

# ポルトガル経済は「低成長の壁」をどう克服するか ～期待される歴史的遺産の活用～



土 田 陽 介

## はじめに

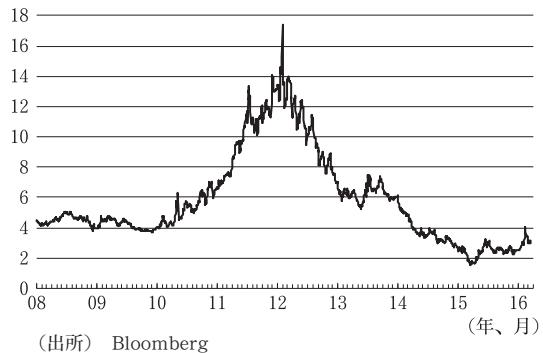
ポルトガルでは政情不安が続いている。同国では2015年10月4日に総選挙が行われた結果、当時のコエーリョ首相率いる中道右派の社会民主党（Partido Social Democrata, PSD）を中心とする連立政権が、議席過半数を割り込んだものの、最大勢力を維持した。コエーリョ首相は続投したが、11月10日の議会で経済政策計画を反対多数で否決されて事実上の不信任を突きつけられたため、憲法の規定に基づき、コエーリョ内閣は総辞職を余儀なくされた。事態の終息を図るべく、カヴァコ・シルヴァ大統領<sup>(1)</sup>は同月24日に、第二党である中道左派の社会党（Partido Socialista, PS）のコスタ書記長を新たな首相に任命した。4年ぶりに政権を奪取したPSであるが、政権基盤は脆弱であり、より左派色が強い左派ブロックや共産党と連立を組むことで、なんとか組閣に漕ぎ着けたかたちである。

こうした事態を受けて金融市場では、ポルトガル政府が財政緊縮路線を放棄するのではないかという緊張感が高まった。事実、コスタ首相は就任時の演説（15年11月27日）で、これまでの財政緊縮の終了を公約に掲げた<sup>(2)</sup>。その後コスタ政権と欧州連合（EU）の間で対立が深まるなかで信用不安が高まっており、欧州中

央銀行（ECB）が金融緩和を強化しているにもかかわらず、ポルトガルの10年国債流通利回りは16年1月以降、水準を切り上げている（図表1）<sup>(3)</sup>。実際主要格付け機関のうち、既に3社（フィッチ、ムーディーズ、S&P）が財政悪化への懸念を理由にポルトガル国債を投資不適格級に引き下げており、ドミニオン・ボンド・レーティング・サービス（DBRS）だけが投資適格を付与していることを根拠に、ECBは量的緩和プログラムの下でポルトガル国債を買い入れている状況にある。

ポルトガルで左派勢力が台頭した背景には、既往の財政緊縮路線に対する国民の不満の高まりがある。ポルトガルは2011年4月、EUと国際通貨基金（IMF）に対して金融支援を要請した。当時のポルトガルでは、景気の低迷と政局の混迷が嫌気されて信用不安が高まっており、

図表1 ポルトガルの10年国債流通利回りの推移  
(年利、%)



土田 陽介：三菱UFJリサーチ＆コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1283号 (28.4.1)

そこにギリシャ発の欧州債務問題の流れが飛び火したため、長期金利が8%台後半まで急騰していた。こうしたなかで、ポルトガルはEUとIMFからの金融支援に頼らざるを得なくなったのである。総額780億ユーロ（うちEUが520億ユーロ、IMFが260億ユーロを負担）の金融支援を受けたポルトガルに対して、EUとIMFは、財政緊縮と構造改革の遂行を義務付けた（European Commission, 2014）。信用不安を脱したポルトガルは14年5月に金融支援を「卒業」し、金融市場は落ち着きを取り戻した。また景気も、価格競争力の改善に成功した輸出が主導するかたちで緩やかに回復している。反面で、財政緊縮が維持されているために内需の復調は遅れている。雇用・所得情勢の改善も当然緩慢であり、それが国民の不満の高まりにつながるとともに、上述した政権交代をもたらしたのである。

国民の不満を背景に、コスタ政権は公務員の賃上げや最低賃金の引き上げ、年金受給額の増加を公約に掲げている。確かに既往の財政緊縮路線は過剰な側面が否めず、これを緩めていくことには一定の経済合理性があると考えられる。もっとも、より分配を重視して財政戦略を緊縮から拡張に転じたところで、ポルトガル経済が高成長を持続できる可能性は極めて低い。なぜならば、信用不安が高まる以前より同国経済は構造的な低成長問題を抱えており、その改善がなくしては分配を生む源泉である付加価値を増やしていくことができないからである。ポルトガル経済が抱える低成長問題は、主にその産業競争力の低さに起因しているが、それは皮肉にも1999年のユーロ導入によって顕在化した。ユーロ圏にとどまる以上、同国は名目為替レートを自らの意思で引き下げるとはできない。こうしたなかで、ポルトガルが「低成長の壁」を乗り越えるためには、その産業競争力の改善を価格面もさることながら技術面から進めていく必要がある。

このような観点から、本小論は、ユーロ導入以降に顕在化したポルトガル経済の構造的な低成長問題について考察する<sup>(4)</sup>。ポルトガルのよ

うな人口1千万人の小国が独力で技術競争力の構造を図ろうとすることは、極めて非現実的であるといわざるを得ない。当然、外国直接投資(FDI)の一環の受入増加を目指すべきであるが、一方で欧州には、チェコやハンガリーなどの有力なライバルが存在する。こうしたなかで、ポルトガル独自の強みを打ち出せるかどうかが、FDIのスピルオーバー効果を通じた技術競争力の改善を目指す上でのキーポイントになるだろう。こうした強みとなる可能性を有するポルトガル独自の優位性の一つに、ポルトガルがかつて宗主国として築いてきたポルトガル語諸国共同体（Comunidade dos Países de Língua Portuguesa, CPLP）諸国やイベロアメリカ諸国（中南米諸国）との経済関係がある。これらの諸国に対する事業展開のゲートウェイとして機能できれば、ポルトガルに一段のFDIが流入する可能性は飛躍的に高まると考えられる。

以下本小論の構成を述べると、まず第1節で、世界的な金融危機が生じた2008年以降のポルトガルのマクロ経済動向を確認する。続く第2節で、同国の低成長問題について整理をする。さらに第3節で、同国の強みと考え得るCPLP諸国やイベロアメリカ諸国との経済関係の現状について分析し、最後に簡単なまとめを行う。

## 1. 構造調整が一巡したポルトガル経済

まず本節では、世界的な金融危機が生じた2008年以降のポルトガルのマクロ経済動向を確認したい（図表2）。

2008年秋に生じた世界的な金融危機を受けて、ポルトガル景気は2009年に03年以来となるマイナス成長（3.0%減）に陥ったが、翌10年には1.9%増とプラス成長に転じた。その後、ギリシャ発の欧州債務問題の波に飲まれるなかで、冒頭で述べた通り、11年5月、ポルトガル政府はEUとIMFに対して金融支援の要請を余儀なくされた。金融支援の見返りとして、EUとIMFはポルトガルに対して厳しい財政緊縮を課したために、景気は再び悪化し、11

図表2 ポルトガルのマクロ経済動向

	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年 <sup>①</sup>
一人当たり GDP <sup>②</sup>	16,942	16,601	17,018	16,686	16,136	16,372	—	—
実質 GDP 成長率 <sup>③</sup>	0.2	-3.0	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.5
内需寄与度	1.2	-3.7	2.0	-6.1	-7.4	-1.9	2.1	2.4
外需寄与度	-1.0	0.7	-0.1	4.3	3.4	0.8	-1.2	-0.9
経常収支 <sup>④</sup>	-12.2	-10.4	-10.2	-6.0	-2.2	1.3	0.6	0.9
財取引	-13.4	-10.3	-10.6	-8.2	-5.5	-4.7	-5.3	-5.0
サービス取引	4.1	3.6	3.6	4.5	5.6	6.5	6.6	6.6
対外債務 <sup>⑤</sup>	202.7	225.5	226.7	218.8	237.8	227.1	235.6	224.7
消費者物価 <sup>⑥</sup>	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.8	0.4	-0.2	0.5
コア	1.6	0.5	0.3	2.0	1.2	0.1	0.2	0.6
失業率 <sup>⑦</sup>	8.8	10.7	12.0	12.9	15.8	16.4	14.1	12.6
24歳以下	21.6	25.3	28.1	30.2	38.0	38.0	34.7	31.9
25歳以上	7.4	9.2	10.5	11.3	13.9	14.7	12.5	11.1
財政収支	-3.8	-9.8	-11.2	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	—
基礎的財政収支	-0.7	-6.8	-8.3	-3.1	-0.8	0.1	-2.3	—
公的債務残高 <sup>⑧</sup>	71.7	83.6	96.2	111.4	126.2	129.0	130.2	—
10年債流通利回り <sup>⑨</sup>	4.0	3.9	6.5	13.1	7.3	6.0	2.8	2.4
株価 <sup>⑩</sup>	6,341	8,464	7,588	5,494	5,655	6,559	4,799	5,313
銀行融資 <sup>⑪</sup>	5.0	1.3	-0.3	-3.5	-5.2	-7.6	-8.7	-2.1

(注1) 経常収支、対外債務は15年第3四半期時点の年率換算値

2) ユーロ

3) 前年比、%

4) 対 GDP 比、%

5) %

6) リスボン PSI 20 指数（1992年12月31日=3,000）

(出所) 欧州連合統計局(Eurostat)、ポルトガル国立統計局(INE)

年から3年間マイナス成長が続いた。ただ13年前半には景気が下げ止まり、14年の実質GDPは小幅プラス成長（0.9%増）となり、15年は1.5%増を記録するなど、景気は徐々に持ち直している。もっとも、同様に債務危機に陥った隣国スペインの景気が年率3%近いテンポで回復していることと比べると、ポルトガル景気の持ち直しは緩慢であるといわざるを得ない。

対外での調整も一巡している。ポルトガルの経常収支赤字の対GDP比率は、最悪期の2008年には12.2%にまで膨らんでいた。それが厳しい財政緊縮の結果、11年以降赤字幅は徐々に縮小し、13年には1.3%程度の黒字を計上した。その後も、小幅な黒字は15年まで維持されている。構成項目をみると分かるように、経常収支の改善には①財収支赤字の減少と②サービス収支黒字の増加という2つの要因が貢献しているが、これらは基本的に財政緊縮の成果である。つまり財政緊縮は、需要の減少を通じて財・サービス輸入の抑制につながり、また価格競争力の改善を通じて財・サービス輸出の増加

をもたらした（いわゆる内的減価（internal devaluation））。

なお経済関係が緊密な隣国スペインの景気が力強く回復したことも、足元にかけての財・サービス輸出の増加につながっている。

財輸出増加の牽引役は、主に自動車関連を中心とする工業製品である。ポルトガルには民族系のサルバドール・カエターノ社をはじめ、独フォルクスワーゲン、仏ブジョー・シトロエン、日本の三菱自動車やいすゞ自動車といった外資系自動車メーカーが生産拠点を有しており、ドイツと米国向けに輸出が好調である。一方、サービス輸出は、旅行サービスに加えて、輸送サービス（特に港湾）の受取の増加が目立っている。ユーロスタッフ

トによると、ポルトガルの13年の港湾貨物取扱量は7,824万トンと、EUのなかでは12番目にとどまっているが、他の重債務国が金融危機以前に比べると取扱量を軒並み減らしたなかで、ポルトガルは対07年比14.7%増と健闘している。大西洋に面したポルトガルには、シネス港などの欧州有数の港湾が存在し、海運機能に秀でている。価格競争力の改善を受けた輸出が景気回復を牽引する姿は、隣国スペインとまさに同じ構図である。

注目される財政に関しては、改善の動きが一進一退の状態にある。財政収支の対GDP比率は、最悪期である2010年には11.2%まで赤字幅が膨らんでいたが、財政緊縮策を受けて徐々に低下し、13年には4.8%にまで縮小した。なお、同年の基礎的財政収支の対GDP比率は0.1%の黒字であり、財政はほぼ均衡したかにみえた。ただ14年になると、財政赤字は7.2%まで、基礎的財政収支の赤字幅も2.3%にまで、それ再び膨らんでしまった。他方で、公的債務残高にはピークアウトの兆しがみえており、

15年第2四半期時点の水準は対GDP比128.7%と、最悪期の14年第1四半期（同133.3%）から圧縮が進んでいる。しかしながら、16年1月に欧州委員会へ提出された同年度の予算案は、コスタ政権の意向を反映する減税を中心とした拡張型の内容であるため、格付け会社などからは財政規律の弛緩が警戒されている。

このように、ポルトガル景気は価格競争力が改善した輸出の回復を受けて持ち直しているが、それは基本的に債務危機に伴う構造調整の一巡を受けた動きである。成長のテンポも、順調な回復が続く隣国スペインに比べれば緩慢なままである。こうしたなかで、既往の財政緊縮策に伴う国民の不満を受けてポルトガルでも政治不安が高まっていることは、冒頭で述べた通りである。もっとも、政府が緊縮を緩めたところで、それがポルトガルの潜在成長率を高めるわけではない。そもそもポルトガルの景気回復が緩慢である背景には、同国経済が長年さいなまれている構造的な低成長の問題がある。次節では、この低成長の問題について議論を整理したい。

## 2. ヨーロ導入で顕在化した低成長問題

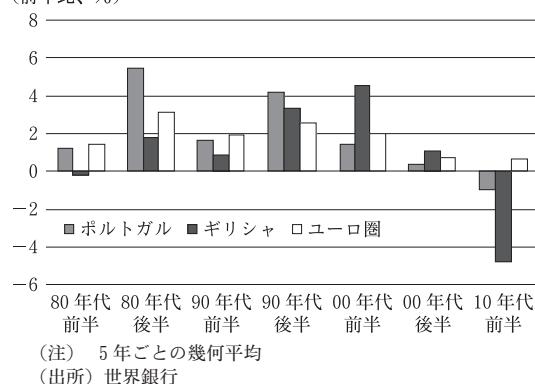
ポルトガルの低成長問題を理解する上では、ポルトガル経済の成長の軌跡を1970年代から振り返る必要がある。人口や経済規模、発展段階などの観点から比較可能性が高いギリシャを対比しつつ、この問題を論じていきたい。

ポルトガルでは戦前から一貫してアントニオ・サラザールによるファシズム独裁体制（エスタド・ノヴォ）が敷かれていたが、それは1974年の軍事クーデター（カーネーション革命）によって終止符が打たれた。その後ポルトガルは、同じく独裁体制が終焉したスペインとともに当時の欧州共同体（EC）への加盟を目指して、経済戦略を自由化路線に転じた。この動きのなかで、ポルトガルとスペインに対する外資系企業の流入が活発化した。独仏伊などの消費地に近かったことや、産業基盤もある程度整っていたことに加えて、人件費が低かったことが主な

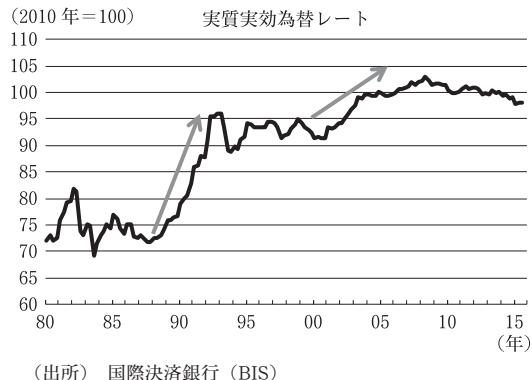
理由である。実際、世界銀行によると、75年時点におけるポルトガルとスペインの一人当たりGDPは、西ドイツを基準にした場合、それぞれ34.3%と51.9%に過ぎなかった。さらに、国有企業の民営化や金融自由化などの構造改革も80年代より順次行われた。その結果、80年代後半のポルトガルの実質経済成長率は年平均で5.4%増と、ユーロ圏全体（同3.1%増）を上回るテンポを記録した（図表3）。同時期のギリシャが、アンドレアス・パパンドレウによる独裁体制下で低成長（同1.7%増）に喘いでいたのと好対照である。

1990年代前半に入ると、欧州景気の停滞を受けてポルトガルの実質経済成長率も年平均1.6%増まで低下したが、後半になると同4.2%増まで持ち直し、ポルトガルは再び高成長を謳歌した。首都リスボンでの万博開催（98年）を受けて増加した公共投資が、経済成長を需要面から牽引したためである。加えて、ユーロ導入（99年）を前提とした制度改革や経済自由化が進展して、供給面から経済成長を支えた（Vamvakidis and Zanforlin, 2002; Ribeiro, 20075）。しかしながら、ユーロ導入以降のポルトガル経済を待っていたものは「低成長の壁」であった。2000年代前半の実質経済成長率は年平均1.5%増に低下し、ユーロ圏全体（同2.0%増）を下回った。対照的だったのがアテネ五輪の追い風を受けたギリシャであり、当時の実質経済成長率は同4.5%増と好調であった。その後00年代後半になると、08年に生じた世界

図表3 ポルトガルとギリシャの実質経済成長率の比較  
(前年比、%)



図表4 低下したポルトガルの価格競争力



的な金融危機を受けて成長率が一段と低下し、さらに10年代前半になると歐州債務問題の影響によって、ポルトガルの成長率は年平均1.0%減に落ち込んだ。ユーロ圏全体の成長率が同0.7%増であったことから、ポルトガルの成長率はユーロ導入以降一貫してユーロ圏全体の水準を下回り続けたことになる。

それではなぜ、ポルトガル経済はここまで停滞色が濃くなったのだろうか。Drummond (2006) をはじめとする多くの論考が共通して指摘する理由が、それまでの高成長やユーロ導入を受けて同国の購買力が上昇した反面で、産業競争力が低下したことである。世銀によれば、ユーロを導入した99年時点で、ポルトガルの一人当たりGDPはドイツの56.1%まで収斂が進んでいた。この事実は、ポルトガル経済のキャッチアップが成功したことのみならず、同時にコスト高が進んだことも意味している。当時、欧州内の製造業立地は、より人件費が安く、また一定の工業基盤を有するチェコなどの中東欧諸国にシフトしていた。加えて、より安価な中国製品も欧州市場を席巻していたため、ポルトガルの工業品（特に労働集約型のローテク財）は価格競争力を失うことになった（Aheare and Pisany-Ferry, 2006; Leao and Palacio-Vera, 2011; OECD, 2014）。事実、この間の実質実効為替レートは自国通貨高の方向に上振れしており、ポルトガル経済が購買力を得る一方で価格競争力を失う様子を端的に示している（図表4）。

ユーロ導入を受けて購買力が高まる一方で、取引コストが低下したため輸入超過体質が強まっ

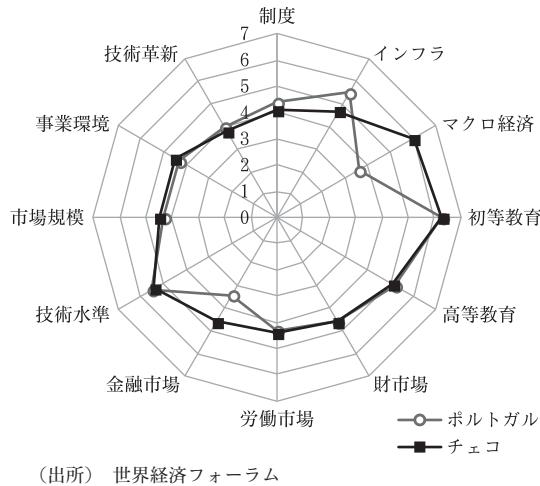
たため、ポルトガルの経常収支は悪化した。こうしたなかで、Blanchard (2007) は2001年を転換点として、それまでの景気サイクルと対外バランスの関係が変化したと指摘している。つまりそれ以前は、好景気（不景気）下で失業率が低下（上昇）すれば対外バランスが悪化（改善）するという関係であったのが、以後は不景気下で失業率が上昇しても対外バランスが改善されなくなったのである。つまりポルトガルは、ユーロ導入に伴い対外バランスも対内バランスも悪化するというパラドクスに陥ったといえる。なおこの低成長の問題を成長会計の観点から論じたLin and Roudet (2013) は、2000年から07年の間におけるポルトガルの実質経済成長率は年平均で1%台半ばに相当したが、いわゆる全要素生産性（TFP）の成長率への寄与度はマイナスであったと指摘している。このことから、ポルトガルは価格だけではなく技術の面においても、競争力を失った可能性があるががえる。

以上、ポルトガルの低成長の問題を整理してきた。かつて低い人件費を優位性にキャッチアップを図った経済が、成長の結果を受けて産業競争力を失い停滞するというパターンは、いわゆる「中進国の罠（middle income trap）」と同じ病状である。これを脱するには生産性の向上が必要不可欠であるが、より望ましいことは価格競争力の改善よりも技術競争力の改善であることは明白である。そのためにはFDIの一段の受入増加を目指すべきであるが、一方で欧州には、チェコやハンガリーなどの有力なライバルが存在するなかで、ポルトガル独自の強みを打ち出せるかどうかが、技術競争力の改善を目指す上でキーポイントになるだろう。次節では、そうした強みとなり得る可能性があるCPLP諸国やイベロアメリカ諸国との経済関係の現状について分析を行う。

### 3. 期待されるゲートウェイ機能

生産性を高めて産業競争力を改善するためには、国内の供給構造の改革、具体的には労働市

図表5 ポルトガルとチェコの産業競争力の比較



場改革を通じた雇用コストの引き下げや研究開発投資による技術力の向上に取り組むことが、経済理論的にみた場合に望ましい。もっとも、こうした改革を実施するためには、政治的に極めて高いハードルを越える必要がある。そもそも、同等の競争力を有する小国経済が中東欧を中心に多くあるなかで、ポルトガルが独自の競争優位性を打ち出すことは容易でない。図表5は、世界経済フォーラムによる「競争力指数」をポルトガルとチェコで比較したものである。両国の相違はマクロ経済や金融市場の競争力以外には特にみられず、競争力のレベルはほぼ同じといえる。ポルトガルとチェコは同等の競争力を有しているとも評価できるし、言い換れば、ポルトガルがチェコに比べて秀でている面は、少なくともこの競争力指数の評価軸に則るならば存在しないということになる。チェコを中心に中東欧の広範に渡り生産体制を構築しているドイツ企業にとってみれば、敢えてポルトガルに投資する魅力は乏しいといえよう。

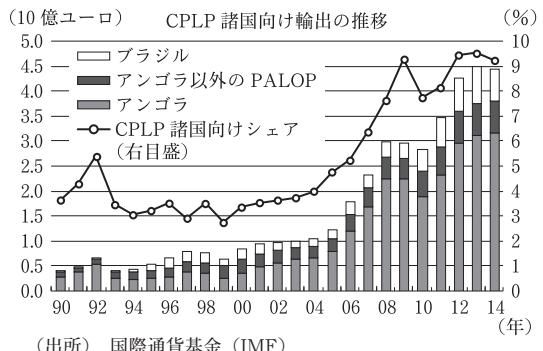
こうしたなかでポルトガルに求められる外資誘致戦略は、CPLP諸国やイベロアメリカ諸国との歴史的経緯に基づいた通商関係の一段の強化に取り組むという、自らの歴史的遺産の活用に他ならないだろう。CPLPは1996年に設立された、ポルトガルと同国を旧宗主国とする8カ国（ブラジル、アンゴラ、モザンビーク、ギニアビサウ、赤道ギニア、サントメ・プリンシペ、

カーボヴェルデ、東ティモール）で構成される共同体であり、人口規模は2億2千万人を超えている<sup>(6)</sup>。ポルトガルとCPLP諸国との通商関係は、ポルトガル公用語アフリカ諸国（Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa, PALOP）、とりわけアンゴラを中心深化している。ポルトガルからCPLP諸国向けの輸出は2000年頃まで10億ユーロを越えることがなかったが、00年代後半になると飛躍的に増加し、08年には30億ユーロと3倍の規模になっている（図表6）。

2008年に生じた世界的な金融危機以降は、主要な取引先であるアンゴラとブラジルの景気低迷を受けて、CPLP諸国向けの輸出は勢いを一時失った。その後10年代に入ると、輸出は再び増加基調に復したが、足元では、資源価格の下落や中国景気の減速などを受けて一次産品への依存度が高いアンゴラとブラジルの景気も悪化しており、ポルトガルからCPLP向けの輸出は頭打ちとなっている。もっとも、両国とも先行き高成長が見込める新興国であり、国際商品市況が回復すれば、資源国としても成長にドライブがかかると期待される経済である。ポルトガルは、このように成長が期待されるポルトガル語・スペイン語圏の新興国への展開を図る上での「ゲートウェイ」として機能し得る可能性を有している。

ポルトガル投資・貿易振興庁（AICEP）は、そういった同国の人材を打ち出して他の主要国からのFDI誘致に注力している（Paulo, 2013）。こうした動きに呼応して、ポルトガルの企業を

図表6 飛躍的に拡大したCPLPとの通商関係



買収することで CPLP 諸国への進出を図ろうとする動きも、インフラや金融を中心に散見される。例えば 12 年 5 月、中国長江三峡集團 (CTG) がポルトガル電力公社 (EDP) の株式 21.25% を 27 億ユーロで取得した<sup>(7)</sup>。EDP は CPLP 諸国でも電力事業を展開しており、特に ブラジルでは有力なプレーヤーである。CTG はブラジル事業の強化の一環として EDP への 戦略出資を行い、13 年 12 月には CTG の子会社と EDP ブラジルとの間で戦略提携に関する 覚書が締結された (白井, 2014)。同様に、日本の大手商社丸紅と産業革新機構が 14 年 6 月 にポルトガル最大手の水事業会社 AGS 社を買収した。この買収を足がかりに、丸紅はブラジルや他の中南米諸国などに事業を展開する戦略を描いている。さらに中国の海通証券は、同年 12 月、世界進出の一環として政府による救済を受けた大手銀行バンコ・エスピリト・サント (BES) の投資銀行部門 BESI を買収した。こうした流れを製造業部門まで引き込み、技術競争力の強化を実現できれば、ポルトガル経済の 生産性も向上していくと期待される<sup>(8)</sup>。

## さいごに

以上本小論では、ユーロ導入後に顕在化した ポルトガルの構造的な低成長問題について考察してきた。

第 1 節では、金融危機以降のポルトガルのマクロ経済動向を確認した。そしてポルトガル景気が持ち直しているものの、それは基本的に債務危機に伴う構造調整の一巡を受けた動きであることを確認した。続く第 2 節では、同国経済が長年さいなまれている構造的な低成長の問題について整理した。そしてポルトガルが、かつて低い人件費を優位性にキャッチアップを図った経済が成長の結果を受けて産業競争力を失い停滞するという、いわゆる「中進国の罠」と同じ病状にさいなまれていることを指摘した。これを脱するには生産性の向上が必要不可欠であるが、より望ましいことは価格競争力の改善よりも技術競争力の改善に他ならない。こうした

観点から第 3 節では、ポルトガルの強みと考え得る CPLP 諸国やイベロアメリカ諸国との経済関係の現状について現状を分析し、同国がそうした新興国への展開を図る上でのゲートウェイとして機能し得る可能性を有していることを指摘した。

冒頭で指摘した通り、既往の財政緊縮路線は過剰な側面が否めず、これを緩めていくことは一定の経済合理性があると考えられる。もっとも、より分配を重視して財政を緊縮から拡張に戦略を転じたところで、ポルトガル経済が高成長を持続できる可能性は極めて低い。ポルトガルが低成長の壁を乗り越えるためには、その 産業競争力を価格面もさることながら技術面の改善に努めていく必要がある。

チェコやハンガリーなど、同程度の所得水準、 産業競争力を有するライバルが欧州には多く存在する。こうしたなかで、ポルトガルが持つ強みは、やはりその歴史的経緯に基づいた通商関係にあるといえよう。CPLP 諸国やイベロアメリカ諸国への進出のゲートウェイとしての優位性を活かすことで FDI 誘致に努めることは、 同国の生産性向上に貢献するものであると考えられる<sup>(9)</sup>。

## 《注》

- (1) 2016 年 3 月 9 日より、PSD 元党首のレベロ・デ・ソウザ氏が新たに大統領へ就任した。
- (2) 「ポルトガル、コスタ新首相が就任 緊縮財政の終了を約束」『ロイター通信』2015 年 11 月 27 日付。
- (3) 新政権の財政運営に対する市場の不安に加えて、 大手銀行ノヴォ・バンコの債務処理方法を巡る投 資家の不信感も、信用市場における緊張につながっ ている。同行は 2014 年 8 月に経営破たんした大 手銀行エスピリト・サント銀行の優良資産を継承 したグッドバンクである。しかしながらポルトガル 中銀は、15 年末、同行が機関投資家向けに発行 した一部の社債に関して、不良資産の受け皿で あるバッドバンクへの移管を銘じ、事実上の債務 不履行を実施した。一方、個人投資家向けに発行 した社債は保護されているため、この差別的対応 を巡り、金融市場は疑心暗鬼になっている。
- (4) 本小論は拙稿 (2015) の改稿版である。論稿発 表時 (2015 年 10 月 22 日付) においては、まだ コエーリョ元首相の続投が有力視されていた。

- (5) もっともユーロ導入に際して金融自由化を進めた結果、ポルトガルの債務規模は急拡大することになった。08年の金融危機以前の段階では①貸付先企業の集中（0.5%の融資先企業が企業向け貸付残高の約半分を占める）と②不動産・住宅関連融資への傾斜（非金融部門向け貸付残高の43%が住宅ローン、9.0%が建設企業向け貸付、8.3%が不動産関連サービス向け貸付）というかたちでシステムリスクが高まっていた（Ribeiro, 2007, p. 308）。本稿では立ち入れないが、金融危機やその後の景気悪化を受けて、ポルトガルでもまた銀行の不良債権問題が顕在化し、経済成長の重荷になっている。
- (6) 加えてルゾフォニア（ポルトガル語圏）ではない6カ国（日本、ジョージア、モーリシャス、ナミビア、セネガル、トルコ）がオブザーバー参加している。そのうち日本の参加は2014年からとなっている。
- (7) この案件は政府の民営化プログラムの一環でもある。なおこの際、金融面での仲介を務めたのがポルトガル貯蓄銀行（CGD）の投資銀行部門CaixaBIであった。なおCaixaBIは12年2月に行われた、国有送電大手ヘジス・エネルジェティカス・ナシオナイス（REN）の民営化でもアドバイザリーを務めている。民営化に際して、中国国家電網公司とオマーンオイルがポルトガル政府からRENの株式をそれぞれ25%と15%ずつ取得した。また売却金額は5億9,200億ユーロにのぼった。
- (8) なお旧植民地側からポルトガルへの「逆投資」という逆転現象が、欧州債務問題のなかでみられるようになった。特に産油国であるアンゴラは、原油高を背景に業績が好調であった国営石油会社ソナンゴルを中心に、ポルトガルに対する逆投資のメインプレイヤーとなった。具体的には、経営危機に陥ったポルトガル商業銀行（BCP）への出資などを進めた。もっともこうしたアンゴラによる逆投資は、ドス・サントス大統領の意向が強く反映されており、生産性改善の観点から期待される戦略出資とはいえない。事実、ソナンゴルとともにBCPへ出資を行ったサントス・ファイナンスは、同大統領の長女が所有する投資ファンドである。
- (9) その他の論点としては、非貿易財（国内向けサービス）部門でのコストカットも、生産性向上の観点からは重要な課題であるといえる。経済開発協力機構（OECD）はユーロ導入後のポルトガルでは、ユーロ圏の平均以上に非貿易財価格の上昇がみられたことを指摘し、その改善が生産性の改善に必要であると指摘している（OECD, 2014, p. 57）

## 参考文献

- ・臼井一雄（2014）「西欧　中国が日本のライバルに」『ジェトロセンター』2014年6月号、pp. 70–71.
- ・外務省『ポルトガル月報』各号。
- ・土田陽介（2015）「ポルトガルに再び低成長の壁」『金融財政ビジネス』（2015年10月22日付）、pp. 14–17.
- ・Ahearne, Alan and Jean Pisani-Ferry. (2006) "The Euro: Only for the Agile," *Bruegel Policy Brief*, Issue 2006/01 (February 2006), Brussels.
- ・Blanchard, Olivier. (2007) "Adjustment within the Euro," *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6, pp. 1–21.
- ・Drummond, Paulo. (2006) "How Large is the External Competitiveness Gap?," *IMF Country Report*, No. 06/386, pp. 4–18.
- ・European Commission. (2014) "The Economic Adjustment Programme for Portugal 2011–2014," *European Economy Occasional Papers*, No. 202, Brussels.
- ・Gorjão, Paulo. (2013) "Portugal and Ghana: The Gateway to West Africa?," *IPRIS [Instituto Português de Relações Internacionais e Segurança]* Viewpoints, January 2013.
- ・Leao, Pedro and Alfonso Palacio-Vera. (2011) "Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone?," *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No. 662, New York.
- ・Lin, Huidan and Stephane Roudet. (2013) "How Fast Can Portugal Grow?," *IMF Country Report*, No. 13/19, pp. 4–32.
- ・OECD [Organization of Economic Cooperation and Development]. (2014) *Economic Surveys Portugal*.
- ・Ribeiro, Nuno. (2007) "Debt Growth: Factors, Institutional Issues and Implications – The Portuguese Case," in Enoch, Charles and Inci Otker-Robe eds., *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe – Endless Boom or Early Warning?*, pp. 296–311, Palgrave Macmillan, New York.
- ・Vamvakidis, Athanasios and Luisa Zanforlin. (2002) "The Determinants of Growth: The Experience in the Southern European Economies of Greece and Portugal," *IMF Country Report*, No. 02/91, Washington, D.C.