

2018 年 11 月 28 日

IMF 理事会、2018 年第 4 条スペインとの協議を締結

2018 年 11 月 21 日

(IMF ホームページより)

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/11/21/pr18435-spain-imf-executive-board-concludes-2018-article-iv-consultation>

2018 年 11 月 19 日、国際通貨基金（IMF）の理事会は、第 4 条協議をスペインと締結した [\[1\]](#)。

スペイン経済は、危機の最中の損失に関する回復を続けているが、終わりに近づきつつある。実質 GDP 成長率は、2018 年には 2.5%、2019 年には 2.2%まで緩やかに低下すると見込まれ、潜在成長率は徐々に低下し、中期的には 1.75%程度になる見込みである。強い個人消費と投資需要が成長の主な要因であった。経常収支の黒字が続いていることを受け、対外ポジションはさらに強化されたが、中期的なファンダメンタルズに示唆されているものより、やや弱い。労働市場は改善したが、大きな課題が残っている。失業率が長期平均を下回る 14.6%に低下した一方で、スペインの若者の失業率、非正規雇用の割合、非自発的なパートタイム雇用は EU 内で最も高い水準にとどまっている。

公的債務は GDP の 100%に近いままである。主要財政赤字は 2017 年に引き続き減少し、2018 年に GDP マーストリヒト基準の 3%を下回ると予測されている。しかし、この減少の大部分は、景気の循環と低金利によるものであり、裏付けとなっている 2018 年の基礎的な財政ポジションは、調整は行われていない。

銀行システムの健全性は着実に強化されているものの、有利な貸出条件の下で民間部門のレバレッジがさらに低下している。2017 年に民間セクターの対 GDP 債務比率は 10%近く減少した。しかし、企業や家計の一部は依然として過度の借入があり、耐久消費財の貸出は低水準から急速に拡大している。経済成長、不動産価格の上昇、不良資産の銀行による売却などにより、不稼働ローン（NPL）および抵当流れ資産の減少が加速した。それにもかかわらず、スペインにおける貸付の NPL 比率は、2018 年第 2 四半期においても依然として 6.4%であった。スペインの銀行は引き続き自己資本比率で欧州の銀行と比較して遅れをとっている。

理事会評価 [\[2\]](#)

専務理事は、経済の継続的な強い経済成長と失業率の低下を歓迎した。これは、経済の改善されたファンダメンタルズを反映している。しかし、理事会は、業績にかかわらず、いくつ

かの下振れリスクが中期見通しを曇らせていると指摘した。また、経済回復力の強化、公的債務の削減、生産性の向上、不平等の緩和、雇用の増加、特に長期および若年雇用の向上を目的とした政策と改革を堅持するよう、当局に奨励した。

理事会は財務バッファの再構築を求めた。公的債務が依然として高いことを考えると、構造的財政再建を再開し、公的債務をより早く削減する必要性を強調した。理事会は、2019年の当局の財政赤字目標を歓迎した。この観点で、政府は、財政赤字の可能性がある場合には、措置の健全なパッケージを採用し、緊急時対応策を計画するよう奨励した。

理事会は、歳入の対 GDP 比が相対的に低いことを考慮して、追加的な歳入を上げる政府の意向を指摘した。理事会は、歳入措置が赤字を減らし、社会支出の資金調達を支援し、不平等を低下させるという政府の目標を支えることができると考えた。しかし、租税措置の慎重な設計は、歪みやマイナス成長の影響を制限するため、租税措置の慎重な設計が重要となる。理事会は、当局に対し、付加価値税率の引き下げ、税制の非効率性への対応、環境税の引き上げに資する商品やサービスの数を徐々に減らすことを検討するよう奨励した。

理事会は、社会的受容性を高めつつ、年金制度の財政的実行可能性を守る必要性を強調した。理事会は、措置を相殺することなく年金の成長をインフレに永続的に結びつけることは、年金支出を急上昇させる可能性があるとして指摘した。理事会は、年金改革に対する包括的で、透明かつ公平なアプローチを求めた。

理事会は、銀行システムのさらなる強化を歓迎した。理事会は、銀行が市場のボラティリティに関連する潜在的な波及効果を含むショックに対する防御として、高品質の資本を引き続き高めていくことの重要性を強調した。理事会は、特に ECB の金融緩和政策に関する最終的な段階的な正常化に先立って、流動性リスクおよび金利リスクの厳格な管理の必要性を強調した。理事会は、潜在的な金融安定リスクへの対応を強化し、スペイン中央銀行のマクロプルーデンスのための手段を迅速に拡大するマクロ・プルーデンス・オーソリティを作成する当局の計画を歓迎した。

理事会は強い雇用創出を歓迎し、労働市場をより包括的にする必要性を強調した。理事会は、過去の労働市場改革の継続を維持するよう求めた。理事会は、当局が引き続き労働市場の二重性に取り組み、積極的な労働市場政策を強化し、地域間の労働移動性を高めるインセンティブを強化し、賃金の柔軟性を確保するよう奨励した。理事会は、賃金上昇は生産性の伸びと一致すべきだと強調した。

理事会は、生産性の向上に新たな動機が必要であることを強調した。理事会は、競争を促進

し、イノベーションを促進し、スキルのミスマッチに対処し、企業の成長の障壁を解消する政策の必要性を強調した。理事会はまた、地域の生産性格差を縮小するために、当局が地域調整を改善するよう奨励した。

スペイン：主な経済指標、2013-20

(特に明記しない限り変化率)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
一定価格での需要と供給								
国内総生産	-1.7	1.4	3.6	3.2	3.0	2.5	2.2	1.9
私的消費	-3.1	1.5	3.0	2.9	2.5	2.4	2.1	1.7
公共消費	-2.1	-0.3	2.0	1.0	1.9	2.1	1.7	0.8
総固定投資	-3.4	4.7	6.7	2.9	4.8	5.8	3.8	2.7
国内総需要	-3.2	2.0	4.0	2.4	3.0	3.1	2.4	1.7
純輸出（成長への貢 献）	1.5	-0.5	-0.3	0.8	0.1	-0.5	-0.1	0.2
財とサービスの輸出	4.3	4.3	4.2	5.2	5.2	1.4	2.2	3.6
財とサービスの輸入	-0.5	6.6	5.4	2.9	5.6	3.0	2.8	3.3
貯蓄 - 投資残高（GDP のパーセント）								
国内総生産	18.7	19.5	20.4	20.4	21.1	21.9	22.2	22.3
国民貯蓄	20.2	20.5	21.6	22.7	22.9	22.9	22.9	23.0
海外貯蓄	-1.5	-1.1	-1.2	-2.3	-1.8	-1.0	-0.7	-0.8

世帯貯蓄率（総可処分所得のパーセント） 9.6 9.2 8.7 7.8 5.5 4.6 4.6 4.6

民間部門の債務（GDPの割合） 241.4 231.3 217.8 207.9 199.6 192.2 185.7 180.6

企業債務 159.6 153.7 145.4 138.9 133.9 128.1 122.9 118.6

家計負債 81.8 77.6 72.3 69.0 65.6 64.1 62.8 62.0

民間部門への信用 -10.2 -6.5 -4.2 -4.1 -2.0 -0.2 0.2 1.2

潜在的な生産量の伸び 0.0 0.3 1.2 1.0 1.3 1.5 1.7 1.8

アウトプットギャップ（潜在的な割合） -7.8 -6.8 -4.5 -2.4 -0.8 0.2 0.8 0.9

価格

GDP デフレーター 0.4 -0.2 0.5 0.3 1.2 1.3 1.7 1.9

HICP（平均） 1.5 -0.2 -0.6 -0.3 2.0 1.8 1.8 1.9

HICP（期末） 0.3 -1.1 -0.1 1.4 1.2 2.2 1.7 1.7

コアインフレ（平均） 1.4 0.0 0.6 0.8 1.1 1.1 1.6 2.0

コアインフレ（期末） 0.3 0.0 1.0 0.9 0.8 1.3 1.8 2.0

雇用と賃金

失業率（パーセント） 26.1 24.4 22.1 19.6 17.2 15.6 14.7 14.3

労働生産性 1 /	1.8	0.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.8	0.9
人件費、民間部門	0.3	0.1	0.2	0.1	0.7	1.6	1.7	1.7
雇用の伸び	-2.8	1.2	3.0	2.7	2.6	2.3	1.5	0.9

国際収支（GDP に対する割合）

経常収支	1.5	1.1	1.2	2.3	1.8	1.0	0.7	0.8
純国際投資ポジション	-95.2	-98.0	-89.5	-85.3	-83.8	-79.5	-75.5	-71.7

公共財政（GDP のパーセント） 2 /

一般政府残高 3 /	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5	-3.1	-2.8	-2.4	-2.4
プライマリーバランス	-4.0	-3.0	-2.6	-1.9	-0.7	-0.6	-0.3	-0.2
構造的バランス	-2.5	-2.0	-2.6	-2.9	-2.6	-2.8	-2.8	-2.9
一般政府債務	95.5	100.4	99.3	99.0	98.1	97.3	96.0	94.8

出典：IMF、世界経済見通し 当局から提供されたデータ。IMF スタッフの見積もり。

1/1 人当たりの生産量。

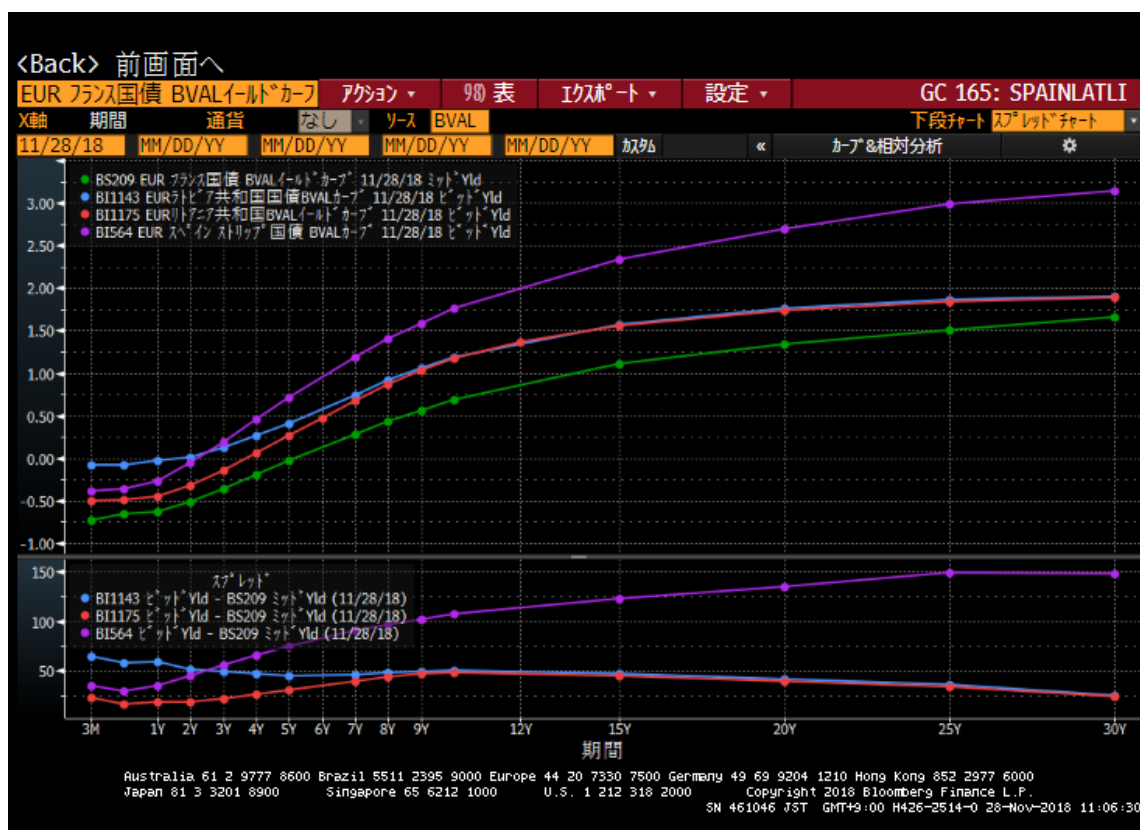
2/2019 年の予測は、既に立法された措置と労働組合と合意された公的賃金上昇を除いて、財政政策は変わらないと仮定している。

3/スペインの見通しの残高には、金融セクターのサポート手段を以下のように仮定している。2012 年の GDP の 3.7%、2013 年の GDP の 0.3%、2014 年の GDP の 0.1%、2015 年の GDP の 0.05%、2016 年の GDP の 0.2%、2017 年の GDP の 0.1%。

- [1] IMF の条約第 4 条の下では、IMF は通常毎年メンバーとの二国間協議を開催する。スタッフチームは国を訪問し、経済および財務情報を収集し、国の経済発展および政策を関係者と話し合う。本部に戻ったスタッフは、理事会の議論の基礎となる報告書を作成する。
- [2] 議論が終わると、理事会会長として専務理事が理事会の見解を要約し、この要約書を国当局に送付する。

以上

グラフ 1：フランス（AA 格）および A 格のユーロ圏の国債にイールドカーブ



出典：Bloomberg

グラフ 2：スペイン 30 年ストリップス国債の円ベースでの価格推移



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 11 月 21 日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Press Release No.18/435『IMF Executive Board Concludes 2018 Article IV Consultation with Spain』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。