



# 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 / 産業再生機構の課題

### < 日銀ウォッチ >

1. 日銀は4月30日の政策決定会合で、最安値を更新しつづける株価、アジア経済へのSARSの悪影響に対する対応として当座預金残高の目標値を17~22兆円から22~27兆円に引き上げ、産業再生機構に対する証書貸付債権を新たに適格担保として導入するなどの追加緩和策の実施を決定した。
2. 早ければ5月の決定会合には、資産担保証券買い入れに何らかの方向性が示されよう。

### < 金融・為替市場 >

1. 国内債市場では、仮に北朝鮮の核問題や日本株安などに伴う日本売りの発想で一時的に金利が上昇しても、長期金利が持続的に水準を切り上げる可能性は少ないと思われる。
2. 為替市場では、円売り材料が増えているものの、米国経済についても暫く慎重な見方が続くものと思われ、円ドルレートは方向感に欠ける推移を続けるであろう。

### < トピックス：産業再生機構の課題 >

1. 16日発足した産業再生機構は、その枠組みがうまく機能すれば産業と金融の一体再生の取り組みが格段に前進する。
2. ただし、適正な買取価格の形成や、個別企業の再生とともに、不況業種全体の再編を如何に行なえるかが大きな課題である。

2003年度もデフレ継続見込み

政策委員の大勢見通し

対前年度比、%。なお &lt; &gt; 内は政策委員見通しの中央値。

( ) 内は昨年10月時点

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+0.8 ~ +1.1 < +1.0 > ( +0.4 ~ +1.0 )	-1.0 ~ -0.9 < -1.0 > ( -0.7 ~ -0.4 )	-0.5 ~ -0.4 < -0.4 > ( -0.6 ~ -0.4 )

シニアエコノミスト 熊谷 潤一(くまがい じゅんいち) (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 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/>

## < 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

4月は前半(7,8日)と後半(30日)の2回、政策決定会合が開催された。前半の決定会合では、金融調整方針の現状維持と資産担保証券購入検討が決定され、後半では、当座預金残高の引き上げと適格担保の拡大が決定された。

### 4月前半の金融政策：資産担保証券購入検討を発表

4月前半の決定会合では、金融調節方針の現状維持が8対1と多数決で決められた。4月に入り、郵政公社分の当座預金残高が7兆円台を維持しているため、当座預金残高は26~28兆円(目標当座預金残高は17~22兆円)となっていたが、残高目標の引き上げは見送られ、なお書きでの対応が継続されることとなった。

3/25日の臨時政策決定会合において、福井総裁から「金融緩和の波及メカニズム強化の観点から、企業金融や金融調節の面においてどのような措置が考えられるか、準備が整い

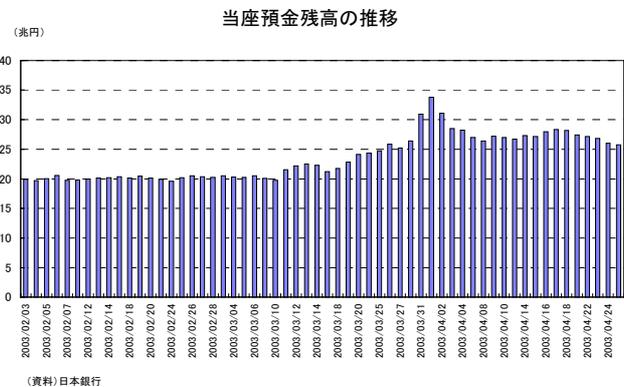
次第、金融政策決定会合において報告するよう」執行部に指示がなされていた。これを受け当会合では、(1)中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券を、時限的措置として金融調節上の買入れ対象資産とすることについて検討を進めること、(2)資産担保証券買入の具体的スキーム策定について市場関係者等の意見を求めること、(3)具体的スキームは改めて金融政策決定会合において討議のうえ決めること、が決定された。

資産担保証券のような民間債務を購入する基準も同時に公表され、(1)波及効果、(2)市場機能を歪めることはないか、(3)日本銀行の財務健全性、などを見極めながら買入の具体的方法を最終的に決定していくとした。

財務省も今年度の日銀の引当金増額を容認したとの報道があり、(3)の条件はクリアされているので準備が整い次第導入されるだろう。ただし日銀による資産担保証券の買入が実行されたとしても福井総裁が指摘している金融の目詰まりが解消されるということにはならないだろう。CP担保証券市場の規模はもともと小さい上に、短観でも示されているように現状、中小企業の資金繰りが極めて悪い状況でもなく、資金繰り改善が企業行動を促し設備投資などに向かうというストーリーも現状では描きにくい。

### 4月後半の金融政策：当座預金引き上げと適格担保の拡大

後半の政策決定会合では、当座預金残高の目標額が17~22兆円から22~27兆円に引き上げら



れ、産業再生機構に対する証書貸付債権が新たに適格担保として導入されるなどの追加緩和策が決定された。日銀が緩和に踏み切った背景には、最安値を更新しつづける株価、アジア経済へのSARSの悪影響への対応を強く打ち出す必要があったと判断したようだ。

また担保拡大は、金融機関が産業再生機構向けに資金を供給しやすくするための策で、不良債権処理促進に日銀が政府と一体となって協力する姿勢を強く打ち出したものと考えられる。

今後については、早ければ5月の決定会合には、資産担保証券買い入れに何らかの方向性が示されよう。福井総裁が再三指摘している金融の目詰まり解消に向けて、さらなる民間債務購入の検討が進められる可能性もある。さらに不良債権処理促進を後押しするために、日銀がRCC、産業再生機構へどのように資金供給するかなどが今後検討されるだろう。

### 展望レポートとインフレ参照値

半期に一度の「経済・物価の将来展望とリスク評価（展望レポート）」が30日に公表された。透明性向上の観点から、今回より金融政策運営と金融環境等に関するパートが新設され、参考計表において新たに委員の見通しの「中央値」が公表された。今回は2003年度の見通しが発表されたが、昨年10月とくらべて実質GDPは若干上方修正されてはいるものの、消費者物価指数の見通しは-0.5～-0.4%とデフレ継続を見込んでいる。

#### 政策委員の大勢見通し

対前年度比、%。なお< >内は政策委員見通しの中央値。

( )内は昨年10月時点

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2003年度	+0.8～+1.1 < +1.0 > (+0.4～+1.0)	-1.0～-0.9 < -1.0 > (-0.7～-0.4)	-0.5～-0.4 < -0.4 > (-0.6～-0.4)

この経済成長率や物価上昇率の予想値などを盛り込んだ展望レポートに対して、日銀が事後的に検証していなかったため、市場関係者から「情勢判断に対する責任を明確にすべきだ」との指摘や、なんらかの「インフレ参照値」を検討すべきだとの意見も出ていた。このインフレ参照値ないし物価の数値目標について、福井総裁は4/10日の定例会見で、物価の数値目標について「数量的に目標なり定義を掲げることが全体の透明性向上に必要かどうか。そこを議論する必要があるが、過去に議論されたか否かにかかわらず、改めて取り上げることもやぶさかではない」と今後幅広い検討を行うことに言及している。さらに中原審議委員は4/17日の講演の中で「一定の物価上昇率を持つことは差しつかえないし、場合によっては必要ではないか」と前向きな見解を示した。しかし植田審議委員は4/24日講演会で「今はなくてもそれほど障害はない」と消極的な見解を示していることに見られるように、今のところ日銀内でも意見が分かれているようだ。意見の調整には時間がかかりそうであり、次回展望レポートが発表される10月に向けて議論が本格化するだろう。

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 最近の金融市場の動き

#### (4月の概況)

国内債市場では、イラク戦争終結に伴う米国株高を背景に日経平均株価が一時 8200 円台を回復したことなどから、月上旬には、10 年国債金利が一旦は 0.7% 台まで上昇した。

しかし、厚生年金の代行返上や持合い解消による需給悪化や国内景気に対する根強い先行き不安から日本株が再び下落に転じ、連日バブル後最安値を更新する中において、投資家の債券購入ニーズが解消されることはなかった。さらに、SARS の景気に対する悪影響への懸念や、北朝鮮による核保有表明(25日)に伴う東アジア地域の地政学的リスクの高まりが日本株安に拍車をかけた結果、日経平均は一時、終値ベースで 1982 年 11 月以来となる 7600 円台まで下落した。こうした中、10 年金利も史上最低水準を連日更新し、月末には 0.600% を付けるなど、金利低下に歯止めがかからない状況が続いた。

10 年金利が低下を続ける中、投資家はより高い利回りを求めて超長期ゾーンへの買いを一段と強めた結果、月央には 20 年国債金利もついに 1.0% を割り込むとともに、30 年国債も 1.0% 台まで金利が低下した。

#### (当面の円金利見通し)

北朝鮮による核保有問題への懸念や、ほぼ一本調子で金利低下が続いたことへの警戒などから、イールドカーブが現在の水準(5年 0.2%、10年 0.6%、20年 0.9%、30年 1.0%)から更に一方的に低下し続けるのは、やや無理があるかもしれない。しかし、米国でさえ供給過剰感の解消を進めているような状況において、世界的なディスインフレ・デフレ環境が解消する局面は、当分想定しづらい。従って、何らかのショック(北朝鮮問題や株安をきっかけとした日本売りの発想の高まり)で一時的に金利が上昇しても長続きせず、長期金利の水準が持続的に切り上がる可能性は小さいと思われる。今後 1 ヶ月の国債 10 年金利の予想レンジは、0.55~0.70%。

### 最近の為替市場の動き

#### (4月の概況)

円ドルレートは月初、イラク戦争の事実上の終結を好感するかたちで米国株が反発したのに伴い、ドルの買い戻しが活発化したため、120 円台まで円安が進んだ。

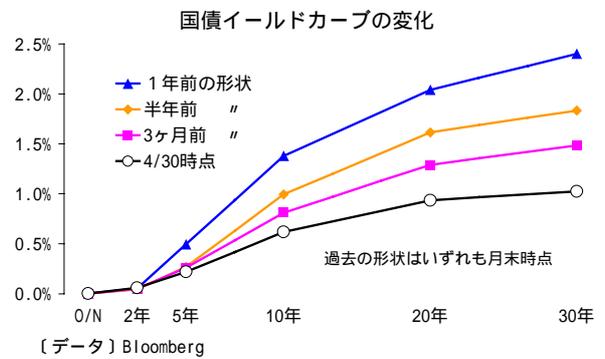
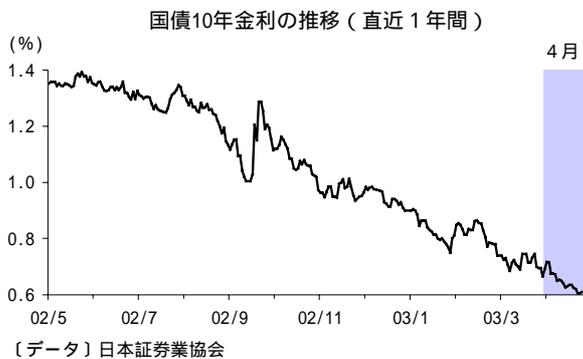
その後、高金利通貨への需要の高まりを背景に、円がユーロ、豪ドル、加ドルに対して弱含む傾向が続いたことや(円ユーロレートは月末には一時 99 年 5 月以来となる 1 ユーロ = 133 円台まで下落)、北朝鮮による核保有発言(25日)で東アジアにおける地政学的リスクが高まったことから、円は対ドルでも 121 円台まで売られる展開となった。しかし、120 円台後半から 121 円

近辺の水準では本邦輸出企業のドル売り需要も強いいため、それ以上の円安は進展せず、円ドルレートは月を通じて概ね 119~121 円でのレンジ推移となった。

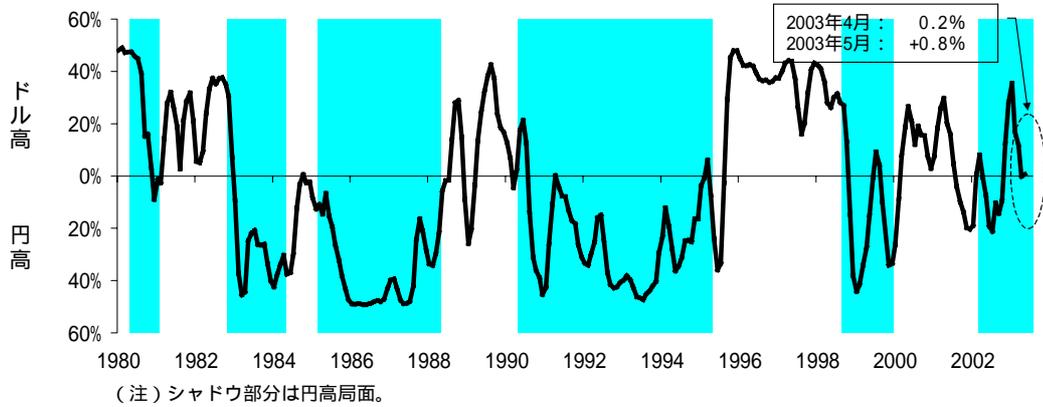
ドルユーロレートは、月初こそイラク戦争終結に伴うドル買い戻しの活発化から、一時 1 ユーロ = 1.05 ドル台までユーロ安が進んだものの、金利差面からユーロが優位さを維持しているのに加え、景気の先行きへの懸念からユーロ圏の債券に対する買い安心感が強い分、投資家のユーロ買い意欲は衰えず、ポジション調整一巡後は再びユーロ高基調が強まり、月末にかけて 99 年 2 月以来となる 1.11 ドル台までユーロ高が進んだ。

**(当面の見通し)**

円ドルレートについては、円売り材料(北朝鮮問題への懸念、日本株安、国内の低金利を嫌気した高金利通貨への資金流出、輸出のピークアウトなど)が増えており、目先の円上昇余地は限られよう。しかし、その一方で米国経済のファンダメンタルズについても暫く強弱両要因が入り交じり(プラス面 = イラク戦争終結に伴うマインド改善、マイナス面 = 雇用、設備、生産の停滞など)景気の順調な回復を確認するかたちで本格的なドル買いが実現する可能性は低いと思われる。従って、対ドルで見れば円安余地も限定的となり、方向感に欠ける展開は暫く続くだろう。今後 1 ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、118~122 円。



## 為替インデックス（円ドル）：5月は+0.8%と中立サイン継続



5月の為替インデックス（円ドル）は +0.8%と、前月に比べれば 1.0 ポイント上昇したものの、概ね中立の状態が続いていることを示している。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

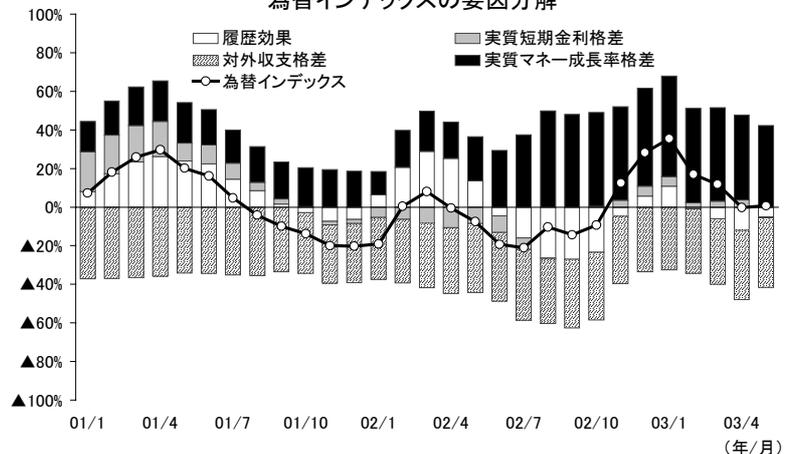
- 1) 実質短期金利差： ほぼ中立。対前月ベースで見た場合は、米国の物価変動がやや不安定な中、上昇したのに伴い米実質金利が低下し、実質短期金利差が縮小したため、月次変動要因としての寄与度は 4.1 ポイントの円高寄与であった。
- 2) 対外収支格差： 引き続き円高要因。但し、対前月ベースで見ると今月はほとんど収支格差に変動が見られなかったため、月次変動要因としてはほぼ中立だった。
- 3) 実質マネー成長率格差： ドル高としての要因が解消する傾向が継続。ペイオフ一部解禁に伴う定期性預金から普通預金へのシフトの一巡などを背景に、日本のM1伸び率の鈍化が続いているが、単月ベースでは 1.6 ポイントの小幅円高寄与にとどまった。

なお、履歴効果は 6.7 ポイントのドル高寄与となり、3月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）

2002年5月	-7.5%
2002年6月	-19.2%
2002年7月	-21.1%
2002年8月	-10.3%
2002年9月	-14.3%
2002年10月	-9.4%
2002年11月	12.5%
2002年12月	28.3%
2003年1月	35.5%
2003年2月	16.9%
2003年3月	11.8%
2003年4月	-0.2%
2003年5月	0.8%

為替インデックスの要因分解



## < トピックス： 産業再生機構の課題 >

(担当：矢嶋)

不振企業向け貸出債権を銀行から買い取り企業の再生を支援する産業再生機構が、4/16日、正式に発足した。再生機構は金融機関が抱える不良債権のうち、金利減免などの支援措置を受けている「要管理先」などの債権を主に非メインバンクから買い取り、メインバンクと協力しながら対象企業の再建を進めることになる。買取期間は不良債権比率を半減するという政府目標にあわせ、開業後2年間となる。報道によれば2年間に7.3兆円の要管理債権を非メインから買い取る計画で、この規模は全国銀行の要管理債権約16.8兆円(02年9月末)の半分に相当する。その後の3年間で第三者に売却することで黒字化を実現する計画となっている。

(単位：兆円)

	金融再生法開示債権				正常債権	合計
	破綻更正債権	危険債権	要管理債権			
全国銀行計	40.1	7.0	16.4	16.8	445.5	485.6
うち主要行	23.9	2.8	9.5	11.6	272.2	296.2

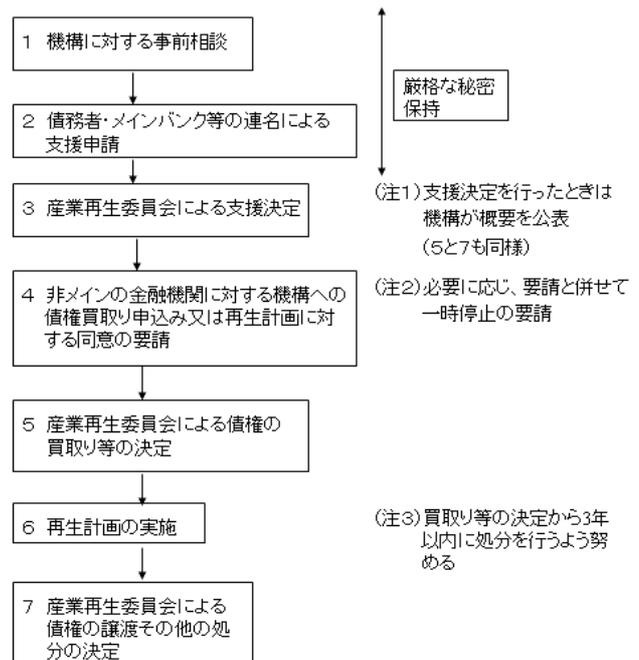
### 産業再生機構の業務フロー

産業再生機構には銀行等に対して強制的に要管理債権を売却させるという権限はなく、あくまで申請により買い取りが行われる。

まず右図の1に該当する部分である対象事業者やその債権者の金融機関等から機構に対し再生計画とともに事前の相談が行われる。その後対象事業者及びその債権者の金融機関等からの正式な支援の申込みがなされ、産業再生委員会が当該事業会社の事業再生の可能性が高いと判断した場合、対象事業者に対する支援が行われる。支援決定後は関係金融機関等に対して機構への債権買取申込みおよび再生計画に対する同意を求め、これが得られれば産業再生委員会が債権買取りの決定を行う。買取り後は機構は再生計画をフォローするとともに、融資・保証等のニーズにも対応し、原則として買い取り決定後3年以内に譲渡などの処分を行う。

機構を使って不良債権処理を実施することで、今まで問題となっていた債権者間の利

### 典型的な個別案件の取扱いのフロー



(資料) 内閣府

害関係の調整が容易になるほか、買取り決定までの間、抜け駆け的な回収の一時停止要請が行われる、産業再生法の認定を受けることで、減税等の措置がある（債権放棄等が行われれば、さらに税制上のメリットがある）政策金融機関の再生協力が受けられるなどのメリットがあり、産業再生機構の枠組みがうまく機能すれば、産業と金融の一体再生の取り組みが格段に前進する。しかし、産業再生機構がうまく機能するかどうかについて、以下のような懸念点も残されている。

### ネックとなるのは、買取り価格と構造不況業種の再編をどう行うか

#### （１）買取り価格の適正水準

再生機構は自主的に案件が持ち込まれない限り機能しない。銀行に強制的に債権を売らせる権限はないため、買取り価格が銀行の予想よりも低かった場合、機構への売却を断念するという事態も想定し得る。

機構の買取り価格は、再建計画に基づいた将来のキャッシュフローから算出される現在の市場価格とされているが、将来の損失を恐れて価格が低すぎると銀行の債権売却がなかなか進まない、逆にあまり高すぎると銀行への補助金との批判も免れない上に、最終的な売却の際に売れにくくなり、大きな損失が発生するか、塩漬けとなってしまう可能性が高い。価格については短期間で解決はまず望めまい。着実に案件を積み上げて銀行サイドとのコンセンサスができるまで、かなりの時間が必要となるだろう。

#### （２）過剰業種に再生の芽をいかに見出すか

産業再生委員会の支援決定には、具体的な支援基準が設定されている。

不振企業であっても収益力があり再建のコアとなる事業がある場合については、産業再生機構に持ち込み、スリム化し競争力の回復が実現できる可能性はある。そのため買取り決定の基準は予想しやすく産業再生機構による買取りも比較的スムーズに進むだろう。しかしそもそも産業再生機構が検討された段階で、対象として意識されていた建設、流通といった構造不況業種の場合、業界全体の再編・淘汰が行われなければ個別企業の基準が満たされることは困難である。

- |                               |
|-------------------------------|
| 支援基準(再生計画終了時点で満たされなければならない要件) |
| 生産性基準(次の3つのうちいずれかを満たすこと)      |
| ・自己資本利益率(ROE)が2%ポイント以上向上      |
| ・有形固定資産回転率が5%以上向上             |
| ・従業員1人当たり付加価値額が6%以上向上         |
| 財務健全化基準(次のいずれも満たすこと)          |
| ・有利子負債のキャッシュフローに対する比率が10倍以内   |
| ・経常収入が経常支出を上回ること              |

第一号案件は、比較的利益を生みやすいコア事業を有している製造業になるのではとの報道がなされている。コアとなるべき事業が低迷している構造不況業種の企業をこの枠組みで再生するには、個別の企業の再生と同時に、業界全体の再編をどの程度進められるかが大きな鍵となつてこよう。