

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 / 中小企業の金融逼迫感が最悪に

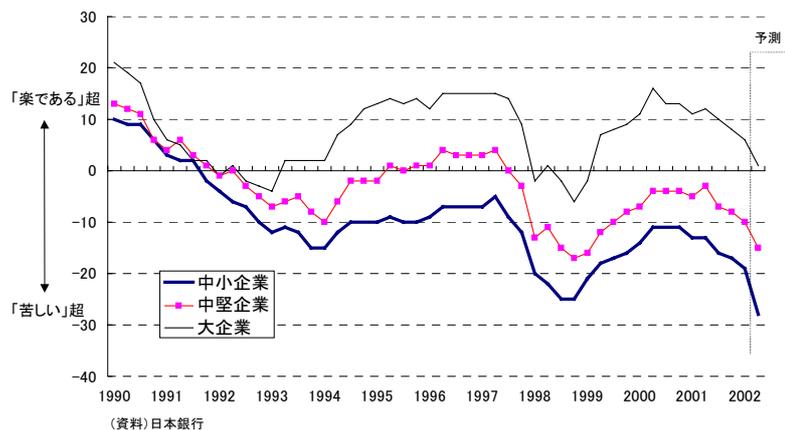
< 金融為替市場の動き >

1. 債券市場は、新年度入り後需給改善から堅調な相場となったが、S&P 社の国債格下げ(4/15)により金利低下がとまり再び 1.4%台に。GW 明けの国会動向で、小泉改革の一段の遅れや政策自体の転換といったシナリオが強まればさらなる金利上昇の可能性が高い。
2. 円レートは、当面は円の底堅い推移が続く。但し、目先はムーディーズによる日本再格下げの可能性や日本の当局による円高懸念発言といった「ヘッドライン」的な円売り材料が円高の流れを一時的に阻止する可能性が予想され、一本調子の円高も考えにくい。

< 今週の焦点：中小企業の金融逼迫感が最悪に >

1. 銀行サイドからの貸出先の選別、貸出金利引き上げの動きが高まっており、特に中小企業の資金繰り逼迫感は最悪の状態となっている。上向きかけてきた景況感への悪影響が懸念される。

規模別資金繰りDIの推移(短観)



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)

景況感改善すれどデフレはとまらず：目標当座預金残高 10-15 兆円が継続

日銀は、4/10-11日の金融政策決定会合で、金融調節方針について全会一致で現状維持を決定(ただし年度末資金への対応であった「なおがき」の部分がはずされた)した。当座預金残高(目標は10-15兆円)は年度末27.6兆円までに拡大していたが4月に入り縮小した(図1)。

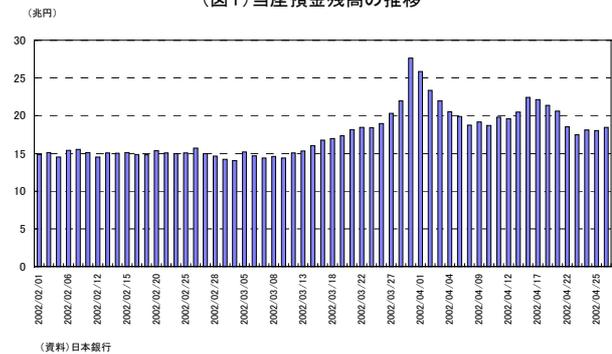
それでもペイオフ対策やみずほ銀行のシス

テム障害の影響で、短期市場は資金逼迫の状況が続き20兆円前後のレベルで推移している。

ただ今後は、上記要因が剥落していくことから資金需要はおさまり、当座預金残高は減少しよう。

日本経済は循環的には回復局面を迎えており、日銀の景況感が連続で改善している。しかし、経済・物価の将来展望とリスク評価(4/30日発表)で示されたように(図2)、「デフレ払拭」は見込めない状況が続くことから、当面目標となる当座預金残高は10-15兆円維持が続くだろう。

(図1) 当座預金残高の推移



(資料) 日本銀行

(図2) 経済・物価の将来展望とリスク評価

2002年度	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
	-0.5~+0.1 (-1.1~+0.1)	-1.0~-0.5 (-1.3~-0.9)	-1.0~-0.8 (-1.3~-0.9)

(注) 対前年度比、%。()内は昨年10月時点

格下げにより、好需給要因が打ち消される(4月の動き)

新年度入り後の債券市場は、好調な需給に支えられ、概ね1.4%を下回るなど堅調な推移となった(図3)。しかし4/15日に、S&P社による日本国債の格下げが発表され、金利低下傾向が一旦とまり、4/18日に3週間ぶりに1.4%に上昇した。その後もムーディーズの再格下げの見込みが伝えられるとさらに上昇し、1.4%前半での推移となった。

その後4/28日のトリプル選挙で、与党にとって最悪の連敗を免れたことで、小泉改革の一段の後退や政策自体の転換といったシナリオが回避されたとの思惑が強まり、材料出尽くし感が広がり買い戻しが優勢の展開となった。

(図3) 10年物国債利回り



(注) 単利利回り 長期国債・10年近傍(店頭基準実配)

< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (4月)

円ドルレートは月初、1ドル = 133円近辺で推移した後、3月の米国雇用統計が予想よりも悪かったことに伴うドルの失望売りや、中東情勢の緊迫化を背景に資金逃避的にドルを売って円やスイスフラン等の安全通貨を買う動きが強まったのを受け、130円割れ近辺まで円高ドル安が進行した。その後、10日に塩川財務相が円高を牽制する発言を行ったのを皮切りに日本の当局による円高懸念発言が相次ぐと円は一旦反落し、対ドルで再び132円台まで軟化したものの、

米国の一部経済指標が市場の期待していたほど改善せず、グリーンズパンFRB議長らが早急な利上げに慎重なスタンスを示したことから米金利先高観が後退し、金利差の観点から見た円安ドル高圧力が弱まったこと、

米国株が業績回復の下振れ懸念から下落する一方で日本株が予想以上に堅調に推移したこと、期待されていたほど日本の投資家による新年度入り後の海外投資が見られないこと、を背景に、再びじりじりと円高ドル安が進行。月末にかけて130円を割込むと、改めて日本の当局による円高牽制発言が出たが円売り材料とはならず、対ドルで一時127.66円まで上昇した。

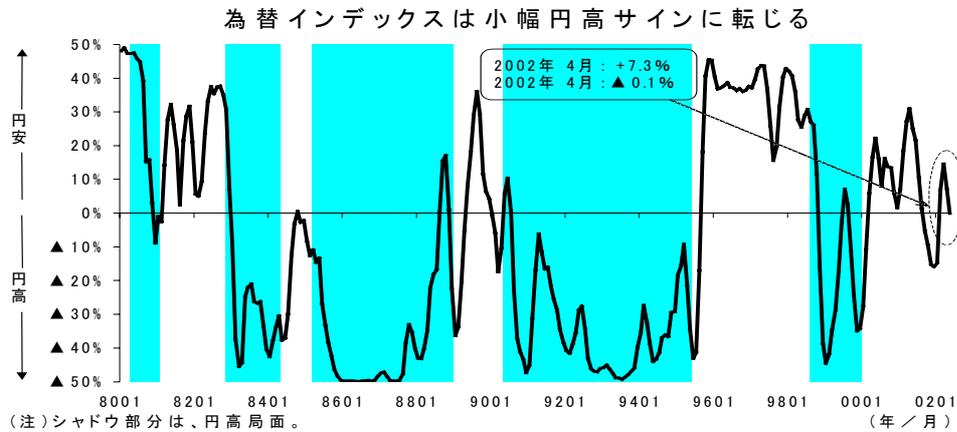
ドルユーロレートは、中東情勢の緊迫化、米国株安、米金利先高観の後退等を嫌気するかたちでドル売りが進んだ結果、ユーロが月初の0.87台から0.90台まで上昇した。

当面の見通し

円ドルレートは、米国要因(企業収益の回復度合いが緩やかなものになるにつれて金利先高観が後退すると同時に、景気回復が市場の期待よりも遅れることへの失望)、日本要因(根強い本邦輸出筋の円買い圧力と予想外の日本株の底堅さ)とも円高ドル安方向に作用しやすい環境にあると思われる、当面は円の底堅い推移が続くと思われる。但し、目先はムーディーズによる日本再格下げの可能性や日本の当局による円高懸念発言といった「ヘッドライン」的な円売り材料が円高の流れを一時的に阻止する可能性が予想され、一本調子の円高も考えにくい。今後1ヶ月の円レートの対ドル想定レンジは、125~130円。



5月の為替インデックスは 0.1 と小幅円高サインに転換



5月の為替インデックスは 0.1%となり、4月の+7.3% (+7.9%より改定) から 7.4%ポイント低下し、僅かながら円高方向にサインが転換した。円高サインが示されるのは、今年1月以来である。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：

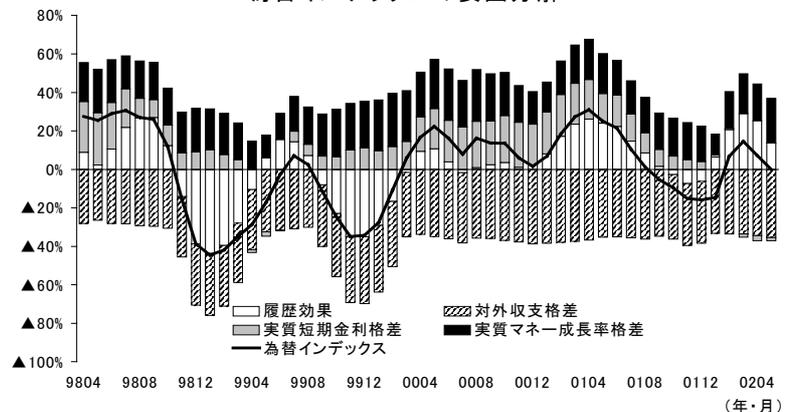
- (1) 実質短期金利差要因：4月為替インデックス比 1.2ポイントの円安寄与。昨年来の米国景気鈍化がコア部分での物価上昇圧力を低下させたため、米国の実質金利が小幅上昇し、今月については円ドルレートに円安圧力としてインパクトを与えている。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 1.1ポイントの円高寄与。日本の経常収支が年初以降の米景気底打ちにつられるかたちで再び黒字幅を増大させており、引き続き円高圧力を高める方向に働いている。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 4.0ポイントの円安寄与。日本要因として、年明け以降も量的緩和に伴うM1（現預金）の増大基調が続いたことを背景に、前月に比べ円安要因としての効果を強めている。

尚、履歴効果は前月比 11.4ポイントの円高寄与となっており、円ドル相場において昨年末から続いていた円安のモーメントが減退していることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2001年 5月	25.0%
2001年 6月	21.6%
2001年 7月	10.5%
2001年 8月	1.3%
2001年 9月	-5.4%
2001年 10月	-9.5%
2001年 11月	-15.2%
2001年 12月	-15.9%
2002年 1月	-14.8%
2002年 2月	6.8%
2002年 3月	14.6%
2002年 4月	7.3%
2002年 5月	-0.1%

為替インデックスの要因分解



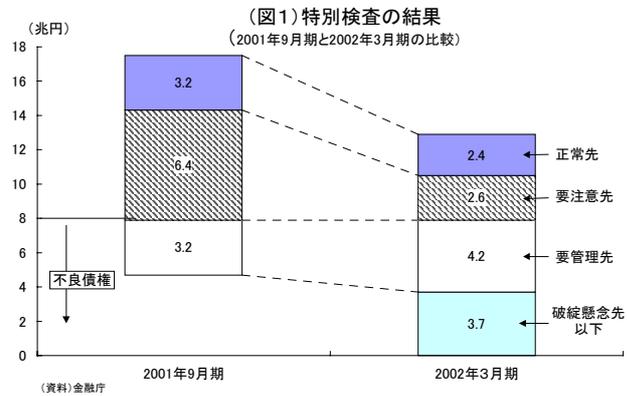
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研RE P O R T」1999.11号：REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週の焦点：中小企業の金融逼迫感が最悪に >

(担当：矢嶋)

特別検査で自己資本比率は10%を維持、早期公的資金導入は見送り

主要行に対する特別検査の結果が発表された(4/12日、図1)。主要行の不良債権は9月末に比べて4.7兆円増加し、貸倒引当金の積み増しなど1.9兆円にのぼる追加処理損が発生した。このため主要行の2002年3月期最終赤字は4.1兆円に達した。しかし各行とも概ね10%台半ばの自己資本比率(単体)が維持され、1行も過小資本に陥った銀行はなく早期公的資金導入は見送られた。



今回の検査が全貸出の約5%にとどまる、銀行支援の継続で「要注意先」とどまり先送りの比重が高いとの疑念が残るなど、今後、さらに不良債権が増加し自己資本不足に陥る銀行が出てくる懸念は払拭されておらず、マーケットでは資本注入への思惑は残っている。

フローの収益改善が喫緊の課題

早期公的資金導入を主張していた日銀総裁の最近のコメントして「銀行の資本の質」がよく取り上げられている。これは現在の自己資本が、負債性の強い公的資金、繰延資産による見かけ上の嵩上げ、生保等との資本のもたれ合いがあり、長期的には資本不足の状況が顕在化する可能性が高いというものである。

指摘されている点は、早急に改善を要する問題であり、解決のためには、外部からの資本調達か、フローの収益を高め内部留保の拡充をはかる以外に方法はない。しかし資本市場での調達が事実上不可能な(また返済義務のない公的資金議論も政府、銀行ともに難色をしめしている)ことから、フローの改善が銀行の喫緊の課題である。株式の含みがほとんど枯渇し、法定準備金を取崩すという事態となった銀行もあり、もはや不良債権処理などの費用はフローの収益によって賄うしかなくなっている。リストラ等にも限界があり、利鞘を改善させるか、手数料収入を増やすかいずれかの方法で収益確保を実現しなくてはならない状況にある。

経済財政諮問会議でも、銀行に収益目標を課すことが検討される見込みで、BIS基準に基づく中核自己資本(Tier)のストックの指標とともに、株主資本利益率(ROE)、総資産利益率(ROA)などフローの収益にも一定の数値目標を設定、達成を求める案(2002.4.20日経新聞)が出されている。

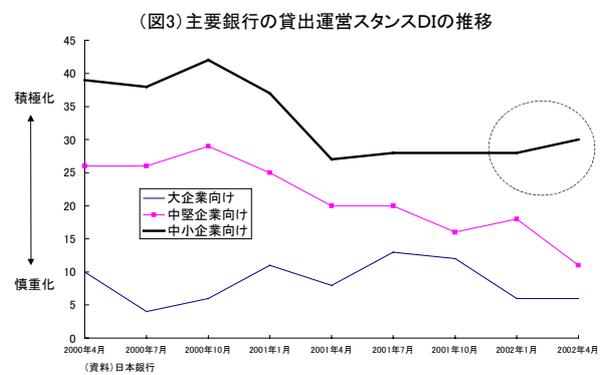
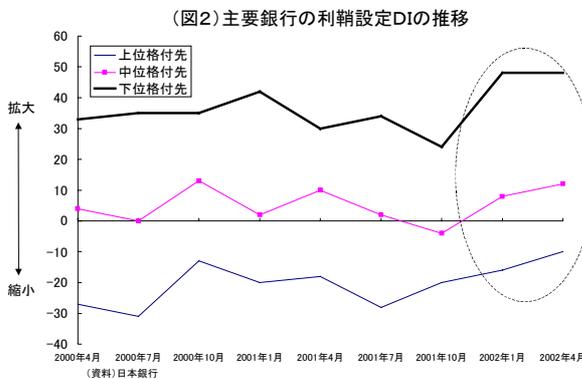
利鞘獲得のために中小企業融資を積極化

日銀が四半期に一回行なう「主要銀行貸出アンケート調査」(4/23 発表)では、格付け別にみた利鞘設定 DI が、2001 年後半から上昇し、足元 2002 年 4 月には統計開始以来、もっとも高い(利鞘拡大)水準となっている。特に中小企業貸出に対する利鞘拡大の動きが顕著である。

貸出運営スタンスについては、2001 年は信用リスクが意識されていたため、中小・中堅企業に対する融資に慎重になる一方で大企業に対しては融資拡大の運営が取られていた。

しかし 2002 年になって、大企業・中堅への貸出姿勢が慎重になる一方で中小企業への貸出姿勢が若干積極化している。

銀行全体の貸出額は減少傾向が続いているが、中小企業へは、積極的な姿勢とともに、スプレッド拡大を行ない、このマーケットで収益アップを狙っているようである。



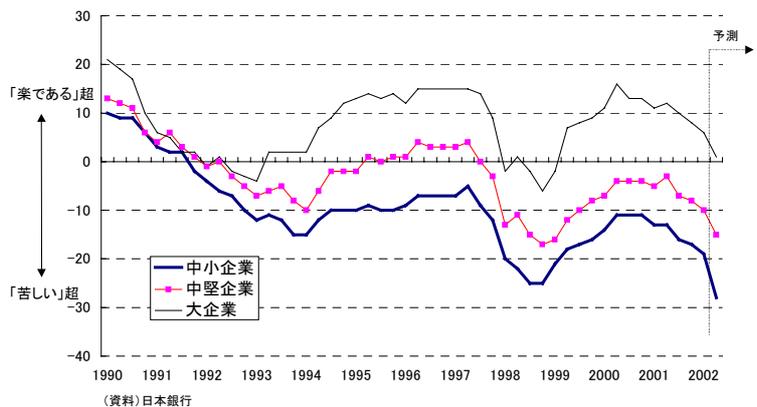
中小企業の金融逼迫感は最悪の状況

また、企業サイドのアンケート調査である「短観」(4/2 発表)で中小企業の資金繰りの状況をみると、貸し渋りが問題となっていた 98 年度よりも苦しいとの回答が多い。企業サイドのアンケートでは金融面での逼迫感是最悪の状況となっている。

銀行サイドからの貸出先の選別、貸出金利引き上げの動きが高まっていることが示唆される。

今後、特別検査の基準が中小企業に画一的・機械的に適用されてしまうとの懸念もあり、上向きかけてきた景況への悪影響が懸念される。

(図4) 規模別資金繰りDIの推移(短観)



(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)