

2018/10/25

スペイン：2018 年 4 条協議のスタッフによる評価

2018 年 10 月 3 日

(IMF ホームページより)

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/10/03/Spain-IMF-Staff-Concluding-Statement-of-the-2018-Article-IV-Mission>

最終的な声明は、公式のスタッフ訪問（または「ミッション」）の終わりに、ほとんどの場合加盟国に IMF スタッフの予備調査結果を説明するものである。ミッションは、IMF の条項第 4 条に基づく定期的（通常は毎年）な協議の一部として、スタッフによる監視されたプログラムの一環あるいは、他のスタッフによる経済発展の監視の一環として IMF の資源を使用する要求（IMF からの借り入れ）の可能性の観点で、なされている。

スペイン当局はこの声明の公表に同意した。この声明で示された見解は、IMF スタッフのものであり、必ずしも IMF 理事会の見解を表すものではない。このミッションの予備的な知見に基づいて、スタッフはマネジメントの承認の下で IMF 理事会に討議と決定のための報告書を作成する。

スペインは過去の改革によって雇用に富んだ成長を遂げ、危機の最中に失われた経済的地位を築いてきた。しかし、経済サイクルは成熟しており、いくつかの下振れリスクは中期見通しを曇らせている。この時、ショックに耐えられるように経済の回復力を強化することが重要である。この目標の鍵は、構造的財政調整の再開と労働市場改革の推進である。これらの方針は、より包括的な成長を促進し、社会的目標を促進する努力と協力し合うことができ、またそれと協力しなければならない。特に、より若い世代は、持続的に所得の見通しを高めるために労働市場により良く組み込まれる必要がある。

見通し

経済は強い勢いを維持しているが、景気のピークを過ぎている。実質 GDP 成長率は、2018 年には約 2.7%、2019 年には 2.2%と緩やかに推移すると見込まれ、依然としてユーロ圏平均を上回っている。これは、弱い外部環境と国内需要の弱さの両方を反映している。2019 年を超えると、経済成長率は約 1/3%と見積もられる潜在的な水準に収束に向かう。特に公的債務の高い水準、構造的失業率の高さ、生産性の低迷などの重要な構造的課題は、潜在的な GDP 成長率に影響を与える。

景気の下振れリスクが高まっている。外部的には、投資家のリスク選好の急激な変化、世界

的な保護主義の高まり、新興国の弱体化などがある。国内的には、依然として改革を後押しする圧力と、景気循環の継続的な財政政策が続いている。

財政政策：必要とされる財政的余地の創出

危機の間に枯渇した財政バッファは、再構築する必要がある。つまり、財政政策は、公的債務の水準をより速く引き下げるために、依然として強い経済情勢を十分に活用すべきである。そうでなければ、将来のショックで経済が打撃を受けた場合、スペインは景気循環的な財政収縮を余儀なくされるだろう。したがって、バッファを今、作ることは、雇用における大きなブレから人々をよりうまく守るのに役立つ将来のより大きな財政的な余地を構築することとなる。

財政赤字や公的債務の持続的な削減のためには、構造的な政策が重要である。過去3年間の主要な赤字の減少は、完全に強い経済サイクルを反映している。同時に、景気循環を考慮した財政収支の構造的バランスは、GDPの約2.5%にまで悪化した。2018年には、GDPの0.2%の構造緩和が予想される。その結果、経済は大きく成長している一方、債務水準はわずかながら減少した。したがって、政府が発表した2019年のGDP比1.8%の赤字目標は重要かつ適切である。それはGDPの約0.5%の構造的努力を意味する。この年間の調整ペースは、財政の構造的なバランスが達成され、債務が明確な下向き方向に向かうまで持続しなければならない。

2019年度の予算には、信頼できる政策パッケージを含める必要がある。当局は予算編成をまだ完了しておらず、予備的提案が赤字目標を達成するのに十分であるかどうかを評価することはできない。政府による優先的な調整ツールである歳入手段は、持続した中期的な財政調整に寄与することができる。しかし、新しい手段から慎重に利回りを予測し、収益の不足を直ちに補うことができる緊急時対応策を計画することが重要である。

不平等を緩和するための政策は、財政赤字削減と連動するべきであり、そうするべきである。赤字削減に必要な額を超える追加の収益を上げることは、最も弱い人々を守り、若者や長期に亘り失業となっている人々を支え、雇用見通しを支援し、革新能力と環境保護を強化するとともに、分配目標を達成するための追加的な支出を賄うために、助けとなる。しかし、租税措置の慎重な設計は、経済の歪みと成長への影響を限定する鍵である。

2011年/13年の年金改革の社会的受容性が疑問視されている。年金制度は、危機の最悪の影響から古い世代を守り、老後の貧困を大幅に引き下げる購買力の向上を可能にしたが、今後は困難に直面している。同時に、危機は青少年の失業率を悪化させ、収入の見通しに弊害

を残している。将来的には、人口の高齢化は、年金制度が、より少ない年金拠出者が増加する年金受給者に資金を供給するという課題に直面することを意味している。以前の改革は、年金制度への圧力に対処するため、財政的に適切な措置で対応したが、将来の給付に予想される削減は、改革の社会的受容性への挑戦となってきた。

制度の緊張に対応するためには、持続可能で包括的な年金制度が必要である。 トレド協定（Toledo Pact）の、購買力の指標に連動して年金を引き上げるという勧告は、包括的なパッケージがなければ法制化すべきではない。年金給付の臨時調整は、システムの財務上の持続可能性を危険にさらす可能性がある。年金の増加をインフレに恒久的に関連付けることは、現在の人口統計学的予測およびマクロ経済予測の下で、2050年までに年金支出にGDPの約3~4%を追加することとなると見積もられている。このような構造的な支出の増加は構造的なオフセットを必要とする。利用可能なツールには、例えば、自営業者の最低拠出額の増加と拠出対象となる最大賃金のほか、法定退職年齢を平均余命と直接結びつけるなどがある。予想される追加的な支出と完全に一致しないなら、将来の給付削減は緩やかにすることはできるものの、完全に回避することはできない。すべての可能な措置の配分の結果を考慮する必要がある。さらに、年金制度の変化の影響について完全にガラス張りであることが重要である。将来の年金受給者は、その場合、就業期間や貯蓄に関する詳細な情報を得たうえでの意思決定をすることがでる。

労働市場：より包括的に

労働市場は引き続き強化されているが、大きな課題が残っている。 豊かな雇用創出により、失業率は2018年第2四半期の15%まで低下し、長期平均を下回った。これは、過去18カ月間に就職した失業者の半分以上を占めている長期失業者を特に助けた。それにもかかわらず、多くの人々はまだ正規の労働市場から外され、雇用の不確実性に直面しているか、または彼らが望むよりも少ない時間で働いている。一部の地域では、失業率は依然として20%を超えている。さらに、スペインの若者の失業率はEUで最も高く、2015年に始まった貧困率の低下にもかかわらず、若者は依然として貧困のリスクが最も高い年齢層である。

労働市場をより包括的にすることは、全体論的アプローチを必要とする。 労働市場の改革によって導入されたより大きな賃金の柔軟性は、スペインの豊かな経済回復を支え、競争力を回復した。特にセクター別協定を通じた企業レベルの普及において、改革推進を維持することは極めて重要である。同時に、労働法のいくつかの欠点に取り組む努力が必要である。将来の賃金上昇は生産性の伸びに追従すべきであり、7月の労使パートナー（原文：Social Partners）による一般的な賃金引き上げに関するガイドラインは歓迎されている。しかし、法定最低賃金の急激な上昇は、低熟練者や若年者の雇用機会を危険にさらす可能性がある。

長期的に見ると、賃金を押し上げる中心的な要因は生産性を上げる努力であろう。このような努力は、労働者の生産性を高める上で主要な障害である労働市場の二重性が広がることに取り組む必要がある。これは、また、地域の移動性を制限し、地域間の持続的な失業格差に寄与する。したがって、随意契約雇用をより魅力的なものにすることは、引き続き政策の優先事項となる。労働市場の二重性と高い構造的失業に対処することも、不平等の削減に重要な貢献をするだろう。一時的な契約の乱用に取り組むために継続的に重要な努力がなされているが、それだけでは不十分である。開放的な契約をより魅力的なものにすることは、引き続きポリシーの優先事項となる。労働市場の二重性と高い構造的失業に対処することも、不平等の削減に重要な貢献をするだろう。一時的な雇用に関する契約の乱用に取り組むために重要な努力がなされているが、それだけでは不十分である。

目標を絞り込んだ方針は、特に若者の雇用の見通しを向上させることができる。 より調整されたより良い設計の積極的な労働市場政策は、雇用可能性を促進することができる。訓練プログラムと教育成果を改善し、労働市場と高等教育の関わりを高め、職業訓練と生涯学習を拡大し、学校の中退率を下げる戦略は、重要な技能格差に取り組むために特に重要である。さらに、人々に、地域を越えて仕事を見つけるためのインセンティブ（例えば、経費支出のための補助金、一時的で対象を絞った住宅援助など）を提供するための政策が考慮されるべきである。

構造改革：見過ごされた可能性の活用

生産性は改善されたが、特にヨーロッパ諸国の中では著しく低いままである。 この格差は特に小規模企業とマイクロ企業の間で大きい。労働生産性は、地域によって大きく異なり、約50%の差があります。このばらつきは、地域経済構造の違いだけでなく、地域がいかに効率的に資源を利用しているかの違いも反映している。より低いスキルのミスマッチ、より高い外国直接投資、研究開発（R&D）活動への依存度の高い地域では、リソースをより効率的に使用する傾向がある。

構造改革アジェンダには新たな原動力が必要である。 中期的な成長見通しは、3つの政府レベルで規制の細分化を削減し、市場アクセスと競争（特にプロフェッショナルサービス）を向上させ、企業が成長するための障壁を低くする努力から便益を得るであろう。異なる政府レベルの研究と調査のより良い協調、イノベーション政策のよりよい調整と、研究開発インセンティブとビジネスサイエンス協力の取り込みを抑止する要因に対処する行動は、企業のイノベーション能力を拡大するのに役立つだろう。教育制度におけるベストプラクティスと地域間のピアレビューの体系的な交流は、教育成果の地域差を軽減するのに貢献する可能性がある。当局のジェンダー政策への強化は、不平等を軽減し、長期的な成長を促進す

るために有益であるべきである。

金融分野：回復力の強化と金融構造のアップグレード

銀行システムの健全性は引き続き改善され続けているものの、新しいリスクが浮上しつつある。ここ数カ月にわたる大手銀行の強化された取り組みは、金融システムの不良貸出金および抵当流れの不動産資産を著しく低下させたが、依然としていくつかの銀行は同様の措置を行う必要がある。進行中の経済と住宅価格の回復は、銀行のバランスシートを修復するのに役立っている。これまでのところ、全般的な住宅価格の過大評価の明確な証拠はないが、住宅関連の新規貸付、特に個人向け貸出が引き続き堅調に推移しているため、警戒が必要である。したがって、スペイン中央銀行が過度のリスク・テイクに対処するために完全に準備を整えるためには、マクロプルーデンス・ツールキットは、ローン・トゥ・バリューやデット・サービス・レシオなどの借り手ベースのツールを含むようにすばやく拡大すべきである。さらに、特に ECB の緩和的な金融政策からの最終的な正常化、市場のボラティリティのリスクとリスク・アペタイトの急激な変化に先立って、流動性リスクと金利リスクの厳格な管理が必要である。スペインの銀行は、全般的にレバレッジが少ないながらも、資本比率の観点で、ユーロ圏の諸外国に比べまだ遅れているので、興市場の不確実な経済情勢からの波及を含め、ショックからビジネスを守るための高品質な資本バッファの積み増しを加速することで利益を得ることができる。

財政監督のための制度的枠組みを近代化する計画は歓迎され、迅速化すべきである。金融システムはますます相互接続されるようになっているが、部門間の潜在的なリスク伝達と増幅チャンネルに焦点を当てた統合的なアプローチはまだ見過ごされている。したがって、スペイン銀行、財務省およびその他の財務監督機関を含む国家的なマクロプルーデンスな当局の計画的な創設が優先課題となるはずである。機関の任務や権限を含めたその設定は、システム的なリスク監視を強化し、マクロプルーデンスの意思決定を強化し、調整を促進することを目指すべきである。独立した保険・年金監督者および金融消費者保護当局の創設や、金融監督局におけるシニアポジションの選考基準の透明性を向上させるなど、金融部門監督を強化する他のプロジェクトは、歓迎され、素早く完了されるべきである。

以上

欧州主要国の 10 年国債金利の推移



赤：スペイン、オレンジ：ボルトガル、青、イタリア、グレー：フランス

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ます、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10月3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 2018 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。