

ギリシャからキプロスへ

——危機の伝播——

代 田 純

要 旨

ギリシャ国債のPSI (Private Sector Involvement) によって、キプロスの銀行は大きな損失を計上し、破綻と再編を余儀なくされた。またキプロスがロシアからの資金を受け入れ、ロシアマネーのマネーロンダリング地とみなされてきたことも問題を複雑にした。ドイツを中心とするユーロ圏各国は、自国国民による税金投入を極力避け、キプロス系銀行のステークホルダーに負担をまず求めた。枠組みは正論に見えるが、①優先債 (senior bond) を含む、すべての社債保有者に債権放棄を要求した、②実施は見送られたが、10万ユーロ以下の預金保険対象の預金への課税を提案したこと、③ユーロ導入以来、初めてとなる資本規制を導入し、ユーロ圏とも資金移動が規制されていること、といった問題を含んでいる。優先債は、本来、返済が優先される債券であり、破綻処理において保険対象の預金と同じ位置にある。預金保険対象の預金が、銀行の破綻処理で没収 (臨時課税) されるのであれば、預金保険に対する信頼を揺るがす。ユーロと同じ通貨が使用されているのに、送金規制されるのであれば、実質的に異なる通貨である。これらの問題をキプロス処理は突きつけている。2012年12月に、EUでは、銀行に対する監督を一元化する銀行同盟で合意したばかりであったが、早くも問題が露呈している。

現在のユーロ不安は、金融恐慌の発現が、中央銀行信用 (ECB による長期レポオペや OMT 等) の拡充によって、どうにか抑止されている状態と考えられる。金融恐慌の背景には、ドイツと南欧諸国との不均衡があると見られる。

目 次

- | | |
|---------------------------------|------------------|
| I. はじめに | IV. キプロスの銀行危機と背景 |
| II. 2011～2013年ギリシャ財政と EU・IMF 支援 | V. キプロスの財政破綻と国債 |
| III. ギリシャの債務構成と危機対応 | VI. まとめ に代えて |

I. はじめに

2012年2月下旬にIMFとEUはギリシャ向け第二次支援策として1,300億ユーロを決定したが、民間の国債投資家が53.5%の元本削減（実質はクーポン低下も含め70%とされる）に応じることが条件づけられていた。CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）との関係もあり、民間の国債投資家（銀行、ヘッジファンド等）があくまで「自発的」に債務削減に応じることが、当初求められていた。またCAC（集団行動条項）もギリシャ政府により付され、90%以上（目標）の投資家が自発的に債務削減に応じるならば、残りの10%の投資家も含めて債務が削減されるとされた。新聞報道では、90%には達しず、83%となったが、集団行動条項が発動され、1,000億ユーロを越す債務が削減された。これに伴い、「強制的」な債務削減という側面が発生し、保険としてCDSが適用され、2012年3月19日にCDS入札決済が実施され、清算価格は元本に対し21.5%となった。

本稿は、こうしたギリシャ国債の動向を直接的に論じるものではないが、ギリシャにおける債務削減前後の状況を、2011～2013年の財政と国債を分析することで明らかにするものである。¹⁾ さらにギリシャ国債の削減（PSI、実質的にはデフォルト）により、キプロスの銀行が損失を被り、キプロスで預金課税提案に至った背景を明らかにする。

II. 2011～2013年ギリシャ財政とEU・IMF支援

先に発表された、ギリシャ政府予算執行レ

ポートによると、2010年（暦年）の普通会計・歳入が509億ユーロ（実績）に対し、2011年計画ベースで歳入は540億ユーロとされたが、2011年決算（実績）では499億9,300万ユーロと40億ユーロ程度も下回った（図表1参照）。²⁾ また2012年は計画ベースの歳入477億ユーロに対し、決算では483億ユーロとなった。2012年には歳入の決算は計画を上回ったが、決算で減少傾向が続いている。2013年の歳入計画は一段と減収が見込まれている。

他方、歳出では2010年が669億ユーロ（決算）に対し、2011年計画ベースでは702億ユーロとされ、2011年決算（実績）では688億8,100ユーロと、計画より3億ユーロほど抑制されている。2012年も同様で、計画619億ユーロに対し、決算は615億ユーロで4億ユーロほど抑制された。2013年の歳出計画は558億ユーロと、一段と抑制が強化されている。2012年3月に、EUとIMFによる第二次支援が決まった際、支援条件として、2013～2014年にGDP比で約5%にあたる115億ユーロの歳出削減が義務づけられた。

2011年の場合、普通会計（一般会計）で189億ユーロの赤字が発生し、利払い費が163億ユーロであるから、プライマリー・バランスで25億ユーロの赤字が発生している。また同じく2012年にもプライマリー・バランスで9.5億ユーロの赤字となった。

この他、その他の歳入・歳出も合わせ、2011年決算では、政府歳入551億ユーロ、歳出838億ユーロで、赤字（借入必要額）は287億ユーロに達し、計画ベースの279億ユーロを8億ユーロほど超過した。また2012年には、政府歳出（決算）が1,100億ユーロまで増加し、借入必要額（決算）も583億ユーロとなった。これは金

図表1 ギリシャ政府予算 (100万ユーロ)

	2010年決算	2011年計画	2011年決算	2012年計画	2012年決算	2013年計画
普通会計						
純歳入	50,857	54,042	49,993	47,706	48,325	46,322
歳出	66,932	70,225	68,881	61,855	61,499	55,802
(利払い費)	13,223	16,002	16,348	11,735	12,223	8,900
公共投資会計						
歳入	3,072	3,925	3,770	4,687	3,601	5,136
歳出	8,454	7,550	6,608	6,850	6,114	6,850
財政赤字	21,457	19,808	21,726	16,312	15,688	11,194
その他歳入	0	952	1,332	—	—	—
その他歳出	3,933	9,045	8,318	—	—	—
政府歳入計	53,929	58,919	55,095	52,393	51,774	51,458
政府歳出計	79,319	86,820	83,807	121,717	110,086	67,284
借入必要額	25,390	27,902	28,712	69,324	58,312	15,826
中長期債返済		28,950	28,843	12,860	23,905	—
短期債返済		33,500	33,400	43,607	47,011	—

〔出所〕 Hellenic Republic Ministry of Finance, *State Budget Execution*, Dec-11, Dec-12, Jan-13から作成。

融安定化基金 (Financial Stability Fund) への繰入額が410億ユーロ発生したためである。

この赤字 (借入必要額) は国債発行でファイナンスされるが、ギリシャでは、現在、中長期債の発行は中止されている。国債の入札発行はもちろん、国内外銀行団によるシンジケート引受もできないのである。このため、13週物や26週物等の財務省証券による調達とならざるをえない。結果として、ギリシャ債務は急速に短期化している。2011年に短期債の返済額は436億ユーロであったが、2012年には470億ユーロまで増加した。

財政が計画よりも悪化した背景は、歳入の落ち込みが大きかった。ギリシャの純歳入は図表1にもあるように、2011年決算で499億9,300万ユーロである。うち、直接税は202億ユーロ、間接税は286億ユーロと、間接税が中心である

(税外収入等の関係で、合計は純歳入と一致しない)。2011年計画ベースとの比較で、税目別に税収 (決算) を見ると、直接税が計画206億ユーロに対し、決算202億ユーロ、間接税が計画302億ユーロに対し、決算286億ユーロである。したがって、直接税の乖離幅 (計画と決算) が4億ユーロに対し、間接税は16億ユーロで、間接税が大きいことがわかる。

ギリシャの間接税は、付加価値税 (VAT) と個別消費税から成る。2011年に付加価値税は計画ベースより6億ユーロ、個別消費税は同じく7億ユーロ下回っており、両者とも低迷している。国内景気が低迷し、取引が縮小し、間接税税収が減少した側面が強い。2012年も同様であり、間接税の決算は計画を1億2,800万ユーロ下回った。ギリシャの実質GDP成長率は、2009年に-3.1%、2010年に-4.9%、2011年に

-7.1%, 2012年に-6.4%と4年連続でマイナスが続く、2013年も-4.4%と予想されている(EU統計局 Eurostat ホームページによる)。景気悪化に伴う、間接税税収の低迷が、現在のギリシャ財政悪化の大きな要因であろう。ユーロ導入により、金融政策の独自性がないのであり、為替安による輸出促進策もとれず、財政緊縮策により景気が悪化する悪循環に陥っている。

財政の歳出面に問題を見ると、図表1にもあるように、2011年決算で普通会計の歳出は689億ユーロであるが、うち公務員給与・年金が218億ユーロ(計画ベースで216億ユーロ)、社会保障関係が177億ユーロ(同168億ユーロ)、その他が70億ユーロ(同72億ユーロ)、利払い費が163億ユーロ(同160億ユーロ)である。それぞれの費目が2~3億ユーロではあるが、計画ベースをそれぞれ超過している。2012年決算では、公務員給与・年金が205億ユーロ(同206億ユーロ)、社会保障関係が167億ユーロ(同162億ユーロ)、利払い費が122億ユーロ(同117億ユーロ)であった。公務員の給与や年金は計画通り削減されているが、社会保障や利払いは計画を超過している。ただ普通会計歳出の30%以上が人件費という水準は高いと言わざるを得ない。

年金の所得代替率(Replacement ratio, 現役時代の所得に対する年金の比率)を見ると、ユーロ圏17カ国平均で53%と高いが、ギリシャでは42%と決して高くはない。しかし、ギリシャでは従来、年金の早期受給に関する条件が甘く、年金関係支出増加の一因となっている。³⁾

社会保障関係では、給与生活者(Wage Earner's Fund)の社会保障基金に対する補助

金が、2011年に41億ユーロ(決算)で、計画ベースの29億ユーロを大幅に上回った。2012年でも同様に、同補助金は計画36億ユーロに対し、決算では40億ユーロであった。これが社会保障関係支出増加の主因である。ギリシャでは、失業率が2011年2月に15%であったが、2011年11月には19.9%まで上昇し、2012年12月には26.4%に達した。2年足らずで、11ポイントもの失業率上昇である。この失業率急上昇は、ユーロ圏やスペイン、ポルトガルと比べても、突出している。財政緊縮策によるデフレで、失業率が上昇し、この影響で社会保障関係の支出が、公的な失業手当中心に膨らんでしまう。結果として、財政赤字削減は計画どおり進みにくい。

EUとIMFから歳出削減を迫られてきたが、それにより景気が悪化し、歳入が一段と落ち込んできた。また、さらに深刻な問題は、国債の償還関係は、図表1の最下部にあるように、普通会計や公共投資会計とは、区分されていることである。2012年の中長期債返済額として239億ユーロ、短期債返済額として470億ユーロ発生した。しかし、この返済費用には、税収等の通常の歳入では不足することは明白である。次に述べる、IMF・EUの支援融資が、主として債務返済に充当されていると見られる。

IMFとEUは2010年5月に、第1次のギリシャ支援を決定した。合計1,100億ユーロの融資である。ギリシャ向け第1次支援では、EFSF(欧州金融安定化ファシリティ)などのインフラは成立前であり、基本的に二国間資金貸与による協調融資(800億ユーロ)とIMF支援300億ユーロであった。2国間貸与800億ユーロの各国別内訳は、ECB(欧州中央銀行)への出資比率に準じる、と見られる。この第1

図表2 EU と IMF によるギリシャ支援実施額

	支援組織	支払期日	満期	通貨	金額 (100万ユーロ)	金利
第1回	IMF	2010年5月12日	2013～2015年	SDR	5,549	SDR + 2～3 %
	EU	2010年5月18日	2013～2015年	ユーロ	14,500	Euribor + 3～4 %
第2回	IMF	2010年9月14日	2013～2015年	SDR	2,571	SDR + 2～3 %
	EU	2010年9月30日	2013～2015年	ユーロ	6,500	Euribor + 3～4 %
第3回	IMF	2010年12月21日	2014～2015年	SDR	2,505	SDR + 2～3 %
	EU	2011年1月19日	2013～2015年	ユーロ	6,500	Euribor + 3～4 %
第4回	EU	2011年3月16日	2014～2016年	ユーロ	10,900	Euribor + 3～4 %
	IMF	2011年3月16日	2014～2016年	SDR	4,076	SDR + 2～3 %
第5回	IMF	2011年7月13日	2014～2016年	SDR	4,076	SDR + 2～3 %
	EU	2011年7月15日	2014～2016年	ユーロ	8,700	Euribor + 3～4 %
第6回	IMF	2011年12月7日	2015～2016年	SDR	2,232	SDR + 2～3 %
	EU	2011年12月14日	2015～2016年	ユーロ	5,800	Euribor + 3～4 %
PSI・1	EFSF	2012年3月12日	2023～2042年	ユーロ	31,225	0～1.05 %
第1回	IMF	2012年3月15日	2016～2022年	SDR	1,638	3か月 SDR + α
	EFSF	2012年3月19日	2032年3月	ユーロ	5,900	調達コスト + α
PSI・2	EFSF	2012年4月10日	2023～2042年	ユーロ	3,234	0～1.14 %
PSI・3	EFSF	2012年4月25日	2023～2042年	ユーロ	33,500	調達コスト + α
第2～5回	EFSF	2012年4～6月	2027～2032年	ユーロ	33,500	調達コスト + α
	EFSF	2012年12月	2023～2046年	ユーロ	34,290	調達コスト + α

〔出所〕 Hellenic Republic, *Public Debt Bulletin* から作成。

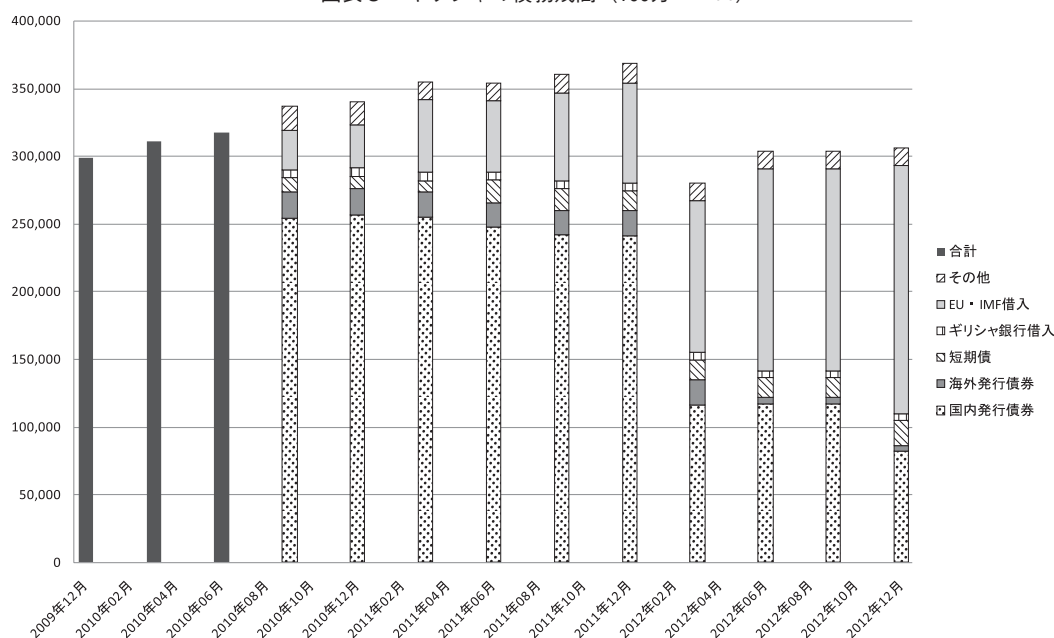
次支援融資は2010年5月以降、図表2が示すように、3～4ヶ月ごとに分割して実施されてきた。2011年の融資実施額は合計で423億ユーロとなる。2011年末で、第一次支援として、EUから529億ユーロが実行（残額271億ユーロ）、IMFから210億ユーロが実行（同90億ユーロ）された。

しかし既に指摘したように、2011年に中長期償返済額が288億ユーロ、短期償返済額が334億ユーロ、合計で622億ユーロ必要だったから、IMFとEUの支援融資額を全額債務返済に充当しても、返済に不足したこととなる。この不足額をどのようにファイナンスしたか、必ずしも明らかではないが、13週物や26週物の財務省証券（T-bill）発行によって対応した可能性が

高い。中長期債発行が中止されており、資産売却も実施されていないため、である。ギリシャ財務省によると、国債のうち残存期間1年未満の残高は、2010年6月末には272億ユーロであったが、2011年12月末には505億ユーロと急増した。残存期間1年未満の残高には、償還期限が迫った中長期債も含まれるが、財務省証券も少なからぬ比重を占める。

しかし13～26週物の財務省証券は、あくまで短期のつなぎ資金でしかない。2012年3月20日には、2009年2月と5月に発行された3年債144億ユーロの償還が控えていた。2009年に発行されたため、金融危機後の発行であり、表面利率（クーポン）も4.3%に上昇していた。この144億ユーロの3年債償還資金を財務省証券

図表3 ギリシャの債務残高（100万ユーロ）



〔出所〕 Hellenic Ministry of Finance, *Public Debt Bulletin* 各号から作成。

発行で対応することは、実質的に不可能であったと見られ、IMF・EUによる第二次支援発動の背景となった。

ギリシャ向け第二次支援が2012年3月に合意された。PSI（民間投資家の関与、実質的にはデフォルト）とセットの支援であった。EFSF（欧州金融安定ファシリティ）による支援が最大1,446億ユーロ（うち銀行増資支援は最大480億ユーロ、また第一次支援の残額を含む）、IMF支援は280億ユーロ、合計1,726億ユーロとなった。図表2が示すように、EFSFから2012年4～6月に702億ユーロが実行された。しかし、ギリシャが財政緊縮策を立案できず、2012年6～11月の期間、EUやIMFからの支援払い込みが凍結された。ギリシャでは6月に総選挙が実施され、3党連立政権となったが、財政削減の先延ばしで合意した。しかしEUがこれにすぐに応じなかったが、2012年12月に財

政赤字対GDP比率を2年遅らせ2016年とすることで、ギリシャと合意した。このため2012年12月に融資が再開された。

Ⅲ. ギリシャの債務構成と危機対応

2012年3月に集団行動条項の発動により、債務削減の対象となった部分は、国内発行債券と見られる。ギリシャ財務省は、2012年2月24日に額面総額2,060億ユーロのギリシャ国債を保有する民間投資家に対し、PSI（民間部門関与、実質は債務削減）を提案した。^{4）} 図表3の国内発行債券2,409億ユーロ（2011年12月時点）との差額分（2409－2060＝349億ユーロ）は、主としてECB保有分と推定される。ECB保有分は、PSIで対象外とされた。

PSIは、①対象国債の額面31.5%分について

は、新規発行のギリシャ国債と借換え、②対象国債の15%分については、EFSF 債券（2年以内償還）と借換え、③残りの53.5%は債務を棒引き、という内容であった。①の新規発行のギリシャ国債の条件は、最終満期2042年、元本返済は発行後11年後から部分的に開始（Amortization）、クーポン（利払い）は2015年までは2%、2021年までは3%、その後は4.3%とされた。⁵⁾ すなわち、元本返済は2023年から部分的に開始されるが、最大30年債の超長期債もあり、しかもクーポンは2%（当初3年）という条件である。実質70%の債務削減といわれる所以である。PSIにより、1,100億ユーロ近いギリシャ国債が棒引きされ、約650億ユーロの最長30年債が借換え発行、約310億ユーロのEFSF 債（2年債）が借換え発行、ということになった。

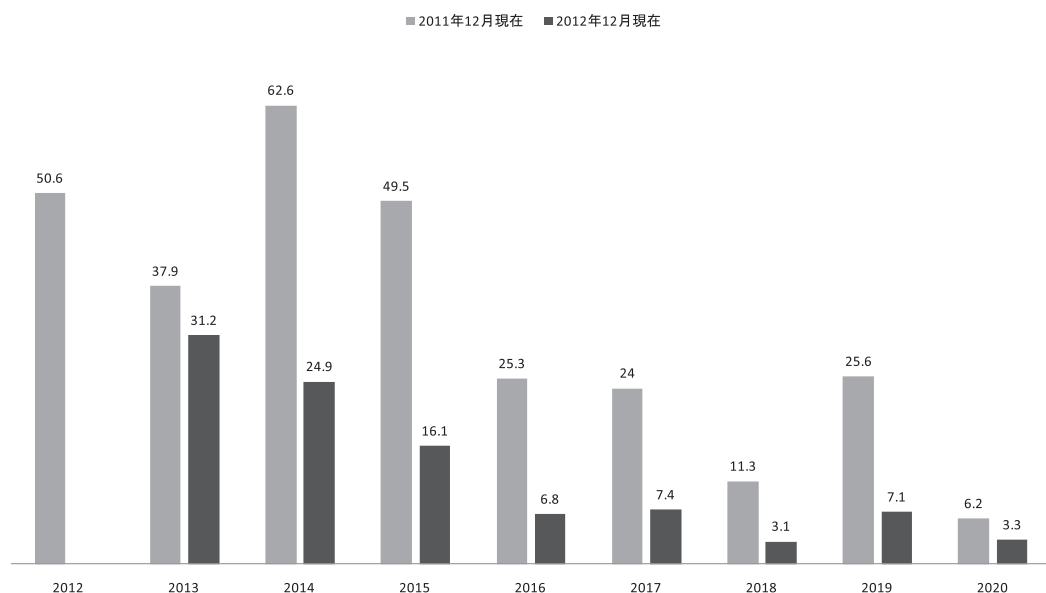
図表3の債務残高は2011年12月に3,534億ユーロであったが、2012年3月には2,803億ユーロまで減少した。借換え後の国内発行債券は最長30年債（2023年以降返済開始）等となる。ギリシャ財政の元本返済と利払いは大幅に軽減されるように見えるが、代わりにIMFとEUによる第二次支援1,300億ユーロが加わっていく。1,100億ユーロの債務が棒引きされても、将来的に1,300億ユーロの新規債務が加わるので、中長期的にギリシャの債務残高は増加する可能性はあっても、減少する可能性は小さい。図表3においても、債務残高は2012年3月には2,803億ユーロまで減少したが、IMFとEU（EFSF）からの融資が増加したため、2012年6月以降には3,035億ユーロへと増加している。2012年12月現在、債務残高は3,055億ユーロであるが、うちEUとIMFからの借入は1,831億ユーロと過半を占めている。その詳

細は図表2が示しているが、最長30年債で、金利はEFSFの調達コストが基準である。

図表4は、ギリシャ国債の償還予定額を、2011年12月現在と2012年12月現在で比較したものである。1年間にかけた変化として、第一に2013年における償還予定額が379億ユーロから312億ユーロに67億ユーロ減少したことがある。312億ユーロ（2012年12月現在）の償還予定額のうち、184億ユーロは財務省証券であり、これは今回のPSIでも対象外であり、償還が必要となる。PSI以降、財務省証券残高は増加している。2013年の償還予定額が減少したのは、PSIによって中長期債の償還が減少したため、である。第二に、2014年から2015年にかけての償還予定額は、2011年現在と2012年現在で、大幅に減少した。2020年までの償還予定額は、2011年に比べ、2012年にはかなり減少した。しかし、30年債等への借換えのため、2036年から2039年にかけて、償還予定額は130~140億ユーロに増加している。実質70%の債務削減で、ギリシャの2013~2020年における債務償還額は軽減されたことは事実であろう。

PSI以降、ギリシャ向け支援策として議論されてきた構想には、大きく4つあった。第一には、一層の債務長期化と金利引下げといった債務再編である。PSIで30年債へ借換えられたものの、IMFやEFSFの融資は短期的なものもあり、また第一次支援の金利は市場金利を基準としていた。第二には、ECBがSMP（証券市場プログラム）等で購入した国債の償還益を活用することである。ECBは大幅額面割れでギリシャ国債等を購入したが、額面で償還されれば、利益が発生する。この償還差益をECBがギリシャ中央銀行に戻し、さらにギリシャ中央銀行が政府財政に納付金として繰り入れること

図表4 ギリシャの国債償還予定（10億ユーロ）



〔出所〕 Hellenic Ministry of Finance, *Public Debt Bulletin* 各号から作成。

である。第三には、バイバック構想で、IMF や EFSF から融資された資金のなかから、ギリシャ政府が額面割れ国債を買い戻し、消却することである。この構想は2012年12月に実施された。第四には、IMF と EU が対立しているが、OSI（公的部門関与）である。PSI は民間部門に限って、債務を削減した。そして ECB など公的部門は対象外とした。しかし、OSI では公的部門にも負担を求めることになる。IMF が OSI を要求しているが、ドイツを中心に EU は反対している。

EU 等の危機対応に注目すると、ECB の長期レポオペは、ギリシャを含めユーロ危機を当面回避する一助になったと評価できる。ギリシャでは、ECB によるレポオペにもかかわらず、銀行によるギリシャ国債保有額は2011年12月の450億ユーロから、2012年1月には391億ユーロと激減した。⁶⁾ デフォルト懸念が強まったた

め、と見られる。さらにギリシャにおける銀行によるギリシャ国債保有額は、2013年1月には154億ユーロと半減した。ギリシャの長期金利は2011年11月の17.92%から2012年2月には29.24%へ急騰したが、2013年1月には10.95%へ低下した。またポルトガルでも同じく11.89%から12.81%へ上昇したが、2013年1月には6.24%まで低下した。長期金利が低下した背景には、ECB の長期レポオペの実施や OMT、さらには ESM の前倒し開始があったと見られる。

2012年後半からスペイン、イタリアの国債利回りが低下した背景としては、やはりドラギ・マジックと呼ばれる OMT（Outright Monetary Transactions）のアナウンスが大きい。OMT とは、新しい国債購入プログラムであった。その要点は、①対象国債は満期までの残存期間が1～3年、②買取りの上限額は設定しな

い、③ ECB の買入れ国債について、返済優先権を設定せず、民間投資家と同じ、④不胎化を実施し、量的緩和をしない、⑤保有額は週次で、平均残存期間と国別内訳は月次で公表する、とした。これに伴い、従来の SMP は終了となった。⁷⁾

危機対応として、ESM が2012年10月にスタートした。EFSF は2013年6月末に新規支援を停止し、実質的に ESM に引き継がれることとなっている。ESM は前倒しでスタートし、2012年10月8日に発足した。ESM は国際法に基づく政府間組織とされている。もともと ESM は EFSF と合計で5,000億ユーロが最大支援額と理解されてきたが、ESM のホームページによると、2013年現在、合計で7,000億ユーロが最大支援額とされている。ESM の説明によると、EFSF がすでにアイルランド、ポルトガル、ギリシャに合計で1,920億ユーロを融資しており、さらにスペイン向けの銀行再建で最大1,000億ユーロの融資を決定している。このスペイン向けの支援分は ESM に移管され、ESM の最大支援可能額5,000億ユーロに含まれる。したがって、5,000億+1,920億ユーロで7,000億ユーロとされている。⁸⁾ ESM の応募資本（総資本）額は7,000億ユーロであるが、うち払込資本が800億ユーロで、請求払い資本が6,200億ユーロである。この払込資本は160億ユーロずつ5回の払込みが予定され、すでに2回が払い込まれている。⁹⁾

IV キプロスの銀行危機と背景

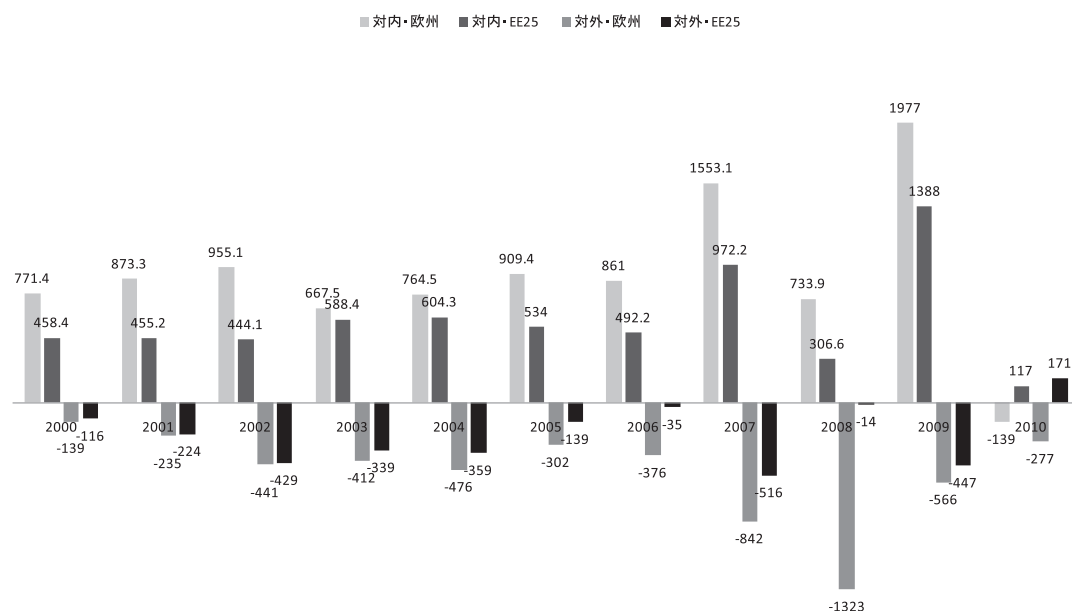
キプロスの銀行と財政が危機に瀕した。直接の契機は、ギリシャ国債の実質デフォルトである。まず、キプロス危機を検討する前提を明ら

かにしておく。第一に、キプロスの地理的および軍事的側面である。キプロスはトルコの南下の地中海に位置する島国であるが、シリア、イスラエル、イラクといった紛争地域に極めて地理的に近い。イギリスはキプロスに軍事基地を有し（1960年までイギリスは宗主国）、シリアの情報収集をしている。またイラク戦争時には、イラクへ英米機がキプロスから飛び立った。¹⁰⁾ ギリシャに続き、キプロスに EU 加盟（2004年）とユーロへの参加（2008年）をユーロ圏諸国が認めた背景には、ギリシャやキプロスの地理的・軍事的側面を考慮した可能性がある。なお、キプロスは2011年12月に、南部の地中海沖に推定5～8兆立方フィートの天然ガス埋蔵を発表し、ギリシャ、イスラエルと共同で、欧州向けパイプライン構想を進めている。

第二に、ロシアとの関係である。まず宗教的に、キプロスではギリシャ正教が中心であるが、ギリシャ正教はロシアに伝わりロシア正教となった。西暦990年にロシアはロシア正教を国教とし、1917年まで国教であった。¹¹⁾ 現在でも、ロシア正教の影響は強く、文化面でもロシアとキプロスは近い。また1997年には、キプロスは敵対するトルコに対抗するため、ロシアからミサイルを購入しようとした。さらに、1998年にはロシアのエリツイン大統領（当時）がキプロスと租税条約を結び、ロシア企業はキプロスで申告・納税すれば、ロシアでの納税が免除された。ロシアでの法人税率が20%に対し、キプロスでは10%であった。さらに2011年12月には、ロシアがキプロスに25億ユーロを融資した。

第三に、トルコとの関係であり、1974年にキプロスをめぐって、トルコが軍事介入し、ギリシャと戦争になった。1980年にはトルコが支配

図表5 キプロスの直接投資（フロー，100万ユーロ）



〔出所〕 Central Bank of Cyprus, *Economic Bulletin*, December 2012から作成。

する北キプロスが独立を宣言した（トルコ以外の国は認めていない）。¹²⁾ このため、現在でもキプロスには、南北間に国連PKOが駐留し、緩衝地帯がある。この問題はトルコのEU加盟にも関わっており、南北の分断によって、トルコはEU加盟条件のひとつである移動の自由を認めていない、とされている。こうした歴史を背景に、1997年にキプロスはロシアからミサイルを購入し、トルコに対抗しようとした。他方、キプロス南部がギリシャおよびロシアと密接な政治・経済関係にあり、今回のギリシャ国債問題とも関わってくる。¹³⁾

以上のような文化的・地理的要因を背景として、キプロスの対外・対内直接投資は、ロシア、ギリシャ、イギリスが中心となっている。図表5が、キプロスの対内・対外直接投資を示す。対内・欧州（欧州諸国からキプロスへの直接投資）は2003年に6億6,750万ユーロであっ

たが、2009年には19億7,700万ユーロまで増加した。同時に、対内・EE25（EU加盟国25か国からキプロスへの直接投資）は2003年に5億8,840万ユーロであったが、2009年に13億8,800万ユーロとなった。キプロス政府は直接投資に関し、国別の詳細なデータを公表していないが、キプロスへの直接投資の上位3か国は、第1位ギリシャ、第2位イギリス、第3位ロシアである（2011年、フローベース）。¹⁴⁾ 図表5で、対内・欧州と対内・EE25との差額は、ほぼロシアの直接投資額と推定される。2011年にはロシアの対キプロス直接投資は減少した可能性もあるが（2011年にロシアはキプロスに25億ユーロを融資）、2000年以降、ロシアはキプロスへの主要な直接投資国である。すでに述べたように、1999年にロシアはキプロスと租税条約を締結しており、キプロスへの直接投資が急増した。

図表6 キプロスの主要銀行

(単位: 100万ドル, %)

	決算期	Tier1資本	総資産	税前利益	ROA	BIS 自己資本比率	不良債権比率
Bank of Cyprus	2010年12月	3,858	57,003	467	0.82	11.9	7.3
	2011年12月	2,598	48,489	-1,749	-3.61	8.4	10.2
Marfin Popular Bank	2010年12月	3,680	56,151	153	0.27	11.6	7.3
Cyprus Popular Bank	2011年12月	3,284	43,685	-5,306	-12.15	na	13.9

〔出所〕 *The Bankers* 各号から作成。

ついで図表5で、対外・欧州（キプロスから欧州への直接投資）を見ると、2000～2001年には1～2億ユーロであったが、2008年には13億2,300万ユーロまで増加した。他方、対外・EE25については、2008年には1,400万ユーロにとどまった。2008年においては、キプロスからロシアへの直接投資が13億ユーロに達したと推定される。このキプロスからの対ロシア直接投資は、キプロスのロシア企業によるものと言われている。

フィナンシャル・タイムズによると、キプロスへのロシアからの直接投資は3億ユーロ（2011年、フロー）に近く、キプロスからロシア向け直接投資も120億ユーロ（同）に達している。ドイツを中心として、EU主要国は、キプロスがロシアのマネーロンダリングに利用されていると懸念している。¹⁵⁾ この点が、キプロスの銀行救済にあたり、ユーロ圏諸国が強硬であった重要な背景であり、ドイツが税金投入にあたり、ドイツ国民からの批判を恐れた背景であった。

キプロスの対内・対外直接投資を業種別に見ると、金融・保険が対内63.6億ユーロ、対外52.3億ユーロ、専門的・科学技術が対内42.8億ユーロ、対外17.4億ユーロ（いずれもストックベース）となっている。¹⁶⁾ 銀行などの金融業が、ロシア、イギリス、ギリシャからキプロスへ進出し、またキプロスからロシア、オランダ

等へ銀行が進出している。

キプロスの銀行は二大銀行体制であった。図表6はキプロスの二大銀行の経営指標である。最大手はバンク・オブ・キプロス（Bank of Cyprus）であり、後述するように、今回の金融支援でも存続することとなった。同行は1899年に、ニコシア貯蓄銀行（Nicosia Savings Bank）として設立され、1912年にバンク・オブ・キプロスとなり、同時に公募会社となった。現在、世界に556の支店（branch）を有し、うち190がロシア、181がギリシャ、126がキプロス国内となっており、キプロスの銀行というよりも、ロシアとギリシャの銀行と言える。¹⁷⁾ 図表6によると、同行の総資産は2010年12月期における570億ドルから、2011年12月期には485億ドルに減少し、同じくTier1も39億ドルから26億ドルに減少している。また税前利益は赤字に転落し、自己資本比率は11.9%から8.4%に低下し、不良債権比率は7.3%から10.2%へ上昇している。

ついでマーフィン・ポピュラー・バンク（Marfin Popular Bank）であるが、今回の金融支援でバッド・バンクと存続銀行に分割され、バッド・バンクは破綻処理され、存続銀行はバンク・オブ・キプロスに引き継がれることとなった。マーフィンは1901年にキプロスのリマソルで4人の個人によって、リマソル・ポピュラー貯蓄銀行として設立された。1924年に

公募会社に転換し、同時にリマソル・ライキ・バンク (Laiki Bank of Limassol) として登録された。2011年にマーフィン・ポピュラー・バンクにより、約5億ユーロというキプロスの会社としては過去最大の増資が実施された。¹⁸⁾ 2010年現在、同行の貸出残高の国別内訳を見ると、キプロスが38%に対し、ギリシャが45%となっており、ギリシャ向けの貸出が半分近い。¹⁹⁾ 2012年に、銀行名をキプロス・ポピュラー・バンクに、取引名 (its trading name in Cyprus) をライキ・バンクと変更した。図表6でマーフィン (2010年12月期) とキプロス・ポピュラー (2011年12月期) の指標を見ると、総資産は562億ドルから437億ドルに減少し、同じく Tier1 も減少、税前利益では大きく赤字に転落し、不良債権比率は7.3%から13.9%へ倍近く上昇した。

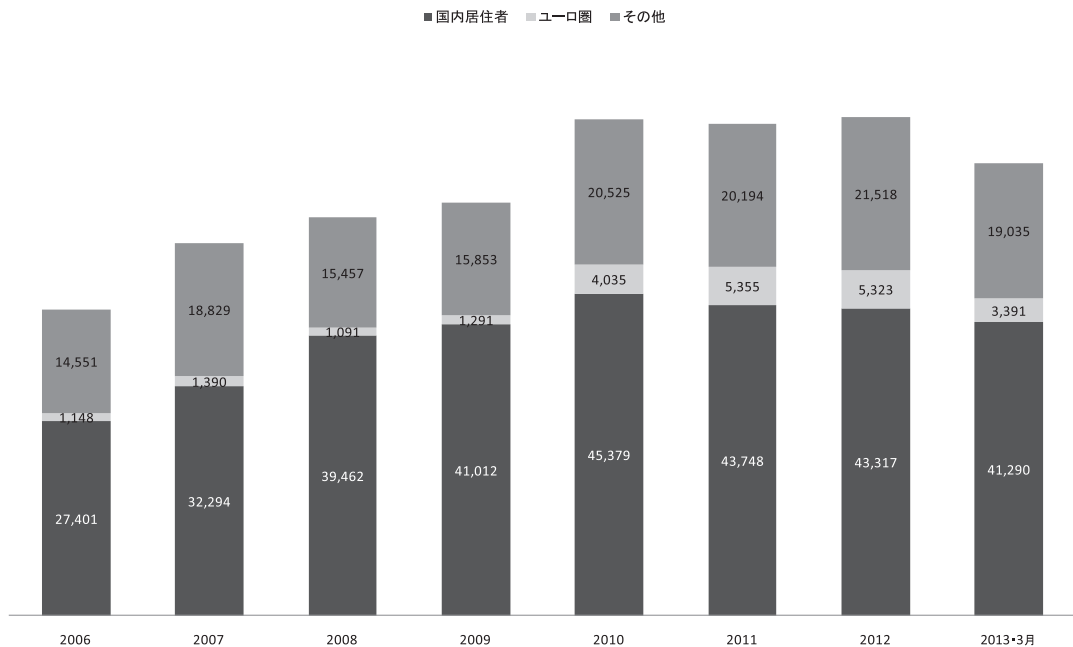
キプロス系銀行によるギリシャ国債の保有と損失については後述するので、ここではギリシャ向け貸出に触れておく。キプロス・ポピュラー・バンク (ライキ・グループ) のアニュアル・レポートによると、同行の貸出残高は310億ユーロであるが、キプロス国内が98億ユーロ、ギリシャ向けが126億ユーロとなっており、ギリシャでの貸出が大きい。業種別に貸出残高を見ると、住宅ローンが93億ユーロ、建設・不動産向けが44億ユーロであり、住宅・不動産関係が中心である。²⁰⁾ ギリシャにおける住宅価格指数は、1997年を100とした場合、2008年に261まで上昇したが、2012年には199まで低下し、2012年の下落率は11.8%となった。²¹⁾ こうした傾向はキプロスでも同様で、住宅価格指数は2010年を100とした場合、2008年には104であったが、2011年第4四半期には90まで低下した。²²⁾ ピークから15%程度、住宅価格は低下

した。したがって、キプロス・ポピュラー・バンクの場合、ギリシャとキプロスにおける住宅・不動産中心に貸し出し、住宅価格の低下によって、貸出が毀損したと見られる。

では、キプロスの銀行には、どのような地域や国から預金があつまっていたのか。これを見たものが、図表7である。キプロス中央銀行によると、国内居住者による預金が2006年には274億ユーロであったが、2012年には433億ユーロに増加した。ついでキプロス以外のユーロ圏からの預金が、2006年には12.5億ユーロであったが、2011年に53.6億ユーロへ増加し、2012年には53.2億ユーロへ減少した。これは主として、ギリシャからの預金と言われている。そして、ユーロ圏以外からの預金が2006年には146億ユーロであったが、2012年には215億ユーロまで増加した。このユーロ圏以外からの預金が、ロシアからの預金と言われている。2009年から2010年にかけて、一挙に50億ユーロ近く増加した。フィナンシャル・タイムズは、キプロスにおけるロシアの預金は80億～350億ユーロというドイツの情報機関の見解を紹介している。²³⁾ 国内の居住者による預金にもロシア系企業による預金が含まれているため、ロシア系の預金は200億ユーロ (ユーロ圏以外の預金) を超えるとされる。キプロスの銀行の預金には、ロシア系が多く含まれ、この点が独などユーロ圏による救済策の策定に影響したと見られる。またキプロスの銀行の資金調達において、預金が中心となり、債券発行の比重が低いことにもつながった。

2013年に入り、キプロスに対するユーロ圏の支援問題が議論されるなかで、キプロスへの海外からの預金は急速に流出している。ギリシャが中心と見られる、ユーロ圏からの預金は2013

図表7 キプロスの銀行預金構成 (100万ユーロ)



〔出所〕 Central Bank of Cyprus, *Monetary & Financial Statistics*, April 2013から作成。

年3月に5億ユーロ減（年率換算42%減）、ロシアが中心と見られる、その他海外からの預金は同じく19億ユーロ（同11%減）となっている。しかし、2013年4月現在、キプロスでは資本規制が導入され、海外への預金流出は規制されている。

キプロスの銀行はロシア系も含め預金中心で調達してきたが、運用はギリシャ国債やギリシャ向け貸出が中心であった。図表8はEBA（欧州銀行監督機構）による、キプロス系銀行の調査結果である。バンク・オブ・キプロスの場合、コア Tier1は2011年12月には17億5,400万ユーロであったが、ソブリン保有額（対政府、貸出含む）は39億9,800万ユーロ、うちギリシャが20億ユーロ、キプロスが6億1,800万ユーロであった。しかし2012年3月には、ギリシャのPSIが実施されたため、ギリシャ国債

の保有額が大幅に減少した。2012年6月期には同行のギリシャ・ソブリン保有額は1億ユーロまで減少（証券簿価はゼロ）した。²⁴⁾ これに先立つ2010年12月時点での、EBAによるストレステストでは、貸出残高の国別内訳も公表されたが、バンク・オブ・キプロスの貸出残高合計376億ユーロに対し、キプロスは157億ユーロ、ギリシャは112億ユーロであった。すでにこの時点でデフォルトした貸出の比率は7.8%に達していた。²⁵⁾すでに指摘したが、ギリシャ、キプロスでの住宅・不動産の価格低下が影響したものと見られる。

ついでキプロス（マーフィン）・ポピュラー・バンクであるが、2011年12月時点ですでにコア Tier1はマイナス1億3,900万ユーロであった。ギリシャのPSI以前に、すでに債務超過であった。ソブリン関係の保有額は41億

図表8 キプロス系銀行のギリシャ国債保有額 (100万ユーロ, %)

		コア Tier1	コア Tier1比率	ソブリン	うちギリシャ	うちキプロス
Bank of Cyprus	2011年12月	1,754	7.1	3,698	2,005	618
					2,068	498
	2012年 6 月	1,655	6.9	1,933	105	789
					0	665
Marfin Popular Bank	2011年12月	-139	-0.5	4,112	3,202	357
					2,653	211
Cyprus Popular Bank	2012年 6 月	1,034	4.4	2,811	364	2,152
					967	2,003

(注) ソブリンは貸出を含む。上段は時価（貸出含む）、下段は簿価で証券形態。

〔出所〕 European Banking Authority, *Final Assessment of the Capital Exercise*, October 2012

ユーロあり、うちギリシャが32億ユーロ、キプロスが3億5,700万ユーロであった。しかし、2012年3月にギリシャ国債がPSIとなり、ギリシャのソブリン保有額は時価で大幅に減少し、3億6,400万ユーロとなった。他方、同行によるキプロス国債の保有額は大きく上昇し、2012年6月には21億5,200万ユーロとなった。これはキプロス政府による同行への資本注入が実施され、コア Tier1が10億3,400万ユーロへ回復したため、キプロス国債の保有が増えたと見られる。キプロス政府は同行に、17億6,000万ユーロの普通株による資本注入を実施した。同行の普通株が20億ユーロ近く毀損したためであり、主因はギリシャ国債、ギリシャ向け貸出での損失であった。

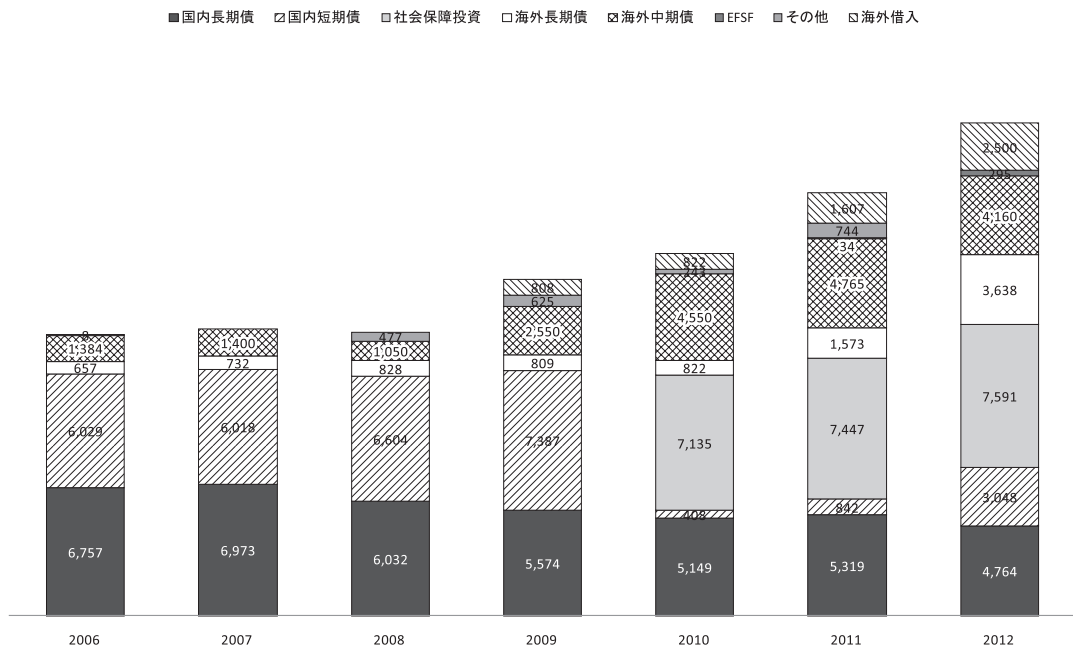
17億6,000万ユーロもの銀行への公的資金注入は、キプロスの政府財政に大きな負担となった。キプロスの政府財政は、2012年の歳入66億ユーロ、歳出が75億ユーロ（いずれも決算）といった規模である。²⁶⁾ したがって18億ユーロ近い銀行への公的資金注入は財政にとって、極めて重い負担であった。

V. キプロスの財政破綻と国債

図表9はキプロスの国債残高（借入形態を含む）を示す。2006年～2008年にかけて、残高は150億ユーロ前後で推移しており、大きな変化はなかった。ユーロに参加し、景気も好調であったから、対GDP比での国債残高（借入を除く）は64.4%（2006年）から49%（2008年）へ低下し、不安視されることはなかった。しかし金融危機を経て、状況は一変した。2009年には178億ユーロ（対GDP比58.5%）、2010年には191億ユーロ（同61.3%）、そして2012年には260億ユーロ（同86%）まで増加（上昇）した。

2011年における新規発行の内訳構成を見ると、TB（財務省証券、満期13～52週物）が32%、ECP（Euro Commercial Paper、外貨建て短期証券、満期1～12か月物）が30%、EMTN（Euro Medium Term Note、満期5年）が4%、開発国債（Development Stock、満期2年）が17%、そして借入が17%であった。²⁷⁾ 13週物のTBの発行利回りは4.3%、6か月物のECPの発行利回りは4.03%、少額ながら発行された10年物国債の発行利回りは7%

図表9 キプロスの国債残高 (100万ユーロ)



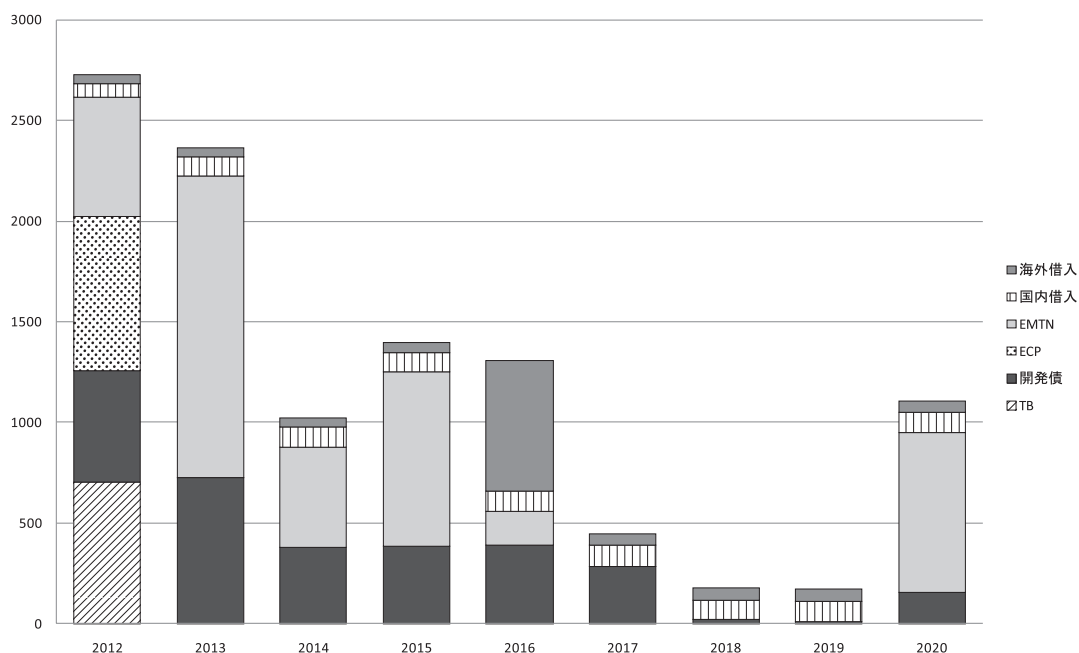
〔出所〕 Republic of Cyprus, Ministry of Finance, *Public Debt* から作成。

であった。格付け機関からキプロスの格付けは急速に引き下げられたことが影響した。2010年11月にキプロス長期国債（ユーロ建て）の格付け（S&P）はシングル A に引き下げられたが、2011年10月には BBB まで下げられた。これは ECB の適格担保からはずれ、ECB からの借入が不可能となり、また国際的な起債はほぼ不可能な水準であった。²⁸⁾ 他方、図表10が示すように、満期国債の償還必要額は高水準であり、2012年に27億3,400万ユーロ、2013年に23億7,600万ユーロであった（2011年時点）。したがって、銀行への公的資金注入以前に、キプロス財政は資金逼迫していた。2011年にロシアから25億ユーロ（2016年返済）を借り入れたが、すでに財政事情が悪化していたためである。図表9で、社会保障投資とある項目は、もともと2009年までは国内短期債（TB）に含まれてい

た項目であり、内容的には短期債と見られる。したがって、2012年の国債残高合計260億ユーロのうち、106億ユーロが短期の TB と見られ、資金繰りが悪化していたと見られる。2012年6月25日、キプロスはユーロ圏に救済を求めた。しかしキプロス政権がロシア寄りだったこともあり、ユーロ圏の対応は遅かった。その後、2月の大統領選で中道右派が勝ち、3月に急速に救済策が進展した。

2013年3月上旬時点で、キプロスに対するユーロ圏の救済スキームとしては、3つの選択があった。第一はベースケースで、必要額が167億ユーロ、うち100億ユーロが銀行救済、67億ユーロが政府財政の資金繰りに必要というものであった。このケースでは、14億ユーロになる銀行社債（junior bond）の債権放棄も含まれていた。第二は、①民営化で15億ユーロ、②

図表10 キプロスの国債償還予定額（2011年時点）



〔出所〕 Republic of Cyprus, Ministry of Finance, *Annual Report, Public Debt Management*, March 2012

法人税税率10%を20%に引き上げ、③資本所得への源泉課税を28%へ引き上げ、④ロシア借入の返済期限延長等で、必要額を147億ユーロに圧縮というスキームであった。第三は、①すべての銀行社債の債権放棄、②預金保険の対象とならない預金の没収 (bail) で、必要額を94億ユーロに圧縮（うちキプロス国債の50%ヘアカットで55億ユーロ）するものであった。²⁹⁾

3月20日時点で、ユーロ圏はキプロスへの100億ユーロ支援に合意したが、10万ユーロ以下の預金（預金保険対象）も含む預金課税、優先債（銀行社債）を除く社債債権放棄、という内容であった。これが預金課税で58億ユーロの捻出（10万ユーロ超では9.9%課税、10万ユーロ以下では6.75%課税）、別に銀行社債（junior bond）の債権放棄で14億ユーロ、民営化で14億ユーロをキプロスに義務づけた構想であっ

たが、キプロス議会によって否決された。³⁰⁾

最終的に3月25日に決着したが、キプロス・ポピュラー・バンク（ライキ・バンク）を分割し、そのバッド・バンク（不良債権）を同行の10万ユーロ以上の預金によって償却するものであった。さらに、①10万ユーロ以下の預金はバンク・オブ・キプロスに移管する、②ライキ・バンクのユーロシステムからの借入90億ユーロもバンク・オブ・キプロスへ移管、③バッド・バンクには、ライキから10万ユーロ以上の預金合計42億ユーロと、不良債権70億ユーロを移し償却する、④バンク・オブ・キプロスでの10万ユーロ以上の預金は当面凍結、将来はヘアカットされるが額は未定、⑤ライキのすべての銀行社債（senior bondを含む）は債権放棄、⑥バンク・オブ・キプロスの自己資本（コア Tier1）比率が9%となるよう資本注入、と

いった内容であった。³¹⁾ ユーロ圏からの支援100億ユーロ（うち10億ユーロはIMF）は同じで、議会も合意した。納税者の負担を回避し、株主、社債保有者、高額預金者の負担を求めた。

2013年3月16日から27日まで、キプロスの銀行は営業を停止したが、再開にあたり、資本規制が導入された。その概要は、①預金引き出しは1日あたり300ユーロまで、②5,000ユーロ以上の送金にはキプロス中央銀行の許可が必要、③海外のクレジット・カード使用はひと月あたり5,000ユーロまで、④キプロス国民は海外旅行に際し、3,000ユーロまでの持ち出しに限定、といったものであった。この規制に関し、ブリュッセル（シンクタンク）のウォルフ（Wolff）は、資本規制は公共の安全のためにのみ正当化されるとした、EU条約63・65条に抵触するとコメントした。³²⁾ 資本規制の導入は当初、キプロスがEUおよびIMFと救済策について最終合意するまでの2週間とされた。しかし、4月下旬現在、規制の解除は早くても9月と言われている。存続するバンク・オブ・キプロスのリストラが完了（預金保険対象外の預金を60%ヘアカット、ライキ・バンクからの資産移譲）してから、規制は解除される見通しとされる。4月下旬現在、キプロスでは個人は小切手を現金化できず、新しい銀行口座を開けない状態が続いている。³³⁾

EUではEU委員会の諮問機関が2009年2月に金融監督・規制に関する包括的な見直しに関する提言（通称ドラロジエール・レポート）が公表され、その後同提言に沿った形で金融規制改革が進められてきた。2010年7月には、EU委員会は預金保険に関するEU指令改正案を欧州議会に提出し、2012年年末までに加盟国で多

様であった預金保険の範囲等も統一する予定であった。³⁴⁾ こうした状況で、保険対象預金への課税が提案されたことになる。

VI. まとめに代えて

ギリシャ国債のPSIによって、キプロスの銀行は大きな損失を計上し、破綻と再編を余儀なくされた。またキプロスがロシアからの資金を受け入れ、ロシアマネーのマネーロンダリング地とみなされてきたことも問題を複雑にした。ドイツを中心とするユーロ圏各国は、自国民による税金投入を極力避け、キプロス系銀行のステークホルダーに負担をまず求めた。枠組みは正論に見えるが、①優先債（senior bond）を含む、すべての社債保有者に債権放棄を要求した、②実施は見送られたが、10万ユーロ以下の預金保険対象の預金への課税を提案したこと、③ユーロ導入以来、初めてとなる資本規制を導入し、ユーロ圏とも資金移動が規制されていること、といった問題を含んでいる。優先債は、本来、返済が優先される債券であり、破綻処理において保険対象の預金と同じ位置にある。預金保険対象の預金が、銀行の破綻処理で没収（臨時課税）されるのであれば、預金保険に対する信頼を揺るがす。ユーロという同じ通貨が使用されているのに、送金規制されるのであれば、実質的に異なる通貨である。これらの問題をキプロス処理は突きつけている。市場の関心は、キプロスの次はスロベニア、となっている。当面、ユーロ不安が続くと見られる。

注

- 1) 本稿と合わせて、代田 純、『ユーロと国債デフォルト危機』（税務経理協会）、2012年2月、同、「ユーロ危機とインフレ率格差」、『証券経済研究』第77号、2012年3月を参照いただければ、中長期的観点からも理解が深まると思われる。
- 2) Hellenic Republic, Ministry of Finance, *State Budget Execution 2011*
- 3) 従来、ギリシャでは危険な職種が多数指定され、これらの職種従事者は50歳台で早期退職しても、満額年金を受給できた。危険な職種には、美容師、アナウンサーなどが含まれている。詳細は、前掲『ユーロと国債デフォルト危機』、84ページを参照されたい。
- 4) パークレイズ・キャピタル、「ギリシャ政府、サムライ債を含む債務交換に関するPSIを正式提案」、2012年2月28日参照。当初は、サムライ債（円建て非居住者発行）のギリシャ国債等5銘柄が対象に含まれていたが、後に対象外となった。同じく、「ギリシャのCDS、入札決済」、2012年3月21日も参照。
- 5) Hellenic Republic, Ministry of Finance, *PSI Launch Press Release, February 21, 2012*
- 6) <http://www.bankofgreece.gr> 参照。
- 7) <http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906>
- 8) <http://esm.europa.eu/pdf>, Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism (ESM) 参照。2012年3月27日、ドイツのメルケル首相が、EFSFとESMの合計で7,000億ユーロとする発言をした、との新聞報道もあった。*Financial Times*, March 27, 2012
- 9) 2012年1月に、S&Pにより仏とオーストリアの格付けが引き下げられたこととの関係は未解決と見られる。両国はAAA格から、AA+格に引き下げられた。同時にEFSFの格付けもAA+格へ引き下げられた。仏はEFSF4,400億ユーロに対し、1,584億ユーロ（36%）を保証してきた。AAA国だけの保証を維持し（EFSF債の金利を維持）、融資可能額を縮小するか、AA+国までを含む保証に拡大し（EFSF債の金利が上昇）、融資可能額を維持するか、選択を迫られる。
- 10) *Frankfurter Allgemeine*, March 23, 2013
- 11) 高橋保行、『ギリシャ正教』、講談社学術文庫、304ページ。
- 12) *The Economist*, February 23, 2013, p 45
- 13) 文化的・地理的要因は、最近の金融論研究でも、金融機関の対外進出要因として注目されている。中東欧へ進出した主要銀行へのアンケート結果でも、進出を規定した要因として、文化的要因（情報コスト）と地理的近接性が挙げられている。Ilko Naaborg, *Foreign Bank Entry and Performance*, Eburon Delft, 2007, p67
- 14) Central Bank of Cyprus, *Annual Review of External Statistics*, 2011, p6
- 15) *Financial Times*, February 7, 2013
キプロスではロシア人社会が形成されている。キプロス第二の都市、リマソル（Limassol）では、1万人以上のロシア人が居住し、ロシア人向け学校、ロシア正教の教会、ロシア語の新聞・放送がある。マリーナが建設され、ロシア人所有のヨットが多数係留されている。*Financial Times*, March 15, 2013
- 16) Central Bank of Cyprus, *Foreign Direct Investment 2011*, P2
- 17) <http://www.bankofcyprus.com/en-GB/Start/About/Structure/>
- 18) <http://www.laiki.com/EN/TheBank/Pages/GroupHistory.aspx>
- 19) <http://www.marfinbank.com> *Fact Sheet 2010*
- 20) Laiki Bank Group, *Annual Report 2011*, p134
- 21) <http://www.bankofgreece.gr/> *Index of Price of Dwellings*
- 22) Central Bank of Cyprus, *Residential Property Price Index, 2010-2011*
- 23) *Financial Times*, February 7, 2013
- 24) *Final Assessment of the Capital Exercise by the European Banking Authority*, Bank of Cyprus
- 25) *Report of the 2011 EBA-wide stress test*: Bank of Cyprus
- 26) Cyprus Ministry of Finance, *Budgets and Fiscal Control Directore*
- 27) Cyprus Central Government Debt, *Quarterly Bulletin*, 2011 4th quarter
- 28) Republic of Cyprus, Ministry of Finance, *Annual Report, Public Debt Management*, March 2012, p62
- 29) *Financial Times*, March 8, 2013
- 30) *Financial Times*, March 20, 2013
- 31) *Financial Times*, March 26, 2013
- 32) *Financial Times*, March 28, 2013
- 33) *Financial Times*, March 27/28, 2013
- 34) 御船 純、「欧州における金融規制改革の動向～監督・セーフティネット・破綻処理～」、『預金保険研究』第13号、2011年5月、pp47～72

（駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員）