

## 情勢判断

## 海外経済金融

## キプロスがユーロ圏に投げかけた波紋

## ～ 様々な影響拡大の可能性 ～

山口 勝義

## 要旨

キプロス危機は、肥大化した銀行部門のギリシャ国債の再編に伴う財務悪化を主因とするなど特殊性が強いものである。しかし、同国の支援ニーズの長期化や今回前例となった「ベイリン」等を通じて様々な影響が直接・間接に拡大する可能性があり、注意が必要である。

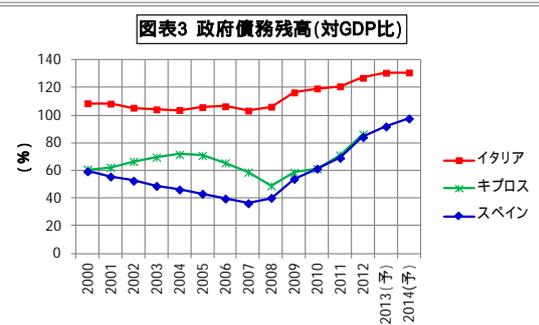
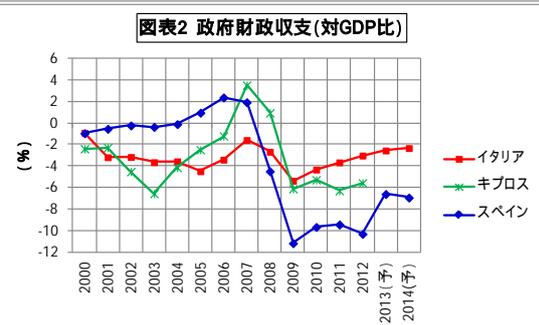
## はじめに

域内でのGDPシェアがわずか0.2%のキプロスが、金融支援を巡りユーロ圏に大きな波紋を投げかけることになった。

キプロスの銀行は、資産の対GDP比率が7倍に達し<sup>(注1)</sup>、負債の資本に対する割合であるレバレッジ比率も2,500%を超えているが<sup>(注2)</sup>、自国経済の停滞(図表1)に加え、2012年3月に行われたギリシャ国債の再編で財務に深刻な影響を受けた。国家財政についても、財政赤字が続き債務残高は上昇を続けている(図表2、3)。

こうしたなか、キプロスは12年6月にユーロ圏に対して金融支援を要請したが、同国の銀行がマネーロンダリングに関与しているとの疑惑により、支援に向けた協議は迅速には進まなかった。一方で、これに先立つ11年12月に、同国はロシアから25億ユーロの金融支援を受けている。

キプロスは、タックスヘイブンとして発展を図る戦略のもと、特にロシアとはソ連崩壊後の資金流入を通じ経済関係が緊密化した。また、60年に英国から独立後、ギリシャ軍事政権の支持を受けたギリシャとの統合を狙うクーデターの企てを機に74年にトルコ軍がトルコ系住民の保護を名目にキプロスに侵攻し、83年にはそのトルコ系地域が独立を宣言したと



(資料) いずれも IMF(13年4月)“World Economic Outlook”のデータから農中総研作成。

(注) キプロスのデータは12年まで。(予)はIMFによる予測値。

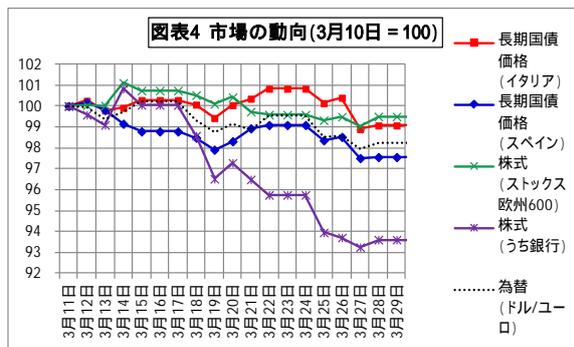
いう経緯がある。この他にも中東諸国との地理的接近性などもあり、同国は国際政治面で大変複雑な立場に置かれている。

## 特別事例か、ひな型か

今回の総額 100 億ユーロのキプロス支援策は、まず 3 月 16 日のユーロ圏財務相会合で、いわゆる「預金課税」(100 千ユーロ以内の小口預金をも含めた預金者への課税)を条件に当初の支援策が合意された。その後の曲折を経て、結局のところ、3 月 25 日の同会合では、「預金課税」を見送るとともに、銀行再編と大口預金者の負担を伴う新たな支援策が合意され、4 月 12 日の同会合でその詳細が確定した。

今回、従来の専ら納税者の負担に依存する支援ではなく、株主、預金者等の債権者の負担(いわゆる「ベイルイン」)を含む支援策を採用したことはユーロ圏での大きな転換になるが、これについてのダイセルブルーム財務相会合議長の説明振りを巡り市場は混乱した。同議長は、一旦、「ベイルイン」を含む今回の支援策は今後の危機対策でのテンプレート(ひな型)となる可能性を示唆したが、その後、同議長自身がこれは特別事例であるとする声明を出すなど、ユーロ圏ではその打ち消しを図る発言が相次いだ。

日本での 10 年のペイオフ解禁に至るまでの経緯にも示されるように、特に預金者負担の導入は慎重な対応を要するものである。しかし、ユーロ圏では財政悪化国への支援が相次ぐなか、モラルハザード防止の必要性や支援国の国内政治情勢からは、従来の納税者負担のみによる支援は今後立ち行かなくなる可能性が高い。現に、12 年 6 月に欧州委員会が示し、現在検討が進められている銀行再編策にかかる案<sup>(注 3)</sup>においてもひとつの手段として「ベイルイン」を含んでおり、キプロスの事例が今後のひな型となると見るのが自然ではないかと考えられる。



< 主要な経緯 >

3月16日(土)	ユーロ圏財務相会合が、「預金課税」を含む支援策に合意
3月18日(月)	ユーロ圏財務相らが、小口預金の保護方針を表明 キプロスの銀行が、18日の祝日に続き、19、20日も休業に
3月19日(火)	キプロス議会が、「預金課税」にかかる法案を否決
3月20日(水)	キプロスの銀行が、21、22日も休業に(25日は祝日) キプロスの財務相が、ロシアを訪問し支援交渉開始
3月21日(木)	ECBが、緊急流動性支援を25日まで継続と表明 キプロス中銀が、第2位行の整理方針を表明
3月25日(月)	ユーロ圏財務相会合が、新たな支援策に合意 ユーロ圏財務相会合のダイセルブルーム議長が、キプロスへの今回の支援策は今後のひな型と見なされるべきと発言。その後、前言を覆す形で、キプロスは特別事例と強調
3月26日(火)	キプロスの銀行の再開を28日に延期

(資料) Bloomberg のデータおよび各種報道から農中総研作成。

こうした見方は、スペイン国債等に大きな変動がない一方で銀行株は継続して値を下げた市場動向(図表4)にも現れている。市場はキプロス危機がこれらの国々に直接波及する可能性は小さいと見る一方で、今回の事例がひな型となることを想定し、弱い銀行からの預金流出やその再編・整理の可能性、また銀行全般の調達コスト上昇や収益性低下の可能性を織り込みに動いたものと考えられる。

一方、ユーロ圏で初となる資本規制の実施は、緊急時における一時的な措置として欧州委員会の承認を得た、もうひとつの特別事例である。しかし、これは自由な資本移動の原則とは相反するものであり、欧州連合(EU)条約への適法性に疑義がないとは言えないとの見解もある<sup>(注 4)</sup>。今後、規制が長期化する場合には、キプロス経済に及ぼす負の影響が拡大するばかりか、今回の措置を特別事例として認めることの是非についても議論を呼ぶことになるものと考えられる。

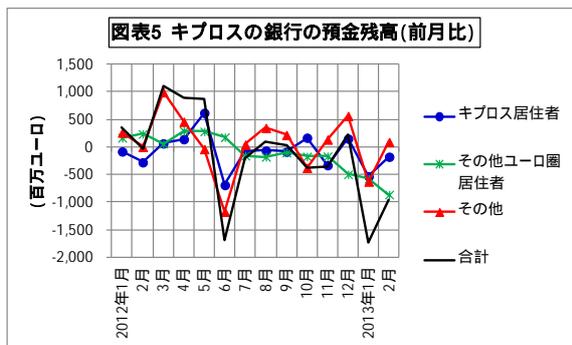
## 今後の影響拡大の可能性

海外の大口預金に依存し肥大化した銀行部門の財務がギリシャ国債の再編に伴い悪化したことを主因とする今回のキプロス危機は、特殊性が強いものである。しかし、ユーロ圏では様々な影響拡大の可能性があり、注意が必要となっている。

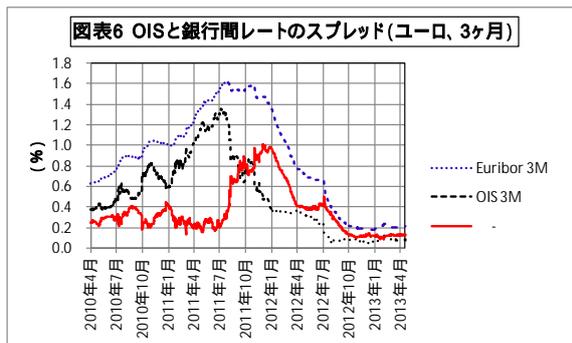
まず、キプロス経済の縮小に伴う影響である。4月4日、キプロス政府の報道官は13年の経済成長率が13%となる可能性を指摘した。しかし、そのビジネスモデルが今回の危機を通じて大きな痛手を受けた一方で、他には観光業や今後の天然ガス開発以外には柱となる産業に乏しいキプロスでは、資本規制の緩和に伴い銀行からの預金流出(図表5)は継続するものと見られ、これ以上の経済の縮小となる可能性が否定できないばかりか、その後も安定的な成長に転じることは容易ではない。この結果、追加支援ニーズが発生するなどキプロス問題は長期化する可能性が高く、その過程で社会不安が発生し、これがさらに他の財政悪化国に波及することによりユーロ圏の危機対応が困難化する事態も想定される。

また、以前から同様に銀行財務が悪化しているスロベニアへの警戒感が高まっているが、キプロス危機にはギリシャ国債再編という固有の要因はあるものの、他にもルクセンブルクやマルタ等、同様に金融立国を基盤とする国々の経済の健全性への疑念を引き起こす可能性もある。

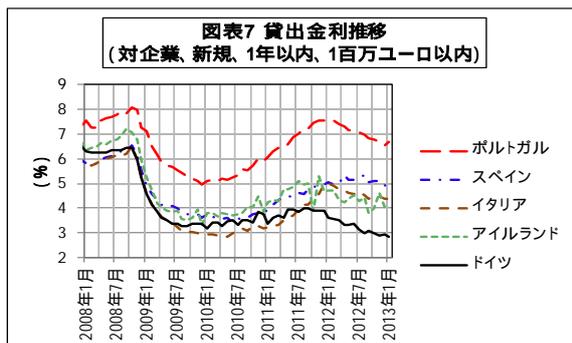
この他、前述のとおり銀行株が織り込みつつあったように、スペイン等の他の財政悪化国等の銀行の資金調達が困難化する可能性も指摘される。現在のところは、OISと銀行間レート(Euribor)とのスプレッド<sup>(注5)</sup>には著変はなく(図表6)



(資料) キプロス中央銀行のデータから農中総研作成。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。



(資料) ECB のデータから農中総研作成。

ユーロ圏全体として銀行の資金繰りに支障が生じている気配はないが、その推移には注意が必要である。

また、こうした調達難はこれらの国々における金融機能を低下させる一因となり、欧州中央銀行(ECB)の政策金利の引き下げにもかかわらず財政悪化国の市中金利(図表7)が高止まりを続ける金融市場の分断化が今後一層強まる可能性もある。これはユーロ圏の経済回復を遅延させる要因となるため、市中金利の動向にも注意が必要と見られる。

## おわりに

以上の直接的な影響の他にも、今回のキプロス支援がユーロ圏の今後について示唆する様々な点がある。

まず、各種報道<sup>(注6)</sup>によれば、支援協議の当初から国際通貨基金（IMF）やドイツが「ベイルイン」の導入を主張し、他方で欧州委員会等がその回避に努めたとされている。特にIMFは原理原則に則った強い主張を行ったとのことで、支援国側が必ずしも一枚岩ではないことが明らかになったばかりか、今後のIMFとの協調体制にも疑念を残す結果となっている。

なお、「預金課税」案はこの協議の過程で浮上し、ロシアの大口預金者の負担軽減を意図したキプロスが小口預金を含めた預金者による負担を提案したもようである。しかし、「預金課税」の名目ながら、株主負担の前に預金者に、しかもEUの整理<sup>(注7)</sup>に反し小口預金者を含めて負担を求めたことは、この時にはやむを得ない妥協策であったとしても、やはり無理のある選択であったと考えられる。

その後、2回目のユーロ圏財務相会合までにキプロスがロシアに支援を求めたことも、ユーロ圏とロシアの双方を天秤にかけてことでドイツ等の強い反発を呼び、キプロスの対外関係に禍根を残すこととなった。加えて、今回、改めてマネロン、脱税等に関する南北の規律意識の格差が表面化するとともに、キプロス国民の反ドイツ意識の高まりも生じた。これらを通じ、拡大し過ぎたユーロ圏がもたらす様々な問題点が改めて認識されることになるのではないかと見られる。

しかし、何よりも重要なのは、やはり今回の「ベイルイン」が持つ意味ではないかと考えられる。危機対策でのひな型

になるか否かにかかわらず、「ベイルイン」が明らかな前例となった事実は重い。この結果、今後は危機の顕在化に先立つ早い段階から、財務内容が悪い銀行からの大規模な預金流出が促される可能性が高い。その際、より経済規模の大きい国においては銀行の業務範囲も広範であるため、他国の銀行との関係を通じてシステム的な銀行問題に拡大するリスクも一層大きい。また、金融機能の弱体化は実体経済の回復を阻害し、危機に伴う経済停滞をより長期化することにもなる。

.....

以上に見たように、ユーロ圏内でのGDPシェア2%の小国ギリシャが及ぼした大きな影響と同様に、同シェアがわずか0.2%のキプロスによる直接・間接の影響についても決して無視できないものとなる可能性があり、注意が必要である。

（2013年4月22日現在）

(注1) 12年のECBの銀行資産残高にかかるデータ、および同年のIMFのGDPにかかるデータによる。

(注2) Eurostatのデータで、11年時点で2,539%となっている。同時期に、英国、ドイツ、フランスの銀行は、各1,187%、525%、461%。

(注3) 欧州委員会の次のサイトに掲示された資料を参照されたい。

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/crisis\\_management/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm)

(注4) Financial Times(13年3月28日)“Cyprus to apply EU's first capital controls”による。

(注5) 3ヶ月OIS(Overnight Indexed Swap)は、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月Euriborとのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

(注6) 例えば次による。

・Financial Times(13年3月25日)“Troika becomes a casualty of Cyprus”

・Financial Times(13年3月28日)“Tough IMF stance adds to growing tension with European Commission”

(注7) 欧州委員会の次のサイトに掲示された資料を参照されたい。

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/guarantee/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm)