

Newsletter



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

ユーロ圏周縁国の経済動向

～アイルランドはソブリン債務危機を脱したと評価できるか～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- 2013年12月にトロイカ支援¹から卒業したアイルランドは、卒業から1年が過ぎ、おおむね順調な回復を続けてきた。
- その他被支援国の債務問題も、個別にみれば問題は残るが、各国の財政再建は着実に進展してきた。スペイン、ポルトガルもアイルランドに続いて、支援から卒業を果たし、市場での資金調達に復帰した。
- 債務問題国各国のマクロ経済不均衡はマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）スコアボードでみると、おおむね改善がみられる。しかし、低成長と低インフレが不均衡の調整を困難なものとしていると指摘されている。
- 2014年10月に公表されたECBの包括査定の結果、アイルランドの銀行で不合格となったのは、Permanent tsb plcのみ。ただし他の4行もいずれも不良債権比率は10%を超えており、ストレステストは合格となったとはいえ、金融セクターの脆弱性については依然として懸念が残る。
- 今後のシナリオ：アイルランドは主要貿易相手国である米国、英国の景気回復を背景に2015-2016年にかけて順調な回復過程をたどる見込み。もう一つの重要な貿易相手であるユーロ圏の景気低迷長期化がリスク要因。ギリシャ新政権とEUとの交渉

¹ 欧州連合（EU）、欧州中央銀行（ECB）、国際通貨基金（IMF）の三者による協調支援。

の進展次第では、ユーロ金融市場が再び動揺するリスクも否定できない。しかし、ユーロ債務国危機を通じて、さまざまな制度上のセーフティネットも拡充されてきており、アイルランドに与える影響は限定的とみられる。

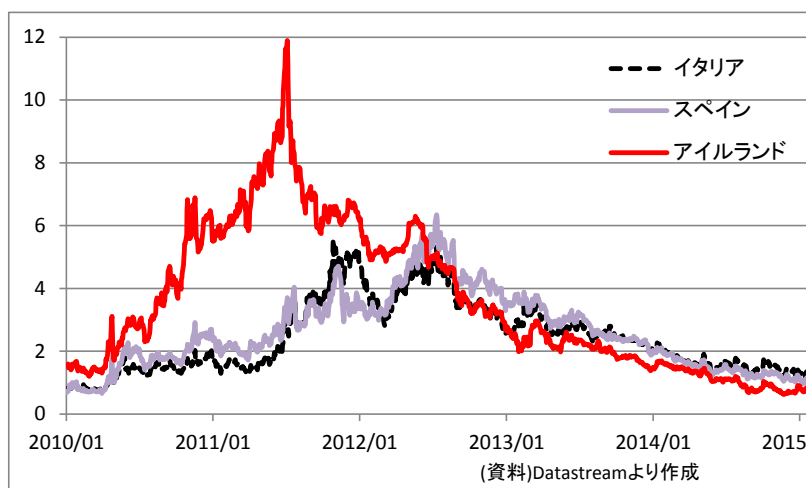
<本文>

1. アイルランド経済の現状

アイルランドは2013年12月にトロイカ支援から卒業し、支援プログラムの卒業成功例第1号となった。卒業に際し、事前に検討されていた欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）の予防的信用枠の設定要請も行われなかった。

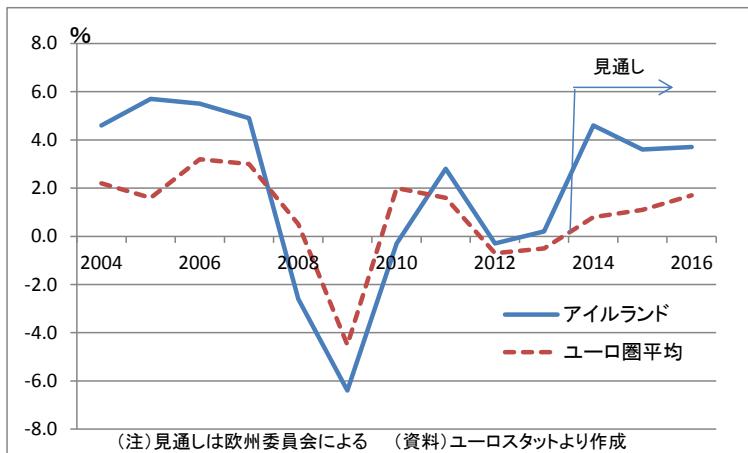
ソブリンリスクの代表的指標であるドイツ国債とのスプレッドも順調に縮小してきた。

図表1：ドイツ国債との利回りスプレッド(10年物国債)



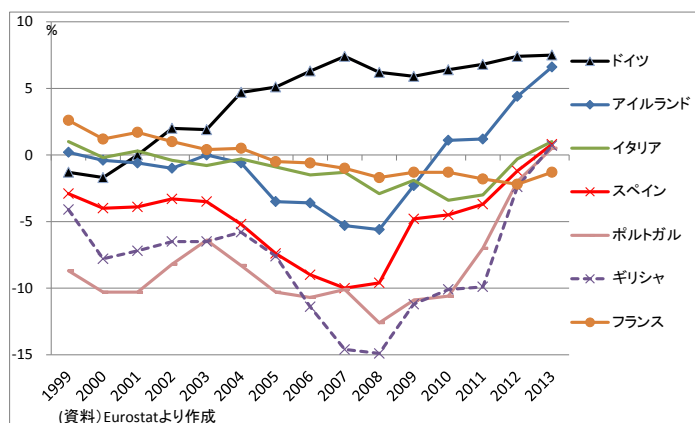
2014年第1四半期のGDP成長率は前年比4.2%とユーロ圏のなかでもトップ。2012年から2013年には医薬品特許の期限切れ問題の影響で、実質GDP成長率が押し下げられたが、2014年にはその影響は逡減したとみられている。景気のけん引役は引き続き、輸出と投資となっている。

図表 2：アイルランドの実質 GDP 成長率



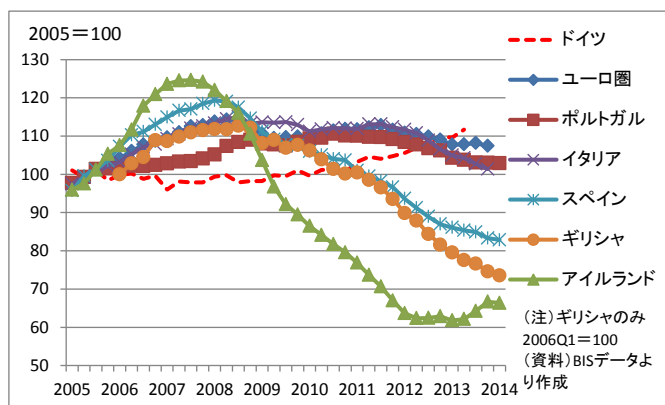
競争力回復に伴い、経常収支黒字は GDP 比でドイツに迫る水準になっている。

図表 3：ユーロ圏各国の経常収支 (GDP 比)



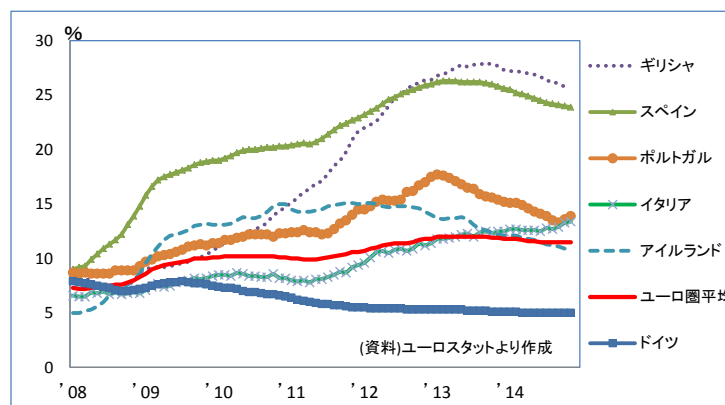
不動産価格も下げ止まり、緩やかながら回復に向かっている。

図表 4:ユーロ圏各国の住宅価格の推移



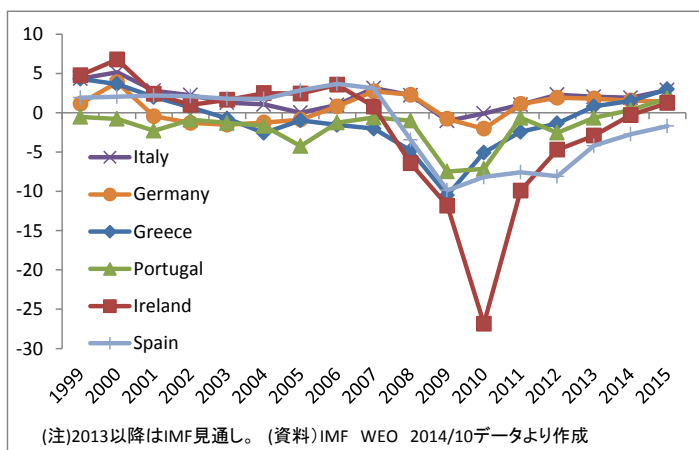
失業率は2011年には15.1%にも達したが、景気回復に伴い順調に低下してきた。2014年12月時点で10.5%と、依然として2ケタだが、ユーロ圏の平均11.4%を下回るに至っている。

図表5：ユーロ圏各国の失業率

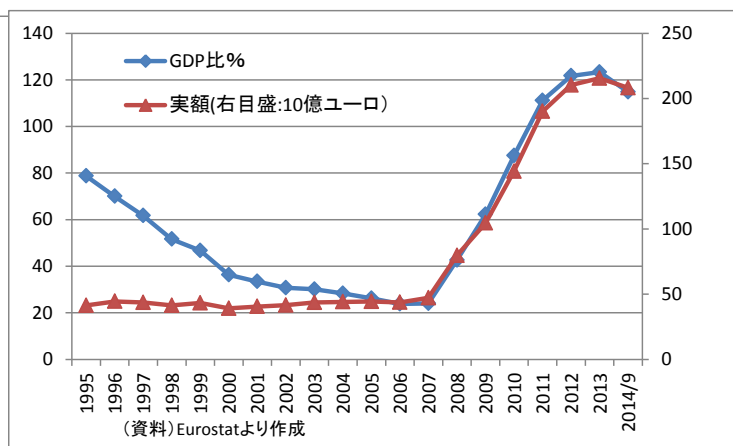


財政面では、プライマリーバランスは急速に改善した。こうした財政収支の改善を反映し、政府債務残高も順調に減少し、GDP比では2014年9月末で114.8%となった。GDP比を2013年9月末と比較すると9.4%ポイント縮小とEUのなかで最も過去1年間の縮小幅が大きかった。

図表6：ユーロ圏諸国のプライマリーバランス (GDP比%)



図表7:アイルランドの政府債務



こうした成長回復、財政改善を背景に、2014年8月にフィッチ・レーティングス、12月にスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) がそれぞれ格付けを上方修正した。

図表 8：被支援国のソブリン格付け 2015/2 現在

	ムーディーズ		S&P		フィッチ	
	格付け	見通し	格付け	見通し	格付け	見通し
アイルランド	Baa1	Stable	A	Stable	A-	Stable
スペイン	Baa2	Positive	BBB	Stable	BBB+	Stable
ポルトガル	Baa1	Stable	BB	Stable	BB+	Positive
キプロス	B3	Stable	B+	Stable	B-	Stable
ギリシャ	Caal	Negative⁴	B-²	Negative²	B	Negative³

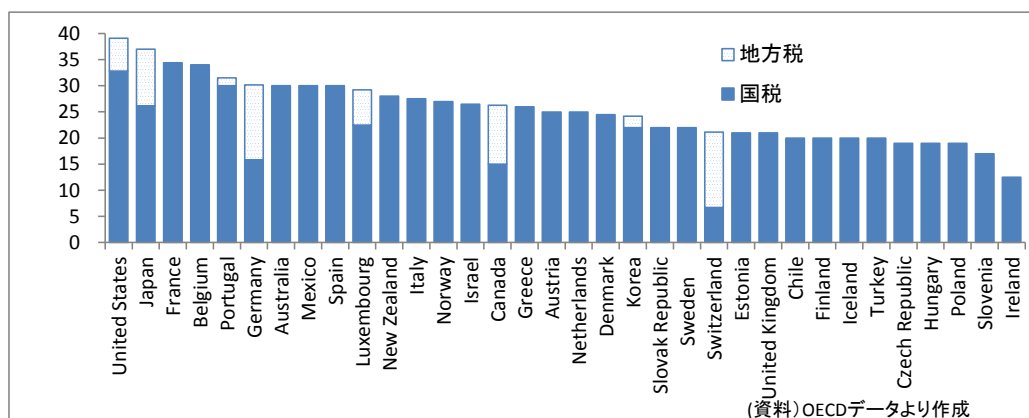
(注)1.赤字は半年前から上方に変更されたもの。青字は下方に見直しされたもの。 2.2015/2/5格下げ。見通しは格下げ方向。 3.2015/1格下げ方向で見直し。4.2015/2/6格下げ方向で見直し。(資料)各種報道、各社HPより作成

税制変更の影響

2014年6月欧州委員会は、米アップル社に対するアイルランドの移転価格税制による課税が「国家援助」にあたり、EU条約違反である可能性を指摘、詳細調査に入ることを発表した。9月にはアイルランドに対する欧州委員会の書簡が公表され、アイルランドの移転価格税制は条約違反との見解が示された。アイルランド政府は10月に公表された2015年度の税制改正のなかで、この措置について、2015年1月をもって新たな企業への適用を廃止、制度そのものも2020年に廃止することを決定した。

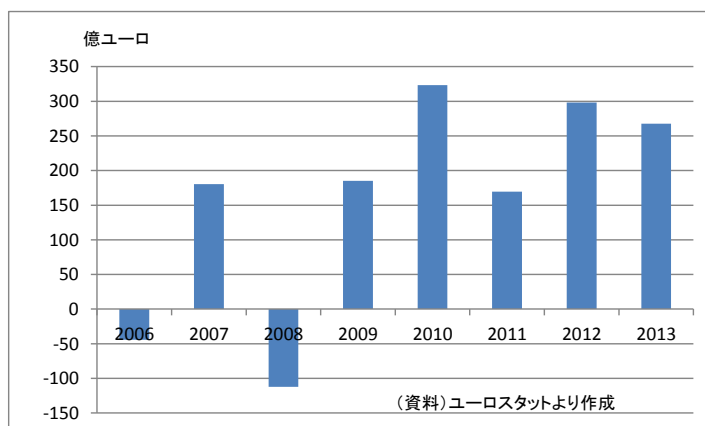
税制特例措置は廃止されたが、アイルランドの法人実効税率は12.5%と経済協力開発機構(OECD)諸国のなかでも最低水準であり、投資先としてのアイルランドの優位性は揺るがないとみられる。

図表 9：法人実効税率の国際比較



トロイカ支援を受けている間でも対内直接投資フローは衰えず、魅力的な投資先としてのアイルランドの位置づけは変わっていない。

図表 10：対内直接投資の推移

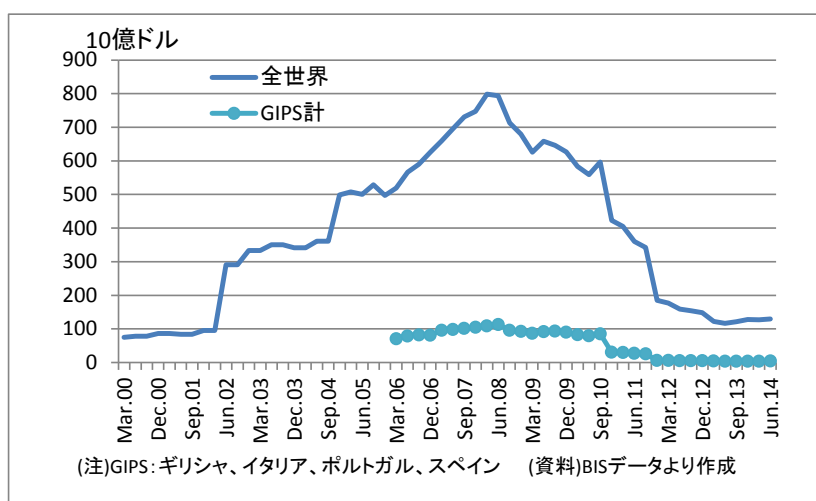


金融セクターの動向

アイルランドは2007-2008年のバブル崩壊により、金融セクターのバランスシートが大きく毀損し、金融セクター救済が財政悪化の主要因となった。

国際決済銀行（BIS）統計により、アイルランドの銀行の対外債権をみると、危機前に大きく拡大し、その後急速に縮小した姿がみてとれる。足下では2000年代初頭の水準まで縮小している。相手先別にみると、最も大きく縮小したのが、英国であり、米国、ドイツ向け債権も大きく縮小した。ギリシャ、ポルトガルなど問題国向けの債権も大きく減少した。国内の不動産バブル崩壊に伴い不良債権をかかえたアイルランドの銀行が、資本の制約もあって、海外事業を縮小せざるをえなかったものとみられる。

図表 11：アイルランドの銀行の対外債権



アイルランドの銀行のうち 2014 年 10 月に結果が公表された ECB 包括査定で資本不足となったのは、調査対象 5 行のうち Permanent tsb plc.1 行のみであった。同行について、アドバースシナリオでの必要資本額は 8.55 億ユーロとされた。ECB の発表を受けて同行は、「ストレステストは 2013 年末時点のデータをもとにしたもの。ECB の指摘した資本不足の 8 割にはすでに対応済。また現在新たな資本調達を計画中」と公表した。

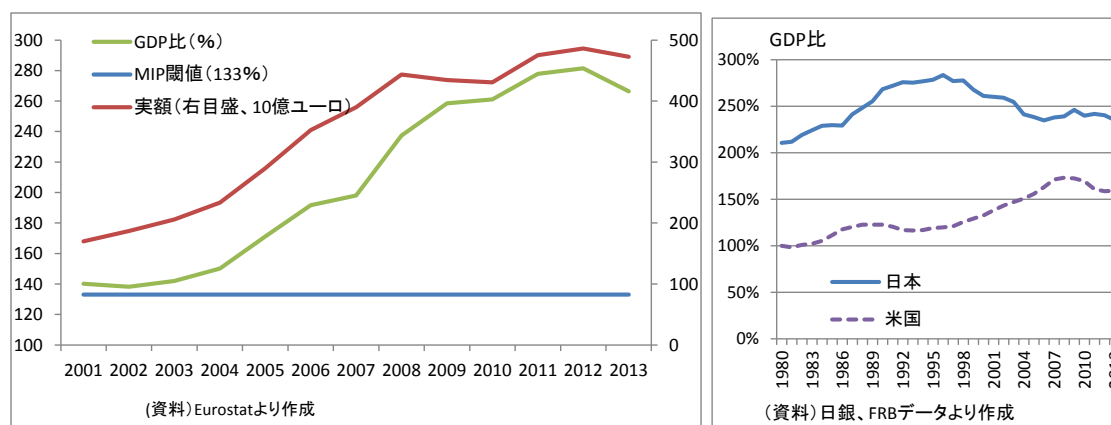
ECB のストレステスト結果で見る限り、Permanent tsb plc.以外の銀行はアドバースシナリオの下でも 5.5%以上の自己資本比率を維持している。ただし、対象行のうち Merrill Lynch International を除く 4 行は不良債権比率が 10%を超えており、依然として経営基盤は脆弱である（図表 12）。

図表 12：ECB によるアイルランドの銀行の包括査定結果

	総資産 (百万ユーロ)	自己資本比率				必要資本額 (百万ユーロ)	不良債権比率
		2013末	AQR	ベースライン	アドバースシナリオ		
Merrill Lynch International Bank Limited	294,676	15.2%	14.9%	10.9%	9.5%	0	2.6%
○The Governor and Company of the Bank of Ireland	120,218	12.4%	11.8%	12.4%	9.3%	0	14.2%
○Allied Irish Banks plc	117,734	15.0%	14.6%	14.3%	10.3%	0	22.3%
Permanent tsb plc.	37,203	13.1%	12.8%	8.8%	1.0%	855	17.9%
Ulster Bank Ireland Limited	35,373	11.6%	11.6%	10.0%	6.2%	0	39.6%

(注)○印は2014年1月以前にリストラ計画が欧州委員会に承認済み (資料)欧州中央銀行資料より作成

図表 13：アイルランドの民間部門債務残高と日米のケース



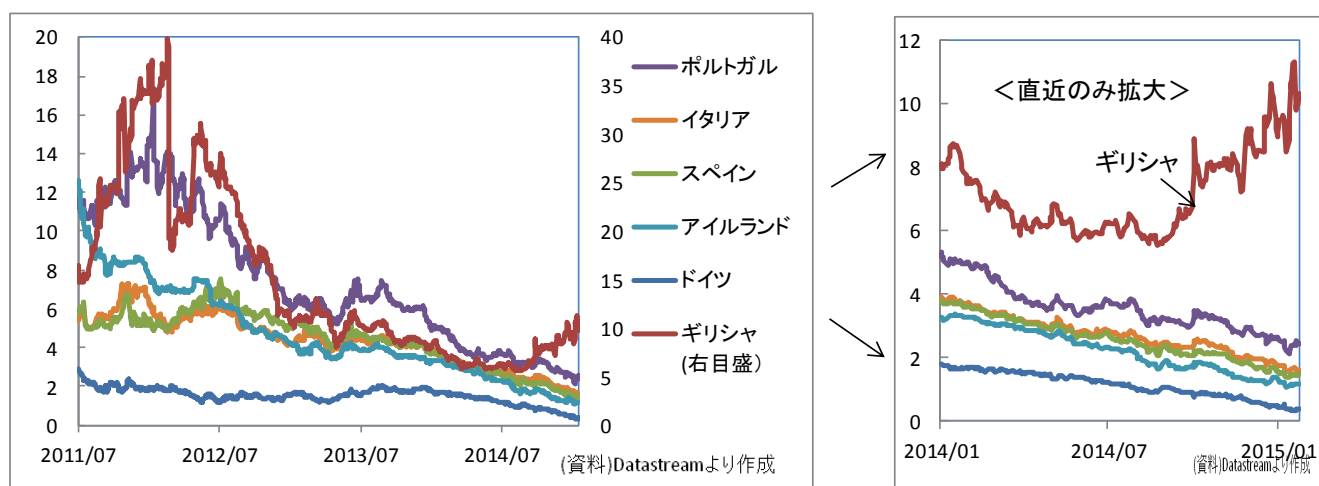
またアイルランドの国内民間債務は経済規模に比較して大きい。これは、国内不動産市場のバブルを反映したものとみることができよう。バブル崩壊に伴い、近年国内民間債務の GDP 比率は低下を示してはいるものの、欧州委員会がマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）で閾値としている 133%を大きく上回っている（図表 13）。閾値はあくまで目安であり、各国の経済構造の違いを考慮する必要はあるが（金融立国であるルクセ

ンブルグ、オランダなどの小国ではこの数値は高く、アイルランドも同様の位置づけとみられる)、調整の余地があることは事実であり、金融セクターに依然として懸念は残る。もっとも、不動産価格がすでに下げ止まり、回復に向かっていることからみて、日本のバブル崩壊後ほど長期にわたる調整が必要とは考えがたい(図表 13 右図)。

2. その他のユーロ圏周縁債務国の動向

足下では、ユーロ圏の政府債務問題国の 10 年物国債利回りは、ギリシャを除くと、市場参加者が財政の持続可能な水準の目安とみなす 7%を下回るに至っている。ギリシャについては政局不安から債務問題を巡る懸念が再燃し、ギリシャの国債利回りは上昇(国債価格は下落)している(図表 14)。

図表 14 : ユーロ圏各国国債利回り(10 年債)



アイルランドに続き、スペインは 2014 年 1 月に、ポルトガルも 2014 年 6 月にそれぞれトロイカ支援から卒業した。両国とも ESM による予防的信用枠の設定も見送られた。

スペインでは依然として高失業が続くものの、輸出の好調、消費の持ち直しなどから 2014 年第 1 四半期に 0.7%と 10 四半期ぶりにプラス成長となり、第 2 四半期も 1.1%とプラス成長を維持、景気回復過程に入っている。

ポルトガルは 2013 年第 4 四半期に 12 四半期ぶりにプラス成長に復帰したが、2014 年第 1 四半期はゼロ成長にとどまった。

ギリシャは 24 四半期マイナス成長が続いているが、マイナス幅はようやく縮小してきた。

各国とも構造改革は着実に進展、プライマリーバランス、経常収支は改善が続いている。2015 年 1 月ポルトガルは IMF からの融資を低金利環境に乗じて前倒しで返済する

方針を明らかにした。

各国の構造改革の進展を反映し、ポルトガル、ギリシャの格付けも上方に見直されてきた（図表 8）。なお、ギリシャについては、2014 年末からの政局不安を反映し、2015 年 1 月 S&P とフィッチはギリシャの格付けを引き下げ方向で見直す発表、その後 2 月 6 日には S&P が B- に格下げし、引き続き格下げ方向でウォッチとした。

マクロ経済不均衡

各国マクロ経済の不均衡をみるために、2014 年 11 月に公表された EU のマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）スコアボードを、2013 年に公表されたものと比較すると、債務問題国全体として、対外面ではおおむね改善がみられるが、国内面ではさらに悪化した項目もある。これらの国々がユーロ導入国であるために、為替相場の切り下げという手段をとりえなかったことから、内需を抑制し、賃金を下げることで、言わば国内経済を犠牲にして対外不均衡の是正をせざるをえなかったことが窺える。欧州委員会は、ユーロ圏全体としての低成長と低インフレが不均衡の調整を困難なものとしていると指摘している。

図表 15：各国のマクロ経済不均衡

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3年 平均)	ネット対外 投資ポジション (GDP比)	実質実効相 場(3年間の 変化率)	輸出市場 シェア(5年 間の変化率)	ユニット・レ バー・コスト (3年間の 変化率)	住宅価格変 化率(消費デ フレーターで実 質化)	民間部門の クレジット(フ ロー：GDP 比)	民間部門の 債務(GDP 比)	一般政府債 務(GDP比)	失業率(3年 平均)	金融部門の 負債伸び 率%
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	133%	60%	10%	16.5%
アイルランド	2.3	-112	-12.2	-16.3	-10.4	-11.7	-1.6	306.4	117.4	14.4	-0.7
ギリシャ	-7.5	-108.8	-4.5	-26.7	-8.1	-12.4	-6.8	129.1	156.9	18.2	-3.4
スペイン	-3.1	-93.2	-5.2	-14.6	-5.6	-16.9	-10.5	194.4	86	22.3	3.3
イタリア	-2.3	-24.7	-6.2	-23.8	3.1	5.4	-1	126.4	127	9.2	7.1
キプロス	-6.7	-82.4	-5.8	-26.6	0.8	-2.2	10	299.2	86.6	8.7	-1.9
ポルトガル	-6.5	-115.4	-4	-16	-5.3	8.6	-5.4	223.7	124.1	13.6	-3.6

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3 年平均)	ネット対外 投資ポジ ション (GDP比)	実質実効相 場(3年間の 変化率)	輸出市場 シェア(5年 間の変化率)	ユニット・ レバー・ コスト(3年 間の変化 率)	住宅価格変 化率(消費 デフレーター で実質化)	民間部門の クレジット (フロー： GDP比)	民間部門の 債務(GDP 比)	一般政府債 務(GDP比)	失業率(3年 平均)	金融部門の 負債伸び 率%
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%
アイルランド	1.1	-104.9	-3.9	-4.9	1.3	0.3	-5.7	266.3	123.3	14.2	1.0
ギリシャ	-3.9	-121.1	-4.4	-27.3	-10.3	-9.3	-1.1	135.6	174.9	23.3	-16.3
スペイン	-0.7	-92.6	-0.4	-7.1	-4.6	-9.9	-10.7	172.2	92.1	24.1	-10.2
イタリア	-0.9	-30.7	0.0	-18.4	4.1	-6.9	-3.0	118.8	127.9	10.4	-0.7
キプロス	-4.0	-156.8	-0.8	-27.2	-5.9	-5.5	-11.2	344.8	102.2	11.9	-19.5
ポルトガル	-2.5	-116.2	-0.6	-5.3	-3.0	-2.5	-2.4	202.8	128.0	15.0	-5.3

(注) 閾値の上段：ユーロ国、下段：非ユーロ国。網掛けは閾値を超えるもの。

(資料) 欧州委員会資料より作成

なお、すでに 2013 年時点で「過度の不均衡」が指摘されていたイタリアについては、不均衡が縮小に向かっているか、適切な対策がとられているかについての詳細レビューが行われる予定である。「不均衡」が指摘されていたアイルランド、スペインについては、不均衡が持続した場合のリスクを評価する詳細レビューが行われる予定になっている。

3. 欧州委員会による冬季経済見通し

2015 年 2 月に公表された欧州委員会見通しではユーロ圏全体として 2015-2016 年にかけて、徐々に成長が加速してゆく姿が想定されている。2015 年は 2007 年以来初めて EU 加盟国すべてについてプラス成長が見込まれている。こうしたなかでアイルランドについては、前回よりも 2015、2016 年について見通しが若干下方修正されたが、2014 年は 4.8%、2015 年 3.5%、2016 年 3.6%と、各年について EU トップの高成長が期待されている。

2014 年にギリシャは 7 年ぶり、ポルトガルは 4 年ぶり、スペインは 3 年ぶりのプラス成長となった見込みである。イタリアは 2014 年もマイナス成長のあと、2015 年によろやくプラス成長に復帰する見通しとなっている。

図表 16：欧州委員会による各国の経済成長率見通し

	実績平均				見通し			前回(秋季)比	
	1995-99	2000-04	2005-09	2010-13	2014	2015	2016	2015	2016
ユーロ圏	2.5	1.9	0.7	0.6	0.8	1.3	1.9	↑	↑
アイルランド	9.7	5.6	1.3	0.6	4.8	3.5	3.6	↓	↓
ギリシャ	3.3	4.5	1.0	-6.1	1.0	2.5	3.6	↓	↓
スペイン	3.6	3.7	1.8	-1.0	1.4	2.3	2.5	↑	↑
イタリア	1.8	1.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.6	1.3	不変	↑
キプロス	4.7	3.9	2.9	-1.5	-2.8	0.4	1.6	不変	不変
ポルトガル	3.8	1.5	0.4	-0.9	1.0	1.6	1.7	↑	不変

(注) ↑ 上方修正、↓ 下方修正。(資料)欧州委員会 “Winter 2015 economic forecast”より作成

4. 欧州中央銀行の包括査定結果の公表と単一銀行監督制度の開始²

欧州中央銀行による包括査定 (Comprehensive Assessment) の結果が公表された。包括査定は資産査定 (Asset Quality Review) とストレステストの 2 つからなる。ユーロ圏全体で 25 行が資本不足と判断されたが、これは事前の大方の想定範囲内であった。

² 銀行同盟の詳細については、山口綾子「欧州銀行同盟の進捗状況～ユーロ危機の解決策となるか」国際金融 2013 年 12 月 1 日号参照。 http://www.iima.or.jp/Docs/gaibukikou/gk2013_12_all.pdf

イタリアは対象行 15 行のうち 9 行が資本不足となり、同国の金融セクターの脆弱性が懸念材料となっている。債務問題国については、ポルトガル 1 行、ギリシャ 3 行、アイルランド 1 行、(スペイン 1 行)³が資本不足と指摘された。

包括査定を受けて、2014 年 11 月には ECB による単一銀行監督メカニズム (SSM) が開始された。これにより ESM から金融機関への直接支援の条件が整ったことになる。金融機関の経営悪化と金融機関救済に伴う財政収支の悪化という「金融」と「財政」の悪循環を防ぐことにつながる。債務問題国にとっては好材料である。

5. 今後の展望：残るリスク

アイルランドは主要貿易相手国である米国、英国の景気回復を背景に 2015-2016 年にかけて順調な回復過程をたどる見込みである。アイルランドは、債務問題国のなかで最も早くソブリン債務危機を脱しつつあるとみてよいであろう。しかし、バブル生成・崩壊の過程で積みあがったストックベースでの歪み（官民の債務の大きさ、金融セクターの脆弱性など）の解消には相応の時間がかかるとみられる。さらに、米英と並ぶ重要な貿易相手であるユーロ圏の景気低迷長期化、ウクライナ／ロシア情勢を巡る地政学リスクの高まり⁴、ギリシャ情勢のさらなる悪化などが留意すべきリスク要因としてあげられよう。

ユーロ圏のデフレ懸念および長期化する高失業⁵

2015 年 1 月のユーロ圏の消費者物価は前年比 -0.6% と大幅な前年割れを記録した。債務問題国はスペイン -1.5%、イタリア -0.4%、ギリシャ -2.5%、キプロス -1.0%、アイルランド -0.3%、ポルトガル -0.3% と軒並みマイナスとなった（スペイン、イタリア以外は 2014 年 12 月の数値、図表 10）。

ECB は域内の金融政策運営にあたって、消費者物価上昇率 2% を物価安定の目安としている。足下の物価下落はエネルギー価格の下落が主因だが、変動の大きいエネルギーや食品を除くコア価格でもインフレ率は 1% を下回っている。

また各国の雇用情勢は厳しい状況が続いている。ギリシャ、スペインの失業率は、ピークは打ったものの、依然として 25% 近辺にある。ポルトガルもピークは打ったが 13.9% と依然としてユーロ圏平均を上回っている。イタリアは下げ止まりがまだみえない状況である（図表 5）。

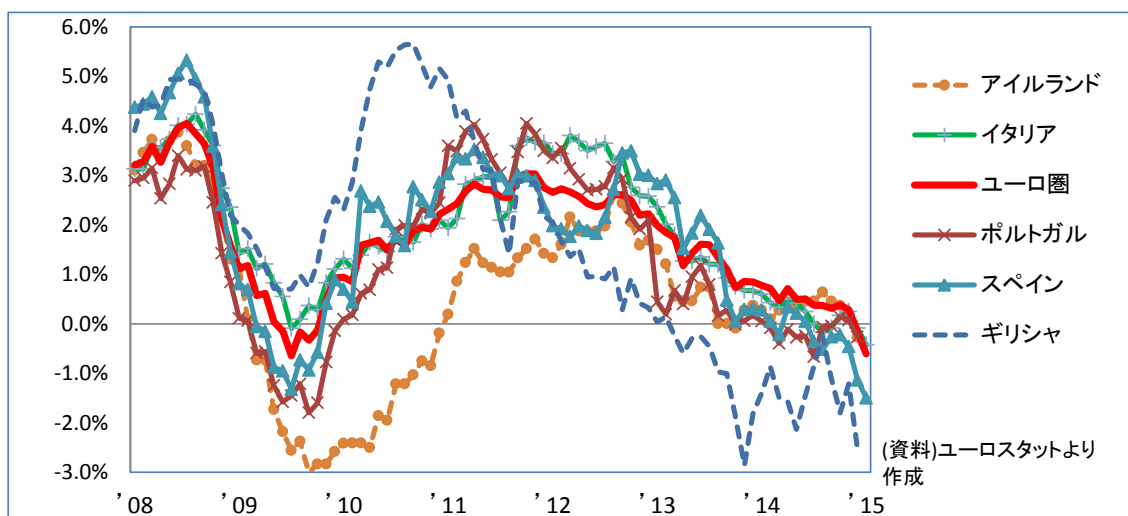
³ スペインの銀行はストレステストでは合格だったが、Asset Quality Review で不合格となった。

⁴ 地政学リスクについては、「ロシア経済悪化の EU 経済への影響」参照。

⁵ ユーロ圏のデフレ懸念については、国際通貨研究所ニューズレター「ユーロ圏のデフレ懸念～欧州中央銀行の対応だけでは限界あり。望まれる政策転換～」参照。

http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_41_j.pdf

図表 10：ユーロ圏各国の消費者物価（前年比変化率）



こうした状況のなかで 2015 年 1 月 ECB は定例の理事会で量的緩和（拡大債券買い取りプログラム）を開始することを決定した。具体的には国債を中心とする債券の買い取り（月間 600 億ユーロ、2015 年 3 月開始。インフレ率の状況次第だが少なくとも 2016 年 9 月まで継続）によって、景気の下支えを図る意向である。

ギリシャのユーロ離脱（Grexit）リスクを巡る混乱がアイルランドに与える影響

ユーロ各国の市民の間では、厳しい構造改革・緊縮財政に対する不満が高まっている。これは各国の政権党への批判や、反 EU／反ユーロ勢力の台頭となって現れている。

なかでも顕著なのがギリシャである。ギリシャでは 2015 年 1 月に行われた総選挙で、緊縮政策の見直しを主張する急進左派連合（Syriza）が 300 議席中 149 議席と大勝し、「独立ギリシャ人」（中道右派 13 議席）との連立政権が誕生した。この 2 党は緊縮政策の見直しを掲げているほかは共通点が見られない。

ギリシャはトロイカ支援の期限が 2 月末⁶に控えており、新政権は債務再編や支援条件の見直しを求める意向とみられる。チプラス新首相はユーロに留まる意向を示しているものの、条件見直しへの強硬な姿勢を崩していない。EU 側では債務減免は認めないなど高官からの牽制発言が相次いでいる。ギリシャ政府にとっては、交渉が決裂し EU からの支援を受けられなければ、最悪の場合債務不履行に陥ることもありうる。資本逃避が起こり、キプロスの例のように資本規制の導入が必要となる可能性もある。EU にとっては、ギリシャへの負担軽減を安易に認めれば、他の債務国からも同様な要求が

⁶ 従来の支援期限は 2014 年末であったが、2014 年 10 月に 2 カ月の延長が認められた。

出てくるおそれがあり、大幅な譲歩は許されない。ギリシャ新政権と EU との交渉の進展次第では、ユーロ金融市場が再び動揺するリスクも否定できない。

しかし、ユーロ債務国危機を通じて、ESM などさまざまな制度上のセーフティネットも拡充されてきており、ギリシャの EU との交渉が難航しても、アイルランドに与える影響は限定的とみられる。また、これまでの金融市場の動きをみる限り、他の債務問題国への影響もほとんどみられていない（図表 14）。各国の EU 懐疑派の動向に留意する必要はあるものの、スペイン、イタリアへの影響も限定的とみてよいのではないか。

【参考文献】

IMF, “World Economic Outlook”, Oct.2014

European Commission, “Alert Mechanism Report 2015”, Nov.2014

OECD, “Economic Outlook”, Nov.2014

Central Bank of Ireland, “Macro-Financial Review”, 2014II, Dec.2014

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 2015 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>