



高成長スペインが抱える 調整圧力

土 田 陽 介

はじめに

スペインの景気は堅調に回復している。最新16年第4四半期の実質GDPは前期比0.7%増と、第3四半期と同程度の成長率を維持した。通年の成長率は3.0%と昨年(3.2%)に続いて3%を越え、ユーロ圏の景気拡大の牽引役として働いた。かつてPIIGS(後にGIIPS)と揶揄された信用不安国の中で、スペインのパフォーマンスはアイルランドに次いで良好であり、実質GDPの水準は17年第1四半期にも金融危機以前の高水準を上回る(つまり景気拡張局面に入る)ことが確実である。

スペイン経済が息を吹き返した理由の1つに、外需、とりわけ欧州連合(EU)向けの輸出が好調に推移したことが挙げられる(土田, 2015)。最終需要地であるドイツや英国などの景気が堅調に拡大したことに加えて、後述する労働市場改革の断行により実質賃金を引き下げて競争力を高めたことが功を奏した形である。またそうした輸出の動きに連動して設備投資も徐々に増加し、それがさらに雇用の改善にもつながった結果、15年以降は個人消費も鮮明に回復するようになった。いわば信用不安を契機に、スペイン経済の成長モデルは輸出主導型に転換を遂げたことになる。

08年に生じた世界的な金融危機以前のスペイン経済は、強力な内需を推進力として高成長

を謳歌したが、その反面で多額に上る「双子の赤字(財政赤字と経常赤字)」を抱えていた。EUは金融支援に際して、厳しい財政緊縮を通じて「双子の赤字」を削減することとともに、構造改革を進めて内需から外需へと成長のモデルを転換することを、スペインに求めた(EC, 2012)。EUが書いた処方箋に従い痛みを伴う構造改革を断行した結果が、近年のスペイン経済の高成長につながっていると評価される。もっともスペインが工業国として一定の産業基盤を有していたこと、併せて自動車産業を中心に欧州内における工業の分業体制下に組み込まれていたことなど、EUの処方箋に適うだけの基礎体力を有していた点は幸運であり、また軽視できない事実であると考えられる。

もっとも、実体経済が引き続き着実に成長していくためには、信用不安で明らかになった構造的な諸問題の改善が必要となる。具体的には、信用不安の直接的な原因となった金融機関の不良債権問題や、それに伴い悪化を余儀なくされた政府の累積債務問題、改善傾向にあるとはいえた依然深刻な労働部門の失業問題が挙げられる。こうした諸問題の改善に引き続き取り組んでいくことが、実体経済の成長の持続可能性を考える上では重要になる。また成長の牽引役を内需から外需にスイッチしたということは、同時にスペイン経済が対外的な調整圧力にも晒され易くなつたということと同義である。つまり、今後のスペイン経済の成長の持続可能性を考える

土田 陽介：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1295号 (29. 4. 1)

上では、かつてよりも対外要因に目を配る必要が出てきている。

こうした観点から、本小論では、スペイン経済の抱える調整圧力に関して俯瞰してみたい。まず次節で足元までのマクロ経済動向を確認し、その上で銀行部門（第2節）と政府部門（第3節）、さらに労働部門（第4節）に関してそれぞれの調整状況を概観する。その上で、スペイン経済が新たに抱えている対外的な調整圧力について指摘（第5節）した上で、簡単な結論を述べる。

1. 高成長軌道に転じた経済

まずスペインのマクロ経済動向を確認しよう（図表1）。

スペインでは、08年の世界的な金融危機を受けて不動産バブルが崩壊し、09年の実質GDPが前年比3.6%減とユーロ導入（99年）後に初めてとなるマイナス成長を記録するなど、景気が腰折れした。その後もスペインは、構造調整を優先するために財政緊縮策を推進したことから、景気の悪化が続いた。スペイン景気は

14年に入ると回復に転じ、同年は実質GDPが前年比1.4%増にとどまったが、15年は同3.2%増に勢いが加速し、16年も同3.4%増と2年連続で3%台の成長率を記録するなど、ユーロ圏で最も良好なパフォーマンスを弾き出す経済に躍進した。

高成長軌道に乗ったスペインであるが、その最大の推進力は輸出である。16年の実質輸出は前年比4.4%増と15年（同4.8%増）からは勢いが減速したものの、4年連続で4%台の増加率を維持した。ユーロスタットの資料より仕向け地別に輸出数量の動向を確認すると、16年もEU主要国向けが全体の伸びを引き続き牽引した。具体的には、フランス（前年比5.0%増）を筆頭に、ドイツ（同3.0%増）、英国（同2.2%増）などである。品目別にはまず輸送機械（乗用車など）が好調で、また食品（果類、豚肉、オリーブ油など）や衣料品なども堅調に推移した。

外需に加えて内需も、個人消費を中心に力強さを増した。16年の実質個人消費は前年比1.8%増と15年（1.6%増）から勢いが加速した。一般財のみならず耐久財需要も引き続き堅調で

あり、スペイン自動車工業会（ANFAC）によると、16年の新車販売台数は前年比10.9%増の114.7万台と、政府が同年7月に新車購入刺激策（PIVE）を打ち切ったにもかかわらず、高い伸びを記録した。

対内均衡面では、景気回復に伴い雇用・所得情勢が徐々に改善している。後述のように、最悪期である13年には26%を超えていた失業率は、16年末には19.2%まで低下した。またデフレーションが進んで実質所得の増加がもたらされたことも、

図表1 スペインのマクロ経済指標

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
一人当たりGDP ²⁾	23,271	23,214	22,903	22,233	22,013	22,323	23,178	—
実質GDP成長率 ³⁾	-3.6	0.0	-1.0	-2.9	-1.7	1.4	3.2	3.2
内需寄与度	-0.3	-2.4	-3.0	-3.2	-2.8	0.3	1.9	2.0
外需寄与度	-3.3	2.4	2.0	0.3	1.1	1.1	1.3	1.2
经常収支 ⁴⁾	-4.3	-3.9	-3.2	-0.2	1.5	1.1	1.4	2.0
貿易収支	-1.1	-1.3	-0.2	1.5	3.3	2.5	2.4	2.9
外国直接投資	0.2	-0.1	0.9	-2.0	-1.8	0.8	2.7	1.9
对外債務 ^{1)④}	160.7	156.4	160.3	166.2	159.8	167.7	168.5	171.2
財政収支 ^{1)④}	-11.0	-9.5	-9.3	-6.8	-6.6	-5.8	-5.0	-4.8
基礎的財政収支	-9.3	-7.5	-7.2	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0	—
公的債務残高 ^{1)④}	52.7	60.1	69.5	85.7	95.4	100.4	99.8	100.3
消費者物価 ⁵⁾	-0.2	2.0	3.1	2.4	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
同コア	0.9	0.8	1.2	1.3	1.3	-0.1	0.3	0.7
失業率 ⁵⁾	17.9	19.9	21.4	24.8	26.1	24.4	22.1	19.6
25歳未満	37.7	41.5	46.2	52.9	55.5	53.2	48.4	44.5
25歳以上74歳以下	15.7	17.8	19.2	22.4	23.7	22.3	20.1	17.9
10年債流通利回り ⁶⁾	4.02	4.26	5.43	5.86	4.74	2.91	1.75	1.55

（注1） 2016年9月時点

2) ユーロ

3) 前年比、%

4) 対GDP比、%

5) %、期中値

（出所） Instituto Nacional de Estadística (INE)、Banco de España

個人消費を押し上げた。具体的には、16年の消費者物価は前年比0.5%低下と3年連続で前年割れとなった。この物価の下落は原油価格の動向によるところが大きい。

対外均衡面では、国際収支が黒字基調を保っている。つまり経常収支は、13年にプラスに転じて以降、対GDP比で1%台前半の黒字を維持している。背景には、貿易収支が輸出の増加や輸入の減少（特に原油）を受けて黒字を維持していることに加えて、サービス収支も旅行収支を中心に改善していることがある。債務危機下で断行した内的減価政策⁽¹⁾は、スペイン経済に着実な成果をもたらしたわけである。

以上で述べてきたように、スペインのマクロ経済は足元にかけて好調に推移している。そうした状態が今後も維持できるかどうかは、それを支える金融や財政の状況に大きく左右される。これらの論点に関して、次節以降、順に確認してみたい。

2. 依然調整過程にある銀行部門

本節では、金融システムの中核を担う銀行部

門の調整プロセスを確認しよう（図表2）。広く知られるように、同国の信用不安は不動産バブル崩壊後の金融危機によって引き起こされた。そのため銀行部門の健全化は、経済成長の持続可能性を高める上では必須の課題となる。

銀行による貸付残高の対GDP比率は最新16年9月期の時点で120.4%と、低下が続いている。内訳を見ると、企業部門向け、家計部門向けの両方で比率は低下している。もっとも家計部門向けに関しては、消費者信用の同比率が15年を底に上昇に転じた⁽²⁾。背景には、欧州中央銀行（ECB）による金融緩和策を受けた資金調達コストの減少や、政府の消費刺激策に伴う民間資金需要の増加があると考えられる。他方で、預金残高の対GDP比率は13年（73.4%）をピークに低下が続いている。預金以上に貸出が減少しているため預貸率も低下しているが、16年9月期時点でも173.4%と100%を超えており、依然オーバーローン状態である。

収益性に関しては、総資本利益率（ROAA）と株主資本利益率（ROAE）とともに、欧州債務危機直前の水準まで改善している。一方で健全性に関しては、普通株等Tier 1（CET 1）比率

が15年時点での12.6%と、新たな国際基準（バーゼルIII）で定められた最低所要水準（4.5%）を大幅に上回っている。なお16年の欧州銀行監督局（EBA）の健全性調査の対象にスペインから6行3選定されたが、いずれのCET 1比率とも対象51行の平均（13.2%）より低く、その意味で改善の余地が残されている⁽³⁾。不良債権比率に関しては、14年の13.2%を境に低下に転じ、16年9月期には9.2%まで低下した。特に一時22.6%まで上昇した企業部門向け不良債権比率の低下が著しい。

図表2 銀行部門の主要指標

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
貸付残高 ⁽²⁾	175.3	173.4	171.5	170.3	152.9	139.3	127.3	118.7
対政府部門	5.5	6.8	8.0	10.5	9.9	9.3	9.0	8.4
対企業部門	88.5	85.3	82.6	79.0	65.1	56.7	50.6	46.4
対家計部門	81.3	81.3	81.0	80.8	77.9	73.3	67.7	63.8
消費者信用	9.0	8.1	7.0	6.3	6.1	5.8	5.4	5.8
住宅ローン	60.8	61.2	61.6	62.1	60.4	57.2	52.6	49.0
その他	11.5	12.1	12.3	12.3	11.5	10.3	9.7	9.1
預金残高 ⁽²⁾	64.5	66.3	68.8	69.3	73.4	73.1	70.1	68.9
預貸率 ⁽³⁾	271.7	261.6	249.2	245.6	208.4	190.4	181.5	172.3
ROAA ⁽¹⁾⁽³⁾	0.4	0.3	-0.5	-2.1	0.1	0.4	0.3	0.3
ROAE ⁽¹⁾⁽³⁾	5.2	3.3	-5.1	-21.2	0.9	2.9	3.0	3.1
自己資本比率 ⁽³⁾	12.2	11.9	12.2	11.6	13.3	13.7	-	-
Tier 1 比率	9.4	9.7	10.3	10.0	11.9	11.9	-	-
CET 1 比率	-	-	-	-	-	11.8	12.6	-
不良債権比率 ⁽¹⁾⁽⁴⁾	4.7	5.5	6.8	9.7	11.8	13.2	11.3	9.2
対企業部門	5.8	7.8	11.0	16.1	20.3	22.6	19.4	15.7
対家計部門	3.4	3.2	3.1	3.9	5.6	6.4	5.6	4.9
銀行数 ⁽⁵⁾	192	188	189	173	155	138	135	129

（注1） 2016年9月時点

（2） 対GDP比、%

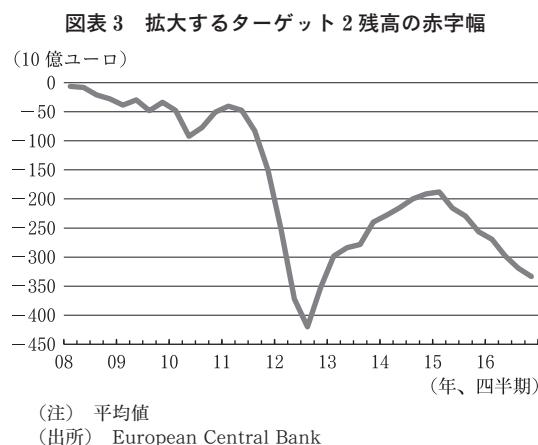
（3） %

（4） 対貸出債権比、%

（5） スペインの地場預金取扱金融機関（除く中銀）の数
(出所) Banco de España, IMF

なおスペインでは、この間、不良債権問題の温床であった貯蓄銀行（caja）の構造改革が断行された⁽⁴⁾。この改革は主に二段階に分かれており、第一段階ではまず貯蓄銀行の統廃合が進められた。具体的には、09年6月の立法に基づき設立された専門機関「銀行再建基金（FROB）」の下で、25の貯蓄銀行が8に集約されると同時に、総額157億ユーロの公的資金が注入された。その上で第二段階では、12年6月に決定したESMからの最大1,000億ユーロの金融支援を元手に、FROBがまず対象10行に対して総額388億ユーロの公的資金を注入して財務健全化を図った⁽⁵⁾。その上で、FROB下に設立された整理回収銀行（SAREB）が不動産関連に限定した508億ユーロ相当の不良債権を引き取った（FROB, 2014, pp. 9–15）。

総じて評価すれば、足元のスペインの銀行部門は、貯蓄銀行改革の成果もあって、最悪期であった12年頃に比べて堅強になっている。もっとも貸付残高の対GDP比率の低下が物語るように、銀行部門はデレバレッジの局面を依然脱してはおらず、経済成長を金融面から促すまでには至っていないと判断される。さらに15年以降、スペイン中銀のターゲット2残高のマイナス幅が再び拡大している（図表3）。このことが意味するように、スペインの銀行部門はECBからの政策的な資金供給（量的緩和やTLTROs）がなければ依然立ち行かない状態にあることも、また確かである。



3. 政治不安の中で遅れた財政健全化

続いて、政府部門の累積債務問題の現状を確認しよう（図表4）。景気の低迷や銀行部門健全化策の実施に伴い悪化を余儀なくされた政府部門の財政状況であるが、経済成長との兼ね合いから健全化に向けた戦略的な取り組みが求められる。

歳入の対GDP比率は、付加価値税（VAT）の引き上げなどの取り組みを受けて、14年には38.9%まで上昇するが、その後は低下し、最新16年第3四半期では38.0%となっている。他方で歳出の対GDP比率は、前述の貯蓄銀行改革に伴い拡大が余儀なくされた12年の48.1%をピークに、公務員給与の減額などを通じて低下へ転じた。その結果、財政収支も改善基調で推移しているが、16年第3四半期の対GDP比率は-4.8%と、EUが定めた目標水準（3%）を依然超過しており、いわゆる「過剰財政赤字手続き（EDP）」が適用されたままである。なお基礎的財政収支の対GDP比率は、09年が-9.3%であったものの、15年は-2.0%と、ECBの超低金利政策を追い風に改善している。

他方で公的債務残高に目を向けると、前節述べた経緯のために金融支援を受けて規模が大幅に膨らんだ13年以降、債務の削減が進まず、対GDP比率も100%前後で一進一退となっている。悪化に歯止めがかかったという意味では肯定的な評価が与えられるものの、ほぼ同様のタイミングで金融支援を「卒業」したアイルランドが順調に公的債務残高を減らしてきたことに比べると、スペインの財政健全化は遅れていると言わざるを得ない（図表5）。

財政健全化が遅れている背景には、15年から続いた政治不安がある⁽⁶⁾。同年12月の総選挙の結果、与党国民党（PP）は単独過半数を失い、その後翌16年6月にも再度総選挙を行ったが、にもかかわらず連立協議が難航したため、約10ヵ月に渡る「権力の空白」が生じた。その間、PPのラホイ党首が引き続き暫定首相を

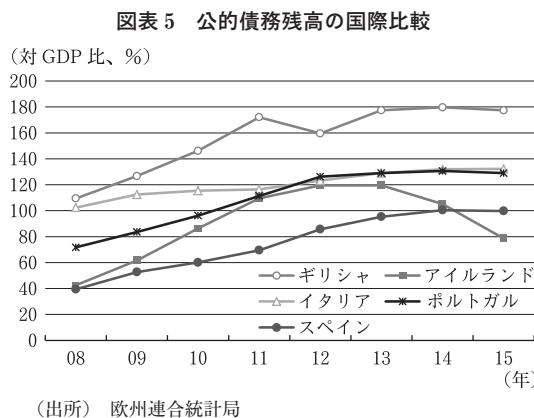
図表4 スペインの財政状況

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年 ^①
歳入	34.8	36.2	36.2	37.6	38.6	38.9	38.6	38.0
経常的	34.8	36.2	36.2	37.5	38.2	38.3	38.0	37.2
資本的	0.0	0.1	0.0	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7
歳出	45.8	45.6	45.8	48.1	45.6	44.9	43.8	42.8
経常的	39.4	39.9	40.8	41.1	42.2	41.9	40.7	39.8
利払い費	-1.7	-1.9	-2.5	-3.0	-3.5	-3.5	-3.1	-
資本的	6.4	5.7	5.0	7.0	3.3	3.0	3.1	3.0
財政収支	-11.0	-9.4	-9.6	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1	-4.8
金融機関支援の負担	0.1	0.1	-0.3	-3.7	-0.3	-0.1	0.0	-
それ以外	-11.0	-9.5	-9.3	-6.8	-6.7	-5.9	-5.1	-
基礎的財政収支	-9.3	-7.5	-7.2	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0	-
公的債務残高	52.7	60.1	69.5	85.7	95.4	100.4	99.8	100.3
国債発行残高	43.8	49.4	57.1	64.4	74.2	79.2	81.2	82.7
短期	8.0	6.4	6.9	5.8	7.7	7.5	7.5	7.1
長期	35.8	43.0	50.1	58.6	66.5	71.8	73.7	75.6
借入残高	8.6	10.3	12.1	20.9	20.8	20.8	18.2	17.2
短期	0.9	0.8	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0	0.9
長期	7.7	9.5	10.6	19.4	19.6	19.6	17.1	16.3

(注1) 2016年9月時点。

(注2) 数字の表記は全て対GDP比、%

(出所) Tesoro



務めたものの、予算未成立の状態が続いた。そのラホイ党首を首班とする新政権が16年10月にようやく成立したものの、議会過半数に満たない与党PPによる単独政権のために政権基盤は弱いままであり、政治不安を脱せないままの状態が続いている^⑦。

こうした中で、スペインの財政を支えたのがECBによる超低金利政策である。この間にECBは、マイナス金利政策の導入(14年6月)やその強化、さらには量的緩和の実施(15年3月)、TLTRO(第一弾は14年9月、第二弾は16年3月に導入)などの手段を用いて金融緩和の強化に努めた。その結果、経済協力省(財

務省)によると、政府の起債コストは、14年から16年の間で1.52%から0.61%まで低下した。借り換えが容易となったことから、既発債の平均残存期間は同期間で半年間(6.28年から6.81年)延びるとともに、利払いコストは同期間で3.47%から2.77%まで低下する(Tesoro Público, 2017, p.4)など、ECBの超金融緩和は財政運営の容易化につながった。

以上より、スペインの累積債務問題は悪化こそ防がれているものの、改善に向けた動きが停滞しており、銀行部門と同様ECBの支援で資金繰りを賄っていると判断される。

4. 改革効果もあり改善する雇用情勢

さらに労働部門について見てみよう(図表6)。失業率は景気悪化が深刻であった12年には25.8%まで上昇したが、その後は景気回復に伴って徐々に低下し、16年には18.6%まで改善した。失業率の差分を①生産人口要因(生産人口の増減)と②就業者要因(就業者の増減)、③非労働力人口(生産人口の増減)で要因分解してみると、14年以降の失業率の低下は主に就業者要因(就業者の減少)によって説明できる(図表7)。景気悪化の中で減少した雇用者数は徐々に増加しており、それが失業率を押し下げている。ただ同時に非労働力要因(非労働力人口の増加)も失業率の低下に寄与しており、労働市場から退出する人々が依然多いことがうかがえる。

こうした中で、最悪期には50%を越えた若年層(24歳以下)の失業率も低下が進んだ。もっとも、16年時点でも若年層の失業率は

図表6 スペインの雇用・賃金情勢

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
失業率 ¹⁾	18.7	20.1	22.6	25.8	25.7	23.7	20.9	18.6
24歳以下	38.8	42.7	48.1	54.8	54.9	51.8	46.2	42.9
25歳以上	16.7	18.0	20.4	23.5	23.5	21.6	19.1	17.0
失業者数 ²⁾	4,335	4,702	5,287	6,021	5,936	5,458	4,780	4,238
以下、構成比率 ³⁾								
6ヶ月未満	39.3	31.9	30.4	26.7	23.1	23.9	25.3	27.2
6~12ヶ月	20.9	16.8	15.4	14.6	12.1	10.9	10.3	9.8
12~24ヶ月	22.8	25.9	22.9	22.8	21.8	17.7	15.9	15.0
24ヶ月以上	11.7	20.1	27.1	32.1	38.9	43.7	43.6	41.5
雇用者数 ⁴⁾	1,889	1,867	1,815	1,734	1,714	1,757	1,809	1,851
新規登録雇用件数 ⁵⁾	1,402	1,442	1,443	1,424	1,479	1,673	1,858	1,998
終身雇用	131	123	111	143	113	135	151	171
通常	60	58	55	103	74	94	103	113
転換	52	49	46	40	40	41	48	58
期間雇用	1,271	1,319	1,332	1,281	1,366	1,538	1,707	1,827
実質賃金指数 ⁶⁾	100.0	98.7	96.1	91.2	87.1	89.0	93.2	97.6
平均月給指数 ⁷⁾	100.0	100.4	101.6	100.9	101.1	100.8	101.4	—

(注1) %

2) 万人

3) 万件

4) 09年=100

(出所) INE

労働協約の導入、終身雇用者

の試用期間の延長など)⁽⁹⁾

が行われた。こうした改革の成果と景気回復が相まって、雇用情勢の改善につながったと考えられる。

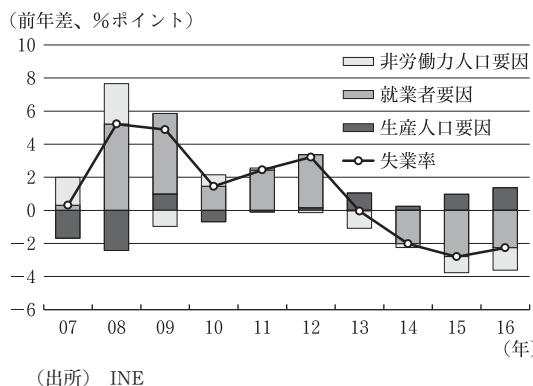
なお新規雇用件数の推移を見ると、これも12年を底に景気の回復を受けて増加に転じており、そのトレンドは足元まで維持されている。内訳を見ると分かるように、雇用件数の圧倒的な割合が期間雇用である。

スペインでは90年代から段階的に有期型の労働契約が導入され、現状までこれが主流となっている。そのため、景気回復プロセスで新たに就労した労働者の殆どが期間雇用の立場にあると考えられる。

スペインの労働市場では、信用不安が生じるまで、極限られた終身雇用の労働者が強力なバゲニング・パワーを持っており、いわゆるインサイダー=アウトサイダー問題（正規雇用の待遇が過度に重視される反面で、非正規雇用の待遇が軽視される問題）が深刻であった（Jaumotte, 2011）。また雇用改善の促進を名目に導入された有期型の労働契約も、景気悪化に伴い大量の失業者を生み出す結果につながり、社会不安を呼び起こすことになった。

これらの問題を改善することを目的に実施された12年の労働市場改革であるが、景気回復の追い風もあり、一定の成果は出たと考えられる。ただ基本的には、労働市場の弾力化を出口（解雇）の面から進めたまでであり、入口（雇用）に関して十分な施策が採られているとは言い難い。将来を担う若年層の失業問題を改善するためにも、この論点は重要である⁽¹⁰⁾。また雇用は改善しているが、実質賃金指数や平均月給指数の動きが示すように、所得に関しては改善が限られている。原油価格の反発によってディスインフレの動きに歯止めがかかった中で、雇

図表7 失業率低下の要因分解



42.9%と、依然高水準である。若年層の雇用確保は世界的な課題であるが、とりわけスペインの場合は若年層が労働需給の調整弁としての役割を強く担わされたという経緯がある（土田、2012）⁽⁸⁾。改善基調にはあるとはいえるが、若年層の雇用情勢は依然厳しく、その改善は引き続き重要な課題である。

次に雇用者数を見ると、13年に1,714万人まで減少したが、その後増加に転じ、16年に1,851万人まで回復した。スペインでは信用不安の渦中にあった12年に、硬直化していた労使環境を弾力化することを目的とした労働市場改革（解雇・賃金規制の緩和、企業単位での労

用の改善を通じて名目所得を増やしていくかが再び問われている。

5. 警戒される 2 つの対外リスク要因

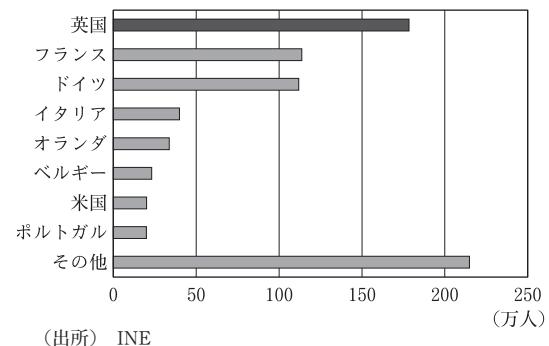
以上で確認したように、スペイン経済は、改善基調にあるとはいえ、内的な調整圧力を依然抱えている。他方で、冒頭で述べた通り、成長の牽引役を内需から外需にスイッチしたこともあり、スペイン経済は対外的な調整圧力にも晒され易くなっている。

まず英国の EU 縛りに伴う影響が、輸出の減少というチャネルを通じてスペイン景気の重荷になる公算が大きい。歴史的経緯や地理的距離もあり、スペインと英国の貿易・金融関係は密接である。実際にユーロスタットによれば、英國を除く EU 27 カ国での数量で測った対英財輸出依存度（輸出総量に占める対英輸出数量の割合）は 15 年時点で 4.7% であったが、スペインの場合は 5.2% とそれを上回っている。EU 主要国の中で比較するとオランダ（5.3%）に次いで高く、フランス（4.8%）やドイツ（4.6%）に比べると、英国経済の変調に伴う直接的な影響を受け易い経済と言える。近年スペインの輸出は好調であったが、その牽引役の 1 つが、景気が堅調に推移した英國向けであった。

短期的に警戒されるのが、ポンド安に伴う対英サービス、特に旅行サービス輸出の減少である。スペイン国家統計局（INE）によると、16 年にスペインを訪問した外国人観光客数は 7,556 万人に上ったが、うち 23.6% に相当する 1,784 万人が英国からと規模は圧倒的であった（図表 8）。当然、ポンド安により、英国からの観光客の大幅な減少が予想される⁽¹¹⁾。このことは、地中海沿岸部を中心とする観光（宿泊・飲食）業の業況・雇用の悪化につながると考えられる。さらに中長期的には、英国向けの財輸出が減少する可能性が出てきている。とりわけ関連性が深い自動車産業への影響が注目されるところである⁽¹²⁾。

次に、中南米経済の変調に伴う悪影響を考え

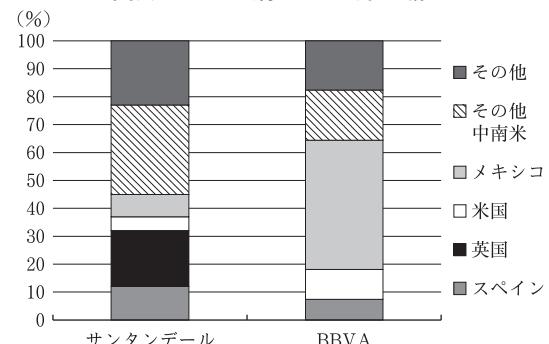
図表 8 16 年の外国人観光客数の国別内訳



られる。それはとりわけ、有力金融機関の経営不安と言うチャネルを通じて、スペイン経済の重荷になる可能性を有している。スペインの二大銀行であるサンタンデール銀行と BBVA（ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア銀行）の収益構造を見ると分かるように、両行の収益の大半が海外、特に中南米で計上されている（図表 9）。歴史的経緯もありスペインと中南米諸国の経済関係は緊密であるが、金融面では両行がその担い手となっている。

言い換えばこのことは、いわゆる G-SIBs（グローバルにシステム上重要な銀行）にも指定された両行の収益が、中南米経済の変調を受け易いということである。13 年以降、米国の利上げ観測が高まる中で中南米の通貨は弱い動きが続いている。さらに 16 年 11 月の大統領選挙におけるトランプ氏の勝利は、その影響を色濃く受けると考えられるメキシコの通貨ペソの暴落をもたらした。メキシコ・ペソの暴落は、

図表 9 二大銀行の地理別収益構造



（注） サンタンデールは underlying attributable profit ベース、BBVA は net attributable profit ベース
（出所） 両行の投資家向け資料（financial report）より作成

メキシコ依存度が高い BBVA の収益に悪影響を及ぼしている。他方でサンタンデールは、対メキシコ依存度は BBVA より低いものの、対英依存度が高いため EU 離脱に伴うポンド安の影響を受けることになる⁽¹³⁾。

いずれにせよ、両行の収益構造は、カレンシミスマッチ問題を抱えている。バブル期に貯蓄銀行を中心に積み上げた対内エクスポートの問題が徐々に改善している半面で、二大銀行の対外エクスポートの問題が、新たな金融リスクとして意識されるようになってきている。

さいごに

以上本小論では、スペイン経済の抱える調整圧力に関して俯瞰してきた。

まず内的な調整圧力として、銀行部門の問題に関しては、貯蓄銀行改革の成果もあり最悪期であった 12 年頃に比べて改善しているが、依然デレバレッジの局面を脱してはおらず、経済成長を金融面から促すまでは至っていないと判断した（第 2 節）。また政府部門の問題については、財政は悪化こそ防がれているものの、政治不安の中で再建化に向けた動きが停滞していると評価した（第 3 節）。さらに労働部門の問題であるが、構造改革の効果は出たものの、若年層の失業問題などは依然深刻なままであると指摘した（第 4 節）。

もっとも、スペイン経済が高成長軌道に転じてからわずか 2 年程度であり、相応の積み残しがあること自体は自然である。新政権の成立もあり、17 年以降のスペイン経済はこうした課題の改善に本格的に取り組むことが期待される。とりわけ、政治不安の中で健全化が遅れている財政に関して、成長とのバランスを取りながらどの程度踏み込んだ改革を実行できるかが、スペイン経済の成長の持続可能性を規定する重要な要因になるだろう⁽¹⁴⁾。

反面でスペイン経済は、成長の牽引役を内需から外需にスイッチしたこともあり、対外的な調整圧力にも晒され易くなっている（第 5 節）。具体的には、英国の EU 離脱と中南米経済の変

調に伴う悪影響が懸念される。いずれもスペインの自助努力だけでは改善が見込み難い要因であるが、言い換えれば、こうした外的な調整圧力への耐性をつけるためにも、国内で積み残された課題を引き続き着実に改善することが望まれるところである。

付記 本小論は、筆者が 17 年 1 月にマドリードで実施したヒヤリング調査での情報に基づくものである。記して関係各位への謝意を示すとともに、在り得る誤りは全て筆者に属することを明記する。

《注》

- (1) 実質為替レートを低下させるために、緊縮策によって高失業・低物価を受け入れる政策。反して、金融緩和などで為替安誘導を行い、名目為替レートを減価させて実質為替レートを低下させることを外的減価と言う。南欧諸国やバルト諸国が固定相場制度維持のために、内的減価を敢行した。
- (2) なお新規貸出に関しては、家計部門が 14 年以降、企業部門向けが 15 年以降、それぞれ増加に転じている。ECB による低金利政策の強化や構造調整の進展などを受けて、銀行の与信態度が和らいだと判断される。
- (3) EBA の健全性検査の対象に選定されたのは BBVA、サバデル銀行、ボビュラール銀行、サンタンデール銀行、BFA Tenedora de Acciones、Criteria Caixa の 6 行である。うちボビュラール銀行に関しては不良債権処理が遅れており、経営不安が囁かれている。例えば 16 年 12 月 1 日付の『ウォールストリートジャーナル』誌によると、同行は 320 億ユーロ相当の不良債権を依然抱えており、この間経営を主導してきたロン会長の下で、同行の株価は同会長就任（04 年）以来 96% も下落したとされる（“Spain’s Struggling Banco Popular to Replace Chairman,” *The Wall Street Journal*, Dec. 1. 2016.）
- (4) 貯蓄銀行の経営問題に関しては拙稿（2011）に詳しい。また改革までの経緯や概要に関しては IMF（2012）が詳しい。
- (5) 実際に ESM から貸し出された資金は 413 億ユーロ（第一回が 12 年 12 月に 395 億ユーロ、第二回が 13 年 2 月に 18 億ユーロ）である（ESM, 2013, p. 4）。なおスペインへの金融支援に際して、IMF は直接資金を融資しておらず、アドバイザリーに徹した。
- (6) もっとも、この政治不安に伴い財政健全化が遅れて家計の所得環境が悪化しなかったことは個人消費の回復につながったという見解が、有識者へ

- のヒヤリング調査（17年1月実施）から良く聞かれた。
- (7) 与党国民党(PP)は16年6月の下院総選挙で、総数350議席のうち137議席と前回(15年12月)から14議席を積み増し、第一党の座を守った。一方で第二党である最大野党、社会労働者党(PSOE)は改選前から5議席を失う85議席となり、躍進が予想された極左政党連合のウニードス・ボデモスは改選前と同様の71議席を維持するにとどまった。
- (8) 雇用の調整弁を担う代わりに、若年層の所得は、非公式経済での就労で得る賃金や親世代による扶養によって支えられた。若年層の雇用・所得情勢に関する経緯は拙稿(2012)と同(2015)に詳しい。
- (9) 国王政令2012年3号(Real Decreto Ley 3/2012)による。なお労働市場改革の詳細はOECD(2014)を参照されたい。
- (10) Horwitz and Myant(2015)は、学生を含めた形で若年層の失業率を13年まで算出すると12年の労働改革後もその水準は上昇していると指摘している。ただ筆者の産出によれば、Ibidの定義に即した若年層の修正失業率(労働力人口と非労働力人口に占める失業者の割合)は14年以降低下していることが確認された。もっともIbidが指摘するように、他の欧州諸国との比較に基づけば若年層の失業率は圧倒的に高く、中長期的な経済の成長や社会の安定の観点から見て、改善が急務な問題であることは間違いない。筆者が実施した現地のエコノミストに対するヒヤリングからも、同様の見解が聞かれた。
- (11) また英国人による別荘(セカンドハウス)需要や老後の住宅需要も旺盛であったが、ポンド安によりその減少が懸念される。
- (12) スペインの自動車部品輸出の約1割を英国向けが占めると指摘されている(伊藤、2016、p.72)。英国の対EU貿易はユーロ決済が主であるとみられるため、ポンド安の影響はスペインからの対英輸出に軽視できない影響を与えると予想される。
- (13) サンタンデールは04年に住宅金融組合であるアビー・ナショナル銀行を買収した後、08年にアライアンス&レスター銀行を、10年にプラッドフォード&ビングレー銀行を立て続けに買収して、サンタンデールUKとして英国での地位を確立した。その経緯から、家計向け金融業務を専門としている。
- (14) 例えば財務省は歳入増を目的に、17年より①法人税課税の強化、②嗜好品(酒、煙草、清涼飲料水)に対する課税強化、③環境税の引き上げ、④付加価値税(VAT)の即時決済システムの導入、⑤脱税取り締まりの強化を実施すると掲げて

いる。これらの取り組みにより、政府は75億ユーロの增收目標としている(Tesoro Público, 2017. p.34)

参考文献

- ・伊藤裕規子(2016)「エリアリポート・スペイン-自動車部品大手の対日関心」『ジェトロセンサー』2016年11月号、pp.72-73.
- ・土田陽介(2011)「スペインにおける不動産バブルの崩壊と貯蓄銀行」『上智ヨーロッパ研究』第3巻、pp.93-109.
- ・土田陽介(2012)「スペインにおける金融・財政危機と失業問題」『世界経済評論』2012年11/12月号、pp.54-60.
- ・土田陽介(2015)「再び成長軌道に乗ったスペイン経済—その背景にある労働調整に注目して」『国際金融』1270号、pp.54-61.
- ・EC [European Commission]. (2012) "The Financial Sector Adjustment Programme for Spain," *European Economy Occasional Papers 118* (October 2012).
- ・ESM [European Stability Mechanism]. (2013) *Conclusion of ESM Financial Assistance Programme for Spain: An Overview*.
- ・FROB [Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria]. (2014) *Presentación Para Inversores*, Diciembre 2014.
- ・Horwitz, Laszlo and Martin Myant. (2015) "Spain's Labour Market Reforms: The Road to Employment or to Unemployment," *European Trade Union Institute Working Paper* (March 2015).
- ・IMF [International Monetary Fund]. (2012) "Spain: The Reform of Spanish Savings Banks Technical Notes," *IMF Country Report*, No. 12/141
- ・Jaumotte, Florence. (2011) "The Spanish Labor Market in a Cross-Country Perspective," *IMF Working Paper*, WP/11/11.
- ・OECD [Organisation of Economic Coordination and Development]. (2014) *The 2012 Labour Market Reform in Spain-A Preliminary Assessment*.
- ・Tesoro Público. (2017) *Funding Programme for 2017 & Economic Policy*, January 2017.