

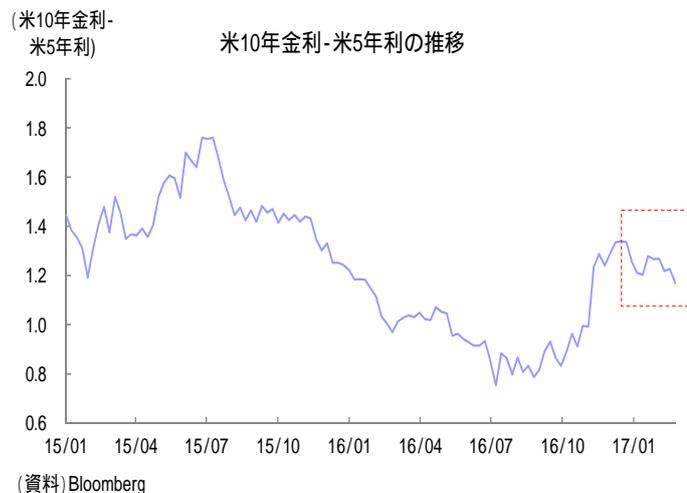
みずほマーケット・トピック(2017年3月2日)

本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開

FRB 高官によるタカ派発言にハト派筆頭格であるブレイナード FRB 理事までもが加わり、現状では3月利上げはほぼ確実な情勢となっている。だが、米金利はベアフラット傾向にあり、「3月は利上げしても、それ以降は別」が市場の本音ではないか。なお、内閣府の調査よれば2016年度の輸出企業の採算レートは5年ぶりの円高方向に振れ、改善が見られる。同調査によれば、過去3年は採算レートから比較して大きく円安に振れる状況が続いており、そろそろ自律的に高値警戒を覚える向き（今が円安のピークだと考える向き）が出てきても不思議ではない。新たな想定レートが恐らく110円前後に設定され、それを受けて動けるようになるであろう4月以降は相応に実需のドル売り・円買いが盛り上がる可能性も。そもそも2016年の貿易黒字が6年ぶりの高水準になった以上、これに応じたフローはラグを伴って今後現れてくると考えられる。

～「3月は利上げしても、それ以降は別」が本音～

昨日の為替相場はドル相場が続伸する展開。注目されたトランプ米大統領による初の議会演説は全体として精神論に終始した印象が強く、相場の流れを変えるには至らなかったものの、無難な内容に収まったことが同氏の「大統領らしさ」を好感する流れに繋がり、ドル相場の下支えになっている。だが、最も注目されたのは連日続くFRB高官によるタカ派発言にハト派筆頭格であるブレイナードFRB理事までもが加わったことだろう。具体的には利上げに関し「すぐに適切になる」と



の言及が見られ、もはや3月14～15日のFOMCにおける利上げは避けがたいものになったと考えられる。とはいえ、同講演の中でブレイナード理事は「最近の長期金利上昇は住宅投資やその他金利感応的な需要を抑制し、ドル相場のさらなる上昇は純輸出や設備投資の重石になる」とも述べている。今回の利上げを認めてもそれ以降は彼女の「らしさ」を取り戻す可能性が高いだろう。実際、米金利の動きを見ても長期金利は短期金利の上振れについて行けておらず、イールドカーブはベアフラット化している。「3月は利上げしても、それ以降は別」が市場の本音と見受けられる。

～本邦輸出企業の採算レートは改善しているが…～

こうした流れの中で本日東京時間午前のドル/円相場は約2週間ぶりに114円台へ復帰する動

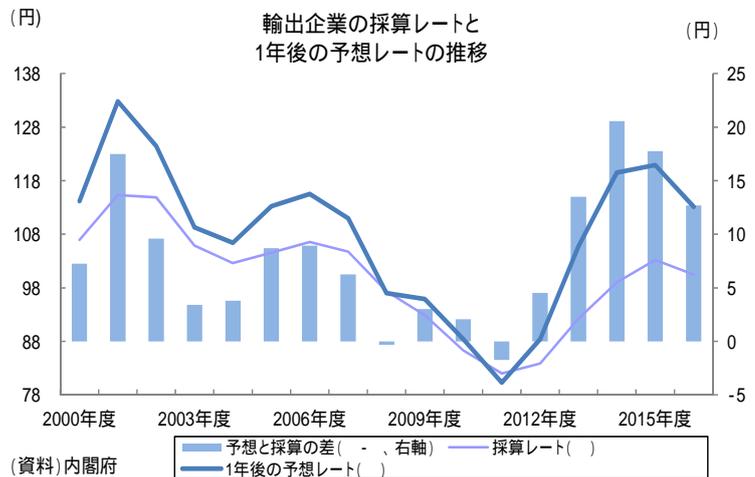
きが見られている。しかし、2月以降に見られているFRB高官の一方的な情報発信に照らせば、その勢いは決して迫力のあるものではない。既に3月利上げは織り込まれていると考えるべきだろう。また、過去の本欄でも繰り返し論じているように、本邦投資家においてはドル/円相場の110円以上や米10年金利の2.40%以上に対し高値警戒を覚える向きも多そうであり、リアルな



資本フローがドル買い・円売りに追随するムードに乏しい(図¹)。上述した米金利のイールドカーブのベアフラット化傾向を見ても、こうした相場観は本邦投資家に限らず、世界的にも多数派なのではないかと推測される。これからドル買いでエントリーするには勇気が必要である。

片や、本邦事業法人については、一昨日、内閣府より公表された『企業行動に関するアンケート調査』で明らかになったように、輸出企業(調査では輸出を行っている企業との表記)が考えるドル/円相場の採算レートは全産業を平均して100.5円と昨年度の調査(103.2円)から2.7円の円高の水準と回答されている。同調査における輸出企業の採算レートが円高方向に変化したのは5年ぶりであり、数字の上では円高耐性が増した格好になっている。この背景には恐らく2つの要因が考えられる。1つは2016年においては年初に原油価格が1バレル30ドルを割り込むなど鉱物性燃料価格が大幅下落し、通年で見れば生産コストが大分抑制されたこと。もう1つは、その上で実勢レートが円高に振れたことでさらにコスト抑制方向が加速したことだろう。

ちなみに1年後の予想レートは113.14円となっており、ほぼ現水準に近い。歴史的には「1年後、採算レートよりも円高に進む」と想定しているケースは稀だが(図)、少なくとも過去3年は採算レートから見ても大きく円安に振れる状況が続いており、そろそろ自律的に高値警戒を覚える向き(今が円安のピークだと考える向き)が出てきても不思議ではない。また、採算レートが円高に振れた上述の2つの理由について



についても今年は状況が変わってきそうである。既に原油価格は底打ちしており、ドル/円相場は昨年11月以降に急伸している。恐らく今年のコスト環境は昨年のそれよりも悪いものになる可能性が高い。とすれば、そうしたコスト増加分を回収しようとする意図などを背景に、今後は輸出企業の採算レートは悪化する(円安の)方向へ動く可能性が高い。こうした状況を考慮すると、新たな想定レートが恐らく110円前後に設定され、それを受けて動けるようになるであろう4月以降は相応に実

¹ 詳しくは2017年2月28日発行の『中期為替相場見通し』をご参照下さい。

需のドル売り・円買いが盛り上がる可能性はある。そもそも 2016 年の貿易黒字が 6 年ぶりの高水準になった以上、これに応じたフローはラグを伴って今後現れてくると考えるのが自然だろう。少なくとも現状明らかになっている情報を踏まえる限り、本邦投資家や輸出企業の動きはドル/円相場を押し下げることであっても、押し上げることはないように思われる。

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、确实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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メキシコシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ圏の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イェレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メキシコシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メキシコシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコシナリオはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票プレビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メキシコシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高急激変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーパリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信・物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見直し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)