

情勢判断

海外経済金融

ギリシャの政局混迷の陰で高まるスペインのリスク

～ 強い政治面での指導力発揮の必要性 ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では、スペインにかかるリスクが徐々に高まっている。自治州での財政改革等の遅延、銀行の財務悪化、経済の停滞による問題の深刻化のリスクに対し、強い政治面での指導力のもと、実効性のある対策の具体化と着実な実行が強く求められている。

はじめに：スペインが抱える3点のリスク

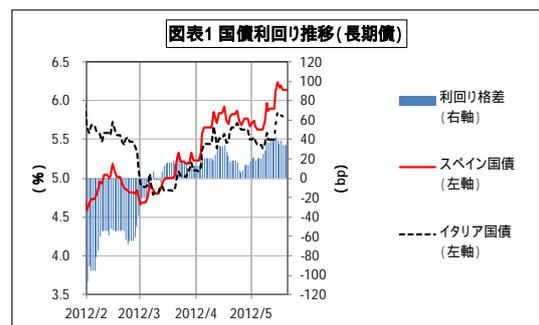
ユーロ圏では、5月6日のギリシャの総選挙後の政局混迷に伴う影響とともに、スペインを取り巻くリスクにも注意が必要となっている。

3月2日、ラホイ首相は、財政赤字の2012年目標値について、欧州連合（EU）との事前調整を経ないまま一方的に緩和を発表した。これを契機に同国での改革推進の困難さが改めて認識され、スペイン国債の利回りは上昇を始め、イタリア国債との利回りも逆転した（図表1）。

スペインはユーロ圏においてGDPが第4位の経済大国であり、仮に国際的な金融支援が必要となった場合には、その影響の程度はこれまでのギリシャ等とは比較にならないほど大きなものとなる。また、市場は同時にGDP第3位のイタリアへの問題波及も織り込みに動くと思われるため、甚だしい市場波乱を招く可能性が高い。

本稿では、スペインにかかる主要なリスク要因である次の3点について、特に影響が大きく着実な対策が必要と考えられる2.を中心に検証することとする。

1. 自治州での財政改革等の遅延
2. 銀行の財務悪化
3. 経済の停滞による問題の深刻化



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

1. 自治州での財政改革等の遅延

スペインでは、1975年のフランコ将軍死去後の民主化の過程で、1978年憲法により自治州制度が導入された。これによりスペインは17の自治州から構成されることとなったが、自治州には広範な権限が与えられているため中央政府による財政等の改革方針への抵抗が強く、改革推進上の困難な障害となっている。

最近でも、4月11日、ラホイ首相は、2013年には財政赤字をGDP比3%以内に抑えるため、教育や医療分野で100億ユーロの追加歳出削減策を発表した。これに対し自治州は、教育や医療は自らが権限を有する分野であるとし、中央政府の干渉に強く抵抗する姿勢を見せている。

4月16日には、同首相は自治州の取組みが不十分な場合は中央政府による関与を強めると発言したが、実効性のある対応がなされるかどうか注目されている。

2. 銀行の財務悪化

スペインでは、既にサパテロ前政権下で貯蓄銀行（caja、カハ）の整理統合を強力に進めるなど、銀行対策には一応の成果を収めている。しかしながら、不動産価格の適切な反映による銀行財務の一段の悪化の可能性が否定できず、それに伴う銀行支援を通じた政府の財政悪化が懸念される。また、そうした事態に至った場合には、国債価格の下落を通じ銀行財務が悪化し、これがまた政府の財政悪化を招く悪循環に陥る可能性も大きい。

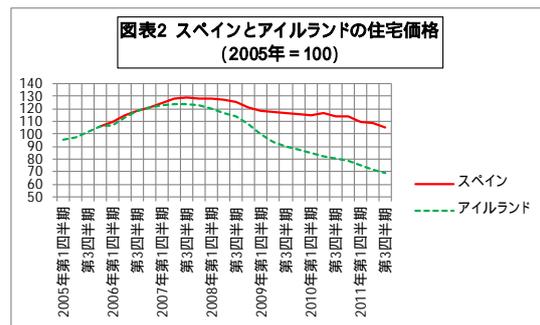
(1) 不動産価格の下落と銀行財務の悪化

スペインでは、同様に不動産バブルを経験したアイルランドとの比較感からすれば、不動産価格の調整は十分に進んでいるとは言えない（図表2）。一方、家計に対する与信を示す図表3ではバブル崩壊後も住宅関連与信残高が高止まりを続けていることがわかるが、不動産価格低下に連れ不良債権比率は既に8%台にも達しており（図表4）、スペインの銀行は、今後、不良債権の整理をより強力に進めることが迫られることになると思われる。

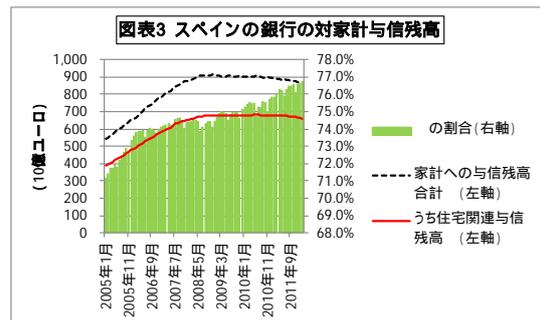
その際、担保処分の活発化により不動産の流動化が進むことを通じ不動産価格の低下が加速することで、銀行財務が一層圧迫される可能性が否定できない。

(2) 国債価格の下落と銀行財務の悪化

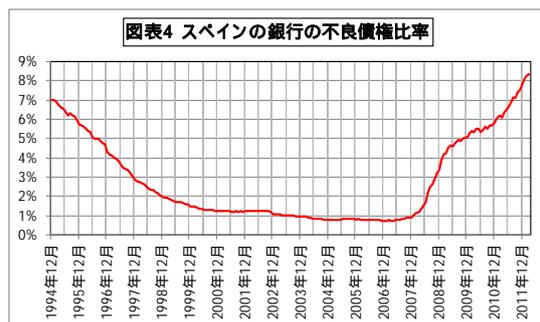
スペインの銀行は、図表5のとおり、欧州中央銀行（ECB）による2回にわたる合計約1兆ユーロに上る資金供給を通じ、中央銀行からの借入を急増させている。一方、ECBによるユーロ圏の銀行全体を対象としたデータによれば、借入増加後一旦は中央銀行への預金として滞留した資金が徐々に国債購入（図表6の「対政府与信」）に向かいつつある動きを読み取る



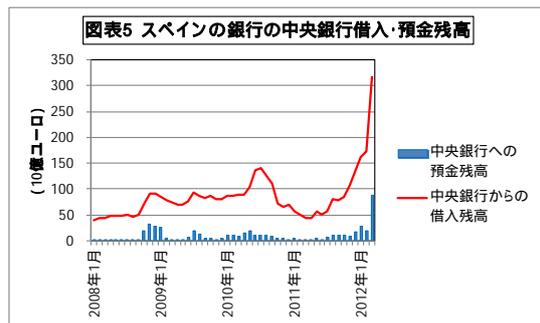
（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。



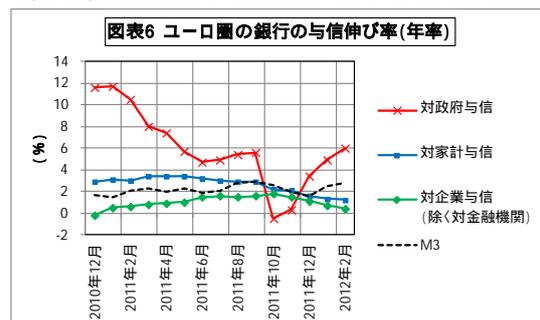
（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。



（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。



（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。



（資料）ECB のデータから農中総研作成。

ことができる。この点については、スペインの銀行についても、同様の動きとなっている。

具体的なデータを確認すると、まず、ECBおよびユーロ圏の各国中央銀行により四半期ごとに実施される“Bank Lending Survey”（注1）では、スペインにおける家計や企業からの新たな資金需要（需資）は低迷している（図表7）。また、銀行としては、資金調達時の担保として国債を保有するニーズが高い。この結果、図表8のとおり、スペインの銀行の対企業および対家計与信の伸び率は低迷が続いているのに対し、「対政府与信」（国債購入）の伸び率は大幅なプラスで推移している。

一方で、海外投資家の動きを見ると、図表9のとおり、最近ではそのスペイン国債の保有割合は急速に低下している。

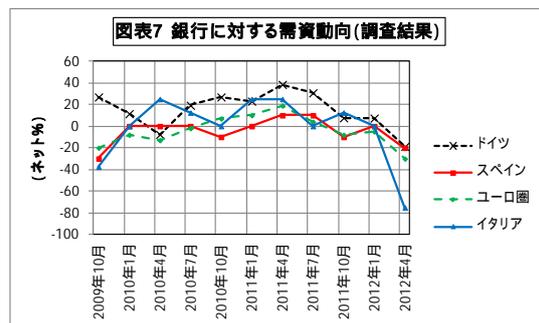
以上の結果、スペインでは、自国の銀行への国債保有の集中が急速に進みつつあるものと考えられる。

こうした動きはこれまでにギリシャ等においても見られたものであるが、国債の価格変動リスクと自国の銀行の財務悪化リスクの一体化が進むことで、国債価格の下落が銀行財務を悪化させ、これがまた政府の財政悪化を招く悪循環に陥るリスクを高めることとなっている。

3. 経済の停滞による問題の深刻化

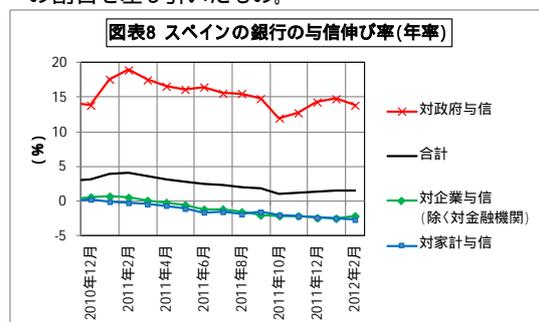
加えて、スペイン経済の停滞が以上の情勢を更に悪化させる可能性がある。

例えば、国際通貨基金（IMF）は、4月に発表した経済見通し（“World Economic Outlook”）で、2012年の実質GDP成長率予想を前年比1.8%とするなど、今後の成長率見通しを大幅に下方修正している（図表10）。また、ユーロ圏で最も高い水準となっている失業率も2012年3月の実



（資料）ECB および各国中央銀行の“Bank Lending Survey”のデータから農中総研作成。

（注）直前の3ヶ月間において需資が増加したと回答した銀行の割合から、同減少したと回答した銀行の割合を差し引いたもの。



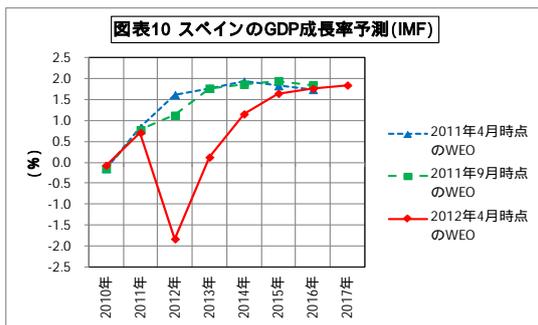
（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。



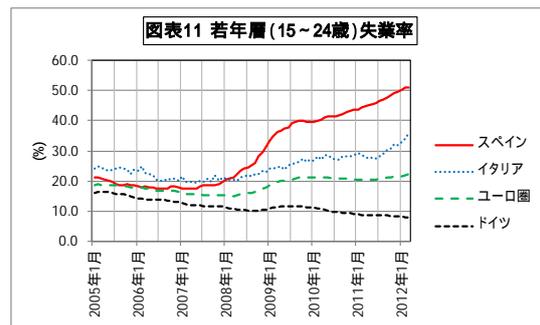
（資料）スペイン銀行のデータから農中総研作成。

績では24.1%にまで上昇し、中でも若年層の失業率は51.1%にも達している（図表11）。しかも、2011年のGDP比財政赤字8.9%を2012年には5.3%へ大幅に削減するとするEUとの合意が、経済成長には大きな重荷となるものと考えられる。

こうしたなか、スペインでは経済の停滞が政府の財政等の改革を滞らせるとともに銀行の財務改善を一層困難とし、また、銀行問題の長期化が経済の更なる停滞をもたらす悪循環に陥るリスクが大きい。



(資料)IMF “World Economic Outlook”(WEO)のデータから農中総研作成。



(資料)Eurostat のデータから農中総研作成。

図表12 スペインの競争力評価(順位)

	総合	評価事項(例)					
		高等教育・訓練	労働市場の効率性	インフラ	技術力	革新力	政府規制
ドイツ	6	7	64	2	14	7	88
アイルランド	29	22	17	29	17	23	59
スペイン	36	32	119	12	28	39	110
イタリア	43	41	123	32	42	43	140
ポルトガル	45	35	122	23	19	32	128
ギリシャ	90	46	126	45	47	88	133

(資料)World Economic Forum (2011/9) “The Global Competitiveness Report 2011-2012”から農中総研作成。

(注)評価対象国 142ヶ国中の、高い評価国順の順位を示す。

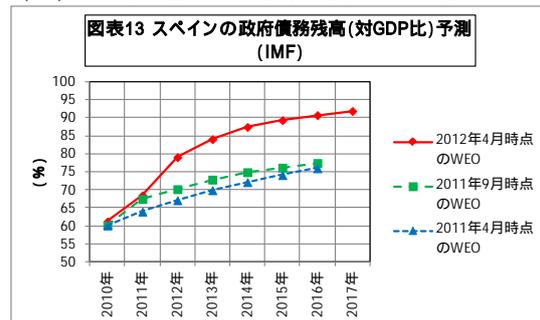
おわりに:強い政治的指導力の必要性

IMFは4月に、スペインの銀行部門の暫定的な評価結果(注2)を公表し、その中で、不動産バブル崩壊の過程で生じた不良債権処理を厳格に進めることを含め、銀行対策を強化することの重要性を指摘した。

それまでは銀行に対する追加支援の必要性を否定してきたラホイ政権であるが、急遽5月9日には大手銀行であるバンクアへの公的資金注入を発表し、また11日には引当金積み増しを柱とする銀行部門の総合対策を決定した。

しかしながら、市場は同対策の内容を十分なものとは評価しておらず、財政赤字目標等の突然の見直しの経緯もあり、2011年12月に成立したラホイ政権の政治的な指導力や市場との対話能力について疑念の目を向け始めている。他にも、2012年予算案の提出を3月25日のアンダルシア州の地方選挙後まで意図的に遅らせたことの不手際も指摘されている。地方選挙に勝利した後に緊縮予算を成立させる思惑に反し同選挙では野党に敗北を喫したばかりか、予算案の内容自体についても、失業率が高い中で法人税の追加引上げ、研究開発関連予算の大幅削減、利用率の低い高速鉄道への予算配布等、その妥当性を疑う声が上がっている。

スペインでは、労働市場の効率性や政



(資料)IMF “World Economic Outlook”(WEO)のデータから農中総研作成。

府規制の面で改革の余地は大きい(図表12)。また、その財政について、IMFは継続的に見通しを悪化させている(図表13)。

このため、今こそ強い政治面での指導力のもと、首尾一貫した実効性のある対策の具体化と、その着実な実行により、市場の信頼感を回復することが強く求められている。(2012年5月23日現在)

(注1)4月25日に公表された直近のサーベイでは、ユーロ圏で合計131行を対象とし、2012年3月23日から4月5日の間実施された。

(注2) IMF (2012/4/25) “Spain: Financial Sector Assessment, Preliminary Conclusions by the Staff of the International Monetary Fund”を参照されたい。