

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 19 日)

震災と為替～2011 年 3 月を参考にすべきか？～

熊本地震を受けて国内に緊急対応ムードが強まる中、5 年前の東日本大震災時の状況と比較して現状をどう考察すべきかという照会を受ける。2011 年 3 月 11 日当時、戦後最安値(76.25 円)まで進んだ円高・ドル安の背景に関しては「日本の保険会社が保険金支払いのために外貨建て資産を売却している」などのもっともらしい解説が流布したが、統計上、そうした事実は確認できない。結局、「そのような投機的な思惑」が円買いを惹起したとしか言いようがなく、同様のことは確かに現状にも起き得る。だが、相変わらず重要なことは米通貨政策の腹積もりである。11 年 3 月当時のドル相場は急落の途上にあり、互助的なムードの下、円安が支持される下地があった(ゆえに協調介入も行われた)。片や、現状は 14 年半ば以降、ドル相場が急騰している最中であり、この調整に巻き込まれる格好で円高が進む展開の方が震災絡みの動きよりも本質的な不安。

～震災と為替～

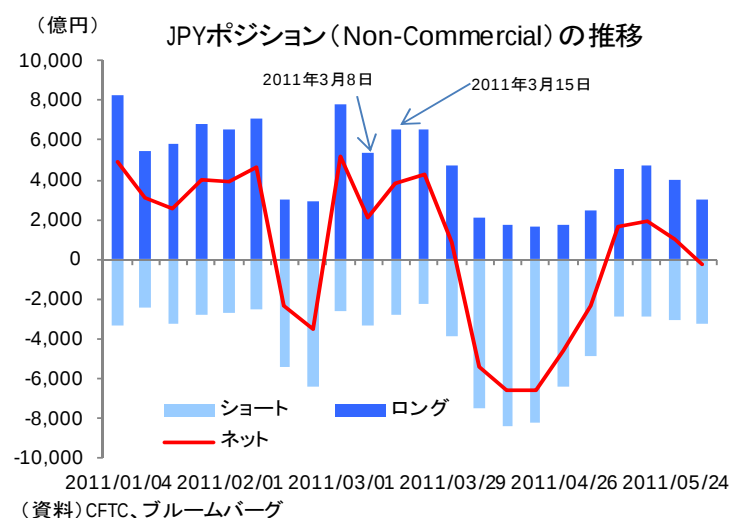
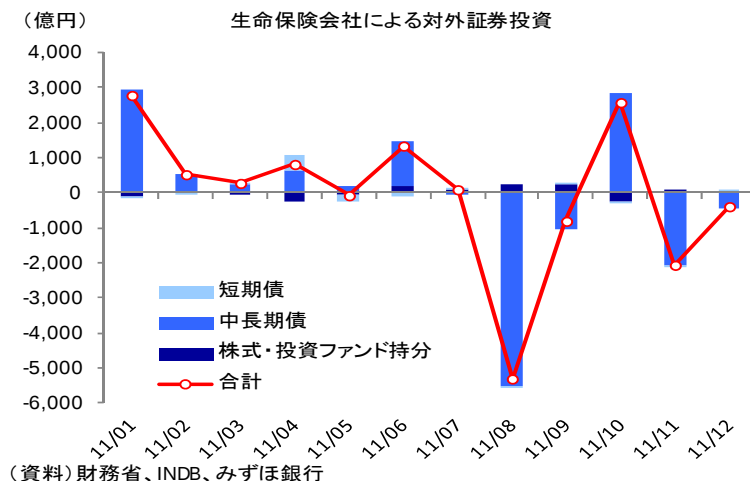
熊本地震を受けて日本国内に緊急対応ムードが強まる中、5 年前の東日本大震災時の状況と比較して現状をどう考察すべきかという照会を受ける。2011 年 3 月 11 日(金)に発生した東日本大震災後のドル/円相場を振り返れば、発生当日は高値 83.299 円から安値 81.650 円まで約 1.6 円の円高が進んだものの、未曾有というほどの混乱は見られなかった。しかしその後、12 日(土)、14 日(月)、15 日(火)と福島第一原子力発電所における爆発事故が報じられたことなどに伴い、円高・株安の流れが加速し、15 日(火)に日経平均株価は 3 月 11 日の始値であった約 10300 円から 8200 円台まで、17 日(木)のドル/円相場は当時の戦後最安値である 76.25 円まで急落した。

こうした流れを受けて、震災発生から 1 週間後の 18 日(金)に 7 か国(G7)の財務相・中央銀行総裁は臨時電話会合を開催し、日米欧カナダの G7 当局による約 10 年半ぶりとなる協調円売り介入に踏み切ることになる。これを受けてドル/円相場は 4 月 6 日までの 3 週間足らずで 85 円台まで、10 円ほど円安に戻すことになるが、結局その時点をピークとして再び円高基調に戻ってしまった。その後、85 円台への復帰は民主党政権から自民政権に代わり、アベノミクスが取り沙汰される 2012 年 12 月末まで待つことになる。恐らく、日本の株・為替市場にとって、2011 年 3 月 11 日からの 1 週間は過去 10 年間で振り返ってみても最も激しい 1 週間だったと言って過言ではない。

～統計上は見えなかったレパトリ～

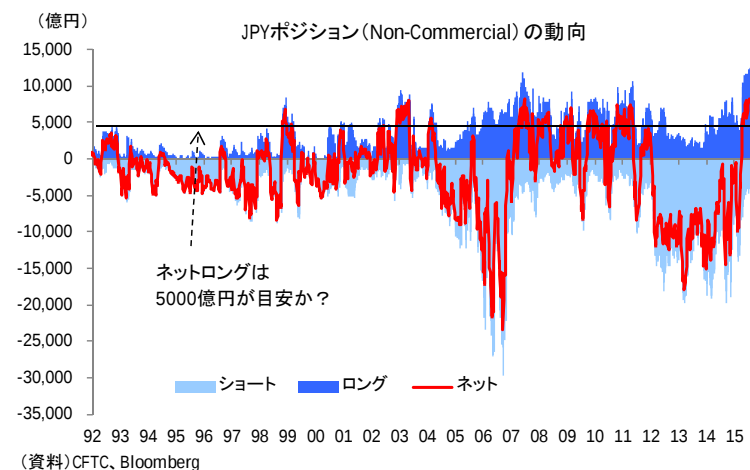
熊本地震も東日本大震災と同じく激甚災害指定を受ける見通しであり、実体経済に対する影響も徐々に明らかになりつつある(4～6 月期 GDP 成長率のマイナス転化も視野に入る)。当分、日本経済・政治・社会において有事対応ムードが続くことは避けられないだろう。この点、為替市場を考察する上で、当時と同じような相場展開が、同じような理由で発生するのではないかとの不安は抱かれても不思議ではない。とすれば、まず当時、何故円高になったのかを改めて見返しておくことが

必要だろう。2011 年 3 月当時、円高・ドル安の理由として最も口にされていたのが「本邦企業・投資家による資金回帰（レパトリ）」であった。しかし、少なくとも国際収支統計から得られる関連計数を見る限り、2011 年 3 月に突出したレパトリが生じていた証拠はない。対外証券投資の売り越しが加速していたわけでもなく、投資収益からの受取部分を見ても、2011 年 3 月のそれが特別大きいわけではなかった。「日本の保険会社が保険金支払いのために外貨建て資産を売却している」というもっともらしい解説も耳にしたが、2011 年 3 月の生命保険会社による対外証券投資は売り越しではなく買い越しであった（図・上）。となると、結局、「本邦企業・投資家による資金回帰（レパトリ）」が増えるのではないかと、投機的な思惑が円買いを惹起したとしか言いようがなく、実際、IMM 通貨先物取引の状況などを振り返ると、震災を跨いだ投機的な円買いポジションは僅かながら膨らんでいた（図・下）。「株が下がれば円買い」、「危ないことがあればどうあれ円買い」という反射的な取引をする参加者が多かったということに尽きるのではないかと。



～震災を理由にした相場の大崩れは想定せず～

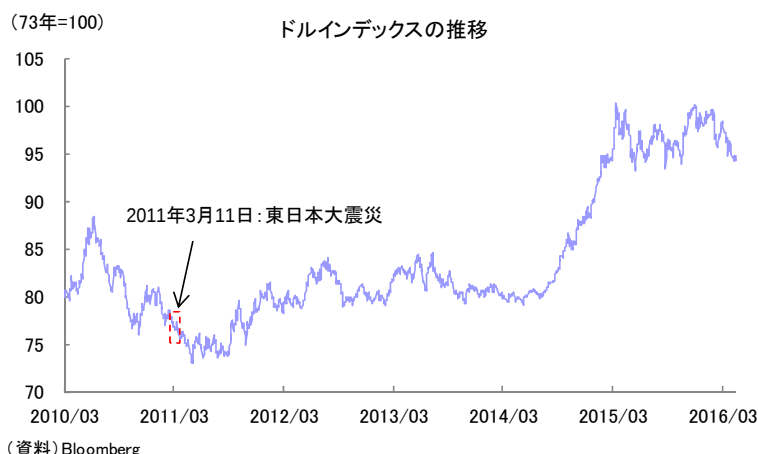
「株が下がれば円買い」、「危ないことがあればどうあれ円買い」という反射的な取引がけん引する相場はいつでも起こり得るため、今回の熊本地震に際して同様の不安を抱く向きもあるだろう。現に、「リスク回避の円買い」という言葉は往時の迫力こそ薄らいだものの、完全に死語になったとも言えない。状況が悪化するほど相場が円買いに傾斜する恐れは否めない。今のところ、不幸中の幸いとして、熊本地震を理由



にした株売りや円買いは2011年3月と比較すれば大分限定されている。連日、本欄で指摘しているように、投機の円買いは限界まで積み上がっている印象が強く、あとはきっかけ1つで円売りが加速し得る状況と見受けられ、現に足許では円買いの巻き戻しが加速している。現状から更なる状況悪化(大型地震、原発事故などの二次災害)まで想定しないのであれば、震災を理由にして為替相場が特定の方向(円高)に大崩れすることはなさそうである。

～「震災絡みの円高」よりも不安なこと～

それよりも、相変わらず重要なことは米通貨政策の腹積もりであり、その大きな流れに飲まれる格好で息の長い円高相場が続き得ることの方が要注意である。上述したように、2011年3月18日にはG7による協調円売り介入が実施され、円相場の押し下げで一致協力するムードがあった。現在は通貨安競争回避にむけて各国がけん制し合う状況が日々取り沙汰されており、「円相場



場のために国際社会が一肌脱ぐ」という互助的なムードは感じない。これは円高度合いが足りないとか、熊本地震が東日本大震災より軽微といったことではなく、そもそも欧米経済自体に余裕が無いということに尽きる。ドルインデックスを見れば一目瞭然だが、2011年3月当時のドル相場はFRBの緩和路線を背景に急落の途上にあった。ある程度の通貨上昇を許容できる余地はあったとも言えるだろう。片や、現状は2014年半ば以降のドル相場急騰を経験した後であり、ここから米国がドル相場の一段高を許容するのは直感的に簡単ではない。ゆえに、震災絡みの円高を不安視するよりも、現状の高止まりしているドル相場の反落によって、円相場が巻き添えを食らう展開の方がよほど本質的な不安ではないかと筆者は考える。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補充措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間価値