

# Newsletter



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

## ポルトガルの現状と今後の見通し

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 研究員  
五味 佑子  
[yuko\\_gomi@iima.or.jp](mailto:yuko_gomi@iima.or.jp)

### <要旨>

#### 1. 最悪期を脱したポルトガル

- 2011年5月より始まったトロイカ（欧州連合（EU）、国際通貨基金（IMF）、欧州中央銀行（ECB））による3年間で計780億ユーロ（EU：520億ユーロ、IMF：260億ユーロ）の支援プログラムでは、一部条件緩和などがあるものの、ポルトガル政府の強い決意表明もあり、基本的には概ね順調に進んできた。2013年11月末現在、残る金融支援は2014年の2回分（支援額の6.5%）のみとなっている。
- ファンダメンタルズの指標も改善してきている。2013年第2四半期のGDPは、対前期比1.1%の成長となり、失業率・経常収支も改善傾向、景気の底入れの兆候がでている。

#### 2. 「低成長・低競争力」体質改善の進捗状況

- 元々ポルトガルは、構造的な低成長・低競争力であったにも関わらず、ユーロの信認に支えられて資金流入に大きな懸念が起きなかったため、消費を中心とする無警戒な内需拡大を続けてきた。またその結果、対外債務がかさんだ。IMFの支援プログラムでは、金融セクター、財政・構造改革、労働市場、財・サービスの市場、医療制度、住宅市場、法制度、競争力・公的な調達・ビジネス環境といった多岐に亘る問題が指摘され、国内改革が進められている。国際競争力の低さについては、労

働コストの割高感はある程度調整が進んだものの、労働生産性の水準はまだ圧倒的に低く、改善への道のりは長い。

- 対外経済政策面では、輸出促進や投資誘致のため、緊縮策を補完する努力が進んでいる。ポルトガル投資貿易振興庁（AICEP）と連携した輸出促進、外国投資誘致などを旨とした多角的な経済外交を前面に打ち出しており、アンゴラ、中国向け輸出が伸びてきている。

### 3. 今後の展望

- 経済状況を総括すると、危機後の調整局面の最悪期は脱したものの、低成長モデルからの改革途上にあり、ポルトガル自身の経済体質の改善には時間を要する。
- 2013年7月には、ガスパール財務大臣の突然の辞任に端を発し、連立与党党首であるポルトス外務大臣が緊縮路線継続に反対して辞意を表明、連立与党の分裂が懸念され、政治不安が一気に高まった。その後事態は收拾に至ったが、連立与党の支持率は低迷し、2013年9月の選挙でも与党が敗北するなど政治リスクは大きく残っている。今後も政治不安が高まれば、財政再建プログラムの実行性に大きなリスクがでてくる可能性がある。
- 2013年12月にトロイカの支援プログラムから脱却したアイルランドは、債務危機が銀行危機に起因するものであったのに対し、ポルトガルは構造的な低競争力・低成長が債務危機の本質的な問題であった。前述のとおり、ポルトガルの経済体質の改善には時間を要することから、支援プログラムが終了する2014年6月以降、ポルトガルが完全に国際資本市場に復帰し必要な資金を調達できるとは考えにくく、何らかの支援が必要になってくるだろう。しかし、トロイカによる第二次支援という枠組みではない、欧州安定メカニズム（ESM）の枠組みで支援がなされるのが現実的であろう。

＜本文＞

1. 最悪期を脱したポルトガル

(1) トロイカ支援の進捗状況

2013年11月発表のIMFの第8回、第9回のレビューでは、政治リスク、法的リスクは大きいものの、概して順調に支援プログラムが実行されていると評価されている。2013年11月に可決されたポルトガルの2014年度予算案では、公務員の雇用者報酬の約13億ユーロ削減、社会保障費の約9億ユーロの削減など、計約32億ユーロの歳出削減、約4億ユーロの税収改善などが盛り込まれ、ポルトガル政府の改革への強いコミットが感じられる。

図表 1: IMF 第8回・第9回レビュー結果

プログラムの実行状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>政治危機や法的な課題はあるものの、概して順調である</li> <li>実行するにあって、不確実性が増大しており、プログラム終了後の完全な市場復帰へのハードルが高くなっている。</li> <li>引き続き、ユーロレベルでの外部的サポート及び危機対応がプログラム成功には重要である</li> </ul>
政治	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政再建達成には、政治的な決断力が最も重要である</li> </ul>
財政・金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>更なる調整努力を続けて、財政構造改革を完遂する必要がある</li> <li>金融安定性は維持されてきたが、引き続き警戒が必要である</li> </ul>
経済状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期的な経済見通しは改善したが、持続的な回復のために、さらに構造改革を加速することの必要性から目をそむけてはならない</li> </ul>

出所：IMF

図表 2: 2014 年度予算案概要

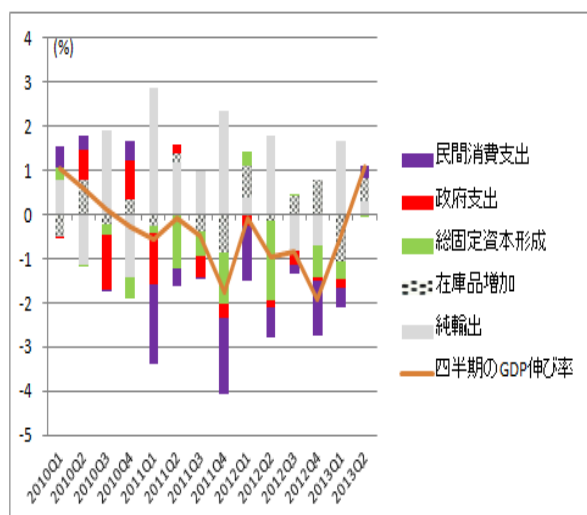
財政再建	<ul style="list-style-type: none"> <li>公務員の雇用者報酬の削減 13.2億ユーロ</li> <li>社会福祉関連費用の削減 9.12億ユーロ</li> <li>中間消費（医療分野、安全保障・防衛費）の削減 4.6億ユーロ</li> <li>助成金（国営企業など）削減 1.53億ユーロ</li> <li>行政への投資削減 2.9億ユーロ</li> <li>その他 0.48億ユーロ</li> </ul>	合計31.84億ユーロの歳出削減（対GDP比約2%）
	<ul style="list-style-type: none"> <li>製品、輸入物への増税 1.7億ユーロ</li> <li>所得及び財産への増税 2.4億ユーロ</li> <li>社会貢献関連（公務員の医療費待遇変更、社会保障費の滞納処分など） 1.68億ユーロ</li> <li>その他収入（ESFからの支援、エネルギー部門、金融部門への特別課税など） 4.15億ユーロ</li> <li>（貸金・年金に関する施策による歳入減少：4.59億ユーロ）</li> </ul>	合計5.34億ユーロの歳入増加（対GDP比0.3%）
経済発展	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人税改革：法人税減税（25%→23%）、プロセスの簡素化、中小企業投資への動機づけ（税額控除等）</li> </ul>	

出所：ポルトガル財務省 「2014 年度予算案概要」

## (2) ファンダメンタルズの改善

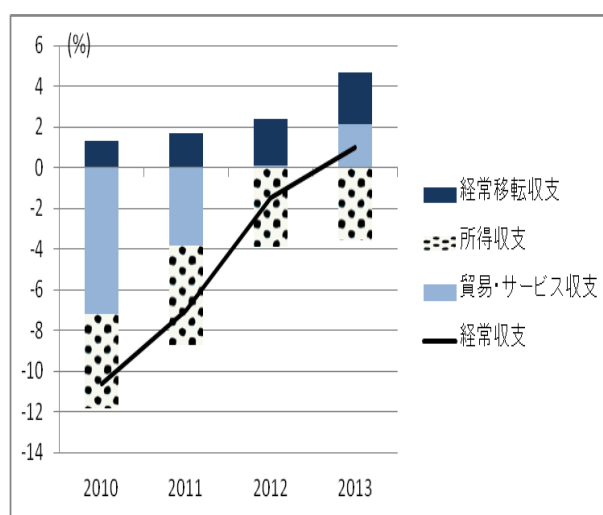
ファンダメンタルズの指標も改善してきている。2013年第2四半期のGDPは、対前期比1.1%の成長となり、消費がようやく底を打ち、景気の底入れの兆候がでている。失業率は、若年層を中心に高い水準が続くが、少なくとも悪化は止まり、わずかながら低下傾向が出始めている。経常収支も、輸入は大幅に落ち込んだことに加え、主要輸出国であるスペイン向けの輸出が回復したほか、アフリカ・ポルトガル公用語アフリカ諸国（PALOP）向けの輸出が伸びていることなどを背景に貿易収支が2011年第3四半期から赤字縮小に転じ、改善傾向にある。

図表3：四半期ベースのGDP成長率（前期比）



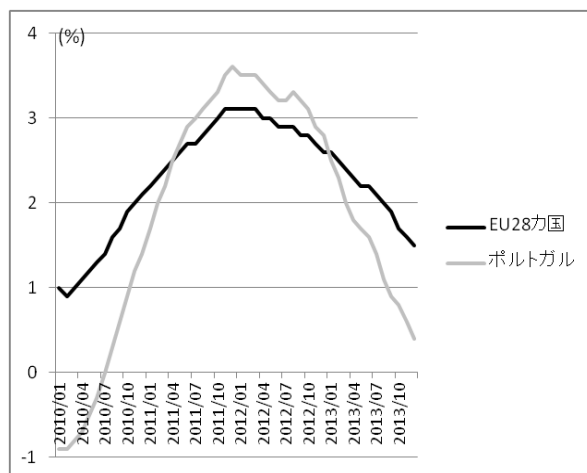
出所：ポルトガル統計局、Eurostat

図表4：経常収支（対GDP比）



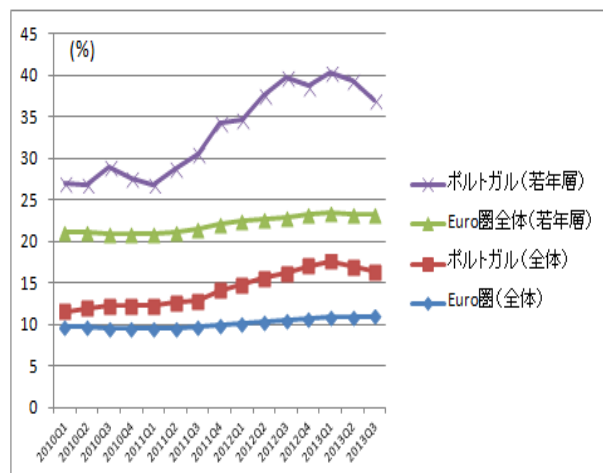
出所：ポルトガル中銀（2013年は予測）

図表5：インフレ率



出所: Eurostat

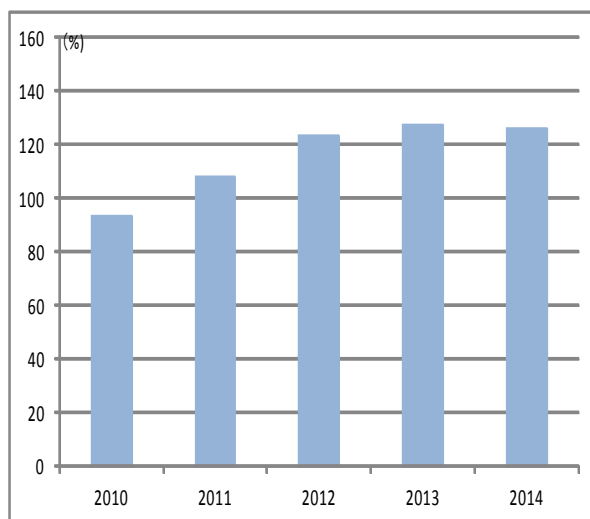
図表6：失業率



### (3) 財政状況

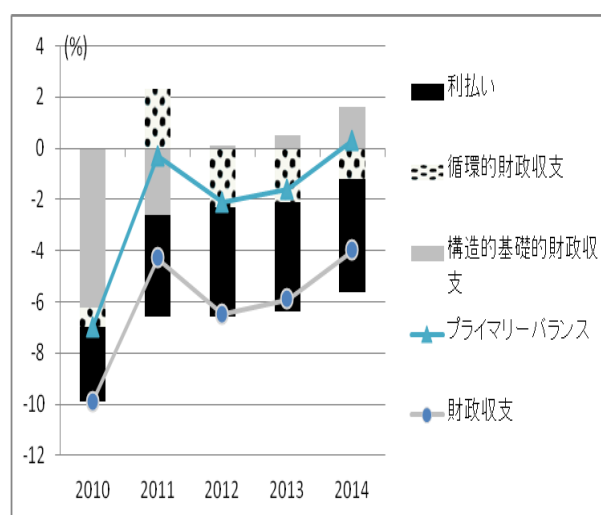
プライマリーバランスの赤字、財政収支赤字の状態が続くが、金融支援の条件として進めている公的部門の改革を中心とする歳出削減政策などが奏功し、構造的基礎的財政収支は 2012 年に黒字に転じた。またポルトガル財務省によれば<sup>1</sup>、2013 年の財政赤字はGDP比約 5%と、ターゲットであるGDP比 5.5%を達成する見込みである。政府債務残高は依然高い水準にあるが、これは短期的に大幅に改善するものではなく、今のペースで財政収支の改善が進めば、2014 年にはGDP比で縮小に転じる可能性が高く、大きな懸念材料ではないだろう。

図表 7:政府総債務残高 (対 GDP 比)



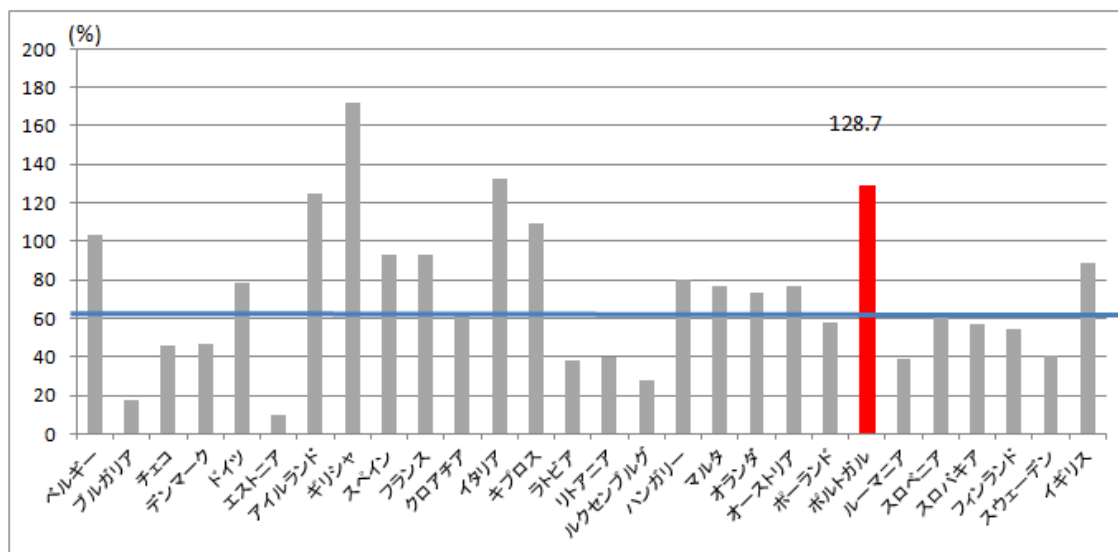
出所：IMF (2013 年、2014 年は予測)

図表 8:財政収支 (対 GDP 比)



<sup>1</sup> <http://www.portugal.gov.pt/en/the-ministries/ministry-of-finance/keep-updated/20140124-mef-defice.aspx>

図表 9:EU 各国の政府債務残高（対 GDP 比、2013 年第 3 四半期）

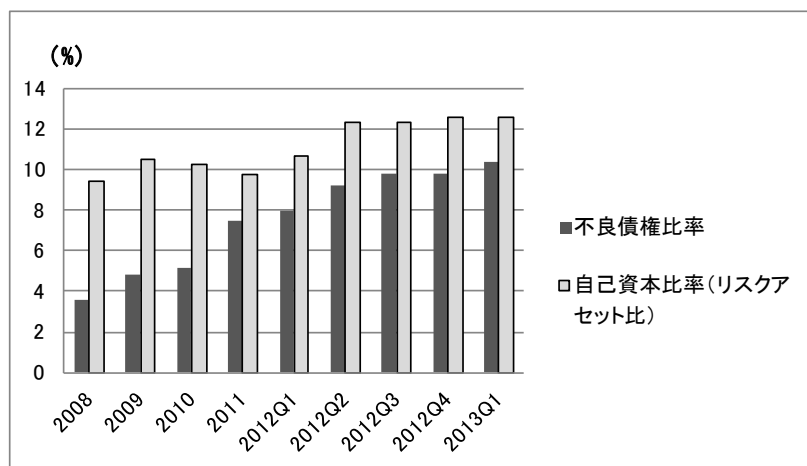


出所：Eurostat

#### (4) 銀行セクターの健全性の状況

銀行セクターをみると、公的資金の注入を受けた 3 行（ポルトガル貯蓄銀行（CGD）、バンク BPI、ミレニウム BCP）銀行の再建プログラムは順調に進んでおり<sup>2</sup>、銀行全体の自己資本比率も 8% を超える水準を維持しているが、銀行の不良債権比率はじわじわと上昇しており、総じて言えば、支援体制下での小康状態にある。低水準とはいえ、实体经济が底を打っている以上、銀行セクターの状況もこれ以上大きく悪化することは考えにくい、当面は予断を許さず注視していく必要がある。

図表 10：金融機関の健全性指標



出所：IMF

<sup>2</sup> 2013 年 7 月 25 日ロイター記事 <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTYE96O02Y20130725>

## 2. 「低競争力・低成長」の体質改善状況

### (1) ポルトガルの経済成長プログラム

財政再建など目先の信認回復に向けた取り組み以上に、最終的に投資家が注目しているのが、実体経済の強さの構築である。財政再建策と同時に、経済成長プログラムを実施、構造改革に着手している。

構造改革の成果は短期的に出るものではないため、現段階での評価は難しいが、ポルトガルは危機が深刻であった分、表面的な改革に止まらず、長年の課題を克服すべく抜本的な政策に取り組んでいる点は評価でき、改革成功の暁には持続的な成長が期待できる。

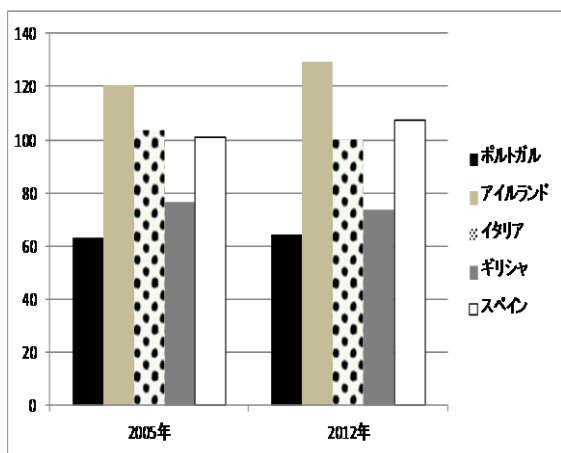
図表 11：経済成長プログラム

項目	内容
1 教育とトレーニング	職業訓練の強化（生徒数20万人を目標）、中小企業との連携等
2 ファイナンス	民間部門への金融アクセス拡大（中小企業サポートファンド等）
3 ビジネスの整理統合と回復	ファンド設立、企業の整理統合を促すプログラム実施等
4 投資誘致	規制緩和、ライセンスの単純化等
5 財政の競争力	投資促進のための法人税減税
6 技術革新と起業家精神	経済の国際化の推進（中小企業輸出のためのクレジットライン設置、外資誘致活動のサポート等）
7 国際化	起業家にとって魅力的なプログラムを実施（研究開発の促進、環境整備）
8 ロジスティックなインフラ	鉄道・港湾整備の改善等

出所：ポルトガル政府“STRATEGY FOR GROWTH, EMPLOYMENT and INDUSTRIAL DEVELOPMENT 2013-2020”

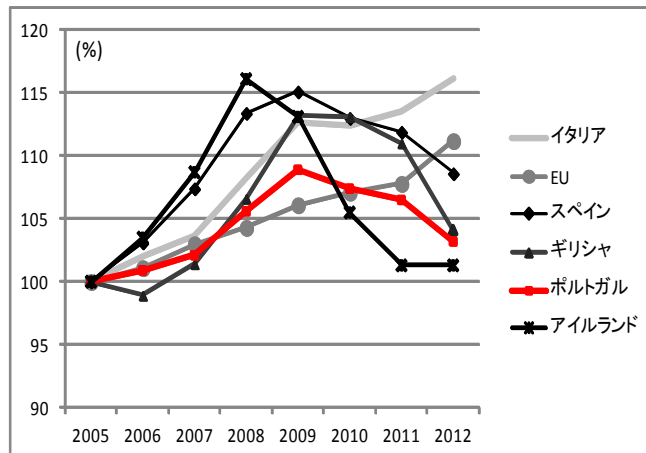
World Economic Forum の”The Global Competitiveness Report 2013-2014”によると、2012年の競争力指数は148カ国中51位（危機前の2010年は142カ国中45位）とふるわず、マクロ経済、労働市場、金融市場の劣後が指摘されている。労働生産性は依然として低い状況が続いているが（図表12）、マクロ政策面での努力もあり、単位労働コストは減少している（図表13）。

図表 12：労働生産性の比較（EU27 カ国=100）



出所：Eurostat

図表 13:単位労働コストの各国比較  
(2005年=100)

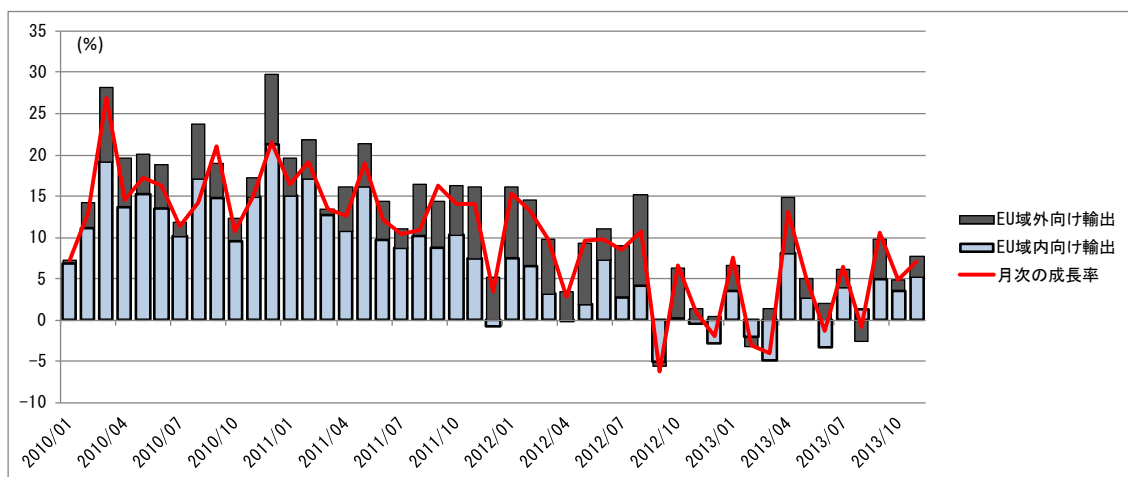


出所：Eurostat

(2) 対外政策

対外経済関係面では、輸出促進や投資誘致のため、緊縮策を補完する努力が進んでいる。ポルトガル政府は、ポルトガル投資貿易振興庁（AICEP）と連携した輸出促進、外国投資誘致などを目指した多角的な経済外交を前面に打ち出しており、依然 EU 向け貿易が大半を占めるものの（輸入が全体の 71.7%、輸出が 71.0%）、EU 域外向けの輸出の寄与の増加が見られ、EU 域内輸出に大きく依存する輸出構造からの転換のサインがでている。国別ではアンゴラ、中国向け輸出が伸びてきている。

図表 14: EU 域内・域外の輸出伸び率の寄与度



出所：ポルトガル統計局



図表 15：貿易相手国の変化（輸出入額におけるシェア）

2010年				2012年					
	輸出	(%)	輸入	(%)		輸出	(%)	輸入	(%)
1	スペイン	26.6	スペイン	31.2	1	スペイン	22.5	スペイン	31.8
2	ドイツ	13.0	ドイツ	13.9	2	ドイツ	12.3	ドイツ	11.5
3	フランス	11.8	フランス	7.3	3	フランス	11.8	フランス	6.5
4	イギリス	5.5	イタリア	5.7	4	アンゴラ	6.6	イタリア	5.3
5	アンゴラ	5.2	オランダ	5.1	5	イギリス	5.3	オランダ	4.9
6	オランダ	3.8	イギリス	3.8	6	オランダ	4.2	アンゴラ	3.2
7	イタリア	3.8	ベルギー	2.9	7	アメリカ	4.1	イギリス	3.0
8	アメリカ	3.6	中国	2.8	8	イタリア	3.7	ベルギー	2.5
9	ベルギー	2.9	ナイジェリア	2.4	9	ベルギー	3.1	中国	2.5
10	ブラジル	1.2	ブラジル	1.8	10	中国	1.7	ブラジル	2.4

出所：ポルトガル統計局

### 3. 今後の展望

#### (1) 引き続き懸念される政治リスク

経済状況を総括すると、最悪期は脱したものの、以前の低成長モデルからの改革途上にあり、ポルトガル自身の経済体質の改善には時間を要する。その間で懸念されるのは、体質改善を進めていく上での政治的安定性である。

2013年7月、ガスパール財務大臣の突然の辞任に端を発し、連立与党党首であるポルトラス外務大臣が緊縮路線継続に反対して辞意を表明、連立与党の分裂が懸念され、政治不安が一気に高まった。しかし、ポルトラス外相は、自身の政党内部からも辞意表明を批判され、コエリョ首相からの慰留もあり、外務大臣を辞任し、副首相（新ポスト）に昇格することで連立政権を維持する妥協案が成立。5閣僚が交代する内閣改造が行われた。

2013年9月に行われた統一地方選挙では、政府による一連の緊縮策に対する国民の不満を反映して、国政では最大野党の社会党が獲得市長数（149）及び政党別得票率（36.25%）において、社会民主党（各々106、26.45%:連合を含む）を大きく上回った。

今後も政治不安が高まれば、財政再建プログラムの実行性に大きなリスクがでてくる可能性がある。また、報道によれば<sup>3</sup>、2013年12月、ポルトガル憲法裁判所は2013年11月に承認された2014年度予算案の一部緊縮策（公務員年金の削減）につき、違憲とする判断を下した。コエリョ首相は、財政赤字削減に向けた代替案を模索するとの立場を示しているが、ポルトガル政府は支援脱却に向けた強い意志を示しており、財政緊縮政策を多少変更することになったとしても、財政政策の方向性がまったく逆に向かうことになるとは考えにくい。ただし、財政再建達成の時間軸にややネガティブな影響を与

<sup>3</sup> 2013年12月21日ロイター記事 <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTJE9BJ01R20131220>

えうる材料として注視していく必要がある。

図表 16：政党別支持率（2013年10月、括弧内は前月との比較）

	支持率
社会党 (PS)	36.5% (-1.5)
社会民主党 (PSD) <与党>	26.9% (+0.4)
統一民主連合 (CDU)	12.1% (-0.4)
民衆党 (CDS/PP) <与党>	8.6% (+2.1)
左翼連合 (BE)	5.9% (-0.6)

出所：ポルトガル月報

## (2) アイルランドとの比較でみたポルトガルの課題

2013年11月、EUユーロ圏財務相会合は、トロイカの第12回・最終回のレビューを受けて、アイルランドが金融支援を脱却し、追加支援も求めないことを承認、同年12月にアイルランドは支援プログラムから脱却した。

アイルランドは、銀行危機及び不動産バブルの崩壊により深刻な景気後退、急激な財政赤字拡大に陥り、2010年11月にトロイカ支援を要請した。

同国は、危機前は財政黒字国であり、他のGIIPS（ギリシャ・アイルランド・イタリア・ポルトガル・スペイン）諸国と違い潜在成長率が高く（前述の”The Global Competitiveness Report 2013-2014”では、148カ国中28位。ハイテク人材、労働市場に強みをもつ）、不良債権比率が高い水準にあるというリスクは残るが、危機の原因となった銀行セクターの再建プログラムが進み、また不動産価格が落ち着いてきたことにより、ファンダメンタルズも改善してきている（図表17）。一方、ポルトガルの財政危機の本質は、構造的な低競争力・低成長にあり、トロイカの支援プログラムの進捗により財政再建は進んでいるものの、国際競争力を上昇させ、本質的な体質改善をしない限り、国際資本市場の信頼を取り戻すのは難しいと考えられる。

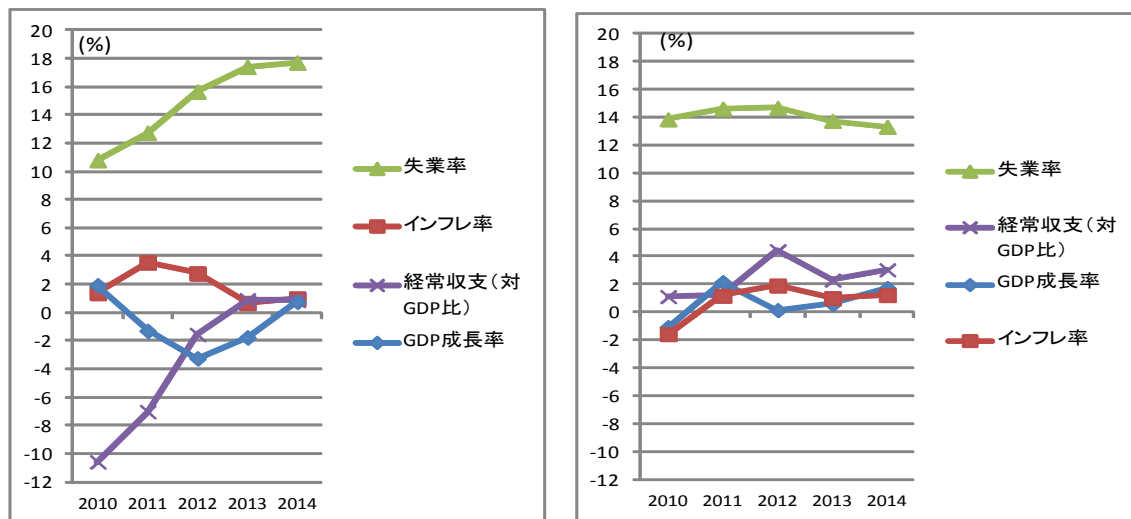
また、市場からの信認については、アイルランドは2013年3月に約75億ユーロの新規国債を発行・国際資本市場に復帰、これにより現金準備は支援プログラムの支援枠も含めると2013年度末時点で228億ユーロに達し<sup>4</sup>、2014年度の必要資金165億ユーロ<sup>5</sup>（財政赤字と長期国債償還など）は確保しており、当面の資金繰りに余裕がある。一方ポルトガルは、2014年に大型の長期国債償還（6月に60億ユーロ、10月に78億ユーロ）が控えていたこともあり、2014年は早めの資金手当てが求められていたところ、2013年12月、ポルトガル政府は、2014年6月償還債（8.4億ユーロ）、2014年10月償還債（16.4億ユーロ）、2015年10月償還債（41.6億ユーロ）の計66.4億ユーロを、2017年10月償還債（26.8億ユーロ）及び2018年6月償還債（39.6億ユーロ）に債務交換した。

<sup>4</sup> Economic Adjustment Programme for Ireland Summer 2013 Review

<sup>5</sup> アイルランド2014年度予算案

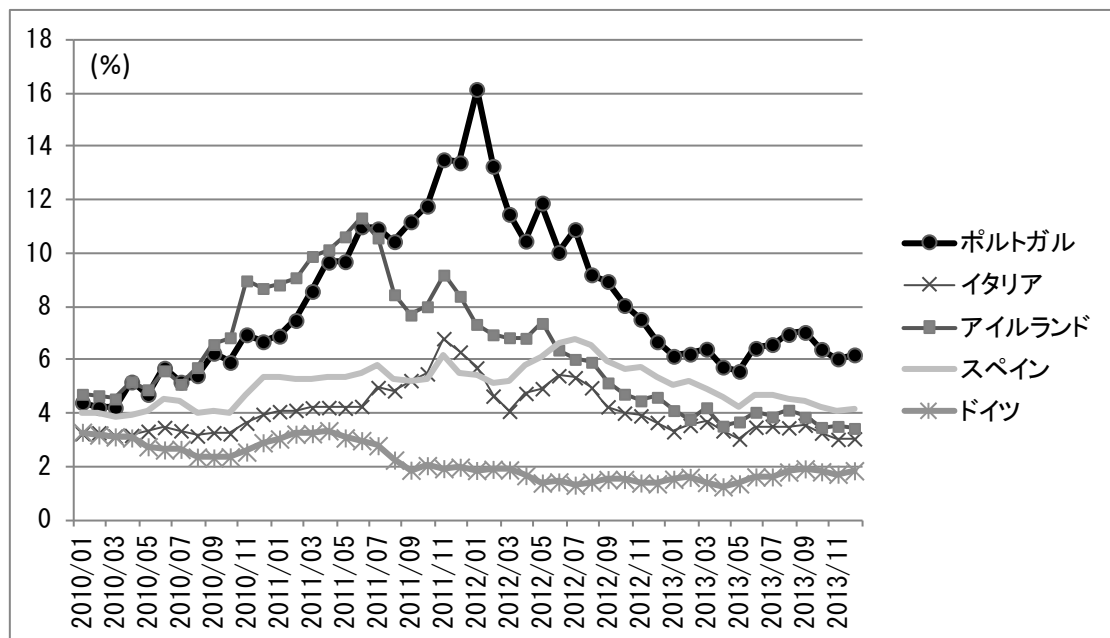
このオペレーションによって資金繰りは若干緩和されたものの、図表 20 に示すとおり、引き続き資金繰りに余裕のある状況とは言い難い。

図表 17: ポルトガルとアイルランドの経済指標比較



出所：IMF（2013、2014年は予測）

図表 18: 周縁国の 10 年国債利回り



出所：Datastream

図表 19：格付機関の評価

ポルトガル					アイルランド				
格付会社	現行格付	信用力	見通し	最新の見通し	格付会社	現行格付	信用力	見通し	最新の見通し
Fitch Ratings	BB+	投機的	ネガティブ	2012/11/12 見通し「ネガティブ」を支持	Fitch Ratings	BBB+	投資適格	安定的	2012/11/14 見通しを「安定的」に引き上げ
Moody's	Ba3		安定的	2013/11/8 見通しを「安定的」に引き上げ	Moody's	Baa3		ポジティブ	2014/1/17 格付を「Baa3」に引き上げ、見通し「ポジティブ」
Standard & Poor's	BB		ネガティブ	2014/1/17 見通しを「ネガティブ」に引き上げ	Standard & Poor's	BBB+		ポジティブ	2013/7/12 見通しを「ポジティブ」に引き上げ

出所：ポルトガル国庫公債管理庁、アイルランド国債管理庁

### (3) 2014年6月以降の支援シナリオ

支援プログラム終了後は、前述の債務交換を加味しても、マーケットからの要調達額が78億ユーロ程度増える見込みである（図表20）。2013年1月に危機後初めて5年物長期国債（25億ユーロ、利回り4.891%）5月に10年物長期国債（30億ユーロ、利回り5.669%）の自力での発行を再開、2014年1月にも5年物長期国債（32.5億ユーロ、利回り4.657%）を発行し徐々に資本市場へ復帰してきているが、2014年以降の巨額な調達を完全に自力で調達できるか楽観はできない。この現状を踏まえると、今後の展開として以下の3つのシナリオを想定する必要がある。

図表 20：政府（地方や国有企業も含む）の資金計画（単位：10億ユーロ）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
収支バランス (B+C+D)-A	17.0	7.5	10.6	9.8	6.8	4.4	3.6	3.0	2.4
支出要因 (A)	<b>41.4</b>	<b>51.7</b>	<b>56.5</b>	<b>35.4</b>	<b>37.1</b>	<b>37.5</b>	<b>45.3</b>	<b>39.6</b>	<b>45.2</b>
返済	<b>31.0</b>	<b>40.7</b>	<b>39.5</b>	<b>30.7</b>	<b>38.5</b>	<b>38.2</b>	<b>45.7</b>	<b>41.1</b>	<b>44.7</b>
（中長期）	7.7	12.8	18.7	11.5	21.1	12.3	12.2	13.8	14.2
（短期）	23.3	27.9	19.8	19.2	17.4	23.6	23.6	23.6	23.6
（EU・IMF）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	9.9	3.7	6.9
その他	10.4	11.0	17.0	4.7	-1.4	-0.7	-0.4	-1.5	0.5
収入源 (B)	<b>58.4</b>	<b>23.9</b>	<b>38.6</b>	<b>35.1</b>	<b>38.5</b>	<b>45.9</b>	<b>49.0</b>	<b>40.0</b>	<b>43.6</b>
民営化収入	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
市場調達	<b>59.0</b>	<b>36.8</b>	<b>36.3</b>	<b>31.1</b>	<b>34.7</b>	<b>45.9</b>	<b>49.0</b>	<b>40.0</b>	<b>43.6</b>
（中長期）	31.0	18.0	17.1	13.7	11.1	22.4	25.4	16.4	20.0
（短期）	27.9	18.8	19.2	17.4	23.6	23.6	23.6	23.6	23.6
預金切り崩し (C)	-1.3	-13.5	0.0	3.0	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
支援プログラム (D)	<b>0.0</b>	<b>35.3</b>	<b>28.5</b>	<b>9.9</b>	<b>7.9</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
(EU)	-	22.2	20.4	6.5	5.2	-	-	-	-
(IMF)	-	13.1	8.2	3.4	2.7	-	-	-	-

出所：IMF、ポルトガル国庫公債管理庁資料より筆者作成

#### ○シナリオ1 完全な資本市場復帰

最も楽観的なシナリオが、ポルトガルが無事に支援卒業でき、自力で債券市場から必要額を調達するというもので、前述の2013年1月、5月及び2014年1月の実績をみれば、まったく不可能なことではない。とはいえ、2014年必要調達額は、2013年1月、5月合計の7倍にも及び規模が違う。これを自力で調達できるほどの市場の信認を取り戻しているとはいえ、現実的に難しい選択だろう。

ポルトガル国庫公債管理庁の2014年1月号のレポートによれば、支援プログラムでの借入のオールインコストは現在3.0%、最終期限は15.7年であり、10年国債利回りが6%の水準が続くようであれば、自力で国債を調達するより、支援プログラムを利用するほうが、ポルトガル自身にとって経済合理性がある。その意味でも実現可能性は低いだろう。

#### ○シナリオ2 ESMの支援プログラム（予防的支援）の利用

次に考えられるのが、ESMの中の予防的金融支援を使いながら徐々に自力調達を増やしていくシナリオだ。現存するEUの支援プログラムは、ECBによる国債購入プログラム（OMT）、及びESMによる支援プログラム（図表21）であるが、前者については、マクロ経済調整プログラムが適用されている国の場合、債券市場での資金調達が可能となった段階で検討され得る。また、報道によれば、ECBのアスムセン専務理事は「アイルランドが万が一に備える国際的な信用枠を確保せずに救済プログラムから脱却することは、同国がECBの国債買い入れプログラム（OMT）の適用外であることを意味する」<sup>6</sup>と述べており、OMT単独でトロイカ支援脱却後の支援がなされるとは考えにくい。

また報道によれば<sup>7</sup>、ポルトガル政府もESMの予防的金融支援を要請する可能性があるとの見解を示しているとされ、もっとも現実的な選択肢ではないかと考えられる。

<sup>6</sup> 2013年11月27日ロイター記事 <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTJE9AQ00520131127>

<sup>7</sup> 2013年9月17日ロイター記事 <http://jp.reuters.com/article/marketsNews/idJPL3N0HC2RA20130916>

図表 21: ESM の支援プログラム

	目的	内容
1 金融支援ファシリティ	金融支援を必要とする加盟国で、市場へのアクセスが大きく失われている場合に、貸し手がみつからないあるいは価格面が厳しく、安定的な公的ファイナンスに大きな影響が出る場合に支援する	・ ECB, IMF と連携したマクロ経済調整プログラム下において融資実施
2 銀行への資本注入	特に金融セクターが不相応に巨大な国に対して、持続可能な借入コストで金融機関への資本注入を図る国を支援することにより、金融ストレスのcontagionを抑制する	・ マクロ経済調整プログラムの対象国になっていない国が対象。融資は加盟国に支払われる。単一監督メカニズムが導入されれば、金融機関への直接的な融資が行われる見通し
3 予防的金融支援	加盟国が資本市場での資金調達において困難に直面する前に支援することにより危機的状況を予防し、プログラム対象国であるというネガティブな印象を回避する	【予防的條件付クレジットライン (PCCL)】 ・ アクセスは、経済及び金融状況が健全な国に限定 ・ 安定成長協定、過剰不均衡是正手続きのコミットメントに関して、資本市場へのアクセスの明確な実績があること 【強化条件付クレジットライン (ECCL)】 ・ アクセスは、PCCLへのアクセスからも除外されるような中程度の脆弱性を持つ国に開放 ※いずれのクレジットラインも、融資またはプライマリー市場での買入を通じて引き出すことが可能。設定期間は1年、6ヶ月の更新が2回可能
4 プライマリー市場での支援ファシリティ (PSMF)	加盟国が市場へのアクセスを維持または回復できるようにする	・ マクロ経済調整プログラムの下にある国々、または予防的プログラムの下で資金調達を行う国々が対象。 ・ 主に、調整プログラムの最終段階に向けて活用され、市場への復帰を促進する ・ 限度は最終発行額の50%まで
5 セカンダリー市場での支援ファシリティ (SMSF)	債務市場の機能及び国債の適切な価格形成を支える ・ マーケット・メイクにより債務市場に一定の流動性を確保 ・ 各国の資金調達への投資家の更なる参加を促すためのインセンティブの付与	・ プログラム対象国の場合：MoUに明記されたプログラムの融資条件を適用 ・ 非プログラム対象国の場合：欧州の適格性基準、MoUに照らした条件を適用

出所：ESM

### ○シナリオ3 ESM の金融ファシリティの継続を申請（“第二次”トロイカ支援）

これは、従来のトロイカの管理下での支援を継続することだが、ポルトガル自身、トロイカの緊縮政策で国民が疲弊し、デモも頻発、選挙で国民の支持を得られていないことから、第二次トロイカ支援は申請しないだろう。

また、トロイカ側としても、厳しい状況とはいえ、プログラム自体は概ね順調に進んでおり、アイルランドに続き自らの支援プログラムは成功し、ポルトガルはこれを卒業したという一応の区切りをつけさせたいという思惑が働くのではないだろうか。

しかしながら、緊縮政策に対する政治的リスク・憲法裁判所の違憲判断リスクによって、市場環境が急速に悪化し、ESM の他のプログラムで対応できなくなった場合は、本シナリオとなるケースも可能性としてありうるだろう（ただし、前述した憲法裁判所の違憲判決に関しては、クリスマス休暇前ということもあり、市場の反応は小さかったようである）。

#### (4) 終わりに

今後、留意すべき点として以下3つを挙げたい。一つ目は政治的不安定化である。財政再建政策には政治的な強いコミットが必要であるが、連立与党の国民の支持率は低迷しており、今後も実行リスクが大きく残る。また、違憲判決がどこの周縁国にも存在する反緊縮派を勢いづかせるきっかけとなるリスクにも注意が必要だ。二つ目は銀行セク

ターの動向である。銀行の不良債権比率が徐々に伸びてきており、金融市場の安定性、銀行救済に必要な公的債務増大のリスクとなりうる。最後は、デフレ懸念である。インフレ率が1%を割る水準まで低下してきており、更なる労働コスト下押し圧力がかかるようであれば、調整の進捗を乗り越えてデフレに陥る可能性があり、まったく別の問題との格闘となる。消費者物価やGDPデフレーターなどのインフレ指標には注意が必要であろう。

## 主要参考文献

IMF country report No.13/324

OECD Economic Surveys Portugal July 2012

経済産業省 「通商白書 2013」

在日ポルトガル日本国大使館「ポルトガル月報」(毎月発表)

財務省 「欧州の財政を巡る最近の動き」 2011年8月

内閣府「世界経済の潮流 2013年I」

みずほ総合研究所 南欧支援プログラムからの卒業に向けた論点整理 2013年10月

国際通貨研究所 Newsletter「2013年中の支援プログラム卒業が見込まれるアイルランド」

2013年7月5日

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 2014 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](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>