

小国キプロスの危機は無視してよいのか？

発表日：2013年1月22日(火)

～ミスター・ユーロからの警笛～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ キプロスの支援協議が難航している。巨額の銀行救済費用、債務軽減策、マネーロンダリング疑惑、2月中旬の大統領選挙などが支援決定の障害となっている。支援決定は3月以降にずれ込む見通しだ。政府は3月中の手元資金を確保している模様だが、支援決定がさらにずれ込めば資金繰り危機に陥る。
- ◇ 銀行救済費用が重石となり、同国の公的債務残高の対GDP比は190%近くに達する公算が大きい。銀行への直接資本注入の特例が認められる見込みは薄く、政府債務の何らかの軽減措置が必要となる。だが、債権者の多くは国内勢で、ギリシャ同様に民間債権者への負担共有（PSI）を求めることも容易ではない。
- ◇ キプロスの経済規模はユーロ圏全体の0.2%にとどまる。支援負担も軽微なうえ、外国人による投融資残高も小さく、同国の危機がシステムティックな危機に発展する恐れは小さいとの見方が一般的だ。だが、同国のデフォルトやユーロ離脱危機が現実のものとなれば、ユーロ圏の結末にヒビが入ったと受け止められる恐れがある。小国キプロスの危機は市場で過小評価されている可能性がある。

■キプロス支援協議は難航

キプロス政府が昨年6月にEUやIMFに支援要請をしてから7ヶ月余りが経過したが、未だに支援協議がまとまっていない（図表1）。21日に行われた年明け後初のユーログループ会合（ユーロ圏の財務相会合）でも、支援の最終決定は見送られた。会合後の記者会見でユンケル議長（今会合を最後に退任し、後任にはオランダのダイセルブルーム財務相が就任する）は「3月の会合で合意する可能性がある」と指摘した。ドイツを始め支援国の間では過去にロシアや中東欧系資本のタックスヘイブンとして利用されてきたキプロスの銀行救済に批判的な声があることに加えて、国有資産の民営化に消極的なフリストフィアス現大統領との交渉に苛立ちも広がっており、野党・民主運動党のアナスタシアディス党首への交代が有力視される2月17日の大統領選挙までは支援協議が固まらないとの見方が有力視されている。また、IMFは同国の債務の持続可能性を不安視しており、何らかの債務軽減策で合意に至るまでは支援に参加しない意向との報道もある。

キプロス政府は2011年12月を最後に、資本市場での国債発行から締め出されている。同年12月にロシア政府から25億ユーロ（キプロスのGDPの約14%）の救済融資を受け、2012年中の財政資金を賄ってきた。昨年12月に自国の公的年金基金からも財政資金を借り入れし、3月いっぱいには政府の財政資金が底をつくことはないと思われている。ただ、3月会合で支援協議がまとまらない場合、ユーロ圏内でギリシャに次ぐデフォルト国が誕生する恐れが高まる。大手格付け会社スタンダード・アンド・プアーズは昨年12月20

日に、既に投機的な水準にあった同国の外債建て長期債格付けをCCC+に、ムーディーズは1月10日にCa a 3に格下げし、デフォルト相当格付けへの転落が真近に迫っている。

(図表1) キプロス支援関連の主要日程



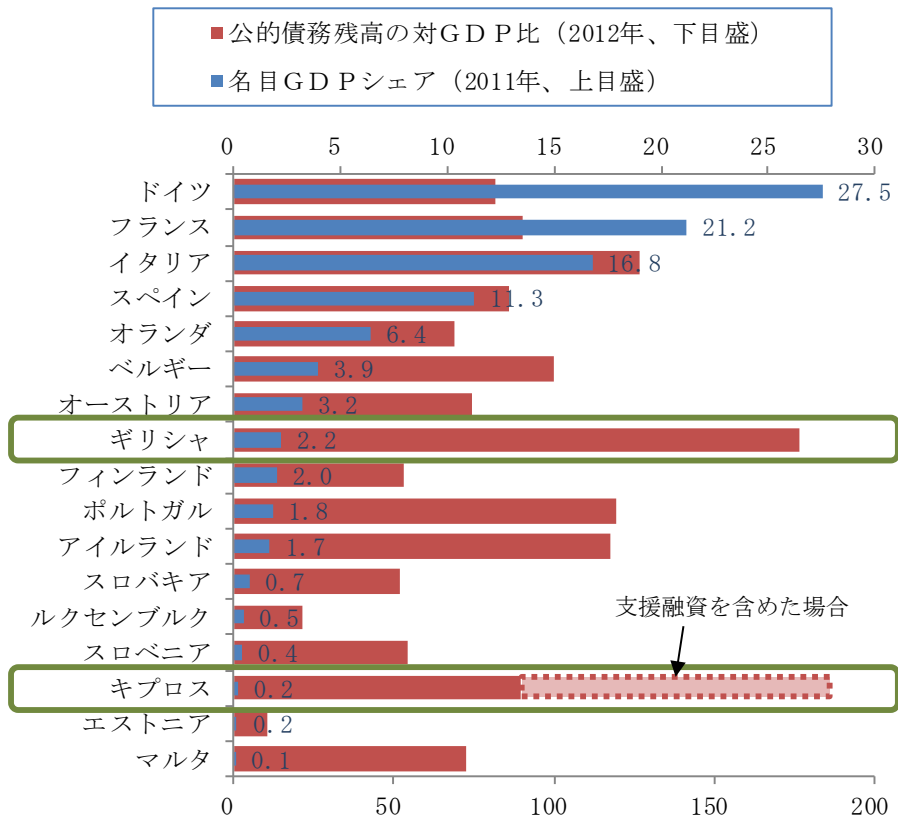
出所：第一生命経済研究所が作成

■対GDP比での銀行救済規模はアイルランドを上回る

キプロスの経済規模はユーロ圏全体の0.2%程度と域内で3番目に小さく、ギリシャの12分の1、ドイツの144分の1程度にとどまる(図表2)。支援に必要な金額も175億ユーロ程度とされ、過去の財政危機国の救済と比べて小額だ(例えばギリシャの一次支援は総額1,100億ユーロ)。最大5,000億ユーロのESMの支援能力をもってすれば、救済金額に不安はない。問題は金額そのものよりも、有効な救済手段が見当たらない点だ。キプロスの銀行部門は経済規模と比べて著しく肥大化しているうえ、主要な投融资先である隣国ギリシャの債務交換と経済困窮で深刻な資本不足に直面している。支援額のうち最大で100億ユーロ程度は銀行の救済費用に充てられる。これは同国のGDPの55.6%に相当し、2008年の金融危機以降の支援額と合わせれば、銀行救済費用の対GDP比は80%超に上る(図表3)。アイルランドを上回り、アジア危機時のインドネシアに次いで史上2番目の規模に達する計算だ。

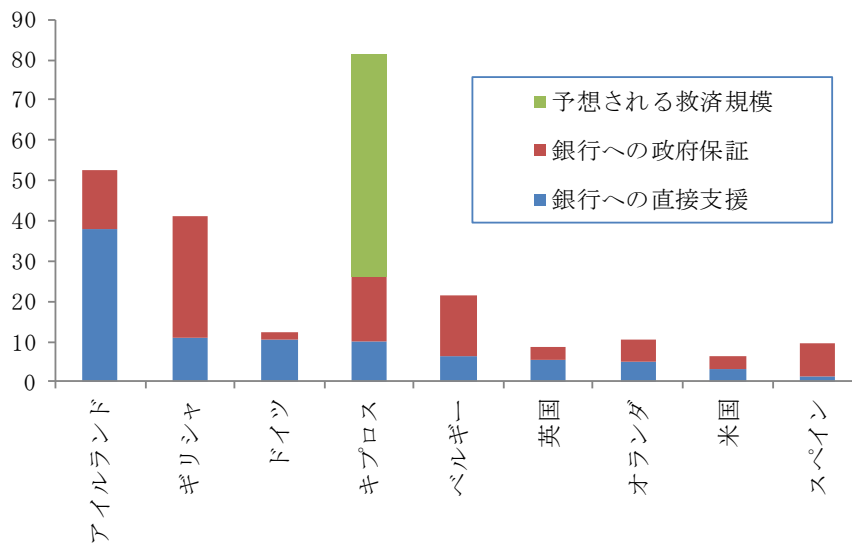
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表 2) ユーロ圏各国の経済規模と公的債務残高



注：公的債務残高は欧州委員会の秋季経済見通し
 出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 3) 2008年以降の主要国の銀行救済規模 (対GDP比、%)



出所：IMF資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

■債務軽減策は手詰まり

ユーロ域内の銀行監督を一元化するまでは、E S Mによる銀行救済は政府経由で行われる。銀行救済を含めた支援規模はキプロスのG D Pの100%程度に相当し、2012年末時点で90%前後（欧州委員会の秋季経済見通しでの見込み値）であった同国の公的債務残高の対G D P比は一気に190%近くに膨れ上がる（前掲図表2）。キプロスの経済ファンダメンタルズや徴税能力に照らして、これだけの規模の政府債務はもはや持続不可能な水準と言える。そのため、同国救済に当たっては何らかの債務軽減措置が必要との見方が一般的だが、これがそう簡単な話ではない。

考えられる1つの方法は、銀行への直接資本注入を認めることだが、2014年3月に予定される監督一元化を待っている時間的な余裕はない。キプロスの政府高官らは直接注入の先行導入を求めているが、タックスヘイブン疑惑がつきまとうキプロスの銀行救済に例外が認められる望みは薄い。

次に考えられる選択肢は、ギリシャ同様に部分的な債権放棄を求めることだが、債権者の内訳をみるとこれも難しい。キプロスの政府債務の内訳をみると、36%を占める国債など国内法に基づいて発行された債券の多くは、自国の銀行が保有しているとみられる（図表4）。ギリシャ同様に銀行に自発的な債権放棄（P S I）を求めれば、銀行の資本不足が一層深刻になるため、かえって銀行救済費用が膨れ上がることになる。ちなみに、債務交換後もギリシャの公的債務残高が高止まりした一因は銀行救済費用を新たに借り入れたためだ。26%を占める外国法に基づいて発行された債券は、ギリシャのP S I実施時と同様に自発的な国債交換に応じる可能性は低い。残りの政府債務の保有者はキプロス中銀やロシア政府などで、こちらも債務再編の対象となる見込みは乏しい。一部のE U高官の間では、ロシアの支援融資の減免や追加支援を求める声もあるが、ロシア政府筋は今のところ追加支援の可能性を否定する。そのため現在は、銀行の救済費用を軽減するため、銀行の債権保有者や預金保有者への部分的な負担共有などが検討されている模様だ。ただ、ギリシャの債務交換では、特例として民間債権者への負担共有を求めた経緯がある。それから僅か1年後にキプロス救済で民間部門の負担共有を求めれば、ユーロ圏の債務危機対応への信頼が損なわれる恐れもある。

（図表4）キプロスの政府債務の内訳（2012年12月末）

	政府債務 (100万ユーロ)	シェア (%)
国内市場での発行債券	5,388	36.2
政府証券	985	6.6
国債	4,371	29.3
貯蓄証書	32	0.2
外国市場での発行債券	3,829	25.7
C P	0	0.0
国債	3,829	25.7
国内融資	1,866	12.5
キプロス中銀	1,403	9.4
その他国内銀行	463	3.1
国際融資	3,810	25.6
ロシア政府	2,500	16.8
欧州評議会開発銀行	306	2.1
欧州開発銀行	782	5.3
フランス財務省	1	0.0
E F S F	221	1.5
合計	14,893	100.0

出所：キプロス財務省資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

■ミスター・ユーロの警笛

こうした債務軽減措置を巡る手詰まり感に加えて、マネーロンダリング疑惑への支援提供国の根強い不信感や政治合意が難しい点に鑑みれば、政府の資金繰りが底をつく春先までに支援協議がまとまるかは予断を許さない。確かにキプロスは小国で、同国のデフォルトや銀行危機がシステマティックな危機に発展する恐れは小さいかもしれない。外国人が保有するキプロス国債や同国向けの投融資の金額も小さい。だが、ギリシャ危機が同国の経済規模とは無縁で広がっていったことも忘れてはならない。万が一、同国がデフォルトに陥ったり、EUが支援を渋ることで同国のユーロ離脱が取り沙汰された場合、ユーロ圏の結末にヒビが入ったと受け止められる恐れがある。折しも、2・3月にかけては、米国の債務上限問題やイタリアの総選挙といった市場の緊張を高めるイベントが重なっている。1つ1つのインパクトはそれほど大きくなくても、リスクイベントが重なった場合の影響には注意が必要となろう。

ドイツのショイブレ財務相は21日、ユーロ圏全体の金融安定が脅かされることが金融支援の発動要件であることに言及し、キプロス救済がより差し迫った脅威となるまでは支援を見送る方針を伝えたとされる（Bloomberg報道など）。こうした発言は、キプロス救済に批判的なドイツの国内世論に配慮しつつ、支援決定の先送りを正当化するための方便と考えられる。だが、欧州の政策当局者の間で、キプロスが小国であるが故に、支援決定を先送りした場合も市場の動揺は回避できるとの判断が働いているとしても不思議ではない。果たしてキプロスは“小さすぎて救済するには及ばない国”（too small to save）と断言してよいのだろうか。ユンケル議長はこれまでも再三、キプロス問題はギリシャ同様に深刻で、想像もできない結果を招きかねないと警笛を鳴らしてきた。退任を決めた“ミスター・ユーロ”の言葉に欧州の指導者達が耳を傾けるのかに注目が集まる。

以上