

前代未聞の財政赤字削減に取り組むアイルランド

発表日：2010年11月8日(月)

～4年間で財政赤字の対GDP比率を30%ポイント引き下げる計画～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ アイルランド政府は11月4日、銀行救済費用の増加などを反映した2011-14年の経済・財政見通しの概要を発表した。赤字削減の具体策は月内に予定されている詳細を待たねばならないが、当初計画の倍となる4年間で総額150億ユーロの財政緊縮を通じて、2014年までに財政赤字のGDP比率を3%以下に引き下げるとの従来目標を堅持する方針だ。
- ◇ 国有化銀行の救済費用の増加は、2010年の財政赤字のGDP比率を20%程度押し上げるほか、利払い負担の増加を通じて2013年以降の財政収支の悪化要因となる。その結果、2010年の財政赤字比率は32%程度に拡大する見込み。一時限りの財政悪化要因である銀行救済費用を除けば、財政赤字比率は11.9%と当初計画(11.6%)から僅かな下振れにとどまる。銀行救済による利払い負担の増加は2013-14年の財政赤字比率を各1%程度押し上げる見込み。その後は残存債務の減少に応じて利払い負担も徐々に低下する。
- ◇ アイルランド政府は既に今年中に計画していた国債入札を取り止め、来年の早い段階での市場復帰を目指している。手元資金が潤沢なため来年の半ば頃までは資金調達が必要ないうえ、来年11月までは大型の国債償還もない。だが、債務再編を通じて投資家に財政危機克服の負担を求める声が高まっていることも重石となり、今回の財政再建策の発表後も市場の不安心理に沈静化の兆しは見られない。政権基盤が脆弱で月末の補選など政治リスクも抱えている。市場復帰が必要となる来年春までに市場の信認を回復することが出来なければ、ギリシャ同様にEUとIMFに支援要請をすることになる。

■ 当初計画の倍となる4年間で総額150億ユーロの財政緊縮策を発表

アイルランド政府は11月4日、国有化されたアングロ・アイリッシュ銀行の救済費用の増加など、2009年12月に発表した「安定成長協定に基づく財政報告」以降の状況変化を踏まえた2011-14年の経済・財政見通しの概略を発表した。赤字削減の具体策は月内に予定されている詳細の報告書を待たねばならないが、当初計画の倍となる4年間の総額で150億ユーロ(同国のGDPの11%程度に相当)の財政緊縮を通じて、2014年までに財政赤字のGDP比率を3%以下に引き下げるとの従来目標を堅持する方針だ(図表1)。再建策を反映した来年度の予算案は12月7日に公表する予定。

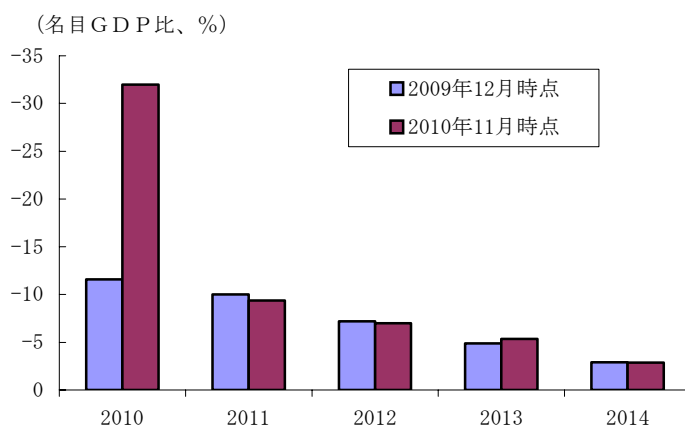
政府案によれば、総額310億ユーロに上る銀行救済費用の増加は、2010年の一般政府の財政赤字のGDP比率を32%程度に拡大させるが、これを除いた赤字比率は11.9%と当初計画(11.6%)から僅かな下振れにとどまる見込み。国有化銀行への公的資金注入は(一段の資産劣化が進まない限り)一過性の財政悪化要因で、来年以降は追加赤字削減策の効果もあり、赤字比率の低下を見込んでいる。2011年は60億ユーロ

の財政緊縮により、赤字比率は9.25～9.5%程度に低下する見通し。2012年以降も毎年20-40億ユーロの財政引き締めが続くうえ、経済成長率の回復（2010-11年平均の1%程度から3%前後に上昇）も支えとなり、一段の収支改善を予想している（図表2）。但し、当初計画対比では成長率を下方修正したことから、税収下振れによる収支悪化分を追加の財政赤字削減策で穴埋めする形となっている。

こうしたフローでの財政動向を反映し、2010年の公的債務残高のGDP比率は98.5%と、主に銀行救済費用の増加によって当初計画（77.9%）対比で20%近くの悪化を見込む。2011年には100%を超えるが、2012年をピークに増加に歯止めが掛かる姿はこれまで通り（図表3）。

銀行救済費用は約束手形の発行で賄われ、元本部分の返済は2025年までに分割で行なわれる。残存債務に応じた利払いが発生するが、2011-12年の当初2年間は免除されることでEU当局との間で合意に達している。政府の計算によれば、利払い負担の増加は2013-14年の財政赤字比率を各1%程度押し上げる見込み。その後は借入れ額の返済が進むことで利払い負担は徐々に縮小する。

（図表1）アイルランド政府の財政収支計画



出所：アイルランド財務省

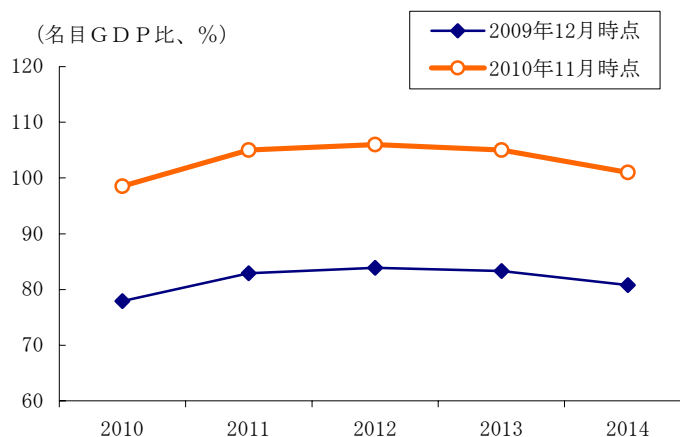
（図表2）アイルランド政府の実質GDP成長率見通し



出所：アイルランド財務省

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) アイルランド政府の公的債務残高の計画



出所：アイルランド財務省

■ 銀行への公的資金注入は一回限りの財政悪化要因だが、利払い負担の増加が先行きの財政収支を圧迫

銀行救済費用の取り扱いについて詳しくみると、2010年中に政府が約束した追加の公的資金注入額は、アングロ・アイリッシュ銀行、アイリッシュ・ネーションワイド住宅金融組合、エデュケーション住宅金融組合の3行合計で約310億ユーロ（図表4）。必要資金の大半は約束手形の発行で賄う計画で、今後10-15年をかけて分割払いで返済し、2025年までに元本部分と利払いを完済する（図表5）。借入金額は2010年の一般政府の財政収支ならびに公的債務残高の計数を一時限りで20%近く悪化させるが、2011年以降の財政収支には利払い負担の増加分を除いて直接的には影響しない（債務残高には影響する）。利払い費は返済時点の残存債務の大きさと調達金利の水準に依存するが、今回の政府見積もりでは足元の金利環境を踏まえて2011年の調達金利を6.5%、2012年以降は2009・2010年の政府債務の平均調達金利である4.7%と仮定している。

欧州統計局の会計ルールに基づき、約束手形に係る利払い費は返済期日を迎える年の財政収支に反映しなければならない。2011-12年の当初2年間については利払い負担をゼロとすることでEUの当局との間で合意に達している。2013年の利払い負担は18億ユーロ程度と見込まれ、財政赤字のGDP比率を1%程度押し上げる。その後は残存債務の減少に応じて利払い負担も徐々に低下する。

(図表4) アイルランドの銀行救済費用の内訳と資金調達手段

	約束手形 (億ユーロ)	特別株式発行 (億ユーロ)	合計 (億ユーロ)
アングロ・アイリッシュ銀行	253.0	-	253.0
アイリッシュ・ネーションワイド住宅金融組合	53.0	1.0	54.0
エデュケーション住宅金融組合	2.5	1.0	3.5
合計	308.5	2.0	310.5

出所：アイルランド財務省

(図表5) アイルランドの銀行救済費用と利払い費

	約束手形 の返済額 (億ユーロ)	利払い費 =財政収支の悪化額 (億ユーロ)
2010	2	6
2011	31	0
2012	31	0
2013	31	18
2014	31	16
2015	31	15
2016	31	14
2017	31	13
2018	31	12
2019	31	10
2020	31	9
2021	31	7
2022	31	5
2023	31	3
2024	19	2
2025	9	1

出所：アイルランド財務省

■ 市場復帰が必要な来年春までに市場の信認を回復しなければ第2のギリシャとなる

2014年までに財政赤字のGDP比率を3%以下に引き下げるために必要となる2011-14年の財政緊縮額は150億ユーロと、2010年予算時点で計画した75億ユーロから倍に膨れ上がった。所要引き締め額の増加は、①赤字比率の分母であるGDPの下方修正、②成長率の下方修正による税収見積もりの減少、③銀行救済費用に伴う利払い負担の増加などによるもの。

追加赤字削減策が採られなかった場合、2011年の財政赤字の対GDP比率は12~12.75%程度に悪化する見込み（追加策を実施した場合は9.25~9.5%程度）。追加策の具体的な中身は、歳出削減・歳入増加のどちらを通じて行なわれるかの割合を含めて、今回の概要では公表されなかった。今回の財政赤字見通しは、歳出削減・歳入増加の割合が2対1と便宜上仮置きした概算値。実際の財政再建計画で示される数字がこの通りになるかは定かでないが、かなり大規模な赤字削減策が採られることは間違いない。

同じく財政不安の新たな震源地となっているポルトガルでは、10月にかけて、追加赤字削減策でのVAT増税の有無を巡って与野党間の対立が激化。与党が議会で過半数を掌握していないことから、一時は2011年度予算案の成立が危ぶまれたが、歳出項目の見直しや増税対象から食料品を除外することで決着。予算否決による危機深刻化という事態は瀬戸際で回避された。

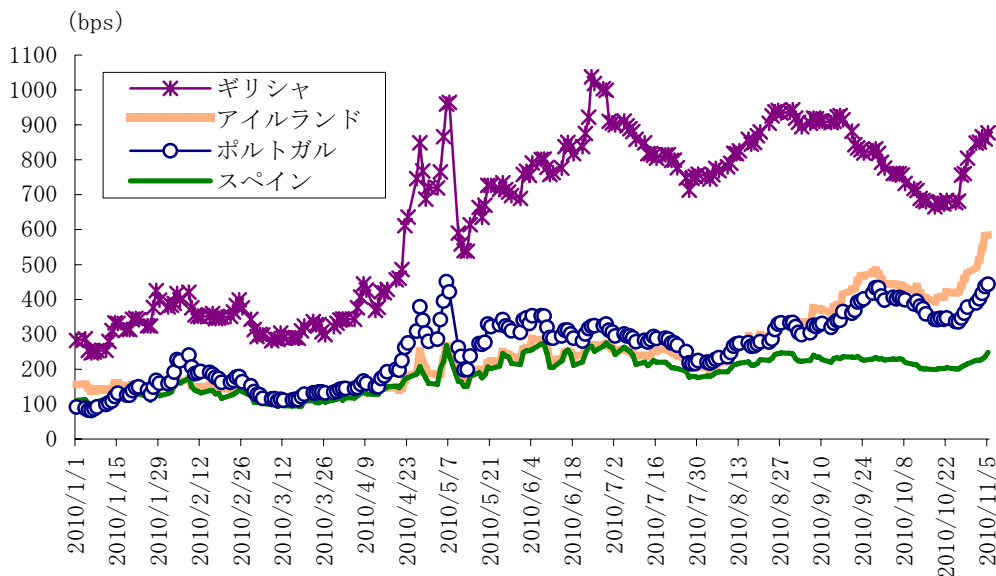
ただ、政治リスクを抱えているのはアイルランドも例外でない。連立与党は議会で3票の僅差で過半数を確保しているに過ぎず、歳出削減に反対する一部の与党議員が離党をほのめかすなど、過半数割れの危機に瀕している。与党の支持率が大きく低下するなかで、11月25日には長らく先送りされていたドネガル州南西選挙区の補欠選挙が予定されている。野党側は残り3席の補欠選挙も早期実施を求めており、財政赤字の削減計画の発表を前に政治リスクが高まる恐れがある。

アイルランド政府は既に今年中に計画していた国債入札を取り止め、来年の早い段階での市場復帰を目指している。手元資金が潤沢なため来年の半ば頃までは追加の資金調達をしなくても財政運営が可能で、来年11月までは大型の国債償還もない。だが、欧州金融安定化基金の恒久化（欧州版IMF創設）を巡る議論に関連して、債務再編を通じて投資家にも財政危機克服の負担を求める声が高まっており、金融市場では財政不安が再燃している。ポルトガルの来年度予算案の議会通過や今回のアイルランドの財政再建策

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の発表後も市場の不安心理に沈静化の兆しは見られない。アイルランド国債のCDSスプレッドは5日に580bps前後に上昇し、ギリシャが支援要請を決断した4月23日の水準（610bps前後）に迫りつつある（図表6）。ECBはアイルランド国債の購入を再開し、市場での不安心理の封じ込めを図っているが、国債利回りの上昇に歯止めが掛からない。市場復帰が必要となる来年春までに市場の信託を回復することが出来なければ、ギリシャ同様にEUとIMFに支援要請をする事態に発展する恐れがある。

（図表6）欧州の財政不安国のCDSスプレッド



以上