

# 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 / ペイオフ解禁に伴う資金フロー

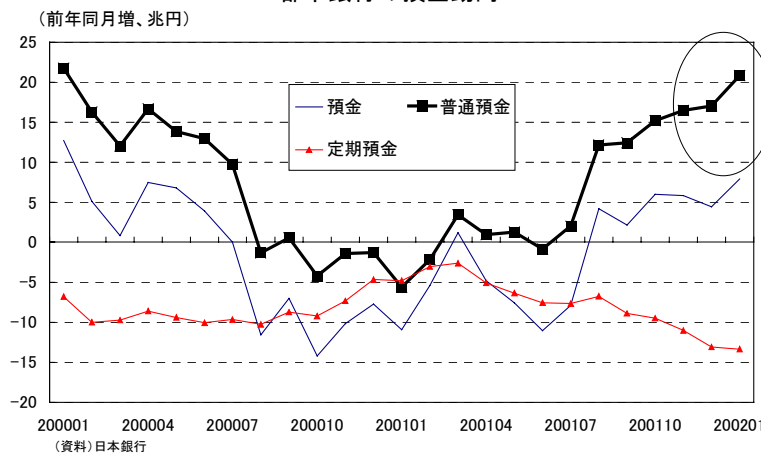
### < 金融為替市場の動き >

1. 新年度入り後の債券市場は、需給改善から堅調な相場が予想される。しかし第2次デフレ対策への失望や、減税の財源を国債増発へとの流れとなった場合には、大幅な金利上昇に転じる可能性もある。
2. 円レートは、対ドル、対ユーロとも当面は新規材料不足から方向感に欠ける展開が続く。ただし米早期利上げ期待の大幅後退、日本株の1万円割れなどが起これば、一旦は日本株下落が円安要因として働き、その後は資金フローの収縮から予想外に円高に振れる可能性も想定しておきたい。

### < 今週の焦点：ペイオフ解禁に伴う資金フロー >

1. ペイオフ解禁に伴い、個人マネーが株式などにシフトするのではとの期待があったが、個人、銀行のリスク回避行動により期待されたシフトは起こっていない。

都市銀行の預金動向



副主任研究員(為替担当)熊谷 潤一(くまがい じゅんいち)(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

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

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 >

担当：矢嶋 康次

### 年度末資金需要の減少、景況感改善の中で当座預金のターゲットをどうするか

4/1 発表の日銀短観が示すように、ここにきて景況感の底打ちが明らかとなっている。政府・日銀とも景気の現状認識を上方修正している。

しかし日銀に対する追加金融緩和期待は弱まろうとしない。自民党（デフレ対策特命委員会）では昨年度から議論されていた物価水準目標の採用などをうたった日銀法改正案がまとまり、与党合意後、国会提出との運びとなっている。

また政府は6月のサミット前までに、減税を中心とする第2次デフレ対策を打ち出す見込みであり、日銀に対しても何らかの追加緩和を実施すべきだとの意見は強まるだろう。

日銀への追加期待が高まる中で、年度末が過ぎ、流動性需要の減退、景況感の改善が明らかになっているとはいえ、20兆円を越えるレベルに達した当座預金残高を現在の誘導目標水準である10-15兆円に戻せば「引き締め」との批判を浴びるおそれもある。

日銀は、先の第1次デフレ対策発表の翌日(2/28日)の決定会合で、当座預金残高は10~15兆円に据え置いたものの、国債買い切りオペを8000億円から1兆円とすることを発表した。その後発表された議事録や、政策委員の発言等からは、そもそもこの増額が、「追加緩和」なのか、「資金供給手段の強化」ととどまるのか必ずしもはっきりしない面もあり、次回(4月10-11日)の決定会合でどのような決定がなされるか注目される。

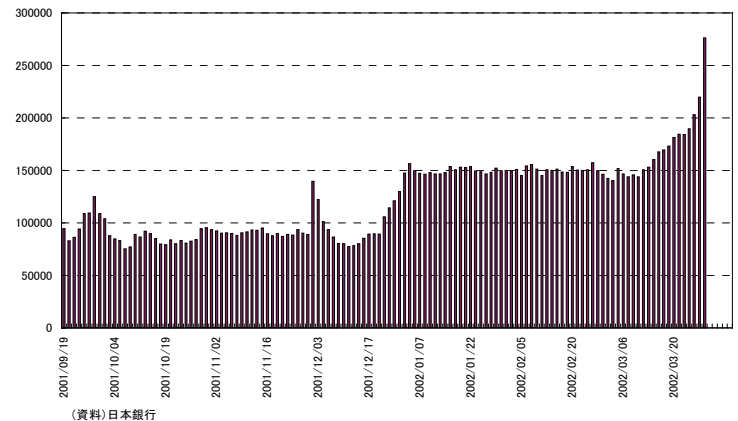
### 債券市場は当面、需給改善で堅調推移

新年度入り後の債券市場は、毎年の公的年金などからのニューマネーの流入や、ペイオフ解禁に伴い従来の預金運用の一部が国債に振り替えられることもあり、需給は大きく改善し堅調な相場が予想される。

しかし6月カナダサミット前に打ち出されると見られる第2次デフレ対策への失望や、特にその対策に盛り込まれる減税の財源を国債増発へとの流れとなった場合には、大幅な金利上昇に転じる可能性もある。

2001年度の税収が確定するにつれ、昨年度も30兆円枠が堅持できていない見込みが高まっており、小泉首相も「2002年度補正で30兆円枠にはこだわらない」との見解を示すなどしている。昨年度に比べ、構造改革から景気重視型への転換の可能性が高まっている。

日銀当座預金残高の推移



(資料) 日本銀行

## < 為替市場の動き >

担当：熊谷 潤一

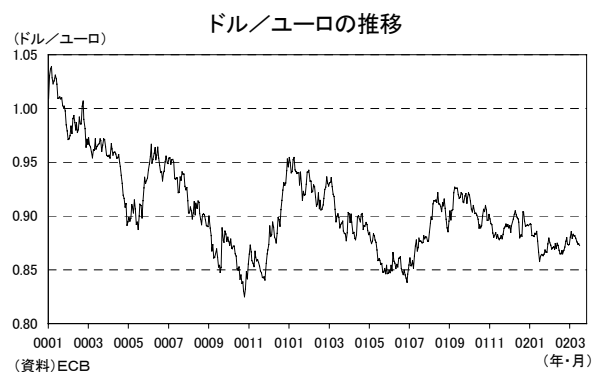
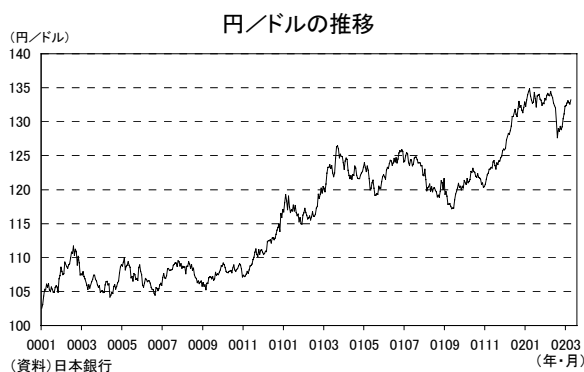
### 足もとの為替レートの動き（3月）

円ドルレートは月初、1ドル=132~133円近辺で推移した後、政府による空売り規制強化や米国景気回復に伴う米国株高等を受け、日本株が大幅上昇するのを好感し円買い需要が高まったこと、および年度末を控えた本邦筋がリパトリエーション（本国への資金還流）を実施しているとの思惑が根強かったこと等を背景に、130円を割り込み、一時126.40円まで急上昇した。しかし、その後は日本の当局による急激な円高を牽制する発言が相次いだのに加えて、日本株が月央以降伸び悩んだため、円はじりじりと値を下げる展開となり、再び130円台まで軟化。更に、月末にかけては日米間の景況感格差を材料視した円売りドル買いが活発化したため、円安は月初レベルの1ドル=133円近辺まで進行した。

ドルユーロレートも、月前半こそ米国景気回復に伴うグローバル規模での景気回復期待の高まりを背景に、ドルからユーロへの資金回帰が一部見られた結果、1ユーロ=0.86ドル台から0.88ドル台へと徐々に下値を切り上げたものの、その後は米欧間の景況感格差を背景にドルが対ユーロで買い戻される展開となった。

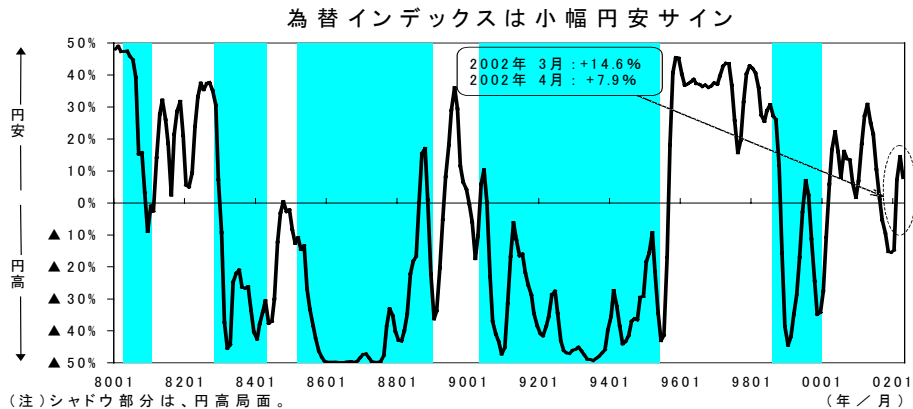
### 当面の見通し

円レートは当面、対ドル対ユーロとも新規材料不足から方向感に欠ける展開が続くと思われる。そうした中、グローバルな景気底打ち（米国景気が回復局面にあることや日本経済の悪化基調にも目先歯止めがかかりつつあること）は既に織込済であると思われ、短期的に円ドルレートを動かすのは、むしろそれらを覆すような材料が出現する場合であろう。具体的には、米国における景気回復テンポの鈍化に伴う業績回復の遅れが利上げ期待の後退につながり、それが日本株の下落（再度1万円割れ）にも波及するといったシナリオが考えられよう。このような場合、一旦は日本株下落が円安要因として働こうが、その後は本邦投資家のリスク許容度低下に伴う資金フローの収縮から、予想外に円高に振れる可能性も想定しておきたい。材料難の中、新年度入り後の本邦投資家による対外投資動向への思惑が市場を左右する可能性も予想されよう。向こう1ヶ月の円レートの対ドルでの想定レンジは、128~135円。



## 4月の為替インデックスは+7.9%と小幅円安サインを維持

4月の為替インデックスは、+7.9%と3月の+14.6%（+11.4%より改定）に対して6.7%ポイント低下しており、引き続き円安への方向を示唆しているものの、その度合いは弱まってきている。円安圧力の度合いが弱まった主な要因について変数別寄与度をもとにポイントを挙げてみると以下の通り：

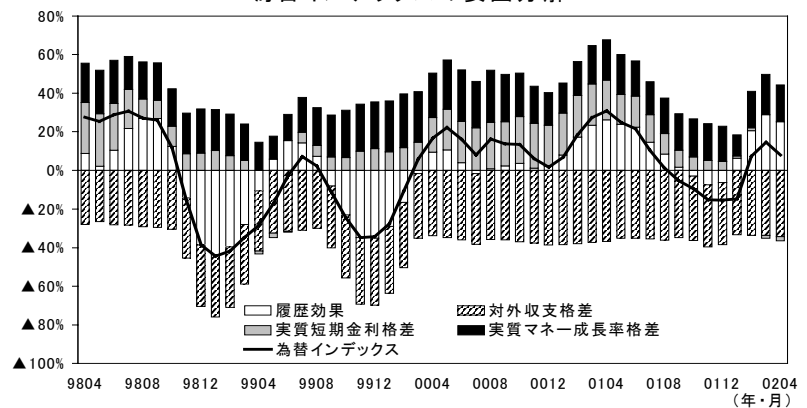


- (1) 実質短期金利差要因：3月為替インデックス比 0.7ポイントの寄与度。米国要因としての金融緩和を背景とした実質金利低下と、日本要因としてのデフレに伴う実質金利高止まりが、今月も円ドルレートに円高圧力としてインパクトを与えている。但し、その度合いは小さくなっている。
  - (2) 対外収支格差要因：前月比 0.6ポイントの寄与度。日本の経常黒字拡大基調の継続が、引き続き円高圧力を高める方向に働いている。
  - (3) マネー成長率格差要因：前月比 1.7ポイントの寄与度。米国のM1（現預金）成長率がやや増大した結果、前月に比べると円安要因として働く効果がやや薄れた。
- この他、履歴効果も前月比 3.7ポイントの寄与度と、これまでのような円安要因とはなっておらず、その結果全ての変数が前月に比べて円安圧力を弱める要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2001年 4月	30.9%
2001年 5月	25.0%
2001年 6月	21.6%
2001年 7月	10.5%
2001年 8月	1.3%
2001年 9月	-5.4%
2001年 10月	-9.5%
2001年 11月	-15.2%
2001年 12月	-15.4%
2002年 1月	-14.8%
2002年 2月	7.3%
2002年 3月	14.6%
2002年 4月	7.9%

為替インデックスの要因分解



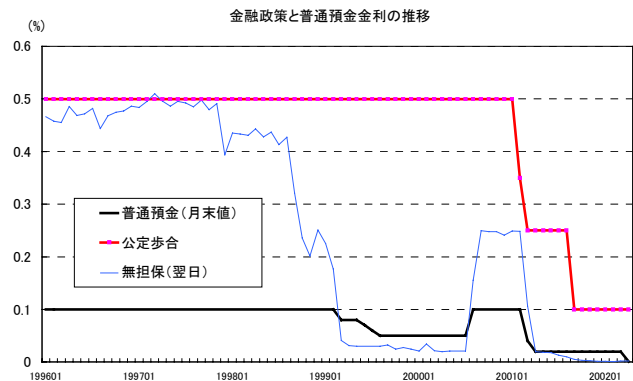
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

## < 今週の焦点：ペイオフ解禁に伴う資金フロー >

担当：矢嶋 康次

金融機関の普通預金金利の引き下げが相次いでいる。地銀等に続き、4/1日には大手行も引き下げを実施した(東京三菱銀行は0.001%に)

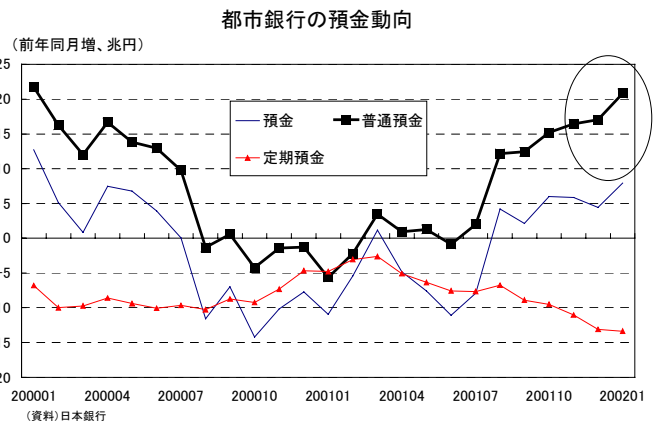
過去においては、普通預金の引き上げ・下げは日銀の金融政策の変更に追随する形で行われるのが一般的であったが、今回は、ペイオフ解禁に伴う普通預金流入を止めようとの思惑が引き下げの背景にある。



### ペイオフ解禁による資金シフト

4月のペイオフ解禁に向け、預金者はいくつかの自衛策を講じてきた。とくに、時限的な策ではあるが、解禁に1年間猶予が与えられている普通預金への移し替えの動きが際立っている。

大手行の預金動向をみると、今回ペイオフの対象となる定期預金の減少が続いている一方で、普通預金は昨年夏以降大幅に増加している。1月には前年比増で約21兆円も増加している(1月末現在都市銀行の預金総額は約220兆円、うち普通預金は約80兆円)。



預金保険機構は、4月以降ペイオフが解禁されることを踏まえて、預金毎に保険料率を変更した(次項の図参照)。全額保護がなくなり預金保険機構の財政負担が軽くなる定期預金については保険料を引き下げる(0.084→0.080%)一方で、全額保護が続く普通預金の保険料は0.084%から0.094%に引き上げている。

このため運用難の中での普通預金の増加は、預金保険機構への保険料負担を増やし、各行にとっては収益圧迫要因ともなりかねない。各行とも普通預金への資金流入をさけるために預金金利の引き下げを行なっている。

### 預金保険料率の推移

	保険料率①		特別保険料率②	計①+②
昭和46年～	0.006%			
昭和57年度～	0.008%			
昭和61年度～	0.012%			
平成8年度～	0.048%		0.036%	0.084%
	特定預金 (当座預金、普通預金、別段預金)	その他預金等		
平成13年度	0.048%	0.048%	0.036%	0.084%
平成14年度	0.094%	0.080%		

(資料) 預金保険機構HP

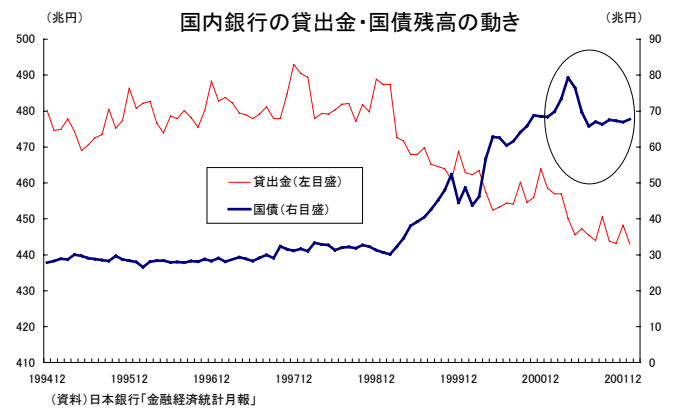
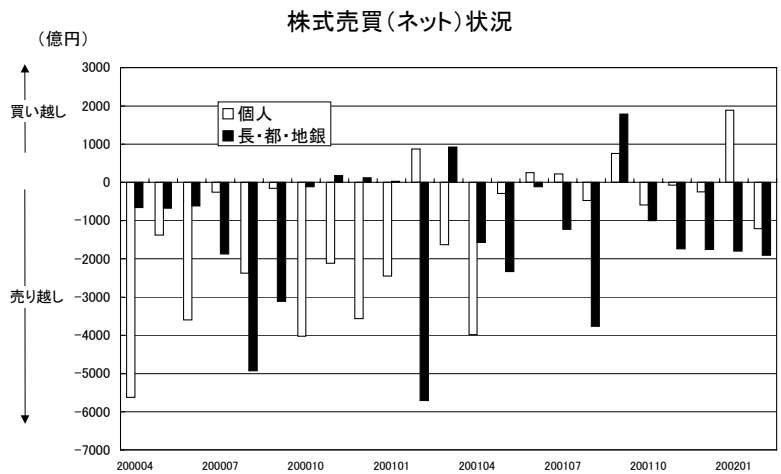
### 預金者、銀行ともリスク回避的：期待される効果は限定的

ペイオフ解禁に伴う資金シフトとして 個人の預貯金が株式などのリスクマネーにシフトするのではないかと、個人資金が例えば銀行に普通預金として集まったとしても、一種のポートフォリオ・リバランス効果から、銀行貸出が増加（貸出は無理でも積極的な国債投資に向かう）するのではないかと期待があった。

しかし、については昨年度の個人投資の動きは、株式には向かわず普通預金などへのシフト（つまり預金から預金へ）についても、銀行自体貸出抑制は継続、さらに国債投資についても昨年度から残高抑制・短期化の動きが強まっており、ペイオフ解禁に伴い期待されるような資金シフトは起こっていない。

ペイオフ解禁への資金シフトは一巡し

た可能性もあるが、今後株価急落や、大型倒産などから金融システム不安が高まれば、国民はさらにリスク回避的になり、普通預金への移し替えの行動が再び強まる可能性は高い。普通預金金利の引き下げにより資金流入をとめようとしても、預金者の目的がリスク回避にあるために、資金流入をとめることは容易ではない。さらにそのような事態では銀行の慎重な運用スタイルは一層強まるだけに、資金シフトはさらなる収益圧迫要因となりかねない。



(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)