

みずほマーケット・トピック(2018年3月6日)

「製造業の採算レート」から何を読み取るか？

先週2日に公表された内閣府調査によれば、輸出企業の採算レートは100.6円となり、前年度調査(100.5円)からほぼ横置き。業種別にみると、精密機器や非鉄金属、電気機器などの円高耐性が目立つ一方で、繊維製品やガラス・土石製品、鉄鋼など一部業種では既に採算レートを割り込み始めており、為替レートが問題視されやすい水準に差し掛かりつつある現状が推測される。なお、実体経済への影響が大きい輸送用機器もさほど余裕はなさそう。「110円以上ならば殆どの業種で採算が取れる一方、100円に差し掛かれば輸送用機器も含め多くの業種の決算に影響が出やすくなる」という調査結果を踏まえれば、政府・与党、日銀に対する政策期待が高まりやすくなる分水嶺はやはり「100円」か。105～106円で推移する現状は「(短観の)想定レートと採算レートの中間」という位置付けであり、ここより下では狼狽売りが出やすい印象。

～カナダドルの不遇続く～

昨日の為替市場ではドル相場が反発する展開となった。トランプ政権による鉄鋼・アルミニウム関税に関し、ライアン米下院議長が反対の立場を表明すると従前の懸念が後退し、一旦はドルが買い戻されている。とはいえ、これでトランプ米大統領が翻意するかは定かではなく、関税という手段が封じられた場合は通貨安を代替手段として行使してくる可能性は否めない。時を同じくして開催されている北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉もその進展は芳しいものではなく、カナダドルは対ドルで軟調な推移が続いている(NAFTAの先行きだけではなく、鉄鋼関税による影響が最も大きいのがカナダと目されている)。トランプ政権の保護主義志向が後退する気配はさほど感じられない。

～企業の考える想定レートについて：水準とボラティリティ～

ところで先週2日には、内閣府から年に1度の「平成29年度企業行動に関するアンケート調査」が公表されている。ここで示される輸出企業の採算レート(ドル/円)は全産業・実数値平均で100.6円となり、前年度調査(100.5円)からほぼ横置きとなっている。前年度調査で示された「1年後の予想円レート」が「114.3円」であり、「調査直前月の円レート」が「113.0円」であったことから、輸出企業の為替

「企業行動に関するアンケート調査」による1年後の予想レート及び採算円レートの推移(単位:円/ドル)

調査年度	1年後の予想円レート(円)	採算円レート(円)	調査直前月の円レート(円)	-	-	-1年前の(つまり予想とのズレ)
12(2000)	114.2	107.0	112.2	7.2	5.2	4.6
13(2001)	132.8	115.3	127.4	17.5	12.1	13.2
14(2002)	124.5	114.9	122.3	9.6	7.4	-10.5
15(2003)	109.3	105.9	107.9	3.4	2.0	-16.6
16(2004)	106.4	102.6	103.8	3.8	1.2	-5.5
17(2005)	113.2	104.5	118.6	8.7	14.1	12.2
18(2006)	115.5	106.6	117.3	8.9	10.7	4.1
19(2007)	111.0	104.7	112.3	6.3	7.6	-3.2
20(2008)	97.0	97.3	90.4	-0.3	-6.9	-20.6
21(2009)	95.9	92.9	89.6	3.0	-3.3	-7.4
22(2010)	88.4	86.3	83.4	2.1	-2.9	-12.5
23(2011)	80.3	82.0	77.9	-1.7	-4.1	-10.5
24(2012)	88.4	83.9	83.6	4.5	-0.3	3.3
25(2013)	105.7	92.2	103.5	13.5	11.3	15.1
26(2014)	119.5	99.0	119.4	20.5	20.4	13.7
27(2015)	120.9	103.2	121.8	17.7	18.6	2.3
28(2016)	113.1	100.5	116.0	12.6	15.5	-4.9
29(2017)	114.3	100.6	113.0	13.7	12.4	-0.1

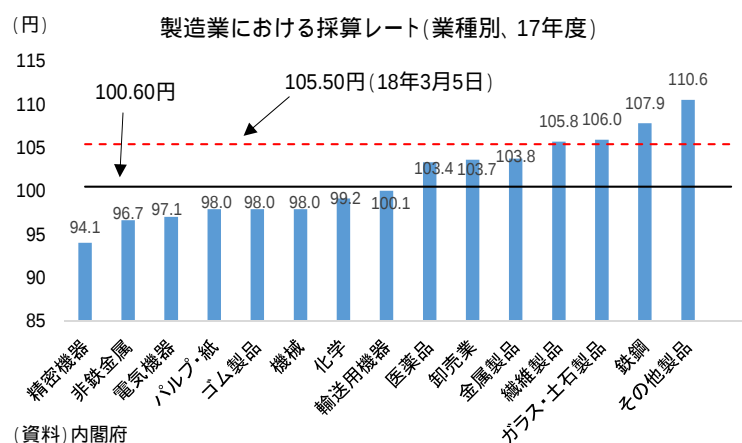
注1)「予想円レート」は階級値平均、「採算円レート」は実数値平均の値である。注2)「採算円レート」は、輸出を行っている企業のみのものである。
注3)「調査直前月のレート」は、平成6(1994)年度及び20(2008)年度を除き、いずれも12月の値である(1994年度及び2008年度は、調査月が2月のため1月の値)。
(資料)内閣府、Bloomberg

予想はほぼ的中したといって良い(とはいえ、本調査における「予想」は基本的には横ばいであることが多い)。予想とのズレは実に▲0.1円であり、これは同調査が1986年度に始まって以来、最小のズレである。過去1年の株高に関しては為替相場との乖離が頻繁に取り上げられてきたが、こうした「安定した為替相場」が企業の事業環境を好転させたという解釈も重要だろう。振り返ってみれば、前回の金融バブルピークで日経平均株価が高値圏で推移していた2006～07年も企業の予想するレートと実勢レートの乖離が非常に小さかった。円相場の水準それ自体が円安か円高かという論点もさることながら、そのボラティリティもやはり重要である。

ちなみに2018年度は史上3番目に小さい値幅の翌年度という位置付けになるが、史上最も値幅が小さかった2006年度、その次に小さかった2015年度共に翌年度(2007年度と2016年度)は企業が予想するレートよりも円高に振れている。やはり静かな相場は続かないということではないか。

～分水嶺はやはり「100円」～

なお、採算レートを業種別にみると、精密機器(94.1円)や非鉄金属(96.7円)、電気機器(97.1円)などの円高耐性が目立つ一方で、繊維製品やガラス・土石製品、鉄鋼など一部業種では既に採算レートを割り込み始めており、為替レートが問題視されやすい水準に差し掛かりつつある現状が推測される。やや意外ではあるが、实体经济への影響が大きく、為替耐性がありそ



うな輸送用機器も100.1円とそれほど余裕はない。「110円以上ならば殆どの業種で採算が取れる一方、100円に差し掛かれば輸送用機器も含め多くの業種の決算に影響が出やすくなる」という調査結果を踏まえれば、政府・与党、日銀に対する政策期待が高まりやすくなる分水嶺はやはり「100円」と考えておくのが良いだろう。なお、過去の本欄¹でも議論したように、その水準まで円高が進むこと自体、購買力平価(PPP)に照らせば不思議なことではない。

ちなみに、日銀短観12月調査では2017年度通年の想定為替レートが「110.20円」であったことを踏まえれば、105～106円で推移する現状は「想定レートと採算レートの中間」という位置付けになる。下げ相場に狼狽してドル売り・円買いを行う向きが出てくるとすれば現水準(105～106円)を割り込んだあたりが1つの目安になってきそうである。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2018 年 2 月 12 日『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～』をご参照下さい。

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
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野?～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタール・ニヤ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版