

Newsletter



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

ポルトガル経済の現状と展望

～ギリシャ問題の波及は避けられるか？～

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>

- ポルトガルはアイルランド、スペインに次ぎ、2014年5月にトロイカ金融支援¹から卒業した。その後もおおむね順調な回復を続けてきた。
- ポルトガルの成長率は、ユーロ導入以来ほぼユーロ圏平均を下回ってきた。特にユーロ・ソブリン危機が深刻化した2011-2012年には厳しい落ち込みを示した。競争力を回復すべく構造改革を進行中。欧州委員会による2015、2016年の成長率見込みは、ユーロ圏平均並み。しかし、中期的に成長を維持するにはさらなる改革が必要であろう。
- 2014年10月に公表された欧州中央銀行（ECB）の包括査定の結果、ポルトガルの銀行で不合格となったのは1行のみ。
- 今秋に議会選挙が予定されている。現在は中道右派の社会民主党と民衆党の連立政権が治めている。世論調査では最大野党で中道左派の社会党が与党連合を一步リードしており、接戦が予想される。政権交代があっても、構造改革路線が大きく変更されるリスクは小さい。
- 仮にギリシャがユーロ離脱（Grexit）に至った場合、ユーロ金融市場が動揺する可能性は否定できない。その場合、ポルトガルはもっとも影響を受けやすい国の一つである。しかし、ユーロ危機を通じて、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、金融市場を通じたポルトガルへの影響は限定的とみられる。

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。

<本文>

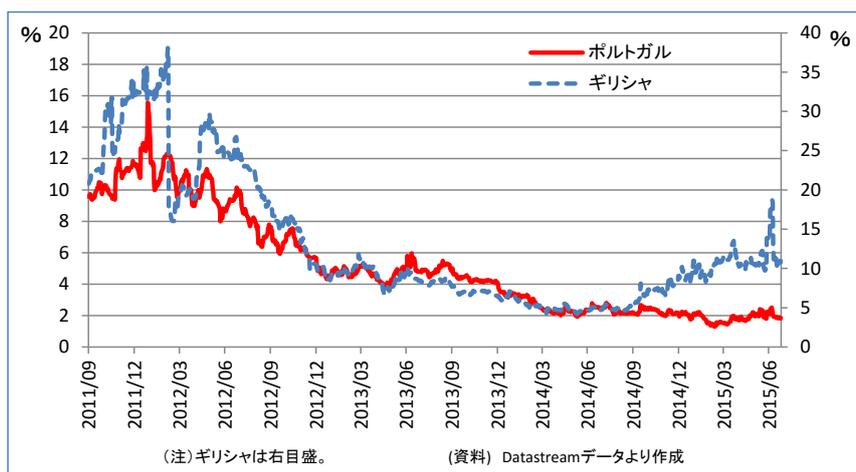
1. ポルトガル経済の現状

トロイカ支援からの卒業

ポルトガルは2011年にトロイカ支援を受けたポルトガルは、2014年5月に支援から卒業した。アイルランド、スペインに続く、支援プログラムの卒業成功例第3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）。

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2月からは10年物国債の入札が再開され、金融市場への復帰を果たした。2015年7月23日に行われた国債入札（満期2020年、2037年、目標発行額10-12.5億ユーロ）では、ギリシャ問題で市場が不安定化するなかでも、応札額が目標額を上回り、15億ユーロの発行に成功した。

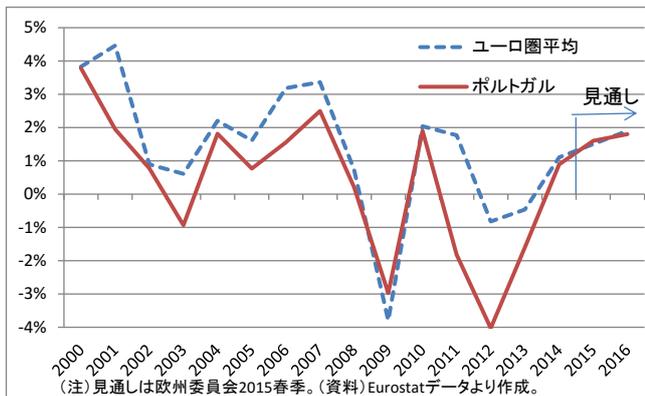
ようやく回復に転じた GDP

2015年第1四半期のGDP成長率は季節調整済前期比0.4%と、ほぼユーロ圏の平均並みの数値であった。ユーロ導入後のポルトガルの実質成長率はこれまでおおむねユーロ圏平均を下回ってきた。特に2010年以降のユーロ・ソブリン危機で大きく下押しさ

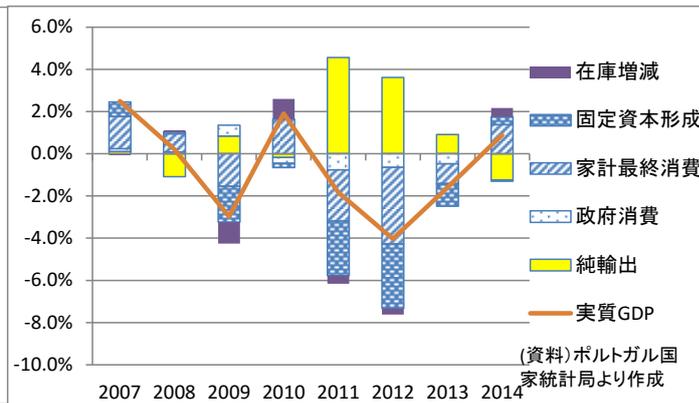
れ、厳しい財政緊縮・構造改革を余儀なくされたことも加わり、2011-2012年にかけて成長率は大きく落ち込んだ。2013年後半以降は回復に転じ、2014年には4年ぶりのプラス成長を記録した。欧州委員会の見通しによれば、2015、2016年にはユーロ圏平均並みの成長を維持する見込みとなっている（図表2）。

部門別寄与度でみると、2011、2012年にはEUからの支援の条件でもあった厳しい緊縮政策を受けて、個人消費、固定資本形成、政府消費といった内需が大きくマイナスとなったが、輸出の堅調、輸入の大幅減少により、外需が経済を下支えしていたことがわかる。2014年には雇用情勢の改善、年後半からの原油安などを受けて、消費者心理が改善し、個人消費がようやく回復に転じ、投資もわずかながらプラスとなった（図表3）。

図表2：ポルトガルの実質 GDP 成長率



図表3：実質 GDP 成長の部門別寄与度



マクロ経済不均衡には改善がみられるが、ストック・ベースの不均衡は残る

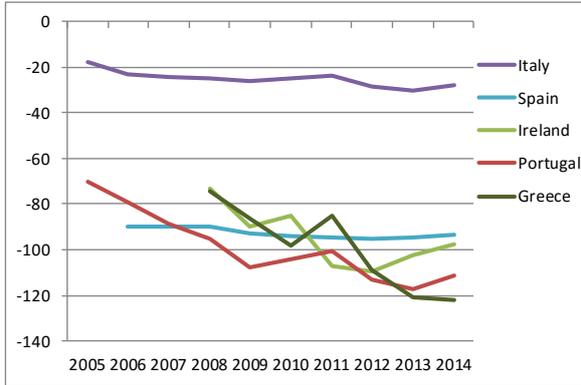
図表4はポルトガルの主要なマクロ経済指標の推移を、ユーロ圏の問題国とされているGIIPS（ギリシャ、アイルランド、イタリア、スペイン）各国と比較してみたものである。

GIIPS各国が構造改革を進め、厳しい緊縮政策を強いられた結果、財政収支、民間債務の増減など、フローの指標でみた不均衡は、順調に改善していることがわかる（図表4-4,4-6）。

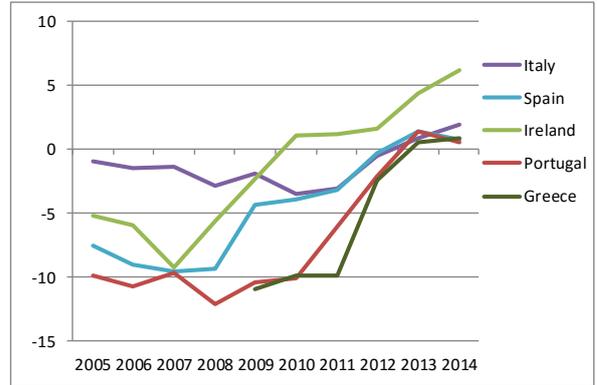
対外面では、ポルトガルは、他のGIIPS諸国と比較すると、ユニット・レーバー・コストの上昇は抑えられていたため、調整は小幅なものにとどまった（図表4-8）。競争力の改善を受けて、経常収支赤字も黒字に転じた（図表4-2）。しかし、ポルトガルは十分な競争力を持つ輸出産業に乏しいため、経常収支赤字の縮小は主として輸入の減少によるものであった。

図表 4 : GIIPS 各国の主要マクロ経済指標

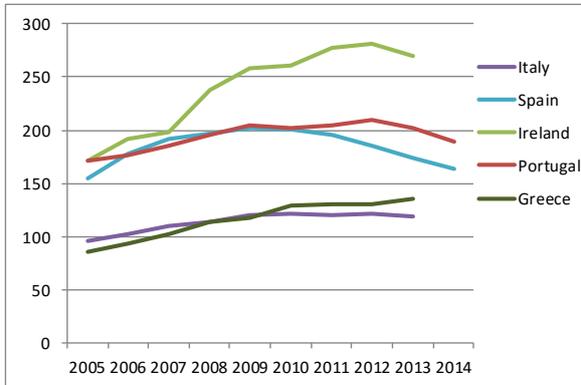
1. 対外投資ポジション (GDP比、%)



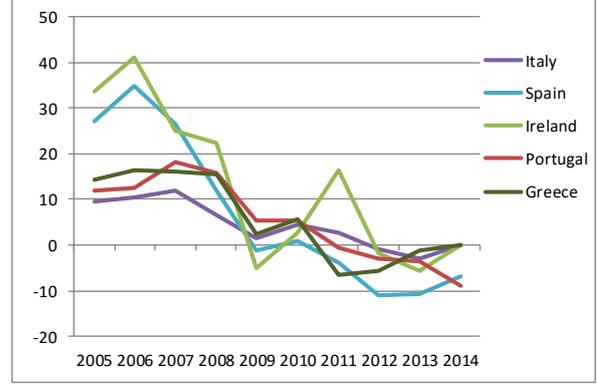
2. 経常収支赤字 (GDP比、%)



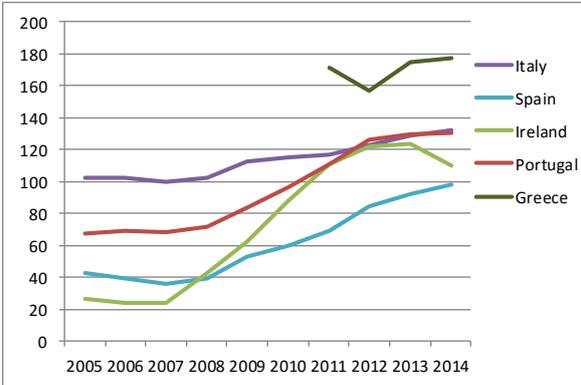
3. 国内民間債務 (GDP比、%)



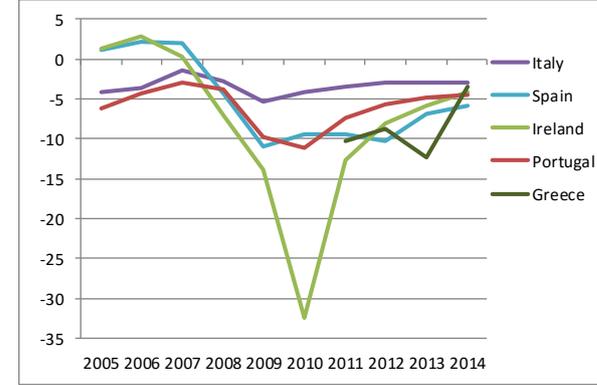
4. 民間債務 (フロー、GDP比、%)



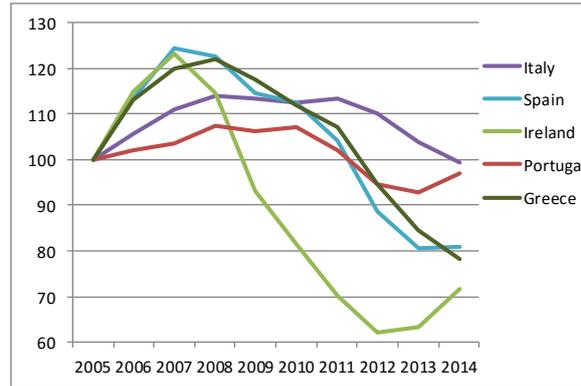
5. 政府債務残高 (GDP比、%)



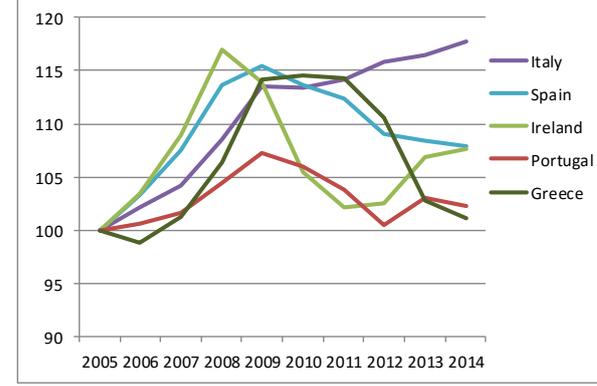
6. 財政収支 (GDP比、%)



7. 住宅価格 (2005=100)



8. ユニット・レーバークスト (2005=100)



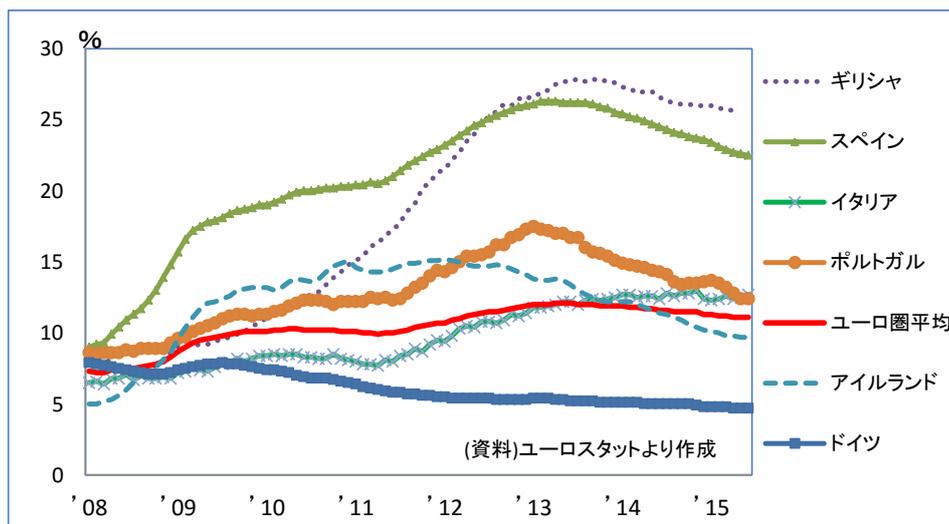
(資料) ユーロスタットより作成

以上のように、フロー面では大きく改善がみられたものの、これまで積みあがったストック面での不均衡を改善するのは容易なことではない。対外投資ポジション、民間部門債務残高、政府債務残高などの指標はいずれもピークを打ったものの、依然として高水準にある（図表 4-1,2,3）。他の GIIPS 諸国も同様であるが、国別にみると、ポルトガルはおおむねギリシャに次いで高い。

一方、ポルトガルの住宅価格は、アイルランドやスペインなどのような高騰がみられなかったため、他と比較すると小幅調整に終わり、すでに下げ止まり、緩やかながら回復に向かっている（図表 4-7）。

失業率は 2013 年には 17.5%にも達したが、景気回復に伴い順調に低下してきた。2015 年 6 月には 12.4%に下がっている（図表 5）。

図表 5：ユーロ圏各国の失業率

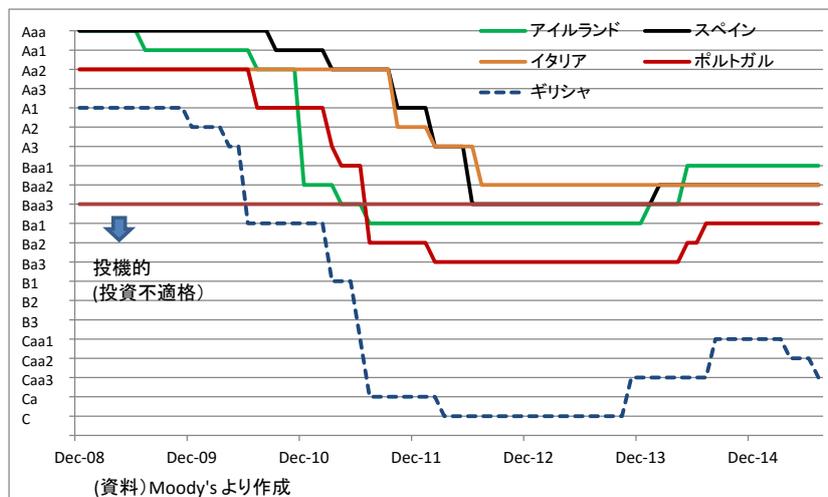


格付けは上方修正

こうした成長回復、財政改善を背景に、ムーディーズ (Moody's) は 2014 年に 2 回に亘ってポルトガルの格付けを上方修正した（図表 6）。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P)、フィッチ・レーティングスなど他の国際的な格付け会社も同様の対応をしている。

格付け修正、低金利環境を背景に、2015 年 3 月ポルトガル政府は、IMF からの支援につき、66 億ユーロ（残高の 22%）を前倒しで返済した。今後も 18 億ユーロの前倒し返済を実行する予定としている。

図表 6 : 各国のソブリン格付け (Moody's 社)



金融セクターの動向

ポルトガルの銀行のうち、2014年10月に結果が公表された ECB 包括査定で資本不足が指摘されたのは、調査対象3行のうち Banco Comercial Portugues, S.A.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11億ユーロとされた。同行は2015年6月に市場からの調達による資本増強を行った。

ECB のストレステスト結果で見る限り、Banco BPI, S.A. と Caixa Geral de Depósitos, S.A. 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。

図表 7 : ECB による包括査定結果

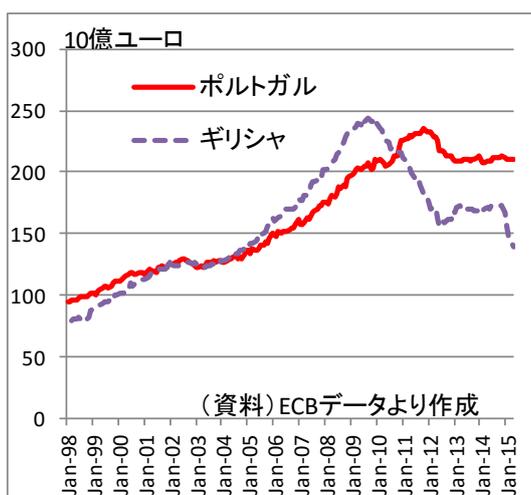
	総資産 (百万 ユーロ)	自己資本比率				必要資本額 (百万 ユーロ)	不良債権 比率
		2013末	Asset Quality Review	ベースライン	アドバース シナリオ		
○Banco Comercial Português, SA	82,006	12.2%	10.3%	8.8%	3.0%	1,137	15.5%
Banco BPI, SA	40,025	15.3%	15.2%	14.9%	11.6%	0	6.3%
○Caixa Geral de Depósitos, SA	101,506	10.8%	10.4%	9.4%	6.1%	0	16.5%

(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

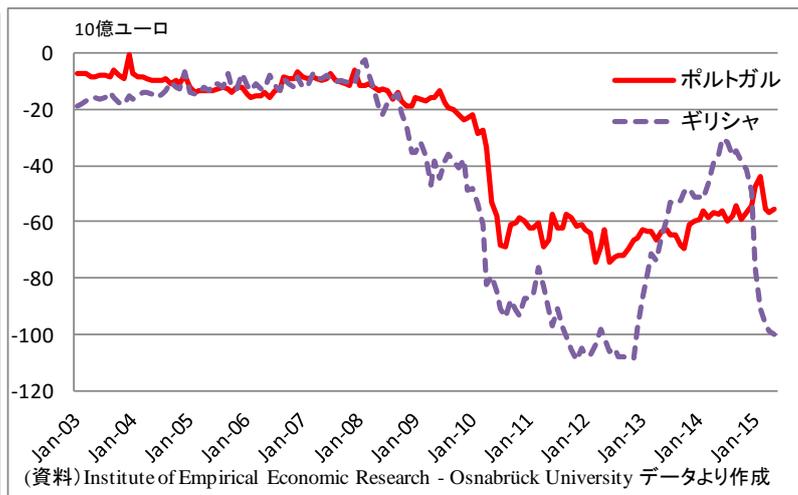
図表 8 は銀行預金残高(金融機関・中央政府を除く)の推移をみたものである。ポルトガルの銀行部門は2011年に預金流出がみられたが、2013年初あたりをボトムに下げ止まりがみられる(直近データは2015年5月)。図表 9 はユーロの決済システムである

TARGET II に対する国別の資産・負債残高をみたものである。預金流出にみまわれたポルトガルの銀行部門が、流動性を確保するため、中央銀行を通じてユーロ決済システムに対して債務を負ってきた姿が窺える。TARGET II に対する債務も 2012 年半ば以降はほぼ横ばいとなっている。

図表 8：銀行預金残高



図表 9：TARGET II システムの残高



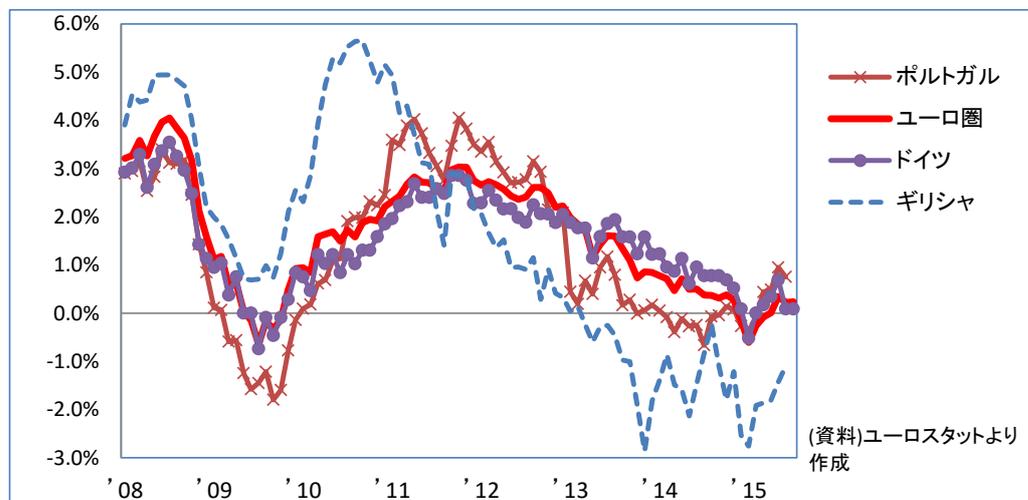
2. 今後の見通し・残るリスク

ユーロ圏のデフレ懸念

ポルトガルの消費者物価は 2014 年 2 月から 8 月まで半年以上にも亘って前年割れが続いた後、前年比プラスとなったが、2014 年末から 2015 年初にかけて再び前年比マイナスを記録した。2015 年 3 月以降はプラスに転じ、6 月には前年比 0.8% となった (図表 10)。

ユーロ圏平均でも、消費者物価は、2014 年末から 2015 年初めにかけて前年割れを記録した。景気についてもドイツを中心に弱めの指標が続いていたこともあって、ユーロ圏がデフレに陥るのではないかとの懸念が一時高まった。

図表 10：ユーロ圏各国の消費者物価（前年比変化率）

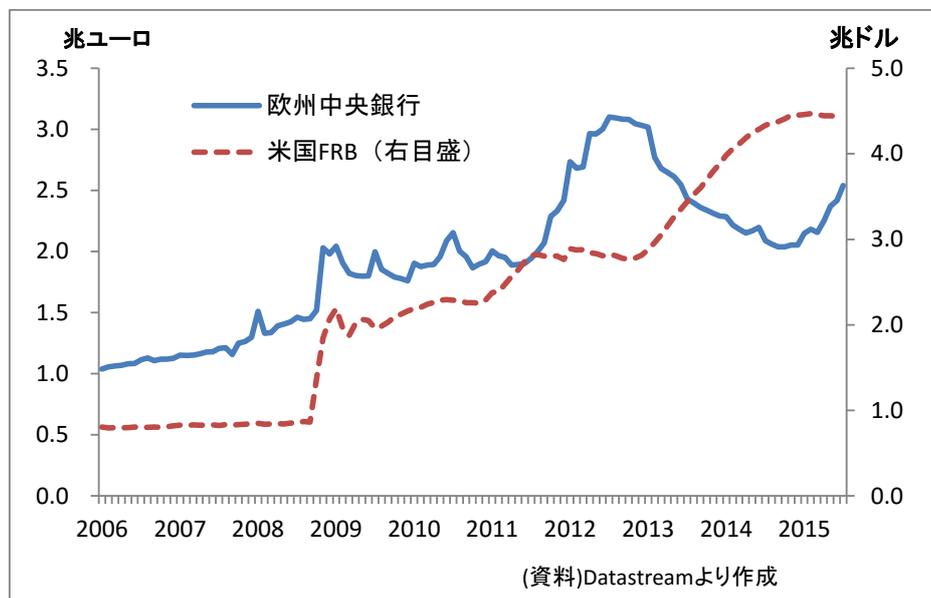


こうした状況に対し、ECBは2015年1月、拡大債券買い取りプログラム（欧州版量的緩和：QE）の開始を発表した²。同プログラムは3月から開始され、7月24日現在、証券購入残高は、第3次カバードボンド購入プログラム1,016億ユーロ、資産担保証券購入プログラム95億ユーロ、公的部門購入プログラム2,379億ユーロとなっている。この結果、ECBのバランスシートも2.5兆ユーロを超える水準まで回復してきた（図表11）。

ECBの対応や、原油・食品価格の下げ止まりもあって、ユーロ圏の消費者物価はプラスに転じ、2015年7月には前年比+0.2%となった。各国の経済動向は依然厳しいながらも改善に向かいつつあることもあって、消費者心理にも改善がみられ、ユーロ圏全体がデフレに陥るのではないかと懸念は薄らいできている。

² 欧州版量的緩和については、2015/2/14IIMA ニュースレター「ユーロ圏経済の動向～ギリシャ不安再燃に揺れるユーロ圏経済」http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2015/NL2015No_6_j.pdf 参照

図表 11：欧米中央銀行の総資産



ポルトガル議会選挙

ポルトガルでは2015年10月4日に議会選挙が予定されている。ポルトガルは一院制議会、総議席数は230、任期4年、全国21の選挙区での名簿による比例代表制の選挙となる。2011年の総選挙以来現在まで、第1党の中道右派の社会民主党(PSD、現議席数108)が第3党の民衆党(CDS-PP、同24)と連立を組んで政権を取っている。

世論調査では、連立与党は厳しい緊縮政策が嫌気され、第2党で最大野党の社会党(PS、同74)に大きく水をあげられてきたが、7月半ばに行われた直近の調査では、PS 38%に対し、連立与党 37.8%と肉薄してきている。

1970年代のカーネーション革命以来40年間の民主主義体制のなかで、この主要3党のいずれかが政権に関わってきた。直近の世論調査でもこの3党以外の党が躍進する姿は確認できない。ギリシャのSyriza(与党第1党)やスペインのPodemosのような反緊縮、反EUを前面に打ち出した政党がプレゼンスを高め、構造改革路線が大きく変更されるリスクは小さいといえよう。

ギリシャのユーロ離脱(Grexit)の場合のポルトガルへの影響

ギリシャのEUとの支援交渉を巡る混乱がユーロ金融市場に影響を与えている³。7月

³ 最近のギリシャ情勢については、2015/7/14付けIIMAの目「ギリシャ金融支援交渉を巡る混乱が示すユーロの欠陥」http://www.iima.or.jp/Docs/column/2015/0714_1_j.pdf参照。

13 日ユーロ圏首脳会議は徹夜の会議の後、一定の条件のもとで支援交渉を再開することでようやく合意に達した。7月28日よりギリシャとEUとの支援交渉が再開された。まだ課題は山積みであり、ギリシャのチプラス政権は国内をまとめることができるのか、構造改革の実行に責任を持てるのか、不透明要因は多く、交渉の行方に楽観はできない。

Grexit のリスクは高くはないとみられるが、仮にギリシャとEUの今後の交渉が頓挫し Grexit に至った場合、ユーロ金融市場が再び動揺するリスクは否定できない。その場合、ポルトガルはもっとも影響を受けやすい国の一つである。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（EU共通のセーフティネットとしてのESM、ECBによる国債購入プログラム：OMTなど）も拡充されてきており、金融市場を通じたポルトガルへの影響は限定的とみられる。特に先ごろ欧州司法裁判所がECBのOMTは合法との判決を出し、ECBによる国債買い取りが正当化された⁴。このためECBの危機対応能力に対する懸念が薄らいだ。

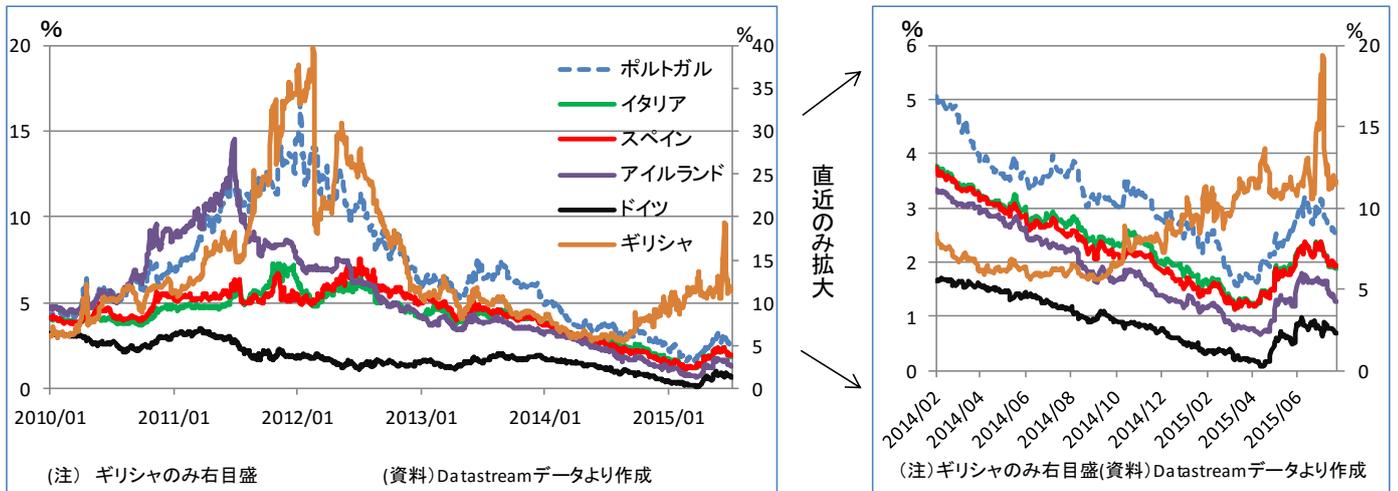
また、これまでの金融市場の動きをみる限り、他の債務問題国への影響も限定的である（図表12）。足下では、ユーロ圏の政府債務問題国の10年物国債利回りは、ギリシャを除くと、市場参加者が財政の持続可能な水準の目安とみなす7%を大きく下回っている。なお、ギリシャについては2014年夏場以降、政局不安から債務問題を巡る懸念が再燃し、国債利回りは上昇（国債価格は下落）している。

4 2015年6月16日、欧州司法裁判所（ECJ：Court of Justice of the European Union）は、ECBの国債買い取りプログラム（OMT：Outright Market Transaction）について、EU法に違反していないとの判断を公表した。

OMTは2次市場で満期まで1-3年の国債を買い取るというプログラムで、金融支援を受けて、構造改革プログラムを履行している国が対象。2012年9月のECB政策理事会で導入が決定されて以来、これまで一度も実行されたことはない。しかし、当時のドラギ総裁の、「ユーロを守るためにECBの権限内で何でもする」との発言とあいまって、ユーロ崩壊を懸念して混乱していた市場に安心感を与えるものであった。

ドイツ連邦準備銀行はそもそも当初からOMT導入に反対の立場を明らかにしていた。こうしたなか、ドイツの憲法裁判所に複数のドイツ人学者・議員などのグループにより「OMTは違憲」との訴訟がなされ、2014年2月ドイツ憲法裁判所は、「OMTはECBの権限を逸脱していると思われる」と指摘しつつ、「EU法に違反しているかどうかの判断は欧州司法裁判所に付託する」との判決を出した。今回のECJの判決はこのドイツ憲法裁判所からの付託を受けて行ったもの。今回の判決を受けて、これまであいまいであったECBの「最後の貸し手としての役割」が改めて確認されたとみられている。

図表 12：ユーロ圏各国国債利回り(10年債)



以上のように、Grexit の場合でもユーロ圏の他国への波及は限定的なものにとどまるとみられる。ただし、Grexit が起こった場合、ユーロからの脱落の初めてのケースとなり、ユーロ・システムには脱落がありうることを示す結果となる。短期的には ECB や EU の対応によりポルトガルを始めとした他国への波及を避けられても、中長期的に同様な問題が起こるリスクの芽を生むことになる。その意味からも欧州のリーダー達の Grexit 回避にむけての努力が望まれる。

【参考文献】

- IMF, “World Economic Outlook”, Apr. 2015
- European Commission, “Alert Mechanism Report 2015”, Nov. 2014
- OECD, “Economic Outlook”, May 2015
- OECD, “Economic Survey Portugal” Oct. 2014
- IMF, “Portugal 2015 article IV consultation”, May 2015
- IMF, “Portugal: Selected Issues”, May 2015
- Banco de Portugal, “Financial Stability Report”, May 2015
- Banco de Portugal, “Projections for the Portuguese economy”, June 2015

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、すべてお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>