

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. 債券相場では、総合デフレ対策を受け先行きのデフレ懸念が強まり、日銀がさらに追加金融緩和を行うとの見方が強い、ことから当面堅調な推移を予想する。
2. 為替相場では、積極的な円買いを行うような材料は乏しい反面、最近の米株反発は売られすぎの修正の域を出ておらず、再び米国への資金流入が始まったことを示しているわけではないと思われ、持続的なドル高も実現しないであろう。日米欧通貨による三すくみの状況が、もう暫く続くとの見方に変わりはない。

< 今週のトピックス：総合デフレ対策 >

1. 当対策は、不良債権処理の加速という点では企業再生強化や無税償却範囲拡大検討など見るべきものがあるものの、本来の趣旨である「デフレ対策」としては不十分の内容といわざるを得ない。

不良債権処理加速に伴うデフレ圧力（試算）

処理対象の不良債権 兆円	離職者数 (万人)	●産業再生がうまくいかないケース		●産業再生がうまくいったケース	
		GDP下押し (%)	失業率の上昇 (%)	GDP下押し (%)	失業率の上昇 (%)
(1)自己査定(破綻先・実質破綻先、破綻懸念先、都長信銀行) 15.4	65	-0.7%	0.7%	-0.5%	0.4%
(2)自己査定(破綻先・実質破綻先、破綻懸念先、全国銀行) 26.7	113	-1.2%	1.2%	-0.8%	0.8%
(3)金融再生法開示債権(要管理債権以下、都長信銀行) 26.7	113	-1.2%	1.2%	-0.8%	0.8%
(4)金融再生法開示債権(要管理債権以下、全国銀行) 43.2	182	-1.9%	2.0%	-1.3%	1.2%

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（10月）：政府と協調し追加緩和策を決定

日銀は10/30日に、日本銀行当座預金残高の目標値の引き上げ（10-15兆円から15-20兆円に）、長期国債買い入れの増額（1兆円から1.2兆円に）、手形買入期間の延長（「6か月以内」としてきた手形買入の期間を「1年以内」に延長）など一段の量的金融緩和策を打ち出した。日銀総裁は同日の会見で「政府の動きに合わせた方向で金融政策を決めた」と発言しているように政府総合デフレ対策と協調して、日本経済再生を目指すとの日銀の強い姿勢を打ち出した。ただ9月にタブーとされていた株式購入にすでに踏み切っており、今回の追加策が「小出し」すぎるとの印象しか市場に与えられなかったことは否定できないだろう。

不良債権処理促進案が決まったとはいえ、デフレ圧力が生じてくるのはもうしばらく先であり、さらに来年の通常国会に補正予算が実際に編成される見込みで、その時に再び日銀に対する追加緩和期待が高まることが予想され、これに対応して大規模な当座預金引き上げ・国債買入の増加、さらに積極的な追加緩和策を実施する可能性がある。

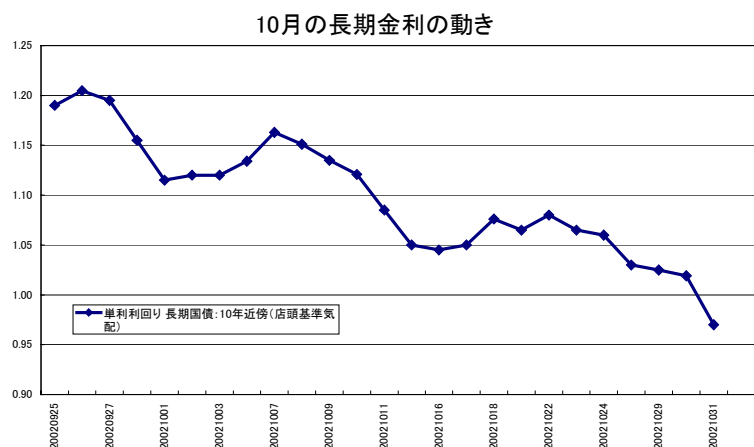
債券相場の動き（10月）

10月の長期金利は、不良債権加速策がデフレ懸念を強め堅調な推移となった。

月初は内閣改造で竹中経財担当大臣が金融庁も兼務とされ、不良債権処理促進によりデフレ圧力が強まるとの思惑から1.1%前半に低下したが、デフレ対策に積極財政がとられるとの懸念からもみ合いの展開となった。その後株安と円安が進行する中で日本売りが連想され1.2%程度まで金利が上昇したが、政府が財政路線堅持の姿勢を変えなかったため、1.1%割れに低下した。

中旬以降は月末のデフレ総合対策の具体化を見極めようと様子見の展開と1%前半の動きとなった。

30日発表の総合デフレ対策では、税効果会計見直しの先送りによって公的資金注入の可能性が遠のき、政府の注入のための資金調達による債券需給悪化の懸念が弱まり、さらに追加補正についても大規模なものが今後も打たれそうにないとの見方が債券市場に広がった。このため31日に約4年ぶり（98年11月以来）に1%割れに低下した。



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (10月)

円ドルレートは月初、塩川財務相が「デフレ対策で為替を操作するのは歓迎しない」と円売り介入に否定的な発言(10/1)をしたことから一旦は円が買われたものの、その後は、日本の不良債権処理本格化に伴うデフレ深刻化への懸念が支配的になる中、日本株下落を背景に円売り圧力が高まったこと、また7-9月期の米企業収益が事前に懸念されていたほど悪くなかったため、米国株に買戻しが入って大幅に反発したことから、円じり安の展開となった。更に、10/18に海外で本邦生保破綻の噂なども加わると、円は125円台まで下げ幅を広げた。

しかし、125円台では本邦輸出企業のドル売り円買い圧力が強まったのに加え、10/21にはムーディーズが日本の外貨建資産を格上げしたことなども円の支援材料となったため、それ以上の円安は実現しなかった。その後、月末にかけては、30日に発表された政府デフレ対策が税効果会計の導入時期を先送りするなど、当初予想されたものよりも緩やかな処理策にとどまった(10/30)ことから、日本経済のハードランディングリスクが弱まったとの見方が支配的となる中、耐久財受注の大幅減少や消費者信頼感指数の大幅悪化などを受けた米国経済への先行き不安がドルの頭を抑え、円が122円台まで買い戻された。

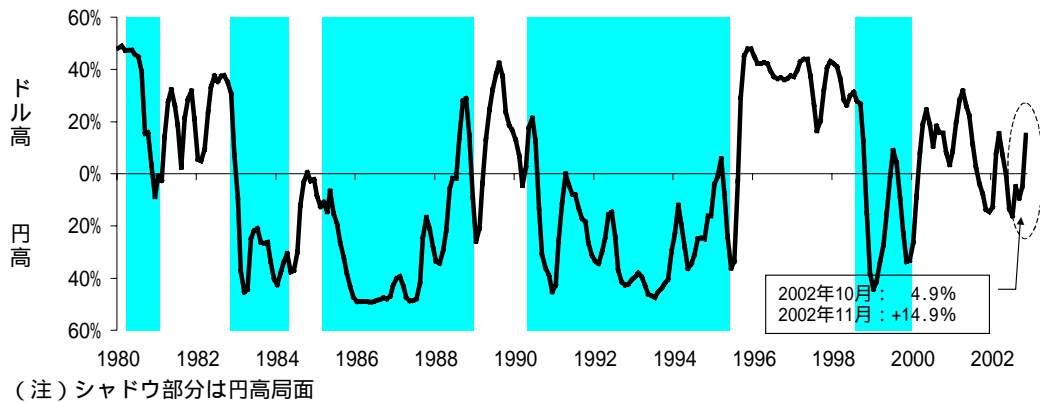
ドルユーロレートについては、10/16に独財務相が独財政赤字はGDP比で3%に収まるとは思えないと発言したことから、ユーロ売り圧力が高まり、一時1ユーロ=0.97ドル近辺まで下落したものの、月末にかけては米国経済への先行き不安から0.99ドル前後まで反発した。

当面の見通し

円ドルレートは、市場が米国に対する懸念材料を一旦消化した夏場以降、日本に対する悲観的な見方が広がったのを背景に、円安ドル高が進んだ。確かに、積極的な円買いを行うような材料は乏しい。しかし、その一方で最近の米株反発は売られ過ぎの修正の域を出ておらず、再び米国への資金流入が始まったことを示しているわけではないと思われる。そのため、持続的なドル高も実現しないと考えており、日米欧通貨による三すくみの状況が、もう暫く続くものと予想する。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、119~127円。



11月の為替インデックスは +14.9%とドル高サインに転換



11月の為替インデックスは +14.9%と、10月の 4.9% (5.2%から改定) から +19.8%ポイント上昇し、今年4月以来7ヶ月ぶりにドル高サインに転じた。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：

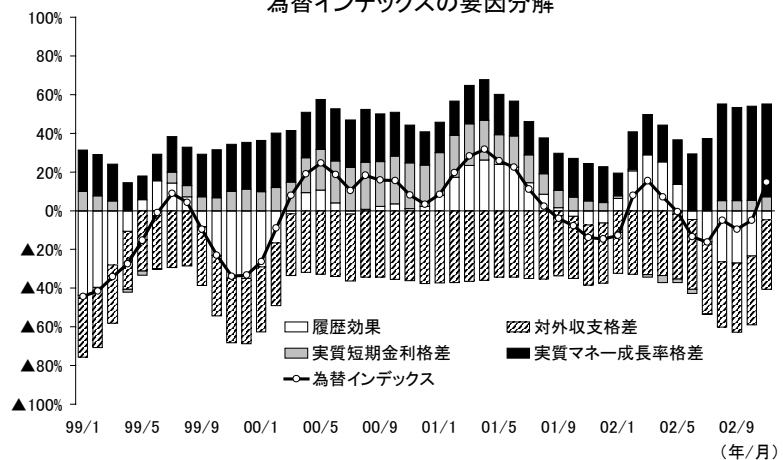
- (1) 実質短期金利差要因：10月為替インデックス比 +1.7ポイントと**円安寄与**。米国における物価上昇率鈍化に伴う実質金利上昇が、実質金利差面から円安要因となった。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 0.2ポイントと**ほぼ中立**。日本の経常収支黒字と米国の経常収支赤字はいずれも依然大きい、月次ベースで見れば格差の度合いに大きな変化はなかった。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 0.4ポイントと**わずかに円高寄与**。日本要因として、量的緩和などに伴いM1は高水準を維持しているものの、前月に続き増加テンポが落ち着いてきた分、わずかに円高要因となった。

尚、履歴効果は前月比 +18.6ポイントの大幅**円安寄与**となり、円ドル相場における春先以降の円高モーメントが解消されつつあることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

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	-16.1%
2002年8月	-5.0%
2002年9月	-9.5%
2002年10月	-4.9%
2002年11月	14.9%

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。

<今週のトピックス：総合デフレ対策>

(担当：矢嶋)

政府は 10/30 日に「総合デフレ対策」を発表した。不良債権処理の加速策、企業再生、雇用対策・中小企業金融支援などのセーフティーネットを柱とし、貸手である銀行、借手である企業一体の再生を目指す。

2004 年度までに主要行の不良債権比率（現在 8%程度）を半減する目標が明記された。資産査定を強化し、自己資本が不足する場合には公的資金を注入することも明記されている。企業再生を進めるために整理回収機構（RCC）から再生機能を分離し債権を買い取る「産業再生機構（仮称）」が創設された。セーフティーネットには「引き続き必要な措置を検討する」と明記され間接的に財政措置を追加する方針を打ち出した。来年 1 月の通常国会の冒頭に提出見込みである。

ただ焦点となっていた繰延税金資産の自己資本算入ルールの変更については、変更の時期を明記しておらず導入時期を先送りしている。

不良債権処理促進策のデフレ圧力

総合デフレ対策と同時に「金融再生プログラム」が示された。その中で最大の焦点となっていたのが税効果会計であるが、銀行・与党内からの反発で今回の対策では「速やかに検討する」と実施時期が明記されず事実上見送られた¹。

みずほホールディング前田社長は、繰延税金資産の算入を米国並みに厳格化すれば「資産を 30 兆円圧縮しなくてはならない」と発言しており、今回の見送りにより短期間に信用収縮が急激に起こるリスクはなくなったといえるだろう。ただ無税償却の弾力化が行われても当面、自己資本の中味の議論が消えるわけではなく自己資本比率維持のため貸出抑制のスタンスは続くだろう。

市場が懸念していた「ハードランディング」のリスクは弱まったものの、今回の促進策で倒産・失業の増加といったデフレ圧力が生じることは避けられない。

不良債権処理加速によって生じるデフレ圧力は、不良債権としてどの程度の資産を処理するのか、処理方法（企業を活かす再建がどの程度行われる

自己査定上の債務者区分と償却・引当

—全国銀行、()内は都長信13行、14/3月末

(単位:兆円)

自己査定	貸倒引当金 <引当率>	
破綻先・実質破綻先 7.4 (3.2)	個別 貸倒 引当 金	100%
破綻懸念先 19.3 (12.2)		約70%
うち要管理先 16.5 (11.3)	一般 貸倒 引当 金	約15%
要注意先 80.2 (45.8)		
正常先 393.4 (250.8)		

(資料)金融庁・日本銀行

¹ ただし 11 月中旬に「金融再生アクションプラン」の工程表が示されることとなっており、実施時期明記に向け再び議論が高まる可能性は残っている。

のか) 税効果会計の厳格化などによる信用収縮をどの程度防げるのか(税効果会計などの導入内容・時期、さらに公的資金導入の効果をどうみるのか)など経済への影響を考える上で不確定要素がいくつか存在している。

以下で行っている試算は、当面税効果会計の厳格化が見送られたことから、と についての影響を考え、不良債権処理により、失業の発生・設備投資など企業活動の低下という直接的な影響とそれにより生じる GDP の減少と失業のさらなる増加など二次的な影響まで踏まえたデフレ圧力を計算している。

不良債権の処理の規模としては、今回の対象が大手行を念頭においたものであることから破綻先・実質破綻先と破綻懸念先の合計 15.4 兆円(図表の(1)のケース)と要管理先まで含んだ 26.7 兆円(図表中の(3)のケース)を想定している。

(図表) 不良債権処理促進の影響

処理対象の不良債権 兆円	離職者数 (万人)	●産業再生がうまくいかないケース		●産業再生がうまくいったケース	
		GDP下押し (%)	失業率の上昇 (%)	GDP下押し (%)	失業率の上昇 (%)
(1) 自己査定(破綻先・実質破綻先、破綻懸念先、都長信銀行) 15.4	65	-0.7%	0.7%	-0.5%	0.4%
(2) 自己査定(破綻先・実質破綻先、破綻懸念先、全国銀行) 26.7	113	-1.2%	1.2%	-0.8%	0.8%
(3) 金融再生法開示債権(要管理債権以下、都長信銀行) 26.7	113	-1.2%	1.2%	-0.8%	0.8%
(4) 金融再生法開示債権(要管理債権以下、全国銀行) 43.2	182	-1.9%	2.0%	-1.3%	1.2%

(注1) 処理不良債権残高から離職者発生までは、内閣府「不良債権の処理とその影響について」(平成13年6月28日)に基づき当研究所で計算。不良債権処理によって消費、設備投資が独立に低下しその合計の乗数倍 GDP には下押し圧力がかかると仮定。失業は直接発生する分と GDP が低下したことにより発生する二次的な失業の合計として計算。

(注2) 産業再生がうまくいかないケースは離職者からの失業発生が50%とあると仮定。産業再生がうまくいったケースは30%を仮定している。

産業再生の仕組みがうまく機能せず失業者が多く発生するケースでは、15.4 兆円の要管理債権を含まない不良債権処理に伴う直接的な離職者が 65 万人で、二次効果まで考慮すると失業率は 0.7%上昇、GDP は 0.7%下押しされることとなる。

また、要管理債権を含んだ額(26.7 兆円)の処理を行った場合、直接的な影響による離職者は

113万人、失業率は1.2%上昇、GDPは1.2%下押しされることとなる。

一方、産業再生の仕組みがうまく機能し、失業者の発生が抑えられるケースでは、15.4兆円の要管理債権を含まない不良債権処理に伴う直接的な離職者が65万人で、二次効果まで考慮すると失業率は0.4%上昇、GDPは0.5%下押しされることとなる。

また、要管理債権を含んだ額(26.7兆円)の処理を行った場合、直接的な影響による離職者は113万人、失業率は0.8%上昇、GDPは0.8%下押しされることとなる。

デフレ圧力緩和が期待される産業再生機構

今回の対策の中で評価できる点として、産業の早期再生を目指して「産業再生機構」が創設されたことを挙げるができるだろう。この機構がうまく機能することによって上記試算のように、不良債権処理により生じるデフレ圧力を相当程度緩和することができる。

しかし再生可能な企業が、そうでない企業なのかの線引きをどのようにして行うのか。さらに、再生可能と判断された企業であってもその後の経済状況により再生不可能となった場合にどのように処理するのかなど、根本的な問題があり、実際この仕組みを機能させるには解決しなくてはならない問題が多い。

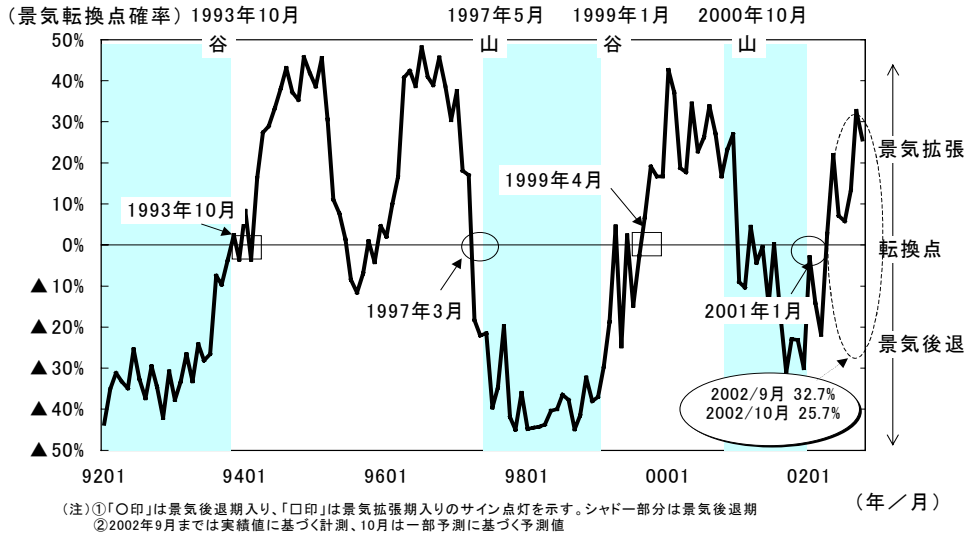
需要創出は力不足

今回の総合デフレ対策では、需要創出は力不足である。政府は「引き続き必要な措置を検討する」と来年の通常国会に補正予算を組む見込みである。税収不足から国債発行30兆円を維持するために歳出カットを行うことは考えにくく、30兆円枠が崩れる可能性が極めて高い。しかし政府閣僚からの発言では、補正予算は税収不足穴埋めと雇用・中小企業金融のセーフティーネットに必要な最小限の規模に抑える見込みとしており、需要創出には力不足である。

試算が示すように、今回の不良債権促進策でも相当程度のデフレ圧力が発生する。またWeekly10月11日号で指摘したように、来年度には社会保険料などを中心に家計負担の増加が見込まれており、不良債権処理に伴うデフレ圧力とともに、そもそも懸念されていた現状の需要不足に対応した需要創出策が必要となるだろう。

<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) ~ 9月 : 32.7%、10月 (予測値) : 25.7%



	ニッセイ景気動向判断指数 (N B I)	月次 GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	水準
01/11	-23.2%	527,835	0.3%	-13.8%
01/12	-30.0%	524,521	▲0.6%	-14.6%
02/1	-2.9%	528,136	0.7%	-12.7%
02/2	-14.1%	525,906	▲0.4%	8.0%
02/3	-21.9%	524,142	▲0.3%	15.5%
02/4	2.8%	529,251	1.0%	7.1%
02/5	21.9%	530,319	0.2%	-0.4%
02/6	7.1%	528,701	▲0.3%	-13.4%
02/7	5.7%	528,249	▲0.1%	-16.1%
02/8	13.3%	536,056	1.5%	-5.0%
02/9	32.7%	528,460	▲1.4%	-9.5%
02/10	25.7%			-4.9%
02/11				14.9%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改定
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10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。

月次 GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年10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障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)