

2023/03/27 05:39

◎〔円債投資ガイド〕赤字局面に入った独連銀とECBの課題＝日本総研・河村氏

河村小百合・日本総合研究所調査部主席研究員＝ドイツ連邦銀行が去る3月1日に公表した2022年決算で、同行がついに事実上の赤字局面に入ったことが明らかになった。2022年の分配可能利益（最終利益）はゼロで、それ自体は3年連続だ。ただ、過去2年の決算との大きな違いは、2020年、21年は利上げ局面入りを控えて引当金を積み増したがための「最終利益ゼロ・国庫納付金ゼロ」だったのに対し、2022年は同行が事実上の赤字局面に入り、9億7,200万ユーロ（1ユーロ＝140円で換算すると約1,360億円相当）の引当金を取り崩し、かろうじて「最終利益ゼロ・国庫納付金ゼロ」に持ち込んだ、ということだろう。

独連銀においてはかねてより、決算は総裁および財務担当の理事が記者会見して内容を説明する。中央銀行としての財務運営の重要性がそれだけ認識されているということだろう。コロナ禍の影響で、今回は3年ぶりの対面での決算発表の記者会見だったとのことだ。

ナーゲル総裁と経営管理を所管するヴェルメリング理事の説明によれば、今回の同行の事実上の赤字転落の要因は2つある。

最大の要因は、米国の長期金利上昇による同行保有の外貨建て資産の評価損による償却処理（▲9億2,200万ユーロ）だ。ドイツの場合、国としての外貨準備は全て中央銀行である独連銀が保有する。外貨準備の大部分を国（外国為替資金特別会計）が保有し、日銀が保有する分は限定的にとどまるわが国や、国（財務省）と中央銀行（連邦準備制度）とで正確に折半して保有する米国とは異なる制度設計だ。そのドイツとしての外貨準備について、昨今の高インフレ下での急激な利上げ局面で評価損が膨らみ、その償却処理に必要な金額にほぼ見合う額の引当金を取り崩さざるを得なくなったということだろう。

もう1つの要因は、欧州中央銀行（ECB）自身が2022年7月以降、利上げ局面に入り、独連銀に預け入れられた当座預金への付利コストがかさみ始めたことによる。ただし、この点は、ECBの利上げ転換が2022年央だったこともあり、2022年中についてはまだそれほど深刻な影響が出るには至っていない。確かに独連銀が負担した付利コストは、2021年の約48億ユーロから22年には約81億ユーロに増加した。他方、独連銀のバランス・シートの資産サイドでの利息収入は、2021年には約73億ユーロだったものが22年には約121億ユーロに増加している。要するに、資産サイドでの利息収入の伸びが負債サイドでの付利コストの伸びを上回り、両者を相殺したネット利息収入としてみればまだプラスを維持し、しかもその幅は2021年の約25億ユーロから22年には約40億ユーロに拡大している。

ただし、ナーゲル総裁は記者会見で、「それもあくまで、2022年決算までの話で、同年7月以前は超低金利状態が継続していたからこそだ」と述べている。そして同総裁は、独連銀の損益計算にかかる負担はこの先何年間にもわたり、相当に重くなるであろうこと、そしてその負担は独連銀の金融面でのバッファ（引当金や準備金等）をおそらく上回り、繰越欠損金を計上せざるを得なくなるであろうことまで明確に述べている。仮に繰越欠損金を計上するとしても、それは独連銀として初めてのことでなく、石油危機による高インフレに見舞われた1970年代に計上した経緯がある。

とはいえ、これはドイツのみならず、ユーロ圏各国にとって看過できるような事態ではなかろう。ECBは去る3月22日の政策委員会で、3本の政策金利のうち最も下方に位置する預金ファシリティ金利を3%にまで引き上げているが、それによってどの程度の“逆ざや”を被ることになるのかは加盟各国中銀ごとに異なる。例えば、3月22日時点の各国の10年国債の利回り（スポットレート・ベース）をみると、ドイツは2.3%、フランスは2.9%、スペインは3.4%、イタリアは4.2%という具合だ。実際の各中央銀行の決算上、“逆ざや”になるかどうかは、各中央銀行が保有する国債等の資産の加重平均利回りで決まるものの、単純化して各国の10年国債金利と預金ファシリティ金利を比較すると、独連銀や仏中銀では“逆ざや”になる一方で、スペイン中銀やイタリア中銀ではまだそうではない。要するに、この先、ユーロ圏では健

全財政国の方が、今次局面において中央銀行が被る“逆ざや”の幅が大きくなる、という皮肉な問題が発生することになる。具体的にはドイツやオランダ、オーストリア、フィンランド等の中央銀行が被る“逆ざや”の幅が大きくならざるを得ないとみられている。

さらに、各国中央銀行が実際に被る赤字幅は、“逆ざや”の幅に、各中央銀行が抱える当座預金（≒資産）の規模を掛け合わせて決まることになる。ユーロシステムの各国中央銀行は、ECBへの出資割合に応じて国債等の買い入れを行っており、最も多額の自国の国債を買い入れたのは独連銀、次いで仏中銀、そして伊中銀、ということになる。民間シンクタンクである欧州政策研究センター（CEPS）の試算によれば、2023年から向こう10年間に各国中央銀行が被る損失額は、独連銀で1,927億ユーロ（約27兆円相当）、仏中銀で1,385億ユーロ（約19兆円相当）、伊中銀で881億ユーロ（約12兆円相当）に達するとみられている。これは、各国中銀ごとに解決すればよい、言い換えれば、各国の財政運営を通じて各国民が事実上負担して解決すればよい、という話で済むものかどうかは予断を許さない。今後、ECBとしてとり上げざるを得ない重大な問題となる可能性もあろう。

話を独連銀に戻そう。ナーゲル総裁は先述の記者会見で、独連銀がこれまで、資産買い入れの拡張に伴って発生する財務面でのリスクについて、繰り返し指摘してきたこと、そして、この問題に対応する引当金も計上してきたことを指摘している。そしてドイツの足許のCPIは前年比8.7%と、連邦共和国建国以来の高インフレ局面に直面している。そうした状況下では、物価の安定を取り戻すために、機動的な金融引き締めが必要であり、それが財務面での負担を伴うことになったとしても、独連銀としてはそれに対処しなければならず、また、対処することができるだろう、とも述べている。つまり、最も重要なのは、中長期的な物価安定を達成するための、機動的な金融政策運営なのだ。

日銀においては来たる4月、植田和男新総裁が就任し、新体制が発足する。世界的な経済情勢の急転換を受け、わが国の経済・物価情勢も大きく変化するなか、黒田総裁時代の日銀の金融政策運営は機動的というにはほど遠かったことに加え、出口局面における日銀自身の財務悪化の問題に、日銀自身が口を閉ざし続けてきたことは紛れもない事実だ。総裁や担当役員自らが記者会見をして決算を発表したこともなかったのではないか。植田新総裁のもとで、日銀が今後いかに変わっていくことができるかが問われていると言えよう。（了）

[/20230327NNN0003]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved