

Newsletter



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

着実に改革を進める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 上席研究員
(政策・メディア博士)
松井 謙一郎
matsui@iima.or.jp

(要 約)

1. 2000年代を通じて内需中心型の低成長が続いていたが、2008年のグローバル金融危機以降の景気後退の中で、南欧諸国でもギリシャと並んで国際競争力の低い同国は、市場の信認が安定せず IMF 支援を余儀なくされた。同国の国際競争力の低さの背景には、労働生産性が低い一方で、物価連動型の賃金決定メカニズムの浸透・伝統的な労働組合の強さなどのために労働コストの上昇を抑制できなかったという構造的な要因がある。
2. 政府は人件費の圧縮を中心に緊縮財政を着実に実施してきたが、今後は財政再建の最重要課題でもある国営企業の効率化に本格的に着手する。金融部門では不良債権比率が徐々に上昇する中で、政府系金融機関のリストラや一部の大手行への公的資金投入など金融部門の再建が本格化している。
3. IMF の見通しでは、現状のペースでの構造改革が続くことを前提とすれば、同国の財政や対外債務は長期的には収束する状況が見込まれる。ギリシャとの経済構造の類似性はあるものの、市場ではこれまでの同国の着実な改革が好感されてギリシャとは一線を画した評価が定着している。
2012年10月には短期国債を中長期国債に交換する取引を実施するなど、2013年中の市場調達復帰に向けて着実に準備を進めている。但し、ユーロ全体の不透明要因はまだ多く、同国の状況には今後も十分な留意が必要である。

(本文)

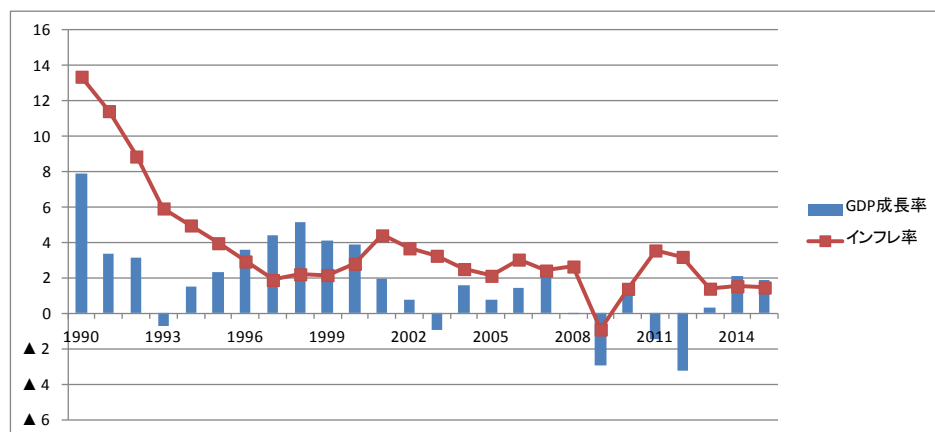
ポルトガルは、2011年に国際通貨基金（IMF）と欧州連合（EU）に支援を要請して以降、財政再建・金融部門の効率化・競争力回復に向けた構造改革を進めている。本稿では、同国がIMFに支援を要請するに至るまでの状況と同国の国際競争力の課題を概観した上で、IMF支援下のプログラムにおける構造改革の状況をレビューすると同時に今後の見通しを述べる。

1. IMF支援に至るまでの状況と低い国際競争力の課題

(1) 1990年代以降の状況

1990年代前半に安定しなかったポルトガルの経済は、1990年代後半にはユーロの加盟に向けたインフレ抑制策などのマクロ安定化策や民営化の政策効果もあって、比較的高成長と低インフレの双方を実現させ、1999年にはユーロに参加した。しかし、その後はユーロ加盟の影響によってインフレ率は安定が続いたものの、経済成長は同国への投資ブームが一段落したこと、輸出が伸び悩んだことなどもあって低迷した（図表1）。

図表1：GDP成長率とインフレ率の推移



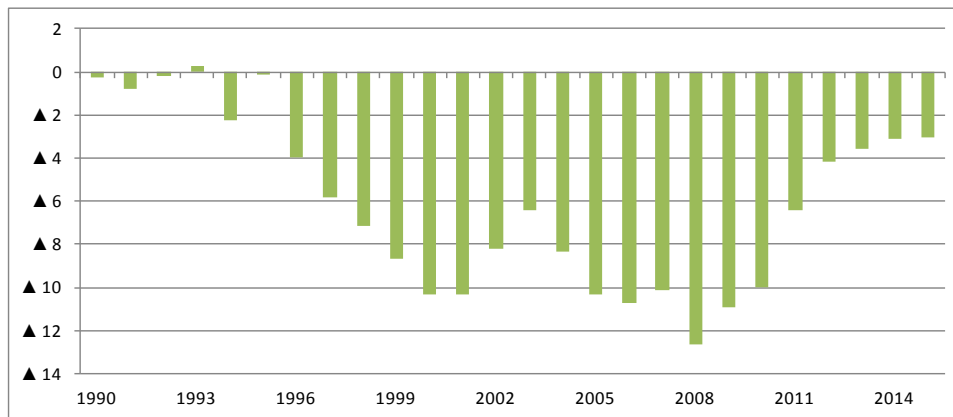
(注) 2011年までは実績値、2012年以降はIMFの予測値

(出所) IMFのWEOのデータベースより筆者作成

対外的には、2000年代には輸出が伸び悩む一方で、個人消費・投資を中心とする内需依存の成長が続く中で、経常収支はGDP比率で10%程度の大赤字が続いた（図表2）。1999年のユーロ加盟前は経常収支赤字の水準はGDP比率で5~6%程度に留まっていたが、ユーロ加盟後の経常収支赤字の水準は2000年代初頭に一旦は減少の兆しも見られたが、再び増加に転じた。同国についてはユーロの導入によって為替調整の手段がない（為替の切下げによって輸出を増やして輸入を抑制することができない）一方で、経常赤字のファイナンスは続けられたため、経常収支赤字調整メカニズムが働かなかった

ことが大きい。

図表 2：同国の経常収支（対 GDP 比率）の推移

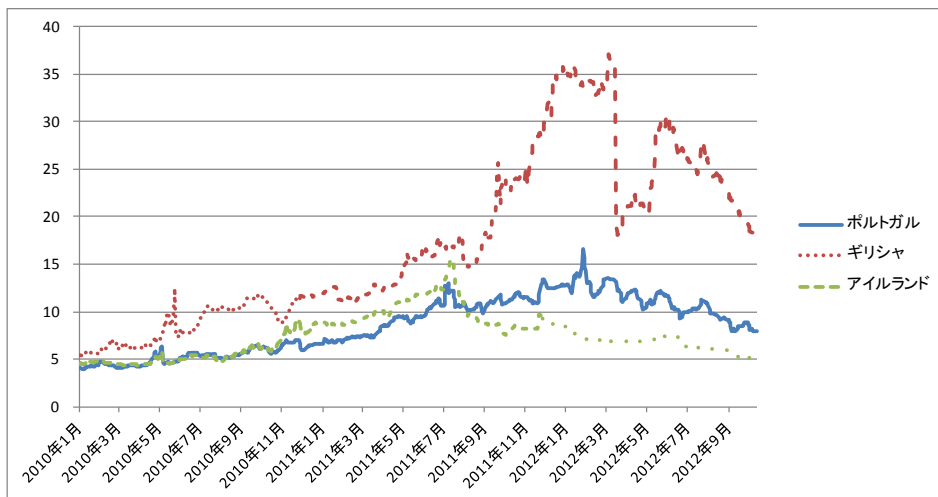


(注) 2011 年までは実績値、2012 年以降は IMF の予測値

(出所) IMF の WEO のデータベースより筆者作成

欧州でユーロを巡る不安が拡大して、2010 年 5 月にギリシャが、10 月にアイルランドが IMF に支援を要請することになった。ポルトガルも 2011 年に入ってから市場の動揺が広がり、特に 3 月に議会で歳出削減案が否決されたことで国債調達金利が大きく上昇した（図表 3）。市場での資金調達が難しくなる中で、4 月に IMF への支援要請に追い込まれた。

図表 3：IMF 支援下の 3 か国の国債金利（10 年物）の推移



(出所) Bloomberg のデータベースより筆者作成

(2) 国際競争力の課題と労働市場での問題

同国の貿易は、国際競争力不足を背景に慢性的な貿易赤字を続けてきた。個別国との貿易バランスを見ると隣国のスペインとの貿易赤字が全体の赤字幅の半分を占めている。これにドイツとイタリアとの間での貿易赤字が全体の赤字の大半を占めるなど、対ユーロ圏内諸国との貿易は、大幅な赤字である（図表 4）。

こうした赤字構造からの脱却のために輸出の多角化を図ってきた。特に、同国の過去の植民地であった中南米のブラジル、アフリカのアンゴラ・モザンビークは人口も多くポルトガル語を公用語とする国々であり、輸出の促進などビジネスの活性化を模索してきた。しかしながら、実際には多角化は容易ではなく、ユーロ加盟後は為替による調整という手段が無くなったこともあって慢性的な貿易赤字が解消しない状態が続いてきた。

図表 4：同国の主要な貿易相手国（単位：百万ドル）

	地域	国	輸出	輸入	収支
先進国	ユーロ圏	ドイツ	6,348	10,434	▲ 4,086
		イタリア	1,860	4,310	▲ 2,450
		スペイン	12,945	23,625	▲ 10,680
		その他	10,194	13,312	▲ 3,118
		(小計)	31,347	51,681	▲ 20,334
	(先進国合計)		38,277	59,933	▲ 21,656
途上国	中南米	ブラジル	551	1,360	▲ 809
	アフリカ	アンゴラ	2,501	748	▲ 1,753
	その他		7,111	13,312	▲ 6,201
	(途上国合計)		10,163	15,420	▲ 5,257
合計			48,440	75,353	▲ 26,913

（出所）IMF の DOT のデータベースより筆者作成

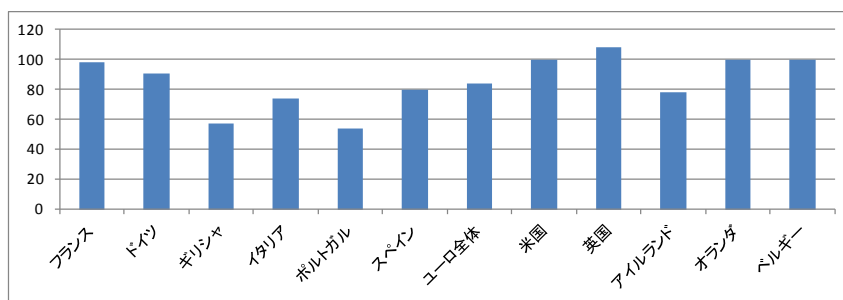
同国の慢性的な貿易赤字の背景には、労働生産性が低い一方で、物価連動型の賃金決定メカニズムの浸透・伝統的な労働組合の強さなどのために労働コストの上昇を抑制できなかったという構造的な要因がある。1990 年代には抑えられていた単位労働コストは 2000 年代を通じて上昇を続けた。上昇幅はイタリア・スペインとの比較では少ないが、同じユーロ周縁国のアイルランドの単位労働コストが 2000 年代を通じて低下したのとは対照的である（図表 5）。

また、2000 年代以降は中東欧の主要国のコスト上昇が抑制され、EU の東方拡大と新たな投資先として中東欧が脚光を浴び始めたことも、同国のコスト面での優位性の喪失を一層加速させる要因となった（

図表 6）。

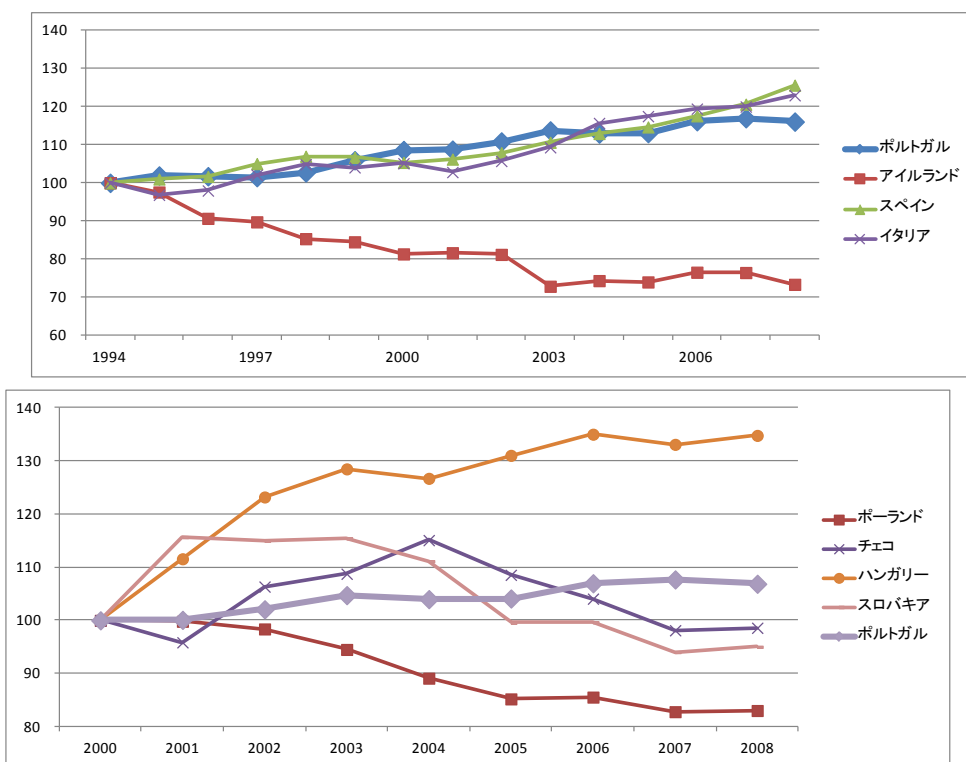
労働市場以外の点を含め総合的に見ても、ポルトガルは南欧諸国の中ではギリシャの次に国際競争力の低い国として見られている（図表 7）。

図表 5：ユーロ圏内での労働生産性の比較（米国を 100 とした比較）



(出所) OECD のデータベースより筆者作成

図表 6：ユーロ周縁国、中東欧諸国との単位労働コスト比較



(注) それぞれ 1994 年、2000 年の数値を 100 として指数化

(出所) OECD のデータベースより筆者作成

図表 7：南欧諸国間での国際競争力の比較

国	総合順位	基本	(マクロ経済環境)	(ガバナンス)	効率性	(実物市場)	(労働市場)	イノベーション
ドイツ	6	11	30	19	13	26	64	5
イタリア	43	47	53	88	40	59	123	30
スペイン	36	38	84	49	32	66	119	33
ポルトガル	45	44	111	51	39	62	122	38
ギリシャ	90	80	140	96	65	107	126	81

(出所) The Global Competitiveness Report 2011-2012 より筆者作成

2. IMF 支援下での取り組み

アイルランドは、2011年5月以降 IMF の支援下で構造改革プログラムを実施中だが、財政再建計画、金融部門の強化の観点を中心に状況をレビューすると以下の通りである。

(1) 財政再建計画

同国の財政収支（対 GDP 比）計画は図表 8 の通りで、2013 年以降に GDP 比での財政赤字を 3%以内まで圧縮する計画となっている。財政再建という面からは、支出面での削減は公務員の給与のカットが中心であり、2010 年代を通じて GDP 比で 3%程度圧縮して 9%台まで下げる予定となっている。歳入の増加策は、税金の増加が中心であり、2010 年代を通じて GDP 比で 3%程度の増加を計画している。このような形で GDP の半分近くの水準にあった政府支出を 40%台の半ばぐらいまで圧縮する一方で、歳入面でも 40%台前半の水準まで引き上げることで財政のバランスを回復することを見込んでいる。

図表 8：財政収支（対 GDP 比）計画

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
収入	39.7	41.6	44.7	42.8	42.6	42.2	42.0
税金	21.7	22.3	23.4	24.7	24.7	24.5	24.7
社会保障積立	12.5	12.3	12.3	12.0	11.8	11.6	11.4
贈与など	5.5	7.1	8.9	6.2	6.1	6.1	6.0
支出	49.9	51.4	48.7	47.4	45.6	44.5	44.0
公務員給与	12.6	12.2	11.5	10.1	9.7	9.3	9.1
財・サービス支出	4.9	5.0	4.5	4.6	4.3	4.1	4.0
資本支出	2.1	2.1	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
利払い	2.9	3.0	4.1	4.8	4.7	4.9	4.9
補助金	0.7	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
社会保障費支払	21.9	22.0	21.8	21.9	21.6	21.3	21.1
贈与など	3.6	4.8	3.4	2.8	2.5	2.3	2.2
その他支出	1.0	1.6	0.6	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5
ネット収支	▲ 10.2	▲ 9.8	▲ 4.0	▲ 4.5	▲ 3.0	▲ 2.3	▲ 1.9

(注) 四捨五入の関係で各項目の合計が全体の合計と合わない部分がある

(出所) IMF(2012)より筆者作成

(2) 金融部門の体力強化

同国の場合には、アイルランドのように金融部門での巨額の損失と大規模な公的資金投入といった事象は未だ見られない。しかしながら、2008 年のグローバル金融危機後、景気後退が長期化する中で不良債権が徐々に増加して、不良債権比率は 7%近くまで達している。銀行部門の収益率（ROA）が低下する一方で、貸出圧縮の影響もあってローン／預金比率が低下の傾向にある（図表 9）。

同国の金融機関は、景気後退の長期化と不良債権の増加と環境が悪化する中で、貸出

圧縮が進むことで企業・家計向けの資金供給が過度に収縮しないような舵取りを求められている。IMF（2012）の評価では、現在のところ欧州中央銀行からの大量資金供給の効果もあって悪影響は顕著に出ていないが、今後の懸念材料となっている。

このような中で、金融部門の体力を強化することによって信用収縮に歯止めをかけるために、非効率な政府系の銀行の処理を進める一方で、一部銀行への公的資金投入が今後見込まれている（図表 10）。

図表 9：金融部門の数字

	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2011Q2	2011Q3
自己資本比率(リスクアセット対比)	10.4	9.4	10.5	10.3	10.5	10.1	9.3
不良債権比率(総資産比率)	2.8	3.6	4.8	5.2	5.5	6.2	6.9
ROA (Return on Asset)	1.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3	0.1
ローン/預金比率	n.a.	n.a.	161.5	157.8	156.7	149.2	145.9

(出所) IMF(2012)より筆者作成

図表 10: 同国の主要な金融機関の状況

金融機関名	概要	今後の動向
Banco Comercial Português	1985年に同国の第2の都市ポルトのビジネス界が設立。株価指数でのウェイトは9.7%と民間銀行で最大。	公的資金注入を要請、35億ユーロの公的資金投入見込み。
Banco Espírito Santo	創設は1869年と古い歴史を持つ銀行で、同国の株価指数でのウェイトは6.5%とBCPに次いでいる。	現時点では、公的資金注入の要請は報じられていない。
Banco Português de Investimento	1981年にポルトのビジネス界が設立した銀行で、同国の株価指数でのウェイトは1.8%と民間銀行で第3位。	公的資金注入を要請、15億ユーロの公的資金投入見込み。
Caixa Geral de Depósitos	1876年に創設された政府系の銀行で、同国最大の金融機関として重要な役割を果たしている。	2012年末までに16億ユーロの公的資金投入見込み。
Banco Português de Negócios	業績悪化のために2008年に国有化されたが、2011年に再び民間（アンゴラの銀行）に売却された。	民間に売却されたものの、政府が損失を肩代わりしている部分の負担が大きく、IMFが早期処理を要請。

(出所) 各種資料より筆者作成

3. 今後の見通し

これまで、同国の国際競争力の課題やIMF支援下のプログラムにおける構造改革の状況を見てきた。これらを踏まえて、政府債務の持続性や対外ファイナンス面での脆

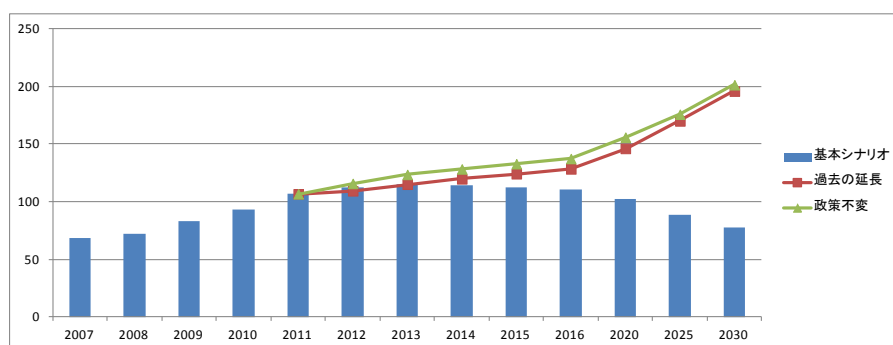
弱性の分析を行った上で、同国の今後の見通しについて述べる。

(1) IMF による今後の見通し

IMF による政府債務の見通しでは、2010 年代は 100% を若干超える水準で横這いを続けた後、2020 年代以降になって漸く低下が始まると見ている（図表 11）。これは 2010 年代を通じて保たれるようになった財政規律の効果が、GDP 比率で見た政府債務残高の減少に効果として現れるのには時間がかかることを示している。

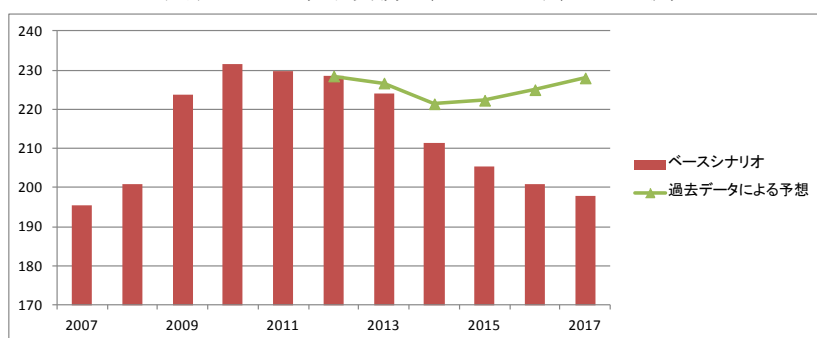
また、対外債務については、過去のデータを延長して考えた場合には 220% 台で推移して殆ど変わらないが、構造改革を行った場合には比率が徐々に低下して 2017 年には 200% を切るであろうと IMF は予想している（図表 12）。

図表 11：政府債務（GDP 比率）の予測



(出所) IMF(2012)より筆者作成

図表 12：対外債務（GDP 比率）の予測



(出所) IMF(2012)より筆者作成

(2) 同国の対外ファイナンス面での脆弱性

以上のように、現状のプログラムによって構造改革を続けていくことを前提とすれば、GDP 比率で見た同国の対外債務は低下し、政府債務も時間がかかるものの長期的には収束していくことが見込まれる。しかしながら、懸念されるのは、2010 年代前半は短

期を中心とした借入に多くの借換が見込まれ、市場の動揺に左右される脆弱な状態にあることである。2011～2014年は借換などで生じる対外調達不足額をEUとIMFが埋める形となっており、2015年以降はEUとIMFによるファイナンスは想定されていない。一方で、借換の多くは短期(短期借入を返済して短期借入で調達する形)が殆どであり、借換率も2011～2012年は一時的に低下するが、それ以降は再び上昇して100%を超える状況となる(図表13)。

図表13：2010年代前半の対外ファイナンスの状況 (単位:10億ユーロ)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
要必要ファイナンス額	171	187	209	182	166	160	142
経常収支赤字	18	17	11	7	6	6	6
中長期要返済額	23	31	29	28	25	25	18
短期要返済額	129	139	169	147	135	129	117
EU・IMFへの返済	0	0	0	0	0	0	1
ファイナンス手段	171	187	171	157	156	154	142
直接投資	2	2	7	6	3	4	4
ネット借入/借換	184	196	159	139	148	140	138
(中長期要借入)	45	27	13	4	20	23	24
(短期要借入)	139	169	146	135	129	117	114
その他	▲ 15	▲ 11	4	12	5	11	1
調達不足額	0	0	38	25	10	5	0
ファイナンス(EU)	0	0	25	17	7	3	0
ファイナンス(IMF)	0	0	13	8	3	2	0
借換率(%)							
全体	158	108	30	31	102	97	138
(民間部門)	114	90	78	75	97	102	107
(銀行)	113	82	63	69	95	101	106
(非金融機関)	120	124	134	90	100	105	110

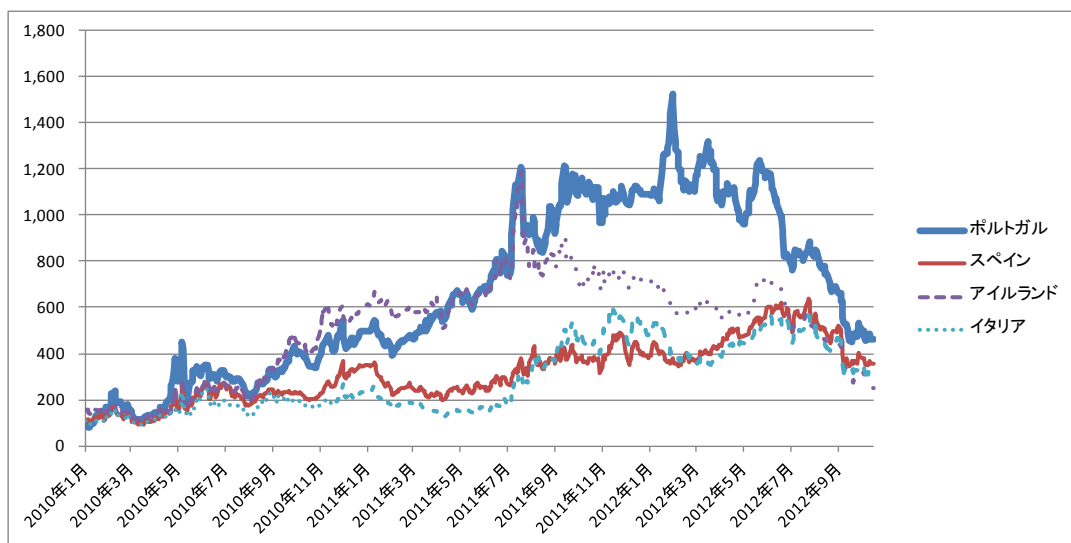
(出所) IMF(2012)より筆者作成

(3) 同国の今後の見通し

2012年の後半に入ってから、ユーロ圏全体の危機対応策が強化されたことを背景に、南欧諸国全般の信用リスクが落ち着きを見せてきた(図表14)。

現在IMFが支援を行っている3か国については、2010年代前半を通じて市場調達を増やして正常化していくシナリオ(図表15)が想定されている。ポルトガルもトロイカによる支援の条件を遵守しながら構造改革を進めることで市場復帰を目指している。しかしながら、今後の道程はまだまだ厳しいと言わざるを得ない。同国の失業率は10%台の前半であるが、2010年代前半を通じて殆ど改善しないことが予想されている。2000年代にバブルを経験したスペインや、現在構造改革への強い反発が起きているギリシャといった南欧諸国との比較でも相対的に低い水準にある(図表16)ものの、構造改革は時間のかかる取り組みとなる。ポルトガルでも今後ギリシャと同様に国民が構造改革の痛みに耐えかねなくなり、緊縮財政措置などへの反発が強まる可能性は十分にある。また、ユーロ圏全体でも現時点では不透明な要因がまだまだ多く、ポルトガルの状況にも引き続き十分な留意が必要である。

図表 14：ユーロ周縁国 4 か国の CDS の推移



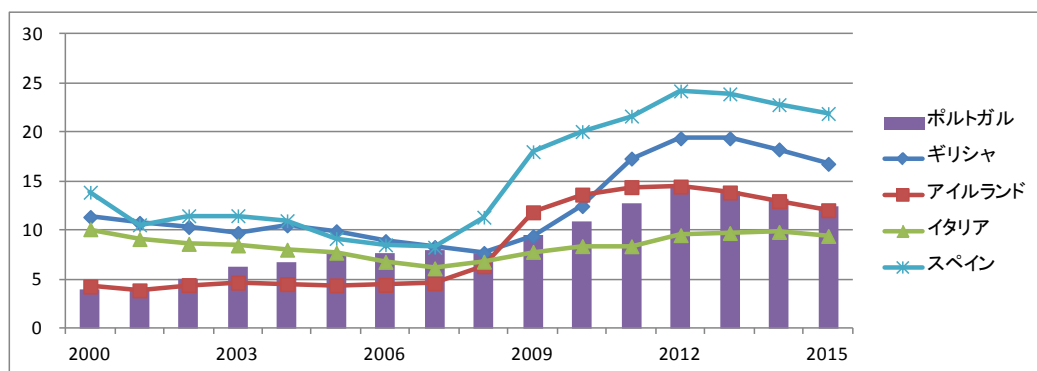
(出所) Bloomberg のデータベースより筆者作成

図表 15：IMF 支援 3 か国の市場調達必要額 (単位：10 億ユーロ)

	2012	2013	2014	2015	2016
ギリシャ	0	0	0	0	0.3
ポルトガル	0	9.3	15.9	14.5	25.4
アイルランド	3.9	14	14	14	14
合計	3.9	23.3	29.9	28.5	39.7
累積	3.9	27.2	57.1	85.6	125.3

(出所) Giovannini and Gros (2012) より筆者作成

図表 16：ユーロ周縁国の失業率の比較



(注) 2011 年までは実績値、2012 年以降は IMF の予測値

(出所) IMF の WEO のデータベースより筆者作成

以 上

(参考文献)

内閣府「世界経済の潮流（2011年下期）減速する世界経済、狭まる政策余地」、2011年12月

Giovannini, Alessandro and Gros, Daniel “How high the firewall? Potential financing needs for the periphery”, CEPS Commentaries, March 30, 2012

IMF “Third Review Under the Extended Arrangement”, IMF Country Report No.12/77, April 2012

OECD “OECD Economic Survey: Portugal”, 2010

World Economic Forum, “The Global Competitiveness Report 2011-2012”

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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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 2012 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>