

アイルランドはかつて、欧州諸国の中でも所得が低く、貧困国とみなされていたが、EUへの加盟以降、急速な経済発展を遂げている。1980年代半ばから一人当たりGDPは急上昇し、2000年代後半には日本や米国を抜き、世界でもトップクラスの仲間入りを果たした（図1）。また、実質成長率は1995年～99年は平均10%弱、2000年以降も平均6%を維持するという奇跡の成長を実現した（図2）。しかし、金融危機以降、アイルランドは他国以上に急速な景気後退に陥り、金融機関の不良債権問題が露呈した。金融機関の経営破綻が相次ぐ中、アイルランド政府は2010年末までにアングロ・アイリッシュ銀行他、3行の大手金融機関を国有化している。そして、これら金融機関向けの救済費用が嵩み、財政赤字が急速に拡大した結果、EUおよびIMFから金融支援を受けざるを得なくなった。

なぜ、国家財政を揺るがすほどの損失が発生したのか。その理由はアイルランドの金融機関の資産規模にある。同国の金融機関の資産規模はGDPの10倍にもおよび、先進国の平均が2～3倍であることを踏まえれば、異常なほど大きい。ここでは、アイルランドの金融機関について、資産規模膨張の背景およびその構造的な問題について整理し、今後の金融市場の視座としたい。

資産規模膨張の背景は主に2点ある。一つ目は、経済発展の過程で住宅バブルが発生したこと、二つ目は金融特区の設立により海外からの資本流入が拡大したことである。

まず一つ目の住宅バブルについては、同国の経済発展の過程を振り返る必要がある。アイルランドの経済成長は、1990年代と2000年代の2段階に分けることができ、それぞれの時期の成長メカニズムは大きく異なる。まず、1990年代の経済成長は、製造業を中心とした輸出産業の発展によるものであった。当時、アイルランドはEUに加盟することにより欧州自由貿易協定(EFTA)への参加資格を得た。そして、同国の製造業は低賃金を武器に価格競争力が高かったため、貿易取引上の様々な障壁(関税等)が免除されることによって輸出産業が急速に発展した。

その後、2000年代の経済成長は金融・不動産関連産業の発展によるものであった。90年代から続く経済発展を背景に賃金は高騰し、製造業の国際競争力は次第に薄れていった。そのような状況に対して、同国は脱工業化を

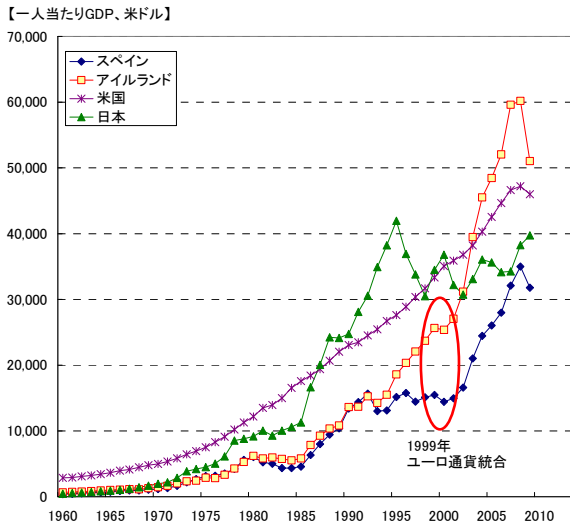
進め、金融・不動産関連産業を軸とした経済成長に傾斜するようになった。同国のGDPに占める住宅投資の割合を見ると、1990年代半ば以降、一貫して上昇傾向にあり、ユーロ導入を契機にその傾向は顕著となっている(図3)。先進国では通常、住宅投資の割合はGDPの5%程度であるのに対して、同国はその倍以上であることに留意されたい。

また、この住宅投資を助長したのがインフレと政策金利のミスマッチである。ユーロ導入当時、欧州では景気過熱で域内平均よりも高いインフレ状態にある国で賃金抑制政策や生産性を高める構造改革が打ち出されることが期待された。そうした自助努力が進むことによって、経済発展が遅れていた域内後進国が域内先進国にキャッチアップし、域内のインフレは次第に収斂すると考えられたためである(実際にユーロ導入時の経済収斂基準にインフレ目標値を明記)。ところが、実際には住宅投資ブームで域内先進国より高い経済成長を実現していたアイルランドには海外から多額の資本が流入し、それがインフレ圧力を一層高めた(図4)。その結果、アイルランドでは実質金利がマイナスの状態が続き、不動産産業に注力するという政策路線が轢かれる中、不動産融資の急拡大に結びついた。

次に二つ目の金融特区の設立であるが、アイルランド政府はITと金融分野で海外から企業誘致するために1987年に国際金融サービスセンターを設立した。同センターでは法人税の特例措置(図5)をはじめ、利子・配当についての源泉非課税などの優遇措置が実施された。こうした優遇措置が奏功し、外資企業の誘致に成功。世界の投資マネーがアイルランド経由で欧米資本市場に再投資されるようになり、その結果、アイルランドの対外資産・負債は同国GDPの10倍以上の規模で膨れ上がった(図6)。

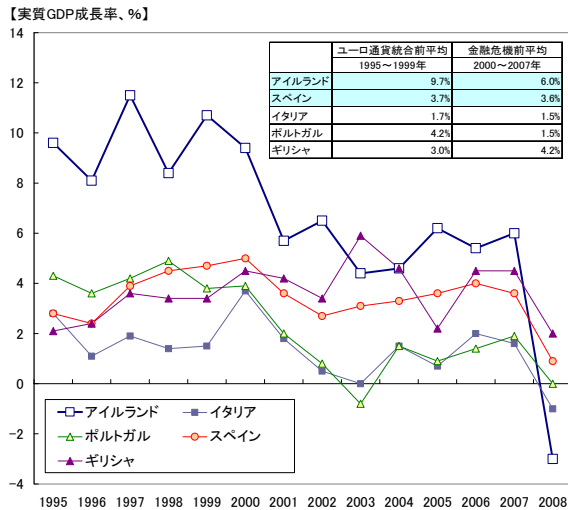
このように、アイルランドの金融部門は住宅バブル形成等によって急速に資産規模を拡大させたが、重要なのは、住宅バブル発生原因がユーロの制度的な歪み(インフレと政策金利のミスマッチ)にあり、他国も同様の歪みに直面しているということである。事実、スペインでも同じ理由でバブルが発生した。つまり、この歪みを解消しない限り、抜本的な解決にはならない。今後、ユーロ圏各国政府の対応およびEU首脳会議等での政治決断に注目したい。(2011年2月22日記)

図1：一人当たり GDP (購買力平価基準)



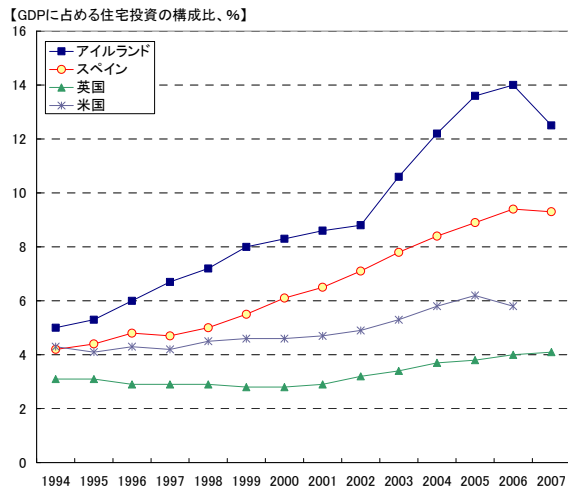
出所：世界銀行より三菱UFJ信託銀行作成

図2：実質 GDP 成長率 (1995年～2008年)



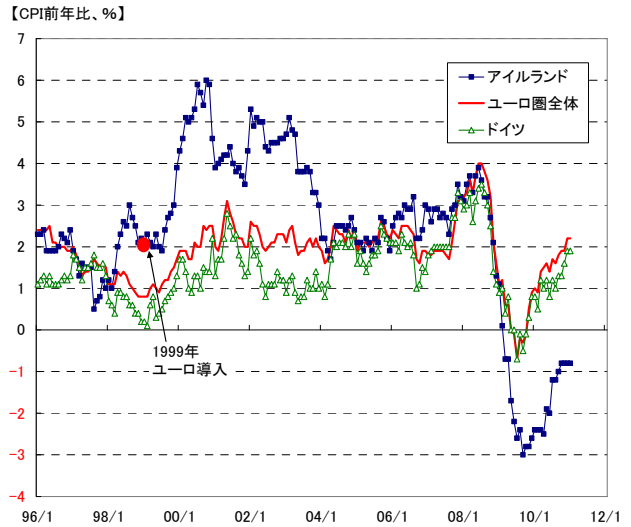
出所：OECDより三菱UFJ信託銀行作成

図3：GDPに占める住宅投資の割合



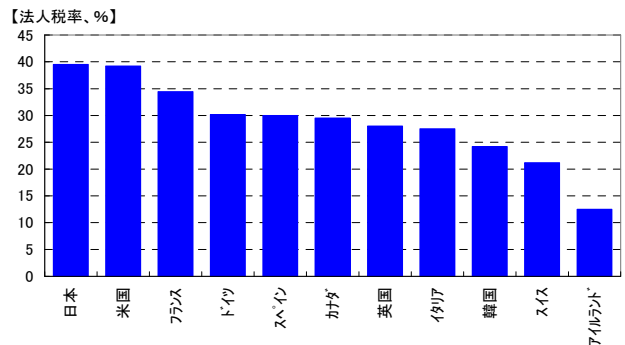
出所：OECDより三菱UFJ信託銀行作成

図4：ユーロ圏のインフレ動向



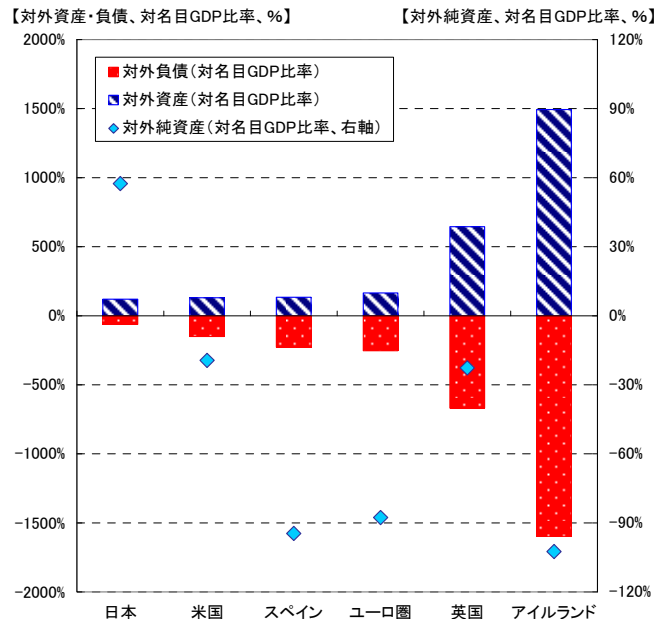
出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

図5：主要国の法人税率の状況 (2010年時点)



出所：OECDより三菱UFJ信託銀行作成

図6：対外純資産動向 (2009年度)



出所：EcoWinより三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）