

日銀、短観想定為替レート「目配り」焦点

1ドル 145 円前後、想定比や前年比ドル安時の利上げ僅か

2024/10/4 (金)

日銀は追加利上げが注目されているが、目先は最新 9 月短観での企業想定為替レートへの目配りが焦点になる。想定ドル/円は 145 円前後となったが、今年度の企業収益は 7 月までの大幅ドル高で為替差益の貯金があるほか、10 月以降の実勢ドル/円は 142-144 円前後と想定に近く、過度なドル高・円安の修正によるプラス面もある。それでも想定を大きく下回る実勢ドル安・円高は、企業収益の悪化や賃上げ抑制、デフレ圧力の再燃等となるもので、過去には想定比や前年比でのドル安時における利上げ例は僅かとなっている。

日銀利上げ、ドル安一服やドル高基調の局面

「東京商工リサーチの調査では、主要上場メーカー 109 社が今期想定している為替レートは 1 ドル＝143.5 円。これ以上の円高（ドル安）になると業績の見込みを引き下げざるを得なくなり、賃上げや価格転嫁が進みにくくなる」、「超円安時に原価が高騰したが、中小企業は価格転嫁が十分に進んでおらず、円高に転じれば大手企業との価格交渉がさらに難しくなる」――。

東京新聞では 9 月 20 日、7 月以降の日銀利上げと為替円高に関連して、このような企業動向調査を紹介している。

最近では日銀が 10 月 1 日、9 月 19-20 日に開催した政策会合での主な意見を公表した。その中では参加委員から、「米国経済や FRB の利下げペースに関する不確実性が増しており、為替や企業業績に負の影響を及ぼす可能性に注意が必要」、「海外経済の不確実性が高まっただけに、当面は海外経済と市場動向を見守り、金融緩和の一段の調整（追加利上げ等）は不確実性が低下した段階で行うことが妥当」といった意見が見られている。

為替相場への影響でいえば、日銀によるドル安・円高リスクへの注視姿勢の高まりを示すものだ。一段の円高につながる今後の追加利上げについては、時期や頻度、合計利上げ幅などが慎重化される可能性も示唆されている。

その中で日銀の政策判断に影響を及ぼす日銀短観では、最新 9 月調査で企業による想定為替レート（ドル/円）が、全規模・全産業で 145.15 円、大企業・製造業で 144.99 円となった。ドルの売り手である輸出企業にとっては収益確保に向けたドル売り手当ての水準メドとなり、当座は同レベルの前後にかけて一定のドル戻り売り圧力が意識されやすい。

一方、これから想定レート 145 円前後から大きく下振れ乖離する実勢ドル安と円高が進む場合、東京

商工リサーチ調査のように企業収益の悪化と賃上げ還元の制約、価格転嫁の障害などのマイナス影響が大きくなっていく。国内景気の悪化やデフレ再燃の要因にもなり、日銀による「物価 2%安定化」目標に支障を来すことになる。

その点で目先は 145 円を大きく下回るドル安・円高が進展した場合、日銀による 12 月や 1 月の利上げについて「遅延メッセージ」などがドル安・円高に歯止めを掛ける余地がある。もしくは現状段階から中東リスクの高まりなどもあって、日銀による「追加利上げ様子見メッセージ強化」などの円高目配りが見られ、想定レート 145 円前後での円高抑制や、想定比での一定のドル高・円安余地につながる可能性も無視できない。

そもそも日本では 1980 年代以降の長期実績として、想定比ドル安や前年比ドル安の円高局面で日銀が緩和修正や利上げに動いた例はごく僅かとなっている。日銀の利上げは円高・ドル安リスクを伴うため、付随した景気と企業収益の悪化、デフレ・賃下げ・物価下落への配慮などもあり、利上げはドル安一服やドル高基調の局面で実施されている。

想定比ドル安、-3 円から-5 円前後が平時下限

その点で当座の 10-12 月については、直近の短観想定 145 円前後や、実勢ドル/円の前年同期のドル安値 140 円前後と比べ、大幅なドル下振れとなれば、日銀の 12 月や 1 月の利上げ観測が後退。ドル安の歯止めやドル反発につながる余地を秘めている。同時に日銀の政策対応とメッセージとしては、物価安定化と金融政策の正常化前進、企業収益と賃上げの支援などに向けて、145 円以下や 140 円以下の大幅ドル安を抑制させるような「政策的な目配り強化」が注視されそうだ。

ちなみに過去実績として四半期ごとに調査される短観「大企業・製造業の想定ドル/円レート」に対し、翌四半期の実勢ドル/円でドル安が進む場合、期中のドル安値は想定比「-3 円幅から-5 円幅の下振れ乖離」が平時のドル下限メドになっている。

最近の平時における想定比ドル安進展の例としては、今年 7-9 月期に実勢ドル安値が前期の短観想定レート（6 月調査）に対し、-3.3 円のドル下落幅となっていた。

同じような想定比ドル安では、2023 年 1-3 月が -2.8 円、2020 年 10-12 月が -4.3 円、コロナ前の 2019 年 7-9 月が -4.9 円、2018 年 1-3 月が -5.6 円、日本での震災打撃が緩和されてきた 2011 年 10-12 月が -5.8 円などとなっている。

現在の場合、最新9月短観で想定は144.99円となっていた。当座の10-12月については、-3円幅で142円前後、-5円幅で140円前後などが当座のドル下値メドとして焦点になる。最近の想定比ドル安の最大は、コロナ・ショック最悪期である2020年1-3月の-6.6円となっていた。同程度の-6.6円を想定すると、138.40円前後がドルの下限メドになってくる。

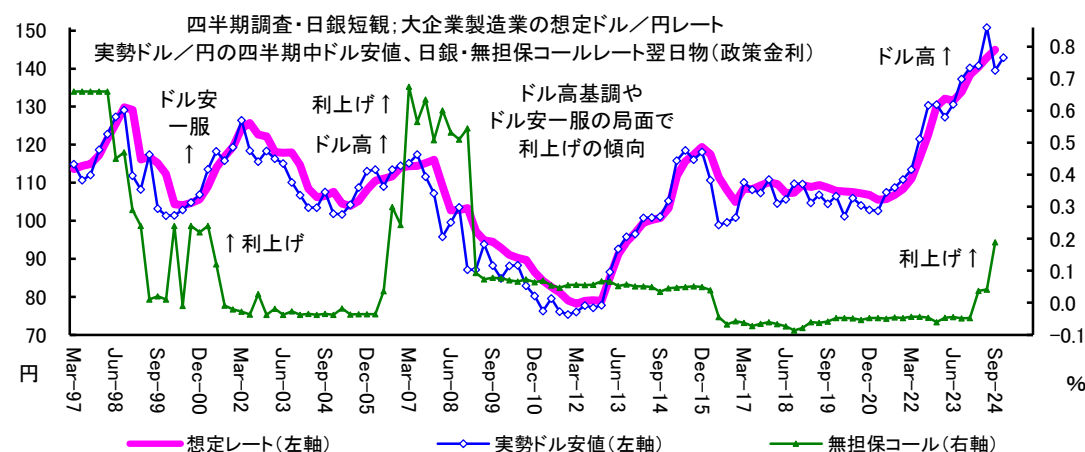
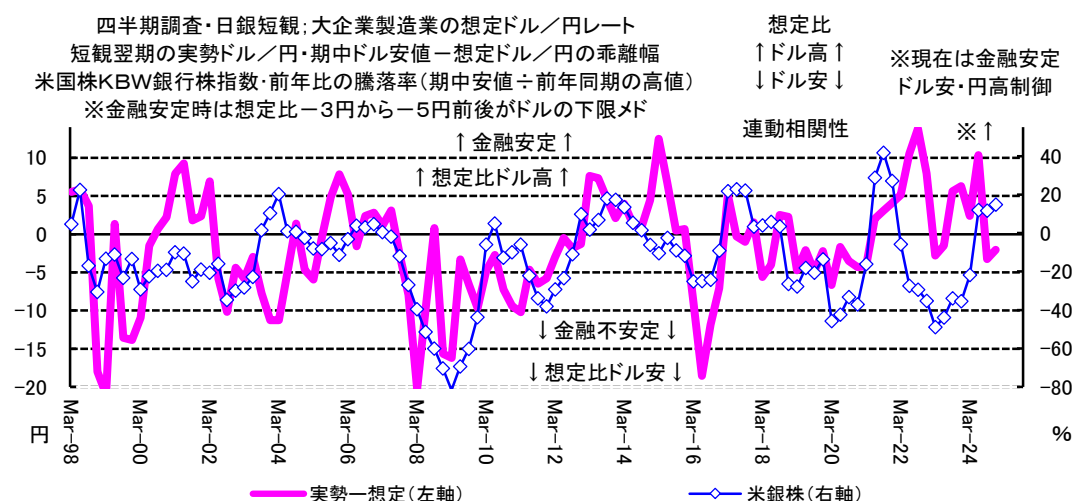
現状の米国では金融が安定化しており、まさに「平時」の状態にある。米FRBの利下げ開始と景気軟着陸の期待、利下げ入りによる短期金利の低下と長期金利の相対上振れを受けた利ざや改善（長短金利差での長期金利下振れ=逆イールドの解消）などが金融環境を下支えしている。

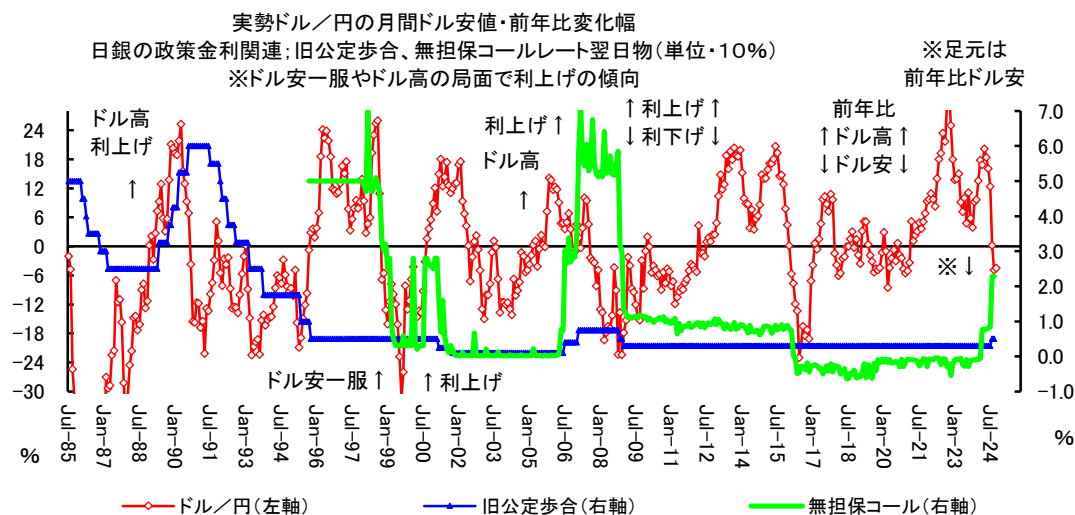
米国の代表的な銀行株指数・KBW銀行株指数は、四半期の前年比騰落率が4-6月に+12.1%、7-9月は+11.6%と底堅さを保った状態だ（四半期中の

安値÷前年同期の高値ベース）。約3年ぶりのプラス幅となっており、過去実績に沿えばリスク回避や米国の金融・経済不安などによるドル安・円高の度合いは抑制されやすい。

過去、想定比ドル安や前年比ドル安時に日銀の利上げが限られている背景としては、ドル安・円高リスクへの目配りがある。日本では1985年のプラザ合意による円高・ドル安の加速以降、円高が企業収益の悪化や賃上げ抑制（人員や賃金の削減）、景気悪化、物価下落とデフレ圧力、インフレ期待と成長期待の低下（デフレ不安や将来不安の高まり）、消費低迷と企業による価格転嫁の値上げ難航などにつながってきた。

こうした負の連鎖もあり、日本で利上げ環境が整ってきた段階でも、日銀による「政策的な円高抑止配慮」が見られている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。