

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 >

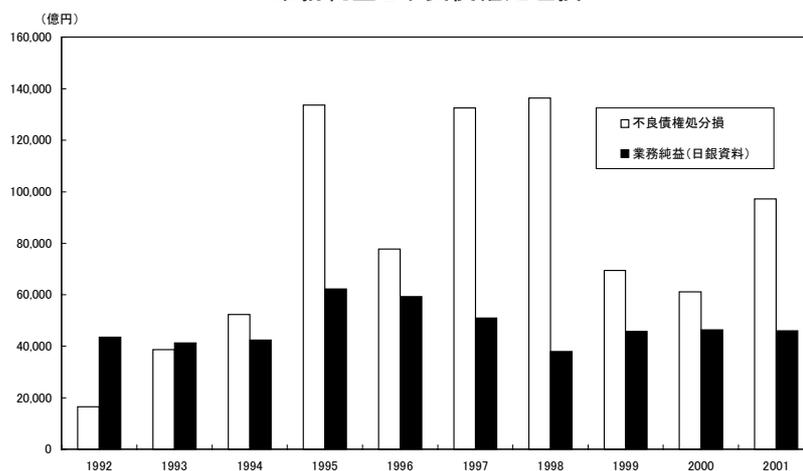
1. 債券相場は、不良債権処理を巡る政策転換が行なわれ、ハードランディングシナリオへの思惑が高まっている。
2. 為替相場は、当面 米国経済、イラク問題、日本の不良債権処理問題などの動向を睨みつつ、円・ドル・ユーロの三つ巴が暫く続くことを予想する。

< 今週のトピックス：デフレ緩和策が焦点に >

1. 内閣改造で政府の不良債権処理加速への政策転換は明確となった。
2. ただ促進策とともにデフレ緩和策が早急に検討されなければ、市場が懸念するハードランディングシナリオの可能性が高まる。

不良債権処理促進ならば公的資金導入は避けられない

業務純益と不良債権処理損



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（9月）：日銀が株式買取りを決定

日銀は9/18日、金融政策決定会合で現状維持を決定したのに続き、政策委員会・通常会合を開催し、金融システム安定の観点から銀行が保有する株式のうち BIS 規制上の Tier を上回る株式を買い取る方針を決定した。中央銀行としては極めて異例の対応であるが、株価下落による金融システム不安がおこる危機感を抱いていたため、これまでタブーとされてきた策に踏み込まざると得なかったと考えられる。

(図表1) 日銀の株式買取りの概要

購入時期	1-2年程度
購入対象	保有株式がTier I を上回る銀行 (大手11行と地銀数行)
対象株式	上場株式
購入規模	最大で8兆円程度。実際には1-3兆円程度
購入価格	時価
保有期間	最長で10年程度
議決権	原則として行使しない方針

(注) 各種資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

債券相場の動き（9月）：大幅に揺れる債券相場

9月の長期金利は値動きの粗い展開となった。

月初から年金資金などの買いが旺盛となり2日には1.11%と昨年6月以来の低水準になった。一時、株価が急落したことで決算対策の債券売りが連想され上昇する場面もあったが、18日の政策決定会合で国債買入を増額するのではとの観測が浮上するとさらに低下し1.1%割れとなった。

その後も 株価下落に政府が対応策に着手したとの報道がなされたが、市場ではデフレ進展を抑制するのは困難との見方が強まる、

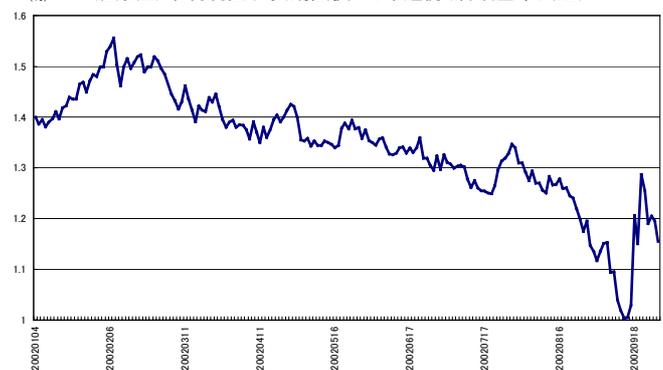
米国経済の先行き弱気の見方が強まる、などから13日には98年11月以来の1%ちょうどを記録した。

1%をつけたことで市場の達成感が強まる中、金融政策決定会合（18日）で長期国債買入増額が見送られた、また銀行株価購入を決定したことで株価上昇、財政赤字拡大が連想され、

さらにその後行われた10年債入札で札割れが発生するなどしたことからパニック的に債券売りが起こり1.3%程度まで金利は急上昇した。その後、徐々に日銀の株式買取りに対する冷ややかな見方が支配的になる中で、押目買いが強まり月末には1.1%台まで低下した。

10月に入り、不良債権処理を巡る政策転換が図られ、市場ではハードランディングシナリオの可能性が高まったとの思惑が強まっている（今週のトピックス参照）。

(図表2) 単利利回り 長期国債：10年近傍(店頭基準気配)



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き（9月）

円ドルレートは月初、米国株安や8月ISM製造業指数の伸び悩み（9/3）などからドルが売られ、一旦116円台後半まで円高が進んだものの、

テロ事件再発が懸念された9/11が無事過ぎたこと、

黒田財務官がデフレ阻止の手段として大量の円売り介入も可能と発言したこと（9/13）

イラクが国連査察団の受入れを表明したこと（9/16）

日本の年金資金が米国株の買増しに動いているとの思惑が広がったこと、

などを背景に、次第に円売りドル買いの動きが強まり、月央には120円台まで円安が進行した。

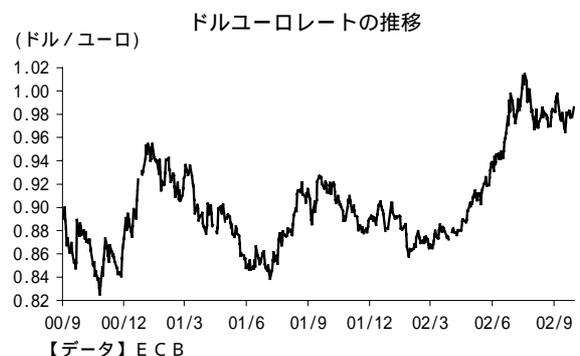
更に、月下旬にかけては、10年国債入札の未達（9/20）や円売り介入の可能性を示唆する米調査会社のレポート（9/23）などをきっかけに、円が一段安となり、一時124円台まで下落した。

その後、相次ぐ業績見通しの下方修正に伴い米国株が一段安となったことや（ダウ工業株とNasdaq指数は、再びテロ後安値を更新）、日本の不良債権処理に対する期待感が増大したことなどから、円売りの流れは一服し、月末には円が121円台まで買い戻された。

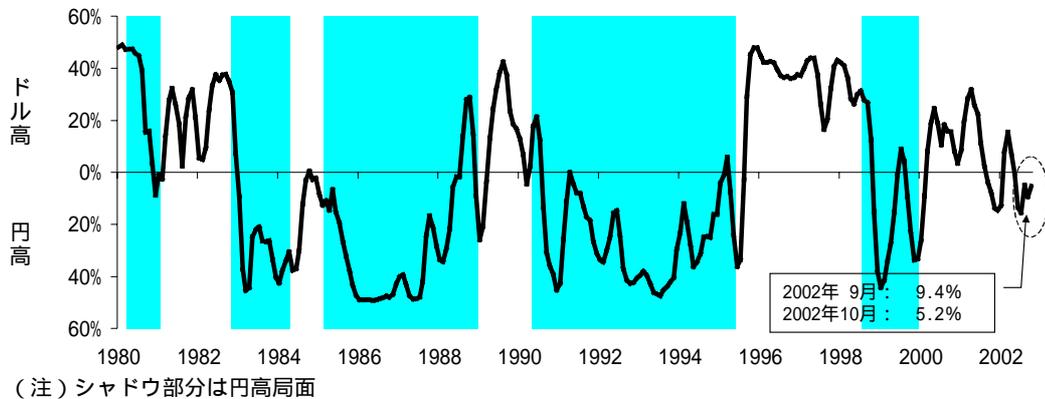
ドルユーロレートについては、ユーロ高要因（米国株安が一段と進んだこと、円売りが対ユーロでも進んだこと）と、ユーロ安要因（欧州経済の先行きに対する慎重な見方が強まったこと）に挟まれ、1ユーロ=0.98ドルを挟んだ方向感の乏しい動きとなった。

当面の見通し

日米欧いずれも景気の先行き不透明感が漂う中、「売りやすい通貨」がクローズアップされる展開となっている模様だが、逆に積極的に買える通貨が見当たらず、結局はレンジを抜け出せない状態が続いている。引き続き大きな相場変動を促すような材料も見当たらない中、当面は米国経済、イラク問題、日本の不良債権処理問題などの動向を睨みつつ、円・ドル・ユーロの三つ巴が暫く続くことを予想する。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、118～124円。



10月の為替インデックスは 5.2%と小幅円高サイン



10月の為替インデックスは 5.2%と、9月の 9.4%から +4.2%ポイント上昇したものの、円高圧力が小幅ながら続いていることを示している。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：

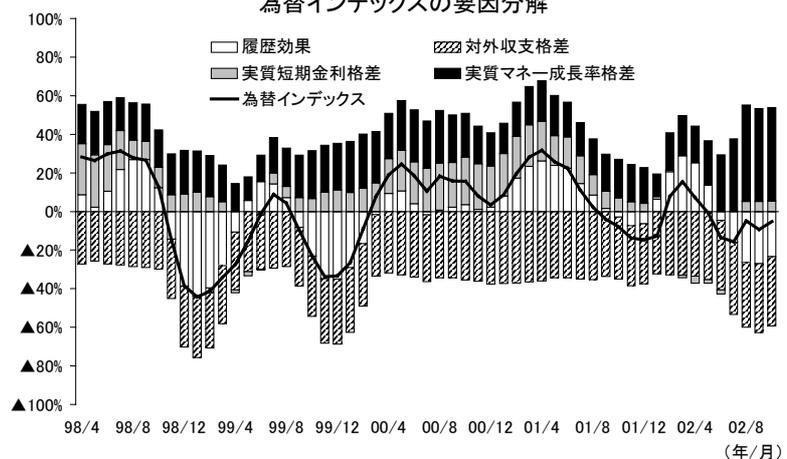
- (1) 実質短期金利差要因：9月為替インデックス比+0.1ポイントと**ほぼ寄与ゼロ**であった。
- (2) 対外収支格差要因：前月比±0.0ポイントと**寄与ゼロ**であった。日本の経常収支黒字と米国の経常収支赤字はいずれも依然大きい、月次ベースで大きな変動はなかった。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比+0.4ポイントの**小幅円安寄与**。日本要因として、量的緩和などに伴いM1（現預金）は高水準を維持しているものの、増加テンポが落ち着いてきた分、大幅な円安要因とはならなかった。

尚、履歴効果は前月比+3.7ポイントとやや**円安寄与**となり、7ヶ月ぶりに円ドル相場の円高モーメントが縮小傾向に転じたことを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2001年10月	-7.7%
2001年11月	-13.8%
2001年12月	-14.6%
2002年1月	-12.7%
2002年2月	8.0%
2002年3月	15.5%
2002年4月	7.2%
2002年5月	-0.4%
2002年6月	-13.4%
2002年7月	-15.7%
2002年8月	-4.9%
2002年9月	-9.4%
2002年10月	-5.2%

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。

<今週のトピックス：デフレ緩和策が焦点に>

(担当：矢嶋)

9/30 日小泉首相は内閣改造の基本方針として 2004 年度の不良債権問題の終結を示し、公的資金注入に慎重な柳沢伯夫氏に代わって竹中氏が金融相を兼務する内閣改造を決めた。竹中経財・金融相は即座に特別チームを立ち上げ、ペイオフ延期を検討すると同時に不良債権処理を抜本的に進めるとの強い姿勢を示している。

銀行の資産査定をさらに強化して償却を進め、その結果として発生する自己資本不足への対応として公的資金導入を行なうという政策が強力に推し進められるだろう。

ただ短期間かつ大規模な不良債権処理は、当然大きなデフレ圧力を生じることとなり、それが不良債権をさらに増加させることにもつながる恐れがある。デフレ緩和策も同時に実施されなければ、市場が現在懸念しているハードランディングのシナリオの可能性が高まってしまう。

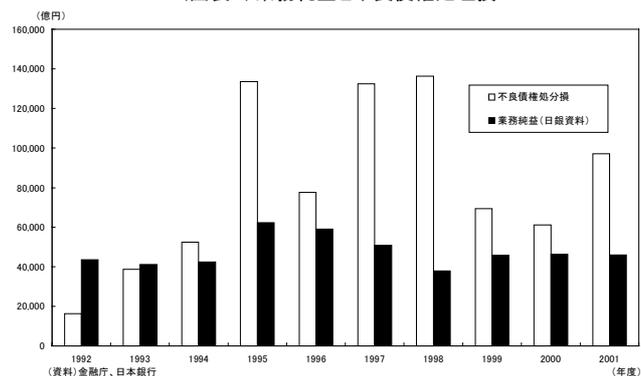
査定強化

どのような査定強化を行なうかは、竹中経財・金融相が発足させた、不良債権解決のための策を練る有識者、金融庁幹部による特別チームの検討の中で枠組みが明らかになるが、焦点は引当率が 2 ~ 3 割となっている「要管理債権」の扱いだろう。金融支援先の大口融資案件がこの要管理債権に分類されており、仮にこれが破綻懸念に分類される方向となれば銀行としては 2 倍程度の引当金が必要となる。それ以外にも要注意先債権についても引当率の引き上げが検討される可能性もある。

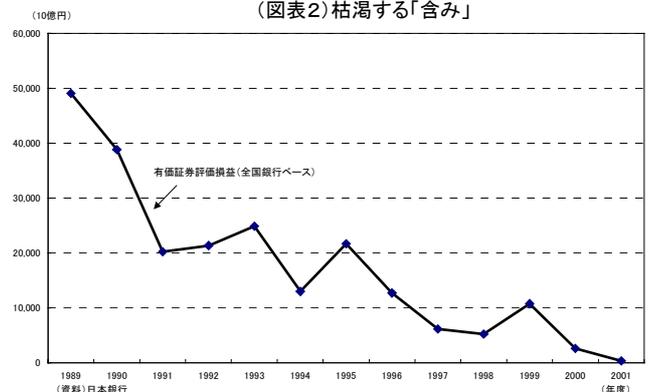
銀行は 90 年代業務純益を越える不良債権処理を行ってきた(図表 1)。そのようなことが可能だったのも「含み」の存在があったからである。しかし株価低迷が続き銀行の含みは枯渇し、不良債権処理を促進しようとも業務純益を越える処理は事実上不可能な状況となっている(図表 2)。

査定強化の範囲にもよるが、銀行にとっては査定強化により資本を食いつぶす可能性が高く、政府として不良債権処理の促進を実施するには公的資金活用が避けられない状況にある。

(図表1)業務純益と不良債権処理損



(図表2)枯渇する「含み」



2つの公的資金活用案

現在公的資金活用方法については、銀行への公的資金注入と整理回収機構（RCC）の不良債権の買取に利用するという2つの案が浮上している。

銀行への資本注入

現在の預金保険法でも、金融システムに対して「危機宣言」を政府が行なえば、銀行への資本注入は可能である。例えば危機宣言をし、政府がグッドバンク、バッドバンクを区別しそのグッドバンクに強制的に資本を注入することは可能である。しかし現在検討されている銀行への公的資金注入は「予防的」な資本注入であるため、現在の預金保険法を改正することが必要である（過去の資本注入と類似のスキーム、図3）。

銀行への資金注入は銀行の責任が明確になるという側面がある一方、法改正には時間がかかる。さらに前回の注入の際にも問題となったが、経営責任をどうとるのか、新たな株主となる政府の銀行への関与をどうするのか、という問題がある。また注入を強制ではなく銀行からの申請とすると注入を申請する銀行がごく一部にとどまる可能性が高く、如何に多くの銀行が注入を受けるようにするのかなど多くの問題がある。

（図表3）資本増強実績（平成13年3月31日現在）（億円）

	注入時期	合計金額	注	
			優先株式	劣後債・ローン
金融機能安定化法	1998年3月	18,156	3,210	14,946
早期健全化法	1999年3月～2001年3月	84,213	69,773	14,440

（資料）預金保険機構

RCCの買取り

銀行の不良債権を整理回収機構（RCC）が買い取る際に、時価よりも高い実質簿価（簿価 - 貸倒引当）で購入するという案である。この買取り代金のうち時価よりも高い代金が公的資金ということになる。

昨年12月に買取促進を可能とするため法改正が行われ、時価での買取が可能となった。この措置により買取実績も今年に入り大幅に増加している（図表4）。自民党などからは、この時価よりもさらに高い実質簿価（簿価 - 貸倒引当）での買取を行なえるようにして不良債権処理を進展させるべきだとの主張がなされている。

報道（9/27 日日経新聞）では、金融庁が厳格な査定と引き当ての強化を前提としながらも「実質簿価」を「時価」とみなすという運用ルール変更を検討すると報じられており、このような運用が可能ならば法改正は必要ない。

この方法は直接不良債権を銀行のバランスシートから切り離すことができ、銀行の損失を確定させることができる。しかし買取の価格をどう設定するか大きな問題となる。高めの価格を設定した場合、「銀行への補助金」との批判を免れ得ない。逆に低めに設定した場合そもそも銀行が不

良債権をRCCに持ち込まなくなり機能しなくなるということも有り得る。また2次ロスが発生した場合、これをどのように国・銀行で負担するのか（2次ロスの何割かを銀行負担とすればそもそもRCCへの売却が手控えられることとなりかねない）などの問題がある。

(図表4)健全金融機関等からの不良債権の買取実績

(単位:億円)

	金融機関数	買取債権元本	買取価格	②/①
		①	②	
平成11年度上期	35	1,384	67	4.8%
平成11年度下期	81	3,126	150	4.8%
平成12年度上期	63	1,505	63	4.2%
平成12年度下期	78	3,717	63	1.7%
平成13年度上期	64	1,035	50	4.8%
平成13年度下期	62	2,267	156	6.9%
平成14年度 4-6月期	20	1,699	239	14.1%
平成14年度 7-9月期		5,170	650	12.6%

(資料)整理回収銀行HP

竹中大臣は以前より資産査定強化を行なうことで資本不足となる恐れがあれば公的資金を注入すべきだと主張していただけに、今後の議論はRCCよりも資本注入が中心となるだろう。しかし上記で示したように法改正が必要なこと、さらに前回資本注入を行なったにも関わらず、銀行の倒産があったこと、また銀行貸出が増加しなかったなどもあり、国民理解をえるためにはかなりの時間が必要となるだろう。

デフレ緩和策をどう打ち出すのか？ハードランディングの回避

今まで、不良債権処理を加速させるためには銀行への資本注入が必要だとする、日銀・速水総裁、竹中大臣の積極派、対 柳沢大臣・反対派という対立構図がありこれが解消されたことで、時間はかかるかもしれないが公的資金導入により不良債権処理は加速することが決定的となった。しかし、今度は不良債権処理で発生するデフレ圧力にどう対応するのかという点で、日銀・速水総裁と竹中大臣の間の対立が激化するだろう。

10/1 発表の短観では業況判断DIが前回予測数値を下回るなど回復力が極めて脆弱であるということが確認された。また現在の回復を牽引してきた輸出もここにきて米国経済の鈍化の可能性が高まり、日本経済の先行きリスクは高まっている。そのような中で不良債権処理を行なうことはデフレ圧力をさらに高め、ハードランディングの可能性を必然的に高めてしまうこととなる。

竹中大臣は日銀にデフレ対策を行なえと、さらなる量的金融緩和を主張するだろう。一方日銀サイドでは金融政策単独では不可能との認識を強く持っていることもあり、この対立が今後の争点となるだろう。

また財政再建と経済運営のウェートの置き方も今まで以上に争点となるだろう。秋以降来年度にかけて家計の負担増、給付の削減となる雇用保険の保険料引き上げ、公的年金の物価スライド凍結解除による給付引き下げ、介護保険料の改定、医療保険制度改革などが予定されている。長期的な財政健全化に向けた取り組みは必要ではあるが、政策の最優先課題を不良債権処理終結におくのであれば、30兆円枠の堅持は放棄すべきで、さらにいっそうのデフレ圧力となる政策実施



は抑えられるべきであろう。報道によれば 10 月末に発表が予定されている「総合デフレ対策」は企業部門への投資減税がその中心となるとされている。しかしその経済効果は極めて限定的でありデフレ緩和策としては不十分なものととどまるだろう。

不良債権処理加速への政策転換が行われたが、デフレ緩和策を金融・財政でどう達成するのか、雇用のセイフティーネット・中小企業向け支援をどうするのか、また不良債権処理、長期財政均衡などいくつかの政策のプライオリティーをどうするかなど、現在まったく議論されていない。早急に不良債権処理促進策とともに、上記問題について議論されなければ、日経平均株価が 9000 円を割り込むなど市場が懸念するハードランディングの可能性がさらに高まることとなってしまう。