

国際通貨基金 (IMF) による 4 条協議 (国別サーベイランス)

1. イタリア (2017/6/12)

概況

● **経済は、緩やかな回復過程の 3 年目にある。**

政府の政策と構造改革の努力、例外的な金融緩和、商品価格の低下により経済成長は助けられてきた。失業率と不良債権 (NPL) は、金融危機のピークに対し、若干低下してきた。公共セクターの債務は、高い水準ながら、安定してきた。しかしながら、構造上の脆弱さと高い公共セクターの負債と傷んだ銀行のバランスシートに阻害され、弱い生産性と低い投資額が、より速い成長のための主要な課題として残っている。いくつかの改善にもかかわらず、脆弱さの削減の進展と実質所得の上昇には、強化された政策努力を必要とするであろう。世界的な金融危機後の 10 年間、一人当たり実質可処分所得は、ユーロ加盟以前の低い水準のままである。一方、危機の負担は、若者世代に偏って発生している。

● **回復は継続することが期待されるものの、目の前のリスクは重要である。**

成長率は、今年、約 1.3% と予測されている。貿易、財政及び金融政策といった順調な追い風が、今後数年、少なくなるので、成長率は 2018 年から 2020 年にかけて、1% 程度に低下すると予想されている。にもかかわらず、特に、金融の脆弱性、政治の不確実性、構造改革の後退の可能性、また、金融政策の正常化の過程における信用リスクの再評価に関連し、景気が悪化するリスクは、重要である。米国の政治と Brexit の交渉の不確実性は、リスクを増大させる。緩やかな成長の予想に基づき、一人当たり実質所得は今から数年で、金融危機以前の水準に戻ることが期待されている。また、イタリアは、ユーロ圏の国から更に異なるものとなるかもしれない。

● **鍵となる優先政策は、成長率を上昇させ、経済の回復力を高め、脆弱性を改善することである。**

何よりも重要な課題は、より大掛かりな政策努力と広くかつ持続的な政治的なサポートを必要とすることとなる生産性を、押し上げることである。複雑な経済及び政治環境において、当局は、不均衡を幅広く是正し、回復を速やかにスタートされることを成功に導いた重要な構造改革戦略を進めた。更に進んだステップが、ユーロ圏のパートナーとの間のギャップを狭め、不均衡の削減及び取り残された所得の上昇のために必要とされている。現状の循環的な景気回復と例外的な金融緩和策は、もし、縮小されるなら、構造改革を急激に実施するための好ましい状況を提供している。

## 構造改革

- **大掛かりかつ包括的な構造改革がより強い成長を強めることの手助けとなろう。**

これらは、労働法、公的な行政を近代化するための法制、民事司法と共に破産及び債務執行の手続きを進める手段及び教育の成果を改善するための教育改革を含む当局の直近の努力をもとに進められるべきである。更なる構造改革は、企業水準で生産性に応じた給与となる給与水準の改善を含む生産およびサービス市場での競争の強化と公的セクターの構造改革を広げるものを含むものである。

- 生産・サービス市場の自由化
- 労働市場の構造改革
- 公的セクターの近代化

## 金融の安定

- **銀行のバランスシートの回復は、金融の安定性を強化し、金融仲介機能をサポートするであろう。**

好ましい進展は、なされつつある。銀行に対する市場のプレッシャーは最近、緩まってきた。また、信用供与の状況は、改善しつつある。これは、とりわけ、いくつかの大きな銀行の資本バッファと、大規模な NPL の売却に関する計画、いくつかの脆弱な銀行の予防的な資本再構成に導く手続き及び銀行の合併を強化することに関して、とられる重要な行動をもたらしている。単一の監督体制は、また重要な機関に NPL への対処を行うためのガイダンスを発行した。脆弱さが、長々と続くことなく、金融波及過程が修復されるための補完的な手段が、弱った資産の質と収益性の課題に対処することを加速する手助けとなりうる。これらは、以下を含んでいる。: 実質的に NPL を処理するための能力の改善、銀行のオペレーション能力の強化、脆弱な銀行への対応、EU 基準に見合った完全に整合的なガバナンスルール

- NPL の解消
- 効率性の強化
- 問題となっている銀行の処理
- ガバナンスの改善

## 金融の持続性

- **進行中の景気回復と改善しつつある金融の状況は、必要とされる金融調整を実施するための好ましい状況を提供する。**

高水準の公共部門の債務は、対応する余力がなく、激しく、景気循環増幅的なリスクを伴うショックにイタリアを晒し続ける。2018 年に GDP の 1.2% の赤字とし 2019 年までに財政収支をバランスすることを目標とする複数年にわたる予算計画が 4 月に当局により公表されたように、緩やかな調整は、債務を確実な低下基調に乗せることを保証するた

めに適切なものである。その後は、GDP の約 0.5%の構造的な黒字が、債務削減の道筋にとって強固な保証を提供するであろう。これに調和して、最優先課題は、恒久的な、強化を下支えするための成長性をサポートする手段におかれる必要がある。

- 歳入のリバランス
- 経常費用のメジャー

<http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/12/ms061217-italy-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>

## 2. スペイン(2017/7/18)

### 概況

- スペインは、強力な経済拡大と雇用創造の 4 年目に入っている。GDP は、第 2 四半期に、ユーロ圏の平均を十分上回る成長を維持し、危機前をしのぐ水準となる模様だ。過去の構造改革のおかげで、経済は、より競争的、柔軟的でかつ弾力的となった。絶えず変化するサービスセクターが、その多くは、輸出を重視し、大きすぎた建設セクターにとってかわった。また、工業におけるリカバリーとともに、経常収支における持続的な改善に貢献した。更に、民間債務の障害は、より管理可能なものとなり、銀行セクターは、より強くなっている。実質 GDP は、今年、3.1%まで、伸びることが予測されている。また、過去の構造改革により作られたモメンタムが、予測より大きくなるかもしれないので、上方修正されるリスクもある。

しかし、課題は残っている。中期の成長に関する予想される減速を相殺すること、また、より強固な回復力を構築することに十分に対処する必要がある。公的債務及び構造的な失業は、まだ高い。人口の高齢化は、財政上の圧力と、EU 諸国の生産性とのあいだに遅れを作りつつある。更に、全世界に大きく残っている純債務国であるスペインのポジション、金融セクターの調整と制度上のアレンジ、更に強化し近代化する更なる構造改革が、まだ完全に完成されてはいない。

### 財政政策:再構築するバッファー

- 支えとなる経済環境は、更なる財政上の脆さを低下させるための絶好の時期となっている。スペインの GDP の 100%に近い公的セクターの債務比率は、ショックに反応するための財政政策にとって余裕がない。更に、スペインの人口動態は、中期を通じて、加齢に関連した消費に明確な上昇をほのめかしている。2017 年に作られた緩やかな調整を構造的な予算がバランスするまで維持することは、債務の削減を加速することで、財政上のバッファーをより速く再構築するであろう。2018 年に関する目に見える支出の抑制は、全ての政府レベルで、支出ルールの履行を

求めつつ、赤字の低減に重要な点で、貢献するであろう。支出の効率性を増加するために計画された構造改革も手助けとなるだろうものの、より構造的な手段の余地は、主として、歳入サイドに存在している。スペインにおける付加価値税(VAT)の徴収は、一部分、削減された率の恩恵を受ける消費額の大きな割合のため、欧州の他の国におけるものより GDP のシェアでは、まだ十分低い。徐々に、標準的な VAT レートへ消費をシフトすることは、債務削減にとっての源泉を提供し、脆弱なグループを適切に、守るためのスペースを作ることとなろう。他の EU 諸国と同様、環境税の導入と徴税、税務システムの非効率を削減することは、赤字と負債の削減を助けることができよう。薬剤の支出を含む、計画された支出の見直しは、サービスの供給の質と効率性を向上することができよう。

スペインは、高齢化の人口から費消される年金の圧力に対処するために、2011 年と 2013 年に年金改革の包括的なパッケージを採用した。その改革は、年金システムの財政上の安定性を保証し、毎年、少額の年金が、全ての年金受給者に対し増加する。結果として、今から 30 年間、その経済の平均賃金に比較して、スペインの年金受給者の平均的な年金は、予測される EU 平均をまだ十分上回るであろう。年金のインデクセーション率におけるような、完全な或は一時的な調整において履行される改革が避けられるべきことは、危険である。もし変更が、財政的に持続可能で、社会的に許容可能な年金システムへの継続的かつスムーズな移行を担保するために必要と見なされるなら、調整の障害は、世代間内及び世代間を通じ広げられるべきである。これは、より長いワークライフを動機づけ、補完的な貯蓄を奨励するための手段の一連のパッケージを通じて、最もうまく成し遂げられるであろう。更に、今日および明日の年金受給者のために、年金システムの財政上の持続可能性がどのように達成されるか、年金所得への影響について完全に透明性があることは重要である。

- **労働市場: より良い雇用可能性及びより少ない二元性に向けて**

コスト競争性は、強い雇用創造をサポートしてきた。2017 年の第一四半期の失業率は、2010 年の第一四半期のものより低く、18.8%であった。若年及び長期の失業率もまた、明らかに改善してきた。これらの進展は、より高齢者の一団と比較し、スペインのより若い世代により、被られた収入損失の幾つかを逆転させてきた。それにもかかわらず、若年層と長期の失業率は、欧州の中でいまだ最も高いものである。一時的な雇用は、継続的なものを数で勝り続けてきた。また、意図しないパートタイムの雇用は、依然として高い。

社会の全てのセグメントに労働機会を提供するダイナミック且つ健全な労働市場を強化することは、全体論的な手法を求める。この目標に向かって、存在する労働市場の二元性の問題に対処し、企業及びセクター固有の状況と同様、柔軟性を持たせる労働環境を求める競争的な経済を維持することは重要であろう。更に、うまく計画され、活動的な労

働市場を目標とする政策は、低い技術の若年層と長期の失業者を労働に戻す手助けを行うことに重要な役割を行うことができる。最も効率的であるために、活動的な労働市場政策は正式な教育と訓練の質を改善するための努力を補完すべきである。これは、技術のミスマッチに対処し、生産性を向上することをサポートするであろう。

### 構造改革: 中期の成長の観点

- 生産性を上昇することは、スペインの中期的な経済の観点と脆弱性の削減を助長することにとって重要である。人口の高齢化のせいで、次の数十年間に、生産年齢人口は、縮小することが予測されているので、特に重要である。いくつかの生産性の改善はすでに観測されている。生産性の低い企業の退場は、危機後の生産性の成長を持ち上げてきた。更に、銀行セクターの改革に基づき、より、生産性があり、財務上健全な企業へのリソースの動きにより、クレジットの配分の改善が起こったことがわかっている。しかしながら、スペインの工業、商業及び市場サービスセクターの生産性の水準は、欧州諸国より、未だかなり低い。

競争の障壁を下げる政策(市場統一法の履行等)、企業の成長と革新に関する能力をサポートする政策及び、起業した企業に株式による調達を容易にする政策は、成長及び将来の競争を助けさせるために重要である

### 金融セクター: 危機の遺物の解消と改革の工程の完了

- 2012 年に行われ、その後継続した大胆な改革は、より強く、より無駄のない銀行システムの出現に貢献してきた。収益性と支払能力は、多くの銀行にとって限りなく改善してきた。信用供与は、より良くなり、新たな規制への適応は、無理なく進められつつある。公表された国内で重要な銀行の素早い分割は、銀行システムにおける不確実性の源泉を取り除いた。また、システム内の合併の努力は、進んでいる。しかしながら、危機の遺物は、未だ、完全に克服されてはいない。不良債権と担保処分された資産は、目を見張るように落ちてきたが、2、3 の銀行では、相対的に高く残り、その収益に重くのしかかっている。銀行は、規制に応じ、資本を積み上げ続けることもしてきた。銀行は、欧州諸国のレバレッジの改善は、まだ遅れているが、より高いリスクウェイトへの対応力のおかげで、一般的に低いレバレッジである。また、他の欧州の銀行同様、スペインの銀行も、成長環境、ECB の正常化の観測、及び今後やってくる規制への順守に関連する不確実性からの課題に直面しつつある。

金融システムの更なる回復力を強化し、経済成長をサポートすることに関し、金融セクター評価プログラム(FSAP)に基づき、2017 年の安定評価は、銀行に残っている弱さと遺物の問題、金融安定化の向かい風に対処する準備、更に、強化し、近代化を行う機関の

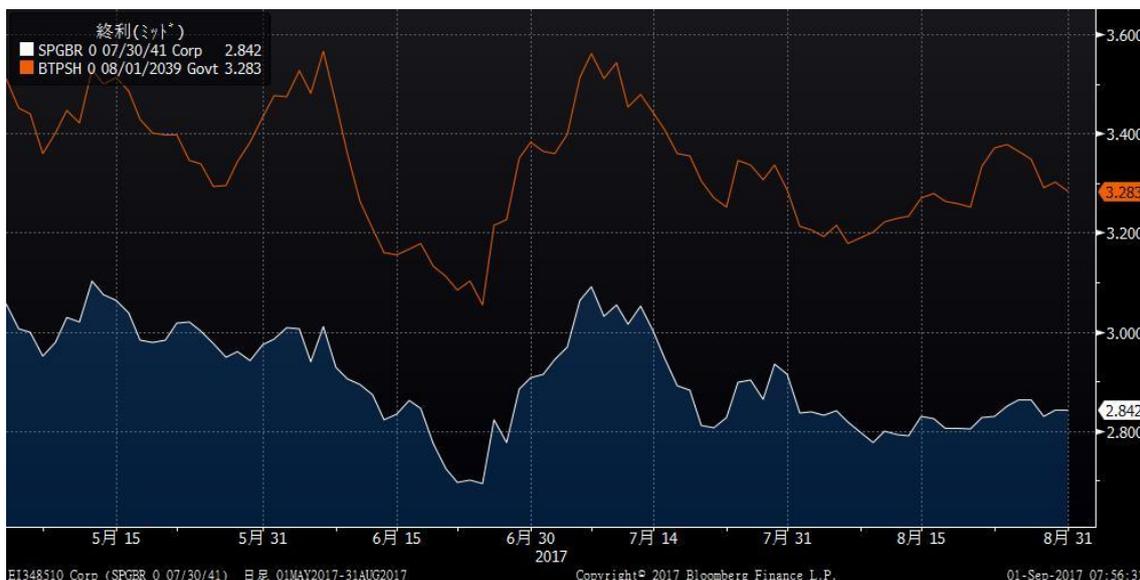
準備といった3つの近々の優先政策を強調した。

<http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/07/17/ms071817-spain-imf-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>

#### 訳者私見

- 国際通貨基金（IMF）のレポートによるとイタリアとスペインともに、経済成長の過程にあることがわかる。一方、明らかにスペインの経済や金融システムが安定していることが確認される。継続的な GNP の成長率は、スペインが 3.1%なのに対し、イタリアは、1.3%とかなり低い水準となっている。
- また、インフレ率は、スペインがこの6月で 1.6%なのに対し、イタリアは、1.2%と低い水準となっている。
- ユーロ圏では、このような状況において、本来スペインの景気過熱への対策として金利の引き上げ、イタリアに対しては、金利の引き下げを行う必要があるものの金融政策が欧州中央銀行（ECB）に統一されているために各国で独自に金融政策を行うことができない。
- ECB の公的セクター資産買取プログラムでは、ECB の出資割合に応じた買取を行っている。このルールでは、スペインは、12.56%を上限、イタリアは、17.49%が上限とした運用が行われてきた。しかしながら、先月、イタリアの買取は 18.55%と、上限を超え、一方、スペインは、12.17%とルールを維持している。一般的には、買取対象となる債権の枯渇の関係でこのような運用となっているといわれているものの、仮に、ECB が意図的に現状の各国の状況への対応を行っているのなら画期的なものと思われる。
- ちなみに、グラフ 1 にあるように 8 月以降、イタリア国債の金利がスペイン国債の金利以上にボラタイルに動いている。（これは、単に、7 月の状況を受け、ヘッジファンド等がイタリア国債の購入を増やした結果とも思われる。）
- スペインに関しては、経済成長と、債務の削減が進めば、格上げの可能性がある、一段の金利低下が見込まれる。一方、イタリア国債に関しては、格上げの可能性はまだ低いと思われ、今回のような、他の要因による金利変動が今後も発生する可能性があり、ECB の金融政策の動きを注視する必要があるものと思われる。

グラフ 1



出典: Bloomberg

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2017年6月12日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement『Italy: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission』及び2017年7月18日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement『Spain: IMF Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
 本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
 加入協会 日本証券業協会  
 指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あつせん相談センター  
 資本金 5億円  
 主な事業 金融商品取引業  
 設立年月 昭和24年7月  
 連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。