

Newsletter



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

見解の分かれるスペインのソブリンリスク ～財政収支は改善するも公的債務は依然高水準～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
矢口 満
mitsuru_vaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- スペインはここ数年間、欧州主要国で最も高い実質 GDP 成長率を記録し、昨年の財政赤字は欧州連合（EU）の基準値である GDP 比 3%を遂に下回った。一方、公的債務残高は依然として同 100%近くで高止まりしている。
- 構造的財政赤字は過去数年間に幾分拡大した。政府は同赤字を今後削減する計画であるが、欧州委員会では拡大傾向が続くと予想している。この差異は主に、未実現の財政緊縮策を織り込んでいるか否かによる。
- 本年 4 月の総選挙を経ても、少数与党だった社会労働党は下院定数の過半数を得ていない。同党が新興政党シウダダノス等の閣外協力を得て次期政権を形成する可能性はあるが、その場合、十分な財政緊縮を行えないおそれがある。また、政権協議に失敗した場合は再び下院が解散され、財政改革も大幅に先送りされることになる。
- カタルーニャ州の独立問題は、独立が現実化しない限り、経済的に大きな影響は生じない。次期政権も社会労働党が軸になり、同州政府との対話路線を継続すると見込まれることから、同州独立が現実となる可能性はかなり低いと思われる。
- 経済関連で残る懸念材料として、①金融システムの安定性、②労働市場改革、③民間非金融部門の債務問題、が挙げられる。①は近年改善がみられるが、他の EU 主

要国と比べると劣後しており、評価が分かれる。ただ、大規模な公的資本支援が必要となる可能性は低い。②は総じて道半ばにとどまっており、中長期的な高成長持続にとってはマイナス材料。一方、③はレバレッジ解消が着実に進展し、もはや大きな問題ではなくなっている。

- シングル A 格相当の他の EU 加盟国と比較すると、スペインは経済の規模や成熟度合いに強みがあるものの、財政面では現状でも中長期的な試算でも明らかに劣後している。
- 総じてみると、スペイン経済には、成長率が高くて財政赤字が減少しているという良好な「方向性」と、公的債務残高が高水準でその引き下げ策の実現性も不透明という不都合な「水準」との二面性がある。筆者はどちらかという「水準」に重きを置く。ただし、別途、特別に大きな不安材料が見当たらない点は特筆される。

<本文>

スペインは 2010 年代前半の欧州債務危機から立ち直り、近年の経済成長率は欧州主要国の中で最も高い。昨年の財政赤字（一般政府ベース）は GDP 比 3%を遂に割り込み、本年 6 月に欧州連合（EU）の「過剰な財政赤字の是正手続き」（EDP）の対象から 10 年ぶりに外された¹。もっとも、公的債務残高（同ベース）は依然として GDP 比 100% 近くの高水準にある。また、政党勢力が分散した政治情勢の影響や、カタルーニャ州の独立問題に伴うリスク、金融システムのぜい弱性など、引き続き注意すべき側面が多い。こうしたなか、スペインのソブリンリスクに関する見解は分かれやすく、実際、大手格付け会社の格付けをみると、S&P の A-(positive)に対し、Moody's は Baa1(stable)にとどまっている。

そこで本稿では、スペインの経済・財政状況を概観したうえで、ソブリンリスクを検討するための複数のポイントを深掘りし、さらにシングル A 格相当の他の EU 加盟国と比較することを通じて、スペインの同リスクを多角的に評価してみた。

1. スペインの経済・財政の概要

(1) 実質 GDP 成長率

スペインは 2010 年代初頭に欧州財政危機に見舞われ、実質 GDP 成長率は 2012 年第

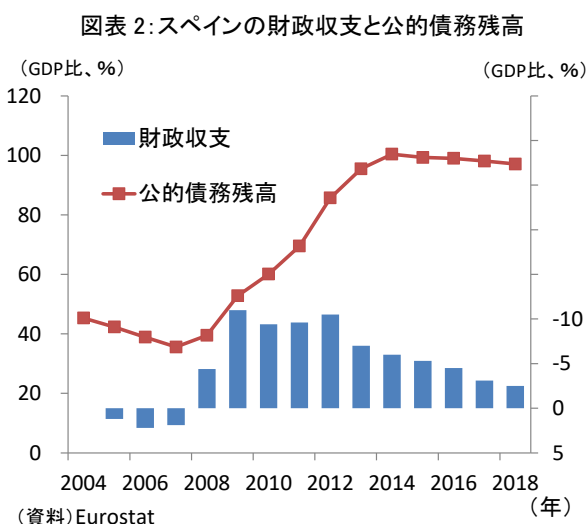
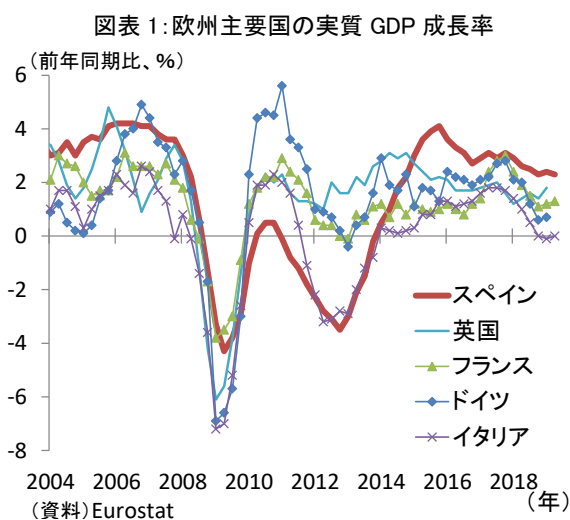
¹ Council of the European Union (2019)

4 四半期に前年同期比-4%近くまで落ち込んだ。しかし、その後は順調に景気が回復し、近年の成長率は欧州主要国の中で最も高い（図表 1）。経済成長のけん引役は個人消費と設備投資であり、その背景として、高水準だった失業率の低下、および（輸出製品の高付加価値化とユニットレイバーコストの削減による）企業部門の対外競争力向上が挙げられる。また、2012 年頃の深い落ち込みからの回復過程で、成長率が上振れしやすかったという循環的な側面も指摘できる²。

（2）財政赤字、公的債務残高

スペインの 2018 年の財政赤字は GDP 比 2.5%と、EDP の基準値（同 3%）を下回った（図表 2）。同国政府が 4 月 30 日に欧州委員会に提出した「安定プログラム」では、2020 年同 1.1%、2022 年ゼロという順調な赤字解消が計画されている（図表 3）³。ただし、5 月 7 日に公表された欧州委員会の見通しでは、2020 年で同 2.0%までの改善にとどまるとされている⁴。

公的債務残高は、2014 年に GDP 比 100%を若干超え、その後も高止まりしている。2018 年は同 97.1%であった。安定プログラムでは、同残高は特に 2021 年から急ピッチで減少し、2022 年に同 90%を割り込むと計画されている。ただし、後述のように、その実現可能性は不透明である。



² 各機関の報告書によると、GDP ギャップは 2018 年にプラスに転じたところである (AIReF (2019), p.3, and IMF (2018), p.27)。

³ Kingdom of Spain (2019), p.68

⁴ European Commission (2019c), pp.104-105

図表 3: スペインの財政赤字と公的債務残高の推移

(単位: GDP比、%)

		実績				計画/見通し			
		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
財政赤字	政府「安定プログラム」	5.3	4.5	3.1	2.5	2.0	1.1	0.4	0.0
	欧州委員会見通し					2.3	2.0	n.a.	n.a.
構造的 財政赤字	政府「安定プログラム」	n.a.	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.2	1.6	1.1
	欧州委員会見通し	2.2	3.1	2.7	2.7	2.9	3.2	n.a.	n.a.
公的 債務残高	政府「安定プログラム」	99.3	99.0	98.1	97.1	95.8	94.0	91.4	88.7
	欧州委員会見通し					96.3	95.7	n.a.	n.a.

(資料) Kingdom of Spain (2019), and European Commission (2019c)

2. スペインのソプリリスクを検討するためのポイント

(1) 財政緊縮策の内実とその実現可能性

前述のようにスペインの財政赤字は2018年にGDP比3%を割り込むに至ったが、これは財政緊縮努力よりも、経済成長に伴う自然増収によるところが大きい。景気循環要因と一時的要因を除いた「構造的財政赤字」をみると、2015年以降むしろ幾分拡大している（前掲図表3）。英国のEU離脱などに伴い欧州景気全般に下振れリスクがあるなか、今後は構造的財政赤字の着実な削減が求められる。ただし、政府の「安定プログラム」では2022年にかけてGDP比1%強に引き下げる計画であるが、欧州委員会の見通しでは2020年まで悪化が続くとされている。

両者の差異は主に、今後の財政緊縮策の織り込み度合いの違いによる。「安定プログラム」では、2019年予算案に盛り込まれた2020年実施予定の増収措置の実現を見込んでいる。具体的には、大企業の法人税引き上げ、高額所得者の税務申告への監督強化、ディーゼル燃料課税や資産税の増税、新税制（金融取引税、デジタルサービス税）の導入、国際的な課税逃れの防止、などである⁵。しかし、当該予算は本年2月に下院で否決され、それをきっかけに解散・総選挙が行われており、これらの増収措置が実施される可能性は不透明である（次節（2）参照）⁶。このため欧州委員会の見通しでは、これらの措置を織り込んでいない。

また、構造的財政赤字を足元で押し上げる要因として、2013年の年金制度改革が2018年に一部巻き戻され、中止されていた年金支給額のインフレ連動が2018年と2019年に

⁵ Kingdom of Spain (2019), pp.55-58, and European Commission (2019e), pp.11-12

⁶ European Commission (2019e), p.15

再実施されたことが指摘できる⁷。このインフレ連動については恒久化を求める議論も出ており⁸、構造的財政赤字には潜在的に膨張圧力があるといえる。

なお、仮に安定プログラムの見込んでいる財政緊縮策が全て実施された場合には、前掲図表3のように構造的財政赤字は減少し、公的債務残高は中長期的にも低下トレンドをたどる。ただし、欧州委員会では、更なる追加的財政緊縮を行わなければ2033年になってもEDP上の目標であるGDP比60%まで減少しないため、スペインには財政上のリスクがあると評価している⁹。

(2) 政党勢力が分散した政治情勢が経済に与える影響

本年4月28日の総選挙の結果、少数与党だった社会労働党（中道左派）は最多議席を獲得したが、依然として下院定数の過半数を占めていない（図表4）¹⁰。5月26日の欧州議会選挙・地方議会選挙の結果も勘案すると、次期首相候補である社会労働党のサンチェス党首が下院で信認される（＝次期政権の形成）ためには、①社会労働党に対するポデモス（急進左派）の連立、地域政党の閣外協力、または②社会労働党に対する新興政党シウダダノス（中道右派）・地域政党の閣外協力¹¹、が必要である。仮に初回の信認投票（7月23日）から2ヵ月間、首相候補が信任されない場合は、③下院の解散・総選挙（11月10日）、となる。

足元までの動向をみると、社会労働党とポデモスの連立協議が7月末にかけて決裂したため、上記①の可能性はほぼ消滅しており、②か③が残るシナリオである。こうしたなかで経済的には、以下に述べるように、どちらのシナリオでも十分な財政緊縮が行われないおそれがあると評価される。

まず、シナリオ②の場合、シウダダノスが構造的財政収支の健全化を志向している点は好材料であるが、同党は閣外協力にとどまるため、次期政権の財政政策にはさほど影響を及ぼさない。一方で、シウダダノスの党是がカタルーニャ州の独立阻止であり、社会労働党が閣外協力を得るためその点に配慮する結果、昨年6月の社会労働党政権誕生に伴い下火になっていた中央政府とカタルーニャ州政府の緊張関係が再び強まると見込まれる。次期政権にとり、その緊張緩和が最優先課題となるため、当面の間は財政改

⁷ そのほか、年金の当初支給額の抑制策を導入する時期が2019年から2023年に先送りされた。

⁸ European Commission (2019b), pp.30-31

⁹ European Commission (2019e), p.23

本報告書では、公的債務残高を2033年にGDP比60%まで圧縮するためには、2023～2027年に構造的財政収支を更にGDP比2.9%ポイントも改善する必要があると試算されている。

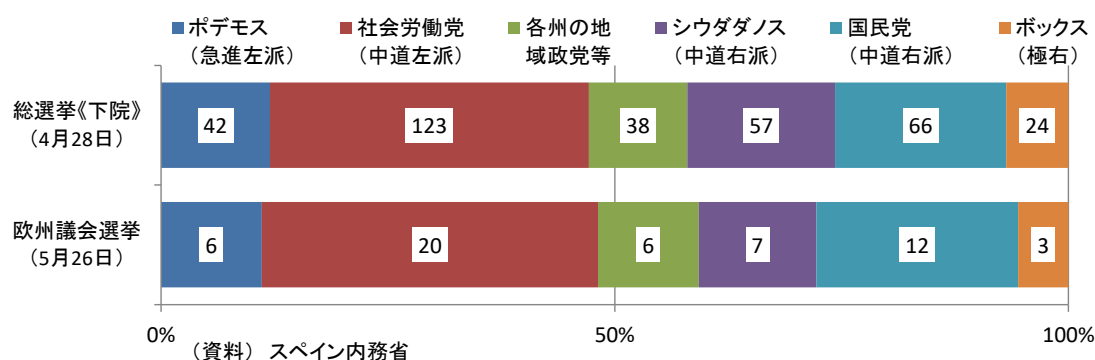
¹⁰ 詳細については、矢口（2019a）を参照。

¹¹ 具体的には、サンチェス次期首相候補の下院での信任投票において棄権すること。

革に十分注力できないと予想される。

次に、シナリオ③の場合、11月の総選挙では、5月の欧州議会選挙の結果にもみられるように、社会労働党が引き続き第一党になると見込まれる。しかし、下院定数の過半数の獲得は容易でなく、その後の政権協議にはやはり数ヵ月を要しよう。次期政権がどのような連立組み合わせになるかは不透明だが、いずれにしても財政改革は（仮に実行されるとしても）2020年予算に間に合わないなど、大幅に先送りされることになる。

図表 4: 総選挙・欧州議会選挙でのスペイン各政党の獲得議席数



(3) カタルーニャ州の独立問題が経済に重大な悪影響を与えるリスク

カタルーニャ州はスペイン全体の GDP の約 2 割を占めるため、仮に同州が独立した場合、スペイン経済全体に重大な悪影響が生じることは論をまたない。ただし、これまでのところ、独立懸念は景気に大きな影響を及ぼしていない¹²。既に多くの大企業がカタルーニャ州の外へ本社を移転したが、これは登記上の動きにとどまり、実際の企業活動には著変ない。

昨年 6 月に誕生した社会労働党政権¹³は以前の国民党政権と異なり、カタルーニャ州の独立問題に関して対話路線に転じた。すなわち、サンチェス首相は独立問題の政治的解決に向けて、同州の独立支持政党を対話の場にとどめる戦略を採り、同州政府に対して自治権拡大や財政面での支援などを提案してきた¹⁴。

前節(2)でみたように、次期政権も社会労働党が中軸になると見込まれることから、中央政府のカタルーニャ州政府に対する対話路線は継続すると想定される。シウダダノ

¹² IMF (2018), p.5

¹³ 少数与党である社会労働党にポデモスと複数の地域政党が閣外協力して誕生した。カタルーニャ州の地域政党では、ジュンツ・パル・カタルーニャ (JuntxsCat: 国外逃亡中のプチデモン前同州首相が率いる)、およびカタルーニャ共和主義左翼 (ERC: ジュンケラス前同州副首相が率いる) が閣外協力した。

¹⁴ ただし、2017 年 10 月に反逆罪などで起訴されたジュンケラス前州副首相を含む当時のカタルーニャ州政府幹部 12 人の公判が本年 2 月に開始されたこともあり、同州地域政党との緊張関係がやや強まり、それが 2019 年予算の不成立につながった。

スの閣外協力を得た場合は、同州政府との緊張関係が一旦は強まると見込まれるが、その後は時間をかけて、社会労働党は緊張関係を沈静化させるだろう。

なお、カタルーニャ州が独立するシナリオがあるとするれば、①次期首相候補が2ヵ月間信任されず下院が解散され、かつ②11月10日の総選挙で社会労働党が敗北して国民党中軸の新政権が誕生し、カタルーニャ州政府との緊張が一気に高まる、という場合がある。しかし、このシナリオ(特に②の部分)が現実となる可能性はかなり低いだろう。

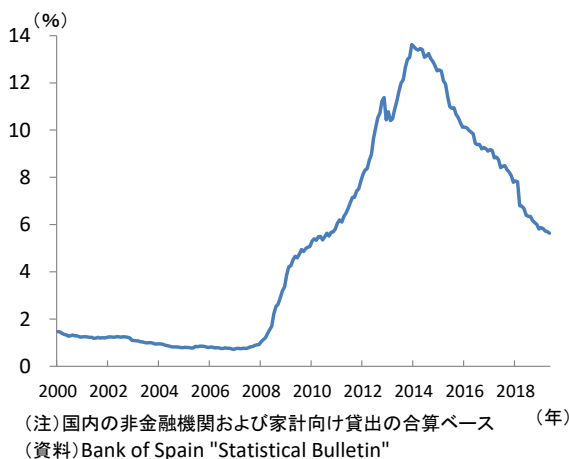
(4) 経済関連で残る懸念材料およびその重要性

①金融システムの安定性

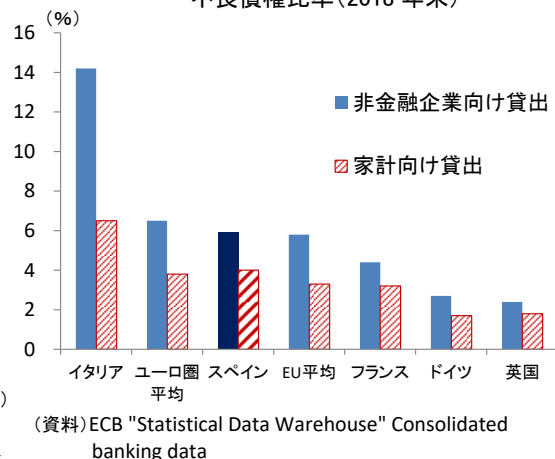
スペインの金融システムの安定性は、欧州債務危機の当時からは大きく改善しており、銀行部門への公的資本支援が必要になる(=政府にとって偶発債務の顕在化)リスクは低下した。ただし、他の主要なEU加盟国と比較すると不良債権比率や自己資本比率等で劣後することが多いため、現状をどの程度前向きに評価できるかについては見方が分かれやすい。

まず不良債権比率をみると、スペインは本年5月で5.6%と、欧州債務危機時のピーク(2013年12月13.6%)から顕著に低下した(図表5)。ただし、主要なEU加盟国の中で比較すると、イタリアほど極端に高くはないが、ドイツやフランス、英国を上回り、EU加盟国やユーロ圏諸国の平均とほぼ同水準である(図表6)。他方、自己資本比率等をみると、スペインの自己資本比率およびTier1(中核的自己資本)比率は欧州債務危機に見舞われた2012年頃から着実に改善してきた(図表7)。ただし、他の主要なEU加盟国と比較すると、近年重視されている普通株式等Tier1(CET1)比率も含めて、相対的に最も低い位置にとどまる(図表8)。実のところスペインは、小国も含む他の全てのEU加盟国を下回っている。

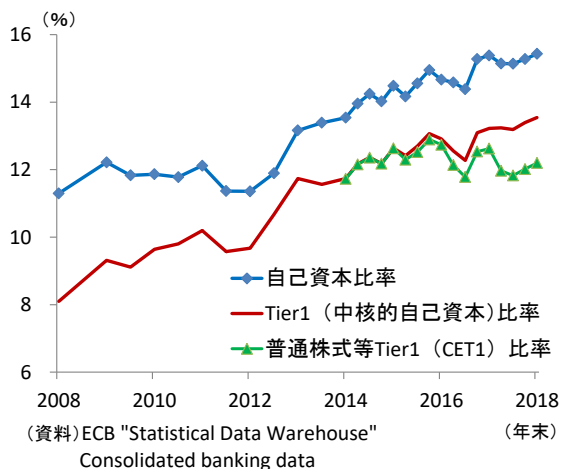
図表5: スペイン銀行部門の不良債権比率の推移



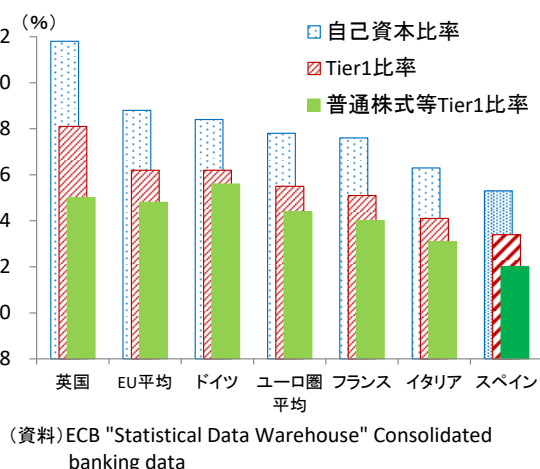
図表6: 主要なEU加盟国の銀行部門の不良債権比率(2018年末)



図表 7: スペイン銀行部門の自己資本比率等の推移



図表 8: 主要な EU 加盟国の自己資本比率等 (2018 年末)



こうしたなか国際通貨基金 (IMF) は、大手銀行の海外拠点における今後の不良債権発生リスクも勘案し、自己資本比率等の更なる引き上げがスペイン銀行部門の課題と指摘している¹⁵。一方、欧州委員会では、海外拠点も含めた不良債権比率を独自に算出し、それがユーロ圏平均よりも若干低いことから、不良債権はさほど問題ではないとしている¹⁶。そのうえで、スペインの各銀行の与信姿勢が積極的なことも勘案し、自己資本比率等は現状で満足できると評価している。

ちなみに、欧州委員会では別途、財政の維持可能性を分析する一環として、グローバル金融危機と同等の理論的確率で銀行部門が損失を被った際に、EU 加盟各国で行われる公的資本支援 (= 偶発債務) の規模を試算している¹⁷。その結果では、キプロスなどごく一部の国を除いて、財政の維持可能性を考慮する上で問題になるような偶発債務が発生する可能性はかなり低いことが示唆された¹⁸。

②労働市場改革

前述のようにスペインの実質 GDP 成長率は近年高かったが、それには欧州債務危機に伴う深い落ち込みからの回復過程という循環的な側面もあった。高成長の持続には労働生産性の向上が必須であり、長年の課題でもある労働市場改革の進展が求められてい

¹⁵ IMF (2018), pp.20-24

¹⁶ European Commission (2019b), pp.35-36. 本報告書では、スペイン銀行部門の不良債権比率は、各行の海外拠点も含めると 2018 年第 2 四半期末で 4.1% と算定し、それはユーロ圏諸国の平均 (4.2%) より若干低く、EU 加盟国の平均 (3.4%) を幾分上回るにとどまると論じている。

¹⁷ European Commission (2019a), pp.129-132

¹⁸ スペインに発生する偶発債務の規模は、重要な銀行のみ支援する「基本シナリオ」で GDP 比 1.4%、不良債権の回収率が 20%にとどまる中で全銀行を支援する「最悪シナリオ」でも同 2.3%に過ぎなかった。また逆に、偶発債務が同 3%を超える理論的確率を計算したところ、基本シナリオで 0.03%、最悪シナリオでも 0.07%にとどまった。

る。具体的には、(a)高過ぎる有期雇用の比率、(b)過少な国内の地域間労働移動をいかに改善するか、が挙げられる¹⁹。

これらの課題は、欧州委員会から毎年提示される国別の改善要請事項でもある程度取り上げられ²⁰、スペイン側は昨年6月誕生の社会労働党政権も含め、対応に努めてきた。しかし、欧州委員会は以下のように、その進捗は部分的と評価している²¹。

例えば、昨年7月にスペイン政府は、労働市場の適正化に向けた包括的行動計画を公表したが、欧州委員会の評価では、いまだに有期雇用契約が広く残り、政府の無期雇用促進策の有効性に疑問があるとされた。また、スキルのミスマッチに関しては、そもそもスペインでは求職者向け公共サービス²²があまり利用されていないという問題が指摘された²³。政府は若年層向けのアクションプランを打ち出したが、本サービスの予算や職員数は引き続き欧州債務危機以前を下回り、地方によって成果のバラつきも大きい。地域間の教育格差の是正も限定的とされた。

なお、有期雇用の処遇引き上げを意図して、政府は2019年初めに法定最低賃金を一気に22%も引き上げている。ただし、こうした極端な政策は企業を委縮させ、特に若年層やスキルの低い者の雇用機会を奪う懸念があり²⁴、労働市場改革にはむしろ逆行する面があると思われる。

以上のように、労働市場改革は総じて道半ばにとどまっている。これはスペインのソブリンリスクを直接的に悪化させるものではないが、中長期的に高成長を持続できるか否かという観点からはマイナス材料といえる。

③民間非金融部門の債務問題

欧州債務危機におけるスペイン経済の主要な問題点の一つは、民間非金融部門における債務の過剰な積み上がりであり、それが不動産バブルの発生と崩壊につながった。しかし、危機以降にレバレッジの解消が着実に進展している。民間非金融部門のうち企業部門の債務（GDP比率）は、早くも2015年にはユーロ圏平均を下回った（図表9）。家計部門も足元、ユーロ圏平均とほぼ同水準まで低下している（図表10）。こうしたこと

¹⁹ スペインは雇用全体に占める有期雇用の比率がEU加盟国で最も高く、また国内の地域間労働移動が最も少ない（IMF (2018), pp.14-19）。有期雇用比率の歴史的な経緯と改善に向けた取り組みに関しては、矢口（2019b）を参照。

²⁰ European Commission (2018), p.8, and European Commission (2019d), pp.7-8

²¹ European Commission (2019b), pp.75-76

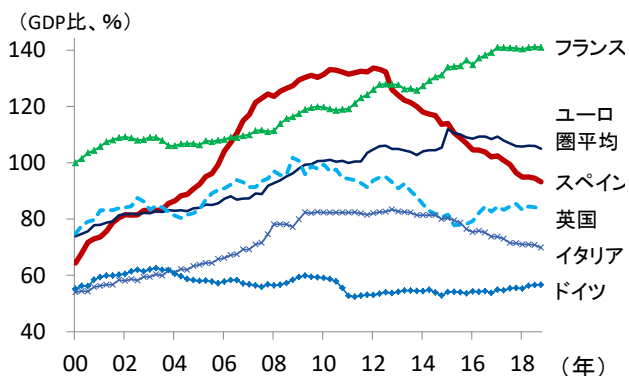
²² 日本における公共職業安定所（ハローワーク）に相当。

²³ 2017年に本サービスを利用した失業者の割合はEU加盟国内で最低であった。

²⁴ IMF (2018), p.16

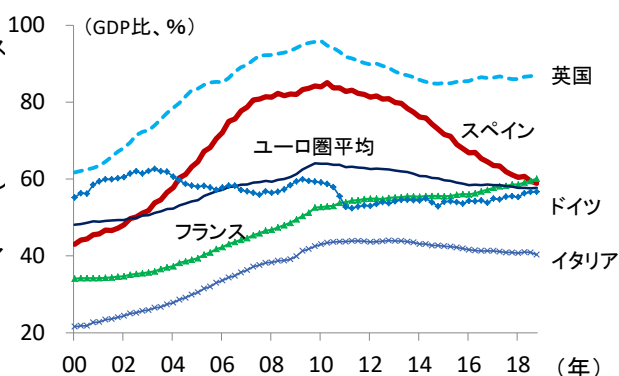
から、民間非金融部門の債務は、もはやスペイン経済にとって大きな問題ではないと評価できる²⁵。

図表 9: 主要な EU 加盟国の企業債務の推移



(注) 債務は借入金と債務性証券の合算ベース
(資料)国際決済銀行(BIS)

図表 10: 主要な EU 加盟国の家計債務の推移



(注) 債務は借入金と債務性証券の合算ベース
(資料)国際決済銀行(BIS)

3. シングル A 相当の格付けを有する他の EU 加盟国との比較

スペインのソブリンリスクは、シングル A 相当の格付けを有する他の EU 加盟国と比較した場合、その特徴が浮き彫りとなる。比較対象となるのは、チェコ、エストニア、スロバキア、アイルランド、スロベニア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、マルタの 9 カ国である。これらにスペインを含めた 10 カ国をみると (図表 11)、スペインの経済規模 (名目 GDP) は桁違いに大きく、経済の成熟度合い (1 人当たり名目 GDP) も総じて相対的に高い。ただし、経済成長 (実質 GDP 成長率) という面では、欧州主要国の中では最上位ながら (前述)、これら 10 カ国の中では最も低い。また、財政面をみると、スペインは財政赤字がようやく GDP 比 3% (EDP 基準値) を下回ったところであるが、他の 9 カ国では既に同 1% 以下または財政黒字である。公的債務残高は、GDP 比 100% に近いスペインが群を抜いて大きい。そしてソブリンスプレッド (対ドイツ) は、ユーロ未導入国を除くと、スペインは極小国マルタに次いで大きい。

今後の財政状況に関する試算をみても、スペインは 10 カ国の中で劣後する。欧州委員会が本年 1 月に公表した、EU 加盟各国の財政の維持可能性に関する報告書²⁶では、今後政策変更が行われない場合の 2029 年の公的債務残高はスペインが群を抜いて大きく、GDP 比 100% を超えると試算された。また、別途試算された、2023 年に同残高が 2018 年時点より拡大してしまう確率は、10 カ国の中でスペインが最も高いとされた。

²⁵ IMF (2018), p.6

²⁶ European Commission (2019a)

こうしてみるとスペインは、シングル A 相当の格付けを有する EU 加盟国の中では、経済の規模や成熟度合いに強みがあるものの、財政面では明らかに劣後すると認めざるを得ない。

図表 11: スペインとシングル A 格相当の他の EU 加盟国との比較

(単位: %, %ポイント)

	格付け		名目GDP (2018年) 《億ドル》	1人当たり 名目GDP (2018年) 《ドル》	実質GDP 成長率 (2018年)	財政収支 (GDP比) (2018年)	公的債務 残高 (GDP比) (2018年)	ソブリンスプレッド (対ドイツ) (2018年6月 の月中平均)	ユーロ 導入国 か否か	欧州委員会「財政の維持可能性 に関する報告書」の試算値		
	S&P	Moody's								2029年の公 的債務残高 (GDP比)	2023年にかけて公 的債務残高が拡大 する確率	
											試算1	試算2
チェコ	AA- (s)	A1 (p)	2,421	22,850	2.9	0.9	32.7	1.89	×	25.8	23	41
エストニア	AA- (s)	A1 (s)	303	22,990	3.9	-0.6	8.4	n.a.	○	9.6	32	32
スロバキア	A+ (s)	A2 (p)	1,066	19,582	4.1	-0.7	48.9	0.56	○	31.9	20	31
アイルランド	A+ (s)	A2 (s)	3,727	76,099	6.7	0.0	64.8	0.58	○	46.7	15	18
スロベニア	A+ (p)	Baa1 (p)	542	26,234	4.5	0.7	70.1	0.50	○	53.5	6	9
ラトビア	A (s)	A3 (s)	349	18,032	4.8	-1.0	35.9	0.64	○	35.0	41	60
リトアニア	A (s)	A3 (s)	533	19,143	3.4	0.7	34.2	0.62	○	33.4	40	54
ポーランド	A- (s)	A2 (s)	5,860	15,431	5.1	-0.4	48.9	2.66	×	48.0	25	39
マルタ	A- (p)	A3 (p)	145	31,058	6.6	2.0	46.0	1.03	○	17.8	8	12
スペイン	A- (p)	Baa1 (s)	14,259	30,697	2.6	-2.5	97.1	0.81	○	107.3	54	73

(注) 格付けの後ろの(s)は格付け見直しstable、(p)は同positive。財政収支と公的債務残高は一般政府ベース。

ソブリンスプレッドは、ECB公表の国債10年物利回り（またはそれを近似するもの）で算出。

「2029年の公的債務残高」は、今後、政策変更が行われない場合。

「2023年にかけて公的債務残高が拡大する確率」の「試算1」は、諸変数の上振れリスクと下振れリスクが同等の場合。「試算2」はプライマリーバランスの上振れリスクが下振れリスクよりも小さい場合。

(資料) IMF World Economic Outlook Database Apr. 2019, ECB Homepage “Long-term interest rate statistics for EU Member States”, European Commission (2019a)

4. おわりにかえて ～ 経済上の大きな不安材料は見当たらず

スペインのソブリンリスクに対する見方が分かれやすいのは、以上の分析を踏まえると、良好な「方向性」と不都合な「水準」という二面性がスペイン経済にあるためと思われる。良好な「方向性」とは、経済成長率が比較的高く、そのお陰で財政赤字が減少方向にある点を指す。一方、不都合な「水準」とは、公的債務残高がいまだに高水準で、その引き下げ策の実現性も不透明なことを意味する。

こうしたなか、当方では、どちらかという「水準」に重きを置かざるを得ないと考えている。労働市場改革が道半ばにとどまるなか、高成長の持続性には幾分不安が残り、また足元の政治情勢に鑑みると、次期政権において更なる財政緊縮の実現は難しい。これらを踏まえると、良好な「方向性」が中長期的に続くのか、やや不透明である。GDP比100%近い公的債務残高を将来にわたって着実に引き下げるためには、やはり相応の

財政努力が求められよう。

ただし、別途、スペイン経済に特別に大きな不安材料が見当たらない点は特筆される。近年の最大の焦点であったカタルーニャ州の独立問題は、依然として根本的な解決には至っていないが、イベントリスクとして顕在化する可能性はかなり後退した。また、2010年代前半の欧州債務危機の際には、金融システムのぜい弱性と民間非金融部門の過剰債務とが不安材料であったが、前者は完全には解消していないものの、大規模な公的資本支援が必要となる可能性はかなり低下した。後者に至っては、もはや大きな問題ではないと言い切れる。

スペインのソブリンリスクについては、こうした多角的な視点から、今後とも検討していきたい。

以 上

<参考文献>

- ・ 矢口満 (2019a) 「安定政権の誕生と財政改革がもたれるスペイン」、国際通貨研究所 IIMA の目 ei2019.11、2019年6月10日
- ・ 矢口満 (2019b) 「一見好調なスペイン経済に残る労働市場の『二重構造』問題」、国際通貨研究所 国際金融トピックス if2019.05、2019年8月5日
- ・ AIReF (Independent Authority for Fiscal Responsibility) (2019), “Executive Summary of the Report on the 2019-2022 Stability Programme Update of Spain”, May 9, 2019
- ・ Council of the European Union (2019), “Excessive deficit: Spain exits procedure as deficit reduced below 3%”, Press release, Jun. 14, 2019
- ・ European Commission (2018), “Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION on the 2018 National Reform Programme of Spain and delivering a Council opinion on the 2018 Stability Programme of Spain”, May 23, 2018
- ・ European Commission (2019a), “Fiscal Sustainability Report 2018”, Institutional Paper 094, Jan. 18, 2019
- ・ European Commission (2019b), “Country Report Spain 2019”, SWD(2019)1008 final, Feb. 27, 2019

- European Commission (2019c), “European Economic Forecast Spring 2019”, Institutional Paper 102, May 7, 2019
- European Commission (2019d), “Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION on the 2019 National Reform Programme of Spain and delivering a Council opinion on the 2019 Stability Programme of Spain”, Jun. 5, 2019
- European Commission (2019e), “Assessment of the 2019-22 Stability Programme for Spain”, Jun. 5, 2019 (published on Jun. 14, 2019)
- IMF (2018), “SPAIN / Staff Report for the 2018 Article IV Consultation”, Nov. 2, 2019
- Kingdom of Spain (2019), “Stability Programme Update 2019-2022”, Apr. 30, 2019

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、宜しくお申し上げます。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 2019 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: <https://www.iima.or.jp>