

テーマ：キプロス問題はキプロスの問題ではなくユーロの問題 発表日：2013年3月25日（月）
～トロイカの対応に市場の警戒感は若干引き上げられた～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

一応の決着

注目を集めていたキプロス問題は、ECBが同国金融機関への融資期限としていた25日に、キプロス大統領とトロイカ（ECB、EU、IMF）との間で合意に達した。キプロス議会で19日に否決された銀行課税が見直され、同国第二位のキプロス・ポピュラー銀の閉鎖、「グッドバンク」と「バッドバンク」の創設、同国小口預金（10万ユーロ未満）の保護と、大口預金（10万ドル以上）への高率の預金カット、という形で決着した模様だ。

今後、キプロスでは融資資金の返済、金融システムや財政の立て直しを迫られるため、同国経済は“負の遺産”精算のための厳しい環境を強いられることになる。一方で、同国財政や金融機関の“突然死”のリスクが回避される。これにより、市場のリスク許容度は持ち直し、本日の東京市場に象徴されるように一旦は株高、ユーロ高の流れが強まろう。

市場の信任

もっとも、これで全てが終わったわけではない。経済規模の小さいキプロスの経済混乱が世界経済に及ぼす直接的な影響はほとんど無いと言えるが、欧州では南欧諸国を中心に、財政改善が遅れて不安定な状況が続いている。南欧諸国の財政状況を見ると、2012年の財政赤字はギリシャやイタリアが大幅に縮小したものの、スペインとポルトガルに関しては前年水準を上回った。今年に入ってから、ギリシャ、イタリア、スペインが前年並みか前年を上回っており、向こう1～2年程度でユーロ基準に則した財政健全化を目指すのは事実上困難との見方が多い。財政健全化の遅れは、専ら景気の失速によって税収が想定以下にとどまっていることに加え、厳しい経済環境下で国民生活を圧迫する更なる緊縮財政政策の導入に政府が及び腰であることが背景にある。

こうした点に関して、市場の警戒感は後退していた。すなわち、ECBによるOMT（国債購入策）や、ギリシャの財政健全化2年延長に象徴されるように、当局が実質的に財政健全化の手綱を緩めていることで、【緊縮財政→景気悪化→財政健全化遅れ→緊縮財政→景気悪化・・・】という負のスパイラルを断ち切ることができているからだ。財政状況に改善が見られていないにも関わらず、南欧諸国の国債利回りが低下しているのは、欧州の財政問題に対する市場の捉え方に変化が見られていることを示しており、欧州財政リスクが実質的に小さくなっていると言い換えることもできよう。

しかし、今回のキプロス問題における当局の対応は、昨年半ばまでのギリシャへの対応のような、財政健全化原理主義に戻ったかのようなものであった。すなわち、一般国民を巻き込む預金課税という政治的に極めてハードルの高い要求を突きつけたこと、ECBによるキプロスの銀行に対する緊急流動性供給（ELA）の打ち切りをチラつかせて、短期的には経済に及ぼす副作用も大きい劇薬を強いたことで、キプロス国民だけでなく、グローバルマーケットを混乱に陥らせた。

当局は、“キプロス問題は他の欧州問題とは別”という方針を打ち出してはいるものの、景気にも配慮して財政健全化を加速させるという現実路線から、景気は当該国の問題として片付け、最優先課題として財政改善を迫るという原理主義への回帰もあり得ると市場が見なせば、欧州の国債市場は再び緊張感を高める恐れがある。一旦はキプロス問題解決を好感したマーケットだが、暫くは南欧諸国の財政の目立った改善は見込み難いことから、当該問題に市場の関心が向く局面は何度か訪れよう。その局面でのトロイカの対応が極めて重要となる。