

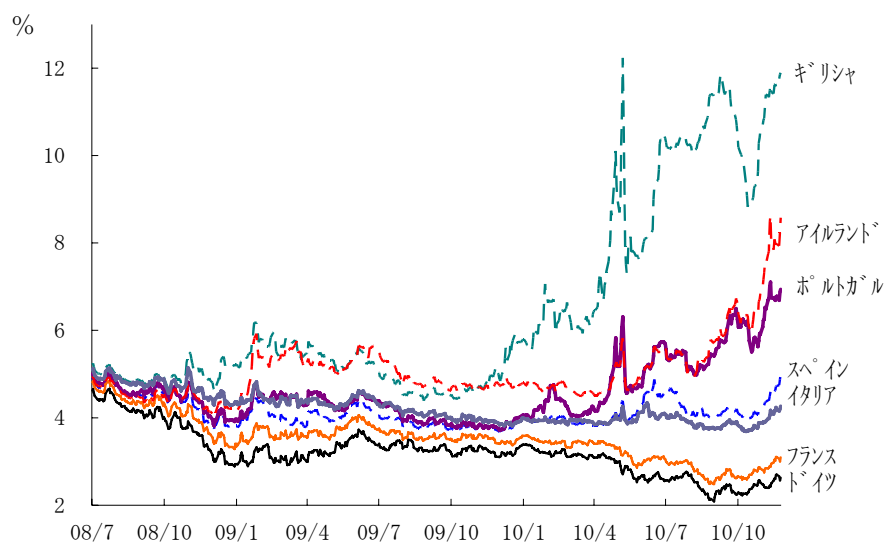
# Weekly エコノミスト・ レター

## アイルランド危機の構図

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. アイルランドがEUとIMFの支援下に入るようになった。住宅バブル崩壊で深刻な打撃を受けたアイルランドの銀行のECBの資金供給依存度は著しく高まり、ECBが進める出口戦略の障害となることが支援要請を促す圧力となったように思われる。
2. 2013年半ばの設立を目指すEUの恒久的危機管理メカニズム（欧州版IMF）における民間負担を巡る議論もユーロ圏周辺国への不安再燃の一因である。12月のEU首脳会議に向けて、再発防止策として不可欠と考える政策当局と市場の緊張は続きそうだ。
3. アイルランド問題の今後の焦点はEU・IMFの支援条件であり、金融システム健全化策の内容が注目されよう。財政面ではアイルランド政府が24日に公表した4年で150億ユーロの財政赤字削減計画は大枠としては承認されるだろう。
4. ポルトガルは、構造的低成長を打破するための構造改革、特に労働市場の改革が必要とされている。ポルトガルの銀行もECBの資金供給への依存度を高めており、金融環境や政治的背景を考えると、支援要請に追い込まれる可能性は排除できない。

ドイツ、フランス、PIIGSの10年国債利回り



(資料) Datastream

## （ 早期の支援要請を迫られたアイルランド ）

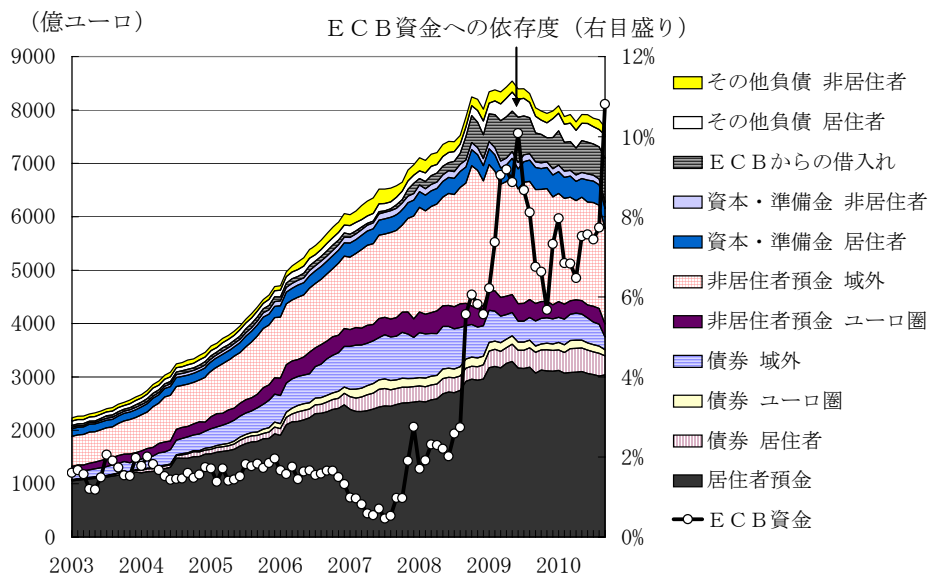
11月に入って国債利回りが急騰（表紙図表参照）、信用不安が広がったアイルランドが欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）の支援下に入るようになった。

筆者は、ベルリン（ドイツ）、ブリュッセル（ベルギー）、リスボン（ポルトガル）を経て、11月9日にダブリンを訪問し、複数のエコノミストと面談する機会を持った。その段階ではアイルランド政府は2011年半ばまでの借入れ需要と償還額をまかなうのに必要な資金は確保しているため、当面の焦点は11月中に公表する150億ユーロの財政赤字削減を目指す4カ年計画、12月7日公表の2011年度予算案であり、EUやIMFへの支援要請は、政府が市場での資金調達を再開する2011年半ばになっても信認が回復しない場合という見方で一致していた。

こうした期待を裏切る形で早期の支援要請を迫られることになった背景には、信用不安の広がり、アイルランドの銀行からの資本流出が加速、欧州中央銀行（ECB）からの資金供給依存の傾向が一段と高まったことがある。

アイルランド中央銀行が公表している国内商業銀行の統合バランスシートの統計は、最新のデータが9月であるため、アングロ・アイリッシュ銀行を巡る追加の公的資本注入の動きは反映されているが、10月に入ってからフィッチによる格下げや財政均衡化目標達成のためには従来の想定以上の2倍もの財政赤字削減措置が必要となったことなどは反映されていない。それでも、リーマン・ショック以降、アイルランドの商業銀行が非居住者預金の流出や非居住者向けの債券発行難に見舞われ、ECBからの資金供給への依存度が高まり、信用不安が再燃した9月には総資産の10.8%相当と過去のピークを更新した様子が確認できる（図表1）。

図表1 アイルランド国内商業銀行の負債・資本残高とECBからの資金調達比率



（資料）アイルランド中央銀行

## （ アイルランドの銀行のECB資金への「依存症」 ）

ECBは、ユーロ圏全体として景気が回復基調を辿る中で、非常時モードの金融緩和を継続する

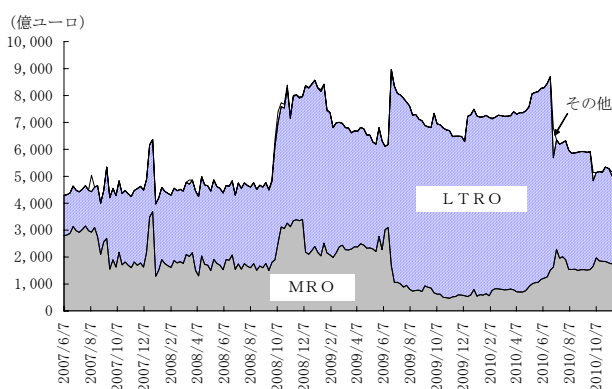
ことが新たなバブルを生むことを警戒、非標準的手段の段階的な収束を図っている。「固定金利・金額無制限」で応じてきた域内への資金供給もすでに1年物と6カ月物については打ち切っており、特に、多額の資金供給が行なわれた第1回の1年物資金供給の満期を6月に迎えたことで、ECBから域内の金融機関に対する資金供給の残高は大きく縮小し、平時の水準に戻りつつある(図表2)。12月23日には969.4億ユーロの最後の1年物オペの満期を迎え、正常化がさらに進む見通しだ。

トリシェ総裁は、11月の政策理事会後の記者会見で、次回12月の理事会では現段階で未定の2011年初以降の資金供給のスケジュールや条件などについて公表する方針を示唆している。ユーロ圏の周辺国への信用不安再燃の一方、ユーロ圏経済全体では牽引役ドイツが強さを保っていることから、12月のスタッフ経済見通しも、不確実性の高さを強調しながらも、2012年にかけての回復持続がメインシナリオとなるだろう。3カ月物の条件の見直しや、金融危機対策として導入した1カ月物の打ち切りといった出口戦略を決定する可能性がある。

こうした政策を進める上で障害となるのが、アイルランドに代表されるECB資金への「依存症銀行 (addicted banks)」の存在である。ユーロ圏全体として必要な金融政策の出口戦略を進めるにあたって、アイルランドの金融システム対策の加速が不可欠となり、アイルランドに早期の支援受け入れを促す圧力になったものと思われる。

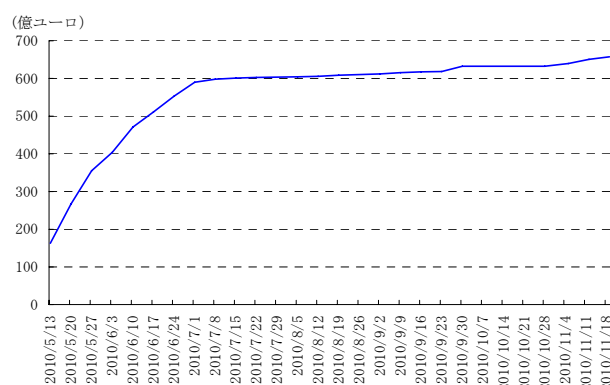
なお、ECBはギリシャ危機に対応して今年5月に国債などの買い入れを行なう証券市場プログラム(以下、SMP)を導入したが、7月以降は買い入れを絞り、10月中旬から下旬にかけては新規の買い入れを停止していた。11月に入ってから、国債市場の緊張の高まりに合わせて買い入れを再開しているが、足もと3週間の買い入れ額は累計で25億ユーロに過ぎない。ギリシャ危機の時には1週当たりの買い入れ額が100億ユーロを超えていたのに比べても、動き方は遥かに控えめであり、市場の価格形成に大きな影響を与えようとの意図は伺えない(図表3)。SMPの創設以来の累計の買い入れ額も658億ユーロと資金供給の規模に比べると限定的である。

図表2 ECBの金融政策を通じた  
資金供給残高



(注) MRO=主要リファイナンス・オペ(1週間)、  
LTRO=長期リファイナンス・オペ(1カ月以上)  
(資料) ECB

図表3 ECB証券市場プログラム(SMP)の  
買い入れ残高



(注) 残高の内訳は未公表  
(資料) ECB

## ( 民間負担の議論への反発も影響 )

アイルランドの他、ギリシャ、ポルトガルやスペインなど財政悪化が目立つ国々の信用不安がここにきて再燃した原因は、これらの国々の経済・財政事情や政権運営の厳しさといった個別の事情だけでない。10月28日～29日に開催されたEU首脳会議で、ギリシャ危機時に3年期限で創設された600億ユーロの「欧州金融安定化メカニズム(EFSM、EUの財政資金を裏付けとして調達した資金が原資)」と最大4400億ユーロの「欧州金融安定化ファシリティ(EFSF、ユーロ圏16カ国政府の保証を裏付けに発行する資金が原資)」という総額5000億ユーロの支援の枠組みに替わるものとして、2013年半ばの発足をを目指す恒久的な危機管理メカニズム(危機国に支援を行う「欧州版IMF」)の制度設計上の検討課題に民間投資家の負担が盛り込まれたことで(図表4)、市場がギリシャなど高債務国の国債のヘアカットなどを警戒し始めたことも少なからず影響を及ぼしている。

図表4 10月28日～29日のEU首脳会議における合意内容

- 過剰な財政赤字の早期是正と制裁について規定した「成長安定協定」見直し・強化
  - 政府債務残高の重視
  - 過剰な財政赤字手続きの迅速化、制裁発動手法の修正(但し、**自動的発動は見送り**)
- 民間部門の債務膨張、経常収支不均衡と競争力格差の一時的な拡大に歯止めをかけるための「マクロ経済サーベイランス」の強化
  - 各種指標からなるスコアボードによるサーベイランスの実施
  - 制裁を前提とする過剰な不均衡是正手続き導入
- ギリシャ危機対応として3年期限で創設された欧州金融安定ファシリティ(EFSF)に替わる**恒久的危機管理メカニズム(「欧州版IMF」)**の創設
  - **民間関与、IMFの役割、極めて強力なコンディショナリティーについてEU大統領と欧州委員会が検討し、12月首脳会議で議論**
- より効果的な経済ガバナンスのための機構改革
- 「限定的な」条約の修正を行なう(EU運営条約125条<救済禁止条項>は修正しない)

12日には、EU主要5カ国首脳が「新たなメカニズムの発効は2013年半ば以降であり、現状の契約に何ら影響を及ぼさない」、「EFSFでは民間関与を求めることはない」として信用不安の打消しに動いたが、国債利回りへの効果は一時的なものに留まった。この問題は12月16日～17日の首脳会議で協議することとなっており、その成り行きを見守ろうというムードは強いようだ。

筆者は、ベルリン、ブリュッセルでEUの新たなガバナンスを巡る政策当局者や研究者らの議論を聞いて、EU加盟国の間でお互いに財政を監視する「財政の規律」が働かなかったことと並んで、ユーロ参加国の信用リスクに対して過度に楽観的になり、「市場の規律」が働かなかったことが持続不可能な不均衡の拡大につながったため、危機の再発防止には民間負担をルール化しておくことが必要という意識が強いと感じた。周辺国の信用不安が根強い段階で、民間負担を巡る議論を進め

るリスクはあるが、小幅な条約の改定を経て、現在の支援の枠組みが期限切れとなる2013年半ばに新たなメカニズムを立ち上げるためには議論を進めて行かざるを得ない。

欧州委員会のレーン委員（経済・通貨問題担当）は、足もとの市場の動きは「ユーロへの挑戦」であり、「防御のためにできることはすべてやる」と述べているが、民間関与の議論を巡って政策当局と市場との緊張関係は続きそうだ。

### （ 焦点は金融システム健全化策の内容 ）

アイルランドに対する支援の内容は25日の段階では公表されていないが、今週末にも最終合意に達すると見られている。支援はEUの総額5000億ユーロの枠組みとIMFの資金、さらにイギリスやスウェーデンなどの二国間支援で構成される見通しで、総額は850億ユーロにのぼると見られている。

今後の注目点は、EU・IMFが支援にあたってどのような条件を設定するかである。ギリシャの危機は、すでに広く知られているとおり、財政統計に関わる不正も含めた放漫な財政運営が原因であったため、統計制度や監査の体制なども含めて財政に焦点が当てられた。これに対して、アイルランドの問題は、不動産バブルの崩壊で不動産価格が大幅に下落、不良債権の増大に歯止めがかからず、銀行に対する資本注入などの金融システム対策費が膨張したことが、急激な財政の悪化を招いたものである。このため、支援にあたっては金融システム健全化策の加速が条件となる見通しで、アングロ・アイリッシュ銀行に続き、アライド・アイリッシュ銀行、バンク・オブ・アイルランドも国有化される可能性が高いと見られている。

### （ 4カ年の財政赤字削減策には法人税の引き上げを盛り込まず ）

アイルランドの財政面での問題は、不動産バブルの崩壊によって露呈した不動産部門に依存した税収構造とこれに依存した歳出の膨張にあり、税収基盤の拡大と税率の引き上げ、税収の落ち込みに合わせて歳出の削減が課題となっている。

24日にアイルランド政府が公表した4年間の財政赤字削減計画は、歳出削減で100億ユーロ、増税で50億ユーロ、合計150億ユーロの赤字を削減し、全体の40%にあたる60億ユーロの赤字削減を2011年度に行なうというものだ（図表5）。

歳出削減の7割は公務員給与、社会保障支出の削減、各種補助金の見直しなどの経常歳出の削減によるもので、財政構造の改善を図ろうとしている。

増税は、好況期に拡大した所得税の控除などの抜本的な見直しによる課税ベースの拡大、付加価値税の2%引き上げ（21%→23%）、資産課税の強化などであり、12.5%の法人税率については、外国からの直接投資の誘致、輸出産業の発展という成長戦略の柱であり、期間中の見直しは行なわないという方針を貫いた。

EUの法人税率は27カ国平均で23.2%、ユーロ圏16カ国の平均では25.7%であり、アイルランドの法人税率はユーロ圏では最低水準、EU27カ国のベースでもキプロス、ブルガリアに次いで低い。EU加盟国の間では、アイルランドや中東欧が繰り広げてきた外資誘致のための法人税率の引下げ競争を「有害」と見なしてきた経緯があるため、アイルランドがEU・IMFの支援体制に入っても、低税率を維持できるのか注目されている。とは言え、税制という国家主権へ



の侵害があまりに露骨だとアイルランド国民のEUやユーロに対する反発を招き、後々に禍根を残すおそれもある。当初の段階では政府がまとめた4カ年計画の大枠を承認し、今後、2014年の財政赤字3%という目標達成のために追加措置が必要となった場合に、再度検討することになる可能性が高いように思われる。

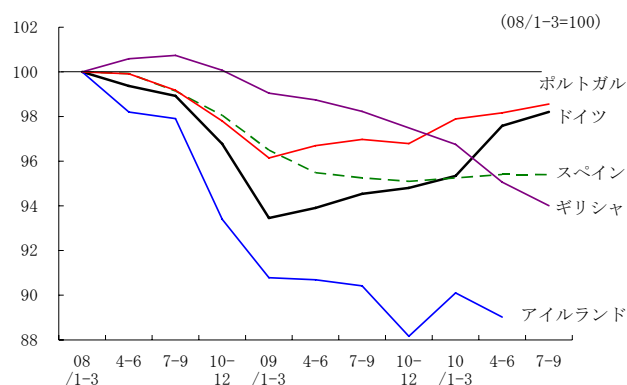
政府が公表した4カ年計画については、期間中の平均成長率2.75%で、特に痛みが大きい2011年度も1.75%の成長を見込むという楽観的な成長見通しに対する批判的な見方が強いようだ。確かに、内需、特に個人消費は雇用環境と緊縮策の両面から落ち込みが予想されるが、医薬品などの化学、ITサービスなどを主力産業としており、財・サービス輸出のGDP比率が8割を超える構造的な特徴、賃金、不動産、一般価格の下落、さらにユーロ安によって価格競争力の回復が進んでいることを踏まえると、純輸出の成長への寄与の高まりは期待できる。現実から大きくかけ離れているとまでは言えないのではないか。

図表5 アイルランドの  
4カ年の財政赤字削減計画の概要

(単位:億ドル)	2011	2012	2013	2014	
財政赤字削減額	60	36	31	31	
歳出削減					
	経常支出	21	17	16	16
	資本支出	18	4	4	4
増税	14	15	11	11	
その他	7				
	2011	2012	2013	2014	
財政赤字(対GDP比)	9.1%	7.0%	5.5%	2.8%	
政府債務残高(対GDP比)	100.0%	101.0%	102.0%	100.0%	

(資料) アイルランド財務省

図表6 ドイツとPIGSの  
実質GDP



(資料) Eurostat

### ( 構造的な低成長構造の打破が求められるポルトガル )

ユーロ圏の中で、ギリシャ、アイルランドに次いでリスクが高いと見なしているのはポルトガルである。ポルトガルは、アイルランドやスペインのような不動産バブルを経験した訳ではなく、財政運営がギリシャほどルーズだった訳ではない。金融危機による経済の落ち込みも相対的にはマイルドで、足もとでも景気は緩やかな回復過程にある(図表6)。

ポルトガル経済の最大の問題は、生産性の低さにあり、2000年代にはEUに新たに加盟した中東欧がキャッチ・アップを実現したことで、相対的な地盤沈下が進んだ。ポルトガルの低い生産性の原因について、筆者が面談したポルトガルの投資貿易振興庁(Aicep)の幹部は、「ポルトガルは長期にわたる独裁政権が崩壊した後の1986年に現在のEUに加盟したが、インフラの改善、教育システムの見直しなどにより、80年代以降に教育を受けた世代は語学やIT、経営管理などのスキルを備えている。生産性を抑制しているのはEU加盟以前に教育を受けた世代であり、時間の経過とともに世代交代が進めば改善して行く」と説明した。ただ、既得権益を保護する労働市場の規制によって労働市場が二重構造となり、若年層は不安定就業につかざるを得ないことや、それ

でも25歳以下の若年失業率が19.8%と全体の10.6%を大きく上回っていることから、ポルトガルは有能な人材を生かしきれていない面があるようだ。構造的な低成長を打破するためには構造改革、特に労働市場の改革の必要が高いと思われる。

2009年9月の総選挙後に発足した第2次ソクラテス政権は少数与党だが、最大野党の協力により、追加の緊縮策を盛り込んだ2011年度の予算案は26日にも成立する見通しで、2011年初からは公務員の賃金削減、年金凍結、付加価値税率の引き上げ(21%→23%)などが実行に移される。

ポルトガル政府も、来年春までは大規模な資金調達を必要としていないが、国外からの資金の取り入れ窓口となってきた銀行の市場での資金調達は量とコストの両面から制約を受けており、アイルランドほどではないものの、ECBの資金に依存する構造となっている。来年、1月23日に直接選挙で行われる大統領選挙では現政権への反発が表れ、小党与党の政権運営は厳しさを増す見通しだ。

今回アイルランドを支援要請に動かした金融環境や政治的背景を考えると、予想以上に早いタイミングで支援要請に追い込まれる可能性も排除できない。

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。