

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 依然注意が必要なアイルランドとポルトガルの情勢

### ～ 国債利回り低下の一方で残る様々なリスク～

山口 勝義

#### 要旨

最近、市場ではアイルランド国債やポルトガル国債の大幅な利回り低下の傾向が見られており、他の金融支援の下にある財政悪化国とは一線を画した動きとなっている。しかし両国では依然懸念される様々なリスクが残っており、注意が必要である。

#### はじめに

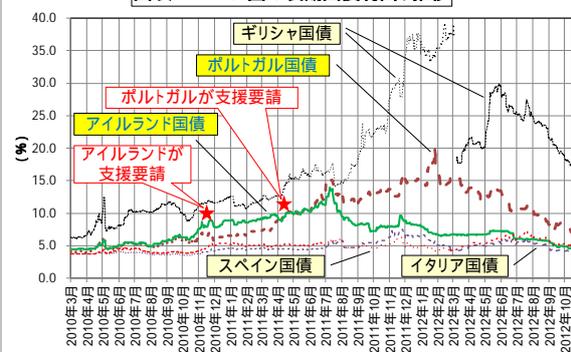
9月の欧州中央銀行（ECB）による新たな国債購入策（OMT）の導入決定等を経て、市場の注目は波乱要因となる可能性のあるスペイン情勢やギリシャ情勢に向けられている。その一方で、アイルランドやポルトガルについては国債利回りの低下傾向が見られており、10年債は足元でそれぞれ4%台、7%台へと、支援要請前の水準にまで改善している（図表1）。

今回のユーロ圏の財政危機では、2010年5月にギリシャに対し国際的な金融支援が開始された後、続けて2010年11月にアイルランドが、また2011年4月にはポルトガルが支援要請を行い、それぞれ総額850億ユーロ、780億ユーロ規模の支援策が策定された（図表2、3）。

その後、ギリシャでは改革が頓挫し、2012年3月に追加支援が行われるに至ったが、一方でアイルランドやポルトガルでは概ね計画どおりに財政・経済構造改革が進捗しており、市場はこれを好感した形となっている。

しかしながら、現実には両国を巡るリスクは大幅に低下しており、現行の支援策が終了した時には財政の持続可能性を回復し追加の支援策は不要となっている可能性が高いと考えてよいのだろうか。

図表1 ユーロ圏の長期国債利回り推移



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

図表2 アイルランドに対する金融支援スケジュール

		(単位:10億ユーロ)				
		IMF	EU	バイラテラル	自国	合計
2010年	12月	0.0	0.0	0.0	7.3	7.3
2011年	4回合計	12.6	21.5	0.5	9.4	44.0
2012年	第1四半期	3.2	6.2	1.1	-0.2	10.3
	第2四半期	1.5	2.8	0.2	-1.1	3.4
	第3四半期	0.9	3.3	1.2	-5.4	0.1
	第4四半期	0.9	0.0	0.5	2.3	3.6
2013年	第1四半期	1.0	2.4	0.7	-1.4	2.7
	第2四半期	1.0	1.4	0.5	8.4	11.3
	第3四半期	0.8	1.4	0.3	-2.4	0.0
	第4四半期	0.7	1.2	0.0	0.4	2.3
合計		22.5	40.2	4.8	17.5	85.0

（資料）参考文献 から農中総研作成。

（注）図表中「バイラテラル」は、英国、スウェーデン、デンマークによる相対の金融支援で、支援額は各3.8、0.6、0.4、合計4.8。また、「自国」は、アイルランド自身の年金基金等からの支援策への資金充当である。

図表3 ポルトガルに対する金融支援スケジュール

		(単位:10億ユーロ)		
		IMF	EU	合計
2011年	2回合計	10.3	19.9	30.2
2012年	第1四半期	2.7	5.3	8.0
	第2四半期	4.9	9.7	14.6
	第3四半期	1.3	2.6	3.9
	第4四半期	1.4	2.8	4.2
2013年	第1四半期	0.8	1.6	2.4
	第2四半期	0.6	1.3	1.9
	第3四半期	0.9	1.8	2.7
	第4四半期	1.0	1.9	2.9
2014年	第1四半期	0.9	1.8	2.7
	第2四半期	0.8	1.7	2.5
合計		26.0	52.0	78.0

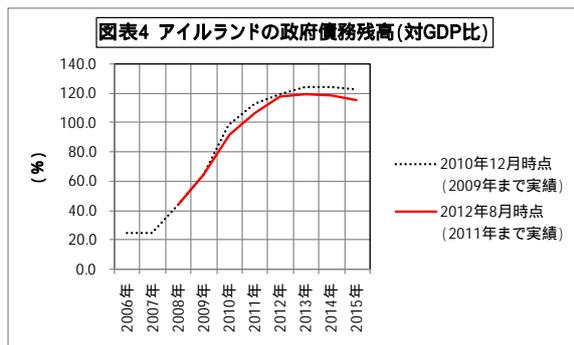
（資料）参考文献 から農中総研作成。

## 両国における改革の進捗

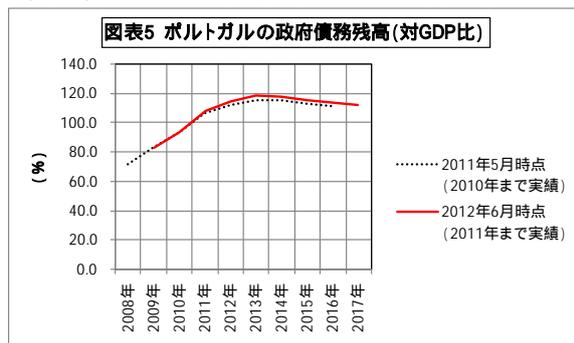
支援開始時点と直近時点での国際通貨基金（IMF）による政府債務残高の見通しを比較すれば、両国ともほぼ計画どおりに財政改革が進捗していることが見て取れるが、中でもアイルランドについては当初の見通し以上のペースでの進捗となっている（図表4、5）。また、実体経済を見ると、両国では経済構造改革等を通じた単位労働コストの低下（図表6）による競争力の回復等で、経常収支が改善傾向にある（図表7）。

アイルランドでは、ユーロ圏内での一部の反対にもかかわらず従来からの12.5%の低法人税率を維持し、優良企業誘致を図る政策が有効に機能している。また、6月の首脳会議で欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への直接的な資本注入が合意された点も、同国の財政に大きな好影響を与える要因と受け止められた。こうしたなか、7月26日に5年および8年物の国債を発行し、2010年9月以来となる国債市場への復帰を実現した。

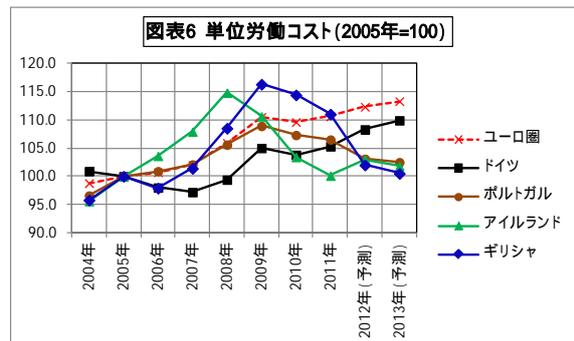
一方ポルトガルについても、ユーロ安の追い風を受け、高品質の紙製品や衣料・食品のほか自動車や同部品等の輸出伸張を主因として経常収支の改善を進めた。また、ECBが9月のOMTの導入時に、金融支援下の国々が市場復帰を図る際にその利用を認めることがあるとしたこと<sup>(注1)</sup>、2013年9月に予定された市場復帰にかかる懸念が軽減されることにもなった。こうした状況のもと、欧州連合（EU）、ECB、IMFからなる調査団は、9月11日に同国の順調な改革進捗を評価のうえ、その財政赤字削減目標を2012年は対GDP比4.5%から5.0%に、また2013年は3.0%から4.5%に緩和することについても合



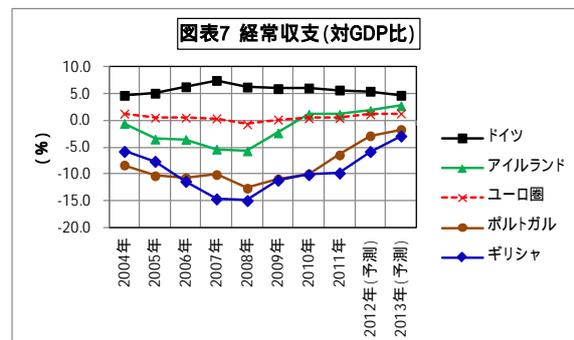
（資料）IMFによる。参考文献、 から農中総研作成。



（資料）IMFによる。参考文献、 から農中総研作成。



（資料）Eurostat のデータ（含む予測値）から農中総研作成。



（資料）IMF の WEO (2012年9月) のデータ（含む予測値）から農中総研作成。

意した。これらの結果、10月3日には市場で、2013年9月償還国債の2015年10月償還国債への債務交換を果たしている。

## 依然として残る様々なリスク

以上のとおり両国における改革は概ね順調ではあるものの、依然道半ばであり、今後その障害となり得るリスクについて認識しておくことが重要である。

特に、両国とも経済の停滞は著しく、世界的にも成長の減速感が強まるなか、IMF が想定するV字回復は楽観的と考えられる(図表8、9、10)。他の主要なポイントは次のとおりである。

### (アイルランド)

不動産価格は下げ止まりの兆しがあり(図表11)、銀行財務の改善を背景に預金流出は止まった気配があるが(図表12)、銀行は依然として大きな資金繰りリスクを抱えており、金融機能には弱さが残る。

また、ESMによる銀行への直接的な資本注入については、9月25日にドイツ等の財務相が前提である銀行監督一元化の後に発生した事例に限定すべきとの考えを示したこと、またこの一元化も多難であることで俄かに不透明感が生じている。

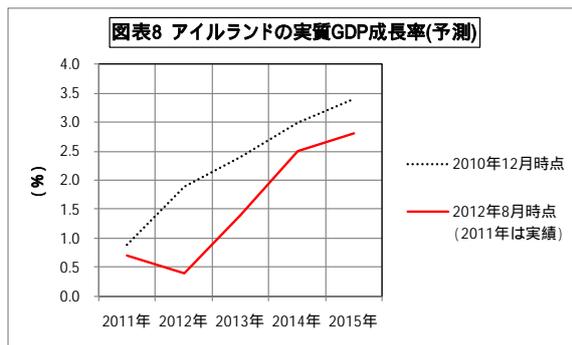
また、最近の国債利回りの大幅低下の背後には特定の米ファンドによる大量の購入があるとの観測があり、今後の市場変動が増幅される可能性もある。

### (ポルトガル)

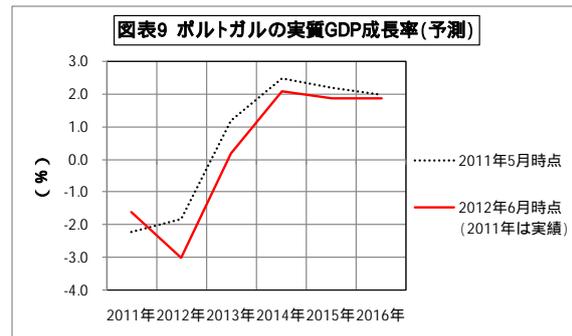
堅調である輸出の背景には、中国向け輸出の急伸がある(図表13)。最近では輸出額で中国はスペインやドイツ、フランスに次ぐ位置に達しているが、欧州域内に加え中国経済の減速化でポルトガルの輸出が頭打ちとなる可能性がある。

また、財政赤字削減目標は2014年には2.5%とされており、追加的な財政緊縮策で景気後退が深まるリスクがある。

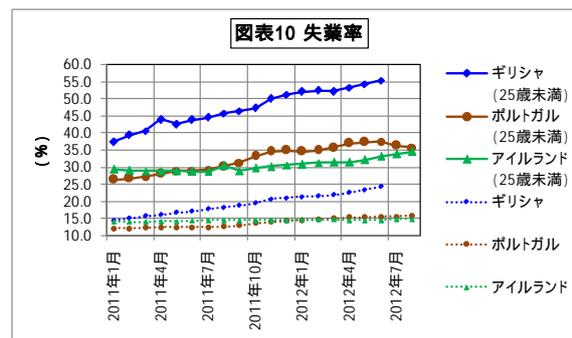
加えて、市場復帰を図る際のOMTの利用については、その後ECBはより厳格に運用



(資料)IMFによる。参考文献、 から農中総研作成。



(資料)IMFによる。参考文献、 から農中総研作成。

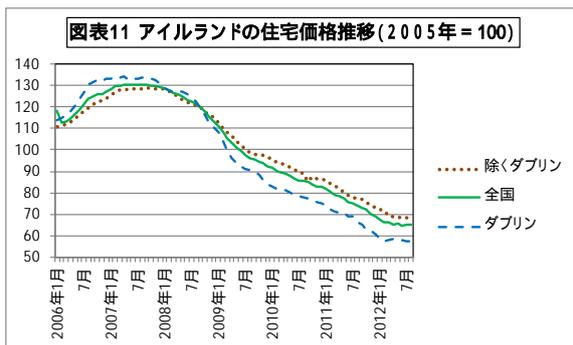


(資料)Eurostatのデータから農中総研作成。

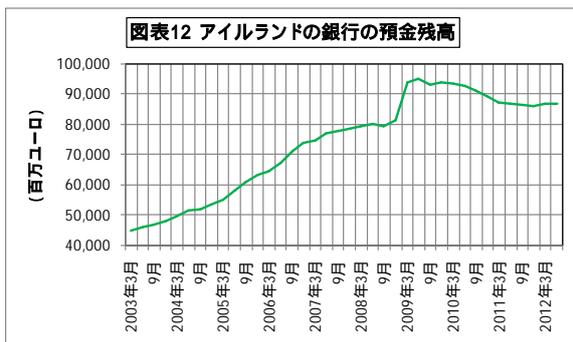
する姿勢を示している(注2)。

しかし、一層注意が必要な点は政治・社会面の不安定化のリスクである。これまでポルトガルの強みとして諸改革への野党の協力があり、こうした懸念は極めて小さかった。しかしながら、9月半ばの2013年予算策定に向けたコエリヨ首相の方針表明を契機に、急遽、国民による大規模な反対デモや野党の強い反発が生じるに至っている。

反発の対象となったのは企業の社会保障負担の減額と被雇用者の同負担の増額を組み合わせた政策であるが、その狙い



(資料)CSO(アイルランドの中央統計局)のデータから農中総研作成。



(資料)アイルランド中銀のデータから農中総研作成。



(資料)Datastream のデータ(原データは IMF、Direction of Trade Statistics)から農中総研作成。

は企業の労働コスト削減を通じた雇用増や輸出競争力強化にあった。しかし、経営者優遇策として反発が強まり、同首相は9月24日に上記の方針を撤回、その後新たな増税案の再提示へと追い込まれた。

今回の大きな方向転換で、意図された政策効果が確保できないばかりか、コエリョ首相の国内的な政治指導力に加え、支援開始当初からの国際的な合意の下での取組みの弱体化に伴い<sup>(注3)</sup>、同政権の国際的な信認にも傷がつく恐れがある。

## おわりに

10月に東京で開催されたIMF・世界銀行総会に伴い実施されたセミナーでは、IMFが、緊縮財政が経済活動に及ぼす負の影響の程度を示す財政乗数(Fiscal Multipliers)が最近の環境下では増大している可能性を指摘し、大きな注目を集めた。また、諸改革と民主主義の両立の困難性なども討議のポイントとなった。

これらも含めユーロ圏では厳しい環境が続くなか、潜在するリスクに対して引き続き十分な注意を払う必要があるものと考えられる。(2012年10月24日現在)

<参考文献>

(アイルランド関係)

IMF(2010年12月)“Ireland: Request for an Extended Arrangement”

European Commission(2012年9月)“The Economic Adjustment Programme for Ireland: Summer 2012 Review”

IMF(2012年9月)“Ireland: 2012 Article IV and Seventh Review Under the Extended

Arrangement”

(ポルトガル関係)

IMF(2011年5月)“Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under Extended Fund Facility”

European Commission(2011年9月)“The Economic Adjustment Programme for Portugal: First Review-Summer 2011”

IMF(2012年7月)“Portugal: Fourth Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-June Performance Criteria”

(注1) 次による。

・ ECB(2012年9月6日)“Technical features of Outright Monetary Transactions”

(注2) 例えば、10月13日に実施されたIMF・世銀セミナー“Strengthening the Euro Area”で、アスムセン ECB理事は「アイルランドやポルトガルはまだOMTを利用できる段階には至っていない」と発言している。

(注3) ポルトガルでは、国際的な金融支援での合意のもと、実質的に為替レートの引下げと同様に輸出拡大・輸入抑制の効果を持つと考えられる、企業の社会保障負担の軽減と付加価値税の増税を組み合わせる等の政策(フィスカル・デバリュエーション)を実施する方針としてきた。その後、付加価値税の増税との組合せは具体化が見送られたが、今回当初提案された企業の社会保障負担軽減は本方針に沿ったものと考えられる。なお、次を参照されたい。

・ 山口勝義「欧州の経済成長重視に転換したIMF～処方箋は民営化とフィスカル・デバリュエーション～」(『金融市場』2011年11月号)