

Newsletter



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

アイスランド経済の動向と今後の課題

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員

藤田 大輔

fujita@iima.or.jp

(要約)

1. アイスランド経済の概況

- 同国経済は 2008 年にグローバル危機による大打撃を受け、通貨クローナ (ISK)、株価が急落するなど経済が大混乱に陥った。翌 2009 年には GDP 成長率が-6.8%となるなど、急激な調整を迎えることとなった。
- 他国から緊急支援などを受け入れ経済の立て直しを図るとともに、為替レートが大きく下落したことを活かし輸出を大きく伸ばした結果、2009 年以降は貿易収支が黒字に転じた。また、一時加速したインフレも収束に向かっており、実体経済は回復基調にある。

2. 主要銀行の破綻

- アイスランドの金融機関は積極的に海外展開を行い、海外の低金利資金を大量に借り入れ、それを国内・国外向けに貸し付けていた。一方、海外の投資家はアイスランドの金融機関の高金利や高い格付けに引かれ、アイスランドの銀行には非居住者預金などが集まった。
- 国内では次第に不動産バブルが形成され、2008 年第 1 四半期の 3 大銀行の総資産は GDP の約 11 倍にもなった。しかし、グローバル金融危機の影響で海外投資家が流動性資金確保のため、同国から急激に資金を引き揚げたことで、同国の外貨準備が不足し流動性危機が発生した。
- 2008 年 10 月、国内 3 大銀行 (グリトニル銀行、ランズバンキ銀行、カウプシング

銀行)は経営破綻し、アイスランド政府によって相次いで国有化された。

- 政府は銀行国有化に伴い、国内口座については全額保護したものの、非居住者の預金口座については凍結したため、アイスセーブ問題が国際問題に発展することとなった。

3. アイスセーブ

- ランズバンク銀行のインターネット銀行のアイスセーブについては、英国・オランダ両国で利用（英国だけでもアイスランドの人口に匹敵する 30 万人が利用）されており、両国政府は自国預金者保護の観点から 50 億ドル以上を立て替えて補償を実施した。
- 英国・オランダ両国は立て替えの補償分を返済するよう同国に求め、アイスランド議会は補償返済法案を可決。しかし、国内世論が補償返済に対し激しく反対したため、同国大統領が同法案への署名を拒否。法案への賛否は国民投票に委ねられ、過去 2 度にわたり投票が実施され、ともに否決された。
- 現在、欧州自由貿易連合監視機構は、欧州自由貿易連合裁判所にアイスセーブ問題の判断を委ねている。判決によっては、同国の対外債務は現状以上に膨らむこととなり、それが回復基調にある経済に影響を与えることも想定される。

4. EU 加盟

- 通貨クローナが大暴落した経験をもち、自国通貨防衛の難しさの教訓から、欧州連合 (EU) に加盟しユーロを導入することで欧州中央銀行 (ECB : European Central Bank) という強力な後ろ盾を得て、通貨を安定させる必要性があるとの判断などから政府は加盟を推進。
- 2010 年 7 月には EU がアイスランドの加盟に向けた協議を開始。同国では、EU 加盟是非の判断を国民投票に委ねることとし、2013 年にも実施を予定している。但し、主要産業である水産業への影響などにより国民からは反対の意見も大きく、当政策の実現には時間が必要と思われる。

(本文)

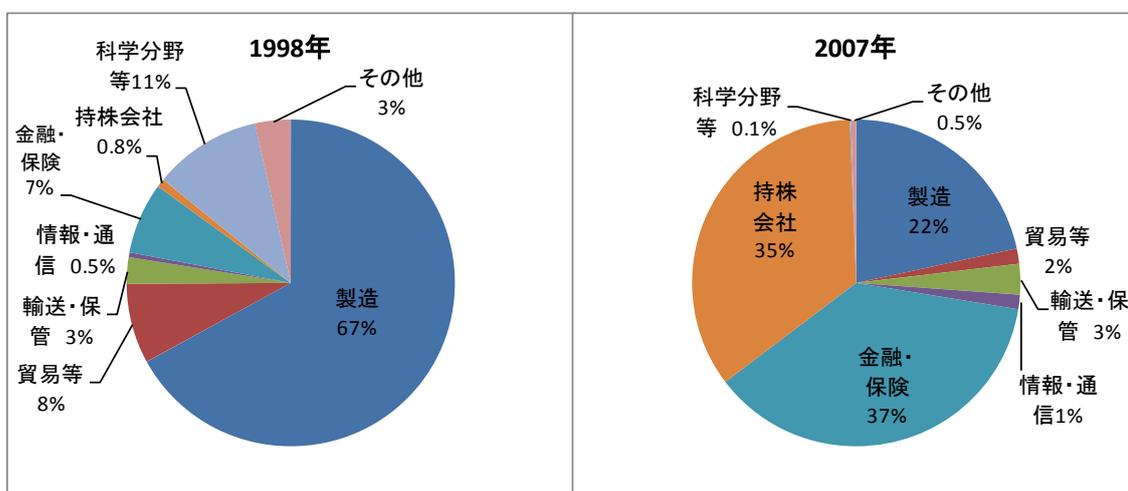
1. アイスランド経済の概況

(1) 国内主要産業の変遷

かつて同国は天然資源に乏しく、主要産業には、水産業、水産加工業、アルミニウム加工などしかなかった。そのため、更なる成長を目指して、政府は他産業の育成を図ってきた。1980年以降、順次規制緩和を推し進め、1990年に入ってから欧州経済領域（EEA：European Economic Area）協定の発効を機に、国営企業の民営化、市場原理を重視した経済の自由化を進めた。

同国は国内に光ファイバー網を敷設するといったITを見据えたインフラ整備を積極的に行った結果、ブロードバンドや携帯電話などのIT普及率も高い。更に、豊富な地熱や水力によって電力が他国よりも安価で安定供給が可能であるため、外資企業はアルミ精錬工場などの投資を計画し、同国も積極的に外資誘致を行った。また、金融分野においても、1990年代後半以降、金融市場が拡大していく中で、国内主要銀行が国際競争力を高め、海外へ積極的に投資を行い、業績を急拡大させた。

図表 1. アイスランドの対内直接投資残高の割合（業種別）



(出所) アイスランド中央銀行から作成

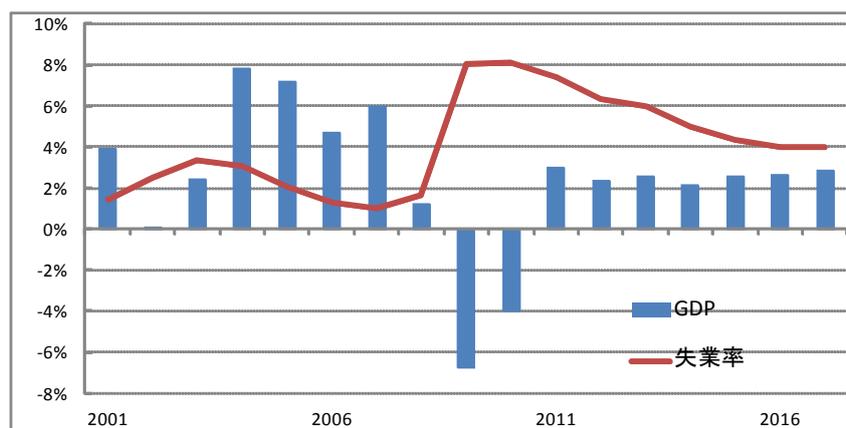
(2) 経済の悪化

産業構造改革を成功させたことで、2001年から2007年までの7年間の実質GDP成長率は平均4.6%と安定した高い成長を遂げることができた（2002年はITバブル崩壊を原因とした世界的な不況の影響を受け、一時的に低成長となった）。また、同国の一人

当たり GDP から見ると、1995 年には世界第 14 位であったが、2000 年に世界第 7 位、2005 年には世界第 3 位まで急成長した。

しかし、同国は 2008 年に起きたリーマンショックの影響を受けて、国内銀行が国有化されるなど、経済に大打撃を与え、経済成長率が 2009 年-6.8%、2010 年-4.0%となるなど、経済は大きく落ち込むこととなった。また、失業率も 1990 年以降、1%台～3%台の幅で推移していたものの、2009 年、2010 年には 8%台まで急上昇した。

図表 2. GDP 成長率と失業率の推移



(注) 2010 年までは実績値、それ以降は IMF の予測値

(出所) IMF 「World Economic Outlook Database」 から作成

危機の伝播を受けて、アイスランド政府は国際通貨基金 (IMF) や北欧諸国からも緊急融資を要請した結果、支援総額は約 48.5 億ドル (2009 年 GDP 比で約 40%) にもなった。政府は IMF と協働で経済の立て直しを進めたものの、この危機に要したコストはこれまでのものと比較しても、非常に大きなものであった。

図表 3. アイスランドへの主な緊急支援

IMF	約21億ドル
北欧諸国	約25億ドル
ポーランド	約2億ドル
その他	約0.5億ドル
合計	約48.5億ドル
2009年GDP比	約40%

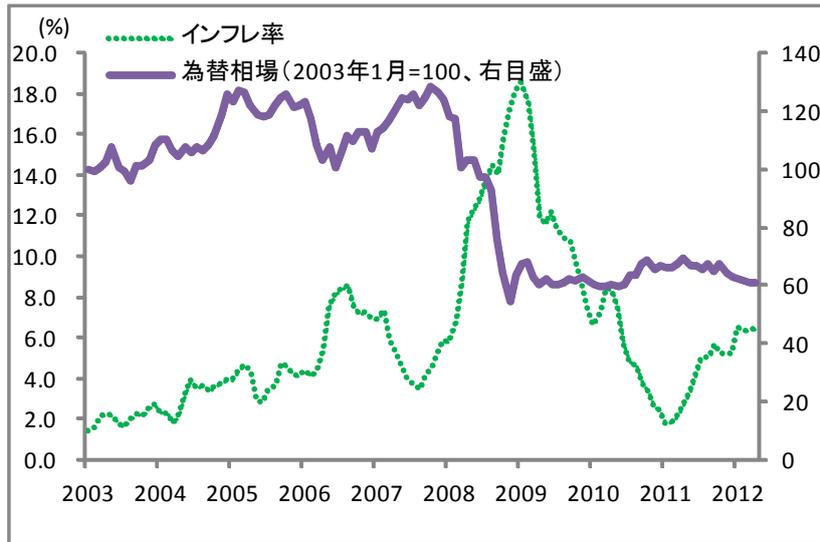
(参考) 各国の金融危機回復にかかった財政負荷

日本(1997年)	約24%
タイ(1997年)	約44%
インドネシア(1997年)	約57%
アメリカ(1988年)	約4%
スウェーデン(1991年)	約4%

(出典) 各種資料から作成

インフレについては、2008年のクローナの下落によって、輸入品の価格が上昇したことで激しいインフレが発生し、2009年には約19%まで上昇した。現在は為替相場の安定とともにインフレは沈静化し、2012年に入ってから概ね6%台で推移している。

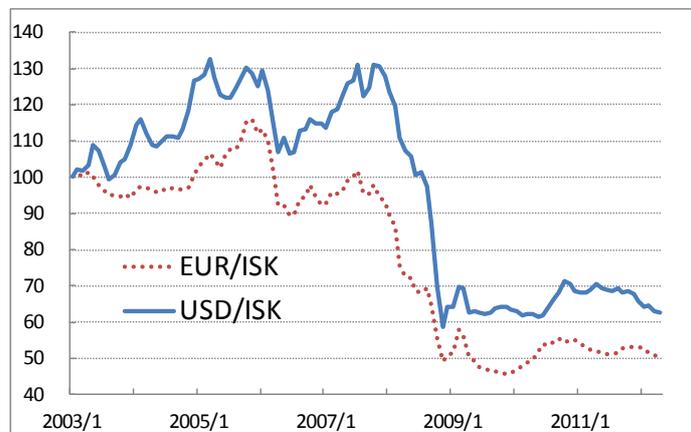
図表 4. インフレ率の推移



(出典) ブルームバーグから作成

名目為替相場は、危機前までは上昇（通貨高）基調にあったが、2008年10月以降は下落（通貨安）に転じ、ピーク比で約6割（EUR/ISK）まで下落した。経済の回復とともに対ユーロのクローナの為替相場は底入れしたものである。

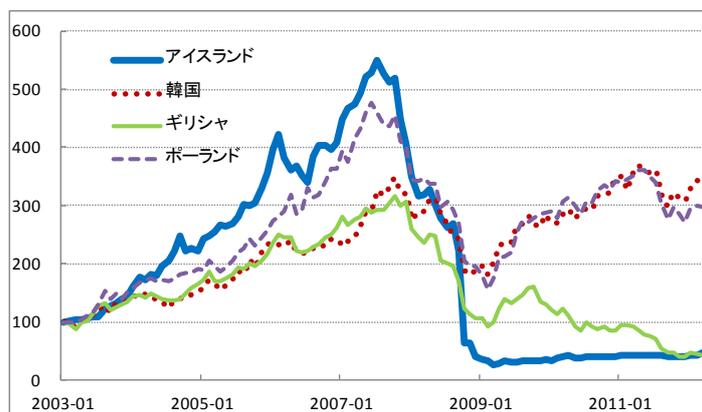
図表 5. 名目為替相場（2003年1月=100）



(出典) アイスランド中央銀行から作成

同国の代表的な株価指数である OMX ICEX メイン指数では、グローバル金融危機の影響を受けるまでは、欧州周辺国の中で好調であったポーランドを更に上回る株式の上昇が見られたが、2008年9月をピークに株価指数は下落に転じた。危機の影響を受けた10月には、ピーク比約9割もの激しい下落に見舞われた結果、経済は大混乱となった。

図表 6. 株価指数の推移 (2003年1月=100)



(出典) ブルームバーグから作成

(3) 危機後の経済回復

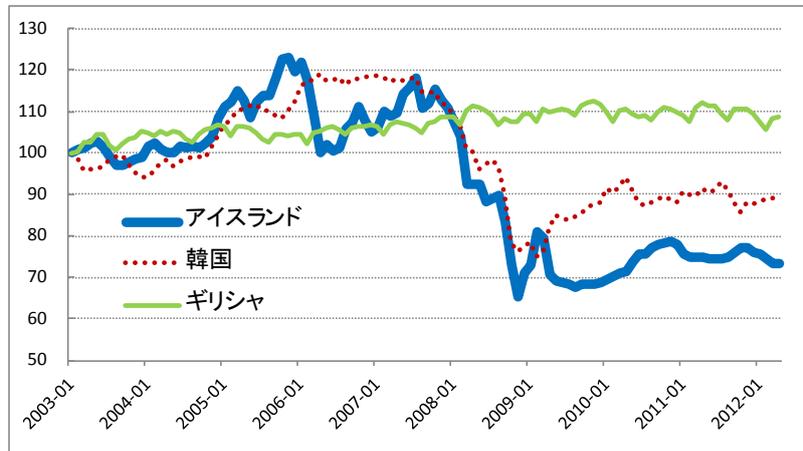
グローバル危機後は、輸出が中心となって経済をけん引することで、2011年には経済成長率はプラスに転じ約3%となると見込まれている。IMFの経済見通しによると、今後も安定した経済成長が見込まれており、約2%の成長は維持可能と見ている。

なお、失業率は危機の影響から2008年に8%台まで急上昇している。経済の回復とともに失業率も減少傾向にあるものの、危機前の水準に戻るまでにはもう少し時間が必要である。

① 実質実効為替相場と貿易

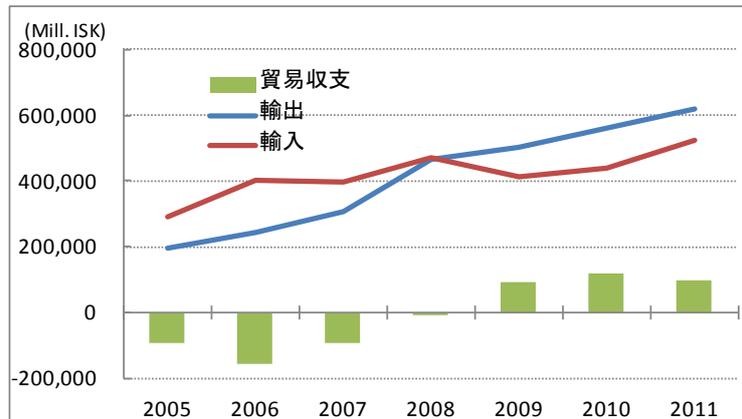
クローナの通貨価値の下落によって、アイスランドは輸出競争力が上昇している。実質実効為替相場を見ると、グローバル危機の影響を受けピーク比約5割下落した。これを梃子に輸出の回復が見られ、貿易収支については2003年以降、継続して赤字の状態にあったが、2009年以降は一転して黒字基調にある。輸出をけん引している主なものは、豊富な水力・地熱発電を利用したアルミニウムなどの工業製品や水産物である。

図表 7. 実質実効為替相場の推移 (2003年1月=100)



(出典) BIS から作成

図表 8. 貿易収支の推移



(出典) アイスランド統計局

② 対外債務

対外債務については、2011年にはGDP比約250%に達したが、2017年には約140%まで減少すると見込まれている。

同国の輸出が経済回復の原動力となっており、今後も安定した輸出の伸びが期待されることから、対外債務も徐々に減少していくものと見られている。

図表 9. 対外債務の推移 (10 億米ドル)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
External debt	32.2	36.5	35.1	27.8	25.5	24.7	24.2	23.7	23.9
External debt (GDP比)	267%	290%	250%	204%	178%	167%	157%	147%	141%
Current Account	-1.4	-1.1	-0.9	-0.4	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5
Exports(merchandise & services)	6.4	7.1	8.2	7.8	8.3	8.7	9.3	9.8	10.4
Income(receipts)	0.8	0.5	1.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5
External debt to exports	504%	514%	428%	356%	307%	284%	260%	242%	230%

(注) 2010 年までは実績値、それ以降は IMF の予測値

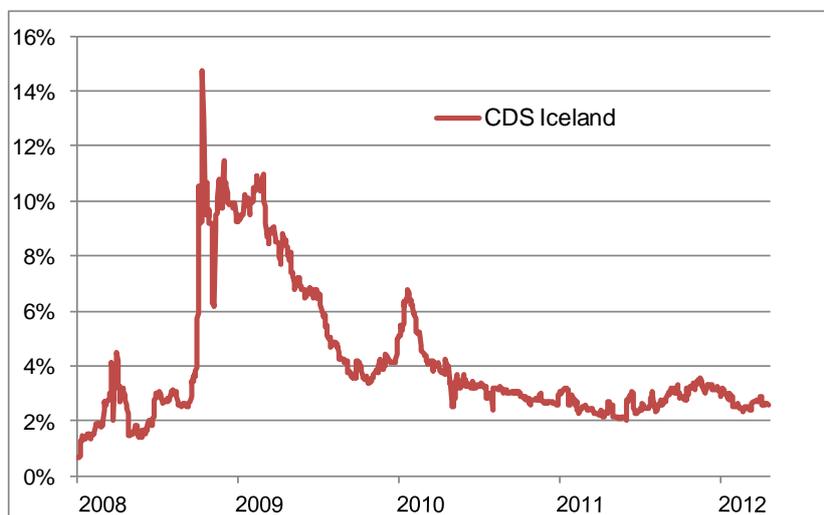
(出典) IMF から作成

③ CDS

クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) にも対外信任の悪化が止まった様子が表れている。リーマンショックが伝播した 2008 年 9 月以降、急激に上昇した。しかし、国際社会からの支援助け入れが決まった 2009 年後半から CDS は着実に減少傾向にある。

2011 年には、銀行の破綻後初めて、アイスランド政府は外貨建国債を発行した。その際、全額投資家により引き受けられたことから、信頼も回復傾向にあると見られる。

図表 10. CDS の推移



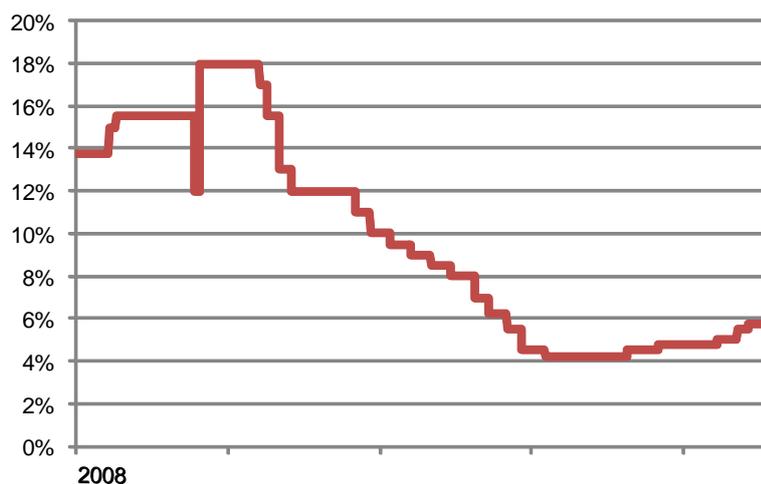
(出典) アイスランド中央銀行

④ 政策金利

政策金利については、2008 年のグローバル金融危機の際、まず景気対策のために一旦、3.5%ポイント (15.5%→12%) 引き下げたものの、翌週には通貨防衛のために 6%ポイント (12%→18%) の引き上げを余儀なくされた。

2009年以降はクローナ相場も安定的に推移したことやインフレが鎮静化したことから、中央銀行は政策金利を2011年2月まで継続的に引き下げてきた。その後、2011年8月頃からは再びインフレ圧力の高まりに対応するために、金融危機後初めて引締め政策に転じた。

図表 11. 政策金利の推移



(出典) アイスランド中央銀行

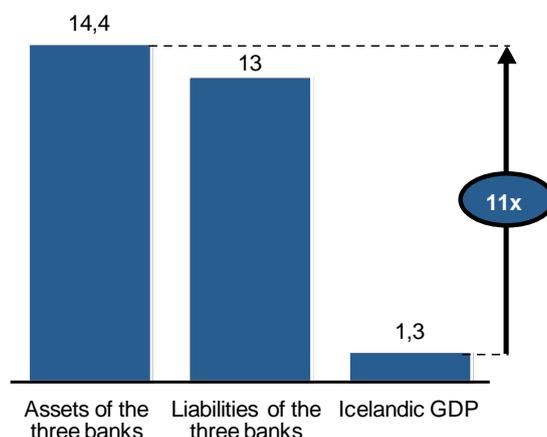
2. 銀行の破綻

(1) グローバル危機前の銀行業務の拡大

同国は産業構造改革を進めたのち、アイスランドの金融機関は積極的に海外展開を行い、海外の低金利資金（ユーロ、円など）を大量に借り入れた。更に、同国の銀行には格付機関による高い信用格付けが付与されており、また、インフレ対策のため高金利政策（2008年4月末時点で15.5%）が採られていたために通貨クローナは高金利通貨として注目され、非居住者による預金や投資マネーが大量に国内に流入した。

銀行は、その資金を梃子にして主にヨーロッパなどで投資銀行業を展開した。また、国内では企業や家計に対して積極的に融資を行った結果、株価・住宅・土地などの高騰をもたらした。更に、クローナが通貨高へ傾くことにより、アイスランド国内では外貨建住宅ローンが増大するなど外貨建融資も拡大することとなった。その結果、2008年第1四半期のアイスランド上位3行（グリトニル銀行、ランズバンキ銀行、カウプシング銀行）の総資産はGDPの約11倍にも膨れあがっていた。

図表 12. 主要 3 銀行の資産、負債状況
(2008 年第 1 四半期、単位:1 兆 ISK)



(出所) アイスランド商工会議所

(2) グローバル危機による銀行の破綻

2008 年グローバル金融危機の影響を受け、海外投資家が流動性資金確保のため、同国から急激に資金を引き揚げたことで、アイスランドの通貨は大暴落した。国内でも不動産バブルが崩壊することとなり、銀行に大量の不良債権が発生することとなった。その結果、2008 年 10 月には上位 3 行のランズバンキ銀行、グリトニル銀行、カウプシング銀行が相次いで経営破綻し、政府管理下に置かれる事態となった。

政府は銀行国有化に伴い、国内口座については全額保護したものの、非居住者の預金口座については凍結した。そのため、アイスセーブ問題が国際問題に発展することとなった。

アイスランドは、早い段階で金融システム混乱の鎮静化を図るため、破綻した上位 3 行の受け皿となる新銀行 Arion banki (カウプシング銀行の受け皿)、Íslandsbanki (グリトニル銀行の受け皿)、New Landsbanki (ランズバンキ銀行の受け皿) を設立して旧銀行から主に国内預金や国内資産を移管し、国内の銀行機能、支払、決済システムなどの確保を行った。旧銀行は主に外貨資産や負債 (非居住者預金を含む) を引き継いだ。

上位 3 行の銀行破綻に伴う新銀行への資本注入額は約 1,350 億クローナに達した。それぞれの新銀行の資産に対する国家の持ち分は、Arion banki 13%、Íslandsbanki 5%、Landsbanki 81% となった。更に、新銀行の 2 つには劣後ローンも提供しており、Arion banki 240 億クローナ、Íslandsbanki 250 億クローナで総額 490 億クローナとなった。これらを含めると、国による銀行再建の金融負担額は約 1,840 億クローナとなった。

図表 13. 銀行再建に係るコスト

	Total equity	State's equity	State's holding	Subordinated loans from the state	Total state financing
	ISKbn	ISKbn	%	ISKbn	ISKbn
Arion banki	72	9.36	13	24	33.36
Íslandsbanki	65	3.25	5	25	28.25
Landsbanki	150	122	81	0	122
Total	287	134.61	-	49	183.61

(出所) アイスランド財務省

3. アイスセーブ

(1) アイスセーブ問題

破綻に追い込まれたランズバンキ銀行のインターネット銀行のアイスセーブについては、主に英国・オランダで利用（英国だけでもアイスランドの人口に匹敵する 30 万人が利用）されていたが、アイスランドは非居住者預金口座を凍結した。英国、オランダ両国は預金者保護の観点から、自国のアイスセーブの預金者に対して総額 50 億ドル以上にも及ぶ補償を実施した。英国・オランダ両国はこの肩代わりした補償支払額について、アイスランドに返済を求めている。

(2) EU 預金保護指令

EU では、域内各国の預金保険制度の調和を図るため、1994 年に域内共通ルールとして預金保険指令を定めた。これに基づき、アイスセーブの預金は同国の預金保険制度によって「最低 2 万ユーロまで」保護される。

しかしながら、英国・オランダ両国民からの預金額が非常に膨大で、アイスランドの預金保険基金の資金が枯渇することが明らかであったこともあり、政府は海外預金口座を凍結することとした。一方で、当指令には、預金保険制度で賄えなかった債務を代わりに国家が保証することについて明確にされておらず、アイスランドは法的解釈について判断を求めている。

(3) アイスランド政府の対応

アイスセーブ問題に対し、アイスランド政府は国際的責務を果たすことを示しているが、政府の問題解決に向けた取り組みに対し、国民から理解を得ることができずにいる。

これまでアイスランド政府は、英国・オランダ両国とアイスセーブ問題の解消に向けた交渉を継続して行い、返済条件などを含んだ問題解消の合意に至っている。しかし、

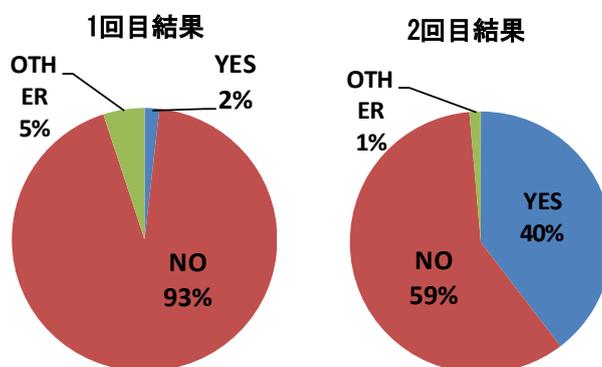
アイスランド国内で議会承認は取り付けられたものの、国内世論が激しく反対したため最終段階で大統領が署名を拒否し、国民投票が実施された。過去2度にわたって実施されたアイスセーブ問題に対する国民投票では、投票した有権者の過半数以上が拒否を示した。現在は、欧州自由貿易連合監視機構（ESA：EFTA Surveillance Authority）が、欧州自由貿易連合（EFTA：European Free Trade Association）裁判所に法的見解を求めている。まだ問題の解消には至っておらず、長期にわたる懸案問題となっている。

図表 14. アイスセーブ問題に係る主な経緯

2006年	英国でアイスセーブ業務開始。
2008年	オランダでアイスセーブ業務開始。
2008年10月7日	ランズバンク銀行を公的管理下に置く（海外口座の凍結）。
2008年10月8日	英国は反テロリスト法を適用し、ランズバンク銀行英国支店の資産を凍結。
2010年1月	アイスランド議会が承認したアイスセーブ法案への署名を同国大統領が拒否。
2010年3月	アイスセーブ法案について国民投票が実施され、投票結果は圧倒的多数で否決。
2011年2月	英国・オランダと再合意を得て、アイスランド議会が承認したアイスセーブ法案への署名を同国大統領が再度拒否。
2011年4月	再びアイスセーブ法案について国民投票が実施され、投票結果は否決。
2011年12月	欧州自由貿易連合監視機構が、アイスセーブ問題について欧州自由貿易連合裁判所に法的判断を求めた。

（出典）各種資料から作成

図表 15. アイスセーブ法案に係る国民投票結果



（出典）アイスランド統計局から作成

(4) アイスセーブが与える影響

最近の格付け変更は、2012年2月にフィッチが同国の格付けを投資適格級に引き上げた。これは、同国の金融危機に対する措置によって金融市場の安定化と経済成長の回復に寄与した点が評価されたためである。また、2010年4月にムーディーズがアイスセーブ法案の国民投票による法案拒否が即座に格付けに影響しないと発表している。とはいえ、アイスセーブに係る補償を実施することが正式に決まれば、公的債務は増えることから影響が生じるものと考えられる。

図表 16. 格付けの状況

	自国通貨建 長期	外貨建 長期	Outlook
Moody's(2010年7月)	Baa3	Baa3	Negative
S&P(2011年11月)	BBB-	BBB-	Stable
Fitch(2012年2月)	BBB+	BBB-	Stable

(出典) アイスランド中央銀行

4. EU加盟

(1) 加盟に係る経緯

アイスランドは、1970年に欧州自由貿易連合に加盟、1992年に欧州経済領域協定に参加している。当協定により、アイスランドがEUに加盟しなくても、EUにおける商品、人、サービス、資本に関する移動の自由がEEA参加国にも適用される。そのため、同国がEU加盟を推進する最終目標は通貨ユーロの導入ということが考えられる。

しかし、アイスランドではEU加盟によって主要産業の水産業に与える影響の大きさから、これまで加盟を見合わせてきた経緯がある。例えば、EUでは共通漁業政策が採られており加盟国に対し漁獲量の設定が行われているので、加盟すれば漁業に制限を受けるなどの理由から加盟を見送ってきた。

グローバル金融危機により自国通貨クローナが大暴落した経験から、政府は自国通貨の防衛の難しさを痛感している。政府はEUに加盟し通貨ユーロを導入することでECBという強力な後ろ盾を得て、通貨を安定させる必要があるとの判断からEU加盟を推進している。

危機から完全な回復を待たず、2009年7月にアイスランド政府はEUへの加盟申請を行い、2010年7月にEUはアイスランドのEU加盟に向けた協議を開始している。

(2) 加盟に係る問題点

これまでの経緯同様に、水産業に与える影響は大きいままであり、それに対する手当

でもできていない。また、国家独立までにノルウェーやデンマークといった国々の統治下にあったことから、同国の国民意識には独立を望むナショナリズムが大きい。更に、EUによるギリシャ問題への対処からも EU 加盟には消極的な意見が少なくない。

2012年3月にアイスランド首相は、アイスランドが①EUに加盟しユーロを導入することでEU諸国とともに主権国として協力していくのか、②クローナを手放し一方的に別の通貨を採用して金融政策の面で主権を手放すのか、の二者択一になると発言した。②の方法については、エクアドルが自国通貨であったスクレを放棄し一方的に米ドルを通貨に採用（Dollarization）したものと同一ような方法を想定しているのだろう。しかし、考え得る③の方法として通貨クローナの通貨主権保持の選択肢が置き去りにされているのは、金融危機が同国に与えた影響の大きさを物語っており、まだ完全にその傷が癒えていないことを示していると思われる。

早ければアイスランドが2014年にもEUへの加盟を果たすという見方もあるが、同国政府はEUへの加盟判断について最終的に2013年にも実施する国民投票に委ねることとしている。

おわりに

同国は、IMFを始めとする国際社会から多くの支援を受け、落ち込んだ経済を立て直し、現在回復基調にある。今後、経済を完全に回復させ、継続性をもった発展を目指すためにも、国際社会からの信頼回復が不可欠である。同国政府は信頼回復に向けた主な政策として、アイスセーブ問題の解決を推し進めようとしているものの、現在のところ政策実現には至っていない。

アイスセーブ問題については、第三者機関に判断を委ねており、その判断内容によっては、同国の公的負債が急増することとなり、結果として回復基調にある経済にマイナスの影響を与える可能性がある。

行き過ぎたバブルを容認した政治に対する国民の不信は払拭されておらず、政府と国民の間には大きな乖離が生じているのが実情であり、国際社会からの完全な信頼回復を得るまでには引き続き留意が必要である。

以上

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 2012 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) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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