

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 1 日)

日銀短観 9 月調査～追加緩和の行方は？～

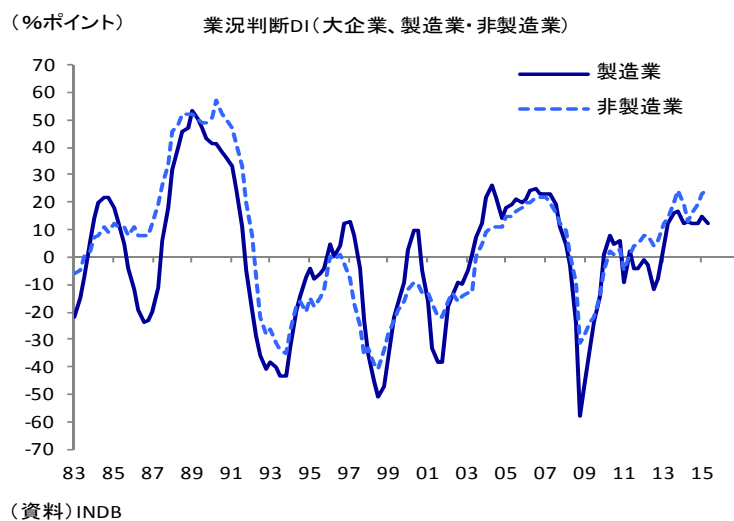
日銀短観 9 月調査は総じて無難な内容。大企業・製造業 DI は概ね予想通り、大企業・非製造業 DI は現状判断が予想比大きく上振れたが、3 か月先の見通しは予想と一致した。少なくとも、発表後のドル/円相場の動きを見る限り、「短観悪化→追加緩和→円安加速」といった一部期待されていたシナリオは後退したと考えるのが無難だろう。注目された想定為替レートは通期で 117.39 円となった。2015 年に関して言えば、これで初めて年初来安値(115.86 円)を超える円安水準で想定為替レートが設定されたことになるが、それだけ企業決算ひいては株価の円高耐性が弱くなったとも考えられ、当座、今回設定された 117 円台を守り切れるかどうか注目していきたいところ。価格判断 DI が弱いのは物価にネガティブだが、雇用人員判断は引き続きタイトな状況であり、「展望レポート」ではこの辺りを軸とした現状維持シナリオを描きたいところだろう。

～やはりマイナス転化したユーロ圏 HICP～

昨日の為替市場ではユーロが 3 日ぶりに下落した。ユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP)は前年比▲0.1%となり、やはりマイナス圏に回帰している(マイナスは 6 か月ぶり)。本欄や『中期為替相場見通し』でも述べてきたように、筆者は HICP のマイナス転化から年内追加緩和に至る展開を予想しているが、その可能性は高まったと考えられる。引き続きユーロは「世界最大の経常黒字」と「高めの実質金利」が地力を支えると考えるが、目先に関しては追加緩和観測を主軸として独大手自動車会社の不正問題や移民問題など、ネガティブな材料が目白押しなだけに上値は重いだろう。本格的なユーロ相場の反転は FRB が正常化路線を諦めるタイミングで到来すると思われる。

～日銀短観 9 月調査:総じて堅調で緩和観測は後退～

ところで本日は日銀短観 9 月調査が公表されている。ヘッドラインとなる大企業・製造業 DI は現状が+12 と前回 6 月調査から▲3 ポイント低下したほか、先行き 12 月調査の見通しに関してはさらに▲2 ポイント低下して+10 となっている(市場予想の中心は現状が+13、見通しが+10)。一方、大企業・非製造業 DI は現状が+25 と前回 6 月調査から+2 ポイント上昇したほか、先行き 12 月調査の見通しは▲6 ポイント低下して+19 となっている(市場予



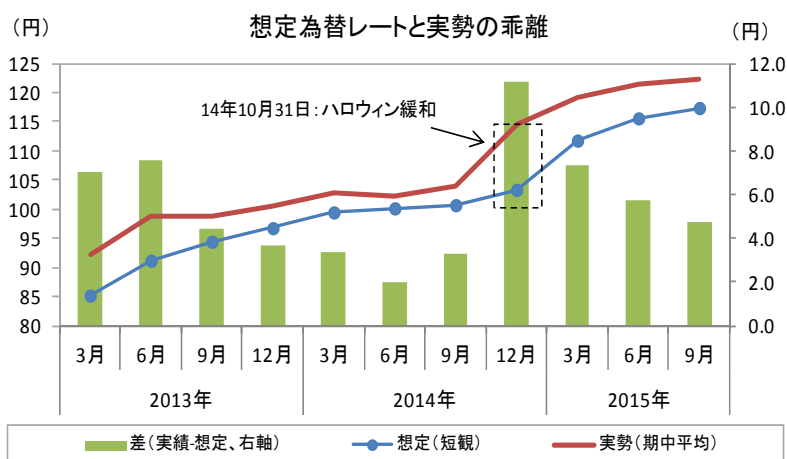
想の中心は現状が+20、見通しが+19)。大企業・製造業については概ね予想通りだったが、大企業・非製造業については現状が予想比大きく上振れたにも拘わらず、見通しは予想に一致している。これは見方によっては足許から3か月間の大企業・非製造業の業況悪化は予想を超えるものになったという解釈もできるのではないかな。

発表後のドル/円相場がやや円高方向に振れたことなどを見る限り、「短観悪化→追加緩和→円安加速」といった一部期待されていたシナリオは後退したと考えるのが無難だろう。要するに、今回の短観についてはそれほど悪くない、という受け止めが大勢と思われる。

～想定為替レートから何を讀むか～

事業計画の前提となっている想定為替レート(大企業・製造業、以下単に想定為替レート)は通期で117.39円となっている。「8・24ショック」を経て目線を下げる企業も一部出てきたとは思われるが、全体として前期比円安の設定となっている。これにより実勢レートと想定為替レートの乖離は一段と縮まっており、昨年12月調査対比でほぼ半分になった。図示されるように、アベノミクスが始まって以降、実勢相場が想定レートよりも円高になったことは一度もない。

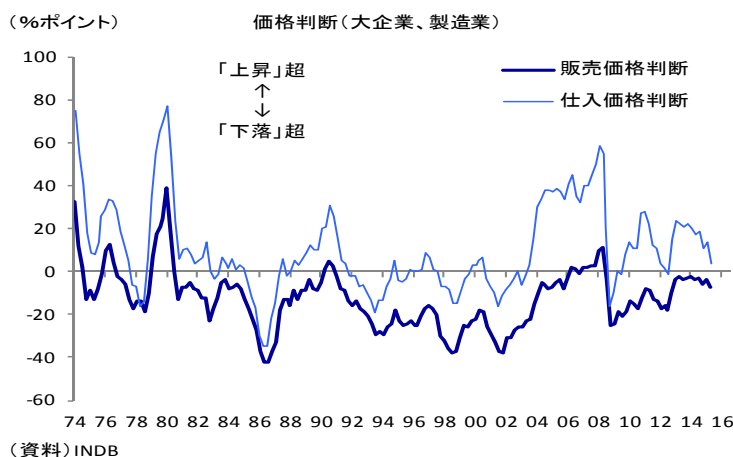
昨年を振り返れば、実勢レートと想定為替レートの乖離がほぼ消滅しかかり、日経平均株価が軟調な推移にあったところ、ハロウィン緩和で息を吹き返したという経緯があった。奇しくも、現状では株価急落と実勢レートと想定為替レートの乖離縮小が同時進行しており、必然的に日銀への追加緩和観測が盛り上がっている。また、2015年に関して言えば、これで初めて年初来安値(115.86円)を超える円安水準で想定為替レートが設定されたことになるが(3月調査では111.81円、6月調査では115.62円)、それだけ企業決算ひいては株価の円高耐性が弱くなったとも考えられ、当座、今回設定された117円台を守り切れるかどうか注目していきたい。



(資料) 日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。

～仕入・販売価格判断 DI について～

日銀の金融政策の次の一手という観点からは物価動向に直接的な関わりがある価格判断も注目されるが、商品価格が急落する状況下、やはり仕入価格判断 DI、販売価格判断 DI は共に低下している(図)。一時「上昇」超も見えてきた販売価格判断 DI も仕入価格の急落に引きずられる格好で再び「下落」

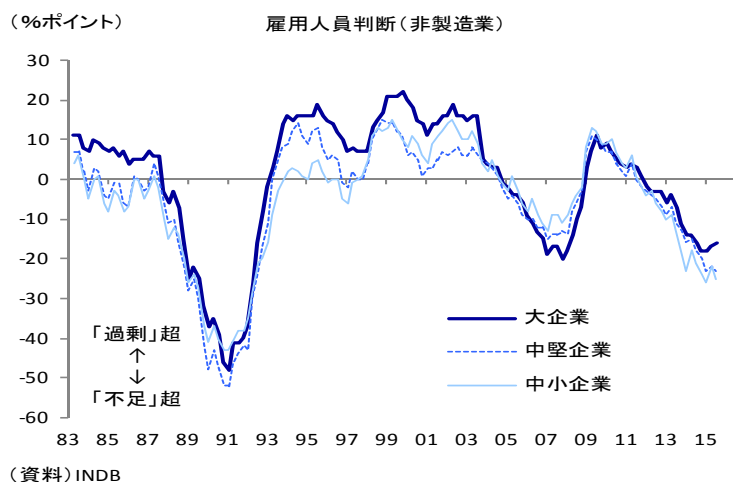


(資料) INDB

超の幅を拡大させる動きが芽吹き始めている。依然として仕入価格の下落幅が販売価格のそれを上回っているため、企業の交易条件はむしろ改善方向に向かっており望ましい動きと言えるが、物価上昇を追求する日銀の金融政策にとっては逆風が吹き始めていると言える。

～頼みの綱はやはり雇用情勢～

但し、こうした価格面の腰折れ傾向は特定業種に限った動きでもある。販売・仕入価格判断 DI に関し、業種別に見れば、非製造業よりも製造業、製造業の中でも加工業種より素材業種に偏った動きである。非製造業に目をやれば、逼迫する雇用情勢を背景として販売・仕入価格判断 DI は共に「上昇」超が維持されている。そこで雇用人員判断 DI を見れば(図)、非製造業では企業の規模を問わず、人



員不足は深い水準に達しており、特に中堅・中小規模の非製造業では▲20を超えている。また、この雇用の不足感是非製造業に限ったものではなく、製造業でも、大企業・中堅企業・中小企業の各規模で「不足」超が見られている。引き続き日銀の「展望レポート」ではこの辺りを軸とした現状維持シナリオを描きたいところだろう。

上述したようにドル/円相場見通しという観点からは、今回の短観が一部で燦り続ける追加緩和観測を後押しするものになるかが注目されたが、その意味では決定打に欠ける内容だったと言えるだろう。特に、非製造業の現状判断が大きく予想比上振れたことや雇用人員判断が引き続き逼迫している以上、この期に及んでも「物価の基調は強い」と言い張る可能性はある。昨日発表された8月鉱工業生産の軟調な結果をもって、7～9月期実質GDPのマイナスひいてはテクニカルリセッション入りが濃厚となっている以上、そのような主張は無理筋と思われるが、ここに至るまでの黒田日銀の立ち振る舞いを考えれば、如何にも追い込まれて緩和したかのような印象を与えることも避けたいだろう。株価、ドル/円相場が現状から大きく動かないのであれば、10月30日の基本シナリオはやはり現状維持ではないか。

以 上

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分))～糊代論への未練がましい執着～
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クレー発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」