

みずほマーケット・トピック(2020年4月3日)

週末版

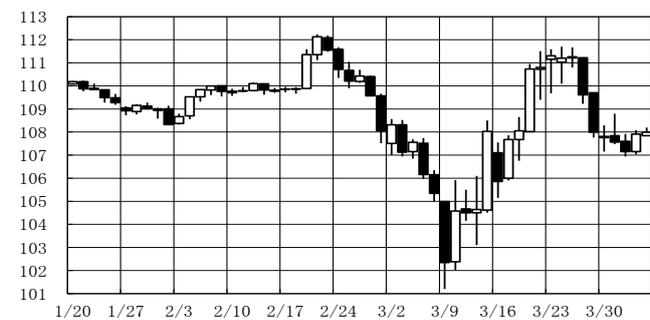
内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
 3. 本日のトピック:「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～

1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)
- 今週のドル/円相場は週半ばに安値をつける展開。週初 30 日に 107 円台半ばでオープンしたドル/円は、日米株価の下落や米長期金利の低下を受けて、107 円台前半まで下落した。その後はドルの買い戻しと、ユーロ/ドルの下落から、108 円台前半まで値を上げた。31 日は、仲値にかけてドル買いが進み 108 円台後半まで上昇した後、本邦勢の年度末の国外資産売却の影響で 108 円付近まで反落した。その後、FRB が海外中銀に暫定的なレポファシリティを設定するとの発表を受け、一時 107 円台半ばまで急落した。1 日は、日経平均株価が 1,000 円超の下げ幅を記録するとドル/円も 107 円台前半まで下落し、米 3 月 ISM 製造業景気指数の結果が予想を上回るも積極的なドル買いに繋がらず、一時週安値の 106.93 円まで下落した。2 日は、日経平均株価が伸び悩み、上値の重い推移の中、米新規失業保険申請件数が過去最多を更新すると一時 107 円付近まで下落。その後、サウジアラビアが原油協調減産に向け OPEC プラス緊急会合を呼びかけたとの報道に、原油先物と米国株価が上昇し、一時 108 円台を回復した。本日も 108 円付近での推移が続いている。
 - 今週のユーロ/ドル相場はユーロ安の展開。週初 30 日に 1.10 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、ドイツが新型コロナウイルス対策支援で企業に対して配当停止を要請したとの報道を受け軟調に推移し、1.10 付近まで下落した。31 日は、月末のリバランスによってドル買いが強まるとの見方に、1.09 台前半まで続落したが、その後 FRB の発表を受けドル売りが強まり、1.10 台前半まで回復した。1 日は、新型コロナウイルスがスペインで感染拡大したことで、ECB 政策理事会メンバーのストゥルナラス・ギリシャ中銀総裁が欧州債務危機再発のリスクを示唆するとユーロ/ドルは 1.09 台前半まで下落した。その後も欧州株の軟調推移やドイツの全国的なロックダウン延長の報道を受け上値重く推移した。2 日は、ドイツ政府が今年の GDP 成長率が 5%以上の縮小を見込むとの報道にユーロ/ドルは下落しドル買い優勢が続く中、一時週安値の 1.0821 まで下落した。本日は 1.08 台半ばでの推移が続いている。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		3/27(Fri)	3/30(Mon)	3/31(Tue)	4/1(Wed)	4/2(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.15	107.47	108.10	107.52	107.28
	High	109.78	108.29	108.80	107.94	108.09
	Low	107.75	107.14	107.47	106.93	107.02
	NY 17:00	107.99	107.81	107.56	107.16	107.91
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1047	1.1136	1.1030	1.1025	1.0952
	High	1.1148	1.1144	1.1056	1.1039	1.0970
	Low	1.0954	1.1010	1.0927	1.0903	1.0821
	NY 17:00	1.1138	1.1041	1.1038	1.0962	1.0856
ユーロ/円	東京9:00	120.51	119.69	119.21	118.51	117.46
	High	121.00	119.92	119.70	118.87	117.70
	Low	118.83	118.82	118.24	116.96	116.36
	NY 17:00	120.31	119.09	118.65	117.56	117.14
日経平均株価	19,389.43	19,084.97	18,917.01	18,065.41	17,818.72	
TOPIX	1,459.49	1,435.54	1,403.04	1,351.08	1,329.87	
NYダウ工業株30種平均	21,636.78	22,327.48	21,917.16	20,943.51	21,413.44	
NASDAQ	7,502.38	7,774.15	7,700.10	7,360.58	7,487.31	
日本10年債	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	-0.01%	
米国10年債	0.67%	0.72%	0.67%	0.60%	0.61%	
原油価格(WTI)	21.51	20.09	20.48	20.31	25.32	
金(NY)	1,625.00	1,643.20	1,596.60	1,591.40	1,637.70	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、今晚 3 日(金)に 3 月雇用統計が発表される。前回 2 月の非農業部門雇用者数は前月比 +27.3 万人と事前予想(同+17.5 万人)を大幅に上回った。また、民間部門雇用者数は同+22.8 万人とこちらも市場予想(同+16.0 万人)を上回った。内訳を見ると、先月に続き建設業の雇用者数の増加が目立ったほか、先月減少していた製造業の雇用者数が回復した。また、失業率に関しては、3.5%と前月から僅かに改善した。一方で、平均時給の伸びは前年比+3.0%で前月から僅かに減速した。なお、ブルームバーグの予想では、米国の新規失業保険申請件数が直近 2 週間で急速に伸びているほか、今回発表の数字から新型コロナウイルスの影響が色濃くなることを見込み、3 月の非農業部門雇用者変化について同▲10.0 万人の減少を見込んでいる。また、3 月平均時給は前年比+3.0%で横ばいの推移を見込み、失業率については 3.8%と 2 月から 0.3%ポイント程度の悪化を見込んでいる。
- また、中銀関係では 8 日(水)に 3 月 FOMC 議事要旨の公表を控える。先月 FOMC は臨時のものを含め 3 度開催された。それぞれの要点を振り返ると、3 日の臨時会合では、前回 1 月会合から新型コロナウイルスの影響で景気の先行きの不透明性が急速に高まったことを背景に、政策金利が▲50bps 引き下げられた。会合後、パウエル FRB 議長はこの時点では利下げに関する議論のみで、他の金融緩和についての議論はなかったと会見で表明した。15 日の会合では、さらに政策金利が▲100bps 引き下げられたほか、市場の動揺が続いた中で、国債と住宅ローン担保証券(MBS)の購入拡大を決定した。また、23 日の臨時会合では、米国債と MBS の買入れを無制限とされ、また、2009 年以來となる資産担保証券(ABS)を買い入れる新たな緊急措置も取られることとなった。今回の議事要旨では、一連の金融緩和決定プロセスのほかマイナス金利導入検討を含めた FRB の「次の一手」にかかる議論の有無にも注目が集まる。
- 本邦では、8 日(水)に 2 月経常収支が発表される。前回 1 月の結果は、+6,123 億円の経常黒字で前月(+5,240 億円)から黒字幅が拡大した。内訳を見ると、配当や利子に関する取引を示す第一次所得収支が+1 兆 8,476 億円と前月(+4,001 億円)から大幅に改善し、経常収支の黒字幅拡大に大きく貢献した。一方、貿易収支が▲9,851 億円の赤字となり、前月(+1,207 億円)から大幅に悪化した。観光や物流の取引を示すサービス収支も▲1,627 億円の赤字となり、3 か月ぶりにマイナスを記録した。また、無償資金援助などが含まれる第二次所得収支は▲875 億円となり、前月(▲213 億円)からマイナス幅が拡大した。

	本 邦	海 外
4 月 3 日(金)	・3 月サービス業 PMI (確報)	・米 3 月雇用統計 ・米 3 月 ISM 非製造業景気指数 ・ユーロ圏 3 月サービス業 PMI (確報)
6 日(月)	—————	・ユーロ圏 4 月センチックス投資家信頼感
7 日(火)	・30 年国債入札 ・2 月景気動向指数(速報)	・独 2 月鉱工業生産
8 日(水)	・2 月経常収支 ・2 月コア機械受注	・米 3 月 FOMC 議事録 ・米 10 年国債入札
9 日(木)	・3 月工作機械受注(速報) ・3 月東京オフィス空室率	・米 4 月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・独 2 月経常収支/貿易収支
10 日(金)	・3 月銀行貸出動向 ・3 月国内企業物価指数	・米国/欧州休場

【当面の主要行事日程(2020 年 4 月～)】

- 米 FOMC (4 月 27～28 日、6 月 9～10 日、7 月 28～29 日)
- ECB 政策理事会 (4 月 30 日、6 月 4 日、7 月 16 日)
- 日銀金融政策決定会合 (4 月 27～28 日、6 月 15～16 日、7 月 14～15 日)
- G20 財務相・中央銀行総裁会合(4 月 16～17 日、7 月 18～19 日)

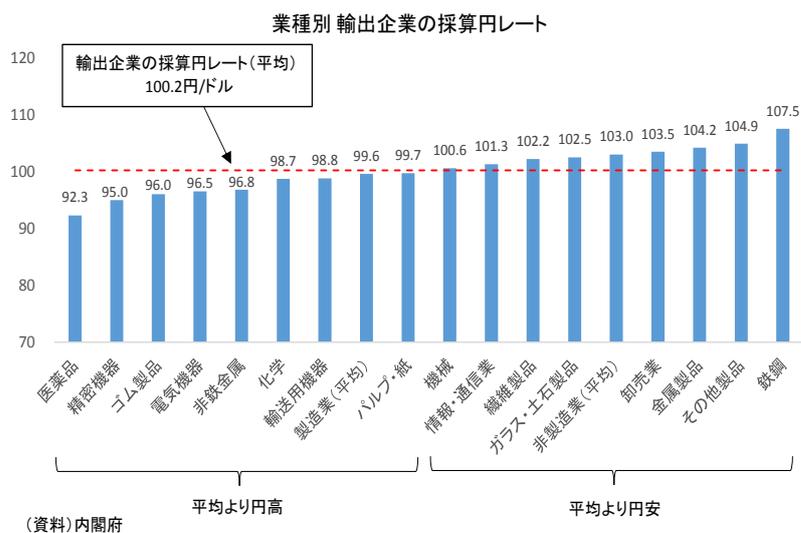
3. 「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～ 米失業率は 10%になる公算

昨日は米新規失業保険新生件数が 665 万人と衝撃的な数字になったことが耳目を集めた。先週 (331 万人) と合わせて過去 2 週間で 1000 万人である。2 月の労働力人口、就業者数、失業者数を踏まえれば失業率は 3.5%から 10%弱まで跳ね上がった可能性がある。しかし、実体経済の壊滅的な打撃をもちや金融市場は自明の前提として見ているのか、殆ど動揺は見られなかった。むしろ昨日はトランプ米大統領がサウジアラビアとロシアが近く減産合意すると述べたことが原油価格の押し上げに繋がり、リスク許容度の改善が株価引き上げにも寄与する展開が見られている。とはいえ、実体経済の足腰と言っても良い雇用・賃金情勢が壊滅的な打撃を受けている以上、今後の企業部門が稼ぎ出す収益も悲惨なものになるだろう。株価の騰勢が持続するという考え方は危ういだろう。なお、今晚発表される米 3 月雇用統計は下旬の実情が織り込まれておらず、本当に不味い結果が出てくるのは 4 月分との評価が多い。

本邦輸出企業の採算レートについて

先週 26 日には内閣府から「令和元年度 (2019 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。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、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。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 100.2 円 (全産業・実数値平均、以下同、図) と前年度調査 (99.8 円) からやや円安に振れている。昨年は採算レートが 4 年ぶりに 100 円を割り込んだが、再び 100 円台に戻ってきた。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 106.20 円と前年度調査 (106.90 円) からこちらも円高に振れている。上場企業も非



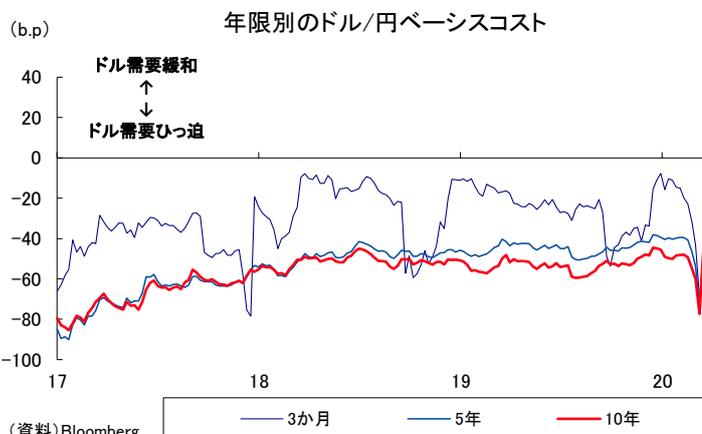
上場企業も極めて若干ではあるが、円高への耐性が後退した格好である。ちなみに、回答数で見ると前者 (上場企業) が 2697 社に対して 1131 社の回答 (41.9%)、後者 (中堅・中小企業) が 7835 社に対して 2975 社の回答 (39.1%) である。周知の事実だが、数量的には圧倒的に中堅・中小企業の方が多い。

上場企業については現行水準 (107 円) 対比で 7 円程度のバッファがある一方、中堅・中小企業については殆ど余裕が無いという実情は認識しておきたい。年初来安値 (101.18 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り、大企業にとってもすれすれであった。また、上場企業について業種別に見ると、例えば注目度の高い輸送用機器を始め、電気機器や精密機器などは軒並み 100 円を割り込んでおり、95 円程度までの円高・ドル安でもない限り、「採算割れ」というイメージにはならない。もっとも「採算割れ」とならなくても、現在の想定為替レート対比で円高になれば企業収益の悪化要因と

なることには注意が必要である。

採算レートからは余裕があるが、想定レートに対する糊代は小さい

同調査では1年後のドル/円相場の手前も尋ねている。上場企業については108.30円と前年度調査(111.20円)から2.9円の円高予想となる。調査直前月(2019年12月)の水準が108.70円であるから、「ほぼ動かないだろう」というのが大企業の相場観と見受けられる。本稿執筆時点の水準(108円付近)はこうした予想(108.30円)とほぼ一致するものの、周知の通り、これは結果論である。コロナショックの最中、



ドル/円相場は101円付近まで急落した後、「非常時のドル買い」もあって幸い一時112円という円安水準まで戻ってきた。しかし、中銀の旺盛なドル資金供給が奏功する中でベースコストの急騰は完全に解消しており(図)、そうした「非常時のドル買い」が後退に伴ってドル/円相場は現水準に戻ってきているという経緯がある。真っ当に考えればパニックの中でつけた101円台に戻るとは言わないまでも、FRBのゼロ金利回帰と整合的な水準までドル/円相場が下がってくる可能性は低いとは言えない。

下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、近年では「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)」という状況が普通であった(表の色付き部分)。これはすなわち、輸出企業にとって

「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①	採算円レート②	調査直前月の円レート③	①-②	③-②	③-1年前の① (※つまり予想とのズレ、マイナスの場合、想定より円高)
12(2000)	114.2	107.0	114.4	7.2	7.4	6.8
13(2001)	132.8	115.3	131.6	17.5	16.3	17.4
14(2002)	124.5	114.9	118.8	9.6	3.9	-14.0
15(2003)	109.3	105.9	107.3	3.4	1.4	-17.2
16(2004)	106.4	102.6	102.6	3.8	0.0	-6.7
17(2005)	113.2	104.5	117.7	8.7	13.2	11.3
18(2006)	115.5	106.6	119.1	8.9	12.5	5.9
19(2007)	111.0	104.7	111.8	6.3	7.1	-3.8
20(2008)	97.0	97.3	90.7	-0.3	-6.6	-20.3
21(2009)	95.9	92.9	93.0	3.0	0.1	-4.0
22(2010)	88.4	86.3	81.2	2.1	-5.1	-14.8
23(2011)	80.3	82.0	76.9	-1.7	-5.1	-11.5
24(2012)	88.4	83.9	86.7	4.5	2.8	6.4
25(2013)	105.7	92.2	105.3	13.5	13.1	16.9
26(2014)	119.5	99.0	119.7	20.5	20.7	14.0
27(2015)	120.9	103.2	120.3	17.7	17.1	0.8
28(2016)	113.1	100.5	117.1	12.6	16.6	-3.8
29(2017)	114.3	100.6	112.7	13.7	12.1	-0.4
30(2018)	111.2	99.8	109.6	11.4	9.8	-4.7
30(2019)	108.3	100.2	108.7	8.1	8.5	-2.5

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

極めて恵まれた為替環境が半ば所与になってきたということでもある。

もちろん、繰り返しになるが、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。この点、一昨日発表の日銀短観（3月調査）で示された想定為替レートは107.98円であり、採算レートからはまだ余裕が見られるものの、本稿執筆時点の水準は殆ど想定為替レートと等しい。その意味で、企業収益に対する影響という意味ではドル/円相場の現水準はぎりぎりという考え方もできるだろう。まだ狼狽するほどの為替状況とは言えないものの、数年ぶりに「予想外の円高」への警戒心を呼び起しそうな状況は見て取れる。

市場営業部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2次ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュースタート～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に張り戻した円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経済」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュースタート、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の腐」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏面にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～