みずほマーケット・トピック（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～

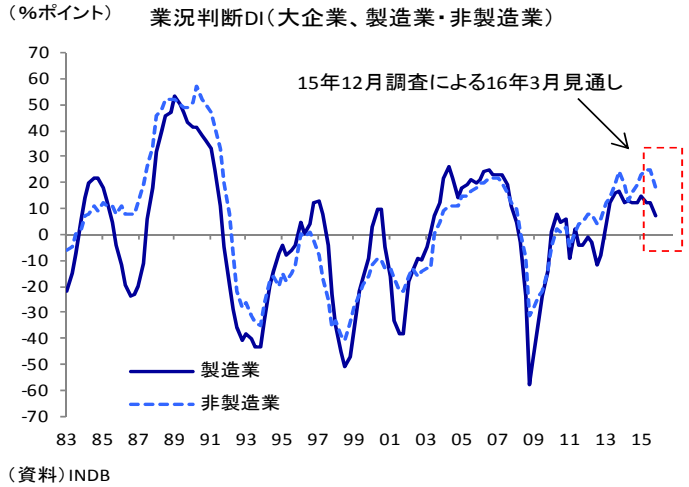
日銀短観 12 月調査は現状に関する業況判断こそ底堅く推移したものの、今後 3 か月間の見通しに関しては製造業・非製造業共に悲観的な見通しが示された。しかし、そういった事業環境に対するシビアな想定にも拘わらず、想定為替レートは一段と円安気味の設定が進んでいる様子も確認された。「経済環境が悪化したとしても円安相場は据え置きであり、大企業・製造業の収益を下支える」との想定は、未だにリスク回避ムードが強まると円高になる為替相場の傾向に照らすと危うさを覚える。想定為替レートと実勢相場はアベノミクスが始まって以来、最も接近しており、これに近い状態にあった 2014 年 10 月においてハロウィン緩和が実施されたことが頭をよぎる。実勢相場が今回示された 119 円やその先の心理的節目である 115 円をはっきりと割り込んで推移した場合、再び追加緩和観測が芽を出してくる可能性がある。

～利上げ前のムードとは思えない状況～

先週末の為替相場は円相場が続伸する展開となった。原油価格を筆頭とする商品価格が続落する中、金融市場のリスク許容度が上向かない状況が続いている。11 日、NY ダウ平均は▲300 ドル超の大幅下落で引けており、米金利も低下するに伴って従前のドル買い持ち高が巻き戻される地合いが続いている。本日東京時間午前のドル/円相場は 121 円を割り込んでおり、米利上げを目前に控えた相場つきとは思えない動きが支配的となっている。市場は「9 年半ぶりの利上げ（利上げ開始という意味では 11 年ぶり）」に盲従するようにその展開を受け入れているが、それが本当に合理的判断かどうか、筆者は非常に疑わしく感じている。

～企業の先行きへの評価は相当シビアな印象～

ところで今朝方には日銀から短観 12 月調査が公表されている。ヘッドラインとなる大企業・製造業の業況判断 DI（「良い」と答えた企業の割合から「悪い」と答えた企業の割合を引いた値）の現状に関し、+12 と前回 9 月調査から横ばいとなり、市場予想の中心（+11）をやや上回る結果となった。しかし、3 か月後の先行きに関しては大企業・製造業について+7 となっており、市場予想の中心（+10）を大きく下回っている。つまり、市場予想では今後 3 か月間の業況に関し、▲1 ポイント（+11→+10）の悪化を見込んでいたが、現実は▲5 ポイント（+12→+7）だったという結果で

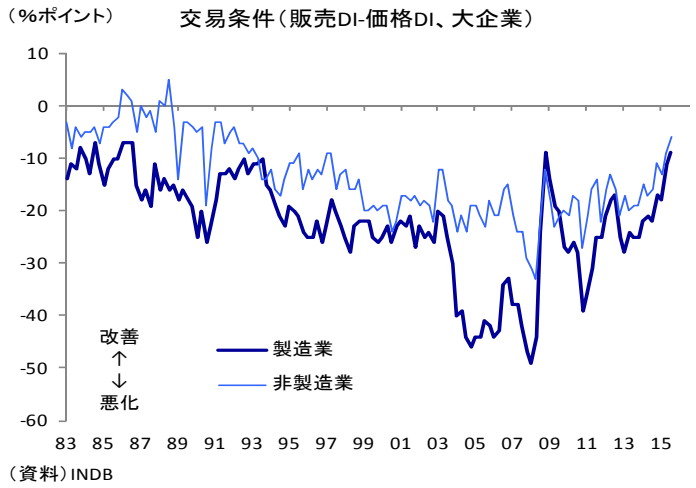


（資料）INDB

ある。一方、大企業・非製造業に目をやれば業況判断 DI の現状に関し、+25 と前回 9 月調査から横ばいとなり、市場予想の中心(+23)を上回る展開となった。しかし、3 か月後の先行きに関しては+18 となっており市場予想の中心(+22)を大きく下回っている。つまり、市場予想では今後 3 か月間の業況判断に関し、▲1 ポイント(+23→+22)の悪化を見込んでいたが、現実は▲7 ポイント(+25→+18)になったという結果である。大企業・製造業にしろ、大企業・非製造業にしろ、目先の業況悪化の「幅」に関し、企業は市場よりもシビアに評価している様子が窺える。

～交易条件は著しく改善中～

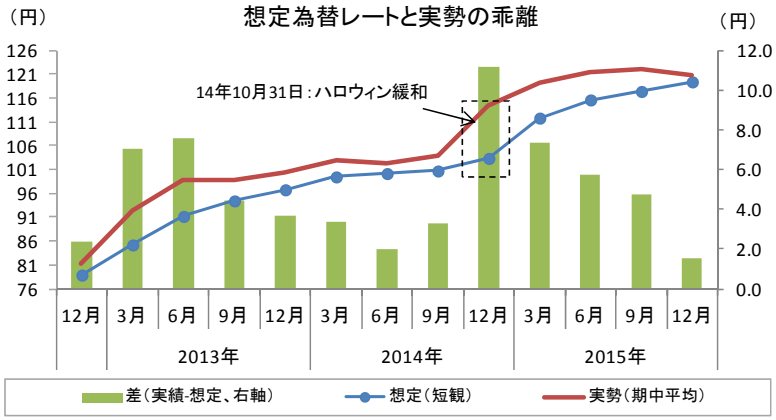
なお、今回の短観で目についたのが販売及び仕入に関する価格判断 DI の動きである。大企業・製造業を例に取れば、販売価格判断 DI(「上昇」-「下落」)が▲7 から▲11 へ 2012 年 12 月調査以来、3 年ぶりのマイナス幅へ拡大している。また、同様に仕入価格判断 DI(「上昇」-「下落」)を見ると、+4 から▲2 となっており、2012 年 12 月以来のマイナス超を記録している。この結果、販売価格判断 DI から仕入価格判断 DI を引くことで算出される交易条件は昨年来、大幅改善が進行しており、現在の▲9 は正に「悲観の極み」にあった 2009 年 3 月調査と同様の水準である(これ以上の小さなマイナス幅は 1986 年 12 月調査まで遡る必要がある)。原油を筆頭とする商品価格下落の動きを受けたものと言えるが、強烈なリフレ志向を前面に押し出してきたアベノミクス初期と照らせば隔世の感を覚えざるを得ない。交易条件の改善は低迷する実質賃金を下支える動きでもあり、日本経済にとっては望ましい兆候と言える。



(資料)INDB

～「想定為替レート≒実勢相場」の状況に～

為替との直接的な関連では大企業・製造業の想定為替レートが注目される。今回調査では上期は 120.84 円、下期は 118.0 円、通期では 119.40 円が設定されており、実勢相場との乖離は殆ど消滅しつつあることが確認された。過去の本欄でも議論した論点だが、アベノミクスが取り沙汰された 2012 年 10～12 月期以降、実勢のドル/円相場が想定為替レートを上回る円高になったことは一度もない。要するに、決算上は営業外利益が常に出ている状況であり、これが株価の支えとなっ



(資料)日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。※12月の実勢は12月14日時点。

ていた面は否めない。前頁図に示されるように、想定為替レートと実勢相場はアベノミクスが始まって以来、最も接近しており、これに近い状態にあった 2014 年 10 月においてハロウィン緩和が実施されたことが頭をよぎる。冒頭の業況判断 DI でも見たように、企業は先行きの事業環境について相当シビアに考えていると思われるが、その一方で為替レートは円安前提になっており、この両者の想定にはやや齟齬を感じる。「経済環境が悪化したとしても円安相場は据え置きであり、大企業・製造業の収益を下支える」との想定は、未だにリスク回避ムードが強まると円高になる為替相場の傾向に照らすと危うさを覚える。少なくとも現状の想定レートは実勢相場対比で文字通り「後がない」状況になりつつある。

筆者は日銀の金融政策に関し、通貨政策に相対することになる追加緩和は難しいと引き続き考えているが、そうは言っても来年央の参院選(一部観測では衆参ダブル選挙の可能性もあり)を前に政府・与党が株価の急失速を回避したいと考える可能性は十分ある。実勢相場が今回示された 119 円やその先の心理的節目である 115 円をはっきりと割り込んで推移した場合、再び追加緩和観測が芽を出してくる可能性がある。なお、黒田日銀総裁がかねてより、「為替は物価など、ファンダメンタルズを反映したもの」との趣旨を主張してきたこととの整合性を重視するならば、ハロウィン緩和以降に実現した 110 円以上の円高は許容されるものではないだろう。こうした背景から、来年は円高・ドル安方向への折り返しを予想するものの、110 円割れまでは展望していない。

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に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
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/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
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/円相場の見通し改定について【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年上半期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ドルの現状や展望について～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～