

# Weekly エコノミスト・ レター

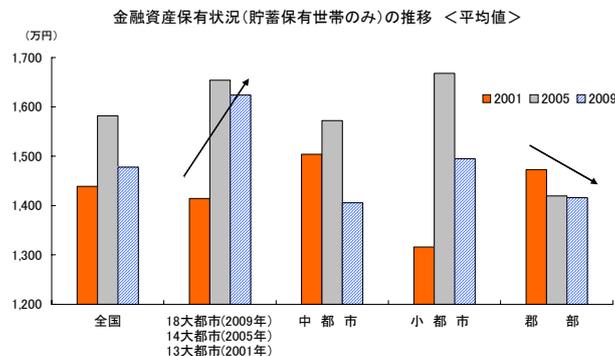
## 金融政策・市場の動き(3月)

～企業収益の改善傾向鮮明、日本の財政問題は今後4ヶ月程度が正念場、郵貯見直し論と都市部に集まる資産

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次  
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. (企業収益の改善傾向鮮明) デフレ、円高など外部環境は引き続き厳しいが、企業のコストカットの努力とともに、輸出を中心に数量が戻りだしてきたことで稼げる状況になってきている。
2. (日本の財政問題) 日本では国債の格付見通しが引き下げとなっても、10年金利は1.3%前後と財政問題が市場の不安になっていない。しかし今後4ヶ月の政府の行動によっては、ギリシャ問題が対岸の火事ではなくなる可能性も強い。
3. (郵政見直しと個人金融資産の都市部集中) 日本全体の個人金融資産の総量が大きく伸びない中、郵政肥大化の動きは、地域金融機関へ影響が大きい。
4. (日銀金融政策) 0.1%という超低金利長期化のシナリオは変わらず。日銀の出口開始はFRBの利上げ後。デフレ・円高などで景気下振れとなればさらなる追加緩和も検討される。
5. (長期金利) 国内長期金利は海外長期金利の動向に左右されるものの、デフレ長期化シナリオのもと低位安定が続く見込み。
6. (為替) 円ドルレートは市場の思惑の揺れで90円をはさんだ展開を予想する。年前半はどちらかといえば円高を試す動きに。年後半は米国の利上げの可能性が高まりドル高の局面が生まれよう。

### 都市部への人口集中に伴い金融資産も都市部に?



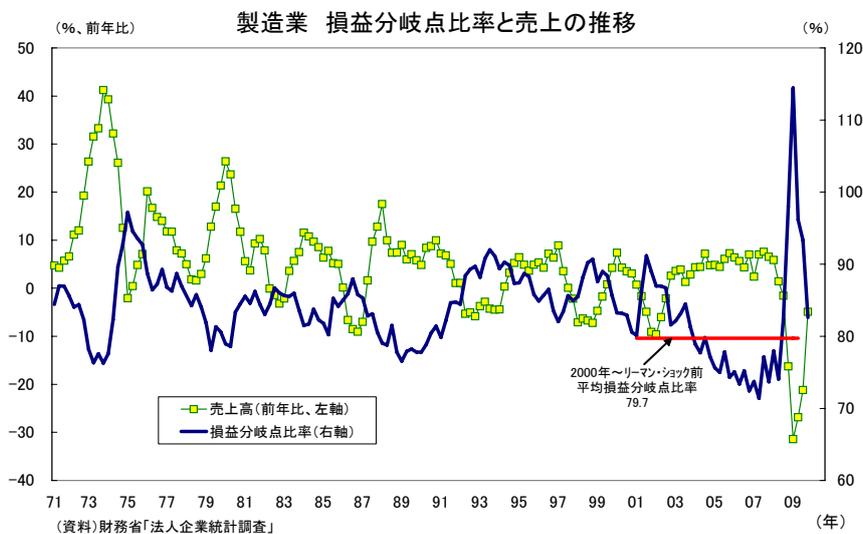
# 1. 企業部門は改善示す：デフレでも数量増の効果が上回る

## (輸出を中心に数量が動き出し、企業収益の改善傾向は鮮明に)

企業収益の改善傾向が鮮明になってきている。4日発表の09年10～12月期の法人企業統計では、企業の経常利益はリーマン・ショック直後で急激に落ち込んだ08年10～12月期に比べ2倍の10兆3763億円になっている。

製造業の損益分岐点を見ると、リーマン・ショックで110%を突破していたが、その後3四半期連続で改善し、80%程度まで急回復している。

デフレ、円高など外部環境は引き続き厳しいが、企業のコストカットの努力とともに、輸出を中心に数量が戻りだしてきたことで稼げる状況になってきている。



## (今年の企業評価 反動・政策効果なのか、ボリュームゾーン攻略の成功なのか?)

今後3月決算に向けて企業収益の上方修正は続くと思われる。ただ今年のテーマは危機からの回復から、戦略の是非が問われる時期になってくるだろう。

例えば輸出企業への評価は、収益増加が各国の経済政策による効果なのか、それともよく言われるボリュームゾーンの攻略がうまくいっているのか、その見極めによって大きく異なってくる。同業界の中でも優勝劣敗が今以上にはっきりついてくるだろう。

# 2. 日本の財政問題：今後4ヶ月程度が正念場

金融市場ではギリシャ問題など財政への不安が高まっているが、日本では国債の格付見直し引き下げなどの材料があっても、10年金利は1.3%前後と市場の不安になっていない。しかし、今後4ヶ月程度の政府の行動によって、日本の財政問題も対岸の火事ではないとの見方が強まる可能性が高い。

## (早くも11年度予算が正念場、かぎは事業仕分け、マニフェスト見直し、成長戦略)

10年度予算案は3月2日の衆院本会議で可決され、参院に送付された。これで年度内成立が確

定した。10年度予算案の一般会計総額は過去最大の92兆2992億円。税収は約37兆円にとどまり新規国債発行は44.3兆円と税収が新規国債発行を下回るという異例の予算であった。

ただ、民主党にとって本当の正念場は11年度予算だろう。11年度からは月額2万6千円の満額支給を目指す子供手当など新たに5兆円以上の歳出増が見込まれている。税収が大きく伸びることはそれほど期待できない中、10年度予算編成にあたり、簡単に掘れる埋蔵金はすでに使っており、予算編成は10年度よりも11年度がかなり困難だからだ。

3つの点が注目だ。ひとつは4月から始まる第2回目の事業仕分けでどの程度の歳出削減ができるか、二つ目は歳出増となるマニフェストの見直し、三つ目は6月末までにまとめる予定の中期財政フレームのほか、成長戦略の具体策などがどの程度実効性のあるもので、消費税の引き上げなど痛みも示すことができるのかである。

**マニフェストの工程表** マニフェストの実現により、家計で使えるお金を増やし、生活不安を解消します。

項目	平成22年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度
子ども手当・出産支援 年額1.2万円の子ども手当、出産一時金	子ども手当の半額実施 2.7兆円	5.5兆円		
公立高校の実質無償化 私立高校生にも相当額助成	0.5兆円			
年金制度の改革 年金給付額への対応、新たな年金制度の創設	記録問題への集中対応期間(0.2兆円) (年金制度に関する国庫的基金)		制度設計	新たな制度の決定 (主要作成・関連法案成立)
医療・介護の再生 医師不足の解消、新型インフルエンザ対策等、介護労働者の待遇改善	医師不足解消など段階的実施 1.2兆円		1.6兆円	
農業の戸別所得補償 販路開拓を対価に所得を補償	調査・モデル事業・ 制度設計	1.0兆円		
暫定税率の廃止 ガソリン税などの暫定税率の廃止・減税	2.5兆円			
高速道路の無料化 原則として、高速道路を無料化	段階的実施			1.3兆円
雇用対策 雇用保険を非正規労働者に拡大適用、求職者支援等	0.3兆円	0.8兆円		
所要額概算	7.1兆円	12.6兆円	13.2兆円	13.2兆円
上記以外の政策 (臨時金融安定化措置廃止、大学奨学金拡充、歳出費引き上げ、 中小企業支援等)	財源を確保しつつ、順次実施			3.6兆円

### (ギリシャ問題は対岸の火事ではなくなる。そうならないために)

7月には参議院選挙もある。選挙前に消費税引き上げは封印されてきたが、民主党の目玉政策である子供手当で恒久化には、どうしても消費税引き上げ議論など増税に踏み込まざるをえないという側面もある。単年度予算と中長期の財政・税制の姿をきちんと示せるか、財政規律という「節度」を市場に示せるのか4ヶ月程度が正念場だ。

これらがうまくいかないと現在ヨーロッパで起きている財政懸念の問題は対岸の火事ではなくなる。デフレがしばらく進むことから日本で財政懸念の顕在化を緩和したとしても、米国も出口に今年迎えば、世界の金利上昇の中で日本の財政プレミアムがいつきに顕在化するという、日本のギリシャ化が現実的なものになるリスクはある。

## 3. 郵貯見直し論と都市部に集まる資産

### (郵貯肥大化となる見直し論)

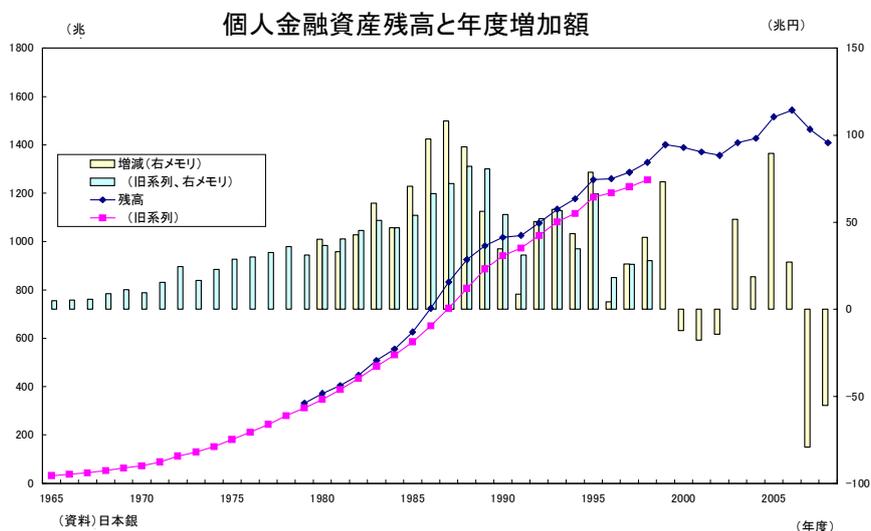
政府がまとめた「郵政改革素案」は、過去の公社に近い経営形態に逆戻りさせた上で、業容拡大を目指す内容となっている。その民営化見直し議論の中で郵貯の限度額引き上げもでている。

郵貯残高は2000年以降、減少基調が続き2009年末時点で170兆円程度にまで縮小している。政府としては郵貯を今後も存続させ、さらに国債消化機関としても機能させるため、限度額の引き上げはなんとしても実現したいとの考えもあるだろう。ただ、日本全体の個人金融資産が大きく伸びない中では、郵貯への預金シフトは規模の小さい金融機関、地域金融機関への影響はかなり大きい。

### (1990年代に資金フローはすでに変化していた?)

個人金融資産残高の増加(流入やキャピタルゲイン増減の合計)を見ると、2008年の世界的な危機の前から、2000年代に入ってそれまでの流れと変わっていると見ることが可能だ。

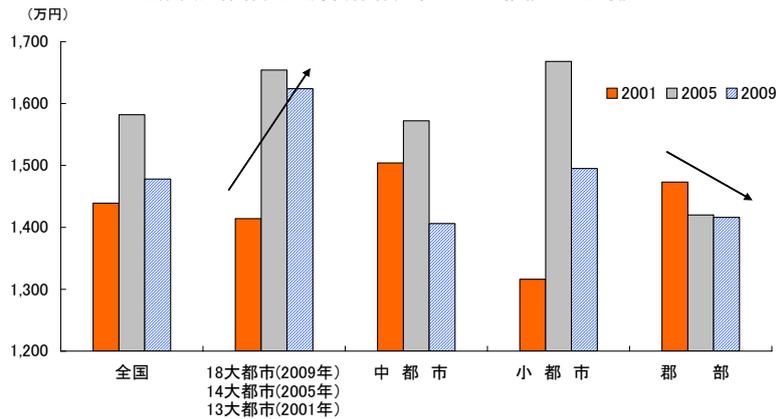
03年から始まった景気回復は実感なきものに終わった。企業が最高益をあげても雇用者への還元は押さえ込まれ、所得の伸びは低位にとどまったためだ。これが個人金融資産の流入に変化をつけた。今後株価上昇などキャピタル増があっても、雇用者への還元、すなわち所得増加のルートはそれほど拡大しないだろう。危機から脱しても80-90年代のように毎年潤沢なニューマネーが生まれるというのは高い期待のような気がする。



金融資産の特徴として高齢者、高所得者に偏在することがよく上げられるが、それと同じように都市部に偏在するだろうことも感覚としては納得感がある。ただそれをおさえる統計があまりないが、日銀の「家計の金融行動に関する世論調査」、貯蓄保有ありの世帯を都市規模別に分けた金融資産保有状況が公表されており、そこから推測できる。

データが不連続であることには注意が必要だが、これを見ると例えば全国で2001年と2009年で平均額が少し上昇しているが、大都市では200万円以上の上昇、郡部では逆に100万円くらい減少している。都市部への人口流入、遺産という形で郡部などから都市部に金融資産もシフトしてきていることが伺われる。

金融資産保有状況(貯蓄保有世帯のみ)の推移 <平均値>



出所: 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(2人以上世帯調査)

### (郵貯が民間金融機関にシフト。だから預金獲得が困難にならずという面があった)

個人金融資産というパイが伸びない中、都市部に集中し始めているとすれば、地域金融機関は預金獲得がかなり困難となるはずだ。今まではデフレが続き個人の預金嗜好が強まったということと同時に、郵貯縮小の動きが緩和してきていた。郵貯の残高が縮小する中、他業態は預金残高の増加となっている(ここでも大手行などのウェイトが上がるなど、地方から都市への動きを垣間見る状況となっている)。

もし郵貯が限度額の引き上げやさらに過去のように金利引き上げ競争という展開を見せた場合、地域金融機関への影響は甚大となると予想できる。人口減少や地域企業の広域化などの対応が難しい地域金融機関にとって、郵貯問題はさらに追い打ちをかける内容となる。

### 業態別の預貯金残高

業態	預貯金残高					
	2009/3		2004/3		1999/3	
	(億円)	シェア (%)	(億円)	シェア (%)	(億円)	シェア (%)
大手銀行など	3,382,140	33.8	3,059,061	31.0	2,814,865	29.0
地方銀行	2,050,789	20.5	1,859,647	18.9	1,733,247	17.8
第二地銀	566,609	5.7	555,438	5.6	634,681	6.5
信用金庫	1,154,524	11.5	1,055,059	10.7	1,005,921	10.4
信用組合	163,795	1.6	152,530	1.5	202,192	2.1
労働金庫	156,546	1.6	138,297	1.4	109,547	1.1
農協	833,095	8.3	759,764	7.7	689,940	7.1
ゆうちょ銀	1,698,791	17.0	2,273,723	23.1	2,525,675	26.0
合計	10,006,289	100.0	9,853,519	100.0	9,716,068	100.0

(出所)金融ジャーナル

(注)①金融ジャーナル社調べ。一部係数は入手不可のため、公表データなどを基に試算

②本表は合併・転換に伴う計数調整は行っていない。

③預貸金計数は国内銀行勘定のみ(預金は原則NCD含む)

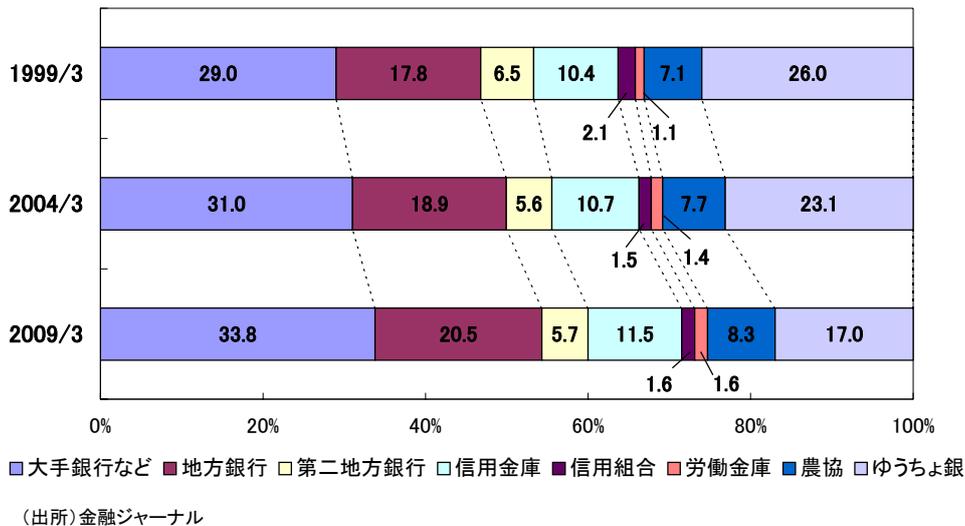
④店舗数は国内の本・支店、出張所の合計(移動・臨時出張所、代理店を除く)

農協は貯金業務を営む本所・事務所の合計、

ゆうちょ銀は、郵便局で銀行代理業を営む営業所又は事務所数(分室を含む)と郵便局が再委託している

営業所又は事務所数の合計で移動郵便局(2分室)は含まない。

業態別の「預貯金シェア」推移



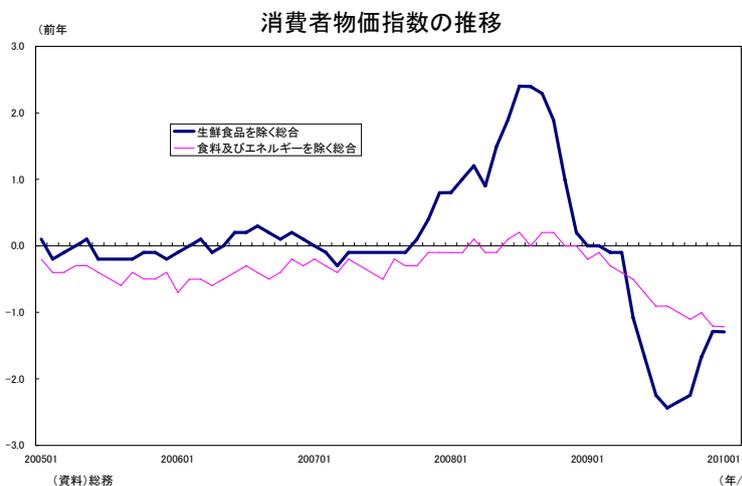
## 4. 日銀ウォッチ：日銀の出口はFRBの後。

(米国は公定歩合引き上げだが、日本は周回遅れ)

FRBは2月18日に公定歩合の引き上げを発表した。FFレートの引き上げは早くとも秋口以降との見方が大半だが確実に出口に向けて動き出したことは間違いない。流動性対策と通常の金融政策の違いとバーナンキは説明しているが、それほど大きな混乱がないのはやはり市場との対話がうまくいっているからなのだろうか？

一方の日本では、10-12月GDPが示すように設備投資の持ち直しが見えてきているという好材料はあるが、直近発表された1月全国消費者物価指数(CPI、生鮮食品除く)が前年比1.3%の低下とデフレが継続している。大きな需給ギャップがあり出口に向かう状況にはない。

日本の出口は米国の出口政策が実施された後、周回遅れで利上げが開始されるとの見方に変化なし。10年度の日銀の金融政策は現状維持が基本路線。ただしデフレ・円高などで景気下振れとなればさらなる追加緩和も検討される可能性もあると予想する。



## 5. 金融市場（2月）の動き： リスク回避の動きで金利低下、円高。ユーロ安は止まらず

### （10年金利）

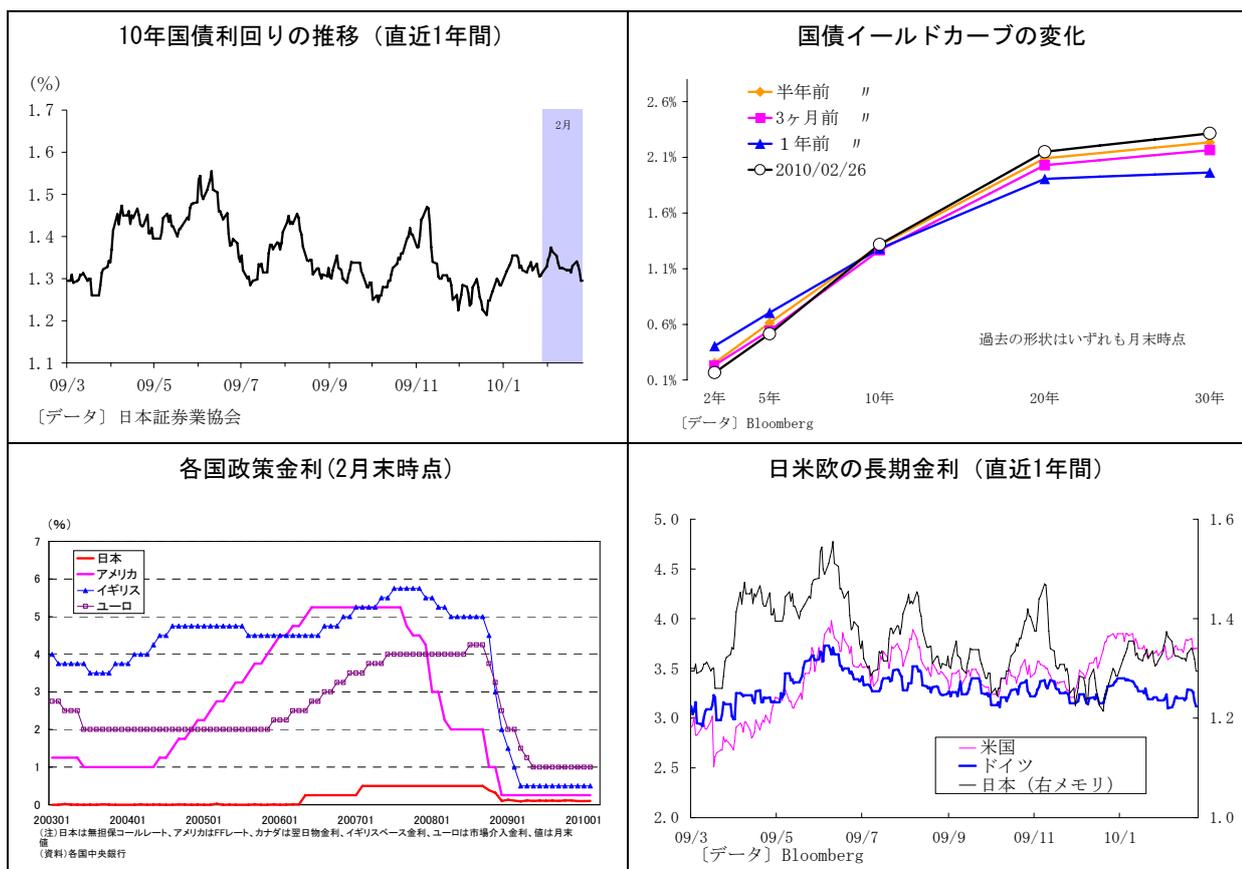
**2月の動き** 月初1.3%台前半からスタート、月末1.3%割れに。

月初1.3%台前半だった長期金利は、米長期金利上昇や株価堅調などを材料に4日に一時1.38%となった。その後欧州の債務懸念等に伴う株価急落し、リスク回避の流れが広がり10日には、一時1.32%台に。11日にEUによるギリシャ支援の声明が出され日経平均株価は再び1万円台を回復したが、長期金利は1.3%台前半での推移が続く。15日発表の10-12月期GDPでGDPデフレーターが前年比▲3%と過去最大の下落となり1.3%近辺まで低下。18日、FRBが公定歩合引き上げを実施したが長期金利は大きく反応せず。月末にかけて米国での市場予想を下回る経済指標の発表に円高・株安が進むと、長期金利は25日には09年末以来の1.3%台割れとなった。

### 当面の予想

国内長期金利は、デフレ長期化シナリオのもと低位安定が続く見込み。海外長期金利の動向に左右される展開が予想されるが、円高、デフレの中、日銀の超低金利は継続され、大きくレンジが切り上がる可能性は低い。

図表 金利関係図表



## (円ドルレート)

**2月の動き** 月初め 90 円台前半からスタートし、月末 89 円台前半に。

90 円台前半でスタートしたが、4 日の新規失業保険申請件数の悪化を受けて、88 円台へ。9 日に EU がギリシャ支援に乗り出すとの報道がなされ、対ドルでユーロが反発すると、円ドルもそれにつられ 89 円台後半の動きに。その後米国企業の良い経済統計・企業決算、FRB が公定歩合引き上げ（18 日）などから 91 円台後半となったが、逆に新規失業保険申請件数など市場予想を下回る発表が相次ぎ月末は 89 円台前半となる。

### 当面の予想

円ドルレートは市場の思惑の揺れで 90 円をはさんだ展開を予想する。年前半はどちらかといえは円高を試す動きに。年後半は米国の利上げの可能性が高まる形で 100 円を目指すドル高の局面が生まれよう。

## (ドルユーロレート)

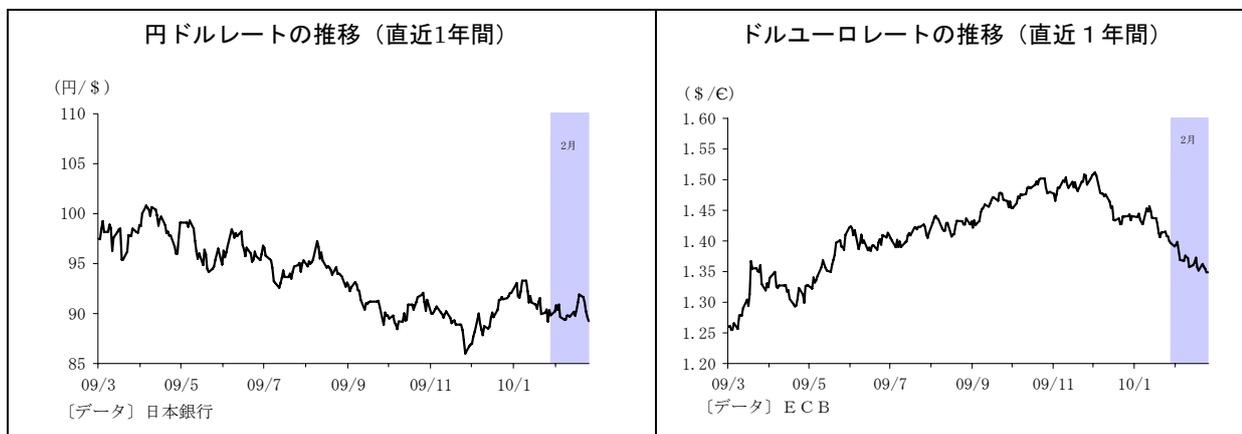
**2月の動き** 月初め 1.39 台前半でスタート、月末 1.35 近辺に。

月初から、ギリシャの財政問題などを受けユーロ安の展開が続く。12 日には 1.35 台へ。16 日の EU 財務相理事会でギリシャに支援が発表され、ユーロ安トレンドが止まるが、支援内容に具体性がなく反発にはいたらなかった。月末にかけて、再びユーロ安となり 1.35 ドル近辺となった。

### 当面の予想

ギリシャ問題がその他 EU 周辺国に広がっている。解決に向けた動きも見られるが、ユーロ信認低下の見方を変える力はない。ユーロ反発の可能性は小さい。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

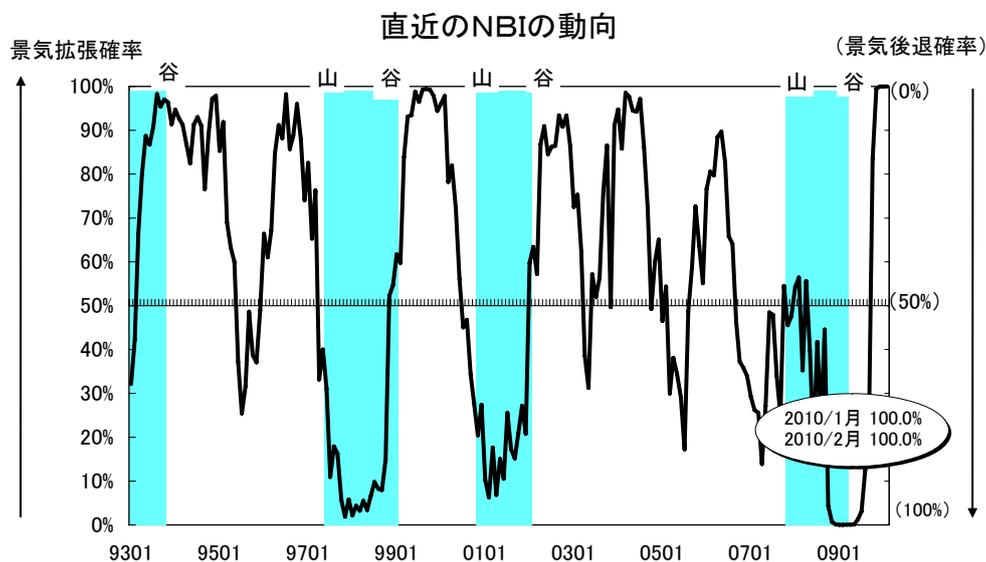


## 金利・為替予測表 (2010年3月4日現在)

		2009年	2010年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.75
	10年金利 (平均)	3.4	3.7	3.9	4.0	4.1
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.2	3.2	3.4	3.5	3.6
円ドル	(平均)	90	90	90	95	98
ユーロ・ドル	(平均)	1.48	1.38	1.35	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	133	124	122	124	127

## <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年1月：100.0%、2月（予測値）：100.0%



(注)①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。直近の景気の谷は2009年3月と仮定。  
②2010年1月までは実績値に基づく計測、2010年2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)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
09/1	0.0%	520,360	▲0.4%	11.0%
09/2	0.0%	517,556	▲0.5%	-47.4%
09/3	0.0%	521,544	0.8%	-49.6%
09/4	0.1%	527,261	1.1%	-49.8%
09/5	0.1%	526,514	▲0.1%	-49.5%
09/6	1.2%	525,653	▲0.2%	-49.3%
09/7	3.1%	523,199	▲0.5%	-49.2%
09/8	12.6%	527,816	0.9%	-49.2%
09/9	22.1%	528,558	0.1%	-49.9%
09/10	83.5%	531,394	0.5%	-49.6%
09/11	99.5%	530,920	▲0.1%	-49.8%
09/12	100.0%	535,389	0.8%	-50.0%
10/1	100.0%	536,150	0.1%	-49.6%
10/2	(予測値) 100.0%			-49.8%
10/3				-50.0%

### (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」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- ②月次GDP：GDPを月次化したもの。
- 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もありません。