

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

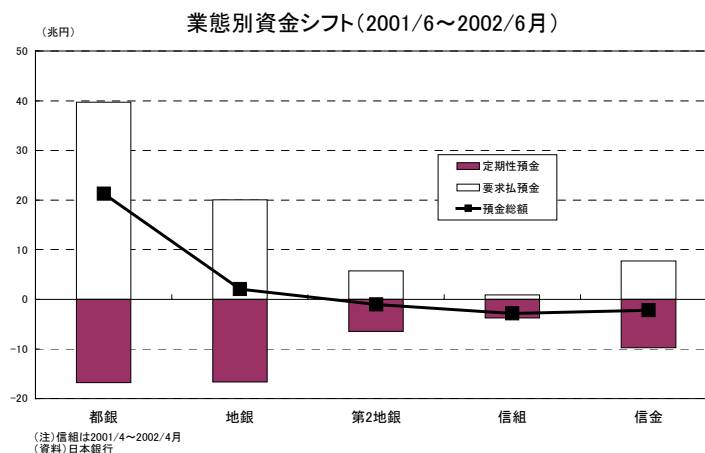
金融・為替市場の動き

< 金融・為替市場の動き >

1. 債券相場は、景気回復を示す経済指標には反応せず、為替・株価動向に振られる展開となった。今後は中間決算を睨んだ債券の益出しの動きが金利上昇圧力となるが、デフレ懸念も依然根強く横這いでの推移が続くだろう。
2. 為替相場では、ドル安の流れが一旦終息しつつあるが、米国に対する不透明感がドルの回復を限定的なものとする上、本邦経常黒字に伴う円高圧力も根強いと思われる。

< トピックス：ペイオフ全面解禁の見直しの課題 >

1. 政府はペイオフ全面解禁の見直しを行い、当座預金の全額保護策などを打ち出した。
2. 当座預金が全額保護されることで中小金融機関からの預金流出は一定の歯止めが期待できるが、逃げ足の速い預金増に ALM 上どう対応するか、中小金融機関の再編を具体的にどう行うかなど課題も残されている。



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)

金融政策（7月）

日本銀行は7/17日に公表した7月の金融経済月報で、景気の総括判断を5カ月連続で上方修正した。現在の経済情勢について「全体としてほぼ下げ止まっている」とし、輸出の大幅増加などを背景に6月の「下げ止まりに向けた動きが見られる」から判断を進めた。ただ、世界的な株安やドル安などで輸出環境に不透明感が増している点を踏まえ、景気の先行きについては「下げ止まりが明確になっていく」とほぼ横ばいで推移するとし、慎重な姿勢を維持した。

政策決定会合では全員一致で現状維持が決定され、目標当座預金残高の10-15兆円も変更されていない。

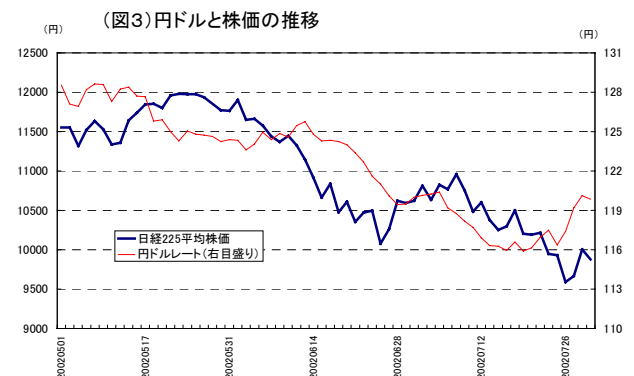
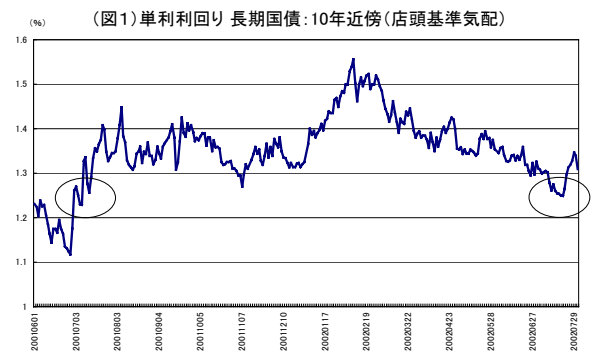
債券相場の動き（7月）

7月の債券相場は、短観など景気回復を示唆する経済指標には反応せず、為替・株価動向に振られる展開となった。先月からの株安、円高がデフレ圧力を強めるとの思惑から債券相場は、昨年夏場の水準にまで、一時金利が低下した（図1、2）。

月初1.3%前半で推移していた長期金利は、株安と円高（図3）がさらに強まると、10日には、それまでの下限となっていた1.3%を下回り、その後も緩やかに水準を下げて、19日には昨年7月以来となる1.249%をつけた。

その後、株安が一段と進行すると、銀行が利益を捻出するために債券を売るのではとの警戒感が広がり、逆に金利上昇に転じ24日には再び1.3%台に上昇した。その週末に政府から1兆円減税が発表され、また週明け米欧株が堅調に推移し、為替相場が円安に振れたことから、金利はさらに上昇し、一時1.35%程度となった。

今後は決算を睨んだ債券益出しの動きが金利上昇要因となろうが、デフレ懸念も依然根強く横這いでの推移が続くだろう。



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き（7月）

円ドルレートは月初、前月 28 日に政府・日銀が F R B と E C B を通じた円売りドル買い委託介入を行ったことで、日本が円高阻止に向け米欧との協調姿勢を強化させているのではないかとの思惑が高まり、120 円前後での円の上値が重い展開が続いた。

しかし、6 日に塩川財務相が 115 円までの円高は容認すると受取れるような発言を行ったことから、介入警戒感が後退し、円は再び上昇し始めた。加えて、米国では相次ぐ不正会計疑惑により株安が加速し、S&P500 や NASDAQ 指数といった主要株価指数が昨年テロ事件直後の安値を割込んだため、ドル売り圧力が強まり、16 日には円が 115 円台半ばと昨年 2 月以来の対ドル高値を付けた。

米国では、その後も暫く株安が続いたが、米国投資家の一部が米株安に伴うリスク許容度の低下から、海外投資資金を米国に回帰させ始めたため、株安 ドル安の連動性は低減していった。こうした中、米国株安や海外投資家による売却の影響で日本株が 1 万円を割込むと、円売り圧力が高まり、円はじりじりと下落した。更に、月末にかけては米国株の大幅反発がドル買戻しを誘発し、1 ドル = 120 円台まで円安が進んだ。

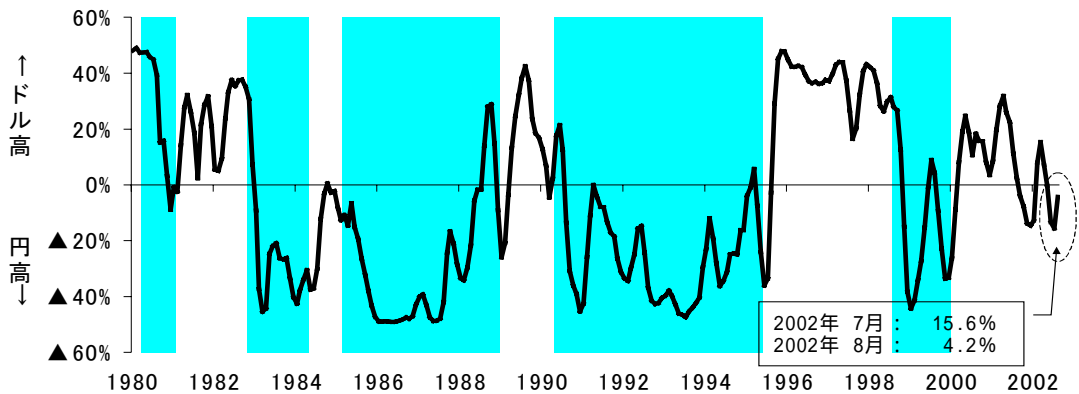
ドルユーロレートは、米国株安を嫌気したドル安ユーロ高が続いたため、一昨年 2 月以来のパリティー（1 ユーロ = 1 ドル）が実現し、一時 1.02 ドルまで上昇したが、月末にかけては米国株の反発などからドル買戻しの動きが活発化したため、ユーロは 0.98 ドル台まで軟化した。

当面の見通し

これまでの米国株安が、ここにきて日経平均の 1 万円割れや独仏の景況感悪化といったように、日欧にもマイナスの影響を与え始めたことや、米金融市場自体は一旦悪材料を織込んだこともあり、今年 2 月以来続いた約 20 円近いドル安円高の流れが一旦終息しつつある。しかし、4-6 月期 G D P が速報値ベースで前期比年率 +1.1% と大幅に減速するなど、依然として米国側に不透明さが残ることから、ドルの回復余地も限られよう。また、本邦経常収支黒字を背景とした根強い円買い圧力も続くと思われる。今後 1 ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、117 ~ 122 円。



8月の為替インデックスは 4.2%と小幅ながら依然円高サイン



(注)シャドウ部分は円高局面。

8月の為替インデックスは 4.2%と、7月の+15.6% (+15.4%より改定) から+11.4%ポイント上昇し、円高圧力が軽減していることを示した。変数別寄与度をもとに今月のポイントを挙げてみると以下の通り：

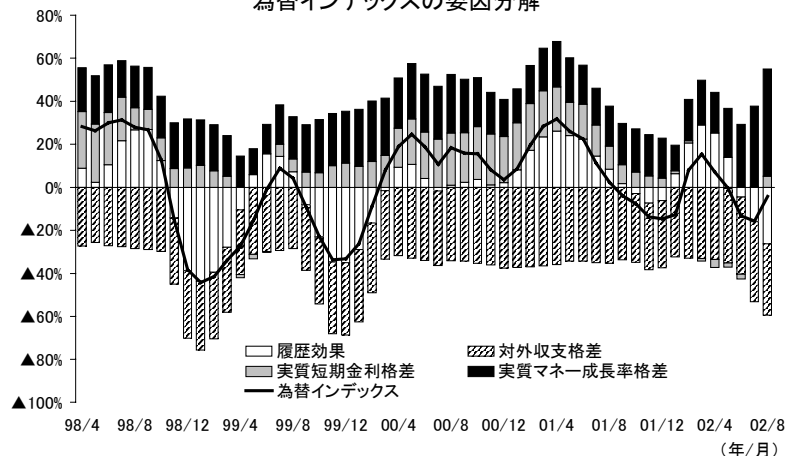
- (1) 実質短期金利差要因：7月為替インデックス比+4.8ポイントの**円安寄与**。日本要因として、物価下落の度合いが鈍化し、実質金利が小幅低下したことが、やや円安要因となっている。
- (2) 対外収支格差要因：前月比+4.2ポイントの**円安寄与**。日本の経常収支は依然高水準であるが、黒字拡大の度合いがやや鈍化した分、前月比で見るとやや円安要因となっている。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比+12.7ポイントの**円安寄与**。日本要因として、量的緩和に伴うM1(現預金)の増大基調が続いていることが、これまで以上に円安要因としての影響を強めている。

尚、履歴効果は前月比 10.3ポイントの**円高寄与**と、8月の大きな円高要因となっており、今月も円ドル相場におけるモーメントムが、まだ円高方向に傾いていることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2001年8月	2.4%
2001年9月	-4.0%
2001年10月	-7.7%
2001年11月	-13.8%
2001年12月	-14.6%
2002年1月	-12.8%
2002年2月	7.9%
2002年3月	15.4%
2002年4月	7.1%
2002年5月	-0.4%
2002年6月	-13.3%
2002年7月	-15.6%
2002年8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：ペイオフ全面解禁見直しの課題 >

(担当：矢嶋)

ペイオフ全面実施見送り

政府は、来年4月に全面解禁される予定となっていたペイオフについて方針を大きく転換し、見直しに乗り出した。

金融庁は企業が小切手や手形の決済に使う当座預金の保護と、個人向けに全額保護となる無利子の新型預金創設の検討に入る。また公金預金についても保護の対象として検討される見込みで、早ければ秋の臨時国会で必要な法改正が行われることになるだろう。

加速する中小金融機関からの預金流出

日銀によると、普通預金や当座預金で構成される要求払預金の5月末残高は、初めて定期性預金を上回った。全額保護の特例が打ち切られたことに伴って、定期性預金から要求払預金(決済性預金)への資金シフトが大規模に起こっている(図1)。

この預金間のシフトとともに大きな問題となっているのが、中小金融機関から大手金融機関への預金シフトである。業態別で見ると、どの業態も定期性預金が減少する一方で要求払預金が増加している(図2)。しかし預金総額の動きを見ると明らかな差が出ている。すなわち都銀・地銀などが預金総額を大きく伸ばす一方、第2地銀、信組、信金など中小金融機関は預金総額が大きく減少している。

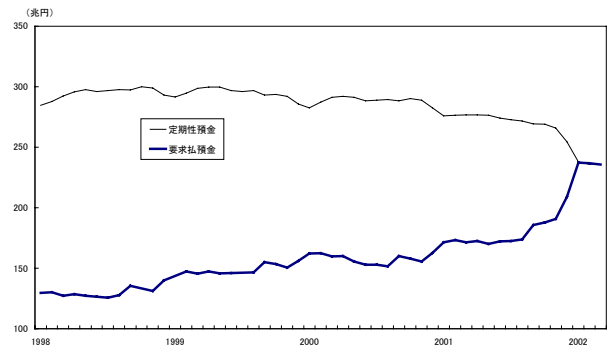
このような状況下で全面解禁を無条件で実施した場合、大口預金者の企業や地方自治体が資金を中小金融機関から大手金融機関へ移す動きが加速し、中小金融機関への依存度の高い中小企業の資金繰りへの悪影響や、金融システム不安の再燃などの問題を引き起こしかねない。

また現在の破綻処理スキームでは、決済機能を十分に維持したまま処理ができるかについて懸念も残っており、決済性預金の保護に政策転換を行わざるを得なかったと考えられる。

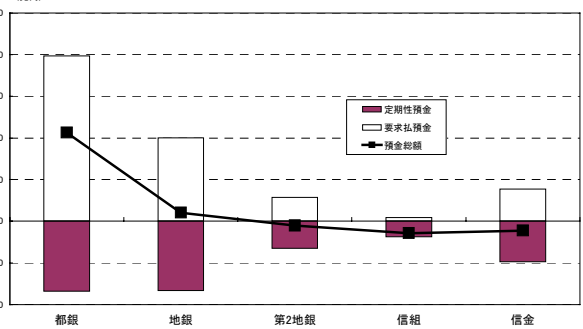
ペイオフ全面解禁見直しの課題

当座預金の全額保護の銀行、金融市場への影響は、今後議論が進められる「決済」の定義如何

(図1) 要求払預金と定期預金の推移(国内銀行)



(図2) 業態別資金シフト(2001/6~2002/6月)



(注) 単位は2001/4~2002/4月
(資料) 日本銀行

で変わってくるが、以下の点はどのような範囲で「決済」性預金が定義されようとも課題となる。

(1) 逃げ足の速い資金への対応

当座預金の全額保護で、地域金融機関からの預金流出が急激に起こる事態は回避できるだろう。しかし預金間のシフトは今後も続き、どの業態も全額保護対象となる当座預金が増加しよう。当座預金は逃げ足の速い預金であるため、その残高が積み上がれば、ALMの観点からは、当然、流動性の高い国債運用が増加すると同時に、長期貸出を抑制する行動が強まってしまう。

(2) 地域金融機関の再編をどう進めるか

当座預金の保護が打ち出されたからといって、中小金融機関からの大量の資金流出の懸念がなくなるわけではない。

現在は定期預金の金利が極めて低いため、安全が重視され当座預金が選好されることになるだろう。しかし今後金利が上昇し、ペイオフの対象となる定期性預金などへの資金シフトが再び発生する時には、地域金融機関の当座預金から、大手銀行の定期預金に大量の資金が移動する可能性がある。これを防ぐためには、それまでに地域金融機関の再編を進め、金融システムを強化する必要がある。

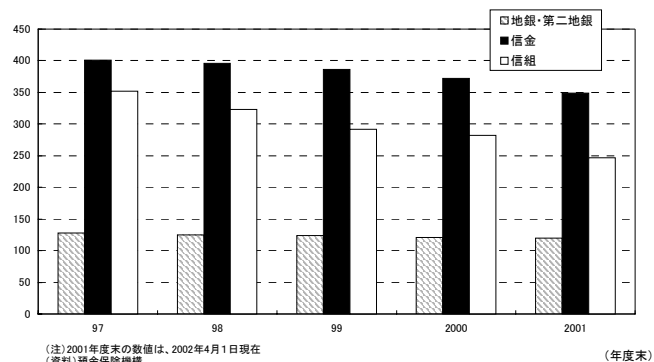
金融庁は7/10日に地域金融機関を対象とした合併促進策(素案)を発表した。今回の内容は、合併時の登録税の軽減やシステム統合にともなう優遇税制、公的資金注入による資本増強支援、合併時から一定期間に限り預金全額保護枠の拡大、などである。

破綻前の公的資金注入は、2001年度末までの時限立法である金融機能早期健全化法などに基づいて、98年、99年に大手銀行や第2地銀などに実施された。しかし現状では首相が金融危機宣言を出さない限り破綻前の公的資金注入はできず、ほぼ自力での資本増強が限界にきている金融機関にとっては、破綻前に資本注入の道が開けたことは朗報である。

しかし、実際に機能するかどうかは疑問である。過去に申請した銀行の中にはその後配当不能状態に陥った銀行もあり、資本注入だけで金融機関本来の機能を強めることができるかは疑問である。また信用組合などには昨年資本注入のスキームが準備されていたが、将来の返済計画などの提出が必要なこともあり、実績はなかった。

中小金融機関の抜本的な再編を行い、収益力強化が達成されない限り、預金シフト連鎖は解決されないだろう。

(図3) 地域金融機関の推移



地域金融機関の経営悪化 中小企業への悪影響の連鎖

(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。