

みずほマーケット・トピック(2019 年 4 月 1 日)

「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査

2018 年度のドル/円相場の値幅は 10.45 円であり、年初のフラッシュクラッシュの分、2018 年の暦年レンジ(9.99 円)よりも広がったが、それでも過去 10 年間で最小だった 2017 年度(10.17 円)と大差はない。近年、円安・ドル高相場で安定しているのは総じて「FRB が正常化プロセスを進めていたから」に尽きる。今年 1 月に金利、3 月に量という次元で正常化プロセスの停止を宣言した以上、過去 6 年と同じような展開を想定するのは危ういというのが筆者の基本認識。しかし、先週 29 日、内閣府が公表した「2018 年度企業行動に関するアンケート調査」を見る限り、「円高にはならない(させない)」という為替相場に対する妙な安心感が近年醸成されていないか、一末の不安を覚える部分も。同調査によれば「採算レートまでのバッファが 10 円以上ある(10 円円高になっても採算割れない)」という状況が今回を含めて 6 年連続。

～2018 年度は「10.45 円」と再び狭小なレンジに～

新年度を迎えたドル/円相場は 111 円付近からの堅調なスタートを切っている。とはいえ、2018 年度のドル/円相場の値幅は 10.45 円(114.55 円-104.10 円)であり、年初のフラッシュクラッシュの分、2018 年の暦年レンジ(9.99 円)よりも広がったが、それでも過去 10 年間で最小だった 2017 年度(10.17 円)と大差はない。近年、リスクオンムードが強まる時は円売り・ドル売り、リスクオフムードが強まる時は円買い・ドル買いと同じような方向に動く相場が増えており、明らかにドル/円の方角感が失われている。変動為替相場制移行後の値幅に関し、小さい順に並べると上位 5 つのうち 4 つが 2010 年以降に発生している(もう 1 つは 2006 年)。もはや、こうした小さな値幅が常態なのだろうか。筆者は現時点でそこまで大きな話をすべきではないと考える。近年、円安・ドル高相場で安定しているのは総じて「FRB が正常化プロセスを進めていたから」に尽きる。もちろん、市場構造の変化などはあろうが、1 月に金利、3 月に量という次元で正常化プロセスの停止を宣言した以上、過去 6 年と同じような展開を想定するのは危ういというのが筆者の基本認識である。

～為替への耐性は企業規模で差～

限定的な値幅を新常態のように語る向きが出てくる状況下、企業部門においても為替安定を所与とみなしがちになる向きはあるだろう。先週 29 日、内閣府が公表した「2018 年度企業行動に関するアンケート調査」からもその様子は垣間見られた。同調査は年に 1 度、年度末にかけて実施されるものであり、今回は「今後 3 年間(19～21 年度平均)に従業員を増やす」と答えた上場企業が 69.3%、同期間に正社員を増やす見通しの企業も 68.8%と共に過去最高となったことが大々的に報じられている。実際、人手不足は日本経済が抱える喫緊かつ最大の問題であるため、この論点がクローズアップされることに違和感はない。しかし、本欄では毎年、本調査で示される採算レートや予想レートの動きを定点観測しているので、今回もこの点を掘り下げてみたい。

まず、ドル/円相場の採算レートに関し、東京、名古屋の証券取引所第一部および第二部に上場する全企業で 99.8 円(全産業・実数値平均、以下同)と前年度調査(100.6 円)からやや円高に振れている。採算レートが 100 円を割り込むのは 2014 年以来、4 年ぶりである(表)。一方、同じ質問について資本金 1 億円以上 10 億円未満の中堅・中小企業(前出の上場企業は除く)を見ると 107.0 円と前年度調査(106.4 円)から円安に振れている。上場企業とそれ以外の企業で為替に対する耐性が逆に振れていることは目を引く。より景況感に敏感と推測される中堅・中小企業は業況の悪さを体感し始めているのだろうか。ちなみに、回答数で見ると前者(上場企業)が 2669 社に対して 1106 社の回答(41.4%)、後者(中堅・中小企業)が 7675 社に対して 2975 社の回答(38.8%)である。周知の事実だが、数量的には圧倒的に中堅・中小企業の方が多くことは留意しておきたい。いずれにせよ、上場企業については現行水準対比で 10 円以上のバッファがある一方、中堅・中小企業についてはさほど余裕が無いという実情は重要だろう。年初来高値(104.10 円)は既に中堅・中小企業の採算レートを大きく割り込む水準であった。

なお、上場企業について業種別に見ると、注目度の高い輸送用機器が 100.00 円と全産業平均を上回る円安水準にあることが目につく。全産業平均で算出された採算レートが円高に振れたことは確かに「日本経済の円高耐性が増した」ように見えるが、裾野の広い輸送用機器のような産業は個別に注目する必要があるだろう(実際、本邦大手自動車企業の想定為替レートは常に話題となる)。

「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()	採算円レート ()	調査直前月の 円レート()	-	-	-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
30(2018)	111.2	99.8	112.5	11.4	12.7	-1.8

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

～所与となっている「恵まれた為替環境」～

同調査では 1 年後のドル/円相場の予想も尋ねている。上場企業については 111.2 円と前年度調査(114.3 円)から 3.1 円の円高予想となる。調査直前月(2018 年 12 月)の水準が 112.5 円とされているため、1.3 円の円高進行が予想されていることになる。中堅・中小企業については 111.7 円が予想され前年度調査(113.9 円/ドル)から 2.1 円の円高予想となった。調査直前月対比では 0.7 円の円高となる。同調査ではそれほどエッジの効いた(方向感のはっきりした)予想は出てこな

いので、ここから得られる含意は例年あまり大きいものではない(過去 3 年間については「1 年後のドル/円相場の予想よりも円高に振れた」のは事実だが、騒ぐほどの乖離ではない)。前頁表に示されるように、「採算レート」と「調査直前月のレート」、もしくは「採算レート」と「1 年後のレート」を比較した場合、「採算レートまでのバッファが 10 円以上ある(10 円円高になっても採算割れない)」という状況が今回調査を含めて 6 年連続である(色付き部分)。本調査がスタートしてからこのようなことは一度もなく、近年、輸出企業にとって極めて恵まれた為替環境が半ば所与になっていると言える。もちろん、厳密には採算レートと想定レートは異なるので「採算レートより円安でも想定レートよりも円高」という事態はあり得る。だが、本日発表の日銀短観(3 月調査)で示された想定為替レートは 108.87 円であり、採算・想定のどちらのレートからも余裕のある状況が続いている。

～「100 円」に拘泥するとカードを失う～

採算レートが概ね 100 円であることも手伝って、やはり 100 円を割り込んだ時点では経済的にも、政治的にもその深刻度が議論されることになるだろう。100 円という数字の切りの良さから、そこに節目(予想やオーダーなど)を置く市場参加者は多く、ここをタッチした時に円高がそこで止まるということにはなるまい。現実問題として、日銀への期待は増すのだろう。日銀の金融緩和とその結果としての通貨安や物価高を直情的に支持する向きは 6 年前に比べれば減った印象だが、それでも日銀の為替相場(ひいては物価)に対する全能感を信じて疑わない声は存在する(この点、期待に働きかけるといよりも誤解に働きかけることは成功したのではないかと感じる部分がある)。100 円接近と同時に、脊髄反射的に追加緩和を促す状況になるはずだ。

だが、市場参加者の多くが認識している通り、日銀に限らず ECB であってもイングランド銀行であっても、FRB が作り出す為替相場の流れに逆らうことは難しい。「想定レートだから」、「採算レートだから」といった理由で逐一、裁量的なマクロ経済政策を執行していたのでは限りある政策カードを無為に浪費するだけに終わりがねない。往々にして円安基調の局面は米国ひいては世界の経済が良好な局面であり、それもあって株価が高い局面でもある。そうであればこそ、そのような局面では日銀が緩和を手控えて少々の円高を許容しても、海外経済の良好さを背景として輸出数量の伸びがある程度は確保されるという側面もあるだろう。また、海外経済環境が良いのだから多国籍企業の収益も大崩れはせず、株価も底堅いはずだ。そもそも 2013～2018 年までは米国の利上げが連続的に行われていたので円高になったかどうかとも定かではあるまい。日銀が正常化を模索するのであれば、この期間が好機だったはずだが、既に逸してしまった疑いが強い。

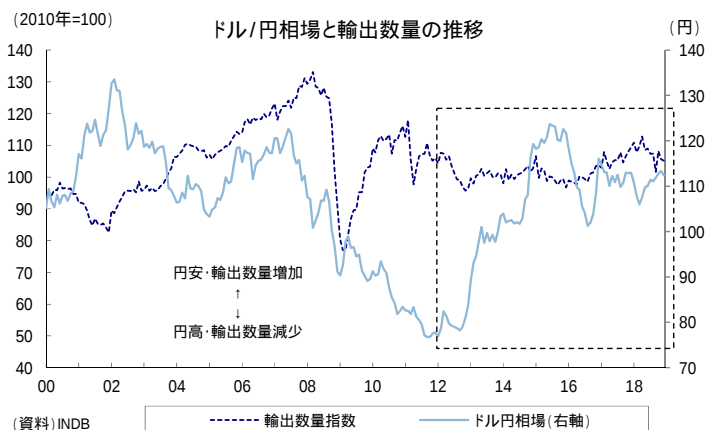
～「円安期には円高期に備えて力を蓄える」～

過去、本邦最大手自動車企業の首脳が円安で高収益となってきた事実について「追い風参考記録」と冷静に評価したことがあった。変動相場制は乱高下が常態であり、近年のような「嵐」状態が異常なのだから、本来はこうした「円安期には円高期に備えて力を蓄える」というスタンスが至適なのだと考えられる。そして事実、企業の円高耐性は近年高まっていると推測される。例えば既に円安が輸出数量を押し上げる効果は限定的となっている(次頁図)。これは金融危機や震災を受けた超円高を経て輸出企業が海外生産移管や現地通貨建てでの価格設定などを進めてきた結果だ

と解説されることが多い。要は経験から学んだ結果、円高への耐性を高めたということに他なるまい。思い返せば円安・ドル高の勢いがピークにあった 2014～2015 年、「過度な円安はコストになり得る」という議論は財界からも聞かれた。例えば 2015 年 1 月 6 日、経済三団体共催の新年祝賀パーティーにおいて榊原経団連会長は「急激な円安の進行が、地域経済や中小企業を中心に影響が顕在化しております」と述べて

いるが、経団連会長が円安への懸念を口にするというのは歴史的にも稀なことだったのではないかな。

懸念すべきことは、FRB の正常化プロセスの傍ら未曾有の金融緩和を併走させてきたことで「円高にはならない(させない)」という為替相場に対する妙な安心感が近年醸成されていないかという点である。「採算レートまでのバッファが 10 円以上ある(10 円円高になっても採算割れない)」という状況が 6 年続いているという調査結果を今後、どのように財政・金融政策運営に落とし込んでいくのかが重要であろう。政策を続けるほどに弛緩したムードが醸成され、マクロ経済全体の非効率率が温存されるような結末だけは避けねばならない。変動相場制の下であまりにも安定した、しかも追い風の状況が続いているだけに、その反動がきた時の怖さをどうしても感じてしまう。



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。

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
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「パブルは崩れてからがパブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜き出した中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベージス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係