

## この支配（支援）からの卒業

発表日：2013年2月8日（金）

～支援からの卒業第1号を目指すアイルランド～

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

- ◇ アイルランド政府が過去の銀行救済で発行した高利の約束手形を、より償還期限の長い低利の国債に交換することをECBが容認した。これによりアイルランド政府は利払い費を軽減することができ、巨額の償還資金の調達圧力からも解放される。
- ◇ 年末に財政支援プログラムが終了する予定のアイルランドは、脱財政支援に向けた準備を進めている。昨年にはプログラム終了直後の国債償還を先送りし、今年の1月には救済下に入って初の中長期国債の発行に成功した。今回の合意は支援からの脱却をさらに後押しすることになるだろう。
- ◇ 欧州の政策当局の間では、アイルランドを危機脱却の成功例とし、債務危機の克服に弾みをつけたいとの思いがある。今回の約束手形の交換で特例が認められた背景にもそうした思惑があったのだろう。ただ、銀行への直接資本注入の特例適用には、支援提供国側は引き続き難色を示している。

### ■ 銀行救済で発行した約束手形を国債に交換

年末の脱財政支援を目指すアイルランドに7日、新たな朗報が届いた。同国がEUとIMFの財政支援に入るきっかけとなったアングロ・アイリッシュ銀行（AIB）の救済資金の捻出に発行した約束手形を、償還期限の長い国債に交換することで、政府と同国中銀が合意に達した。約束手形が年利8%前後の高金利で発行され、8～10年程度で支払い満期を迎えるのに対し、交換後の国債は平均して年利3%前後で発行され、2038年～2053年に満期を迎える。約束手形の国債への交換により、アイルランド政府は利払い費を軽減できるとともに、当座の償還資金の調達圧力から解放されることになる。

今回の合意は表向きはアイルランド政府と同国中銀の間で取り交わした形を採っている。これはECBが政府の債務軽減につながる約束手形の交換に直接的に関与すれば、法律で禁じられた財政ファイナンスに抵触する恐れがあるためだ。同日行われたECB理事会後の記者会見でドラギ総裁は「ECB理事会はアイルランド政府と中銀の間で取り交わされた合意を全会一致で重視する（took note）」と述べるにとどめ、合意が政府と中銀間のものである以上、ECBとしてさらに踏み込んだ発言ができないと説明した。アイルランド政府はこれまでECBに対して約束手形の交換を認めるよう再三申し入れをしてきた。つまり、今回の合意が実際には、アイルランド政府からの提案を同国中銀を傘下に置くECBが承認したのは明らかだ。ドラギ総裁によれば、交換後の国債はECBの資金供給オペの適格担保となり、これまでアイルランドの市中銀行が利用してきた緊急融資制度（ELA）の利用は無くなるとのことだ。

## ■ 卒業準備に勤しむアイルランド

アイルランドは今年の年末に財政支援プログラムの終了が予定されており、プログラムの終了後は財政資金の不足額や国債の償還費用を自力で賄う必要がある。資本市場で必要資金を調達できなければ、追加支援に追い込まれたギリシャの二の舞となりかねない。そこで政府は昨年来、市場復帰に向けた準備を進めてきた。昨年1月には、プログラムの終了直後に巨額の国債償還が重なる事態を避けるため、2014年に満期を迎える国債の一部を2015年償還債に交換した。昨年7月には救済下に入って初の短期国債の発行に、今年の1月には同じく初となる中長期国債の発行に成功した。このまま定期的な国債発行を続けていけば、年末には被支援国からの卒業が見えてくる。アイルランドが無事に卒業できるかは欧州の債務危機からの脱却を占う試金石となろう。欧州の政策当局の間では、アイルランドを危機脱却の成功例にし、債務危機の克服に弾みをつけたいとの思いがある。今回の約束手形の交換で特例が認められた背景にも、そうした思惑があったのだろう。

約束手形の交換は政府債務を直ちに削減させるものではない。交換後の国債の償還期間が長期化し、返済が先送りされるため、当面の政府債務の推移は交換前と比べてむしろ高止まりすることが予想される。だが、利払い負担は年間で10億ユーロ程度軽減され、フローの財政収支が改善するほか、政府の必要調達額は今後10年間で200億ユーロ程度軽減される。中長期的にみれば、アイルランド政府の債務の持続性を高めることになる。ただ、アイルランドの政府債務残高は対GDP比で120%前後と極めて高水準だ。政府債務をさらに削減するには、例えばESMから銀行への直接資本注入の特例を認めることなどが考えられる。過去の銀行救済費用にも遡及適用を認めることをアイルランド政府は求めているが、支援提供国側の反応は冷ややかだ。銀行救済に国民の税金（実際にはESMは市場で債券を発行して資金調達をするが、国民の税金がESMの資本金として拠出されており、間接的には国民の税金が救済費用の一部を成している）を投入することに議会や国民の反発が根強いほか、アイルランドと同様に巨額の銀行救済費用が政府財政を圧迫するスペインやキプロスにも特例を認めるとの声が高まり、なし崩し的に銀行監督一元化（SSM）の実現前に銀行への直接資本注入に傾くことを警戒している。

以上