格付けアクション：
ムーディーズはスペインの格付けを Baa2 から Baa1 に格上げする。見通しは安定している
世界の信用調査 - 2018 年 4 月 13 日
https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Spains-ratings-to-Baa1-from-Baa2-the-outlook--PR_381868?WT.mc_id=MDCAlerts_realtime~59A58245-56E5-4635-983D-364CFCB33AF7

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（「ムーディーズ」）は、本日、スペイン政府の長期発行体およびシニアの無担保格付けを Baa2 から Baa2 にシニアの無担保 MTN プログラム格付けを（P）Baa1 から（P ）Baa2;（P）Baa2 からの（P）Baa1 へのシニアの無担保シェルフ格付け;（P）P-2 の短期格付けが確認されている。見通しは安定としている。

今日の格付け措置の鍵となる要因は、最近見られたスペインの信用特性の改善、特に調和がとれた成長特性と銀行部門のファンダメンタルズの改善により、最近、特に経済的弾力性の強化が起こってきたことが、政治的/制度的要因からの障害を上回るという見解をムーディーズは有している。

スペインの Baa1 格付の見通しを安定としているのは、構造的なマクロ経済および財政改革が実現しないなら、格付けのさらなる変更は中期的には起こらないというムーディーズの見解を反映している。

関連して、ムーディーズは、外貨および現地通貨建て債券および銀行預金に関するスペインの長期のカントリーシーリングを Aa2 から Aa1 へ上げた。スペインの短期のシーリングは P-1 で変わらない。

格付の根拠

近年、スペインの信用特性は緩やかながら、さらに持続的に改善している。金融危機の最中に浮上した銀行業界の脆弱性に対処するために、多くのことが行われてきた。また、経済の構造変化により、過去の景気回復より、幅広く持続可能なものに成長モデルが変更されたこともより明確になった。

しかし、こうした改善は、改革と回復から得られる利得を損なう恐れのある制度的な弱さと相殺されてきた。ムーディーズは、政府が安定していないことを一部反映し、財政及び経済性の政策立案の効率性に関連する懸念を反映し、2016 年にスペインの Baa2 の格付けの見通しをポジティブから安定的に変更した。さらに、最近では、カタルーニャの独立気運が高

まり、スペインの統治機関の実行性に関する不確実性が高まっている。

今日の格上げは、制度的な弱さが、しばらくの間、制約要因となり続ける可能性があるものの、近年みられる改善は、より高い格付けへ移行するのに十分強固なものであるとのムーディーズの結論を反映している。安定的な見通しは、制度的および政治的ダイナミクスが財政および経済政策に与える影響が不確実であることに一部起因して、格上げに関する圧力が限定的であるという見方を反映している。この見通しの格上げは、我々が継続していくことを期待する明確な改善過程というよりはむしろ、スペインの信用特性における段階的な改善を反映している。

Baa1 に格付けを格上げする根拠

このような背景から、本日の格上げは、2 つの重要な肯定的な要因に基づくものである。

第一の要因：よりバランスのとれた成長特性は、スペインの経済的弾力性を向上させた。

スペインは過去 3 年間で年間 3%以上の成長を経験している。この成長率における循環的な上昇は、特に信用力に関わるものではないが、スペイン経済の構造が、より、ショックに耐性があるように変化している程度を表してきた。これは、経常収支の動向、需要サイドの成長ドライバー、産業部門における生産性の向上に明確に表れている。

経済回復が完了したため、成長の原動力は、以前の成長上昇時よりもはるかにバランスが取れており、経済はより弾力性がある。成長は引き続き国内需要、特に民間消費及び最近では投資活動に支えられている。しかし、正味の外需も成長を促進する上で重要な役割を果たしている。当初、このシフトは、スペインの深刻な景気後退の自然な結果である輸入の減少によるものであった。しかし、輸入代替のせいで、コスト競争力、輸出市場の多様化、より低い輸入傾向へのより構造的な変化は、今後も外需が持続する構造を引き起こした。

スペインは 20 年以上にわたり、時には大口の経常収支赤字（2007 年の GDP の 9.6%をピークに）を経験し、対外債務が大幅に増加し、純投資額が大幅に減少した。金融危機が勃発し、住宅バブルが崩壊したとき、スペインの経常収支の赤字は、一部は輸入の減少のために急速に縮小し、2013 年に赤字は黒字に転じた。しかし、より厳しいテストが、特に成長率の 3%を超える現在の期間が到来し、経済回復の到来とともに行われた。今後数年間で経常収支黒字は GDP の 1.7～1.8%になると我々は予想している。これは、スペインが強い成長を遂げる中で経常収支黒字を維持しようと苦戦していた過去の動向からの注目に値する脱却を示した。エネルギー価格の下落がこの傾向を左右する重要な役割を果たしている一方

で、GDP における輸出のシェアは危機時代に大きく増加し、輸出の水準は、大きく維持されてきた。観光業は依然としてサービス輸出収入の重要な源泉であるが、サービス収入の成長の唯一の要因ではない。プロフェッショナルサービスや IT 関連サービスなどの他のサービス輸出も、サービスの成長の重要な源泉となっている。

第 2 の要因：銀行部門の継続的な回復は、国のバランスシートに及ぼす脅威をさらに減らした

スペインの堅調な景気回復は、当局による金融セクターの再構築とリストラに向けた幅広い取り組みを支援し、特に資産の質の向上と資本と資金調達の強化を通じ、金融機関の信用ファンダメンタルズの再建を支助けてきた。しかしながら、従来の問題は依然として残っており、改善は少しずつ始まっているが、スペイン銀行部門はソブリンの貸借対照表の重大なイベントリスクを引き起こさないと考えている。

スペインの銀行セクターは、より高い資本比率より健全な調達構造を伴い適切に改革されてきた。それにもかかわらず、資本水準は、アイルランド（A2 安定的）やスロベニア（Baa1 安定的）などの他の欧州の銀行システムの水準を下回っている。スペインの銀行の資金調達ギャップは、近年大きく縮小し、顧客のレバレッジの解消と安定した預金の組み合わせのおかげで、ホールセール金融への依存度が低下している。ガバナンス、監督および監督の枠組みも見直され、2017 年 6 月にはスペイン銀行の Banco Popular Espanol、SA（バンコ・ポピュラー、長期預金 Baa3 ポジション、調整ＢＣＡ　ba3）が、金融の安定性に大きな影響を与えず、成功裏に解決された。

スペインの銀行の不良債権（NPL）の残高は、2013 年後半をピークに徐々に低下している。ムーディーズの計算によれば、全貸付残高に対する NPL の比率は、4 年前の 12.9%から 2017 年末には 7.38%に減少した。銀行は、2017 年に Banco Santander SA（スペイン）によって発表されたような大型の不動産業向けのポートフォリオの売却と持続された景気回復により加速された削減でもって、問題のある資産の在庫を引き続き減少させるだろう（長期預金 A3 安定的、BCA BAA1）と Banco Bilbao Vizcaya Argentaria、SA（BBVA、長期優先債務 Baa1/長期預金 A3、BCA baa2）である。スペインの銀行はまた、危機後の数年を通じて上昇したのち 2016 年以来減少しだした問題のある借り手から差し押さえた（現物払いや抵当権の実行のいずれかを通じて）大規模な不動産を保有している。

安定的とした見通しの根拠

安定的とした見通しは、政治的領域から生じる下方圧力が管理可能である一方、上方圧力も

同様に弱いというムーディーズの見解を反映している。

カタルーニャの政治的危機は幾分緩和しており、これまでのスペインのマクロ経済や財政状況は悪化していないようだ。カタルーニャの独立派と中央政府との間の政治的緊張が近い将来上昇すると予想しているが、我々の基本線は、カタルーニャは依然としてスペインの一部として残ると想定している。危機が部分的には政府が予算を通すのに困難を引き起こしているが（2 年目は予算を引き継ぐ)、政府の現在の挑戦、あるいは地方選挙や潜在的な国政選挙の見通しが、今後数年にわたって著しい信用にネガティブな政策転換が行われるとは考えていない。循環的に高い成長率は、中期的な潜在成長率水準である 1.5%～2%にゆっくり低下するが、その間、信用力にネガティブなショックへのバッファーを与える政策の余地を提供するであろう。

にもかかわらず、我々は、今後数年以内に、重要な構造上の財政的またはマクロ経済的措置が立法化されることを期待していない。むしろ当局の中期的な課題は、危機の間に実施されてきた改革を後退させる圧力に抵抗することだろう。スペインは高い債務があり、長年にわたりそれを維持しそうである。名目赤字は縮小しており、景気回復が続く中で引き続きそうである可能性が高いが、構造的財政状態は弱含み、欧州委員会の推計によれば、 2012 年水準に戻っている。我々は、債務負担の重大な変化は予想していない。債務対 GDP 比率は何年にもわたって 90%を超えて維持される可能性が高い。

何が格付けを上昇または下落を引き起こすか

スペインの格付けにおけるポジティブな見通しや格上げは、複数の要素が組み合わされて推し進められるだろうが、重要かつ考慮すべき点は、国の債務負担を落とす重要かつ持続可能な一般的に欠くことのできないと認識される財政的および経済的変化に対する政府のコミットメントの強さである。このようなコミットメントは、財政およびマクロ経済改革の確実な実施と構造的赤字の改善によって証明される可能性が高い。このような肯定的なシナリオがスペインの負債負担の持続的かつ有意義な削減に反映されると最終的には期待している。カタルーニャをめぐる政治的緊張をさらに軽減することは、信用にもプラスだが、見通しや格付けを動かすには十分ではない。

我々は、その後のスペインの公的債務比率が高い水準で安定につながる安定性プログラムの目標に対する財政的な差があったなら、その見通しをネガティブあるいは格下げを考えるであろう。近年法制化された改革、特に年金制度や労働市場改革の後戻りも、スペインの格付けに下押し圧力をかける可能性がある。金融や債務市場のストレスが再燃する可能性は低いものの、見通しネガティブになる可能性が高い。現時点では可能性はほとんどないが、

カタルーニャがスペインから独立する可能性の上昇は、スペイン全体の規模と経済的重要性を考慮すると、スペインのソブリン格付けにはマイナスである。

1 人当たり GDP（PPP ベース、US $）：36,347（実際の 2016 年）（1 人当たり所得としても知られている）
実質 GDP 成長率（%変化）：3.3%（2016 年実績）（GDP 成長率とも呼ばれる）
インフレ率（CPI、12 月/ 12 月の変化率）：1.6%（2016 年実績）
G.財政収支/ GDP：-4.5%（実際の 2016 年）（財政収支とも呼ばれる）
当座預金残高/ GDP：1.9%（実際の 2016 年）（外部残高とも呼ばれます）
対外債務/ GDP：NA
経済発展の水準：高い経済回復力
デフォルト履歴：1983 年以来、債券またはローンのデフォルトイベントは記録されていません。

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になります。

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もありません。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、2018 年 4 月 13 日付けで Moody's が発出した Rating Action『Moody's upgrades Spain's ratings to Baa1 from Baa2; the outlook remains stable』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・金融商品あっせん相談センター
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。