

2018 年 11 月 1 日

Disorderly Exit(無秩序離脱)

京都橘大学 国際英語学部 教授
IIMA 客員研究員 佐久間浩司

“Disorderly Exit”（「無秩序離脱」）という恐ろしい言葉が出てきた。イギリスの EU 離脱方法の可能性のひとつだ。国民投票で Brexit が決まったとき、勢いでそんなことを決めてしまって、どうするつもりかと気に掛かったが、まさか本当に先ゆきが分からぬまま放り出される可能性が近づいてくるとは思わなかった。

Brexit の前に Grexit という言葉があった。2012 年ごろの、政府債務危機に陥ったギリシャがユーロ圏を離脱する可能性である。Grexit が本当に起こった場合、どういうことが起こるか、中央銀行や国内銀行のバランスシートを見ながら頭の体操をしたことがある。Grexit によって起こるのは、通貨のユーロからドラクマへの逆戻りだが、通貨の大部分は預金であるから、ギリシャ国内銀行に記帳されているユーロ建て資産と負債（主に預金）がともにドラクマ建てになることだ。そもそも居住者、非居住者に関わらず、預金の国外流出は 2010 年初頭から起きていた。2012 年年央にはピーク時の三分の一が流出しており、残るのは、経済活動に必要な流動性預金のはずだ。これが、借入などの金融負債とともにドラクマ建てに変わる。その際のドラクマの対ユーロ相場は、2001 年のユーロ転換相場から減価した水準だろうが、資産も負債も、フローの所得も同じ比率で減価されるのだ。金融システムに大きな混乱はないだろう。国民が感じる実害は、大幅な輸入インフレが起きること、国外企業との契約額をめぐる損得が発生し、一時的に経済活動の不透明性が高まること、そして景況感が一時的に悪化することである。

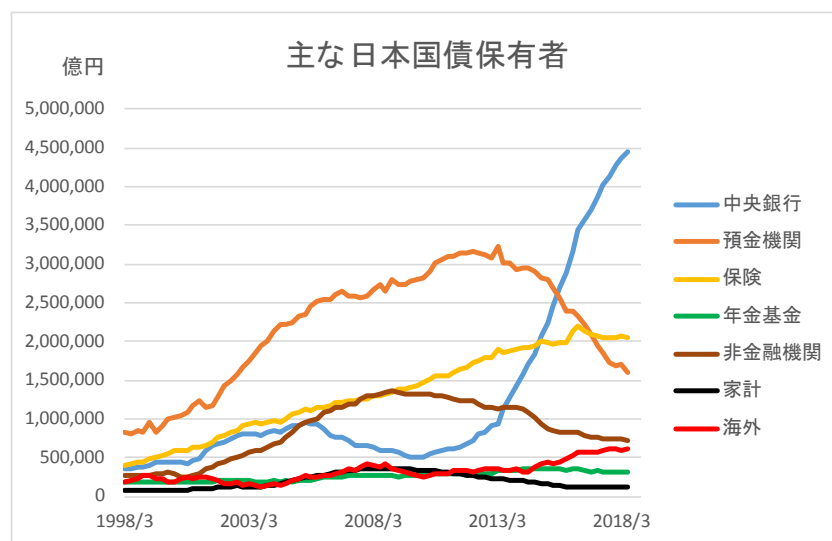
問題は中央銀行だ。当時、ギリシャ中銀は、預金流出で苦しんでいた国内銀行を支える貸出を資産サイドで膨らませていた。一方、負債サイドで膨らんでいたのは、Target システムという欧州中銀システム内の中銀間決済勘定の赤字だ。他のユーロ圏中銀からの借入である。この負債は、Grexit 後もドラクマには換わずユーロ建てのままであろう。全く減価しないかどうかは、ユーロ圏諸国との交渉次第だが、基本的にはユーロ建てだろう。つまり、Grexit が本当に起きていたら、その前夜には、金融システムの問題はギリシャ中銀のバランスシートに集約されており、中銀に大きな損失が発生する状態になっていた。

しかし、損失が中銀に集約された方が、問題解決のための関係者が限定され、より混乱の少ない方法で国全体の経済復活に踏み出せるのだと思う。中銀のバランスシートに通貨ミスマッチが集約されていた恩恵として、民間金融セクターの混乱は軽減されたであろう。もちろん中銀の損失は、通貨への信認を揺るがす。金融システム全体の不安定につながる大問題だが、ECB との協議で何かしら方策はあるような気がする。同じ「無秩序」でも、民間銀行の多くがバランスシートに通貨ミスマッチを抱えて、金融市場全体がカウンターパーティーリスクに怯える状況よりは軽度だったのではないだろうか。

さて、どんな Exit になるのか不透明だ、ということで気になるのは日本の行方である。日銀の金融緩和策の Exit だ。Exit 議論を始めるべきだという声はだいぶ前から出ている。しかし、どんな“Disorderly Exit”が待っているのだろうか。今から「無秩序」と決めつけるのは極端かもしれないが、楽観している人も少ないだろう。

日本では、二つの大きなマクロ経済上の問題が煮詰まっている。ひとつは財政の持続性の問題であり、もうひとつはデフレ脱却のための日銀の超緩和政策を如何に終わらせるかという問題である。物事の因果関係はギリシャの話とは違うが、いくつかの点で重なるものがある。

他のユーロ圏諸国の負担を顧みないギリシャの支出は、将来の世代の負担を顧みない日本の社会保障支出に重なる。結果としてどちらも財政の持続可能性が危機に晒された。当時のギリシャにとって、問題の顕現化はユーロ圏メンバーを破門されることであり、これは上述の通り中銀に大きな損失が発生することを意味する。日本の場合は、国債への信認低下となって現れ、それによって起こるのは、やはり中銀の損失であろう。デフレ脱却を目的とした超金融緩和政策の結果、国債が他の保有者から日銀の資産に集約されている。その結果、国債の価格が下落すると、財務的な損失は日銀に大きく現れることになる。もちろん、民間金融機関や年金基金にも国債は残っているが、少なくとも超緩和政策前と比べると、損失の日銀への集中度は格段に高まっている。



(資料) 日本銀行

そして、ギリシャの場合と同じく、Exit により「無秩序」が起こるのなら、この、中銀にダメージを集中させる方法がよいと思う。民間金融機関や投資家のあちこちに散らばる形で損失が発生すれば、金融市場が相互に疑心暗鬼になる「すくみ」の状態に陥るだろう。不安定の範囲が格段に広がるのだ。そうなれば、1997～98 年の金融危機の再来である。それよりは、損失を日銀に集中させる方が、まだ秩序立った後始末ができるのではないだろうか。国民への実害はインフレだ。しかし、高齢化が進むなかで増税を先延ばし続けたのは国民である。インフレという全国民的な負担で財政悪化の後始末をするのは、自然な話のように思える。

もちろん、もっといいのは、今からでも財政の立て直しを始めて、時間がかかっても財政再建に道筋を付けることだ。来年 10 月の消費税増税はその大事な一歩だし、また長い道のりの一歩に過ぎない。その間、財政再建の意志が挫ければ、いつでもこの自然な帰結が待っている。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>