

シリーズ「欧州債務問題長期化のからくり」(上)～問題長期化の『隠れたメカニズム』と各国の負担～

(株)日本総合研究所 調査部主任研究員 河村小百合

2012年10月18日

[IMF・世銀総会が残したもの](#)

[ヨーロッパ](#) [世界経済](#) [金融](#)

1 [retweet](#) [BI](#) 0

先進各国が軒並み政府債務の増大に悩むなか、新興国をも含めた世界経済の減速基調が鮮明となり始めている。そうしたなか、去る10月8日～14日には、IMF・世銀総会が東京で開催された。その一連のプログラムにおいては、“Stimulus? or Austerity?”、すなわち「景気刺激か？それとも財政再建か？」、「成長か？それとも緊縮か？」という論点が、全体として議論の中心的な位置を占めていたように感じられた。

世界経済のなかで、現在、政府債務問題が最も切迫した状況にあり、緊縮政策による景気へのマイナス影響が最も深刻なのは欧州である。問題の発端となったギリシャの財政指標粉飾の発覚から、すでに3年の月日が経過しつつあるが、決定的な事態の悪化こそ何とか回避しつつも、いまだに出口を見出せてはいない。

本連載では、欧州債務問題がこのように長期化している、というよりはむしろ、「長期化することが可能となっている」のはなぜか、をまず明らかにする。そのうえで、今後、あり得る展開を考えたい。

1. 欧州中央銀行制度とTARGET2とは

『長期化のからくり』とはいかなるものか。結論を先取りすれば、(1)ユーロ圏全体としての「欧州中央銀行制度(ユーロ・システム)」における各国間の資金決済メカニズム、を基盤に、(2)欧州中央銀行(ECB)が危機対応として異例の様々な資金供給策を講じること、の2点が揃うことによって機能するメカニズムである。以下、順に、詳しくみていこう。

わが国では、ユーロ圏の中央銀行イコールECBと認識されていることが多いようであるが、正確に言えば、ユーロ・システムは、ECBと加盟各国の中央銀行の集合体として構成される、い

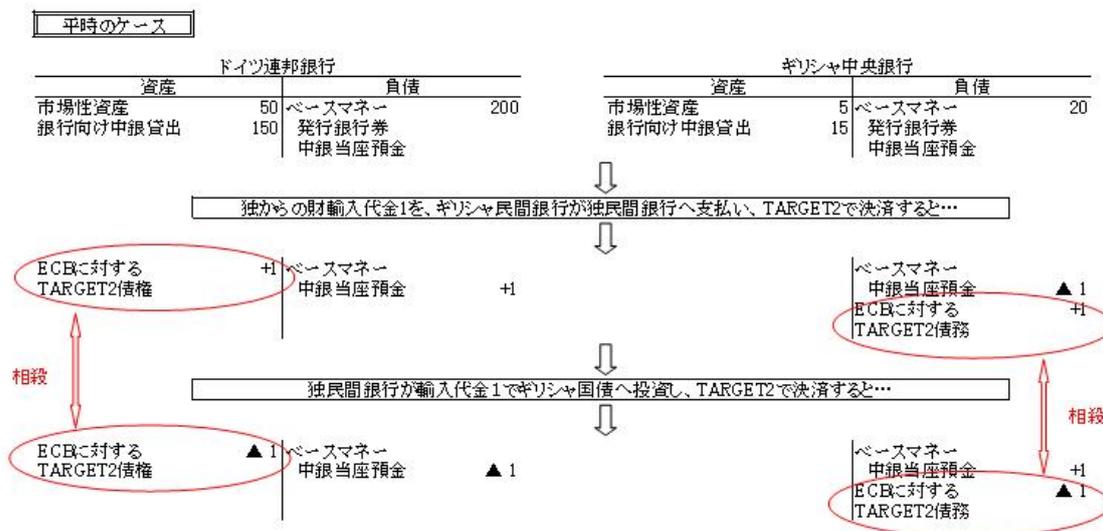
わば分権型の組織である。ECBと各国中銀との間に組織的な上下関係はない。ECBは主に、ユーロ・システムの金融政策運営上の意思決定機関としての役割を担い、金融政策運営上のオペや様々な決済は各国中銀が分担して実施する。そのなかで、各国中銀をつなぐ即時グロス決済システムがTARGET2(Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transferの略称)で、各国の民間銀行間の金融取引も、ユーロ・システムによるオペも、すべてこのTARGET2を通じて決済される。

2. 問題長期化の『からくり』とはいかなるものか

問題長期化の『からくり』(隠れたメカニズム)の鍵は、TARGET2内で実際の資金決済やオペがどのように行われているのか、という点にある。以下、「平時」と「危機下」のケースに分けて、ドイツとギリシャの2カ国を例として、資金がどのように動くかをみてみよう。

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、ギリシャ中銀にある自らの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。

〈図表1〉ユーロ圏2中央銀行間のTARGET2収支の変化の例



(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

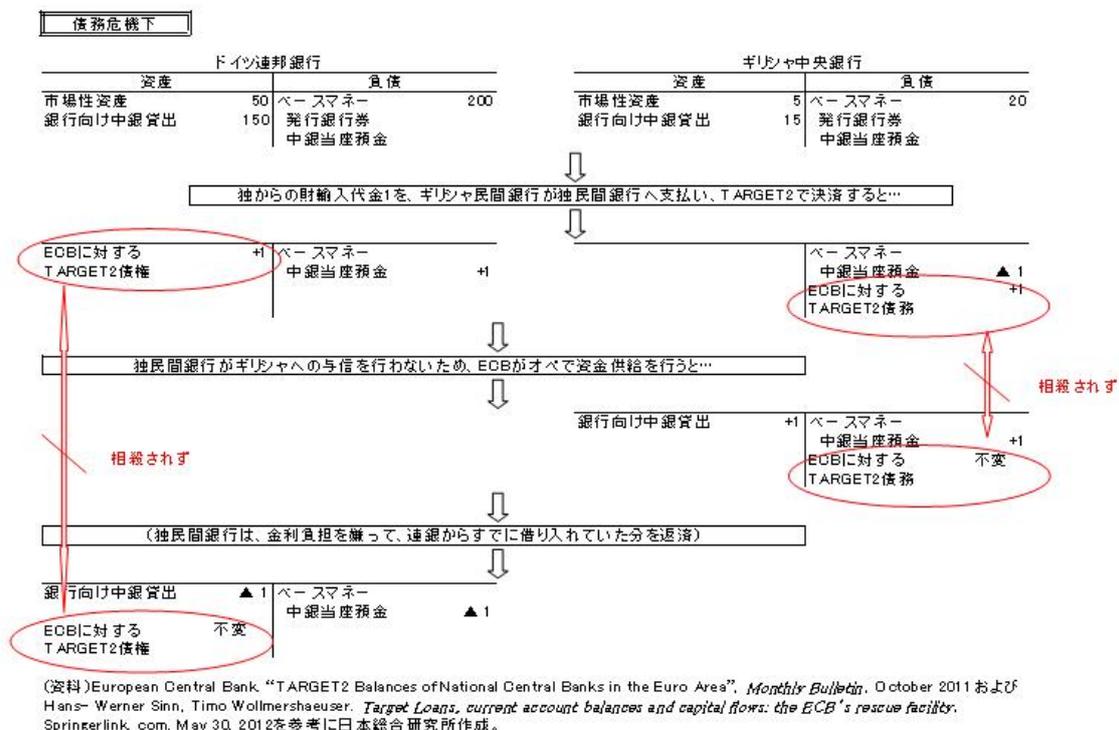
一方で、ドイツ連銀の資産勘定には、同額の「TARGET2債権」が計上され、負債勘定では、ギリシャからの輸入代金の送金額見合いで民間銀行の中銀当座預金が増加する。これをそのまま「寝かせて」おけば、投資機会の逸失になるため、ドイツの民間銀行は、この資金を元手に相応のリターンを期待できる金融資産に投資する。ドイツの民間銀行が、ギリシャ国債をギリシャの民間銀行から買い入れれば、自動車輸出の際とは逆方向で資金決済が行われる。する

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」が一方的に累積するようなことはない。極めて単純化した例ではあるが、ソブリン危機発生前までは、このような資金の流れであった。

これに対して、足許のような「危機下」では、ドイツの輸出による代金の流入で、ドイツの民間銀行の中銀当座預金が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りたがらず、国外の金融資産へ投資をしようとししない(図表2)。そのままでは、ギリシャの民間銀行側の中銀当座預金残高は早晩尽きて、ギリシャは対外支払い不能となり、アジア通貨危機型の国際収支上の資金ショートに陥っていたはずだ。

(図表2) ユーロ圏2中央銀行間のTARGET2収支の変化の例



拡大

しかしながら、実際には、ユーロ・システムがギリシャの民間銀行に対して、異例のオペや担保政策を次々と繰り出して資金供給を行い、資金不足の穴を埋めることにより、資金ショートは回避されている、というのが実態だ。異例のオペや担保政策については、連載第2回で詳述する。

その際、ギリシャ中銀のバランス・シート上では、中銀当座預金の不足分は、オペによる市中銀行向け貸出の増加に見合う形で埋められる一方、「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。ドイツ連銀側の「TARGET2債権」も同様に累積が続く。ギリシャ中銀もドイツ連銀も、ともにユーロ・システムを構成する一中銀であり、TARGET2によって相互につながっている以上、ドイツ連銀はこの「TAR

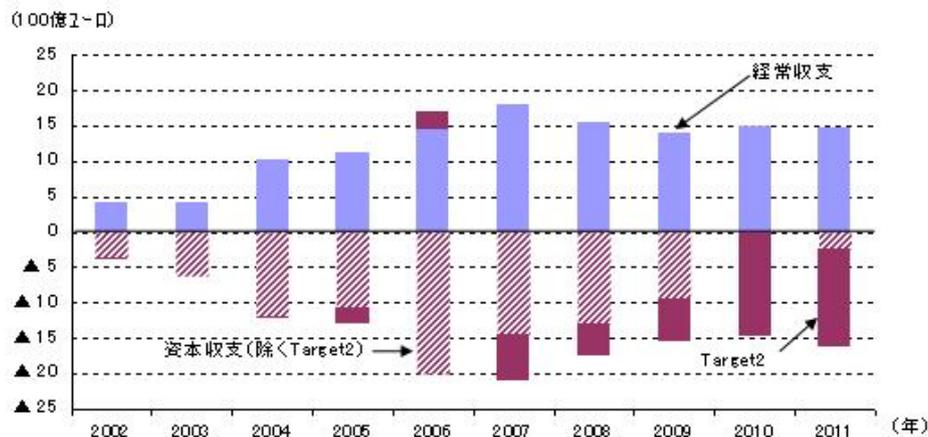
仮にユーロ・システムからの離脱国が発生した場合、その国の中銀が負っている「TARGET2債務」は、それ以外の加盟国の中銀が、ECBへの出資比率に応じて負担する、というのが現行のユーロ・システム上の取り決めだ。中央銀行とは、どこの国においても、国家主権としての「通貨発行権」の行使によって自動的に儲かる「通貨発行益」の国庫納付を通じて、実質的には当該国の財政と一体的な存在だ。

ユーロ・システムを離脱する国の「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』は、このような各国の潜在的な財政負担を伴う。そして、その潜在的な負担は、膨張する一方なのだ。

4. ブレトン・ウッズ体制末期とのアナロジー

このような状態を、国際収支の側面から確認してみよう。ドイツの国際収支の推移をみると(図表4)、もともとは、同国の経常収支黒字に見合うだけの資本輸出を、民間セクターが行っていたものが、2007年以降は、リスク回避指向が強まり、民間の資本輸出が経常黒字に見合わない状態が長期化している。その分は、ドイツの公的セクターが資本輸出を行わざるを得ず、実際には、ドイツ連銀が「TARGET2債権」を抱える形で、資本輸出の不足分の埋め合わせを行っている。

(図表4)ドイツの経常収支と資本収支の推移



(資料)Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*.

拡大

さらに、これを国際通貨制度運営上の視点からみれば、現在のユーロ・システムの状況は、ブレトン・ウッズ体制末期において、アメリカがドルの金本位制の兌換義務に応じることが不可能となった状態に酷似していることが指摘できる。

すなわち、固定相場制下の当時において、アメリカの経常赤字が拡大する半面、欧州の独仏側では経常黒字が拡大する、という形で、国際収支の不均衡が拡大していた。独仏両国の民

間銀行や輸出業者には、輸出代金としてのドル資金が流入し、彼らはこのドルを、ドイツ連銀やフランス中銀で、平価に従って独マルクや仏フランに交換した。結果的には、各中央銀行に、外貨準備としてのドル資金が累積することとなった。

ドイツ連銀は、このドル資金を、アメリカの短期国債で運用し、ベトナム戦争のファイナンスに公的資本輸出で加担した、との批判を浴びることとなった。他方、フランス中銀は、Fedに対して、蓄積されるドル準備を金と交換するように要求した。最終的にアメリカ側は、この要求に応じることが不可能となり、ドルの金本位制を維持し得ず、ブレトン・ウッズ体制は崩壊した。主要国の通貨は、なし崩し的に変動相場制へ移行したのである。

当時の状況と、足許のユーロ圏の状況を比較すると、固定相場制のもとで、各国の通貨当局が公的な資本輸出を飛躍的に増加させている、という点が共通していることがわかる。現在のユーロは、域外通貨に対しては変動相場制であるが、域内の加盟各国間、例えばドイツとギリシャの間では、固定相場制として為替制度が運営されているとみることができる。

当時と現在の相違点は、経常黒字(健全)国側の中央銀行に、いかなる資産が蓄積されているのか、という点である。ブレトン・ウッズ体制末期においては、ドル建ての外貨準備が蓄積されたのに対し、現在のユーロ・システムにおいては、「TARGET2債権」が蓄積されている。当時と現在の状況との間のこのようなアナロジーは、現在のユーロ圏が、国際通貨制度上、いかに深刻な状態に陥っているのかを、一つの角度から示している、とみることもできよう。

.....

河村 小百合(かわむら さゆり)



拡大

(株)日本総合研究所調査部主任研究員。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<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=2790>参照。公職：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。