

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

～金融セクター、政治動向、依然高い官民の負債がリスク～

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>

- ▶ ポルトガル経済は、銀行システムの脆弱性、官民の債務残高の大きさ、低成長という相互に関連しあう問題を抱えている。同国経済の中期的なサステナビリティはこれらにいかに対処するかにかかっている。政府は欧州連合（EU）の不均衡是正手続きにのっとり財政再建を進めるとともに、労働市場などの構造改革を進め、潜在成長率の引き上げを図っている。
- ▶ ポルトガルの成長率はユーロ導入以来概ね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。2014 年によろやくプラス成長となり、その後も緩やかな回復が続いた。2017,2018 年とも回復が続くが、依然としてユーロ圏平均を下回る低成長となる見込み(欧州委員会)。
- ▶ ポルトガルの銀行セクターは①高い不良債権比率、②低金利環境下での低収益性継続、③拡大するソブリン・スプレッドなど課題を抱えている。追加財政負担の可能性も否定できず、銀行システムの脆弱性と財政赤字の「負の連鎖」のリスクが残る。
- ▶ ギリシャの財政再建、イタリアの銀行問題、難民受け入れ・テロの頻発・英国の EU 離脱問題を背景とした各国の反 EU 政治勢力の台頭など、ユーロ金融市場を揺るがす可能性のある問題は依然多い。仮にユーロ金融市場の動揺があった場合、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が拡充されてきており、金融市場を通じた影響は限定的とみられる。

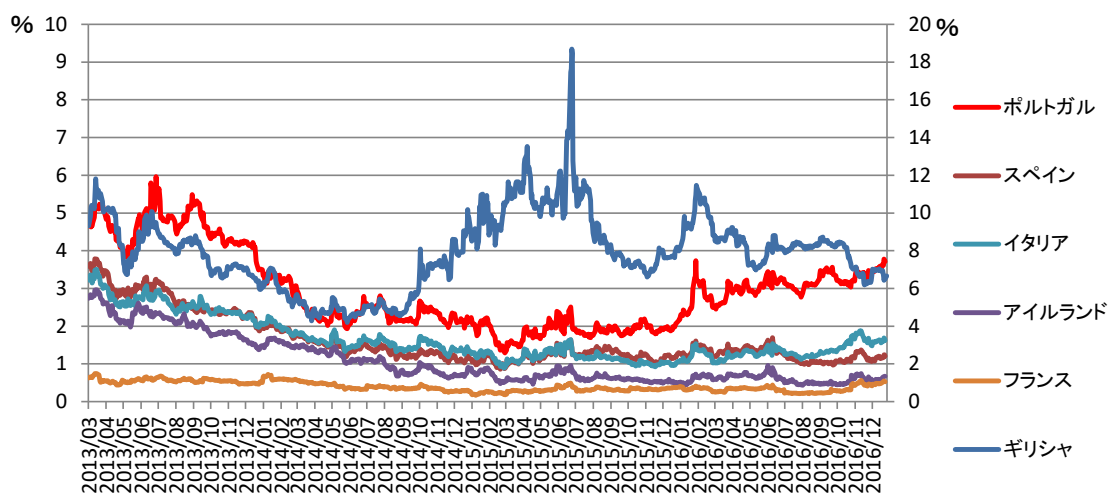
<本文>

1. ポルトガル経済の現状と見通し

トロイカ支援¹からの卒業

ポルトガルは2011年に総額780億ユーロのトロイカ支援を受けた。その後は構造改革を進め、2014年5月に支援から卒業し、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。

図表1：ドイツ国債との利回りスプレッド(10年物国債)



(注) ギリシャのみ右目盛 (資料) Thomson ReutersデータよりIIMA作成

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)。なお、2015年12月頃からスプレッドの再拡大がみられるが、これは10月に行われた選挙後の政治的混乱(詳細は後述)を反映したものと考えられる。それでも直近の10年物国債利回りは4%弱の水準にとどまっており、ユーロ危機時のピーク17.4%と比べると様変わりである。

景気回復は続くが、そのペースは緩やか

1999年のユーロ導入後、ポルトガルの実質成長率は概ねユーロ圏平均を下回ってきた。2004年に東欧諸国を中心とした10カ国がEUに加盟したことも、労働集約的な産業での競争激化という形でポルトガル経済を下押ししたとみられる。さらに2010年以

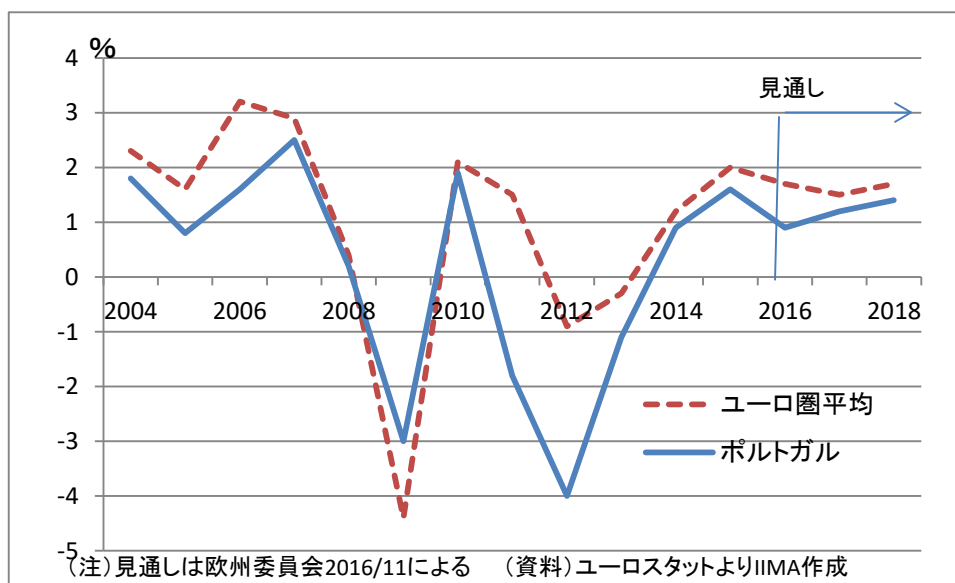
¹ 欧州連合(EU)、欧州中央銀行(ECB)、国際通貨基金(IMF)の三者による協調支援。

降のユーロ・ソブリン危機で、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年後半以降はようやく景気回復に転じ、2014年には+0.9%と4年ぶりのプラス成長を記録した（図表2）。四半期ベースで見ると、2015年入り後は若干減速がみられたが、2016年第3四半期の実質GDP成長率は前年比1.6%と、1年半ぶりに伸びが高まった（図表3）。

欧州委員会の見通し（2016年11月発表）によれば、ポルトガルの2016年の成長率は+0.9%と2015年の1.6%から低下するが、2017、2018年には1.2%、1.4%と緩やかな回復を続ける見込みである。なお、ポルトガルの成長率は2017、2018年ともユーロ圏平均を下回る見通しとなっている。IMFの10月時点での見通しでも、ポルトガルの成長率は緩やかで、GDPギャップはマイナスが続き、解消されるのは2021年と見込まれている。

図表2：ポルトガルの実質GDP成長率（年データ）

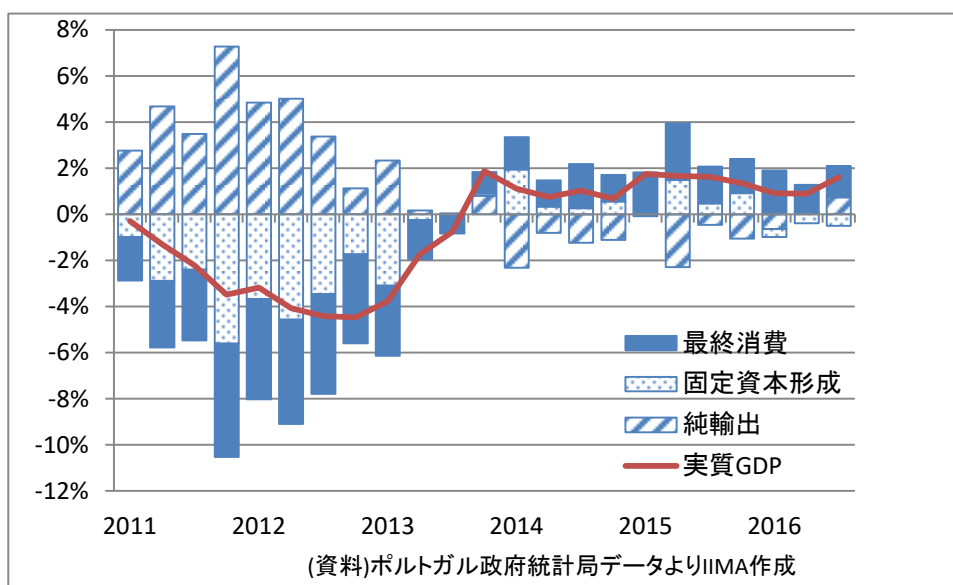


経済成長への部門別寄与度（図表3）をみると、2011、2012年にはトロイカ支援の条件でもあった厳しい緊縮政策を受けて、個人消費、固定資本形成、政府消費といった内需が大きくマイナスとなったが、輸出の堅調、輸入の大幅減少により、外需が経済を下支えした。2014年には雇用情勢の改善、原油安などを受けて、消費者心理が改善し、個人消費がようやく回復に転じ、投資もわずかながらプラスとなった。しかし、足下では投資

がマイナスになり、輸出が中国、アンゴラ向けを中心に減速するなか、底堅い消費が成長を支える構図になっている。今後、債務負担を抱える家計の消費が失速するリスクが残る。

また中期的には、高齢化が進むポルトガルにとって成長力を高めることが課題であり、労働市場の改革による、労働参加率の引き上げ、労働者の質向上による生産性引き上げなどが求められている。

図表 3：ポルトガルの実質 GDP 成長の部門別寄与度（前年比）



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 EU から支援を受けた各国²のマクロ経済不均衡を示す指標である。2011 年時点と 2015 年時点を比べてみると、不均衡を示す表の網掛け部分が減り、多くの点で改善がみられる。しかし、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。他の GIIPS 諸国（ギリシャ、アイルランド、イタリア、スペイン）も同様であるが、国別にみると、ポルトガルは概ねギリシャに次いで高い。

一方ポルトガルの住宅価格は、危機前に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、その後の回復も緩やかである。

² イタリアは EU から財政支援を受けていないが、不均衡を抱えた問題国の一つとして、本表に加えてある。

図表 4:GIIPS 諸国のマクロ経済不均衡の指標

MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード2015

	対外不均衡および競争力					国内不均衡						雇用指標		
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	民間部門のクレジット(フロー：GDP比)	民間部門の債務 (GDP比)	一般政府債務 (GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率(1年、%)	労働参加率(3年間の変化%ポイント)	長期失業率(3年間の変化%ポイント)	若年失業率(3年間の変化%ポイント)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2PP	0.5PP	0.2PP
アイルランド	4.7	-208.0	-5.9	38.3	-18.1	8.3	-6.7	303.4	78.6	11.3	9.5	0.8	-3.7	-9.5
ギリシャ	-1.2	-134.6	-5.5	-20.6	-11.1	-3.5	-3.1	126.4	177.4	26.3	15.7	0.3	3.7	-5.5
スペイン	1.3	-89.9	-2.9	-3.5	-0.7	3.8	-2.7	154.0	99.8	24.2	-2.1	0.0	0.4	-4.6
イタリア	1.5	-23.6	-2.2	-8.9	1.5	-2.6	-1.7	117.0	132.3	12.2	1.7	0.5	1.3	5.0
キプロス	-4.1	-130.3	-6.2	-16.8	-10.5	2.9	4.4	353.7	107.5	15.7	2.8	0.4	3.2	5.1
ポルトガル	0.7	-109.3	-2.8	2.8	0.0	2.3	-2.3	181.5	129.0	14.4	-1.6	0.0	-0.5	-6.0

(注) * 閾値の上段：ユーロ圏、下段：非ユーロ圏。網掛けは閾値を超えるもの。(資料) EurostatデータよりIIMA作成

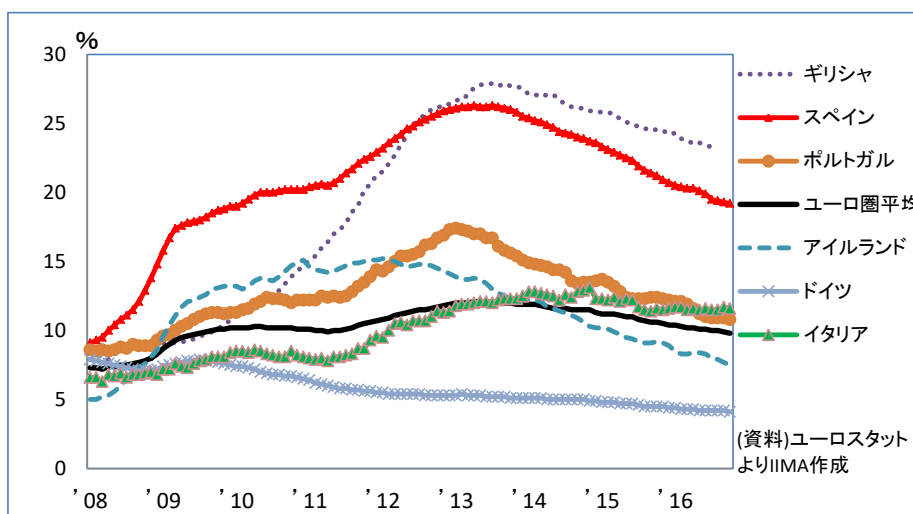
MIPスコアボード2011

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	民間部門のクレジット(フロー：GDP比)	民間部門の債務 (GDP比)	一般政府債務 (GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率(1年、%)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16.5%
アイルランド	0.0	-96	-9.1	-12.2	-12.8	-15.2	4	310	106	13.3	-0.6
ギリシャ	-10.4	-86.1	3.1	-18.7	4.1	-5.1	-5.5	125	171	13.2	-3.4
スペイン	-4.3	-91.7	-1.3	-7.6	-2.1	-10	-4.1	218	69	19.9	3.7
イタリア	-2.9	-20.6	-2.1	-18.4	4.4	-2	2.6	129	121	8.2	3.8
キプロス	-8.4	-71.3	-0.9	-16.4	8.8	-8.5	16.1	288	71	6.6	-0.2
ポルトガル	-9.1	-105	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7

(注) * 閾値の上段：ユーロ圏、下段：非ユーロ圏。網掛けは閾値を超えるもの。(資料) 欧州委員会資料よりIIMA作成

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。足下では 10.8%とユーロ圏平均 9.8%の近くまで下がっている (図表 5)。

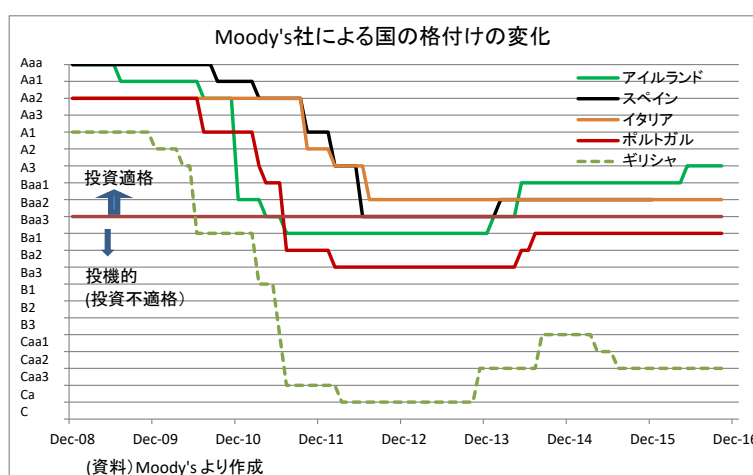
図表 5：ユーロ圏各国の失業率



主要機関の格付けは上方修正されたが、投資適格には至らず

成長回復、財政改善を背景に、ムーディーズ社は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。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。いずれもまだ投資適格には至っていない。なお2016年10月、カナダの格付け会社DBRSはポルトガルの格付けを、投資適格の最低水準（BBB相当）に据え置き、見通しを安定的とした。仮にDBRSが格下げを行ない、同国を投資不適格（BBB相当未満）とした場合、同国の国債はECBの資産購入プログラム（詳細後述）の購入対象から外される可能性がある。

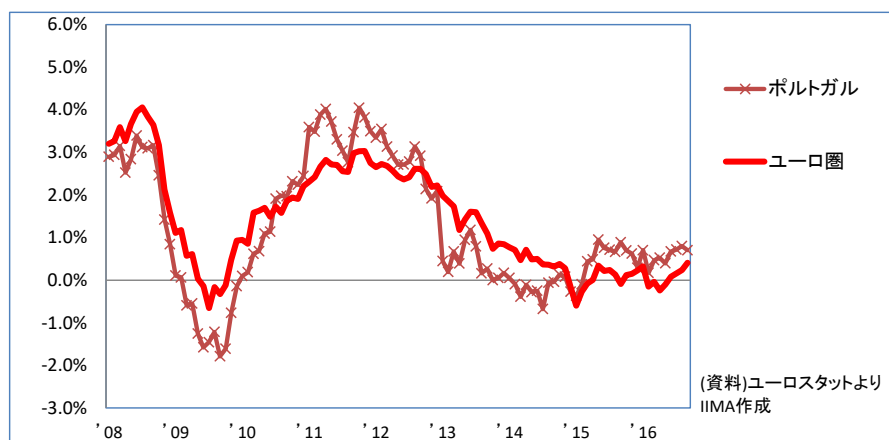
図表6：各国のソブリン格付け（ムーディーズ社）



物価動向

ポルトガルの消費者物価は2014年から2015年初にかけて前年比マイナスとなったが、2015年3月以降はプラスに転じ、ユーロ圏平均を上回ってきた。2016年10月には前年比1.1%となった（図表7）。

図表 7：消費者物価の推移（ポルトガルとユーロ圏平均：前年比変化率）



金融政策

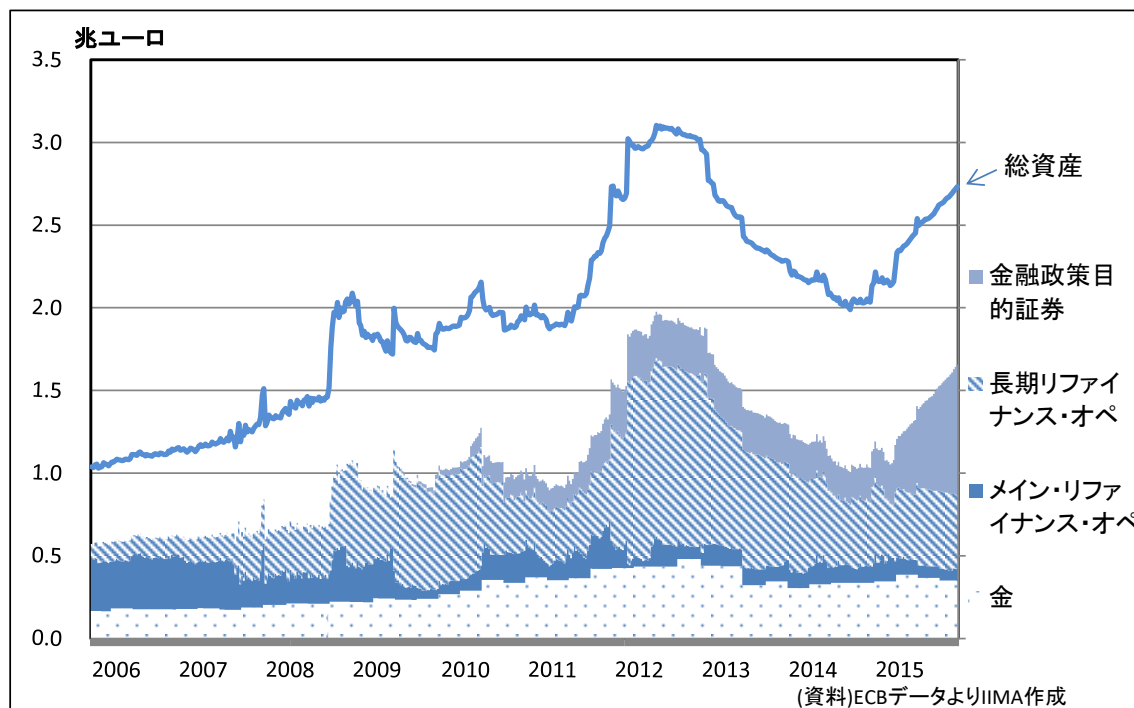
ユーロ圏全体として景気回復は持続し、インフレ率も低位ながら安定してきている（図表 7）。ユーロ圏全体がデフレに陥るのではないかという懸念は後退してきているとみてよいであろう。こうした状況のなか、ECB は 2016 年 12 月に拡大資産購入プログラム（Expanded Asset Purchase Programme：欧州版量的緩和とも呼ばれる）³について、①プログラム実施期間を 2017 年 12 月まで 9 カ月延長し、その後は必要に応じて期間延長も可能とする、②2017 年 4 月以降は資産購入額を現行の月間 800 億ユーロから 600 億ユーロに減額する⁴などを発表した。ECB 総裁は、理事会後の記者会見での「資産購入額の減少はテーパリング（量的緩和の秩序だった縮小）開始を意味するのか」という質問に対し、「ユーロ圏の経済情勢は依然として不透明感が強い。（中略）テーパリングは本日議論されなかった」とコメントした。資産購入プログラムは 2014 年 10 月から開始され（拡大資産購入プログラムは 2015 年 3 月開始）、2016 年 11 月末現在、同プログラムによる資産購入残高は、1 兆 4,768 億ユーロ⁵となっている。この結果、ECB の資産残高も 3.5 兆ユーロを超える水準にまで拡大してきている（図表 8）。

³ 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

⁴ 資産購入額は 2015 年 3 月～2016 年 2 月までは月間 600 億ユーロ、2016 年 3 月からは同 800 億ユーロに増額された。

⁵ 内訳はカバードボンド 2,027 億ユーロ、資産担保証券 225 億ユーロ、社債 472 億ユーロ、公的部門債 1 兆 2,044 億ユーロ。

図表 8：欧州中央銀行の資産構成



2. 残るリスク

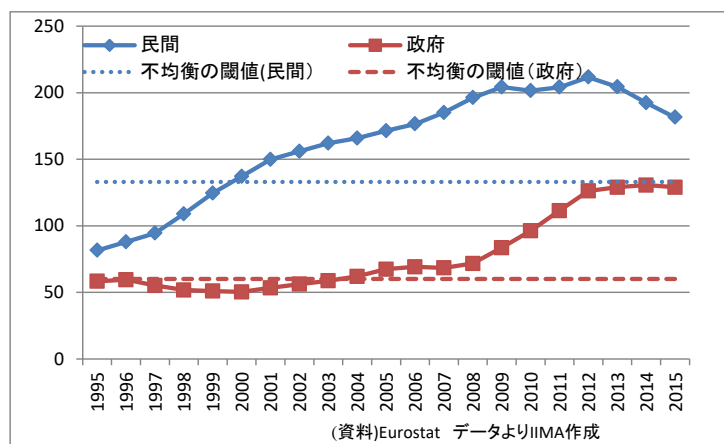
官民の抱える債務残高

民間部門の債務は、企業部門のリストラの進捗によって着実に負担が軽減されてきたが、それでも依然として欧州委員会が定めた EU の不均衡是正手続きでの閾値を超えている（図表 9）。

一方政府債務については、緊縮財政による財政再建努力が続けられてきたが、GDP 成長が緩やかにとどまっていることもあいまって、はかばかしい改善はみられない。欧州委員会は 2016 年 7 月、ポルトガルの 2015 年の財政赤字が GDP 比 4.4%（うちファンシヤル国際銀行 BANIF 救済に関わる支出は 1.2%）と、安定成長協定で定められている 3% を超えたため、財政再建努力が不十分として、制裁金を課すことを勧告した。しかし、これを受けた EU 財務相理事会は、ポルトガルへの制裁措置は見送り、過剰財政赤字の是正期限を 2016 年に延長するとともに、追加財政緊縮措置の実施を求めた。

2017 年度予算では、間接税や不動産税新設など増税措置が盛り込まれたが、今後、財政再建と経済成長との両立をいかに実現するかが問われている。

図表 9：ポルトガルの官民の負債残高（GDP 比、各年末）



政治動向

ポルトガルでは、2015年10月に議会選挙が行われた。同国の議会は一院制で、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が行われている。選挙結果は、当時の連立与党であった中道右派の社会民主党（PSD）と民衆党（CDS-PP）の連合が、大きく議席を減らしたものの、第一党を確保し、社会民主党のコエーリョ首相が続投した。しかし、第2党となった社会党をリーダーとする左派は、左翼連合に共産党、緑の党を加えた左派全体で122議席と過半数を獲得し、2015年11月には新年度予算案を否決、事実上の内閣不信任となった。この結果、社会党党首コスタ氏を首相とする政権が誕生した。左派の各政党は連立政権入りを拒否、閣外協力にとどまり、結果として社会党による少数与党の政権が成立した。なお、2016年1月に実施された大統領選挙（任期5年）では、元社会民主党党首のマルセロ・レベロ・デ・ソウザ氏が勝利した。

コスタ政権は、左派の支持者である低所得者層を意識した福祉充実スタンスをとらざるをえないものとみられ、緊縮財政／構造改革路線が緩む懸念は依然残る。

図表 10：ポルトガル総選挙結果(2015年10月4日実施)

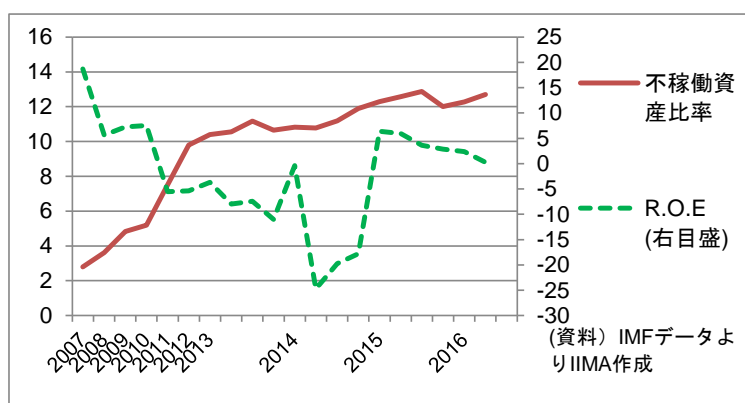
	議席数	前回比
社会民主党(PSD)/民衆党(CDS-PP)連合	107	▲25
社会党(PS)	86	+12
左翼連合(LB)	19	+11
共産党(PCP)/緑の党(PEV)連合	17	+1
その他	1	+1

(資料)ポルトガル内務省データよりIIMA作成

銀行セクター

ポルトガルの銀行セクターの不稼働資産比率（総貸出に占める比率）は、グローバル金融危機後急激に上昇し、2016年6月現在12.7%と、キプロス（47.0%）、ギリシャ（37.0%）、イタリア（17.5%）、アイルランド（15.0%）に次いで高い水準にある（図表11）。一方資本収益率をみると、ユーロ・ソブリン危機後はマイナスが続き、2015年からはプラスに転じたものの、2016年6月でも、0.3%と低迷している。

図表11：ポルトガル銀行セクターの不稼働資産比率と収益率（%）



(注)2012年までは年データ。2013年以降は四半期データ。

2014年8月には当時国内2位であった Banco Espírito Santo (BES) が健全資産を新銀行 Novo Banco に引き継ぐ形で精算され、新銀行の資本増強のため49億ユーロの財政資金が銀行整理基金を通じて使われた。2015年12月には BANIF 救済のために22億ユーロが財政から支出された。

現在ポルトガルの大手銀行として、単一銀行監督メカニズム (SSM) の下で ECB による直接監督を受けているのは以下の4行である。1位は国営ポルトガル貯蓄銀行 (CGD:Caixa Geral de Depositos)、2位 Banco Commercial Portuges (BCP)、3位 Novo Banco、4位 Banco BPI。

IMF は、主要銀行の不良債権の引当率（現在7割弱）を8割まで引き上げるのに、少なくとも35億ユーロ (GDP比2%) の追加資本が必要と試算している。低収益が続き、ソブリン・スプレッドが（歴史的にみれば低水準だが）2015年末以降拡大しているなかで、ポルトガルの銀行にとって自力での資金調達による資本増強は容易なことではない⁶。2016年12月には国有銀行 CGD の59~73億ユーロの政府による増資計画につい

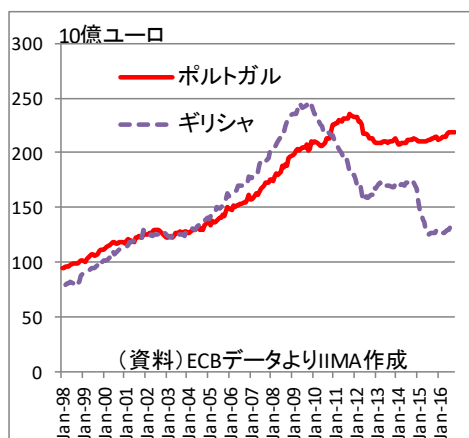
⁶ 報道によれば、国内2位の銀行 BCP は、2016年11月中国の復星国際から資本を受け入れ、同社が筆頭株主 (16.7%) となった。近く出資比率を23%にし、将来30%にまで増やす意向と報道されている。復星

て、ECB と欧州委員会から合意が得られたと公表された。ポルトガルの銀行システムの脆弱性と財政赤字の「負の連鎖」のリスクは依然残る。

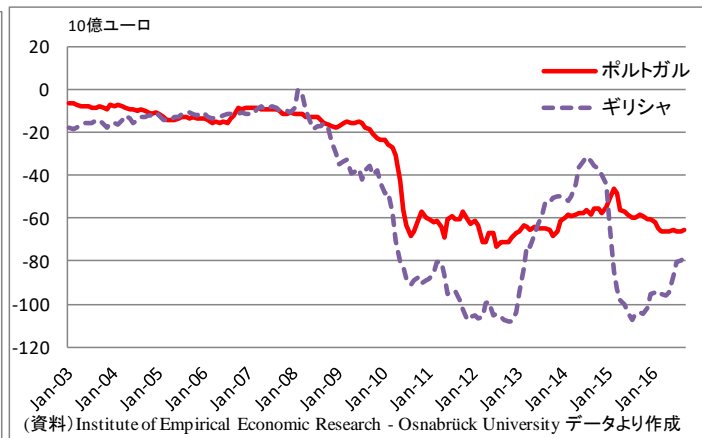
ポルトガルの銀行の不良債権は、非貿易財産業（建設・不動産など）の伝統的な企業向け貸出が中心である。こうした資産を整理し、新たな産業（貿易財産業やサービス業）に貸出を向けることは、銀行経営だけでなく、経済全体にとっても望ましい。

なお、図表 12 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 年初頃をボトムに下げ止まりがみられる（直近データは 2016 年 9 月）。図表 13 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 12：銀行預金残高



図表 13：TARGET II システムの残高



ユーロ金融市場を揺るがす可能性のあるさまざまな問題とポルトガルへの影響

ギリシャの財政再建、イタリアの銀行問題、難民受け入れ・テロの頻発・英国の EU 離脱問題を背景とした各国の反 EU 政治勢力の台頭など、ユーロ金融市場を揺るがす可能性のある問題は多く残る。仮にユーロ金融市場の動揺があった場合、ポルトガルはもともと影響を受けやすい国の一つである。

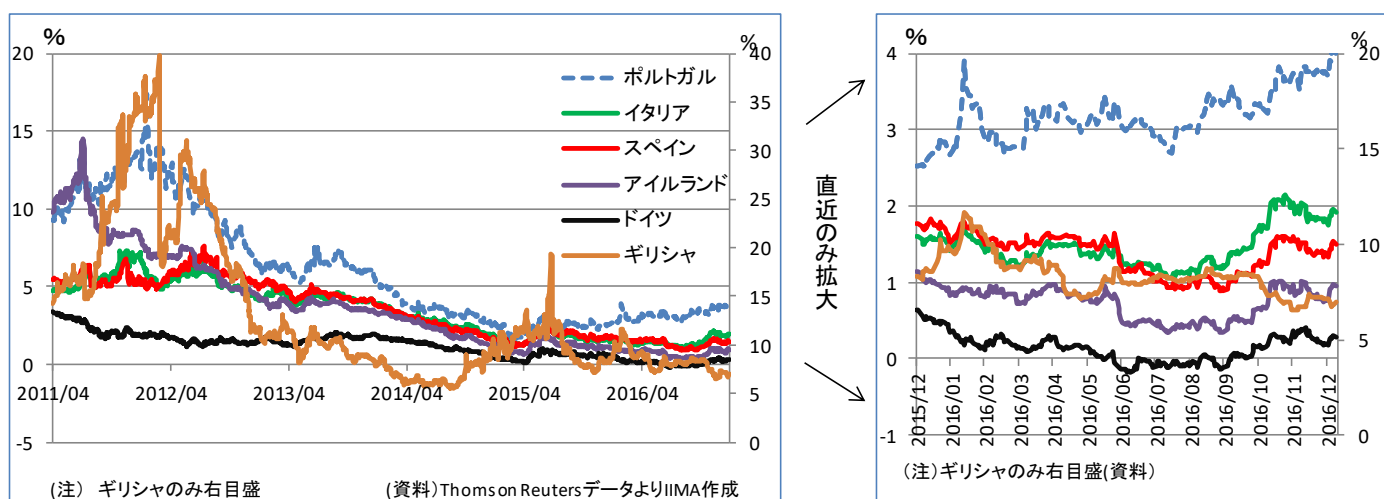
しかし、ユーロ債務国危機を通じて、EU 共通のセーフティネットとしての欧州安定

国際は、2014 年にポルトガルトップの保険会社（CGD の子会社が 100% 保有）の持ち分の 80% を買い取っており、ポルトガルの金融業界でのプレゼンスが大きくなっている。

メカニズム (ESM)、ECB による国債購入プログラム (OMT) など、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いる。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⁷。

また、これまでの金融市場の動きをみる限り、ギリシャ問題が悪化した時でも他の債務問題国への影響は限定的である (図表 14)。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。ECB による資産購入プログラムが功を奏しているとみられる。今後 ECB の量的緩和の出口が問題となってきたときに、ユーロ圏の国債市場が安定を保てるかどうかは重要な課題である。

図表 14 : ユーロ圏各国国債利回り (10 年債)



⁷ 前述のようにポルトガルの主要銀行の不良債権引当率を 8 割まで引き上げるのに、少なくとも 35 億ユーロの追加資本が必要との IMF の試算がある。一方、ESM の融資可能額は、現在全体で 3,730 億ユーロである。

【参考文献】

IMF, “World Economic Outlook”, Oct.2016

European Commission, “Alert Mechanism Report 2017”, Nov.2016

European Commission, "Economic Forecast", Nov.2016

OECD, “Economic Outlook”, Oct. 2016

OECD, “Economic Survey Portugal” Oct. 2014

IMF, “Portugal 2016 article IV consultation” , Sept. 2016

IMF, “Portugal : Selected Issues”, Sept. 2016

Banco de Portugal, “Financial Stability Report”, Nov. 2016

Banco de Portugal, “Projections for the Portuguese economy 2016-2018” , Nov. 2016

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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 2017 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 Hongokucho 1-chome, Chuo-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>