



【第20回】2012年10月17日

EU首脳会議直前！ 表面は「静か」、裏の事態は「深刻」 欧州債務問題長期化のからくりを解く ——日本総合研究所調査部主任研究員 河村小百合

欧州債務問題が長期化しているなか、10月18～19日に、EU首脳会議が開かれる。

去る6月17日のギリシャ再選挙において緊縮派が勝利したことで、選挙結果次第でギリシャはユーロ離脱か、と身構えていた市場の緊迫感はひとまず和らいだ。しかしながら、その後も、ユーロ圏、欧州中央銀行(ECB)、国際通貨基金(IMF)のいわゆる「トロイカ」は、本年3月に決定した第二次支援融資の実行を未だに渋り続けている。トロイカの調査団は7月以降、夏休み期間をはさんで、何度もアテネを訪問しているものの、事態に目立った進展はみられない。かといって、市場に大混乱が発生しているわけでもない。

本稿では、欧州債務問題がこのように、「静かに」「長期化」することが可能となっている背景を明らかにする。そこには、いかなる『からくり』があるのか。それに伴い、水面下で各国にいかなる負担が及んでいるのか。このところは「表向き」は静かな欧州情勢だが、その裏側の深刻さはどの程度なのか。そして、今後あり得る展開を考えたい。

欧州中央銀行制度による 『隠れた救済メカニズム』

ユーロ圏の中央銀行は、金融政策等の運営にかかる意思決定機関としてのECBと、加盟各国の中央銀行の集合体として構成されており、欧州中央銀行制度(ユーロ・システム)と呼称される。そのなかで、各国中銀をつなぐ即時グロス決済システムがTARGET2(Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transferの略称)である。

このユーロ圏内において、2国間の金融取引や資金決済が、TARGET2内でどのように行われているのかを、「平時」および、足



かわむら・さゆり

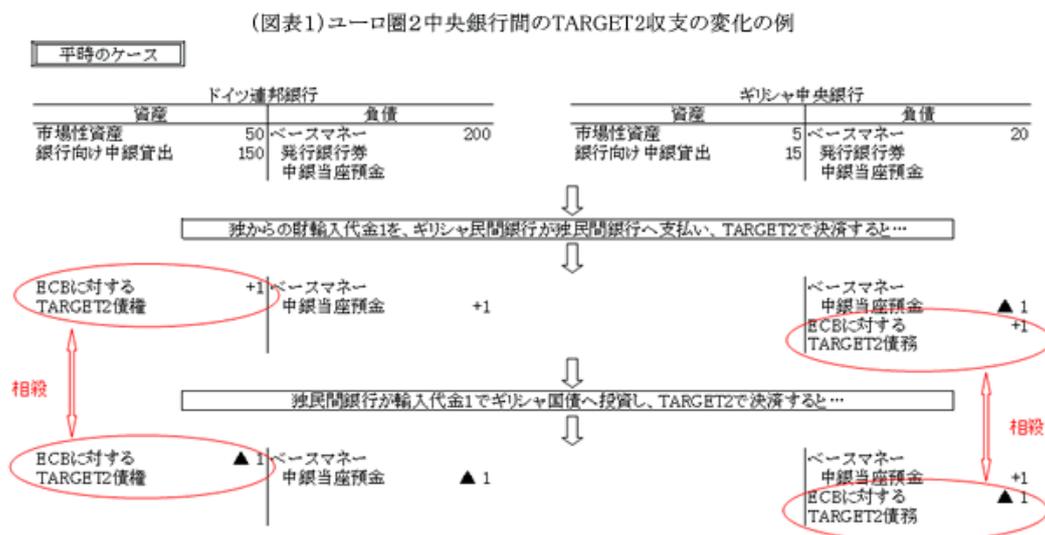
1988年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て、現職。専門は金融、財政、公共政策。これまでの執筆論文・レポート等は日本総研の研究員紹介ページ参照。公職は財務省国税審議会委員、厚生労働省社会保障審議会委員、総務省政策評価・独立行政法人評価委員会委員ほか。

許のような「危機下」に分けてみてみよう。そこに、長期化を可能にする『からくり』が潜んでいるのだ。

中央銀行とは、欧州に限らず一般的に、オペで買い上げた市場性資産(国債等)や市中銀行向け貸出の見合いで、銀行券を発券したり、市中銀行に中銀当座預金を提供したりして、当該国内に必要な資金を供給する主体だ。ここでは、ドイツとギリシャの2カ国を例に考える。ドイツはユーロ圏内の経常黒字国、ギリシャは経常赤字国である。

まず、「平時」の場合(図表1)、ドイツがギリシャに自動車を輸出したとする。ギリシャの輸入業者は、自国内の取引銀行経由で、ドイツの自動車メーカーの取引先であるドイツの民間銀行に輸入代金を支払う。この場合、ギリシャの民間銀行は、ギリシャ中銀に預けている中銀当座預金を取り崩して、ドイツの民間銀行の中銀当座預金へ送金するが、その際、ギリシャ中銀のバランス・シート上の負債勘定には、送金額に見合う「TARGET2債務」が計上される。一方で、ドイツ連銀の資産勘定には、同額の「TARGET2債権」が計上されることになる。

ドイツからギリシャへの輸出取引が繰り返し行われれば、ギリシャからの輸入代金の送金額見合いで、ドイツの民間銀行の中銀当座預金は増加する。ドイツの民間銀行にとっては、これをそのまま「寝かせて」おけば、投資機会の逸失になるため、この資金を元手に、相応のリターンを期待できる金融資産に投資することになる。今から数年前までは、ギリシャ国債の信用力に問題があるとは一般的に認識されておらず、ドイツの民間銀行が、それをギリシャの民間銀行から買い入れれば、自動車輸出の際とは逆方向にお金が出る格好で資金決済が行われる。



(資料) European Central Bank "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011および Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser, *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, Springerlink.com, May 30, 2012を参考に日本総合研究所作成。

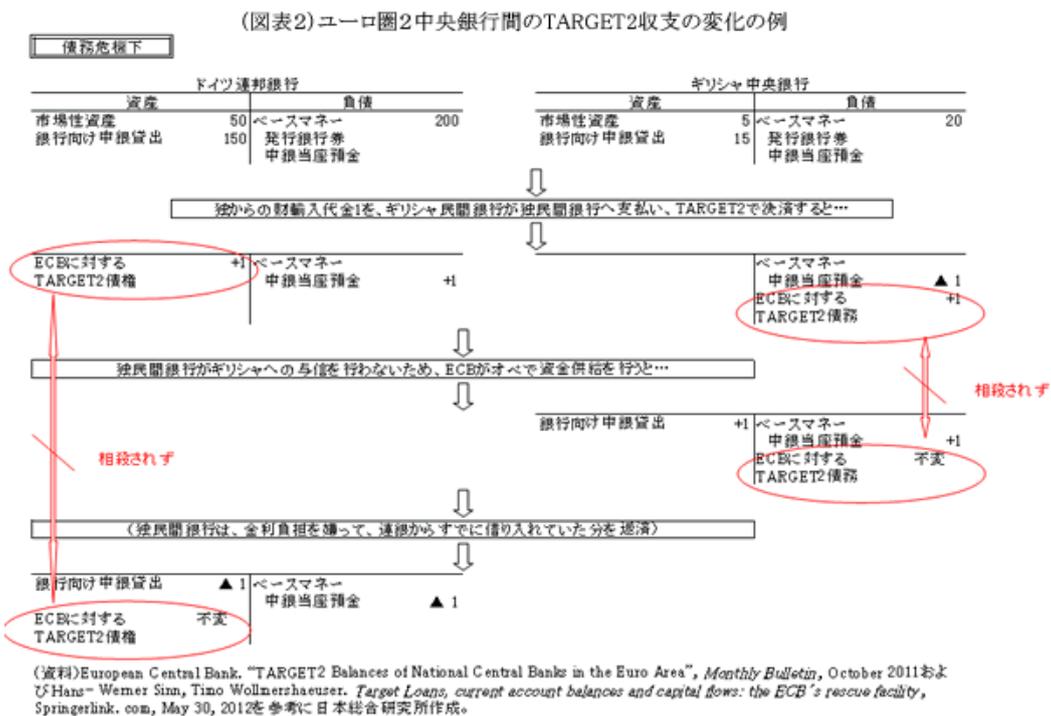
拡大画像表示

すると、ドイツ連銀の資産勘定にあった「TARGET2債権」も、ギリシャ中銀の負債勘定にあった「TARGET2債務」も、それぞれ相殺されることになる。このように、ドイツ側が輸出と並行して国外の金融資産への投資を続ければ、ユーロ・システム内において、「TARGET2債権」もしくは「債務」が一方向的に累積するような事態には至らない仕組みだ。

これに対して、現在のような「危機下」では、ドイツが自動車を輸出し、ドイツの民間銀行の中央銀行当座預金に、その輸出代金が流入して増加の一途をたどっても、ドイツの民間銀行は、リスクをとって国外の金融資産へ投資をしようとしな(図表2)。そのままでは、ギリシャの民間銀行がギリシャ中銀に預けている当座預金は減少する一方で、いずれ資金が尽きてギリシャは対外支払い不能となる。これは、アジア通貨危機型の国際収支上の資金ショートに陥ることを意味する。

しかしながら、実際には、それを回避するために、ユーロ・システムがギリシャの民間銀行に対してオペで資金供給を行い、資金不足の穴を埋めている、というのが現在の姿なのだ。その際、ギリシャ中銀のバランス・シート上では、オペによる市中銀行向け貸出の増加に見合う形で、中銀当座預金の不足分が埋められる一方、「TARGET2債務」は、相殺されることなく残る。ドイツからの輸入が続く限り、「TARGET2債務」は積み上がる一方なのだ。ドイツ連銀のバランス・シート上の「TARGET2債権」も同様に累積が続く。

要するに、ユーロ・システムがギリシャ中銀を窓口として、ギリシャの民間銀行に資金を貸し出し、資金繰りをつける一方で、その未回収の債権はドイツ連銀の方に、意図せず積み上がっているという状態だ。これこそがまさに、欧州債務危機が、「国家ベースでの資金ショート」といった大混乱は回避しつつ、事態の長期化を可能としている『からくり』なのである。

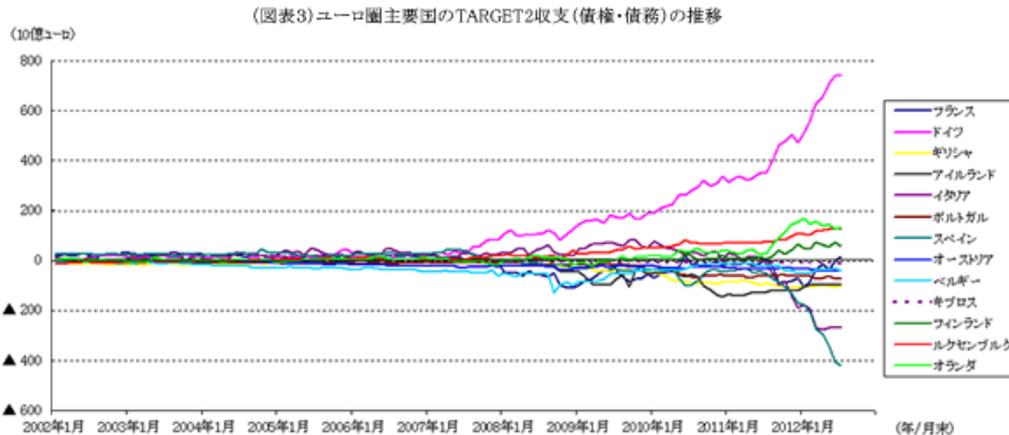


拡大画像表示

南欧諸国の債務が拡大し 膨張する各国の潜在的な負担

この『からくり』がどの程度の規模で機能しているのかは、ユーロ圏の各国中銀の「TARGET2債権」ないし「債務」を追うことで読み取ることができる(図表3)。2007年半ばまでは、各国中銀の「TARGET2債権」ないし「債務」は、小幅なものにとどまっていた。民間セクターが、経常黒字ないし赤字に見合うリスク・テイクを行い、資本輸出入によって経常収支とバランスさせていた時

期だ。しかしながらその後は、「債権」側、「債務」側ともその幅が拡大し、とりわけ2011年秋以降、それらの幅の拡大傾向が著しい。



(資料) IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成。

拡大画像表示

最大の「TARGET2債権」国はドイツで、その幅は7381億ユーロ(2012年7月末)に達している。他には健全財政国であるオランダやフィンランド、小国ながら金融セクターの集積度が高いルクセンブルクが、「債権」国として名を連ねる。

「債務」国側について、まずギリシャは、2007年央以降「債務」幅の拡大傾向が続いた後、2011年秋以降は、ほぼ1000億ユーロ強の水準で横ばい推移している。これは同国の名目GDPの約5割に相当し、ユーロ圏・IMFがすでに実行した第一次支援融資(730億ユーロ)や、2012年3月に合意した第二次支援融資(755億ユーロ。未実行)を上回る金額だ。

このほか、足許ではスペインの「債務」幅の悪化傾向がとりわけ顕著で4185億ユーロ(2012年7月末)、同国の名目GDPの約4割相当に達している。イタリアは、2011年6月までは「TARGET2債権」国側に位置していたものが、その後、「債務」国側に転落した。「債務」幅は拡大を続けたが、2012年4月末に2754億ユーロ(名目GDPの2割弱相当)に達した後、拡大傾向は一服している。

このような「TARGET2債権」、「債務」は、現段階では、各中央銀行間のいわば「帳簿上の貸し借り」に過ぎない。過去の推移をみても、民間金融機関による正常なリスク・テイク活動が復活すれば、その幅は縮小に転じる筋合いのものである。

他方、今後万が一、ユーロの枠組みにほころびが生じるようなことになれば、この「帳簿上の貸し借り」は、現実の財政負担として一気に顕在化することになる。現行制度上は、仮にユーロ・システムからの離脱国が発生した場合、その国の中銀が負っている「TARGET2債務」は、それ以外の加盟国の中銀が、ECBへの出資比率に応じて負担することになっている。

中央銀行とは、主要な国家主権の一つである通貨発行権を行使することによって自動的に得られる「通貨発行益」の国庫納付を通じて、当該国の財政と密接な関係にある存在だ。民間銀行が、資金調達(預金等)と資金運用(貸出等)の利ざやで主に利益を得るのに対して、中央銀行

の場合は、資金調達（銀行券発行等）のコストは通常はゼロ（もしくはごくわずか）なので、資金運用（市中銀行向け貸出等）の利回りがまるまる通貨発行益となる。

そこで、例えば日本銀行も、この通貨発行益を毎年度、納付金として国の一般会計に納めている。ユーロ・システムにおいて、離脱国の「債務」の按分負担が大きければ、その影響は中銀経由で各国財政に現実のものとして及ぶ。欧州債務危機の長期化の『からくり』には、各国にとって、このような潜在的な財政負担が伴う。そして、その潜在的な負担は、膨張する一方なのだ。

■ 異例の手法を繰り出す 欧州中央銀行の政策運営

このようなユーロ・システムによる『からくり』は、実は、決済システムであるTARGET2の存在のみによっては機能しない。前述のドイツとギリシャとの2国間の例でみたように、ユーロ・システムが問題国の民間銀行に対して、オペで資金供給を続けて初めて、機能する。ただし、このような資金供給は、通常の中央銀行の立場からすれば、いつでも、いくらでも供給できる、というものでない。

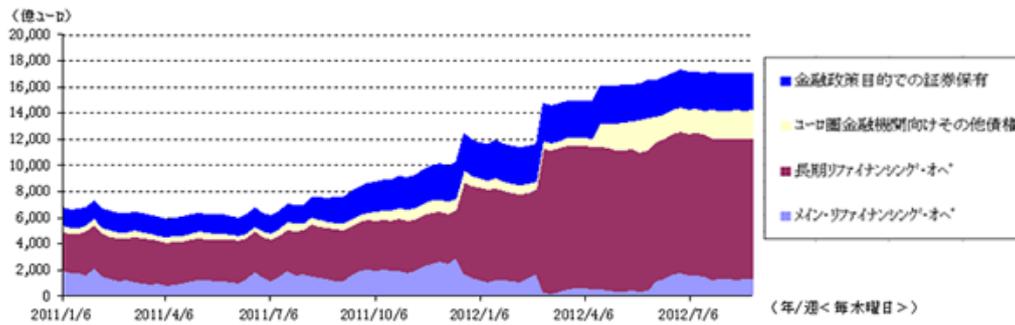
危機対応策として、ECBはオペを通じて、潤沢な資金供給を行ってきた。2011年12月には、中央銀行としては異例の3年物（期間3年）、金額無制限のオペであるLTROまでも導入した。

しかし「異例のオペ」の仕組みを整えるだけでは、資金不足は埋められない。中央銀行による資金供給は、有担保で行うのが原則だ。かつての欧州のみならず、日米でも然りで、各中央銀行は担保にふさわしい金融資産の基準を「適格担保基準」として公表する。無担保による資金供給（いわゆる「特融」）は、特定の銀行が経営危機に陥り、そのままではシステミック・リスク（一銀行の危機がシステム全体に波及すること）が現実のものとなる時に限って許される、例外的なものだ。

今回の危機では、民間銀行側が中央銀行に差し入れる担保として最もよく用いられる各国債が、立て続けに格下げされた。紙幅の関係上詳細は割愛するが、そこでECBは、この「適格担保基準」を緩和し、最低格付ラインを引き下げた。しかし、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国の国債の格付けは、この最低ラインをも下回ったため、一時的な例外扱いを認め、これらの国々の民間銀行が引き続き自国債を担保に、オペで低利の資金供給を受けられるようにもした。

民間銀行の立場からすれば、それでもなお必要な担保が不足したため、ECBはアイルランドやギリシャに対して、2011年夏頃から、例外的な「緊急流動性支援（ELA）」による、無担保・高利での資金供給をも活用し始めた。これはいわば「特融」に相当するものだ。その実績は非公表であるが、ユーロ・システムによる主な手段別の資金供給内訳の推移をみると（図表4）、LTROによる資金供給以外でも、このELAを含むとみられる「ユーロ圏金融機関向けその他債権」の形で資金供給の増加が目立っている。

(図表4) ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳



(資料) ECB, Monthly Bulletin各号の計数を基に日本総合研究所作成。

拡大画像表示

さらにECBは2012年9月、「短・中期国債無制限買い切りオペ(OMT)」の導入も発表した。このようにECBは、(1)異例のオペの導入に加え、(2)担保の面でも異例の政策運営を行うことによって、ユーロ・システムの『からくり』を作動させてきたのである。

現状は時間稼ぎの政策 今後の展開を予想する

このように、欧州では、表面上は大混乱の発生が回避されつつ、危機の長期化が可能となっている。しかしながら、「TARGET2債権・債務」膨張の裏で、ECBは自らの健全性を犠牲にして異例の政策運営を行っている。また、各国中銀経由での各国の潜在的な財政負担も、すでに相当な規模にまで膨張している。表面的な「静けさ」の裏側で、事態は相当深刻なものとなっている、とみるべきであろう。

ユーロ・システムによるこのような『からくり』は時間稼ぎに過ぎない。ユーロ圏各国としては、その間に危機の収束と抜本的な債務問題の解決に向け、①銀行同盟や、②財政統合を着実に進展させ、民間セクターによるリスク・テイクの活発化を促し、スペインをはじめとする国々の「TARGET2債務」幅の縮小を目指すより他に途はない。

その際、ギリシャは例外扱いとされる可能性が濃厚である。2012年3月の第二次支援決定後も、同国経済の落ち込み幅は一段と拡大し、予定通りの財政再建・債務返済が危ぶまれている。ギリシャ中銀の「TARGET2債務」幅を、近い将来に縮小させられるとは考えにくい、というのが一般的な見方であろう。

トロイカはこの半年の間、ギリシャに対して、「冷酷」ともいえるスタンスを崩していない。ユーロ圏・IMFは3月に決定した第二次支援融資の実行を先送りし続け、ギリシャの財政運営の継続は一段と困難になりつつある。ECBも2月以降、ギリシャの民間銀行に対して、ギリシャ国債を担保とするオペでの低利の資金供給は実施せず、ギリシャの民間銀行はELAの枠組みにより、ギリシャ中銀から高利での資金調達を余儀なくされている。

ギリシャ経済・財政運営の現状や、トロイカ側の最近の対応スタンス等に鑑みれば、同国の扱いに関する今後あり得る展開として、おおまかに以下のように整理できよう。

第一は、現状継続シナリオである。ギリシャは2012年3月合意ベース、もしくはそれに若干緊縮幅を上乗せする形で、財政再建を継続する。トロイカは追加支援融資を実行し、ユーロ・システムはギリシャの民間銀行向けにオペでの資金供給を再開する。このシナリオでは、ギリシャ経済は、財政デフォルト国が経済再生を図るときの常套手段である為替レート調整を使えないため、一段と疲弊し、数年以内に再び、債務返済不能状態に陥るおそれがある。それまでにギリシャ中銀の「TARGET2債務」幅は一段と拡大するほか、トロイカ側も、さらなる支援融資の上積みも迫られよう。

第二は、ギリシャの再デフォルト・資金ショートシナリオである。トロイカ側が足許の厳しいスタンスを崩さなければ、ギリシャは早晩、財政デフォルト、国際収支上の資金ショート状態に陥る。ギリシャの対外取引は停止され、国内では、政府がIOU(借用証書)の発行を余儀なくされ、それが実務上は破綻後のギリシャの新通貨「新ドラクマ」として国内での決済手段として流通するに至る。このシナリオでは、ギリシャ経済は、直後には大混乱に陥るものの、中・長期的には、債務負担は大幅に軽減されよう。ただし、同時にスペインをはじめとするユーロ圏他国へ、混乱の火種が飛び火しかねず、場合によっては、ユーロ圏全体の枠組みも動揺しかねないことが、強く懸念される。

なお、第二のシナリオは、事後的なギリシャとユーロ圏の関係がどうなるかによって、さらに二通りに分けて考えることができる。

一番目は、ギリシャがユーロ圏を離脱する、ないしはEUを脱退するケースである。このケースでは、ユーロ圏やIMFがギリシャ向けにすでに実行した支援の扱いは微妙となろう。ギリシャの民間銀行に対しては、ユーロ・システムからの資金供給も、一切不可能になる。合わせて、地政学的な脅威の問題も発生しよう。ギリシャやキプロスに対しては、経済面での弱みにつけこむ形で、ロシアや中国がすでに食指を伸ばしている。

二番目は、ギリシャをユーロ圏から、秩序立った形で一時的に切り離す、というアプローチである。現行制度上は想定されていないが、すでに現地の民間シンクタンク等からこうしたアプローチに関する提言も出ている。これは、ギリシャ向けに新たに、ユーロ圏の「準加盟国」のような立場を新設し、一時的にユーロの参加国から外して、為替レート調整による国内経済の競争力回復と再生を図る。これまでにユーロ圏側が実施した支援はそのまま活かす形で、ギリシャのユーロ圏への復帰を中・長期的に目指す、といった考え方だ。

ユーロ圏各国の首脳は、今夏をはさみ、ユーロ・システムによる『からくり』によって時間稼ぎをしつつ、以上のような様々なアプローチを選択肢に、それぞれのメリットとデメリットとを比較考量しつつ、大詰めの検討を行っていると思われる。最終的には政治的な判断次第ゆえ、今後の事態の展開について断定的な予測は困難である。当面、欧州情勢を注視する必要があるだろう。