

Newsletter



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

2013 年中の支援プログラム卒業が見込まれるアイルランド

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山中 崇
tyamanaka@iima.or.jp

《要 旨》

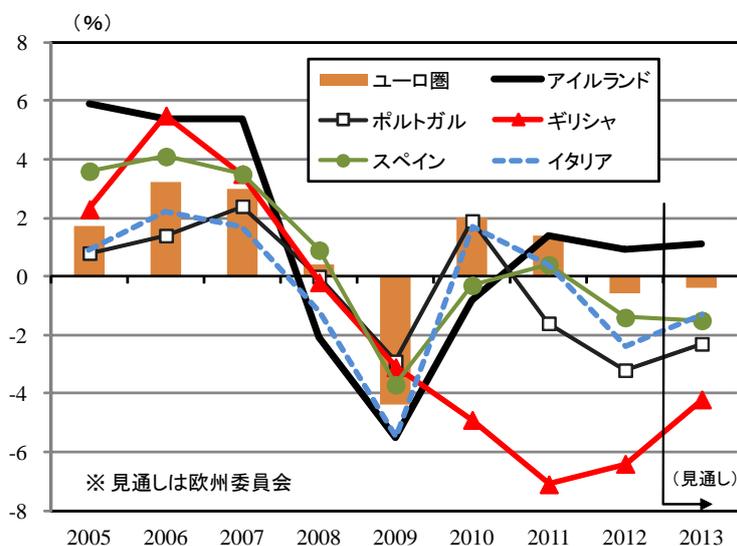
1. アイルランド経済は外需を牽引役に回復途上にあり、2013 年も 3 年連続となるプラス成長が見込まれている。内需は、不動産バブル崩壊によるバランスシート調整圧力や財政緊縮の影響で低迷が続いており、依然ダウンサイドリスクが大きい。落ち込みのペースは鈍化している。
2. EU/IMF の支援プログラムの下で各種構造調整は順調に進んでいる。経済構造改革では賃金調整により競争力が戻り対外収支が改善している。財政赤字削減も計画を上回るペースで進んでいる。銀行セクターでは、不良債権処理のスピードアップなどの課題が残るが、銀行再編、デレバレッジ、自己資本強化などが実行された。
3. 着実な財政赤字削減と経済成長によりアイルランドに対する市場のコンフィデンスが回復し、同国の資金調達環境は大きく改善している。こうした中、アイルランド政府は 2013 年 3 月、3 年 2 ヶ月振りに 10 年国債の発行に踏み切った。2013 年中には支援プログラムを卒業し、市場へ完全復帰する可能性が高まっている。
4. アイルランドの状況は改善しているが、景気の下振れや銀行部門の偶発債務発生による公的債務の増加などにより市場のコンフィデンスが失われ、アイルランドが再び資金調達不能に陥るリスクも残っている。市場のコンフィデンス改善を維持するには、当面、公的支援へのアクセスを確保することなどが必要とみられる。

1. マクロ経済環境が改善～2013年は3年連続のプラス成長見込み

アイルランド経済は回復途上にある。2012年の実質成長率は外需を牽引役に0.9%と、ユーロ圏平均(-0.6%)を上回った。2013年も1.1%（欧州委員会の見通し）と、3年連続となるプラス成長が見込まれている（図表1）。

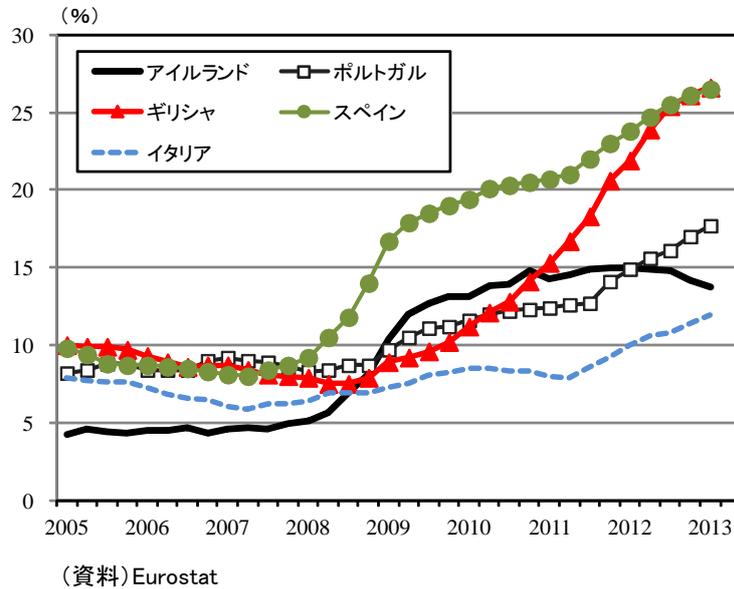
内需は、不動産バブル崩壊によるバランスシート調整圧力や財政緊縮の影響により低迷が続いており、依然ダウンサイドリスクが大きい。足元では落ち込みのペースが鈍化し、一部には底打ちの兆しもみられる。住宅価格はピークの半分まで下がった後、安定化の兆しが出ている。消費者のセンチメントも安定し、2012年後半には実質個人消費が前年水準を上回った。失業率も移民の流出などの特殊要因はあるものの2011年10-12月期の15.0%をピークに2013年1-3月期には13.7%まで低下している（図表2）。こうした中、アイルランド政府は2013年の内需の見通しを小幅上方修正している。

図表1. 実質 GDP 成長率



(資料)Eurostat

図表2. 失業率



2. 各種構造調整は順調に進展

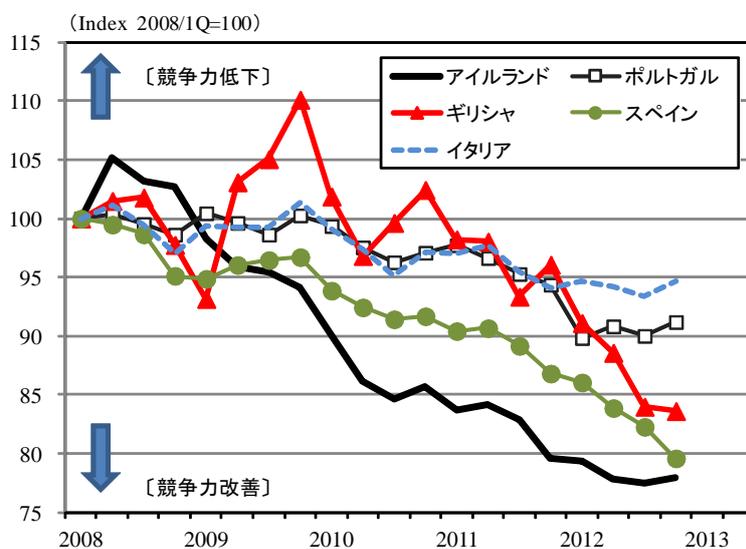
欧州連合 (EU)・国際通貨基金 (IMF) によるアイルランド支援プログラム (以下、支援プログラム) の下で義務付けられた各種構造調整は順調に進んでいる。

(1) 経済構造改革

競争力を強化し成長力を高めるための経済構造改革は着実に進んでおり、成果をあげている。いち早く賃金調整に取り組んだアイルランドでは、単位労働コストの低下によりコスト競争力が回復。欧州中央銀行 (ECB) が発表している「競争力指数 (単位労働コストベース)」は南欧諸国と比べて最も大きく改善している (図表 3)。その影響で経常収支も改善傾向にあり、2013 年は GDP 比 5% 程度の黒字が見込まれている。

このほか、失業者に早期復職を促すための失業保険給付金の引き下げ、司法や医療サービスなどこれまで保護されてきた部門における競争制限措置の除去、国民年金の支給開始年齢の段階的引き上げと新規採用公務員の年金給付水準の引き下げ、などの改革を実行している。

図表3. 競争力指数(単位労働コストベース)



(2) 財政再建

財政再建は支援プログラムの計画を上回るペースで進んでいる。2012年の財政赤字はGDP比7.6%と「過剰財政赤字是正手続き(EDP)」のターゲット(8.6%)を上回る改善となった。アイルランド政府の見通しによれば、2013年以降も赤字は着実に縮小し、2015年には2.2%と目標の3%割れを達成する見込みである(図表4)。

図表4. アイルランド政府の見通し(2013年4月発表)

	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率(%)	0.9	1.3	2.4	2.8	2.7
財政赤字(GDP比、%)	7.6	7.4	4.3	2.2	1.7
EDP目標(GDP比、%)	8.6	7.5	5.1	2.9	N.A.
公的債務比率(GDP比、%)	117.6	123.3	119.4	115.5	110.8

(資料)アイルランド財務省

アイルランド政府はこれまでに、公共部門の人員削減や賃金カット、社会福祉制度改革などの大規模な歳出削減策を行ってきた。この結果、公務員数は2008年のピークから10%減少し、公務員の平均賃金は14%減少した。一方、歳入面では2013~2014年に

予定されていた VAT（付加価値税）増税を 2012 年 1 月に前倒しし、税率を 2%引き上げた（21%→23%）。また、所得税の課税所得を 10%引き下げて課税ベースを拡大するとともに、固定資産（不動産）税を導入した。

アイルランドの財政赤字削減が着実に進んだのは、2010～2012 年の間に GDP 比で年平均 1.7%（循環要因や銀行への資本注入を除いたベース）と比較的無理のないペースで赤字削減を行った結果、経済成長との両立が可能となったためである。この点、厳しい緊縮（GDP 比、年平均 5.2%）により 2008 年以降大幅なマイナス成長が続き、歳入減から財政再建が遅れているギリシャとは対照的である。着実な財政再建と経済成長の持続は、社会の結束を維持し、政府への信頼を高め、それが市場のコンフィデンス改善を通して調達コストを下げ、財政再建をさらに確かなものにするという好循環を生み出している。

（3）金融セクター改革

金融セクターも状況は改善している。銀行再編では、危機の中心にあった 6 つの金融機関が 3 つの中核的な銀行（Allied Irish Banks、Bank of Ireland、Permanent TSB）に再編された。かつての Anglo Irish Bank と Irish Nationwide が合併し、資産回収機関として設立された Irish Bank Resolution Corporation（IBRC）は、2013 年 2 月に清算された。

銀行規模の縮小（デレバレッジ）も計画より早いペースで進んでおり、国内銀行の貸出残高は 2010 年末から 2012 年末の間に 19%減少した。アイルランドの監督当局は、中核資産（アイルランド経済への影響が大きい資産）への影響を最小限にするため、デレバレッジの目標指標を「預貸率」から「非中核資産の減少額」に変更。これにより、貸出残高の圧縮は海外資産などを中心に進んだ。

自己資本も増強された。アイルランド中銀は「金融評価プログラム（FMP）」の下で、3 つの中核的銀行に対して「健全性資本評価審査（PCAR）」を実施し、その結果、240 億ユーロ（GDP 比 15%）の追加資本が必要であることが判明した。自己資本の増強は公的資金注入や民間部門の引き受けにより成功裏に行われ、将来の損失に対するバッファができた。現在、中核的自己資本（Core Tier 1）比率は 15%超と、FMP の最低基準である 10.5%を大きく上回っている。

一方、課題も残っている。収益力強化による貸出増や不良債権処理のスピードアップなどである。不良債権処理の遅れから銀行資産の質は悪化が続いている。銀行の貸出資産の約半分を占める住宅ローンの延滞率（90 日以上）をみると、2012 年末時点で持家

物件が 16%、賃貸物件で 27%に達している。マクロ経済環境の改善を受けて不良債権増加ペースの鈍化が報告されるなど、足元では安定化の兆しもあるが、2012 年 12 月に成立した「個人破産法」により自己破産が申請しやすくなったことから、短期的には不良債権比率が一段と上昇することも見込まれる。こうした状況に対してアイルランド中銀は、住宅ローンや中小企業向け貸出のリストラに数値目標を設けるなど、不良債権処理のスピードアップを促している。

3. 市場へ完全復帰の準備が整う

マクロ経済環境の改善と着実な財政赤字の削減、さらに改革への取り組み姿勢が評価され、アイルランドに対する市場のコンフィデンスが改善している。EU や ECB の政策対応により市場心理が顕著に改善したこともあって、アイルランドの資金調達環境は 2012 年半ばから大きく改善している。

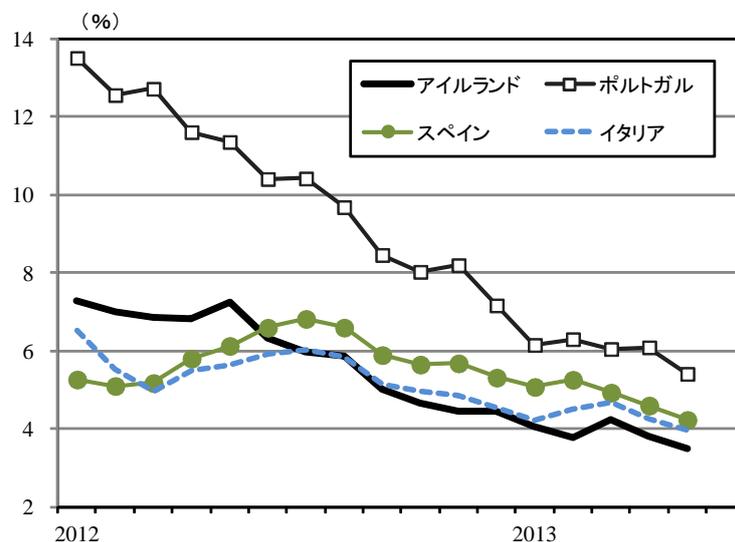
アイルランド国債（10 年）の利回りは、2012 年半ばには危機的水準とされる 7%をを超えていたが、2012 年 6 月に EU 首脳会議で銀行同盟創設が合意されると 7%を下回り、さらに同年 9 月に ECB が「国債買い入れプログラム（OMT）」の詳細を発表したのを受けて 6%を下回った。10 年国債利回りはその後も低下基調が続き、2013 年 2 月にアイルランド政府が IBRC の清算と、IBRC の資産に含まれる「約束手形（promissory note）」の平均満期延長（10 年以下→34 年）および平均金利引き下げ（8%超→3%強）を決定すると 4%を割り込んだ¹。現在では、同じ被支援国であるポルトガルやスペインを下回り、イタリアよりも低くなっている（図表 5）。

こうした中、アイルランド政府は 2013 年 3 月、3 年 2 ヶ月振りに 10 年国債の発行に踏み切った。発行額は 50 億ユーロと、旺盛な需要により当初計画（20~30 億ユーロ）を上回り、発行額の 80%以上が外国人投資家により購入された。これによりアイルランド政府の現金準備は 220~230 億ユーロに達し、支援プログラムの残存支援枠を考慮すると 2014 年までの必要資金がほぼ確保されている。アイルランド政府は、年内に定例国債入札のスケジュールを公表する予定で、これにより同国が資本市場に完全に復帰したことを内外に示すことになる。

¹ アイルランド政府は Anglo Irish Bank が経営破たんした際、総額 310 億ユーロ、平均満期 10 年（当初）、金利 8.5%の約束手形を発行して Anglo Irish Bank へ公的資金を注入した。2013 年 2 月、IBRC の清算に伴い、残存する 250 億ユーロの約束手形が長期国債と交換された。約束手形の交換による公的債務残高への影響は限定的だが、今後 10 年間の資金調達所要額が 240 億ユーロ減少することが市場に好感された。

2013年は支援プログラムの最終年（3年目）に当たるが、アイルランドは当初予定通りにプログラムを卒業することが見込まれる²。支援プログラム卒業後もアイルランドの債務の持続可能性は維持される見通しである。IMFの基本シナリオでは2015年以降2.5～2.7%の潜在成長率へ回帰することなどを前提に、基礎的財政収支（プライマリーバランス）が2014年から黒字に転じ、2015年には財政赤字のGDP比が目標の3%以下に低下することを見込んでいる。この結果、公的債務残高のGDP比も2013年の122%をピークに緩やかに下がり始め、2021年までに95%前後まで低下する見通しとなっている。

図表5. 10年国債利回り



(資料)データストリーム

4. スペインとの比較

以下では、アイルランドの状況を、アイルランドに次ぐ大きな不動産バブルの崩壊を経験し、EU/IMFから金融セクター救済の支援を受けているスペインと比較する。

² 支援プログラムの第10回四半期レビュー（2013年4月23日～5月2日）において、IMFスタッフとアイルランド当局の間でプログラムからの脱却について議論されたことが、IMFにより明らかにされている。

(1) 構造調整の実績

経済構造改革ではアイルランドがスペインより一歩先んじている。アイルランドは EU/IMF の支援を受ける前から改革に取り組んでおり、その姿勢は市場から高く評価されている。このため、同じ被支援国のギリシャやポルトガルと比べて、支援プログラムの条件に含まれる構造調整に関する項目が少なくなっている。一方、スペインも構造改革を着実に進めてはいるものの、他の南欧諸国同様、労働市場が硬直的で、「労働市場の二重性（解雇規制が厳格な正規雇用と、労働契約の大幅な規制緩和が行われた一時雇用）」などへの対応が遅れており、これが若年層を中心とした高失業率につながっている。

財政再建でもアイルランドが先行している。アイルランドはこれまで計画を上回るペースで赤字を削減してきたが、スペインは目標未達により計画が何度も修正されてきた。2013 年 4 月にスペイン政府が発表した新経済計画でも、財政赤字削減目標が緩和されている。

さらに、金融セクター改革も同様である。スペインにおいても政府管理下にある銀行に対する総額 388 億ユーロの公的資金注入により銀行の自己資本増強が行われているが、Core Tier 1 比率は 10%弱（規制上の最低基準は 9%）と、アイルランドに比べると見劣りする。また、不良債権処理関連でも、スペインでは個人の自己破産に係る法整備などがアイルランドに比べて遅れている。

(2) マクロ経済情勢

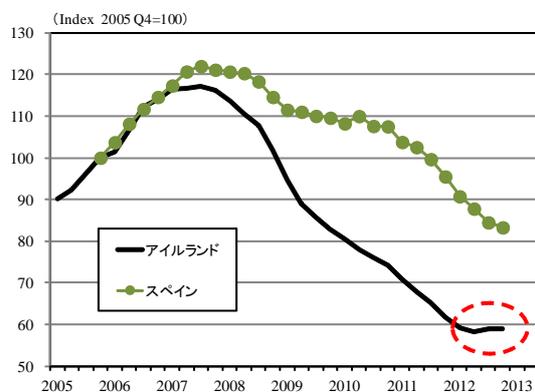
マクロ経済情勢もアイルランドが勝っている。上記のようにアイルランド経済は外需を牽引役に 3 年連続のプラス成長が見込まれている。これまでのところ、アイルランドの輸出比率が GDP 比 108%と高い（ユーロ圏平均：45%）ことが有利に働いている。スペインも競争力の回復（前掲、図表 3）で輸出は回復基調にあるが、輸出比率（32%）の違いからアイルランドほど成長率への寄与度は大きくない。最近、スペイン政府は 2013 年の成長率見通しを下方修正（-0.5%→-1.3%）し、2 年連続のマイナス成長を見込んでいる。

バブル崩壊後の住宅市場の調整もアイルランドが先行している。アイルランドの住宅価格はピークである 2007 年の半分に下落している。所得に対する比率でも長期平均を下回っており、調整がかなり進んでいることが窺われる。このため、足元では住宅価格に安定化の兆しが出ている（図表 6、7）。スペインも住宅価格は同じくピークの 2007

年から3割強下がっているが、所得対比では長期平均をまだ上回っており、調整余地が残っている（同、図表6、7）。このため、アイルランドでは今後、調整圧力が徐々に和らぐことが期待される一方、スペインではしばらく厳しい状況が続くことが避けられない情勢である。

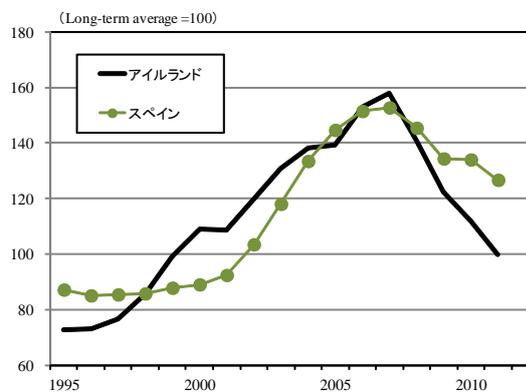
以上のような状況を反映して、失業率はアイルランドでピークアウトの兆しが出ているのに対して、スペインではもう一段の上昇が懸念される（前掲、図表2）。

図表6. 住宅価格



(資料)Eurostat

図表7. 住宅価格(所得比)



(資料)OECD

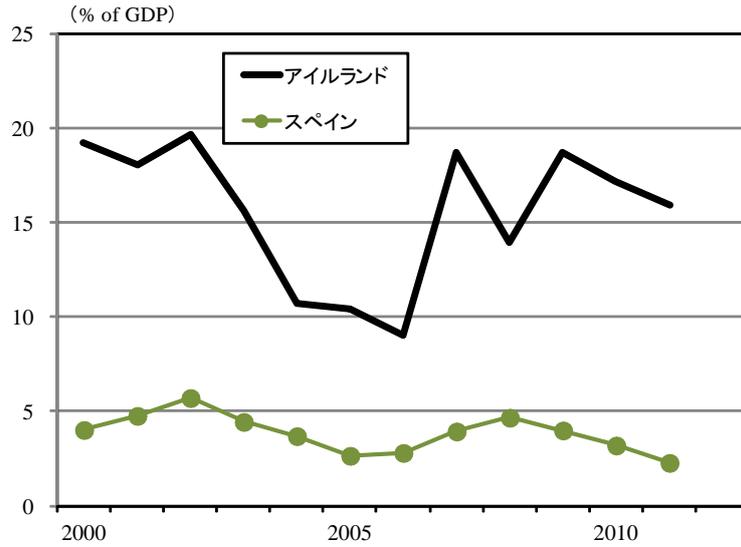
(3) 長期的な成長力

危機前のアイルランド経済は、その高い成長力が国際的に評価されていた。1990年代後半以降、EU市場統合やグローバル化を追い風に高成長を続け「ケルトの虎」と呼ばれた。豊富で質が高く英語能力を持つ労働力を有し、低い法人税率や通信などのインフラ整備を通じて積極的に外資を誘致し、医療機器、科学などハイテク分野へ産業の中心がシフトした。さらに2000年代に入ると世界的なオフショアリングの流れを利用してコールセンター業務を誘致し国際金融サービスセンターを創設するなど、金融・ビジネスサービス産業へのシフトも進んだ。また、柔軟な労働市場や効率的な税制など、南欧諸国に比べてビジネスフレンドリーな環境を背景に、相対的に高いパフォーマンスをあげていた。

その後、ユーロの信認に支えられて銀行セクターが身の丈を超えた巨額の資金を調達し、不動産市場に投じたことからバブルが発生。バブル崩壊により銀行危機、経済危機に陥ってEU/IMFから支援を受けるに至ったが、12.5%の低い法人税率が維持されるなど、アイルランドの強みは危機後も維持されている。例えば、対内直接投資は危機後も

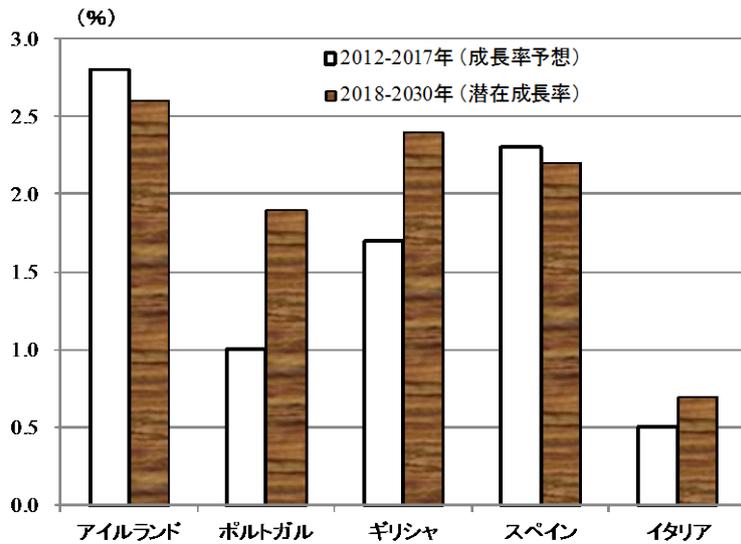
GDP 比 2 桁の水準を維持しており、投資を引き付ける能力は今も健在である (図表 8)。こうしたことから、アイルランド経済は長期的に見てもスペインなど南欧諸国と比べて相対的に高い成長力を有しているとみられる (図表 9)。

図表 8. 対内直接投資 (3 年移動平均)



(資料) Eurostat

図表 9. 長期成長率見通し (OECD)

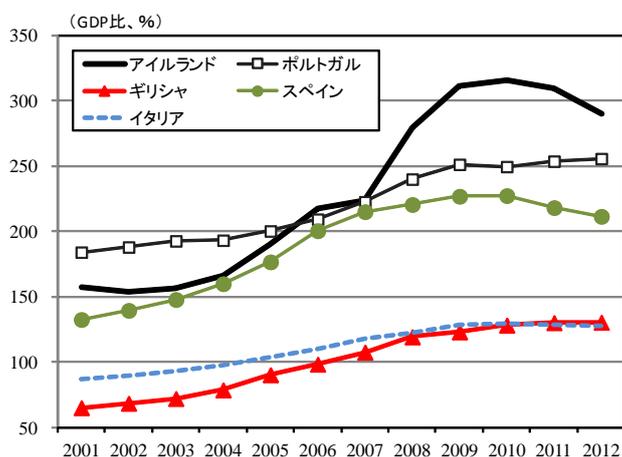


(資料) OECD

(4) 債務水準

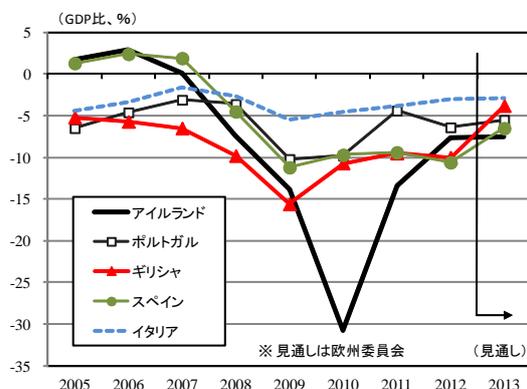
一方、アイルランドの弱点は高い債務水準である。先進国の中で最も激しいバブルとその崩壊を経験した結果、アイルランドの債務残高は未曾有の水準に膨らんだ。民間債務残高のGDP比は危機前の2倍に拡大し、現在もユーロ圏で最高水準にある(図表10)。公的債務についても然りである。フロー(財政赤字)の調整は順調に進んでいるが、ストック(公的債務残高)ではGDP比120%前後と危機前の5倍近くに拡大している(図表11、12)。スペインも公的債務残高は大きく増加したが、GDP比は同90%程度と危機前の2倍強に止まっている(図表12)。アイルランドの公的債務増加の度合いは南欧諸国と比べても突出している。

図表10. 民間債務残高



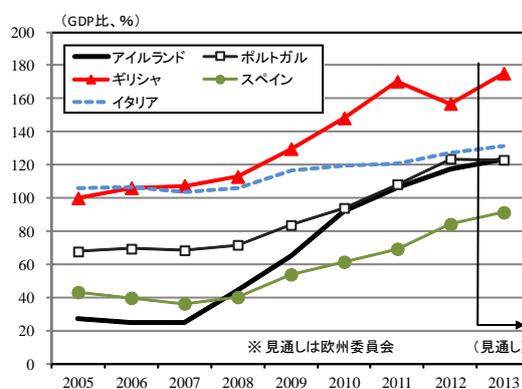
(資料)Eurostat

図表11. 財政収支



(資料)Eurostat

図表12. 公的債務残高



(資料)Eurostat

5. リスクと注目点

これまでみてきたように、アイルランドは 2013 年中に支援プログラムを卒業し、市場へ完全復帰することが見込まれる。しかし、債務水準の高さなどから債務の持続可能性には未だ不確実性が強い。下記のような要因をきっかけに市場のコンフィデンスが失われ、アイルランドが再び資金調達不能に陥るリスクも残っている。

① 成長率見通しの下振れ

回復途上にあるアイルランド経済だが、中短期の成長率見通しには不透明感が残る。内需はバブル崩壊の調整圧力が残るため、景気の牽引役はしばらく期待できない。このため、アイルランド経済は当面、主要貿易相手国の景気に左右されやすい状況が続く。この点、アイルランドの輸出先をみると、先進国のシェアが 90%と圧倒的に高く、ユーロ圏、英、米で全体の約 4 分の 3 を占める。これらはいずれも財政調整圧力にさらされているため、これらの国・地域の景気が下振れることによりアイルランドの輸出が大きく制約を受ける可能性がある（最近、経済成長に配慮して財政緊縮のペースを緩和する動きが出ていることは、アイルランドにとってプラスである）。また、輸出には特殊要因もある。アイルランドの財輸出の 4 分の 1 を占める医薬品は 2012 年から 2013 年前半にかけて多くの特許切れを迎える（「特許の崖」：patent cliff）。この影響で医薬品の輸出、生産に大きな影響が出る懸念もある。こうして成長率が下振れた場合、それが短期に止まれば影響は限定的だが、長引くと債務の持続可能性が不安定化する。IMF は、長期成長率予想がベース見通しから 0.5% 下振れると、公的債務の GDP 比率は 2013～2016 年に毎年 3% ずつ押し上げられ、2021 年までに 150% へ上昇すると予想している。

② 銀行部門の偶発債務による公的債務増

景気の下振れは、銀行の資産の質を劣化させ、偶発債務の発生などで公的債務を一段と増加させることによっても債務の持続可能性を不安定化させる。現状は、自己資本のバッファーが厚いこと、足元の資産の質の悪化ペースがストレステストの最悪シナリオの範囲内におさまっていること、明示的な政府保証が縮小傾向にあること³などから、銀行セクターに対する公的資本の追加注入はないというのが大方の見方である。しかし、海外景気の下振れなどによる予想を上回る銀行の損失発生やバーゼルⅢの導入などで

³ 2010 年末に導入された、アイルランド政府が銀行債務を保証する「適格債務保証（ELG）制度」が 2013 年 3 月で打ち切りとなった。

自己資本が不足し、再び公的資金注入が必要になるリスクがあることは否定できない。このリスクを低減するには銀行と国家財政の関係を断ち切る必要がある。ドイツなどの反対が強く、現状ではその可能性は低い。欧州安定メカニズム (ESM) によるアイルランドの銀行への直接的な資本注入が、過去の公的資金注入に対する一部遡及適用も含めて認められれば、アイルランドの債務の持続可能性は大きく高まろう。

こうした中、アイルランドに対する市場のコンフィデンス改善をしっかりと維持するには、支援プログラムを卒業した後も、当面、保険として公的支援へのアクセスを確保することが重要であるとみられる。その一つの手段として、アイルランド政府がOMTの適用国になるために、条件である「予防的プログラム⁴」への移行を選択する可能性もあり、今後の対応が注目される。

以 上

(主要参考文献)

Central Bank of Ireland, “Macro-Financial Review 2013: I” , May 2013

European Commission, “EUROPEAN ECONOMY Economic Adjustment Programme for Ireland Winter 2012 Review” , April 2013

IIF, “Ireland: Market Access Restored” , March 15, 2013

IMF, “IRELAND Ninth Review under the Extended Arrangement” , April 2013

IMF, “SPAIN: Financial Sector Reform - Second Progress Report” , March 2013

Ireland Department of Finance, “Irish Stability Programme April 2013 Update” , April 2013

OECD, “Economic Outlook” , Volume 2012/1

OECD, “Economic Surveys IRELAND” , October 2011

⁴ 市場での資金調達に窮する前に信用枠を設定することにより財政危機を回避するための支援プログラム。対象国にはコンディショナリティー（条件）が課される。信用枠の設定規模は GDP 比 2～10%。設定期間は 1 年とされている。

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 2013 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>