

# 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 / 家計も着実にペイオフに対応

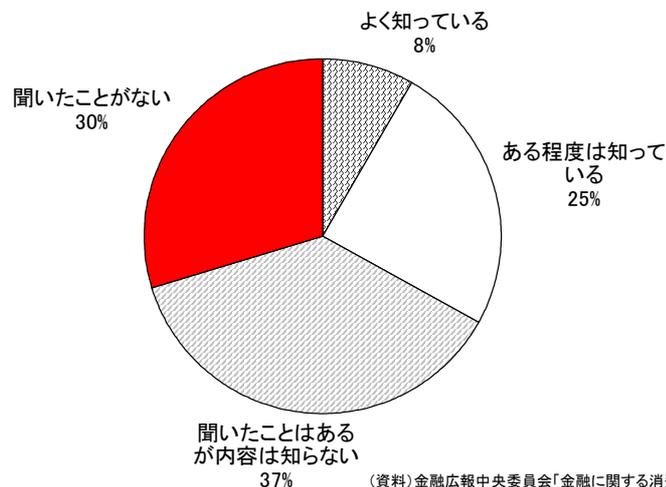
### < 金融為替市場の動き >

1. 日銀の景気に対する認識は厳しさを増しているが、金融政策単独ではすでに限界にきているとの認識を強く持っており政治の動きを見極めている。
2. 円ドルレートは、120～125円/ドルで一進一退の推移が続いている。今後についてもレンジ相場が予想されるが、米国経済悪化によるドル急落リスクには注意しておきたい。

### < 今週の焦点：ペイオフ解禁に向けて >

- ・ 4月のペイオフ解禁に向け、法人、地方公共団体とともに、1000万円以上の預貯金を有する家計も既に行動を起こしている。

ペイオフに対する認識



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 >

### 追加策に頭を悩ます日銀

日銀は 11/29 日、当座預金残高 6 兆円超とする量的緩和策の継続を決定している。月報等で示されているように景気に対する日銀の認識は厳しさを増しているが、金融政策単独ではすでに限界にきているとの認識を強く持っており追加緩和策に頭を悩ませている。財政政策との協調を主張しているだけに政治の動きを見極めていく状況が続いている。

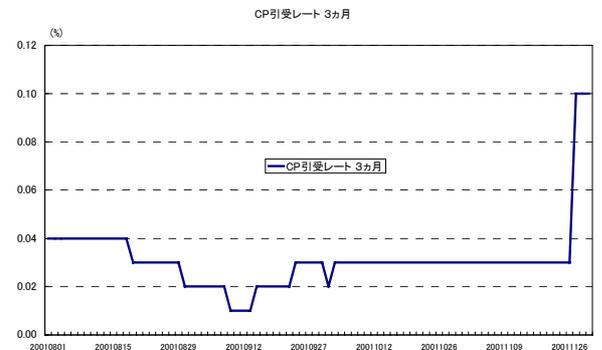
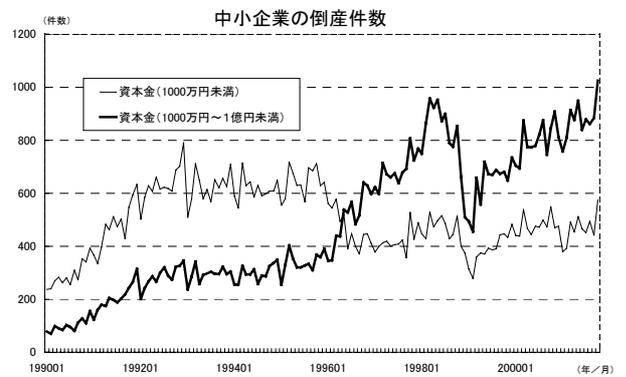
### 信用リスクの増大で量的緩和の効果が減退

中小企業の倒産が増加している。その上マイカルや大成火災海上保険など大型企業の破綻が相次ぎ、マイカル社債の債務不履行や大成火災の CP 債務不履行が発生し、市場では急速に信用リスクに対する警戒感が強まり信用力の低い企業の資金調達コストが上昇している。量的緩和の効果が信用リスクの増大により減退している。日銀が企業金融に対して支援策を打ち出すことは難しいものの、年末、年度末に向け、企業に対する潤沢な資金供給手段（低格付の CP 買取りなど）を迫られる可能性がある。

### 格付が引き下げられるが債券市場は動かず

11 月最終週に、フィッチ(11/25)、S&P(11/28)と日本国債の格付けが相次いで引き下げられた。しかし債券市場はフィッチ発表には無反応。さらに S&P 発表後には、金利が低下するなど、一般に考えられる格付け引き下げとはまったく逆の反応を示した。S&P の引き下げに対しては事前予想よりも格下げが小幅だったこともあるが、小泉内閣が国債発行枠 30 兆円を堅持していることが債券市場の下支えとなったようである。

竹中大臣は現在のところデフレスパイラルになっているとの認識は示していないが、2002 年度予算編成を通じて政府与党の景気認識が大きく下振れし、景気重視型への政策転換が行なわれるとの観測が強まれば、一段の格下げ観測等と重なって長期金利の上昇圧力が高まる。



## < 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、120～125円/ドルのレンジで一進一退の推移が続いている。

11月上旬には、10月の米NAPM景気指数が91年2月以来の大幅な落ち込みとなったことや、10月の米失業率が前月の4.9%から5.4%へ急上昇したことなどを背景にドル売りが優勢となった。また、米欧が0.5%の利下げを実施したことによる金利差縮小から消去法的に円が買われ、120円/ドル前後まで円高が進展した。

11月中旬以降は、アフガン軍事衝突の早期終結期待や10月の米小売売上高の好調を背景にドルが買い戻され、さらに日本国債価格下げや日銀の外貨建て資産購入への思惑が円売り材料としてこの動きを後押しし、足もとでは124円/ドル台へ円安が進展している。

8月上旬以来約3カ月ぶりに124円/ドル台となったことから125円/ドルを上回って円安が進展していくとの見方もある。しかし、雇用情勢が急速に悪化するなど米国経済についても先行き懸念が払拭されているわけではなく、今後についても日米悪材料の板挟みの中でのレンジ相場が予想される。年明け以降の方向感を占う上では米クリスマス商戦や米雇用情勢の行方が注目されるが、米国経済の悪化を裏付けるものとなればドル急落もありうることを注意しておきたい。

#### (2) ユーロドルレート

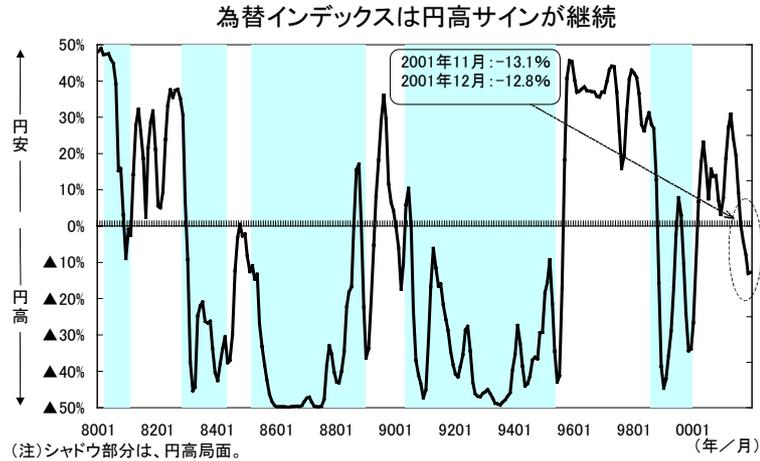
ユーロドルレートは、9月の独製造業受注指数や10月のユーロ圏業況感指数など経済指標の悪化を背景に1ユーロ=0.90ドル割れとなり、ECBの0.5%の利下げが好感されることなく軟調な推移となっている。11月中旬には、10月の独IFO景況指数の悪化から1ユーロ=0.88ドルを下回った。しかし、中国が外貨準備においてユーロ保有を増加する方針を表明したことを下支えに1ユーロ=0.88ドルを回復し、足もとでは1ユーロ=0.89ドル前後で推移している。

年明け以降の貨幣流通開始により、ユーロは実体のある通貨に生まれ変わることになる。ユーロ圏経済の悪化を背景にユーロは軟調な推移が続いているが、国別通貨からユーロへの切り換えによる通貨需要がユーロ相場押し上げの原動力となるか注目したい。



## 12月の為替インデックスは - 12.8%と円高サインが継続

12月の為替インデックスは - 12.8%と11月の - 13.1%に対してほぼ横這いとなり、円高サインが継続している。



実質短期金利格差要因は 11 月の為替インデックス比で - 0.1%ポイントの寄与となり、若干の円高要因となった。米国の累次の利下げにより実質短期金利差は大幅に縮小しているが、F R B のもう一段の利下げも想定され、日米実質短期金利差の逆転が視野に入りつつある。

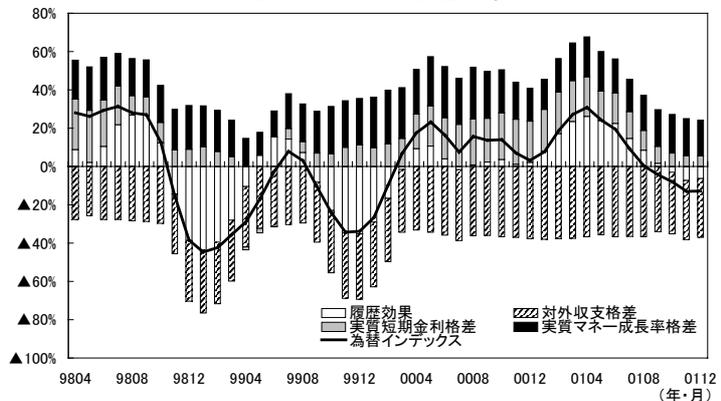
対外収支格差要因は前月比 + 0.1%ポイントの寄与となり、若干の円安要因となった。日本の輸出減少が続く一方米国の輸入減少から日米経常収支対名目G D P 比率格差は縮小基調が続いている。しかし、日本の輸入減少も鮮明化しつつあり、縮小基調はいずれ終焉を迎える可能性がある。

マネー成長率格差要因は前月比 - 0.7%ポイントの寄与となり、円高要因となった。日本のM 1 成長率は拡大傾向にあるが、F R B の金融緩和を背景に米国のM 1 (現預金) 成長率の拡大傾向が顕著であり、日米マネー成長率格差が縮小した。このほか、履歴効果は前月比で + 1.1%ポイントの寄与となり、円安要因となった。

為替インデックス(過去1年分)

2000年 12月	3.2%
2000年 1月	7.7%
2001年 2月	18.7%
2001年 3月	27.1%
2001年 4月	30.9%
2001年 5月	24.2%
2001年 6月	19.5%
2001年 7月	9.2%
2001年 8月	0.5%
2001年 9月	-4.4%
2001年 10月	-7.9%
2001年 11月	-13.1%
2001年 12月	-12.8%

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 R E P O R T」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：家計も着実にペイオフに対応>

研究員 矢嶋 康次

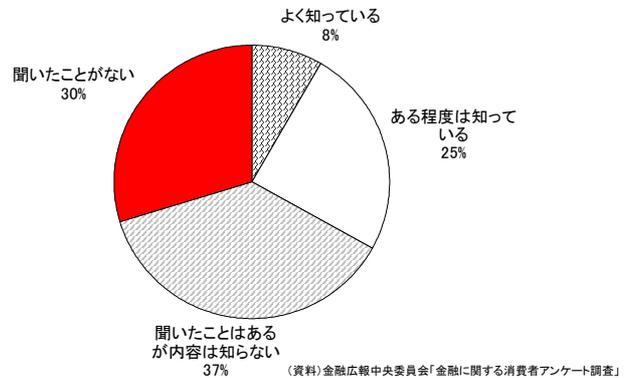
来年4月のペイオフ解禁を再延期すべきだとの意見が勢いを増している。国民サイドでも日経新聞の調査(11/27日掲載)でもペイオフ解禁賛成と反対の意見がきつ抗するとの結果もでてい。しかし現在まで小泉首相は「延期はない」としており解禁の可能性が高い。

### 国民のペイオフに関する意識は低い？

日銀が事務局を務める金融広報中央委員会のアンケート調査(実施時期は8/31~9/10日)によると、ペイオフについて「聞いたことがない」との回答が全体の29.7%あった。「聞いたことはあるが内容は知らない」は37.1%で「よく知っている」「ある程度知っている」の合計(32.8%)を上回っている。

国民のペイオフに対する意識はかなり低く、国民に対する認知が低すぎ自己責任を問うのは早すぎるとの意見の妥当性はある。

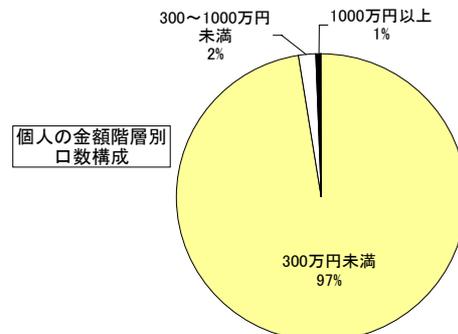
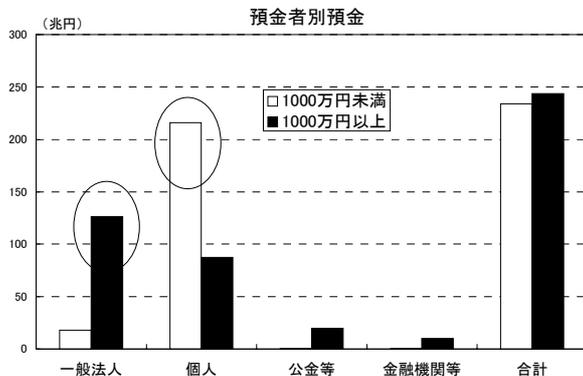
ペイオフに対する認識



### 1000万円以上のペイオフ対象はどんな主体

実際にはペイオフ解禁で影響を受けるのは預金額1000万円以上の大口の預金者である。この大口の預金者はどのような主体なのだろうか？

日本銀行の預金者別預金統計でみると、全預金額約470兆円の半分程度が1000万円以上の預金でありペイオフ解禁で多くの預金対象(ただしここでは全預金としており要求払と定期性の区別はしていない)となっている。



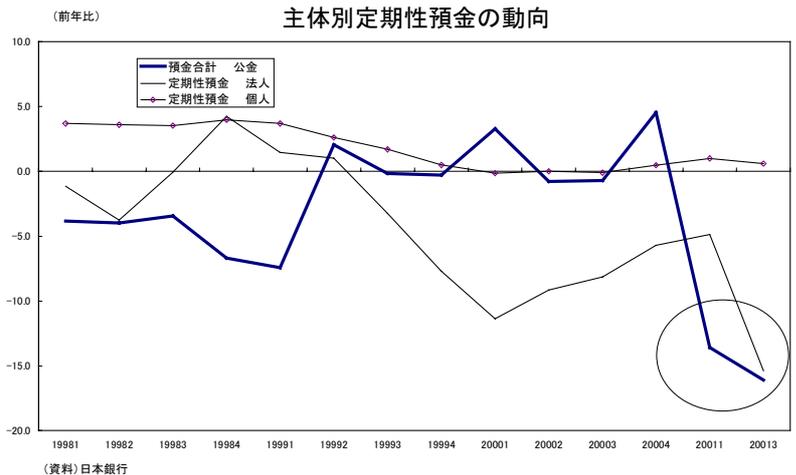
(注)口数は預金合計(要求払預金、定期性預金、非居住者預金、外貨預金の合計)ベース (資料)日本銀行「預金者別預金」

ただし、これを一般法人や個人など主体別にみると一般法人の預金は1000万円以上に集中しているのに対して、個人の預金は金額ベースで大半が1000万円以下である。さらに個人の預金を口数で見ると、実に99%が1000万円以下となっており、1000万円以上の口数は1%程度に過ぎない。つまりペイオフで対象となる預金は法人預金と個人の一部大口預金ということである。

### ペイオフ対象となる1000万円以上の預金者は既に行動を起こしている

上記の預金は4月に迫ったペイオフに向けてどのような行動を起こしているのだろうか？

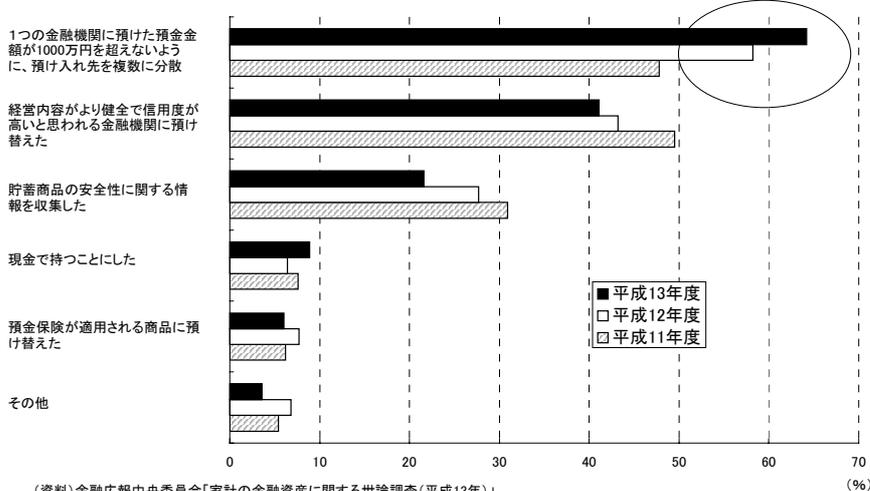
下図は国内銀行ベースの預金動向を個人、法人、公金でみたものである。今回のペイオフで対象とならない要求払預金は個人、法人とも足元9月末で微増となっているが、ペイオフ対象である定期性預金は個人（前年度比0.6%の微増）を除いて前年比で2桁の減少を示している。



しかし先ほど示した個人預金で大口預金（ペイオフの対象となる1000万円以上）に限ってみると、確実にペイオフに備えて資金シフトをおこなっていることが分かる。下図のアンケート調査によると預金残高が1000万円超の世帯では、6割強世帯が1つの金融機関に預けるお金が100万円を超えないように分散投資を行なうなど、ペイオフに向け着実に対応を行なっている。

国民全体ではペイオフに対する認識は低いものの、大口預金者は信用力の高い銀行への資金シフトや、預金を分散することによってペイオフ解禁に備えているのである。

貯蓄の安全性を高めるための行動(預金残高1000万円超の世帯)



## 金融システム問題が今後の焦点

ペイオフの精神は、大口預金者に自己責任を問う制度を作り、そうすることによって金融市場の多様化を図り利用者の利便を向上し社会全体を効率よくすることである。このことについての反対は少ない。さらにペイオフ延期は国民負担の増大、海外からみれば日本の改革の遅れを示すことになり、先送りしなくていいものなら即時実施が望ましい。

小泉首相は現在まで「延期はない」と断言している。小泉内閣は改革断行が生命線であり、現在までの改革の姿勢から判断すると、4月に解禁となる可能性が高いだろう。

上記でみたように、国民全体ではペイオフに対する認知が低い、今回の解禁で直接影響を受ける法人、地方公共団体、また個人においても大口預金者は確実に行動を起こしており、この点からはペイオフ解禁の影響は少ないと判断可能である。

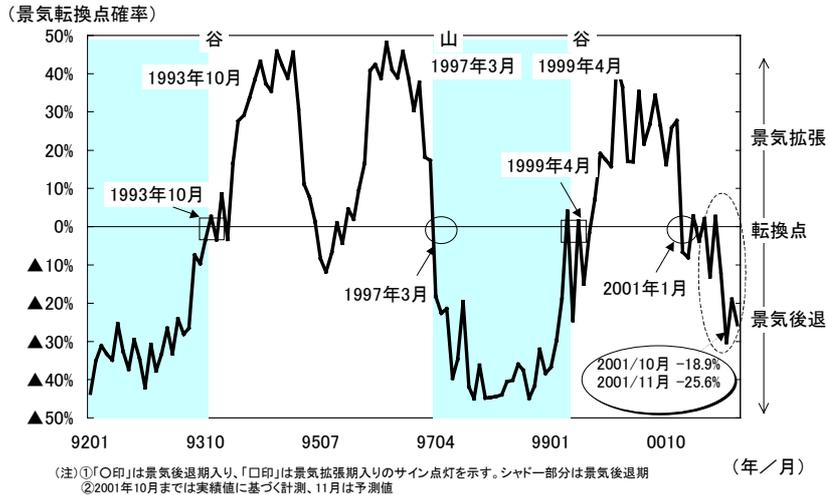
しかし個々主体の直接的な影響が軽微としても、金融システムが維持されるかは別問題である。金融システムは、経済動向、さらには不良債権処理の進捗などにより大きく変化する。日本経済は本日発表のGDPが示すように悪化の中にある。その中、青木建設の民事再生法適用が示すように今後数年間不良債権処理を推し進めなければならない。それは企業倒産を増加させ、それが金融システムにマイナスのインパクトを与えることになる。

小泉内閣の決断により4月からペイオフが解禁されるにしても、それまでに銀行のさらなる情報開示の強化、特別検査の一層の範囲拡大などを行い預金者がより正確な判断を行なうことが可能となる様な環境を整備することが最低限必要である。

さらに解禁後も個別の金融機関破綻が金融システム不安につながらないように、P&A（資産負債継承、破綻金融機関の資産・負債の全部または一部を他の金融機関に継承させ短期処理を実行する）が順調に機能するように体制をより強化するなど、連鎖倒産等が発生しないような対応策を事前に準備しておくことが必要である。

## < 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 ) ~ 10 月 : - 18.9%、11 月 ( 予測値 ) : - 25.6%



	ニッセイ景気動向 判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP 二面 支出面		為替インデックス
	水準	水準	前期比	前期比	前期比	水準
00/12	27.7%	103.6	3.4%	0.4%	▲0.2%	3.2%
01/1	-6.7%	101.5	▲2.0%	▲0.9%	▲0.4%	7.7%
01/2	-8.1%	102.8	1.3%	2.1%	2.3%	18.7%
01/3	2.8%	104.3	1.4%	▲0.7%	▲2.2%	27.1%
01/4	-3.8%	101.2	▲2.9%	▲0.7%	0.7%	30.9%
01/5	2.2%	100.7	▲0.5%	▲0.6%	▲0.6%	24.2%
01/6	-13.0%	100.4	▲0.3%	▲0.6%	▲0.9%	19.5%
01/7	2.6%	99.4	▲1.0%	▲0.6%	▲0.3%	9.2%
01/8	-12.1%	99.2	▲0.2%	0.9%	1.1%	0.5%
01/9	-30.3%	98.7	▲0.5%	▲0.5%	▲0.1%	-4.4%
01/10	-18.9%	98.1	▲0.6%	▲0.7%	▲0.4%	-7.9%
01/11	-25.6%					-13.1%
01/12						-12.8%

(注1) NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/5月に過去に遡及してデータを改訂  
(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訂(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。

ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年11月22日号参照。

二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2001年11月22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。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)