

東北関東大震災でなぜ円高？政府の迅速果敢な行動が不安の連鎖を押し止める

「大震災でなぜ円高になるのか」掲載タイトル

日本の危機でなぜ円高？

「東北関東大震災で日本の危機なのに、なぜ円高になるんだ？」普通の人にはみなそう思うだろう。しかしこのパターンは今回が初めてではない。不動産と株式バブル崩壊で不況になった1990年代前半に何が起こったのか思い出そう。ドル円相場は1990年に1ドル＝160円近辺まで円安に振れたが、その後は1995年の1ドル＝80円前後のピークまで大きな戻りのない円高が進んだ。「通貨相場はその国の経済力や国力を反映する」などというような通俗的なイメージで相場を語っている評論家は、こうした事情を説明することができない。

1995年1月の阪神淡路震災の時、ドル円相場は90円台後半から100円前後の水準だったが、3月から急速に円高が進んで1ドル＝80円前後の円の高値をつけた。この時のことが今回引き合いに出されている。阪神淡路震災の後に「日本の生損保が保険金支払いのために外貨資産を売って円買いをしたので円高に弾みがついた」と考える人は、私の知り合いのエコノミスト(アメリカ人)にもいて、「今回もそうなるだろう？」とEメールで言ってきたのには閉口した。

阪神淡路震災の時の地震保険の支払総額は783億円だそうだ。生命保険やその他の損害保険の総額は不詳だが、死者数は約6400人だから、仮に死亡した方々がみな生命保険をかけていて1人2000万円の生命保険が払われたとしても、1280億円だ。その他の保険金の支払い全てを含めても、数千億円の規模を超えることはなかろう。

この数千億円という規模は、外為市場の円為替取引の巨大な規模からみればプールにバケツ数杯ほどのものだ。仮に全て海外の資産売却で捻出されたとしても、短期間にドル円相場を10円以上も円高に動かす力はない。しかも生損保は国内と海外の債券、株、不動産に分散したポートフォリオを持っているので、海外資産だけを保険金支払いのために取り崩すなんてことはあり得ない。

実際のところは次のような報道が事実にもっとも近いだろう。「ゴールドマン・サックス証券の試算では国内損保業界の支払予想額は6千億円強。大手3社の手元資金は1兆円近くあるため、わざわざ海外の資産を売って国内に資金を戻す必要性は低い」(日本経済新聞3月17日付)

危機で損失を被った投資家のリスク許容度の低下が円高を起こす

では1990年から95年までの円高の要因はなんだったのか？今回も同じ要因が働くのか？それは日本が当時も現在も年間10兆円を超える経常収支黒字大国(2010年は17兆円の黒字)であることを踏まえて理解する必要がある。

経常収支黒字分を外貨で受取る企業や投資家がそれを全て円にしようとするれば、その分だけ外貨売り・円買いが外為市場で生じる(外貨の供給)。円建てで輸出しても、海外の輸入

サイドで外貨売り・円買いが生じるので、経常収支黒字分まるごと分の外貨売り・円買いが恒常的に生じている。

一方、反対サイドには円を売って外貨投資する投資家の外貨需要がある。教科書風に言うと円相場は外貨の供給曲線と需要曲線の均衡点で決まるわけだが、なんらかの事情で投資家の外貨需要が弱まり、需要曲線が左にシフトすると均衡点は円高に移動してしまう（図表参照）。

1980年代前半のドル高の時代には日本の生損保を中心とした機関投資家の旺盛なドル債投資がドル円相場をドル高方向にシフトさせた。85年のプラザ合意以降の急激なドル安・円高で生損保のドル債投資は大きな為替損失を生んだ。それでも80年代後半までは日本の株高、不動産市況の高騰で機関投資家らの財務的な体力には問題がなかった。

ところが株式は1980年末の高値をピークにバブル崩壊的な下落となり、不動産も1991年を高値にバブル崩壊局面に入ると様相が激変した。機関投資家らは資産価格の下落で財務的な体力を低下させ、海外資産もダウンサイジング（縮小・撤退）過程に入ってしまったのだ。その結果、外貨の買手が減少した結果、外為市場の外貨需給曲線は大きく左にシフトする状況が90年代前半に生まれた。これが95年までスーパー円高を進行させた基礎的な需給要因なのだ。

当時のその他の短期的な要因としては、①対日貿易不均衡問題に業を煮やしたクリントン大統領が円高示唆発言をした（1994年春）、②円安になるとの思惑でドル買い・円売りをしていたジョージ・ソロスがじりじり進むドル安・円高に負けて、ドルを投げ売った、③外貨建て資産のダウンサイジングが遅れていた一部の日本の機関投資家がドルを投げ売った、など様々にあるが、ある意味では副次的な事情だ。

1990年代後半からはヘッジファンドを含む円売りキャリートレードが広がり、また2000年代になると日本の個人投資家のFXトレードや投資信託などを通じた外貨投資ブームが起こった。こうした変化が80年代の日本の機関投資家に代わる新たな円売り・外貨買いの動きとなった。その結果、相場の外貨需給曲線は右方向にシフトし、円安への戻りが生じた。

G7で協調介入に合意したのは日本政府のクリーンヒット

しかしこうした外貨買い・円売りの主体となっている投資家のリスク許容度が低下すると、円相場の需給曲線は再び左方にシフトして、円高に振れる需給構造そのものは変わっていない。日本は依然として年間十数兆円の経常収支黒字大国だからだ。そして危機に直面すると投資家のリスク許容度は低下し、株が売られ、外貨買い・円売りの動きが委縮する。その過程で円高に振れるパターンが続いているのだ。

2007年夏に表面化した米国のサブプライム危機、2008年9月のリーマンショックなど危機に直面すると株は売られ、円相場は投資家の円売り持高の縮小（＝円買い）で円高に振れるパターンが続いた。この時期にドルと円の金利差が大きく縮小したこともドル高・円安に作用している。「危機の震源地は欧米で、相対的に日本が安心できるので円が買われている」などというメディアで流れる市況コメントは、真相から最も乖離した世迷言に過ぎない。

2009 年後半からの世界的な景気回復過程で株式相場も底打ち反転し、投資家のリスク許容度は次第に回復してきた。日本では FX トレードによる個人投資家の外貨買い・円売り持高も回復、増加基調を辿って来た。

今回の円高が海外の投機筋を中心にした「仕掛け」を主因に起こったという理解はおそらく正しいだろう。彼らは「危機→投資家の円売り持高の縮小→円買い→円高」というこれまでのパターンを当て込んで仕掛けたのだ。ただし投機的な動きで起こる相場の変動であっても、それがその他の多数の一般投資家の相場観を変えてしまう、あるいは不安心理から外貨投資を委縮させてしまうような事態になれば、1995 年のように途方もない円高へのオーバーシュート（行き過ぎ）も起こり得る。

日本政府が G7 で協調円売り介入の合意を迅速に取りつけて即行動を起こしたのは、近年政策的な不手際ばかり目につく中では、クリーンヒットだった。政府による外為市場への介入は、ファンダメンタルな需給関係のシフトが起きているような局面では、その変化に抗っても効果を上げない。しかし今回のような短期的・投機的な仕掛けに対しては相応の効果が期待できるからだ。

経済と金融のグローバル化した時代には、各国政府にできることは限られてしまうという議論が一時強まったが、どうやらそれは間違いだったようだ。今回のような大災害も金融危機も、国民の不安と恐怖の連鎖を回避するような行動とメッセージを政府が効果的にうてるかどうかで、その後の事態の展開が大きく変わってしまう。

政府の行動とメッセージが適切であれば、不安と恐怖の連鎖を食い止めることができる。反対にそれに失敗すれば、事態は悪循環の方向に分岐してしまう。これは福島原発の災害・事故で今鋭く問われていることでもある。政治家の皆さんには目先の政局を忘れて国難に立ち向かう政策とメッセージを打ち出して頂きたい。

以上

図表

