

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 / 直接償却に伴うデフレ圧力

< 金融為替市場の動き >

1. 3月短観の悪化を先取りするかたちで、量的金融緩和策が実施(3/19)された。今後も景気悪化は続き、物価の下落基調は続き追加金融緩和圧力は高まろう。債券相場は高値警戒感も強く、当面横這い圏での推移となろう。
2. 円ドルレートは、4-6月期は120円台/ドル台半ばでの推移が予想されるが、景気先行き懸念から追加金融緩和観測が高まれば130円/ドルも視野に入ってくるであろう。

< 今週の焦点：直接償却に伴うデフレ圧力 >

1. 破綻先、延滞債権約22兆円を直接償却により一気に処理したとすれば、直接的なデフレ効果は経済成長率を1.4%下押しし、2001年度はマイナス成長となる。
2. 景気のスパイラル的な悪化を避けるため、直接償却実施には、金融財政政策による景気下支えとともに雇用流動化など各種セーフティネットの整備等のポリシーミックスが必要であろう。

不良債権処理に伴う直接デフレ効果(試算)

直接償却対象債権			デフレ圧力			
対象 (兆円)	全国銀行貸出残高に占める割合 (%)		失業者増 (万人)	失業率増 (%)	雇者報酬減 (兆円)	GDP下押し圧力 (%)
試算1 22.2	リスク管理債権(延滞先、破綻債権)	4.8%	130	1.9%	6.8	-1.4%
試算2 63.9	自己査定(第2~4分類)	14.0%	374	5.6%	19.5	-3.9%

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

研究員(為替担当) 岡田 章昌(おかだ あきまさ) (03)3597-8536 aokada@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 >

3月19日、量的金融緩和策スタート

日本銀行は、2月28日の金融政策決定会合で「海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている」と先行き懸念を明確に示し、無担保コールレート金利を0.25%から0.15%に引き下げた。

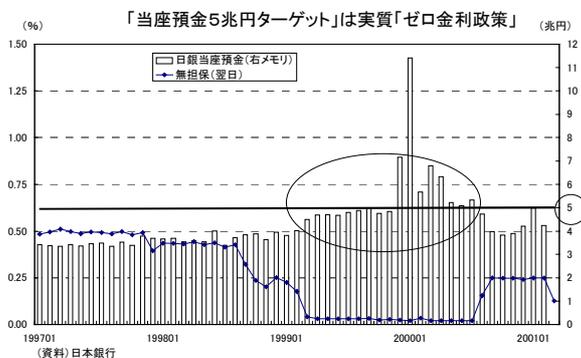
その後3月に入り、国内景気も鈍化が明確になり日経平均株価がバブル崩壊後の最安値を更新するなどし、日銀に対する追加金融緩和圧力が急速に強まった。市場ではゼロ金利復活を予想する向きが強かったが、3月19日に発表された内容は、単なるゼロ金利政策への復活ではなく、従来日本銀行執行部が否定的な見解を示してきた当座預金残高という「量」の指標をターゲットとする量的金融政策であった。

市場が予想していた以上の政策を打ち出すことによって、今後の焦点は不良債権処理などを本格的に進めるために政府与党がどのような政策を打ち出すかという点となり、ボールは政治に渡されたという印象をマーケットに強く植え付けることを狙ったと考えられる。

ゼロ金利政策と緩和の程度は同じ

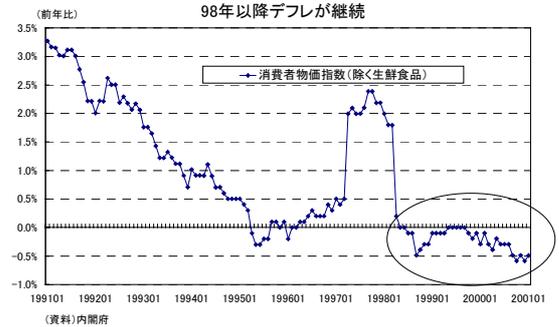
今回の緩和策は、政策ターゲットを無担保コール金利から当座預金残高に変更、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率が安定的にゼロを上回るまで量的金融緩和を継続するとコミットしたという点においてゼロ金利政策とは異なる。

しかし、目標としている当座預金残高5兆円というレベルはゼロ金利政策時の水準であり、実際の金融緩和の度合いは99年2月からのゼロ金利政策とほぼ同じ程度と考えられる。また量をターゲットにすることにより金利の多少の変動が予想されるが、（2月に導入したロンバート型貸出により、短期金利の変動幅も限定的と考えられる）余剰資金が短期マーケットに滞留することになり、短期金利はほぼゼロとなっている。



物価の下落基調は続き、更なる緩和期待は高まる

量的金融緩和で、当座預金残高を積み増しベースマネーを増加させても、銀行の体力が回復しておらず貸出増へはつながらず、短観でも示されたように企業の投資需要も停滞しているため、マネーサプライ増加・物価上昇に結びつく可能性は低い。そのため消費者物価指数（前年比、除く生鮮食品）はマイナスの基調が続き、量的緩和政策は長期化が予想される。



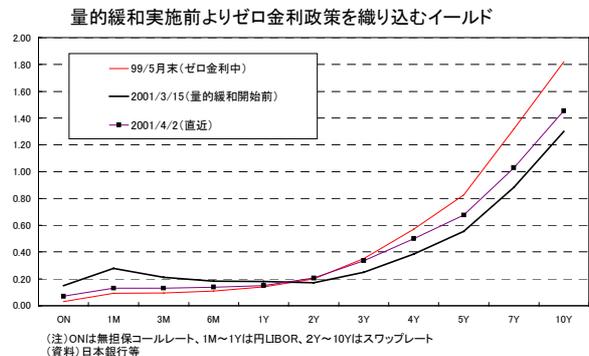
6月発表の短観などで景気のさらなる悪化が確認

される可能性が高く、追加金融緩和と圧力が強まることが予想されるが、不良債権を含めた構造改革の進捗状況に応じて日銀の対応は変わってくるだろう。構造改革が進まなければ、当座預金5兆円のターゲットを増加し、それを達成するための国債買い切りオペの若干の増額など消極的な追加策が実施されよう。逆に構造改革が進められれば日銀は積極的な策にでてくるだろう。

日銀は従来から不良債権を含めた構造改革の必要性を訴えている。不良債権処理を進めるためには、土地の流動化策や株式市場の活性化、資産をめぐる税制の見直しなど、法律や制度の改正に踏み込まざるをえないこと、夏場に参院選を控え、政治的に直接償却に伴うデフレ圧力を容認しにくいことから、思い切った構造改革が実施される可能性は低い。しかし、不良債権を含めた構造改革が実行された場合には、今回上限が付けられた国債の買い切りオペの思い切った増額など、日銀が積極的な政策を打ち出してくる可能性がある。この場合、一時的にはデフレ圧力が大きくなり長期金利は大幅に低下し、イールドは極端にフラット化することになる。

ゼロ金利復活を織り込んでいた金融市場

金融市場では、3月初めからゼロ金利復活を含めた追加金融緩和策への期待が高まり金利は低下し、19日の政策決定会合前にゼロ金利復活は織り込まれていた。量的金融緩和が実施されると、一時長期ゾーンを中心に急激に低下する場面も見られたが、急速な相場上昇に対する警戒感や、決算をにらんだ売りなどから長期国債10年もの金利は1.3%前後に上昇し、横這いでの推移となった。今後も高値警戒感は強く、当面引き続き横這いでの推移が続こう。



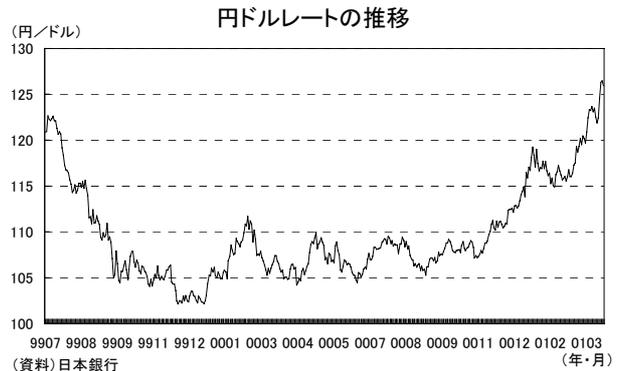
< 為替市場の動き >

足もとの為替レートの動き

(1) 円ドルレート

円ドルレートは、3月に入って日本経済の先行き懸念や日銀による一段の金融緩和政策の発動を背景に122~126円/ドルで一進一退を繰り返しつつ円安が進行する展開となっている。

3月中旬までは、日経平均株価がバブル崩壊後最安値を更新したこと、追加金融緩和期待が高まったことを背景に、117~120円/ドルまで円安が進行した。その後、19日の金融政策決定会合で量的指標導入等一段の金融緩和が決定され(P.2参照)事実上ゼロ金利復活が実現したことや、日米政府による暗黙の円安容認への思惑が高まったことから、122~126円/ドルへと円安方向にレンジが切り下げられることになった。

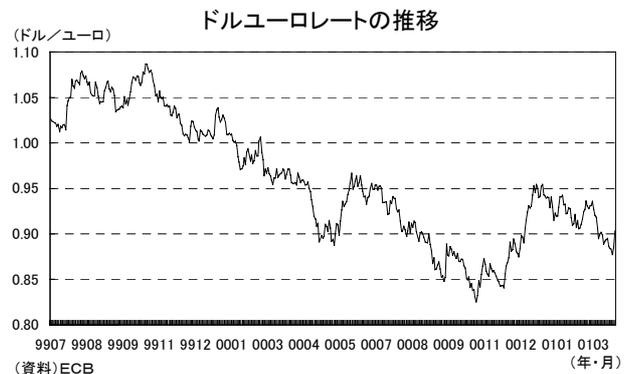


不良債権処理等構造改革進展への期待感から日本の株式相場が下げ止まる一方、米国ではハイテク企業を中心に業績見通しの下方修正が相次ぐなど景気の先行きが懸念されている。また、円安がアジア経済にもたらす悪影響も懸念されつつあるため、一方向に円安が進展する状況とは考えられず、4-6月期は120円/ドル台半ばでの推移を予想する。しかし、3月短観の悪化を受け日本経済の先行き懸念がさらに強まっていることから、今後長期国債買いオペの増額など追加的な量的金融緩和観測が高まれば130円/ドルも視野に入ってくるであろう。

(2) ユーロドルレート

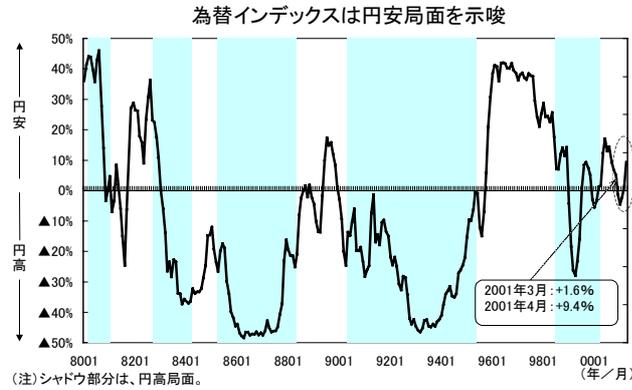
ユーロドルレートは、1ユーロ=0.8ドル台後半で軟調な推移となっている。ユーロは3月中旬まで1ユーロ=0.9ドル台で底固く推移してきたが、2月の独i f o景況指数が予想以上に悪化するなどユーロ圏の景気減速懸念が強まったこと、米国株式市場の急落の影響が欧州株式市場にも波及したこと等から、ユーロは2カ月ぶりに1ユーロ=0.9ドルを割り込むことになった。

政策目標の2%を上回るインフレを背景に利下げが見送られていることもユーロ安の一因となっているが、欧州金融当局からも厳しい景気認識が示されるようになっており、近い時期の利下げが予想される。利下げが実施されれば、日米と比べ良好とみられる経済ファンダメンタルズを背景にユーロが上昇に転じることが見込まれ、欧州中央銀行の金融政策に注目したい。



4月の為替インデックスは+9.4%と円安局面を示唆

4月の為替インデックスは+9.4%と3月の+1.6%に対して7.8%ポイント上昇し、為替インデックスは円安局面を示唆するものとなった。



実質短期金利格差要因は3月の為替インデックス比で-0.1%の寄与となり、前月比で若干の円高要因となった。米国ではFFレートの誘導目標水準が1～3月の累計で1.5%引き下げられ、米国の短期金利が日本を上回って低下している一方、米国の物価上昇基調が継続しているため、日米間の物価上昇率を調整した実質短期金利差が縮小している。

対外収支格差要因は同+0.9%の寄与となり、前月比で円安要因となった。米国経済減速の影響から輸出が大幅に落ち込んでおり、日本の経常収支黒字の減少傾向が鮮明化してきている。

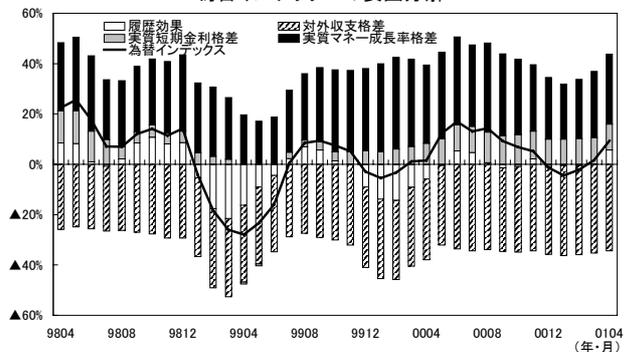
マネー成長率格差要因は同+1.5%ポイントの寄与となり、前月比で円安要因となった。M1(現預金)の成長率は、米国で前年同月比マイナスの動きが続いている一方、日本では2月の同+4.7%と伸びが拡大傾向に転じており、日米マネー成長率格差が拡大している。このほか、履歴効果は足もとの円安進行を受け同+5.5%ポイントの寄与となり、前月比で円安要因となった。

為替インデックスでは、対外収支要因およびマネー要因が円安方向に寄与しており、経済ファンダメンタルズからも円安基調が支持されやすい状況にあると判断される。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 4月	1.5%
2000年 5月	12.4%
2000年 6月	17.0%
2000年 7月	13.1%
2000年 8月	14.4%
2000年 9月	9.3%
2000年 10月	6.8%
2000年 11月	5.2%
2000年 12月	-1.3%
2001年 1月	-4.5%
2001年 2月	-2.2%
2001年 3月	1.6%
2001年 4月	9.4%

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。

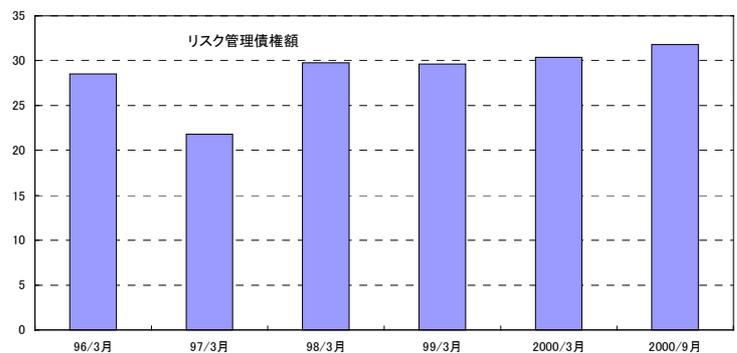
< 今週の焦点：直接償却に伴うデフレ圧力 >

研究員 矢嶋 康次

遅々として進んでいない不良債権の最終処理

全国銀行のリスク管理債権額(12年度9月期)は31.8兆円にのぼる。従来の処理内容が引当金の積み増しなど間接償却が中心であったため、新規の不良債権が発生し、銀行のバランスシート上の不良債権額はここ数年減少していない。新聞報道によると2000年度上期の新規不良債権発生額は3.6兆円におよび、直接償却額の2.2兆円を上回り不良債権は増加している。都銀を中心に赤字決算など大幅に不良債権処理を進めるとの報道もあるが、地価下落が続く担保価値の目減りが続いている中では、不良債権額の減少は難しい。

遅々として進まない不良債権処理



(注)リスク管理債権の金額については、96~97年度は破綻先債権、延滞債権、金利減免等債権の合計
(資料)金融庁

現在議論が上がっている「直接償却」

による不良債権処理は、銀行・企業の体力強化を促進し将来的には経済にとってプラスとなる。しかし短期的には、企業の整理・淘汰が前提となり、失業などのデフレ圧力を引き起こす。そのため、97年当時も「ソフトランディング」か「ハードランディング」かという議論が高まったが、結局のところ先送りされてきた。

直接償却に伴うデフレ圧力でマイナス成長も

「直接償却」による不良債権が進められた場合、デフレ圧力はどの程度になるかを試算してみた。

直接償却を行なう対象債権をここでは2パターン考えている。1つ目(試算1)はリスク管理債権の延滞、破綻債権22.2兆円(全国銀行に占める割合は4.8%)とするもの、2つ目(試算2)は対象債権を広げて、自己査定における第2~4分類である63.9兆円(全国銀行に占める割合は14.0%)を想定したものである。

不良債権額の直接償却が行なわれると、対象となる企業では再建のために雇用者が半分に削減され、この人々の賃金は維持されると仮定する。また半数は失業者となって所得がなくなると仮定した。この結果生じる失業者がどの程度失業率を引き上げるか、また雇用者報酬(所得)の削減がどの程度、経済成長に影響を与えるかを試算したものが次頁の図である。

直接償却対象債権を22.2兆円とした場合(試算1)には、失業者は130万人増加し、失業率が約1.9%上昇する。これに伴って、雇用者報酬(所得)が6.8兆円減少し、GDPのデフレ圧力は

約 1.4%となる。また直接償却対象債権を 63.9 兆円とした場合（試算 2）には、失業者は 374 万人増加し、失業率が 5.6%上昇する。これに伴って、雇用者報酬（所得）が 19.5 兆円減少し、GDP のデフレ圧力は 3.9%となった。

この試算は前提がかなり大胆であるが、いずれにせよ直接償却すべき不良債権額が大きく処理に伴うデフレ効果が大きなものであることがわかる。当研究所では、2001 年度の経済成長率を実質で 0.2%と予想しており、短期間で直接償却を行なえばマイナス成長に陥ることとなる。

不良債権処理に伴う直接デフレ効果（試算）

直接償却対象債権			デフレ圧力			
	対象 (兆円)	全国銀行貸出残高に占める割合 (%)	失業者増 (万人)	失業率増 (%)	雇用者報酬減 (兆円)	GDP下押し圧力 (%)
試算 1	22.2	4.8%	130	1.9%	6.8	-1.4%
試算 2	63.9	14.0%	374	5.6%	19.5	-3.9%

(注①) 処理対象企業の雇用者の半分は雇用され、半分は失業者となる
 (注②) GDP下押しは雇用者報酬減少による直接効果のみ、乗数効果は加味していない
 (資料) 金融庁、日本銀行等

緊急経済対策には、主要行の保有する破たん懸念先と破たん先債権 12.7 兆円を 2 年以内に最終処理するという案が盛り込まれようとしている。対象となる不良債権額が少ないなど批判もあり、政府はもっと大々的に不良債権処理を進めるべきだとの批判も聞かれるが、直接償却に伴うデフレ圧力を考えれば、短期間にかつ大規模に行なうことは、非現実的といわざるを得ないだろう。

ここでの試算を踏まえれば、速度が遅いと言われる政府の処理策ですら、かなりのデフレ圧力になることが考えられる。現在の政府の案では、買い取り機構など株価対策しか盛り込まれておらず、不良債権処理を進める中で生じる失業対策や中小企業への支援プログラムなどのセーフティネット策などが欠けている。

直接償却に伴うデフレ圧力を緩和するためには、財政金融政策による景気下支えや雇用流動化政策、失業対策、中小企業への支援などのプログラムが合わせたポリシーミックスが必要である。

(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。