

# ポルトガルの銀行危機の長期化と その背景分析

土 田 陽 介

## 要 旨

ポルトガルはかつて GIIPS（あるいは PIIGS）と揶揄され、実際に EU と IMF から金融支援（11年4月）を受けた重債務国5ヶ国のうちの1つであった。ポルトガルは14年5月に金融支援から脱却するが、その後も銀行の経営不安は続き、事態が収束するまで約10年の歳月を要した。比較的短期に銀行危機を脱したアイルランドやスペインに比べると、ポルトガルの銀行危機は長期化したことに、その特徴がある。

EU がポルトガルの銀行危機を軽視した背景には、当時はギリシャやスペインなど、より深刻な状況に置かれていた重債務国の救済を EU が優先せざるを得なかった事情があったと推察される。ギリシャやアイルランドに関しては、それらの国債を保有していた大陸の巨大金融機関の連鎖的な倒産を回避する必要があった。スペインに関しても、その経済規模の大きさゆえ、ハンドリングを間違えれば EU 全体に危機が広がる可能性があった。

重債務国への金融支援に際して、EU による金融支援は常に後手に回っている。言わば「戦力の逐次投入」型のサポートに終始してきた EU であるが、背景に危機対応に際して公的資金の活用をできるだけ回避しようという経済観があったことは明白である。そうした中で行われた選択と集中の結果が、ポルトガルの銀行危機の長期化につながったと整理されよう。

## 目 次

- |                         |              |
|-------------------------|--------------|
| I . はじめに                | 2. 銀行部門固有の要因 |
| II . ポルトガルの銀行危機と政策対応の展開 | 3. 救済スキームの不備 |
| III . 銀行危機長期化の背景分析      | IV . さいごに    |
| 1. 外部環境の変化              |              |

## I. はじめに

2008年秋に生じた世界金融危機を受けて、欧州連合（EU）の諸国の景気は軒並み腰折れし、ポルトガルを含む殆どの国が深刻な景気後退に陥った（図表1）。その結果、程度の差はあれ、各国の銀行は多額の不良債権を抱えるなど経営不安に直面し、いくつかのケースでは危機的状況まで事態が悪化した。その中でもポルトガルの銀行危機の事例は、イタリア同様、欧州全体の金融システムの安定を脅しかねなかった端的なケースである。

ポルトガルは人口1千万程度に過ぎず、EU全体の経済規模に占める割合は2%にも満たな

い。ただ最悪期であった15年時点の不良債権比率は17.5%とイタリア（18.1%）<sup>1)</sup>と同等に深刻な水準にあり、EUの金融のシステミックリスクとして警戒されていた。また歴史的経緯からポルトガルの銀行は中南米やアフリカにも展開していたため、そうした諸国へ悪影響が及ぶ危険性も意識されていた。

ポルトガルはかつてGIIPS（あるいはPIIGS）と揶揄され、実際にEUとIMFから金融支援（11年4月）を受けた重債務国5ヶ国のうちの1つであった<sup>2)</sup>。ポルトガルは14年5月に金融支援から脱却するが、その後も銀行の経営不安は続き、事態が収束するまで約10年の歳月を要した。比較的短期に銀行危機を脱したアイルランドやスペインに比べると、ポルトガルの銀行

図表1 マクロ経済動向（09年～18年）

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
一人当たりGDP <sup>1)</sup>	16,601	17,018	16,686	16,015	16,282	16,641	17,359	18,060	18,894	19,614
実質GDP成長率 <sup>2)</sup>	-3.0	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.8	1.9	2.8	2.1
内需寄与度	-3.7	2.0	-6.1	-7.4	-1.9	2.1	2.8	2.1	3.0	2.8
外需寄与度	0.7	-0.1	4.3	3.4	0.8	-1.2	-1.0	-0.2	-0.2	-0.6
経常収支 <sup>3)</sup>	-10.4	-10.0	-6.0	-2.1	1.5	0.2	0.3	0.7	0.6	-0.4
財取引	-10.3	-10.6	-8.2	-5.5	-4.6	-5.4	-5.3	-5.1	-6.2	-7.3
サービス取引	3.6	3.6	4.5	5.6	6.6	6.6	7.0	7.2	8.0	8.3
対外債務 <sup>3)</sup>	225.5	226.7	218.8	237.7	226.9	235.9	222.0	214.1	209.4	204.7
消費者物価 <sup>2)</sup>	-0.9	1.4	3.6	2.8	0.4	-0.2	0.5	0.6	1.6	1.2
コア	0.5	0.3	2.0	1.2	0.1	0.2	0.6	0.9	1.2	0.8
失業率 <sup>4)</sup>	10.7	12.0	12.9	15.8	16.4	14.1	12.6	11.2	9.0	7.0
24歳以下	25.3	28.2	30.1	38.0	38.1	34.7	31.9	28.2	23.8	20.3
25歳以上	9.2	10.5	11.3	13.9	14.7	12.5	11.1	9.9	7.9	6.0
財政収支 <sup>3)</sup>	-9.8	-11.2	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0	-3.0	-
基礎的財政収支	-6.8	-8.3	-3.1	-0.8	0.1	-2.3	0.2	2.2	0.8	-
公的債務残高 <sup>3)</sup>	83.6	96.2	111.4	126.2	129.0	130.6	128.8	129.2	124.8	-
10年債流通利回り <sup>4)</sup>	3.9	6.5	13.1	7.3	6.0	2.8	2.5	3.7	1.8	1.7
株価 <sup>5)</sup>	8,464	7,588	5,494	5,655	6,559	4,799	5,313	4,679	5,388	4,731

(注) 1) ユーロ

2) 前年比, %

3) 対GDP比率, %

4) 期中値, %

5) リスボンPSI20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）

危機は長期化したことに、その特徴がある。

そこで本稿では、世界金融危機以降のポルトガルの銀行危機の展開を整理し、何故同国の銀行危機が長期化したのか、その背景を分析することを試みる。以下本稿の構成を述べると、まず第Ⅱ節でポルトガルの銀行危機と政策対応の展開を整理する。その上で銀行危機が長期化した背景につき、続く第Ⅲ節で銀行部門の周辺的外部環境と固有の内部環境、さらに救済スキームの特徴に別けて考察し、最後に結論を述べる。

なお先行研究レビューに関しては、本稿の分析関心が極めて現代的であることから、これを特に行わないこととする。その代わりとして、先行研究に関しては、該当する箇所において適宜言及することにした。分析の視点に関しては、拙稿 (2016b; 2018; 2019) を意識し、他の

重債務国 (ギリシャ、スペイン、イタリア) の銀行危機の事例研究との比較を念頭に置いた。

## Ⅱ. ポルトガルの銀行危機と政策対応の展開

まず図表2を用いながら、ポルトガルの銀行危機と政策対応の展開を概観しよう。90年代後半のポルトガル経済は4%台の高成長を謳歌した。需要面ではリスボン万博の開催に伴う公共投資の増加がポルトガル景気を牽引し、また供給面ではユーロ導入前の構造改革の進展が経済成長を後押しした。しかし2000年代に入ると経済は「低成長の壁」に直面し、年平均成長率は1%半ばとユーロ圏平均 (2%程度) を下回った<sup>3)</sup>。

2000年代前半に景気が低迷した理由として世

図表2 銀行部門の主要指標 (09年~18年)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
不良債権比率 <sup>1)</sup>	3.3	5.2	7.7	9.7	10.6	11.9	17.5	17.2	13.3	9.4
(参考) 企業部門 <sup>2)</sup>	3.9	4.1	6.0	9.4	11.8	14.2	15.2	15.0	12.7	7.8
家計部門 <sup>3)</sup>	2.7	2.8	3.3	3.8	4.0	4.3	4.2	3.7	3.8	2.8
引当金比率 <sup>4)</sup>	-	20.6	39.5	38.6	40.1	40.2	94.9	95.9	61.1	42.2
融資残高 <sup>5)</sup>	145.8	142.2	143.8	142.2	133.6	121.1	111.7	103.5	96.5	91.7
預金残高 <sup>5)</sup>	84.1	86.4	93.1	93.7	95.0	94.3	93.5	92.3	91.0	92.0
預貸比率 <sup>6)</sup>	173.3	164.5	154.5	151.8	140.7	128.5	119.5	112.1	106.1	99.7
中銀からの借入比率 <sup>7)</sup>	3.5	8.4	9.7	11.8	11.4	8.0	7.7	6.9	7.0	6.1
(参考) ターゲット2 勘定 <sup>5)</sup>	-13.4	-33.3	-34.6	-39.2	-35.0	-31.5	-34.3	-38.4	-41.7	-41.1
自己資本比率 <sup>8)</sup>	7.9	8.1	8.4	10.7	11.8	11.4	11.8	12.3	13.9	14.1
ROA <sup>6)</sup>	-	0.5	0.1	0.0	-0.5	-1.2	0.4	-0.1	0.3	0.7
銀行数 <sup>9)</sup>	166	160	155	152	151	150	147	145	141	141

(注) 1) 対貸付残高比率, %。なお同ベースで企業部門向け、家計部門向けが確認できるのは15年以降である。

2) 企業部門向け不良債権 (遅延債権ベース) を企業向け融資残高で除した比率, %

3) 家計部門向け不良債権 (遅延債権ベース) を家計向け融資残高で除した比率, %

4) 純額ベースの不良債権に対する引当金が自己資本に占める割合, %

5) 対GDP比率, %

6) %

7) 対総資産残高比率, %

8) ティア1比率, %

9) Monetary Financial Institutions (MFI) のうち、Credit Institutions の数、期末値

[出所] ポルトガル中央銀行

界銀行は、90年代後半において堅調だった需要に対して供給が追い付かず、一方で非貿易財部門に経済活動がシフトしたことを指摘している<sup>4)</sup>。加えて多くの論考が共通して指摘するように、ユーロ導入によって購買力を得た反面で、競争力が低下したため輸出が停滞したことも、ポルトガル景気の長期低迷につながった<sup>5)</sup>。

言い換えれば、ポルトガルは1990年代後半にバブル経済を経験し、それが崩壊した2000年代前半は構造調整の過程にあった。この点がユーロ導入後にバブル経済を経験したスペインやギリシャ、アイルランドとの最大の違いであり、景気停滞局面にあったという意味ではむしろイタリアに近かった。実際に2000年代前半における銀行融資額の年平均増加率は7.2%と、いわゆるPIIGS諸国の中では最低水準に留まった<sup>6)</sup>。

2008年秋に生じた世界金融危機を受けてポルトガル景気も腰折れし、11年から13年にかけてはマイナス成長が続いた。この過程で不良債権

問題が深刻化し、不良債権比率は最悪期（15年）には17.5%と先進国では異例の高水準に達した。また融資残高の対GDP比率が低下したように信用収縮が始まり、銀行の資金繰りも悪化し13年にかけて中銀（ECB）への借入依存度が上昇するなど、金融システム不安が徐々に高まることになった。

図表3でまとめられている様に、この過程でポルトガル政府は、まず2008年に経営不安が深刻化したビジネスバンク（BPN）を国有化したほか<sup>7)</sup>、EUと国際通貨基金（IMF）から受けた金融支援（11年5月<sup>8)</sup>）を元に設立した銀行再建基金を通じるなどして、12年6月には大手3行（ミレニアムBCP、バンクBPI、CGD<sup>9)</sup>）に対して66億ユーロの、また13年1月にはBANIF<sup>10)</sup>に対して11億ユーロの資本注入を行った<sup>11)</sup>。

一連の金融安定策や経営改善策を受けて銀行危機は一時的に収束し、銀行部門は小康状態を

図表3 大銀行への資本注入の推移

	資本注入 の次期	処理の 次期	主な売却先
BPN (ポルトガルビジネスバンク)	2008年	2012年	バンク BIC (アンゴラ)
ミレニアム BCP (ポルトガル商業銀行)	2012年	2017年	復星国際 (中国)
バンク BPI (ポルトガル投資銀行)	2012年	2017年	カイシャバンク (スペイン)
CGD (ポルトガル貯蓄銀行) <sup>1)</sup>	2012年	未定	未定
BANIF (ファンシヤル国際銀行) <sup>2)</sup>	2013年	2018年	野牛資本 (中国)
BES (バンク・エスピリト・サント) <sup>3)</sup>	2014年	2017年	ローンスター (米国)

(注) 1) 南アフリカ事業（ローンスター銀行）は同国資本（Capitec Bank）に、スペイン事業（Caxia General）は同国資本（Abanca）にそれぞれ譲渡予定

2) 15年にサンタンデルへの事業売却支援を目的とする金融支援を政府は実施（リテール部門はサンタンデルが買収）

3) 優良資産を新勘定である継承銀行のノヴォバンカ（Novo Banca）に移管した上で、17年に売却

[出所] 欧州委員会及び各行プレスリリース等から作成。

取り戻した。14年5月にはポルトガルがEUとIMFからの金融支援を脱却するが、同年7月には当時第三位の銀行、バンコ・エスピリト・サント（BES）の経営不安が顕在化し、再び金融不安が意識されたため、政府は翌8月にBESの継承銀行（ノヴォバンコ）を新設した上で破綻処理に着手した。

BESに関しては15年12月、売却交渉の難航や財務体質の悪化から政府は優先債に対するベイルイン<sup>12)</sup>を事後的に強行したため、他行の経営に対する投資家の不安心理が高まり、加えて翌月にかけて同様の問題を抱えていたイタリアの銀行の優先債価格も急落するなど、欧州金融市場の動揺を誘った<sup>13)</sup>。以降も二番手行であるミレニアムBCPの資本不足が叫ばれるなど、ポルトガルの銀行部門はしばらく不安定な状況が続いた。

17年5月にはECB理事のビルロワドガロー仏中銀総裁が会見<sup>14)</sup>で、イタリアとポルトガルの銀行危機への早期対応の必要性に言及するなど、EU当局者の警戒感も高止まっていた。ただその後は資本注入を受けた大銀行の売却が進むなど事態は徐々に好転し、18年にかけて事態は再び小康状態を取り戻すに至った。BNPへの資本注入以降、実に10年間もポルトガルの銀行危機は続いたことになる。

しかしながら、融資残高の対GDP比率の低下は止まらず信用収縮は続いている。不良債権比率も低下したとはいえ、18年時点でも依然10%近くの水準である。預金残高の対GDP比率の低下が18年に入り漸く止まったに過ぎず、預金者の銀行部門への信頼感（コンフィデンス）はまだ十分回復してはいない。ターゲットII勘定の純残高の赤字幅も縮小に転じておらず、ポルトガルの銀行部門はユーロシステムへ

依存したままである。

以上、ポルトガルの銀行危機と政策対応の展開を簡単に整理した。ポルトガルの銀行危機はEUによる金融支援からの脱却（14年5月）を境に2つの局面があったと理解される。具体的には、前半はミレニアムBCPなど大手行の資本不足問題があり、後半はBESの経営不安とその再建問題である。もっとも前半と後半は必ずしも断絶しておらず、欧州債務危機という大きな流れの中で連鎖的に生じている。

### Ⅲ. 銀行危機長期化の背景分析

結果的に、ポルトガルの銀行危機は約10年間も続いた。スペインやアイルランドもまたポルトガルと同時期に銀行危機に陥ったが、ポルトガルのような長期化は免れている。本節では、ポルトガルの銀行危機が長期化した背景を1. 銀行部門を取り巻く外部環境の変化の観点と、2. 銀行部門固有の環境要因の観点、そして3. 救済スキームの不備の観点から、それぞれ分析する。

#### 1. 外部環境の変化

最大の理由として、マクロ経済環境の悪化がある。緊縮財政を敢行したこともあり、ポルトガル経済は11年から13年までの3年間マイナス成長を余儀なくされ、同国はEU諸国の中でも厳しい景気後退に直面することになった。その後も景気は緩慢な回復にとどまり、物価も原油価格の下落などからデysinフレが進んだ。いずれも不良債権権問題を深刻化させ、銀行の経営を圧迫する方向に働いた。

さらに財政の悪化がある。長年の景気低迷を受けてポルトガルの財政は改善が進まず、04年

以降は安定成長協定（SGP）で要求される財政基準のうち、公的債務残高（対GDP比率60%以内）は未達の状態であった。世界金融危機後には財政がさらに悪化し、11年には公的債務残高が名目GDPの規模を超え、長期金利が10%台に突入するなど、いわゆる財政危機が生じた。

また財政の悪化を受けて、EUはポルトガルに対して09年以降「過剰財政赤字是正手続き（EDP）」を科し、厳しい財政再建を義務付けた。こうした中で、銀行危機への対応策のコストは、基本的にEUとIMFからの金融支援に依存せざるを得なくなった。金融支援は最大780億ユーロ用意され、そのうち120億ユーロが銀行への支援枠（Bank Solvency Support Facility）に定められた。

もっともEUからの金融支援は、四半期ごとの進捗評価に基づき複数回のトランシェに分けて行われた。そのためポルトガル政府と中銀の対応は機動力を欠いており、予防的観点から銀行に対して公的資金を注入したり、不良債権処理を担う公的な整理回収機構（バッドバンク）を設立したりするといった積極的な危機支援策を、政府と中銀は実施し得なかったことになる。

こうした財政上の制約は、15年12月に実施されたBESに対する事後的なバイルインにもつながった。中銀はノヴォバンクの財務体質の悪化を理由に、額面で20億ユーロ弱の優先債を旧勘定に再移転し、BSEの株主と投資家に費用負担を課した。当時、ポルトガル政府はEUとIMFによる金融支援を脱していたものの財政に余力はなく、事後的に株主と投資家へ費用負担を課するという「奇策」を採用せざるを得なかったとみられる。

そして金融環境の悪化も、様々な形で銀行危機の長期化につながった。財政の悪化に伴う金利の上昇で銀行が保有する国債の価値が既存し、銀行の財務体質を悪化させた。また2年債金利が10年債金利の水準を上回る逆イールドが生じたことも、銀行の収益の悪化につながった。また株式市場では銀行株が急落後に低迷し続けたため、銀行が株式市場で公募増資を行うことを困難にした。

そしてEUにおける金融監督規制の強化と共通化が、ポルトガルの銀行経営を不安定化させた。例えばEUは11年7月、最新の国際的な自己資本規制（バーゼルⅢ）に対応するために自己資本規制第4弾（CRDⅣ）を公表し、域内の自己資本規制の調和を図った。また欧州銀行監督局（EBA）は14年7月、それまで加盟国単位で実施されていた不良債権の算定基準を統一した<sup>15)</sup>。

これを基に実施された同年10月のECBとEBAによる健全性検査（ストレステスト）において、ポルトガルの銀行部門からはミレニアムBCPの資本不足が指摘された。コノミレニアムBCPの資本不足問題は、同年の8月に経営が破たんしたBESと併せて、EUからの金融支援を受けて漸く小康状態になったポルトガルの銀行部門が再度不安定化させる引き金になった。

なお不良債権比率は14年から15年の間に11.9%から17.5%へと急上昇しているが、これも算定基準の統一などを受けたものである。それまでのポルトガルの不良債権比率は過少に評価されたものであったとも言えるが、一方でポルトガルの経済取行においては必ずしも不良債権とみなされず、回収の見込みが立つ正常債権に近い債権であった可能性がある点にも留意す

べきだろう。

EUは08年に生じた世界金融危機やその後の南欧諸国の財政危機を受けて、域内の金融行政の一元化を目指す「銀行同盟」構想を推進してきたが、金融監督規制の強化もこの流れに位置づけられる。ただそうした取り組みが進んだことで、ポルトガルの銀行危機が投資家に過剰に意識されるようになったきらいは否めない。同様のことはイタリアの銀行危機にも共通して指摘できよう。

## 2. 銀行部門固有の要因

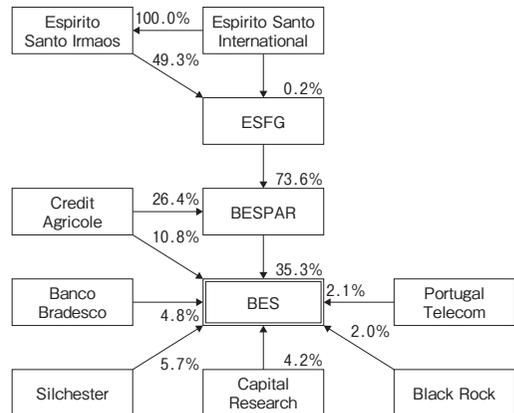
### (1) 地縁や血縁を重視する経営体質

まず経営ガバナンス上の問題点が指摘される。いわゆる第二次銀行指令（89年）の採用以降、欧州域内で銀行業のクロスボーダー化が進み、小国であるポルトガルの銀行もまたその荒波に晒されることになった。その過程で合併を繰り返した結果、大銀行が形成されるとともに、寡占状態が進むことになった<sup>16)</sup>。2006年の会社法で近代的な株式会社制度も整備された<sup>17)</sup>が、一方で因習も色濃く残っていた。

例えば08年に国有化されたBPNの場合、当時の最高経営責任者であるホセ・オリヴェイラ・コスタ氏（José Oliveira e Costa）による放漫経営や不法行為により経営が破綻した。同氏は元保健大臣アルリンド・ヂ・カルヴァーリョ氏（Arlindo de Carvalho）らと政官財にわたる汚職関係を構築しており、BPNの経営破綻はポルトガル経済における縁故資本主義の象徴的事件だったと言える。

また14年に経営破綻したBESの場合、同族経営によりガバナンスが機能不全に陥っていた可能性が指摘できる。図表4は破綻直前におけるBESの株主構成を示したものである。BES

図表4 BESの株主構造



〔出所〕ESFG, *Annual Report 2013*; BES, *Annual Report 2013*

はポルトガルを代表する財閥であるエスピリト・サントグループの金融機関であり、重層的な形をとりながらも創業家であるエスピリト・サント家の企業がBESの主要株主として君臨していた。

BESが経営破綻した直接的な理由は、中核企業であるエスピリト・サント・インターナショナル（ESI）がハイレバレッジ取引によって多額の損失を抱えた結果、同社が発行する短期債（CP）の返済を延期したことにあった。これを受けてBESは親会社であるESFGとともにESI向け融資に多額の引当金を積み必要に迫られ、連鎖的に経営危機に陥ることになった。

資本関係を考慮すれば、BESが所有者であるESIに対する貸付に適正な与信管理を行っていたとは考え難い。実際に、BESがESIの債務不履行に際して多額の引当金を積み必要に迫られた事実がそれを物語っている。持株会社ESFGはニューヨーク（NYSE）やロンドン（LSE）でも上場していたが、公開された株式が限定的であるため市場を通じたモニタリングにも限界があったと考えられる。

ミレニアム BCP, バンコ BPI, CGD といった他の大銀行においても、程度の差はあれポルトガル経済の特徴である縁故資本主義的な性格に基づく経営ガバナンス上の歪みが存在したと推察される。そして地縁や血縁を重視する経営体質が与信判断や債権管理の甘さにつながり、銀行を取り巻く外部環境の悪化と合わさる形で、不良債権問題に代表される経営危機をもたらしたとみられる。

## (2) 資金調達手段としての金融債の存在

次に、銀行が小口投資家向けに多額の優先債を発行していたことが指摘できる。欧州の銀行は2000年代からカバードボンド（債権担保付社債）<sup>18)</sup>の発行を開始するなど金融債（銀行債）を重要な資金調達手段としていたが、ポルトガルにもその流れは及んでいた。政府系貯蓄銀行である CGD を中心とする大銀行は、資本市場へのアクセスも容易であることから多額の金融債を発行していた。

図表5はポルトガルの銀行債の発行残高の対GDP比率の推移をユーロ圏全体、また比較的銀行部門の構造的特徴が近いと考えられるイタ

リアとの間で比較したものである。世界金融危機以降、ユーロ圏全体で見ると銀行部門はデレバレッジを進める中で銀行債に関しても残高を減らした。ただ反面で、ポルトガルやイタリアの銀行は欧州債務危機が深刻化する過程で、逆して銀行債の発行を増やしていた。

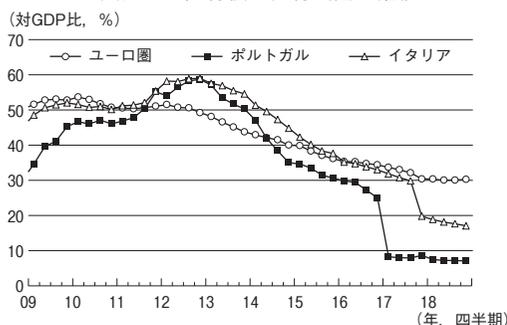
当時、ポルトガルの銀行部門は資金繰りがひっ迫しており、銀行債は重要な資金調達手段であった<sup>19)</sup>。EU と IMF から金融支援を受けて以降は、銀行部門のデレバレッジが義務付けられたため、ポルトガルの銀行債の残高はイタリアよりも速いテンポで減少した。なお16年末から17年初にかけて急激な減少が観察されるが、これはポルトガル中銀が計上の方法を総額から純額に変えたことに伴い生じた断層である。

イタリアと並んでポルトガルの銀行は、小口投資家向けに優先債を発行していたことでも知られる。14年8月に経営破綻した BES の場合、行員が年利3%程度の金利で期間が9ヶ月から12ヶ月程度の CP（コマーシャルペーパー）を取引先相手（融資先や預金者）に熱心に売り込んでいたとされている<sup>20)</sup>。当時の預金金利に比べると高い金利が設定されており、貯蓄商品として人気があったとみられる<sup>21)</sup>。

こうした小口投資家向けの優先債の存在は、特にベイルインによる銀行の再建処理を困難にしたと考えられる。BRRD の導入により銀行の再建処理は原則としてベイルインで行われることになったが、社会不安や銀行不安の連鎖的な共鳴（contagion）を回避したい各国当局は及び腰になった。事実、後日遡及的なベイルインを実施した際も、小口投資家向けの優先債は対象から外されるという配慮がなされた。

ただ BES のベイルインに際して小口投資家

図表5 銀行債の発行残高の推移



(注) ポルトガルの17年第1四半期及びイタリアの同年第4四半期における下振れは、計上方法が総額から純額に変わったことに伴う技術的な変化。

[出所] 欧州中央銀行 (ECB)

向け優先債を除外したことがパリバス条項に違反するとして、複数の大口投資家がポルトガル中銀を提訴するなど、中銀の対応は大口投資家の当局に対するコンフィデンスを低下させるものでもあった。いずれにせよ小口投資家向けに存在した多額の優先債は、銀行の迅速な再建処理を阻む方向に働いたと否定的に評価される。

### 3. 救済スキームの不備

一般的に、金融システムを安定化させるための具体的な戦術は①流動性供給の拡大、②預金保護の拡充、③規制の先送り、④資本増強、⑤不良債権の一括処理の5点に、概ね大別される<sup>22)</sup>。ただポルトガルを含むユーロ圏の構成諸国においては、いずれの戦術も、事実上EUやECBの強いコントロールの下に置かれている。特に④と⑤に関しては、税負担の公平性の観点から特に厳しい制約が課されている。

ポルトガルの事例では、EUとIMFによる金融支援（11年4月）に基づき、大手行に対する公的資金の注入が12年から13年にかけて実施された。ただ不良債権の一括処理は政策的に行われておらず、この点において不良債権の一括処理を目的とする公的な資産管理会社（バッドバンク）の設立が金融支援のプログラムの中に事実上組み込まれていたスペインと事情が大きく異なっている<sup>23)</sup>。

隣国スペインの場合、その経済規模の大きさから、同国の銀行危機は欧州全体の金融システム上のリスクになっていた。そのためEUは金融支援の用途として、不良債権の一括処理の実施を事実上容認したと考えられる。他方でポルトガルの場合、同国の銀行危機が欧州全体の金融システム上のリスクにはなり得ないという認識の下でEUがIMFと金融支援を実施したた

め、銀行危機対応に関しては資本増強にとどまると推察される。

当初、欧州委員会はポルトガルの銀行部門の問題を過小評価していたとみられる。実際に欧州委員会は金融支援の実施に当たって、ポルトガル経済の重債務性に言及しつつも「ポルトガルの銀行は伝統的な銀行業務に注力しており（革新的な金融業務に傾斜していなかったがゆえに世界金融危機の悪影響は軽微であった）、また不動産バブルも生じていなかったために、全体としては健全である」という評価を与えていた<sup>24)</sup>。

ただ図表6よりポルトガルの不良債権比率を産業別に確認すると、金融支援を受けた直後（12年）時点でも、建設業や不動産業向け融資の不良債権比率は世界金融危機直後の09年に比べると顕著に上昇していた。2000年代にバブル経済を経験しなかったとはいえ、不良債権問題は景気後退の影響を受け易い建設・不動産関連を中心に悪化していった事実がここから読み取れる。

公的バッドバンクによる救済スキームは、建設・不動産関連の不良債権処理と親和性が高い。企業規模別に見た場合、不良債権問題は一貫して中堅以下の企業であり、銀行から評価すれば小口債権が中心であった。ただ建設・不動産関連の不良債権に関しては、公的バッドバンクがこれを買入れることで規模の経済性が働き、外国人投資家による購入の機会も増えた可能性が十分あったと考えられる。

不良債権の流通市場が未整備であった金融危機以降のポルトガルで、不良債権を早期に銀行から切り離さなかったことは、後の銀行危機の長期化をもたらす大きな原因になったと言わざるを得ない。とりわけポルトガルの経済規模の

図表6 不良債権の産業別構成

	不良債権比率 <sup>1)</sup>					不良債権の構成比率 <sup>1)</sup>				
	2006年	2009年	2012年	2015年	2018年	2006年	2009年	2012年	2015年	2018年
企業部門						100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(産業活動別)										
農林水産業	2.3	2.4	4.8	4.4	6.2	2.0	1.0	0.9	0.8	2.3
鉱業	1.6	4.2	9.1	13.0	5.8	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
製造業	3.1	5.3	8.7	10.3	6.3	25.5	17.5	11.9	10.6	12.0
電気ガス水道	0.2	0.3	1.0	1.1	0.7	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
建設業	1.8	5.5	18.7	33.2	24.2	27.8	31.2	37.5	34.0	32.5
卸売小売業	2.2	5.8	12.3	16.1	9.8	22.2	19.1	15.8	15.7	16.7
物流業	0.6	0.8	2.6	6.7	2.9	2.5	1.6	2.2	3.9	2.6
宿泊飲食業	1.8	3.8	8.3	10.9	7.0	4.0	4.2	4.3	3.9	5.4
情報通信業	1.7	2.5	4.4	8.6	4.0	1.1	0.6	0.5	0.7	0.6
不動産業	0.9	3.3	11.6	23.7	12.1	8.0	12.3	17.0	21.2	16.3
法人向けサービス業	0.4	2.6	4.0	8.7	7.6	4.3	10.2	7.0	7.0	9.4
その他	0.9	1.7	3.8	6.3	3.6	1.9	1.6	1.9	1.6	1.6
(企業規模別) <sup>2)</sup>										
零細企業	—	6.5	16.8	27.0	16.8	—	32.0	31.9	31.7	31.1
中小企業	—	4.4	10.9	14.9	8.6	—	23.8	21.8	24.8	26.3
中堅企業	—	3.4	7.3	9.5	3.8	—	22.3	21.8	24.5	22.8
大企業	—	1.2	1.9	3.2	4.0	—	13.7	12.8	13.1	14.8

(注) 1) 単位はパーセント

2) 欧州委員会の定義によると、零細企業は従業員10人未満、中小企業は50人未満、中堅企業は250人未満

[出所] ポルトガル中央銀行『統計月報』より作成

小ささを考慮に入れると、中南米やアフリカ諸国でも事業を展開する一部大手企業を除き、外国人投資家が自ら個別の資産を査定して購入するような事態は想定し難い。

その後、不良債権問題は建設・不動産関連から製造業など産業全体に拡大し、悪化することになった。内需依存度が高いポルトガル経済の構造を踏まえれば、緊縮政策によって不良債権問題が産業全体に拡大し、悪化していくことは自明の理であった。実物（企業）部門の調整を優先した反面で金融（銀行）部門の調整を軽視し、かえって問題を長期化させたという点で、EUのポルトガルに対する支援策は不適當であったと言わざるを得ない。

つまり救済スキームの観点から考えた場合、

それが予備的な資本注入にとどまったこと、言い換えれば初期から中期の段階に相当する2011年から14年までの政策対応が不十分であったことが、ポルトガルの銀行危機が長期化した要因になったという可能性が指摘し得る。特に金融支援を実施した際に事態を過小評価していた欧州委員会の、公的支援に対する控え目なスタンスは看過できないと言えよう。

なおポルトガルの不良債権比率は17年に急低下するが、当局の旗振りで主要3行（CGD、ミレニアムBCP、ノヴォバンク）が共通のプラットフォームを設立し、共通する不良債権の処理の円滑化に努めるなど、民間主導で処理の動きが加速したためである。欧州委員会はこうした民間主導の取り組みを高く評価している

が<sup>25)</sup>、処理を促す政策支援が早期に行われていれば、ポルトガルの銀行危機の長期化が免れた公算は大きい。

#### IV. さいごに

以上本稿では、世界金融危機以降のポルトガルの銀行危機の展開を整理し、何故同国の銀行危機が長期化したのか、その背景を分析することを試みてきた。まず第Ⅱ節でポルトガルの銀行危機と政策対応の展開を整理し、その上で銀行危機が長期化した背景につき、第Ⅲ節で銀行部門の周辺の外部環境と固有の内部環境、さらにスキームの不備という観点から考察した。

ポルトガルが銀行危機に至るまでの経緯は、同様にユーロ導入後に景気が停滞していたイタリアと酷似している。具体的には、両国ともユーロ導入後に不動産バブルあるいは金融バブルを経験しておらず、低成長の中で銀行融資の増加率も低かった。08年秋の世界金融危機をきっかけに銀行は経営危機に陥ったが、バブルが崩壊したスペインなどに比べると、低成長というより構造的な問題に起因した銀行危機であった。

もっとも主な政策対応に関しては、それがBRRDのポルトガルでの適用(16年1月)前に実施されたこともあり、BRRDが直接的な頭木となる形での遅延は回避された。この点についてはイタリアとは事情が異なる<sup>26)</sup>。他方で同時期に実施されたスペインの銀行救済に比べると、ポルトガルの銀行危機に関するEUのコミットは当初消極的であり、そのことが危機の長期化につながったと整理される。

もちろん経営ガバナンス上の問題や資金調達上の問題も、ポルトガルの銀行危機の長期化に

つながったと考えられる。一方で、こうした要因は銀行危機に陥った他の欧州諸国にも共通するものでもある。むしろ決定的な要因は、結果的に各国単位で異なった銀行救済スキームのあり方にあり、それを事実上規定したEUによる状況判断の拙さにあったと言えるだろう。

金融危機時の政策介入に当たっては、その初動対応の迅速さが重要である。さらにその際に大規模な財政出動が行われる方が、結果的に危機の脱却のために要する納税者の負担が軽くなるという指摘もある<sup>27)</sup>。ポルトガルの銀行危機のケースでは、当初のEUの状況判断の誤りから、救済策が予備的な資本注入という消極的な手法にとどまったことが、危機の長期化につながったと考えられる。

EUがポルトガルの銀行危機を軽視した背景には、当時はギリシャやスペインなど、より深刻な状況に置かれていた重債務国の救済をEUが優先せざるを得なかった事情があったと推察される。ギリシャに関しては、同国の国債を保有していたドイツやフランスの金融機関の連鎖的な倒産を回避する必要があった。またスペインに関しては、その経済規模の大きさゆえ、ハンドリングを間違えればEU全体に危機が広がる可能性があった。

不動産バブルが崩壊したアイルランドの場合も、多額の不良債権を抱えた銀行が大陸の金融機関から多額の資金を調達していたことから、危機を早期に沈静化しないと問題がEU全体に波及する恐れがあった。こうした中で、ポルトガルの銀行危機への対応は優先順位から外れてしまった。その結果、ポルトガルの銀行危機は積み残されることになってしまったと言えよう。

重債務国への金融支援に際して、EUによる

金融支援は常に後手に回っている。言わば「戦力の逐次投入」型のサポートに終始してきた EU であるが、背景に危機対応に際して公的資金の活用をできるだけ回避しようという経済観があったことは明白である。そうした中で行われた選択と集中の結果が、ポルトガルの銀行危機の長期化につながったと整理されよう。

### 注

- 1) 出所は International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*.
- 2) GIIPS (あるいは PIIGS) はギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペインの5ヶ国を指す。ただ実際に EU から金融支援を受けた5ヶ国の中からはイタリアは除外され、代わりにキプロスが入る。
- 3) 土田 [2016], 4頁。
- 4) Sitraíne and Skamnelos [2007].
- 5) Drummond [2006], Aheare and Pisany-Ferry [2006], Leao and Palacio-Vera [2011].
- 6) 最も高かったのがアイルランドの16.4%であり、次いでスペインが11.6%, ギリシャが9.9%, イタリアが8.9%であった(出所は ECB, *Statistical Data Warehouse*)。
- 7) また政府はポルトガル・プライベート銀行 (Banco Privado Português, BPP) に対しても流動性支援を行った。具体的には、政府は08年12月、当時の主要6行が BPP に対する資金融通を行う際、4億5,000万ユーロの保証を与えた。ただ経営は改善せず、結局10年に清算されている。
- 8) EU が520億ユーロ、IMF が260億ユーロの内訳とされた。
- 9) 正式名称はポルトガル貯蓄銀行 (Caixa Geral de Depósitos)。なお同行に対しては銀行再建基金ではなく政府財政から直接公的資金が注入された。
- 10) 正式名称はフンカル国際銀行 (Banco Internacional do Funchal)。
- 11) コアティア1比率を10%以上に引き上げることが目指された。
- 12) 中銀は BES からノヴォバンクに移転した5種類の無担保優先債について、再度 BES に移転することを決定した。
- 13) モンテ・パスキ・ディ・シエナ (MPS) やポポラーレ銀行の優先債価格が下落した。
- 14) 2016年のフランス健全性監督破綻処理機構の「年報」を発表した際の記者会見での発言(2017年5月29日付)。
- 15) EBA Final Draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99 (4) of Regulation (EU) No 575/2013
- 16) Pereira and Candeias [2015].

- 17) Bandelia [2016] を参照されたい。
- 18) 特に2000年代後半のカバードボンドの年平均発行増加率は116%にも達した (Sérgio and Revelo de Sausa, 2016, p.17)。
- 19) Crosignani *et al.* [2015] p.61
- 20) Conac [2018] p. 25. スパークリングワインを持参してまで顧客に対して銀行債の営業していたとも言われる。
- 21) 2010年代前半におけるポルトガルの預金金利の水準は普通預金が平均で0.08%, 定期預金(2年まで)が同2.41%であった。ポルトガル中銀のデータベース (BPstat) より筆者が算出。
- 22) Honohan and Klingebiel [2000].
- 23) スペインの事例については土田 [2018] を参照されたい。
- 24) European Commission [2011] p. 22.
- 25) COM (2018) 766
- 26) イタリアの事例については土田 [2019] を参照されたい。
- 27) Amaglobeli *et al.*, [2015].

### 参考文献

- 土田陽介. [2016a] 「ポルトガルは「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」『国際金融』1283号(28年4月1日), 62-69頁。
- . [2016b] 「ギリシャの銀行危機長期化と政策対応」『証券経済研究』第95号, 75-88頁。
- . [2018] 「スペインの銀行危機と安定化政策」『上智ヨーロッパ研究』第10号, 207-219頁。
- . [2019] 「イタリアの銀行危機対応策の展開とその問題点」『日本EU学会年報』105-125頁。
- Ahearne, Alan and Jean Pisani-Ferry. [2006] “The Euro: Only for the Agile,” *Bruegel Policy Brief*, Issue 2006/01 (February 2006).
- Amaglobeli, David, End, Nicolas, Jarmuzek, Mariusz and Geremia Palomba. [2015] “From Systemic Banking Crises to Fiscal Costs: Risk Factors,” *IMF [International Monetary Fund] Working Paper*, WP15/166.
- Bandeira, Paolo. [2016] “Consolidation and the Evolution of Governance Models in Portuguese Financial Institutions,” in Sérgio, Anabela eds.,

- [2016], chap. 3, pp.21-38.
- Conac, Pierre-Henri. [2018] "Mis-selling of Financial Products: Subordinated Debt and Self-placement," study requested by the ECON committee, June 2018, European Parliament
- Crosignani, Matteo, Faria-e-Castro, Miguel and Luís Fonseca. [2015] "The Portuguese Banking System During the Sovereign Debt Crisis," *Banco de Portugal Economic Studies*, Vol. 1, Issue. 2, pp.43-80.
- Drummond, Paulo. [2006] "How Large is the External Competitiveness Gap?," *IMF Country Report*, No.06/386, pp.4-18.
- European Commission. [2011] "The Economic Adjustment Programme for Portugal," *European Commission European Economy Occasional Papers*, No.79.
- Honohan, Patrick and Daniela Klingebiel. [2000] "Controlling Fiscal Costs of Banking Crise," *World Bank Policy Research Working Paper*, 2441.
- 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.
- Pereira, Morais and Candeias Bonito Filipe. [2015] "Measuring the Board's Members Effect on Banks' Performance: An Application to Portugal," *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences*, Vol. 5, No. 4, pp.1015-1030.
- Ribeiro, Nuno. [2007] "Debt Growth: Factors, Institutional Issues and Implications – Portuguese Case," in Enoch, Charles and Inci Otker-Robe eds., *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, chap.18, pp.296-311, Palgrave Macmillan, New York.
- Sérgio, Anabela eds., [2016] *Banking in Portugal*, Palgrave Macmillan UK.
- Sérgio, Anabela and António Revelo de Spisa. [2016] "The Impact of the Financial Crisis on Portuguese Banks: The Problem of Portuguese Sovereign Debt," in in Sérgio, Anabela eds., [2016], chap. 2, pp.9-20.
- Sirtaine, Sophie and Ilias Skamnelos. [2007] "Credit Growth in Emerging Europe: A Cause for Stability Concerns," *The World Bank Policy Research Working Paper*, No.4281.
- (三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)  
調査部研究員)