

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／足利銀行は特別だったのか？

< 今月の日銀ウォッチ >

- 11月は当座預金残高目標が据え置かれている。この1カ月間の金融政策関係の動きでは、①11月の金融経済月報で2001年2月以来の「回復」という言葉が使われた、②11月の政策議事録が発表され、その中で「追加緩和の是非」「量的金融緩和解除条件」の議論内容が注目された。

< 金融・為替市場の動き >

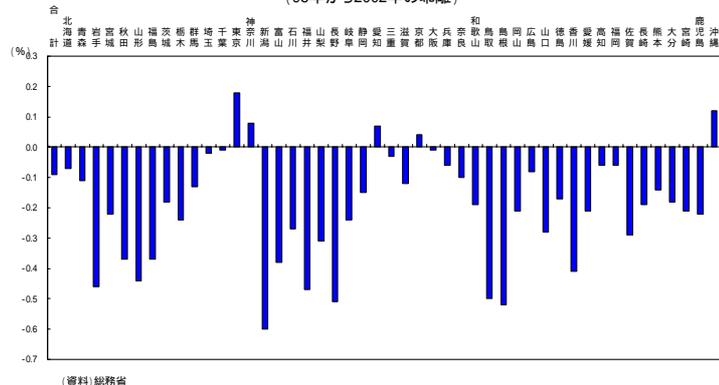
- 国内景気に対する楽観的な見方が金利先高観の増大につながる一方で、長期金利上昇局面では、引き続き投資家の債券買いが入ると思われ、当面はレンジ推移が続こう。
- ドル先安感はなかなか解消されないものの、巨額の介入によって目先の円高リスクが軽減されつつある分、円ドルレートは短期的にはボックス圏での推移となろう。

< トピックス：足利銀行は特別だったのか？ >

- 足利銀行の一時国有化が決定した。足利銀行が特別、財務内容が悪かったという事実はあるが、地域金融機関全体が抱える共通の問題があるということも事実だ。
- 今後2005年4月のペイオフ解禁に向け、地域金融機関の再編が加速することが予想される。地域金融機関をどう再生・再編し、それと同時に地域経済自体をどう立て直すのか、待ったなしの対応が迫られている。

地域経済疲弊の中で地域金融機関の再編をどう進めればいいのか？

県別有効求人倍率の改善幅
(95年から2002年の乖離)



(資料)総務省

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 TEL: (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)

金融政策は11月当座預金残高が据え置かれている。この1カ月間の金融政策関係の動きでは、①11月の金融経済月報で2001年2月以来の「回復」という言葉が使われた、②11月の政策議事録が発表されそこで「追加緩和の是非」「量的金融緩和解除条件」の議論内容が注目された。

2001年2月以来の「回復」判断

11月の日銀金融経済月報では、日本経済は輸出を起点に成長軌道に入ったとの判断がなされ、実に2001年2月以来初めて景気の総合判断に「回復」という言葉が使われた。

足もとの景気は、アジア向け輸出の好調から企業の設備投資が増加し、企業部門の拡大が家計部門に波及し始めている。回復の遅れていた鉱工業生産も、2003年4-6月期には▲0.7%の減少となったものの、7-9月期には前期比1.3%の増加となって回復を示した。失業率は高止まりしているが、2003年度初めまで減少を続けていた就業者数は下げ止まっており、所定外労働時間の増加などから、これまで減少を続けていた賃金が前年比で増加するなど、雇用・所得環境にも改善の兆しが見える。

福井総裁は記者会見で「前向き **「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」**の循環が動き始めている」「標準 **(大勢見通し)**

シナリオにおおむね沿って経済は動き始めた」と語っている。

この標準シナリオとは、日銀が10

月31日に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」(大勢見通し)だ。

これによれば、今年度のGDPの成長は+2.3~2.6%(前年比)、来年度も引き続き成長は維持され今年度と同等の+2.3~2.6%との見通しとなっている。ただ、量的緩和政策のメルクマールとなる消費者物価(全国、除く生鮮食品)の「大勢見通し」は、2004年度も▲0.5~▲0.2%程度の上落となると見込まれている。

最近の総裁の発言等では2005年4月からの「ペイオフ解禁」への言及が数多く行われている。「標準シナリオ」通りに回復が続けば、ペイオフ解禁した後の金融市場の落ち着きが確認される2005年の秋ごろが量的金融緩和解除の最短時期ということが言えそうだ。

ただ、足もとで進んでいる円高の影響により、2004年度の成長率は鈍化する可能性がある。

多くの民間機関で今年度、来年度の見通しが一斉に発表された。全体の傾向として、今年度よりも来年度の成長のほうが低いようだ。ニッセイ基礎研では、2003年度2.6%、2004年度1.8%と成長鈍化を見込んでいる。来年度の最大の景気下押し要因は「円高」だ。

秋以降急激に円高が進んでいるが、円高の影響はラグを伴って経済の下押し圧力となる。当研究所のマクロ経済モデルを使えば、2003年10-12月期以降円の水準が10%円高にシフトしその状態

	対前年比、%		
	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	+2.3~+2.6	-0.9~-0.5	-0.3~-0.1
2004年度	+2.3~+2.6	-0.8~-0.4	-0.5~-0.2

がずっと続いた場合、円高が起こらなかつた状態からの差は、2003年度中には実質GDPの押し下げ効果は小さいが、徐々に影響は拡大し2004年度には▲0.3%程度に拡大する。このため、このところの円高は2003年度の経済成長率への影響としては軽微だが、2004年度後半に向けて成長率が鈍化する原因となる。

日銀の見通しは3カ月に一回見直しが行われることになっている。今回は1月となる予定だが、①足もと進行の円高、②不安定な国際情勢がどのようにシナリオに反映されるか注目だ。

追加緩和、量的金融緩和条件追加の会合状況

11月27日に、10月9-10日の金融政策決定会合の議事要旨が公表された。この10月の会合では、日銀の景況感の上昇修正は間違いなく、市場では政策変更なしと予想していた。しかし予想に反し、当座預金残高目標値の上限の引き上げが行われた（27～30兆円程度から27～32兆円）。

またそれと同時に、量的金融緩和解除条件となっている消費者物価について、

- ① 基調的な動きとしてゼロ%以上（数カ月平均して確認）
- ② 先行き再びマイナスとなると見込まれない
- ③ 総合判断

という条件が示された会合である。

（1） 当座預金上限の引き上げについて

今回の緩和は、市場予想に反していただけに、進行していた「円高」に対して日銀が何らかの姿勢を示したとの判断がなされていた。実際の議事録を読むと、实体经济にマイナスの影響が及ぶ可能性に対応するため、予防的に当座預金残高目標を引き上げておくことが望ましい、との見方が出たが、大方の委員は、円高の影響は注意深く見ていく必要があるものの、今の段階では实体经济への特段の影響は確認できず、金融政策面に対応する必要はない、との認識となっている。

今回の引き上げでは賛否が割れた。反対派は議長提案に反対した三委員（田谷、植田、須田委員）だが、機動的に量的金融緩和を推し進める一方で、その「量」自体の意味合いに議員の意見が割れてきているようである。

当座預金残高の引き上げに賛成の委員の意見：

- ・景気のダウンサイド・リスクに対応するという今までの意味での追加緩和とは異なるものであり、金融調節の機動性を高めて、それを通じて景気回復に向けた動きをより確実なものとしていくことに主眼がある措置
- ・金融市場の資金ニーズなどに的確に対応しながら、機動的に資金供給を行っていけば、経済主体の期待形成の安定化の面でも相応の好影響がある
- ・予防的に対応する必要がある
- ・市場への情報発信のみでなく、当座預金残高目標の引き上げという行動を通じて、日本銀行の量的緩和政策継続に関する強いスタンスを明確にすべき

- ・30兆円の上限があることで金融調節の柔軟性が失われている

議長提案に反対した三委員(田谷、植田、須田委員)の意見：

- ・量の増加を金融緩和手段としてきたこれまでの政策運営との整合性を欠く
- ・柔軟な調節の政策意図がはっきりしないため、為替介入のサポートと捉えられかねない等、不透明感が高まる
- ・金融市場は安定しており追加的な緩和で対応することが必要な状況ではない
- ・一時的な市場の不安定化には「なお書き」で対応すれば良い
- ・意図がはっきりしない措置を行うことは、金融政策の透明性を損なう可能性がある

(2) 量的金融緩和条件～「先行き再びマイナスとなると見込まれない」

市場の期待を安定化させるため、市場に強いメッセージを伝えることにより時間軸効果をより強固なものとする観点から、プラスの具体的な数値を示すことが必要、との意見が出された。

これに対して大方の委員は、「ゼロ%を超える」見通しを持っていることが必要との意見。その理由としては、(1)コミットメントとして高いハードルを置くと、将来の政策の柔軟性を犠牲にし、結果として経済・金融を不安定化させることになるため、時間軸の強さと政策の柔軟性とのバランスをとる必要がある、(2)その意味で、先行きの要件の具体化としては、「ゼロ%を超える」といったある程度柔軟性をもった基準とすることが適当であり、(3)こうしたもとの、金融政策は経済・物価情勢等を総合的に判断して決定との意見のようだ。

大方の委員の意見からすれば、量的金融緩和解除時点で、目標物価水準を設定し、金利上昇の中でインフレ抑制に向けた日銀のフリーハンドを確保しようとの思惑が見える。

足利銀行破綻に即日対応、市場は比較的落ち着いた動き

日銀は12月1日、足利銀行の一時国有化決定に伴う動揺を防ぐため、金融市場に潤沢な資金供給をした。金融調節の実施時間を通常よりも前倒しし、1兆円を供給した。即日での資金供給はりそなグループの実質国有化が明らかになった直後に実施した5月19日以来のことである。日銀当座預金の残高は31兆円に達した(日銀の誘導目標の上限：32兆円程度)。

イラク問題などの国際情勢の混乱と重なり、株価が一時1万円を割る場面もあったが、その後は回復し、債券市場、為替市場とも比較的落ち着いた動きとなった。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(11月の概況)

国内債市場では、米国経済の本格回復期待を背景に米金利が上昇したことや、相次ぐ国債入札を控え需給懸念が高まったことなどを背景に、長期金利（10年国債利回り）が1.5%半ばまでじりじりと上昇した。その後、①月内に実施された国債入札がいずれも無難に消化されたこと（6日10年債、11日5年債、13日30年債、20日20年債）、②9月機械受注が予想外に減少したこと（11日）、③米株安の進行、④円高の進展、⑤テロへの警戒などを背景に、日経平均株価が3カ月ぶりに1万円台を割り込むと（17日）、債券相場は月央にかけて急反発し、10年国債利回りが一時1.2%台まで低下した。しかし、①根強い国内景気回復期待、②円高の一服、③期末要因に伴う売り一巡後に上昇に転じた米株市場などを背景に、国内株式市場が再び持ち直したことから、それ以上の長期金利低下は実現せず、月後半は10年国債ベースで見て1.3%前半で揉み合う展開が続いた。

(当面の円金利見通し)

減税効果などを背景に米国経済が力強い成長を遂げている状況下、国内でも景気の先行きに対する楽観姿勢が一層強まっているため、長期金利が目先大幅に低下する可能性は小さいだろう。しかし、デフレ解消の目処がはっきりしない中で、円高リスクなどが払拭されない状況では、日銀が金融政策を転換する可能性は小さいこと、また、長期金利が上昇する局面では今後ともイールド確保などに向けた投資家の債券買いが予想されることから、長期金利の上昇にも限界があると思われ、当面は1.3%台を中心としたレンジ推移が続こう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.2～1.6%。

最近の為替市場の動き

(11月の概況)

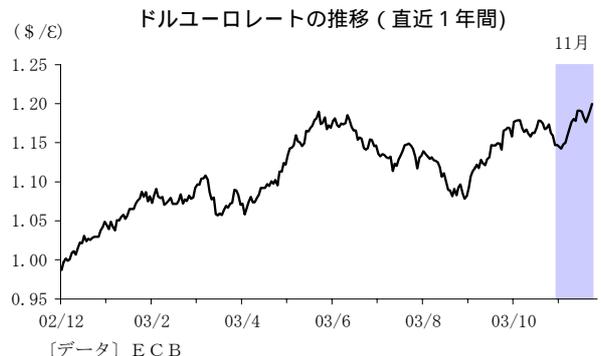
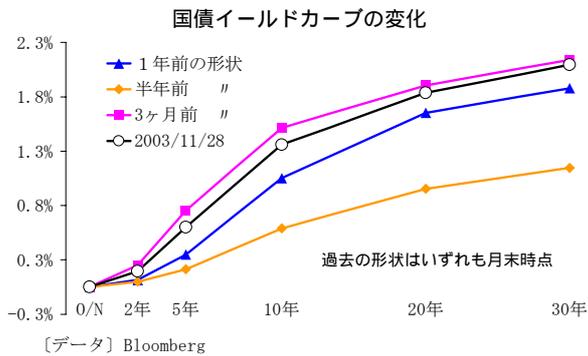
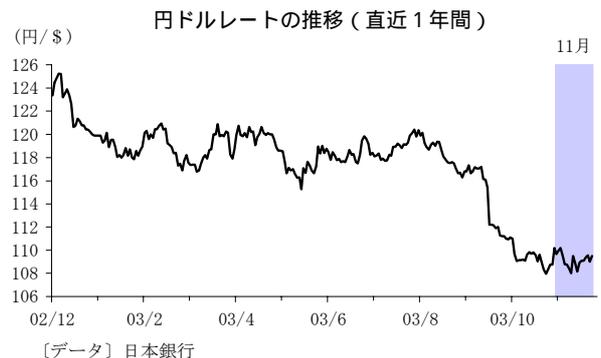
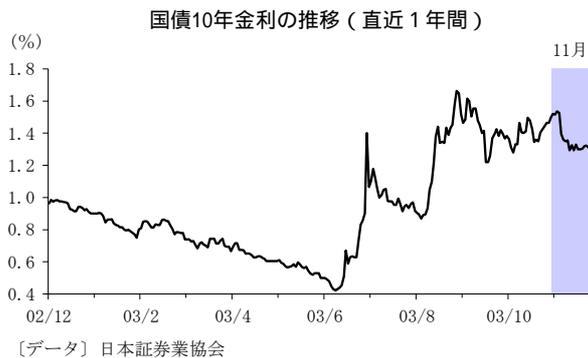
前月下旬（10/29）の議会証言でスノー米財務長官が日本の為替介入を批判しなかったことや、米経済指標が相次いで米国経済の好調さを裏付ける内容であったことから、月初にはドル買戻しの流れが強まり、円ドルレートは一時1ドル＝111円台まで円安ドル高が進んだ。しかし、110円超では本邦輸出企業の円買い圧力が強いのに加え、イラク情勢が好転しないことなどからドルが対高金利通貨中心に売られると、ドルの上値は対円でも次第に重くなっていった。こうした中、決算を控えた投信・金融機関の損益確定の売りなどを背景に米株安が進むとともに、対米証券投資額が9月に大幅に減少したことが示される（18日）と、ドル売り圧力は一段と高まり、19日には対ドルで3年ぶり高値となる107.52円まで円高が進んだ。この水準では政府・日銀の円売りドル買い介入が入ったことから、それ以上の円高ドル安は進展せず、月末にかけては、むしろ期末

要因を消化した米株価が強い経済指標を背景に再び反発に転じたため、ドル買い優勢となった。

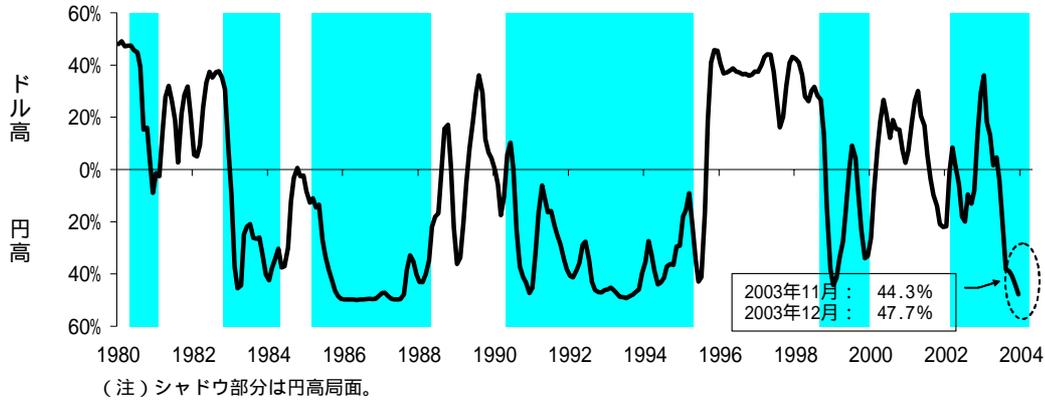
ドルユーロレートは、イラク情勢の悪化や欧州経済指標の好転などを背景にユーロ高基調が強まった結果、月末には1ユーロ=1.20ドル台を付け、ユーロが対ドルで史上最高値を更新した。

(当面の見通し)

米国経済が高成長を続けているにもかかわらず、イラク情勢が好転する兆候を見せないことから生じる地政学的リスクの高止まりや、膨大な「双子の赤字」に見合うファイナンスリスクへの不安などを背景に、ドルの先安感はなかなか解消されない。しかし、その一方で政府・日銀の膨大な介入(および介入に対する警戒感)によって目先の円高リスクが軽減されつつあることから、円ドルレートは短期的には身動きの取りにくい状態となっており、当面は1ドル=109円を中心としたボックス圏相場が続こう。今後1カ月の円レートの対ドル予想レンジは、108~112円。



為替インデックス(円ドル): 12月は 47.7%と円高サイン継続

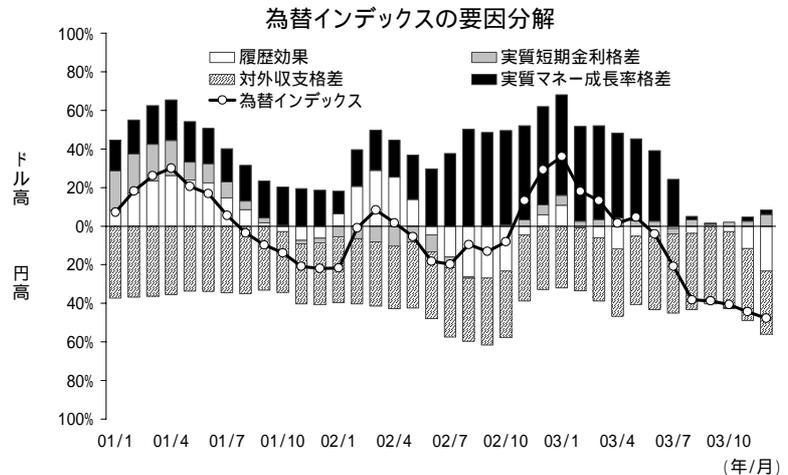


12月の為替インデックス(円ドル)は ▲47.7%と、前月に比べて3.4ポイント下落し、円高圧力が依然として高いことを示した。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

- 1) 実質短期金利差：引き続き中立に近い状態が続いているが、米PPIが安定する一方で国内PPIのマイナス幅がやや縮小した分、実質短期金利差が小幅拡大(米>日)した結果、対前月ベースで見ると3.7ポイントのドル高寄与であった。
- 2) 対外収支格差：引き続き大きな円高要因であることに変わりはない。ただ、国内経常収支黒字が高水準ながら安定推移する中での米経常収支赤字の対GDP比縮小に伴い、月次ベースでは4.5ポイントのドル高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差：実質短期金利差同様、ほぼ中立に近い状態が続いている。単月ベースでも特に大きな変動はなかった。
- 4) 履歴効果：前月に続き11月も一時107円台を付けるなど、円ドルレート of 円高基調が不変であることから、履歴効果は依然として強い円高モーメンタムを示しており、12月も11.6ポイントの円高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

2002年12月	29.2%
2003年1月	36.1%
2003年2月	18.1%
2003年3月	13.2%
2003年4月	1.6%
2003年5月	4.6%
2003年6月	-4.1%
2003年7月	-20.9%
2003年8月	-38.3%
2003年9月	-38.8%
2003年10月	-40.7%
2003年11月	-44.3%
2003年12月	-47.7%



< トピックス：足利銀行は特別だったのか？ >

(担当：矢嶋)

足利銀行の一時国有化が決定した。今回の足利銀行の破綻原因は、同じ地銀で財務内容を比較すれば、足利銀行が特別、財務内容が悪かったという事実はあるが、地域金融機関全体が抱える、オーバーバンキング問題、地域経済の低迷、リレーションシップバンキングへの移行の難しさという問題が共通してあるということも事実だ。

今後2005年4月のペイオフ解禁に向け、地域金融機関の再編が加速することが予想される。金融庁は予防的公的資金注入で、健全行による不振銀行の合併を促すための公的支援を行う予定にしている。地域金融機関をどう再生・再編し、それと同時に地域経済自体もどう立て直すのか、待ったなしの対応が迫られている。

足利銀行は特別だったのか？

大手行の再生はほぼ目処がつき始めている。2004年度末までに不良債権比率を半分にするという政府目標はほぼ達成可能な状況で、今回の足利銀行が示すとおり今後の再生・再編問題は、地域金融機関に移っていることは間違いない。

(図表1) 目処が見えてきた大手行の不良債権処理

破綻懸念先債権、破綻先・実質破綻債権のオフバランス化状況
(大手行<除く新生銀行、あおぞら銀行>)

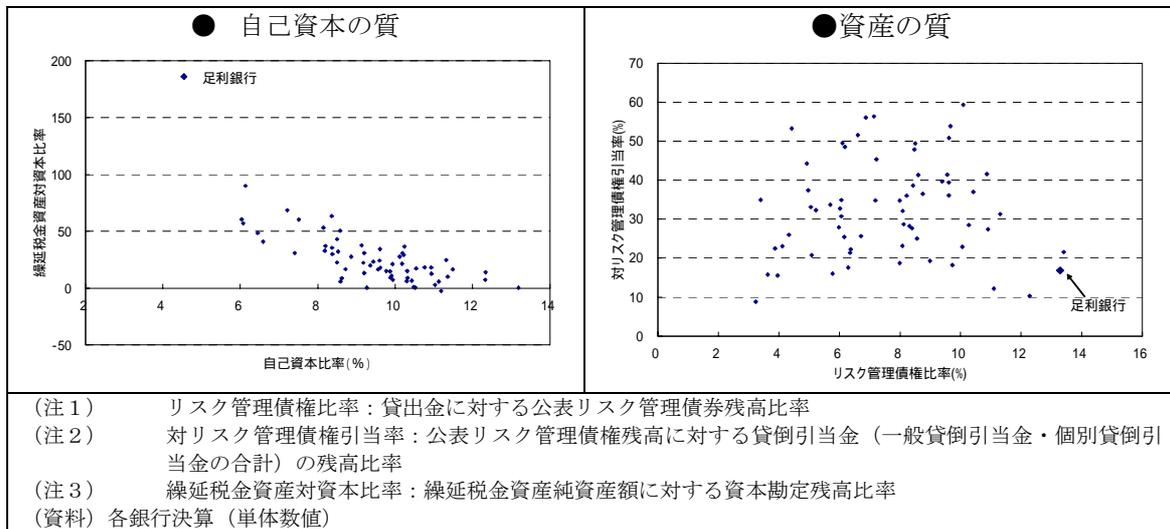
不良債権の発生時期	対象債権額 (当初、兆円)	オフバランス化の 進捗率 (03/3月末、実績)	政府が示している03/3 月末時点の処理の目処
00/上期以前発生時期	12.7	96%	100%
00/下期発生分	3.4	86%	80%
01/上期発生分	3.0	82%	50%
01/下期発生分	6.9	74%	50%
02/上期発生分	2.0	60%	
02/下期発生分	3.0		

(資料) 日本銀行「2002年度決算からみた全国銀行の経営状況」

重要なのは、今回の足利銀行の破綻が足利銀行だけの問題なのか、他にも同じような問題を抱えた地域金融機関があるのかである。

2003年3月期の地銀の財務データを利用して、財務の健全性を見たものが図表2である。これを見ると、足利銀行が地銀の中でも特に財務内容が悪かったということが分かる。

(図表2) 2003年3月における地銀の経営格差



地域経済の低迷、オーバーバンキング

金融庁は地域金融機関に対して、大手銀行のような不良債権処理に対する目標を掲げてはいない。地域金融機関には、地域の顧客との長期の契約・親密度を前提としたリレーションシップバンキングの強化を求め、2004年度末までを集中改善期間とした。このリレーションシップバンキングの強化を通じて、財務体質の改善、収益の向上を図り、2005年4月からのペイオフ解禁を実現しようとの考えだった。

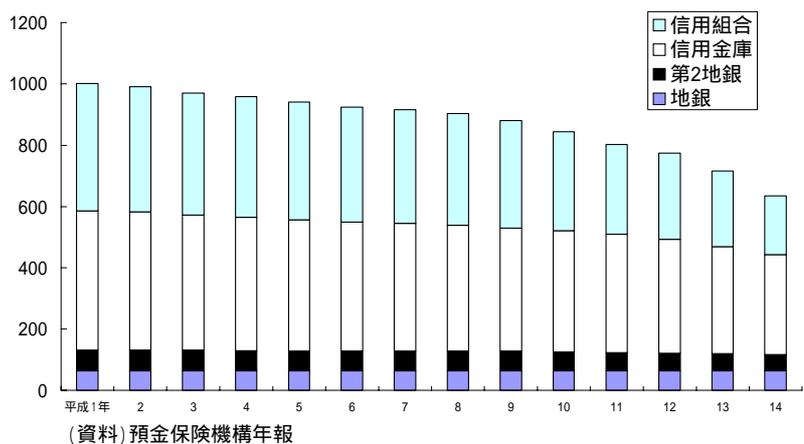
地銀、第2地銀、信用金庫、信用組合の合計626行は8月末に、「リレーションシップバンキング機能強化計画」を金融庁に提出し、取り組みを開始していた。

確かに一部の銀行などはバブル期に規模拡大に走り、地域の大型不動産開発や地元以外の大企業などに積極的に融資し、多額の不良債権を抱えることになったということもあるが、現在の不良債権はバブル型から、地場産業の業績不振による不況型に変わってきている。

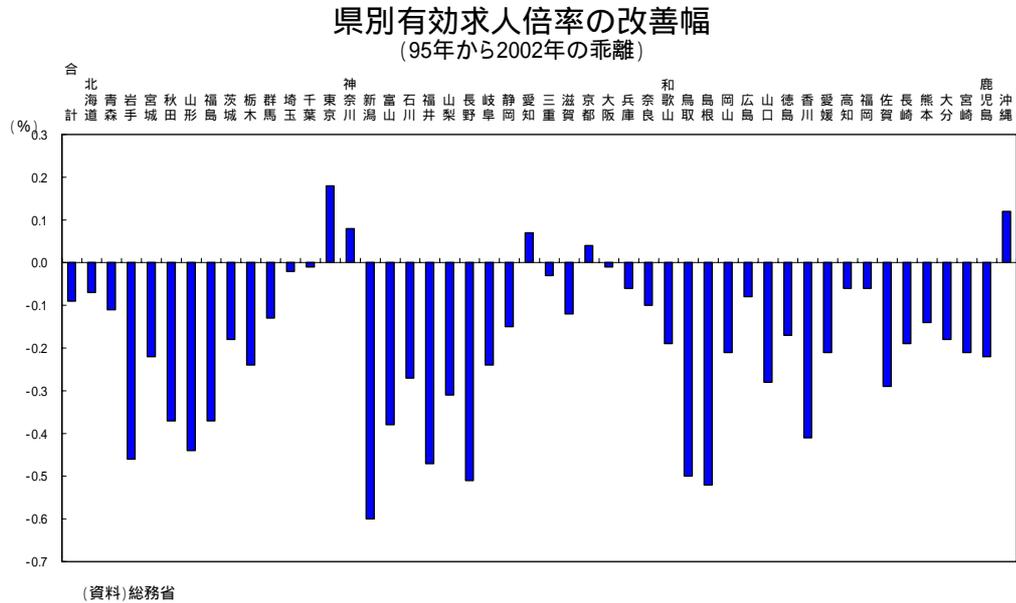
もともと地域金融機関は、銀

行の数が多く、企業も銀行への依存度が高いオーバーバンキング状態であった上に、地域経済の低迷が地域金融機関の経営をより悪化させている面もある。この構図はどの地域金融機関にとっても共通の問題であることは事実だ。

(図表3) 地域金融機関の数



(図表4) 都市部に比べて改善が遅れる地方部



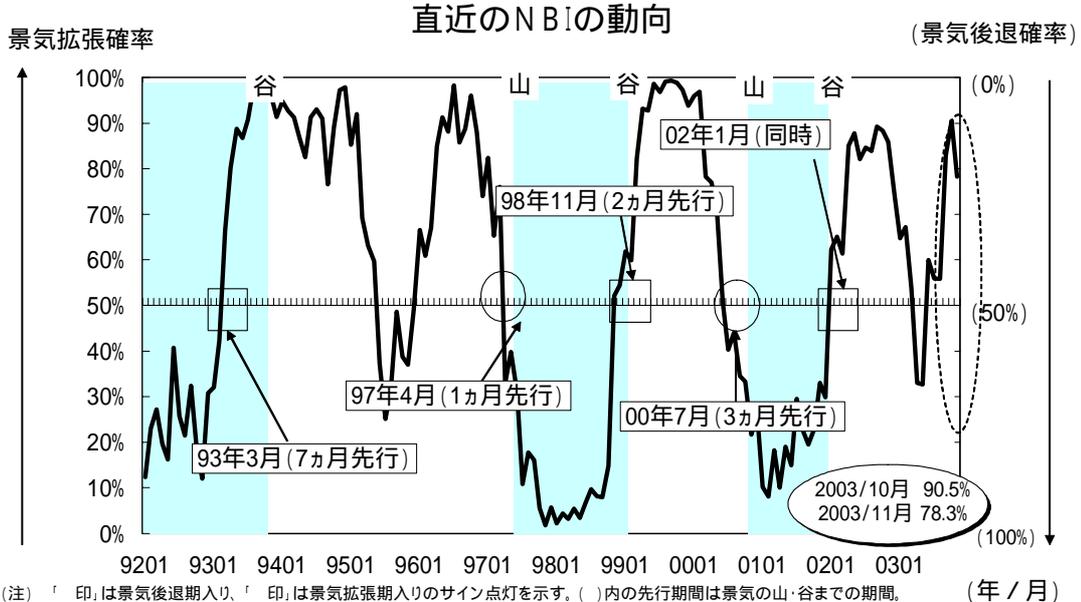
地域金融機関の再生の道筋

今回の足利銀行の破綻により、金融庁の検査や監査法人が厳しい判断を下し、経営健全化に圧力が高まることから地域金融機関も逃れられないことがはっきりした。足利銀行は特別悪いということは事実だが、不振の構図はどの地域金融機関にも少なからず共通する話である。もともとオーバーバンキングである中で、地域経済の長引く低迷という状況では、「リレーションシップバンキング計画」のように、貸出利ざやの拡大といった改革は難しい。地域経済規模に合わせて金融機関も適正規模にダウンサイズする必要がある。

金融庁は予防的公的資金注入で、健全行による不振銀行の合併を促すための公的支援を行う予定にしている。しかし合併と資本注入のセットでは、表面上銀行数は減っても、地域経済の規模に比べて貸出の比率が高いというオーバーバンキング状態は解決しない。さらに不振銀行への注入も検討されているようだ。相当運用を厳格にしないと不振銀行の破綻問題を先送りすることになってしまう可能性がある。地域金融機関の再編は、同業種だけではなく、地銀、第2地銀、信用金庫、信用組合すべてが対象となる再生・再編が行われる必要があるだろう。2005年4月にはペイオフ解禁が予定されている。地域金融機関の再編はいつそう加速するだろう。

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 (NBI) ~10月 : 90.5%、11月 (予測値) : 78.3%



(注) 「印」は景気後退期入り、「印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。()内の先行期間は景気の山・谷までの期間。
網かけ(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。
2003年10月までは実績値に基づく計測、11月は一部予測に基づく予測値。

	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI) 水準	月次 GDP		為替インデックス 水準
		水準 (10億円)	前期比	
02/11	85.9%	546,387	0.1%	13.3%
02/12	74.6%	537,886	1.6%	29.2%
03/1	64.7%	544,375	1.2%	36.1%
03/2	67.2%	547,455	0.6%	18.1%
03/3	53.8%	546,191	0.2%	13.2%
03/4	33.0%	547,306	0.2%	1.6%
03/5	32.7%	549,414	0.4%	4.6%
03/6	60.0%	555,558	1.1%	-4.1%
03/7	55.9%	552,485	0.6%	-20.9%
03/8	55.8%	552,405	0.0%	-38.3%
03/9	82.9%	556,582	0.8%	-38.8%
03/10	90.5%	560,340	0.7%	-40.7%
03/11	78.3%			-44.3%
03/12				-47.7%

(注1) 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2) NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定 (2003年5月)

(注) 基礎研インデックスの見方

- ① ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、景気拡張確率
下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定
- ② 月次GDP : GDPを月次化したもの。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2003年11月28日号参照
- ③ 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证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)