

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融為替市場の動き / 体質改善が遅れる中小企業

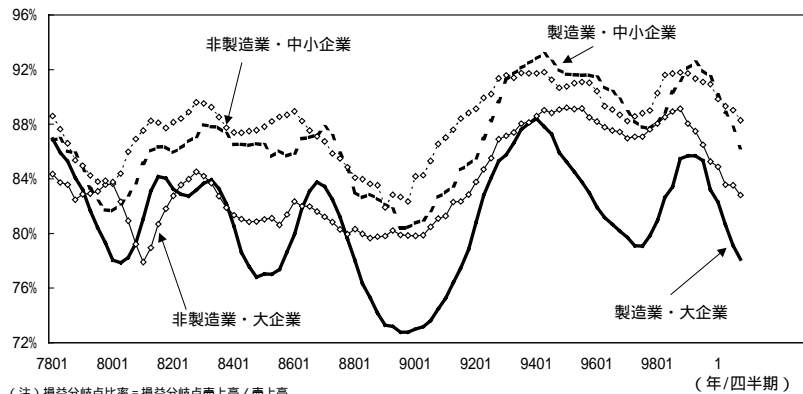
< 金融為替市場の動き >

1. 短期市場では札割れが続出している。夏場にかけていっそうの緩和策実施が濃厚なだけに当座預金残高の引き上げと同時に買切オペ増額の可能性が高まっている。
2. 120 円/ドルを超える円高については、現時点では経済ファンダメンルズを反映したものと判断されず、景気後退による先行き懸念の高まりや量的金融緩和策を背景に依然円安圧力が優勢となる展開を予想する。

< 今週の焦点：体質改善が遅れる中小企業 >

1. 国内景気低迷、輸出の減少など企業を取り巻く環境は大幅に悪化している。特に体質改善が遅れている中小企業では倒産増が懸念される。
2. さらに短観等で企業の資金繰り判断の悪化が見られ、中小企業金融安定化特別保証制度の終了と合わせて注視が必要である。

損益分岐点比率の状況
(後方4四半期移動平均)



(注) 損益分岐点比率 = 損益分岐点売上高 / 売上高
損益分岐点売上高 = 固定費 / (1 - 変動費率)

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

研究員(金融担当) 矢嶋 康次(やじま やすひで) (03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

研究員(為替担当) 岡田 章昌(おかだ あきまさ) (03)3597-8536 aokada@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

短期市場：札割れ続出で中長期国債買切オペ増額の可能性が高まる

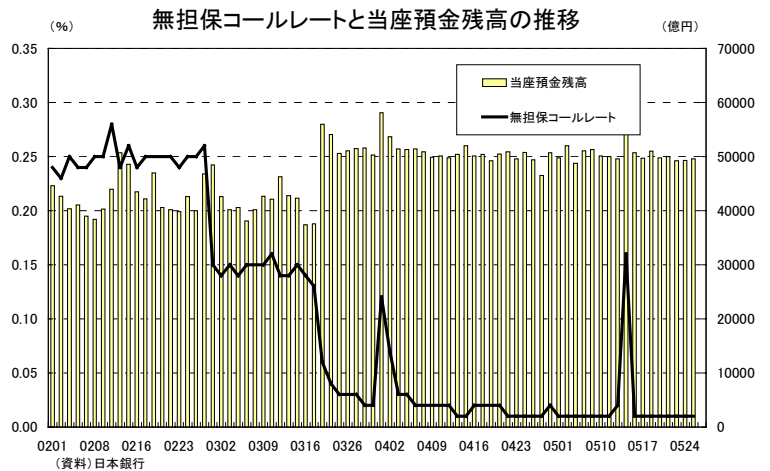
短期市場では日銀が金融調節のためのオペレーションをオファーしたときに、金融機関から申し込まれた金額が、入札予定額に達しない「札割れ」が5月2日以降、頻発している。日銀もこの事態に短期国債買切オペを多用するなど対応し、また18日には、手形買入オペの手形期間の延長、対象先の拡大、オペ入札レートの刻み幅の細分化、国債買入オペの対象国債の追加などを盛り込んだ「金融市場調節の円滑化に向けた措置」を発表した。

日銀は3月19日の量的金融緩和策決定の際、長期国債の買入は、「日銀当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には増額する」としているが、これは回避をねらっているものだ。

札割れは頻繁に発生しているものの、今のところ当座預金残高は5兆円を維持しており買切オペ増額に即座に踏み込む可能性は低い。

しかし景気は後退局面入りしており、今後さらにその色合いは強くなる。政府・日銀の相次ぐ景気判断の下方修正も今後も続く公算が高い。小泉政権が一段の財政刺激を否定しているため、景気刺激策として金融政策への期待が高まる傾向にあり、夏場にかけて日銀に対して追加的な緩和策を求める圧力が高まる可能性が高い。

当座預金残高の増加とあわせて中長期国債買切オペの増加が実施される可能性が高いと考える。



長期市場：時間軸効果が徐々に長期ゾーンに浸透

小泉政権発足以来、債券市場では財政構造改革断行への期待が急激に高まり、さらに「金余り現象」「時間軸効果」「長期国債買切オペ増額期待」といった要因も重なり、国債10年物金利は、小泉政権発足前には

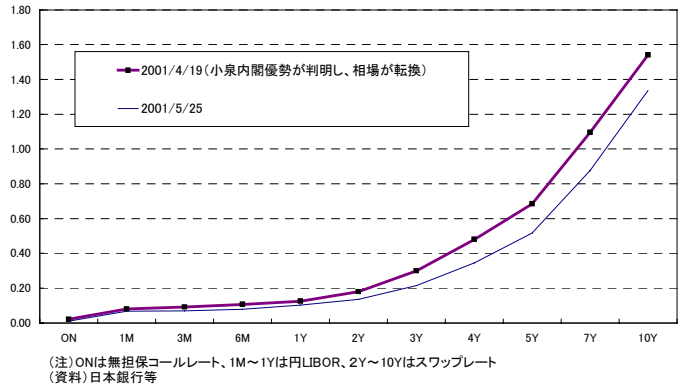


1.5%を目指して上昇気味だったが一気に低下し5月初めには1.2%となった。

その後、過度な財政支出抑制への思惑がなくなり、市場は新たな材料を探して膠着状態となっている。

今後は小泉政権が財政構造改革を断行できるのかどうかを見極めることとなるだろうが、9月からの時価会計適用で価格変動が激しい長期の債券ほど嫌われやすいが、投資家の金余り、一層の緩和策、が債券買い材料とされ金利低下の可能性が高い。

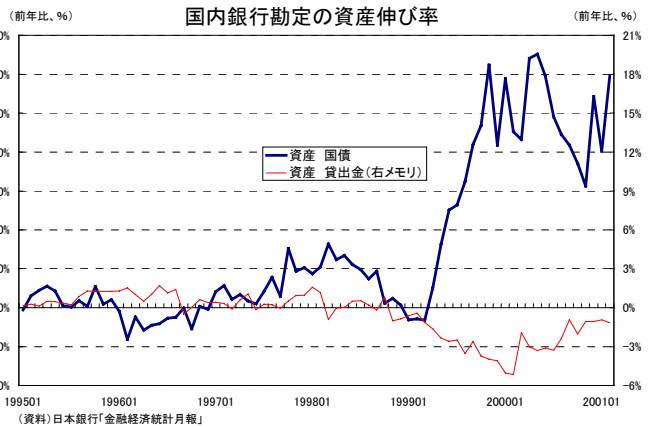
量的緩和実施前よりゼロ金利政策を織り込むイールド



民間金融部門の国債熱狂

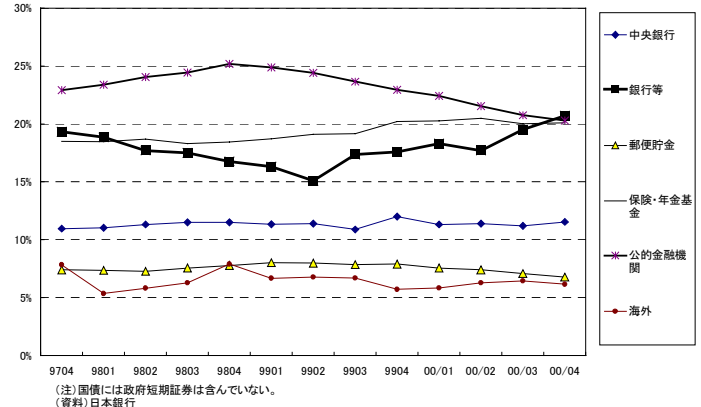
金融機関の2001年度決算の発表が始まっているが、銀行の運用で民間貸出が伸び悩む一方で国債投資を増やしている姿が浮き彫りとなっている。

国内銀行勘定における貸出金と国債の伸び率(前年比)を見ると、貸出金はバブル崩壊後一貫して伸び率が低下し98年頃以降はマイナスに陥っている。一方、国債は景況感が改善し金利引き上げ観測が台頭した96年に一度マイナスとなっているがそれ以降はプラスが続き、99年初め以降は2桁の伸び率が続いている。



資金循環勘定における国債(政府短期証券除き)の保有構成を示したものが右図である。これによるとここ2年程度(98年12月末と2000年12月末の比較)の間に銀行等の保有が金額にして約28兆円、構成比で約4%上昇している。足元でも国債選好の流れは続いており、日銀が中長期国債の買切オベ増額を行なったとしても、現時点ではポートフォリオ効果は限定的で民間への貸出が増加することは期待できない。

資金循環における国債の保有割合



< 為替市場の動き >

足もとの為替レートの動き

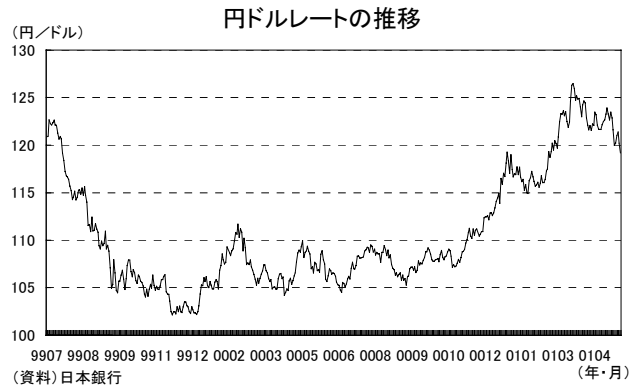
(1) 円ドルレート

円ドルレートは、5月に入って120円/ドル前半で推移していたが、下旬にはユーロの対円での大幅下落を背景に120円/ドルを超える円高が進行する場面がみられた。

小泉新政権による構造改革期待を背景とする円買いが一巡しつつある一方で、米4月小売売上高や米5月ミシガン大消費者信頼感指数から米国経済の底固さが確認され、5月中旬には124円/ドル台まで円安が進行した。しかし、米国経済の先行き懸念からドルの上値も重く、その後は123円/ドルを挟んだ一進一退の推移となった。

円ドル相場の膠着感が強まりつつある中で、24日にはユーロの対円での大幅下落をきっかけに118円/ドル台まで急速に円高が進行した。黒田財務省財務官のユーロ安を懸念する発言から120円/ドル台を回復したが、月末にはユーロ安を材料に再び円の上値を試す展開となった。

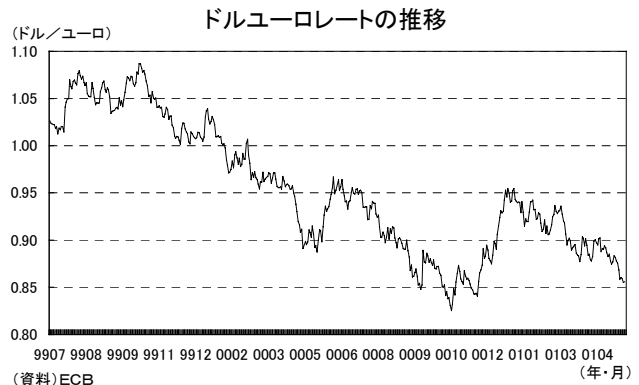
120円/ドルを超える円高については、現時点では経済ファンダメンタルズを反映したものと判断されず、景気後退による先行き懸念の高まりや量的金融緩和策を背景に依然円安圧力が優勢となる展開を予想する。ただし、120円/ドルを突破したことで円買い材料には反応しやすい状況が想定され、先行きについては円高反転リスクを視野に入れておく必要があると判断される。



(2) ユーロドルレート

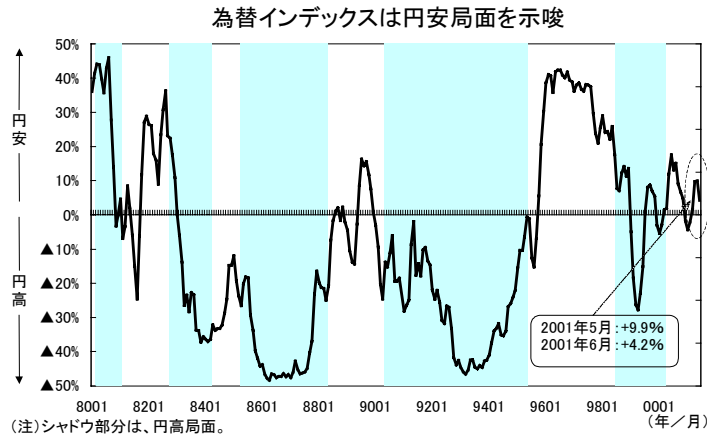
ユーロドルレートは、1ユーロ=0.85ドル前後で軟調な推移が続いている。ユーロ圏の消費者物価上昇率が政策目標を上回る中で利下げが唐突に実施されECBへの信認が大きく低下したことに加え、*ifo*景気指数の悪化、独消費者物価の上昇、仏成長率鈍化からユーロ圏の経済減速とインフレの同時進行が懸念され、1ユーロ=0.84ドル台まで下落した。

足もとでは、ユーロ安によるインフレ圧力を懸念する発言がECB理事からなされ、当局による介入警戒感から1ユーロ=0.85ドル台を回復したが、ユーロ圏の経済ファンダメンタルズの悪化が意識されるようになってきており、上値の重い展開が予想される。



6月の為替インデックスは+4.2%と円安局面を示唆

6月の為替インデックスは+4.2%と5月の+9.9%に対して5.7%ポイント低下したが、為替インデックスは4カ月連続で円安局面を示唆するものとなった。



実質短期金利格差要因は5月の為替インデックス比で横這いとなり、中立要因となった。米国では5/15のFOMCにおいてFFレートの誘導目標水準がさらに0.5%引き下げられ4.0%となり、日本では量的金融緩和を背景にコールレートが実質ゼロ金利での推移が続いている。

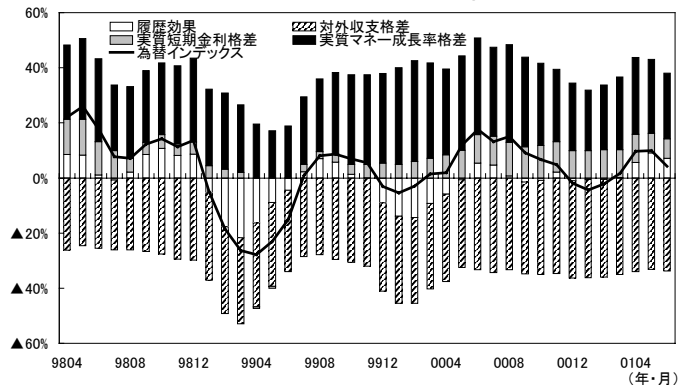
対外収支格差要因は前月比 - 0.7%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。海外需要の減速を受けた日本の輸出の大幅な落ち込みや米国の輸入の減少傾向から、日米間の経常収支対名目GDP比率格差は縮小基調にあるが、日本の投資収益の増加による所得収支の黒字増大がこれを拡大させる方向に作用した。

マネー成長率格差要因は前月比 - 3.1%ポイントの寄与となり、円高要因となった。米国のM1（現預金）の成長率は前年同月比マイナスの動きが続いているがマイナス幅は縮小に向かっており、日米マネー成長率格差が若干縮小した。このほか、履歴効果は年度末に進行した円安水準を修正する動きを背景に前月比で - 1.9%ポイントの寄与となり、円高要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 6月	17.5%
2000年 7月	13.2%
2000年 8月	15.1%
2000年 9月	9.2%
2000年 10月	6.7%
2000年 11月	4.8%
2000年 12月	-1.8%
2001年 1月	-4.3%
2001年 2月	-2.2%
2001年 3月	1.6%
2001年 4月	9.8%
2001年 5月	9.9%
2001年 6月	4.2%

為替インデックスの要因分解



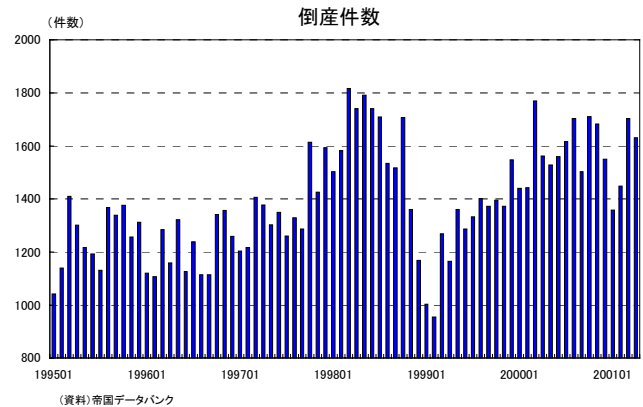
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週の焦点：体質強化が遅れる中小企業 >

研究員 矢嶋 康次

企業倒産は2001年に入り再び増加し、金融システム不安が広がった98年頃の水準に達している。2001年は米国経済減速による輸出の減少で国内景気は悪化し、収益環境は厳しくなり企業収益は減少に転じる公算が高い。

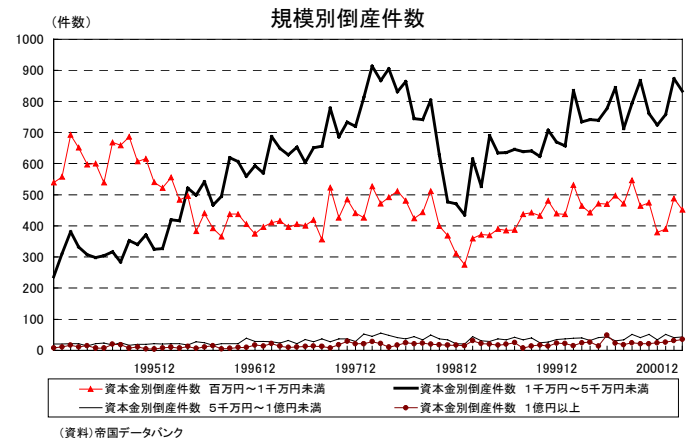
特に固定費削減などによる損益分岐点の改善が遅れている中小企業の収益は厳しいものとなろう。短観等で中小企業を中心に企業の資金繰り悪化の動きが見られ、3月に終了した中小企業金融安定化特別保証制度の影響と合わせて中小企業の倒産の動きには注視が必要である。



増加する企業倒産、足もと98年末のレベルに

企業倒産は、97、8年に景気後退による不況倒産が増加したことや、金融機関が自己資本比率を高めようとして貸出抑制を行なった「貸し渋り」の影響から、月1600~1800件という高水準が続いた。その後、各種貸し渋り対策が講じられたことや、米国向けの輸出が増加で日本景気が盛り返したことから倒産件数は減少した。

しかし2000年以降、再び増加し最近では月1600件程度と再び98年当時の水準に達している。企業倒産を規模別に見ると、足もとでの中小企業の倒産の増加が著しい。



体質改善が遅れる中小企業

日本経済は、現在後退局面に入っている。今まで輸出増を支えてきた米国経済も鈍化しており、今後、数量増(売上増)での企業収益の増加は見込みにくい。よって損益分岐点の改善が遅れていると、数量が大きく減少した場合、経営悪化・倒産のリスクが高い。

損益分岐点を製造業、非製造業それぞれについて規模別に見たものが次図である。

90年以降、企業の損益分岐点は94年から97年にかけてと99年から足元までの2回改善している。99、2000年は人件費削減などリストラが規模をとわず進展していることもあり、すべてで損益分岐点が大きく改善している。しかし94年から97年にかけて特に大企業製造業で損益分岐点が大幅に改善したのと対照的に中小企業ではその改善が限定的にとどまった。このため現時点での損益分岐点を規模別に比較すると、製造業・非製造業大企業に比べ、中小企業では改善が大きく遅れている。

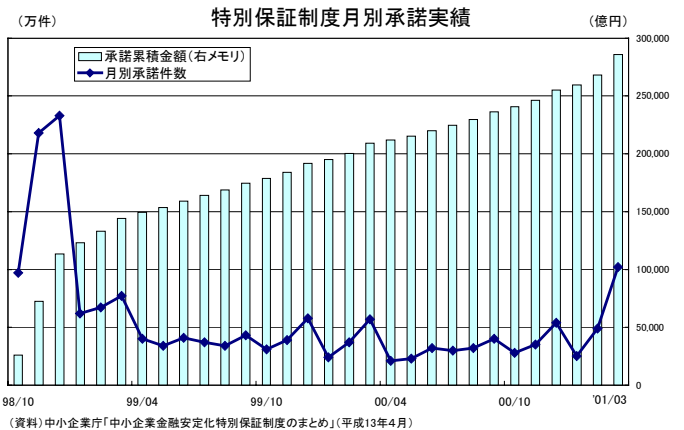
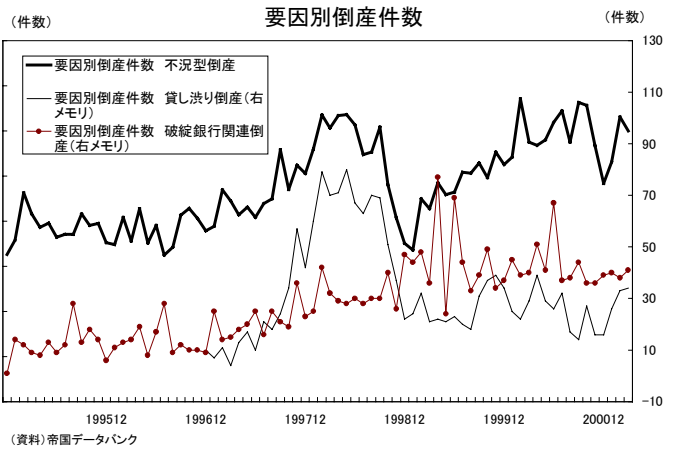
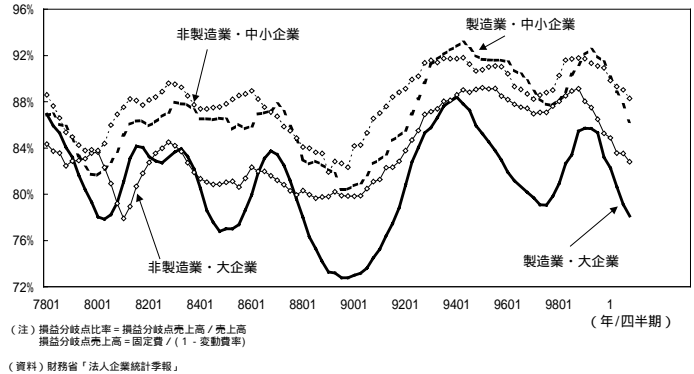
損益分岐点が高い中小企業は、今後数量が鈍化すれば経営悪化が避けられず、倒産増加のリスクが高い状況にある。

「中小企業支援策終了」の影響も注視が必要

中小企業の貸し渋り対策として、98年10月に施行された「中小企業金融安定化特別保証制度」が2001年3月で終了した。中小企業庁によれば、最終的な保証承諾件数は172万件、29兆円弱に達したようである（制度想定は30兆円）。97年後半に相次ぐ金融機関の破綻があり、98年に入り金融システム不安が広がった中でこのような対策が講じられたことによって「貸し渋り」による企業倒産は大きく減少した。

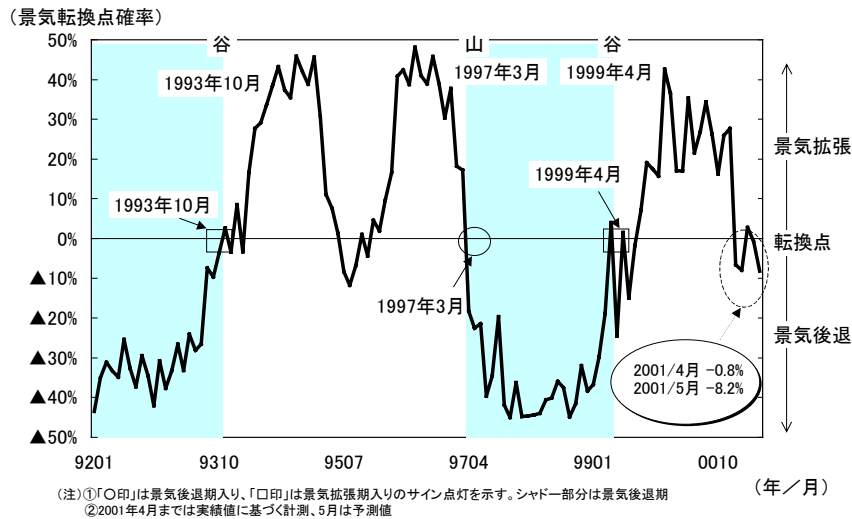
足もと短観等で確認できるように金融緩和が強化されているにも関わらず、資金繰りDIは悪化している。また銀行の融資スタンスも若干変化の兆しが見られるだけに、「中小企業金融安定化特別保証制度」の取り扱い終了の影響にも注視が必要である。

損益分岐点比率の状況
(後方4四半期移動平均)



< ニッセイ基礎研インデックス >

ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) ~ 4 月 : - 0.8%、5 月 (予測値) : - 8.2%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
00/6	21.6%	100.4	1.8%	0.9%	0.7%	17.5%
00/7	26.8%	99.6	▲0.8%	▲1.1%	▲1.3%	13.2%
00/8	34.4%	101.2	1.6%	1.0%	0.5%	15.1%
00/9	26.3%	99.7	▲1.5%	▲0.7%	▲0.4%	9.2%
00/10	16.3%	100.7	1.0%	0.3%	0.6%	6.7%
00/11	26.0%	100.2	▲0.5%	▲0.1%	▲0.3%	4.8%
00/12	27.7%	103.3	3.4%	1.3%	1.2%	-1.8%
01/1	-6.7%	100.5	▲3.0%	▲1.8%	▲1.3%	-4.3%
01/2	-8.0%	102.8	2.3%	1.8%	2.1%	-2.2%
01/3	2.8%	102.0	▲0.8%	0.0%	▲1.0%	1.6%
01/4	-0.8%	101.4	▲0.6%	▲1.3%	▲1.4%	9.8%
01/5	-8.2%					9.9%
01/6						4.2%

(注1)NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/5月に過去に遡及してデータを改訂
(注2)ニッセイ為替インデックスは、日本のGDPの基準改訂にともない遡及改訂(2001年1月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年5月25日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年5月25日号参照。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)