

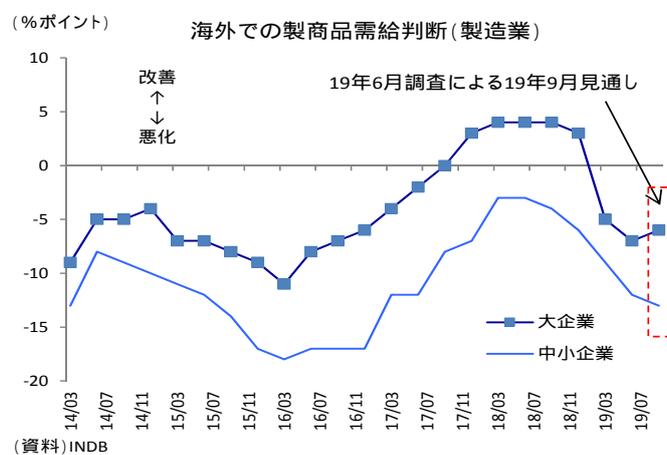
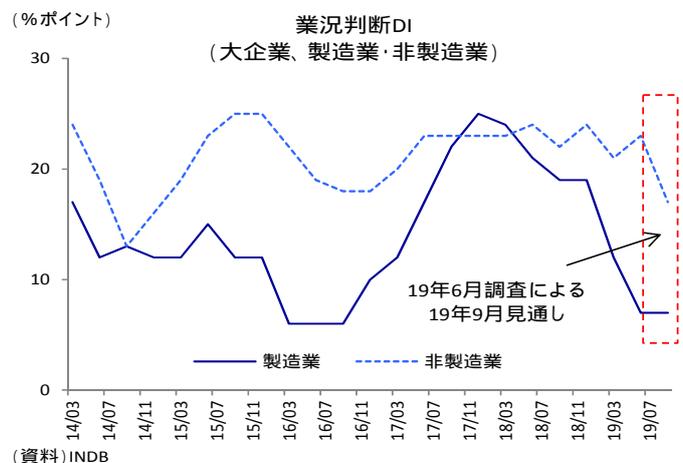
みずほマーケット・トピック(2019年7月2日)

日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～

日銀短観(6月調査)は様々な解釈が可能である。ヘッドラインとなる大企業・製造業の景況感
は2期連続で悪化しており、2016年9月調査以来の低水準を記録しているが、先行きについ
ては下げ止まりが示唆されている。片や、大企業・非製造業は悪化予想を覆す改善を示して
おり、今回はこれを取りざたする向きが多い。だが、10月の消費増税が概ね既定路線とな
る中で駆け込み需要に引きずられたと考えるのが自然ではないか。大企業・非製造業に関
し、3か月後に
関する先行きの景況感を見れば、6と比較的幅を持って悪化が見越されており、ここ
から「底」
を見に行く雰囲気である。総合的に見れば、製造業にとっては海外情勢(米中貿易戦争)、
非製造業にとっては国内情勢(増税不安)が色濃く出ており、「底入れ」の雰囲気はまだ
ない。意外感が強く、先行きへの危うさを抱かせたのは想定為替レート(大企業・製造
業)が前回調査から円安に振れたこと。企業業績については下方修正含みで考える必要
があるかもしれない。

～依然、「底入れ」は確認できず～

大阪 G20 や米中首脳会談を経てドル/円相場は1円ほど水準を切り上げたが、そこから先は攻めあぐねている印象である。昨日の本欄でも議論したように、今やドル/円相場を駆動するのは株価ではなく金利である。FRBの利下げが市場取引の大前提として据え置かれている以上、ドル買いも限定的であろう。ところで、昨日は日銀が6月の全国企業短期経済観測調査(短観)を発表している。ヘッドラインとなる大企業・製造業の景況感には▲7と前回3月調査から5ポイント悪化し、2016年9月調査以来の低水準を記録している(悪化は2期連続)。輸出の好不調に振らされやすい製造業だけに、米中貿易摩擦の影響がその心理に色濃く出たということだろう。なお、日本の製造業はIT関連や半導体といった業種の影響を受けやすいため、中国の通信機器最大手企業の問題が景況感を下押しした面もあろう。業種別に見ると、加工業種、とりわけ生産用機械が前

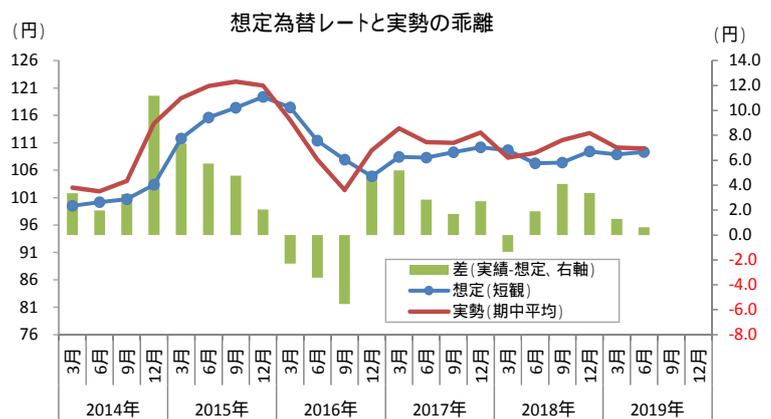


期比▲14ポイントと大幅に悪化したことが響いている。後述するように海外需要の減退を捉えた動きと見受けられる。片や、大企業・非製造業が+23と悪化予想を覆す改善を示している。人手不足を背景とする雇用・賃金のひっ迫が内需動向をけん引したことなどが考えられるが、10月の消費増税が概ね既定路線となる中で駆け込み需要に引きずられたと考えるのが自然だろう。3か月後に関する先行きの景況感を見れば、製造業が+7で横ばいであるのに対し非製造業が前期比▲6ポイントの+17と比較的幅を持って悪化が見越されていることも、そのような見立てに説得力を与える。

総合的に見れば、製造業にとっては海外情勢(米中貿易戦争)、非製造業にとっては国内情勢(増税不安)が色濃く出たということではないだろうか。前頁図(下)で示すように、海外での製品需給判断は大企業こそ先行き持ち直しが見込まれているものの、中小企業は一段と悪化が見込まれている。恐らくこの動静は米中貿易戦争の行方次第といったところなのだろう。製造業も非製造業も「底入れ」を確認するような動きには未だなっておらず、短観の内容は「芳しくなかった」との受け止めで差し支えあるまい。

～楽観的な為替見通しと企業業績～

意外感が強く、先行きへの危うさを抱かせたのは想定為替レート(大企業・製造業)が前回調査から円安に振れたことだ。 想定為替レートは2019年度(通年)に関し、前回3月調査の108.87円から109.35円へ、50銭ほど円安方向へ修正されている。過去2か月の市場動向を踏まえれば、こうした修正は意外としか言いようがない。ドル/円相場の水準で振り返れば、3月末時点が110円近辺、6月末時点が



(資料)日本銀行、Bloomberg、大企業・製造業を対象。

108円近辺にあり、着実に円高・ドル安が進んできた。より本質的には3月はFRBの年内の政策運営に関し、「利上げはなし」との思惑がようやく台頭し始めた頃だった。しかし、周知の通り、6月には「利下げは不可避」へと見通しが大きく進んだ。米10年金利で言えば、2.60%から2.00%へ約60bpsも金利が低下している。製造業における円安見通しの強まりの背景に何があったのかは知る由もない。「リスクオフ時にも円は大して買われない」という挙動が最近1~2年続いているため、ドル/円相場の底堅さを信じて疑わない向きが増えたということなのだろうか。正確な実情は分かり得ないが、仮に筆者の為替相場見通し(円高・ドル安)が正しいのだとすれば、大企業・製造業の企業業績を下方修正含みで考えなければならないことになる。

以上に見るように、製造業、非製造業ともに不安含みの状況を今回の短観は映し出していると考えられる。だが同時に、景気後退が視認されるような状況では通常、製造業と非製造業の景況感が揃って沈むことが殆どであるため、現状そして当面はそのような事態にまでは至らない可能性が高そうである。少なくとも「リーマンショック級の危機」からは程遠いといって良さそうであり、今回の短観が増税判断のキーとなると言われていたことを踏まえれば、やはり増税は—その判断の正否は別に

して一既定路線ということを確認する指標にもなったと考えられる。また、今月の日銀金融政策決定会合においてもマイナス金利深掘りを含む金利操作といった「大きな一手」の必要性はなさそうであり、せいぜいフォワードガイダンスの延伸程度で時間稼ぎを図ることになるだろう。

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7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～'98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・資金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指針の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄水のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
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
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～改め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(プレジデント交渉、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	プレジデント、「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	プレジデント交渉を巡る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～