクラスにある中で、UAEと、シンガポールがそれを脅かす存在になりつつあるという見方がある。

その場合、たとえば、スイスと、UAEでは特徴が異なるという。規範を重んじるスイスと、活気あるビジネス環境を売りに勢力を広げるUAE、スイスが確立された金融システム

と、規制された秩序ある市場を提供する一方、UAE はダイナミックで革新的な取引環境が売りである⁶²。そうであれば、今後も互いの特徴を活かして共存していく可能性がある。

なお、その際、興味深い点が2つある。1つは、スイスが「クリーン」な金を、UAE は「ダーティー」な金を扱っているという点である。その違いは、両国に流入する金の生産国が適当であるか否かの違いである。

たとえば、swissinfo(2024)によると、金取引に正確さと、信頼性を求める人々にとって、スイスは依然として最良の取引相手であり、スイスの銀行や、精錬所は厳格な規制の順守と、倫理的な調達を重視している⁶³。

他方、スイス貴金属製造・取引業者協会(ASFCMP)のクリストフ・ビルド会長によると、「ドバイ経由の金の大半が、アフリカ産や、違法・犯罪・紛争地域で採掘されたものであることは公知の事実だ」という⁶⁴。

スイスの銀行は、これまで「ダーティー」マネーを扱っているとして批判を受け続けた。これが、金の場合、その立場が異なる点が興味深い。

現状、「ダーティー」な金については、世界的に見直しを求める流れにあることから UAE は対処を迫られることになるだろう。

いま1つ興味深い点は、スイスと UAE の金の調達先である。swissinfo(2024)によると、スイスの金の調達先は専ら世界中の大規模鉱山である一方、UAE はサハラ以南のアフリカ諸国や、ラテンアメリカ、南アジアの零細・小規模鉱山から入手する⁶⁵。

ところで、銀行部門においては、近隣地域がトップソースになっている。BCG(2025)によれば⁶⁶、スイスは、クロスボーダー資金フローで 2024 年もトップを維持した。スイスに流入した資金のトップは西欧からであった。スイスに次ぐ第2位は香港、第3位はシンガポールであった。両者に流入した資金のトップはアジア・太平洋からであった。なお、UAE は第7位であったが、そのトップソースの地域は中東・アフリカであった。かくして、これらの国・地域はいずれも近隣地域がトップソースであった。

金の生産国における環境、健康問題が浮上して調達国に改善を求められる中、今後、両国の金の調達先はどうなるのか。現状のごとく、両国の特徴を活かして共存するのか、銀行部門のように、近隣地域に収斂するのか、または、競合するのかである。

第3は、海外からの圧力という側面である。これまでも、タックスヘイブンや、銀行機密などスイスの魅力に海外から圧力が加わるケースが見られた。

それら圧力を受けて、スイスからマネーが流出するという予測は様々あった。たとえば、ローザンヌ大学のゲックス教授は、「もしスイスが情報公開すれば、スイスの外国人資産の75%、スイス人資産の25%がスイスを離れ、外国に流れる可能性が高い」と指摘した⁶⁷。澤田(2009)は、2009年3月に欧米からの圧力に屈する形でスイス政府が伝統の銀行の守秘義務を緩和すると発表したことを受けてスイスから外国人富裕層の資金が逃げ出したと

指摘している⁶⁸。

他方、実際にはそれほど大きなマイナスの影響は見られなかったという指摘もある。たとえば、ブックマン(2015)は、「銀行の秘密業務の時代は終わった」という宣言があった2009年4月にロンドンで行われたG20首脳会合以降でも、2013年秋にかけてスイスの外国人資産総額は実に14%も増加したと述べた⁶⁹。Swissinfo(2019)は、さらに対象期間を拡大し、2013年から2018年の間に外国顧客がスイスに預けた資産は1.97兆フランから2.27兆フランに増えたと指摘している⁷⁰。

かかる影響について、先行研究では、影響の大きさを指摘する見解と、影響が限定的であると指摘する見解に分かれる。その際、概ね、前者は、改革直後の動向に着目したものであり、後者は、その後の一定期間の変化を含めた動向に着目したものである⁷¹。

今後、スイスの金取引にも圧力がかかる可能性がある。その時、これまでの経験が、金取引にも当てはまるのか否か注目していきたい。

以上、スイスにおける金の輸出入のハブ機能の今後については、金価格、ライバル国の台頭、海外からの圧力に着目しつつ注視していくことにしたい。

2. 第2部を受けて～SNBにおける金の位置づけ

現状は、SNBが巨額の外貨建て資産を抱える状況にあるため、CHF高による負の影響が大きい。そうした負の影響を回避する1つの方法として本報告では、SNBの資産に占める金(ETF)のシェアを上げることについて述べた⁷²。

この金シェアの上昇に関しては、上記で、2014年に国民投票で否決された金イニシアチブを手がかりに論じた。金ETFであれば金と異なり保有するリターンもあることが魅力である。

他方で、SNBにとって、物価の安定が第1であり、収益の優先度はそれより低い。たしかに、SNBは投資資産に株式のシェアを増やすなど、収益を重視している側面も見られる。その1つの背景には、SNBの収益を連邦と、州に分配する規定の問題がある。

しかし、たとえば、物価の安定のためにCHF高が望ましい局面では、SNBの収益がどうあれCHF高に誘導することは、2022年から2023年にかけて見られたことである。そのため、本報告で指摘した資産に金(ETF)を組み入れるという本報告の提案についても、SNBは金の組み入れ増加を否定していないものの⁷³、実現可能性は低いであろう。

とはいえ、同行の収益の安定を考えれば、金準備を増やすことにより、CHF高の度に大きな損失を被ることを多少緩和できることから、他に具体的な提案が乏しい中、考慮に値する選択肢の1つであると考えられる。

注

1. そこには、両者の市場規模が小さいため価格が変動しやすいことがある。豊島(2010)は、株や債券、外国為替の市場規模に対して金の市場規模は格段に小さいので、株や債券市場から金へマネーが流入するとその影響が非常に強く出るといい(80頁)。土田(2025)は、CHF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ので、投資がリスクオフモードを強めてCHFに対する需要を高めると、CHFの相場は急騰し易くなるという。
2. たとえば、以下で見るようにSNBの収益にとって金の高値はプラスに作用するが、CHFの増価は巨額の外貨資産を保有していることからマイナスに作用する。
3. 豊島、2010、156頁
4. 豊島、2008、210頁。
5. 以下、finews(2025)。
6. 以下、池永、2013、80頁。
7. 以下、本時期の概要は主に松村・島崎編(1982)による。
8. 芦矢、1974、89頁。
9. 以下、松村・島崎編、1982、127頁。
10. 以下、田尻、1986、222頁。
11. スイス政府が1980年にそれまで非課税だった金取引に販売税を課したため、スイスの各行は非課税のルクセンブルクにある支店などを利用して取引する動きを強めている。時事通信社経済部・外国経済部編、1985、110頁。
12. 本時期の以下は、Philip M Hildebrand, 2005 .p.2による。
13. 亀井(2020)によれば、ワシントン協定というのと、とかく売却制限の方が注目されるが、貸出制限の方が金市場に与えた影響は大きく(99頁)、この協定は、とくに投機目的の借入に対する貸出に制限を加えることに主眼が置かれていたという(96頁)。
14. Finews(2024a)。
15. 以下、swissinfo(2015)による。
16. 以下、Laurence Wicht (2025)による。
17. およそ10年前の2015年は、金の輸出入額は対外貿易全体の5分の1を占め、従来の主な輸出入品である医薬品や時計を上回るという水準であった。
18. この問題は、論文執筆の終盤に出てきたため、詳細は稿を改めて論じることにした。
19. ブルームバーグ、2025年8月8日。
20. ブルームバーグ、2025年8月4日。
21. ブルームバーグ、2025年8月4日。
22. 以下、Judith Schäli, Martina Burger, Elizabeth Bürgi Bonanomi, 2025, p.7による。
23. スイス政府は1981年以来、金の貿易相手国を非公開にしていた。チューリッヒ市場の主な競争相手であるロンドン市場にあまり多くの情報を提供しなかったことや、取引

が禁止されていた当時のソ連や、南アフリカからの金輸入など慎重を要するデータが明らかになるのを避けたかったことがある。しかし、数か月前、スイス当局は、金の貿易相手国を公開すると発表した。Swissinfo(2015)

24. 参考までに、それ以前の 1982 年から 2014 年にスイスに輸入された金のうち 60%がチリ、ペルー、南ア、英国、米国とロシアからである。同時期に、スイスから輸出された金のうち 63%が香港、インド、イタリア、トルコ、UAE と英国向けである。Swissinfo(2015)

25. 過去 20 年に渡ってインド、中国、香港が輸出市場のトップ 3 である。それら 3 か国でスイスの金の輸出の大半を占める。Laurence Wicht, 2025, p.2

26. Swissinfo(2015)

27. Swissinfo(2012)

28. Swissinfo(2012)

29. Swissinfo(2012)

30. Swissinfo(2015)

31. Finews(2020).

32. 以下、ブルームバーグ、2025 年 8 月 4 日

33. swissinfo(2024b)

34. 以上、松村・島崎、1982、132 - 133 頁による。

35. 以上、豊島、2008、149 頁による。

36 以上、楠本・勅使川原監修、2010、98 頁による。

37. SNB で投資方針を決めるのは理事会である。行内の投資委員会が通貨の配分や期間などを決める。中央銀行の監視役である銀行評議会もリスクを管理する。swissinfo(2019b)

38. Fritz Zurbrügg, 2012, p. 4.

39. Andréa M.Maechler, 2017, p.6.

40. 2004 年に策定した投資政策の基本方針で「長期的な収益性と、リスクのバランスを改善するため、外国為替資産の一部は株を含む国債以外の資産にも振り向ける」と SNB は明記している。swissinfo(2019b)

41. SNB による株式の購入がこれほど注目されるのは、個別株を買う先進国の中銀はスイスくらいだからである。FRB は株の購入禁止、ECB の資産購入プログラムも国債や政府機関債などに対象を絞っている。日銀も ETF の購入を通じて株に投資するが個別銘柄の買い手として名が挙がることはない。swissinfo(2019b)

42. Andréa M.Maechler, 2017, p.7.

43. Andréa M.Maechler, 2017, p.6.

44. Fritz Zurbrügg, 2014, p.7.

45. 以下、Fritz Zurbrügg, 2014, p. 8 による。

46. Fritz Zurbrügg(2014)はまた、「利益の衝突の疑問に関して我々がまた強調したいことは、原則として、SNB は投資目的でいかなるスイスの企業の株式も保有しないことである」と述べる(p.8)。
47. Andréa M.Maechler, 2016, p.6.
48. Martin Schlegel, 2024, p.7.
49. finews, (2024b).
50. Thomas J.Jordan, 2021, p.3.
51. Jean Studer, 2018, p.5.
52. Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz, 2021, p.7.
53. Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz(2021)は、以下のごとく指摘している。「SNB はマイナスの自己資本でも一時的に操業することができる」と法律で確認されている。実際、1978 年に、巨額の為替レート関連のキャピタルロスに伴い、SNB は 2 年間マイナスの自己資本で操業した。チリ、チェコ、イスラエル、メキシコの中銀は数年間マイナスの自己資本であった」、と(p.7)。
54. Jean-Pierre Danthine, 2015, p.6
55. 現状、SNB は保有金のおよそ 30%を海外に置いている。SNB, 2025, p.171.
56. 参考までに、ECB が 1998 年 6 月に設立されるにあたり、外貨準備として金を 15%保有するということが盛り込まれている。亀井(2020)、87 頁。
57. WGC、2025 年 7 月 4 日参照。
58. 増田、2021、69 - 70 頁、110 - 112 頁。なお、金のボラティリティの低さについては、増田(2011)31 頁、および菊池(2024) 149 頁も指摘している。
59. Fritz Zurbrügg, 2014,.p.5.
60. Benholz, 2022, p.105.
61. 豊島、2010、185 頁。
62. swissinfo(2024a)。
63. swissinfo(2024a)。
64. swissinfo(2024a)。
65. swissinfo(2024a)
66. 以下の記述は、BCG(2025)、p.6 による。
67. 福原、2004、195 頁。
68. 澤田、2009、76-77 頁。
69. ズックマン、2015、43 頁。
70. swissinfo(2019a)
71. 自身のこれまでの研究からも、一時的な影響はあったものの、永続的な影響ではなか

ったという立場である。詳しくは、以下の拙稿を参照されたい。スイスの銀行機密への圧力と、その影響については藤田(2016)、税逃れ対策強化の圧力がスイスを巡る外資企業に及ぼす影響については藤田(2018)、両者のその後の動きについては藤田(2023)がある。

72. SNB における巨額の外貨建て資産の保有に伴う不安定さを抑える方法の 1 つに QT も考えられる。ただし、スイスの場合、QT は概して 2022 年から 2023 年にかけて見られたようなインフレ期の CHF 買い外貨売り介入に限られる。

73. SNB は、「通貨準備の上手な多様化の一部として、一定割合の金はバランスシートのリスクを減らす手助けをする。それゆえに、SNB は将来の金購入の可能性を除外しない」と 2014 年 11 月の金イニシアチブ後のレポートに記している。SNB, 2014., p.2.

引用文献

1. 日本語文献

芦矢栄之助、1975、『金とドル(新版)』日経文庫。

池水雄一、2013、『金投資の新しい教科書』日本経済新聞社。

亀井幸一郎、2010、『純金争奪時代』角川 SSC 新書。

亀井幸一郎、2020、『通貨の凋落で金急騰がはじまる!』宝島社。

亀井幸一郎、2022、『今こそ「金」』主婦の友社。

菊池温以、2024、『最強のポートフォリオをつくる金投資入門』日本実業出版社。

楠本博・勅使川原明監修、永井隆昭編、2010、『図解 スイス銀行』日刊工業新聞社。

鯖田豊之、1999、『金(ゴールド)が語る 20 世紀』中公新書。

澤田克己、2009、「『守秘義務』緩和で資金 流出—スイス銀行モデルの終焉」『エコノミスト』6 月 16 日号、76—77 頁。

時事通信社経済部・外国経済部編、1985、『新国際通貨ハンドブック』時事通信社。

田尻嗣夫、1986、『世界の金融市場』日本経済新聞社。

土田陽介、2025、「『トランプ関税』でも堅調を維持するスイスフラン」三菱リサーチ&コンサルティング、8 月 27 日。

豊島逸夫、2008、『金を通して世界を読む』日本経済新聞社。

豊島逸夫、2010、『金に何が起きているのか』日本経済新聞社。

福原直樹、2004、『黒いスイス』新潮新書。

藤田憲資、2016、「スイスの銀行機密～高まる圧力と、その影響」保健医療経営大学 『紀要』第 8 号。

藤田憲資、2018、「税逃れ対策の強化が進む中、スイスをめぐる外資企業 の動きを追う～直接投資や起 業誘致の側面から」保健医療経営大学 『紀要』第 10 号。

藤田憲資、2023、「スイスに対する海外からの圧力～対応と影響」保健医療経営大学 『紀

要』第15号。

増田悦佐、2021、『やはり金だ』ワック株式会社。

松村善太郎・島崎久彌編、1982、『金の知識』有斐閣新書。

三宅義夫、1968、『金』岩波新書。

2. 外国語文献

Sudi Apak, Vedat Akman, Serkan Çankaya, Sitki Sönmezer, 2012, The Case for Gold Revisited: A Safe Haven or A Hedge?, *Emerging Markets Journal*, Volume 2.

ASFCMP, 2025, The precious metal industry in Switzerland.

Peter Bernholz, 2002, Advantages and disadvantages of the holding of gold reserves by central banks – with special reference to the Swiss National Bank, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol.138, issue II, 99-113.

The Boston Consulting Group, 2025, *Global Wealth Report*,

Federal Department of Finance, 2023, Swiss foreign trade in 2023, *Annual report*.

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz, 2021, Profit distribution, The SNB observatory, June 16.

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler and Charles Wyplosz, 2022a, Governance, The SNB observatory, April 14.

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz, 2022b, Monetary Policy Options, The SNB observatory, December 14.

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler, and Charles Wyplosz, 2025, Equity and profit distribution. The SNB observatory, Feb.25.

Sabrina Herzog, Alain Nellen, Sara Ryser, Vi Tran, Denis Ruyschaert, 2015, Gold in Switzerland: Certification Schemes as the New Gold Rush, *A strategic report for SWISSAID Genève*, November.

Thomas J.Jordan, Michel Peytrigent and Enzo Rossi, 2010, Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy, *Swiss Society of Economics and Statistics*, Vol.146(1)9-90.

Pawel Kowaelski and Dominik A. Skopiec, 2024, Price processes in the global gold market, *Bank i Kredit* 55(4), 381-424.

Judith Schäli, Martina Burger, Elizabeth Bürgi Bonanomi, 2025, Due Diligence and Supply Chain Regulation for Swiss Gold, *Wyss Academy and CDE Report No2*, February.

SECO, 2025, Gold refining in Switzerland – correction of Switzerland's share, which is

often misstated in the media.

Swiss academies of arts and sciences, 2016, Switzerland and the Commodities Trade, Swiss academies factsheets, vol.11 No.1.

SNB, 2014, Arguments of the SNB against the initiative.

SNB, 2025, *Annual Report 2024*.

Marco Tronzano, 2022, Optimal Portfolio Allocation between Global Stock Indexes and Safe Haven Assets: Gold versus the Swiss Franc (1999-2021), *Journal of Risk and Financial Management*, 15, 241.

Laurence Wicht, 2025, Gold as a safe-haven asset and the Swiss external sector, SNB Economic Note No.4/2025.

WWF, 2021, THE IMPACT OF GOLD, November.

(邦訳)

G.ズックマン、2015、『失われた国家の富－タックス・ヘイブンの経済学』(林昌宏訳) NTT 出版。

・ SNB スピーチ

Jean-Pierre Danthine, 2015, Swiss monetary policy facts ... and fiction, 19 May, Speech.

Philipp M Hildebrand, 2005, SNB gold sales – lessons and experiences, Speech 5 May,

Thomas J. Jordan, 2014, A new role for central banks ?, Speech, 16 January .

Thomas J.Jordan, 2017a, Comments on the SNB's monetary and investment policy, Speech, 28 April .

Thomas J.Jordan, 2017b, Central bank independence since the financial crisis: The Swiss perspective, Speech, 9 November .

Thomas J.Jordan, 2021, SNB distributions – not a matter of course even when profits are high, Speech, 30 April.

Thomas J.Jordan, 2022, Safeguarding the principles of regulatory policy, Speech, 23 September.

Andréa M. Maechler, 2016, Investment policy in times of high foreign exchange reserves, Speech, 31 March .

Andréa M.Maechler, 2017, The SNB's investment policy and its distinctive features, Speech, 23 March.

Jean-Pierre Roth, 1999, Mr Roth discusses demonetization of gold in Switzerland, Speech, 14 June.

Martin Schlegel, 2024, Interest rates and foreign exchange interventions : Achieving

price stability in challenging times, Speech. 9 April.

Barbara Janon Steiuer, 2025, Equity comes before distributions, and why a sovereign wealth fund is not a good idea, Speech, 25 April.

Jean Studer, 2018, Spotlight on SNB profits and shares, Speech. 27 April.

Fritz Zurbrügg, 2012, Challenges posed by the growth in the SNB's foreign exchange reserves, Speech. 8 November.

Fritz Zurbrügg, 2014, The SNB's investment policy : options and limitations, Speech, 27 March.

Fritz Zurbrügg, 2015, After the minimum exchange rate : new monetary policy challenges, Speech, 26 March.

3. ウェブサイト

ブルームバーグ<ホームページ>

<http://www.bloomberg.co.jp/>

:2025a(2025-08-04)

:2025b(2025-08-08)

Finews<ホームページ>

<https://www.finews.com/news/english-news>

:2020(2020-03-24)

:2024a(2024-09-26)

:2024b(2024-11-22)

:2025(2025-03-14)

Swissinfo<ホームページ>

<http://www.swissinfo.ch/jpn/index.html>

:2012(2012-10-12)

:2015(2015-05-08)

:2019a(2019-09-21)

:2019b (2019-11-19)

:2023(2023-01-25)

:2024a(2024-02-21)

:2024b(2024-09-18)

:2025(2025-05-08)

WGC(World Gold Council)<ホームページ>

<https://www.gold.org>