

## 金融危機以降のカタルーニャ自治州の財政悪化と今後の注目点<sup>1</sup>

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. カタルーニャ自治州で独立の機運が高まっている。その背景の1つである、2000年代後半の世界的な金融危機以降の同州の財政悪化の要因を分析した。
2. カタルーニャ自治州は、金融危機に伴う税收減や財政健全化への取組みの遅延といった問題に加え、自治州の財政調整の仕組みにおける取扱いといった制度面による影響を背景として、他の自治州より財政悪化が大きく進んだ。
3. カタルーニャ自治州の独立が実現するか否かについて、スペインの法制度に鑑みると、困難な可能性が高いとみられるが、財政の観点からも、独立には厳しい財政状況からの脱却が必須条件となろう。特に、新たな歳入確保・歳出削減策の導入や適正な債務管理等が求められる。一方、カタルーニャ自治州の独立が実現しなくても、定期的な国と自治州の財源配分や財政調整制度の見直しが地方財政全体の安定性の維持には重要と考えられる。

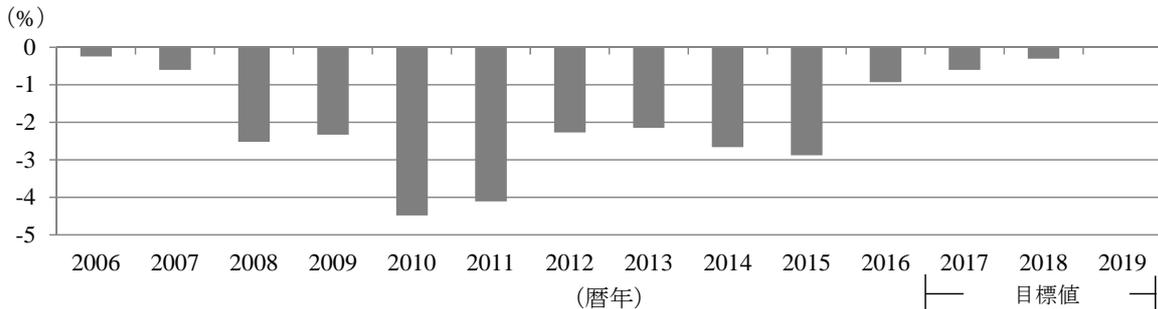
## I. カタルーニャ自治州の財政悪化の要因

スペイン王国（スペイン）のカタルーニャ自治州では2017年10月1日、スペインからの独立を問う3回目の住民投票が行われ、約89%が独立を支持（投票率＝約42%）との結果となった。これを受けて、同月10日には、カタルーニャ自治州のカルラス・プッチダモン首相が住民投票の結果、独立国家になる権利を得たと述べたものの、スペイン政府との交渉も視野に、今後数週間、独立を延期する旨を発表した。一方、スペイン政府は、違法な住民投票は認められないとのスタンスを示している。

カタルーニャ自治州で独立の機運が高まった背景の1つには、同州の財政悪化があるとみられる（図表1参照）。本稿では、政治的要因に加え、2000年代後半の世界的な金融危機以降のカタルーニャ自治州の財政悪化の要因を分析した上で、今後の注目点を論考する。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2017年10月20日時点の事実に基づいている。

図表1 カタルーニャ自治州の財政収支（対GDP比）の推移



(注) 2016年までは決算ベース。2017～2019年の数値は、財政金融政策評議会（CPFF）による目標値（2016年12月設定）。

(出所) Government of Catalunya, *Investor Presentation*, May 2017, p.13.

([http://economia.gencat.cat/web/.content/70\\_relacio\\_inversors/arxius/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf](http://economia.gencat.cat/web/.content/70_relacio_inversors/arxius/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf))

## 1. スペイン経済の中心地となっているカタルーニャ自治州

欧州南西部に位置するスペインは、イベリア半島の大部分を領有する議会君主制の国家である。欧州連合（EU）加盟国として、フランスに次いで2番目に大きい領土を有し、人口及び経済規模で第5位の主要国となっている。スペインの地方行政区分は、17自治州、50県、8,125市町村となっている。

スペイン北東部に位置するカタルーニャ自治州は、面積はスペイン全土の約6%（32,090平方キロメートル）だが、全自治州内第2位の人口（約752万人、スペイン全体の約16%）を抱え、州内総生産（GDP、2016年）は、全自治州内第1位の約2,119億ユーロ（スペイン全体の約19%）とポルトガルやフィンランド一国を上回る水準となっている。同州は、製薬産業、化学産業、自動車産業、食品産業、エレクトロニクスなどの製造業に加え、商業、貿易、観光、不動産等のサービス産業も集積するなど、十分に分散化された産業構造を有し、スペインにおける代表的な経済圏の1つとなっている。

## 2. 中央政府とカタルーニャ自治州の政治的緊張の高まり

スペインでは、フランコ独裁体制が終わった後、1978年に現行スペイン憲法が制定され、カタルーニャ自治州を含めて、17の自治州（Comunidades Autónomas）が誕生した。同憲法では、カタルーニャ、バスク、ガリシアの3つの自治州については、独自の言語や文化を有し、第二共和政期（1931～1939年）に自治憲章を住民投票で承認した経験があるとして、「歴史的自治州」と位置付け、他の自治州と比べてより多くの権限を有することとされた。

カタルーニャやバスク以外の自治州は、1990年代頃から自治憲章の改正を通じて、自治権を拡大させてきた。カタルーニャ自治州でも、2000年代に入って、民族としての独立性を強調し、自治権の一層の拡大等を視野に入れた自治憲章改正の動きが本格化する。州議会が2005年に採択した自治憲章改正案では、同州を「ネーション（カタルーニャ語でナシオー）」と定義し、行政面でのカタルーニャ語の使用を優先すること等が謳われた。ただし、

改正案は、国会審議において文言が大幅に修正され、「ネーション」という言葉は法的有効性を持たない前文に移動された形で、2006年6月に可決し、その後住民投票で承認された。

しかしながら、国民党政権は、カタルーニャ自治州の新自治憲章をマドリードの憲法裁判所に提訴し、裁判所も2010年6月に違憲との判決を下した。カタルーニャ自治州では、譲歩を重ねて制定された新自治憲章が違憲とされたことを背景に、州都バルセロナを中心に、大規模なデモが生じたが、中央政府は違憲判決を尊重し続けた。そのような中、後述の経済・財政悪化も相まって、カタルーニャ自治州において独立に向かう機運が高まり、2009年9月～2011年4月にかけて独立を問う初の住民投票が実施され、約95%が独立を支持（投票率は約27%）との結果となった。また、2010年11月に実施されたカタルーニャ自治州議会選挙では、地域ナショナリズムを掲げる政党が議席を伸ばし、独立に向けた動きが加速する。

同州政府は2014年11月、2度目の住民投票を実施し、約81%が独立を支持（投票率は約37%）、との結果を得た。2015年9月に実施された州議会選挙では、独立賛成派が議席数の過半数を占めた。さらに、カタルーニャ自治州議会は2015年11月、スペインからの独立に向けたプロセスを開始する決議を採択し、2016年1月には分離独立方針を前面に押し出すプッチダモン氏が州首相に選出された。

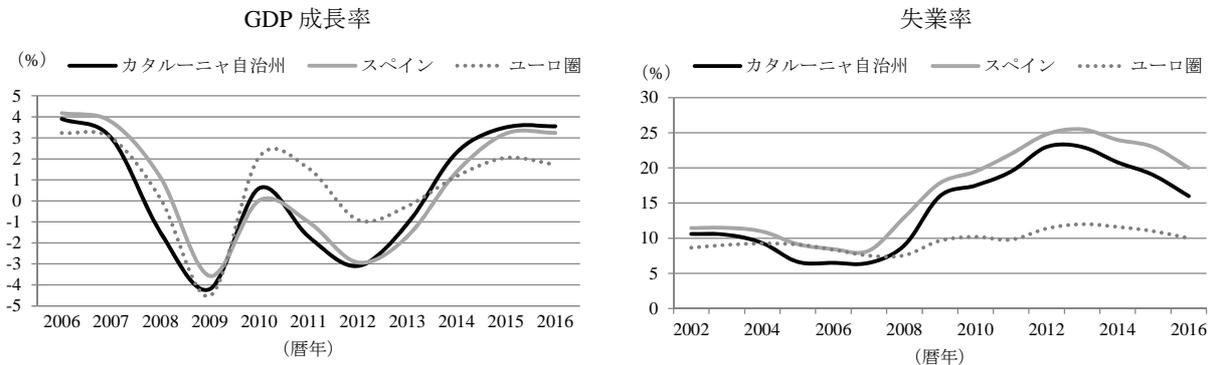
その後、州議会は2017年9月、2017年10月1日に3度目の住民投票を実施するための法案を可決した。同法では、投票結果に法的拘束力を認め、賛成が過半数となった場合、48時間以内に独立を宣言することが示された。

スペインの中央政府では、同州の住民投票について、国の重要事項については国民全体の投票を行うとの憲法の規定に反するとして、憲法裁判所に訴え、裁判所も投票の差し止めを命じた。中央政府は投票用紙の没収などの強硬措置を採ったものの、州政府は3度目の住民投票を実現させた。

### 3. 金融危機を契機とした地域経済・地方財政の悪化

スペインでは、2002年のユーロ導入以降、欧州中央銀行（ECB）による低金利政策を背景に、旺盛な住宅投資や海外からの直接投資の増加があり、不動産価格が大きく伸びた。しかし、2007年の米国のサブプライムローン問題を契機として、世界的な金融危機に波及すると、スペインでも住宅バブルが崩壊し、消費や投資が冷えこむ中で、経済状況が悪化し、失業率も大幅に上昇した（図表2参照）。

図表2 カタルーニャ自治州等における GDP 成長率及び失業率の推移



(出所) Government of Catalunya, *Investor Presentation*, May 2017, pp.5-11、より野村資本市場研究所作成  
[http://economia.gencat.cat/web/.content/70\\_relacio\\_inversors/arxiu/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf](http://economia.gencat.cat/web/.content/70_relacio_inversors/arxiu/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf)

財政の観点からも、中央政府では、2008年から財政赤字を抱えるようになり、2010年頃には欧州周辺国を中心としたソブリン危機に発展する。さらに、スペインでは、銀行セクターの不良債権問題等を契機として、2012年には、国債の利回りが急騰した。

スペインの地方財政も同時期、税収落ち込み等に伴い、借入額が大幅に伸び、債務残高も膨らんでいった(図表3参照)。スペインの地方公共団体は、銀行借入が資金調達手段の中心となっているが、金融機関が世界的な金融危機以降の規制強化の流れの中、政府部門への貸出を大幅に縮小した上、資本市場における調達も困難となり、資金調達コストが悪化し、流動性が悪化していった。そのような中、バレンシア自治州が2011年12月、個人向けの自治州債の発行が困難になった。さらに、17自治州が公表した2012年予算案によると、2012年内に約360億ユーロにも上る債務の借換ニーズが発生する見込みとなり、中央政府が地方政府の債務問題への対処に取り組み始めることとなった<sup>2</sup>。

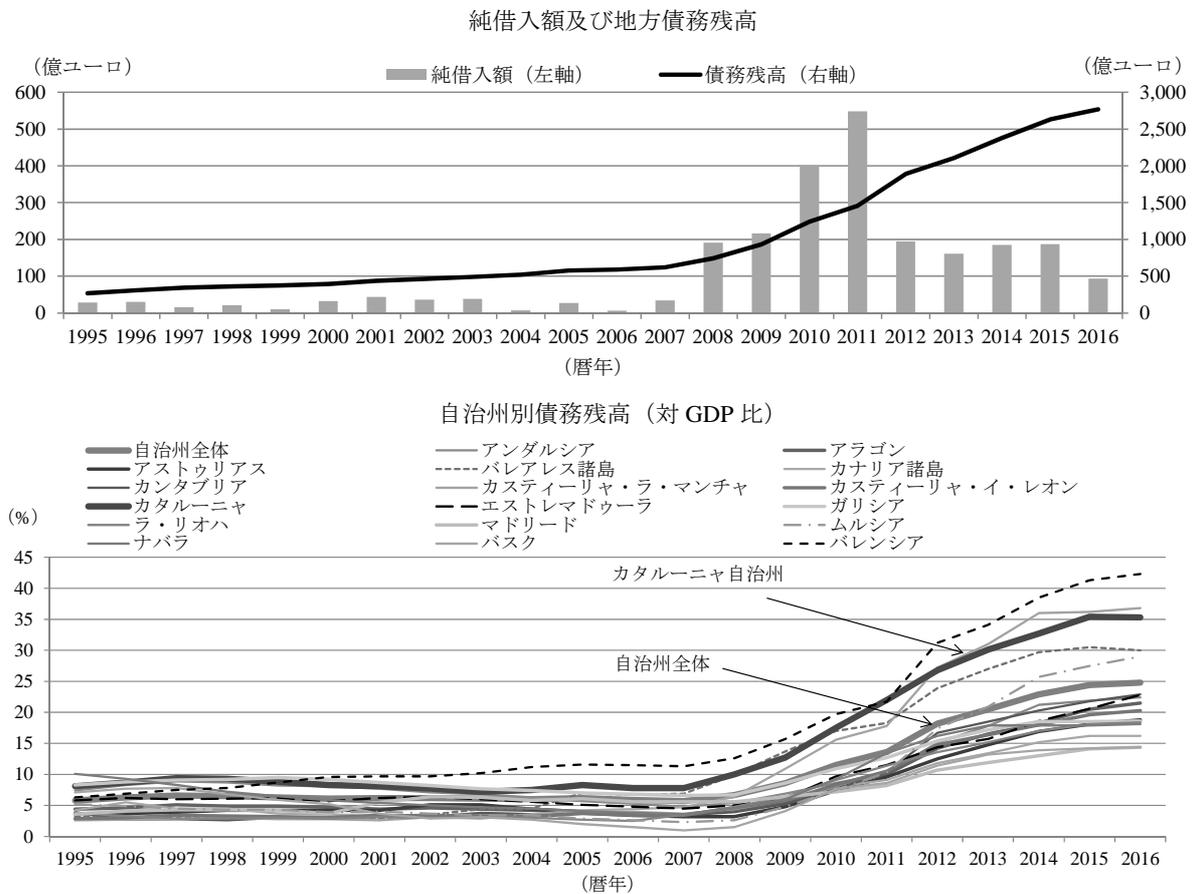
中央政府は2012年7月、自治州向けに低利融資を実行すべく、180億ユーロの流動性基金を設定することを決定した。これを受けて、バレンシア自治州、ムルシア自治州が同基金に支援を求める意向を表明したほか、カタルーニャ自治州も同年8月、同基金に約50.2億ユーロの財政支援を要請する旨を明らかにした。カタルーニャ自治州は、公務員給与の削減やインフラ投資の凍結といった歳出削減策を導入したものの、資金繰りが悪化し、病院や学校、介護施設など基礎的な公共サービスの支払いにも苦慮している中で、数ヵ月先に相当額の債務償還を控えている状況だった<sup>3</sup>。そして、同年10月までにカタルーニャ自治州を含めて8自治州が支援要請を表明し、8州合計で約170億ユーロに到達する見込みとなった<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 「スペイン、地方債務問題への対処方法めぐり政府首脳の見解が対立＝関係筋」『ロイター』2012年5月24日。

<sup>3</sup> 「スペイン・カタルーニャ州、中央政府に50億ユーロの支援要請へ」『ダウ・ジョーンズ債券・為替情報』2012年8月29日。

<sup>4</sup> 「スペイン緊縮策、綱渡り続く 地方選で与党1勝1負」『日本経済新聞』2012年10月23日。

図表3 スペインの地方債務残高等の推移



（注）債務残高は、欧州連合（EU）の過剰財政赤字手続（EDP）に基づく数値。

（出所）Banco de España, *Statistical Bulletin*, より野村資本市場研究所作成

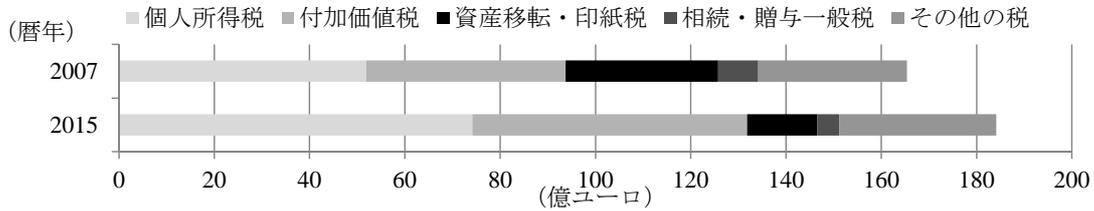
<https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/bolest.html>

その後、スペイン地方財政は、中央政府の流動性基金等の流動性支援策を通じた資金繰りの改善、景気回復、各自治州による財政健全化努力等により、全般的に回復基調となったものの、債務残高の増加傾向は依然として続いている。特に、カタルーニャ自治州については、全自治州の中でも債務残高（対 GDP 比）の増加ペースが早く、高水準に達している（図表3下参照）。

これは、(1) 金融危機前の2007年には税収全体の約2割を占めていた、資産移転・印紙税（不動産譲渡、動産譲渡及び行政上許可等に課税）が、金融危機後の2015年には税収全体の約8%と大幅に落ち込んだこと、(2) 同州は大規模な公的部門を抱えているため、歳出削減に本格的に取り組み始めたのが2010年と、例えばマドリード自治州よりも2年ほど遅れたこと、(3) 自治州の財政調整制度の影響、等が背景とみられる<sup>5</sup>（図表1及び図表4参照）。

<sup>5</sup> Moody's, *Madrid and Catalunya: Peer Comparison*, October 27 2014.

図表4 カタルーニャ自治州の税収構造の推移



(注) 決算ベース。

(出所) Generalitat of Catalonia, Annual Financial Report 各年、より野村資本市場研究所作成

[http://economia.gencat.cat/web/.content/70\\_relacio\\_inversors/arxiu/annualfinancialreport2008angles.pdf](http://economia.gencat.cat/web/.content/70_relacio_inversors/arxiu/annualfinancialreport2008angles.pdf);[http://economia.gencat.cat/web/.content/70\\_relacio\\_inversors/arxiu/Annual\\_Financial\\_Report\\_2015.pdf](http://economia.gencat.cat/web/.content/70_relacio_inversors/arxiu/Annual_Financial_Report_2015.pdf)

3点目の財政調整制度とは、現在はバスク自治州とナバラ自治州以外を対象とした仕組みで、2009年から施行されている。同制度では、国から自治州に移転される垂直的財政調整に加え、自治州間で財政調整を行う水平的財政調整が併存している(図表5及び図表6参照)。

図表5 スペインの自治州における財政調整制度の適用状況(2015年)

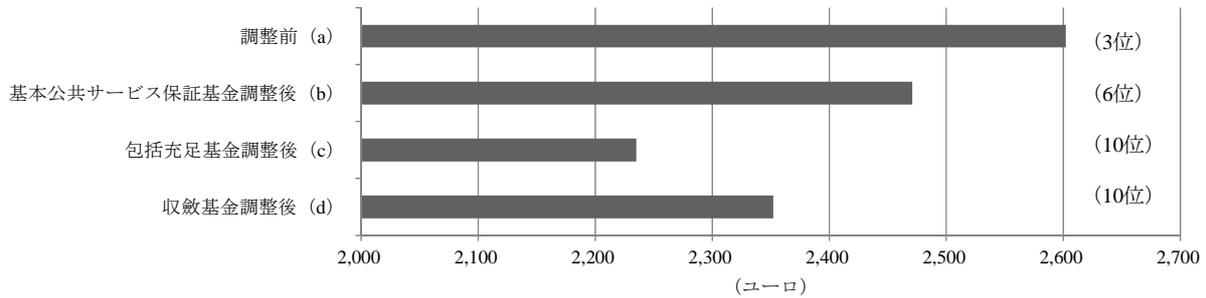
項目	調整前課税力 (①)				② 基本公共サービス保証基金	③ 包括充足基金	収斂資金 (④)		調整後課税力 (⑤)			
	(億ユーロ)	1人当たり(ユーロ)	指標	順位			協力資金	競争資金	(億ユーロ)	1人当たり(ユーロ)	指標	順位
アンダルシア	143.39	1,707	77.8	13	43.07	-3.80	4.74	0.33	187.73	2,235	93.6	12
アラゴン	32.90	2,497	113.8	4	1.15	1.76	0.97	0	36.78	2,791	116.9	4
アストゥリアス	23.85	2,268	103.4	6	2.49	0.99	0.92	0	28.24	2,686	112.5	6
バレアレス諸島	29.49	2,670	121.7	2	-1.97	-7.84	0	6.34	26.02	2,356	98.7	9
カナリア諸島	18.94	902	41.1	15	25.05	-2.16	1.87	2.20	45.91	2,186	91.6	15
カンタブリア	14.20	2,427	110.6	5	0.21	3.29	0.50	0	18.20	3,111	130.3	1
カスティーリャ・ラ・マンチャ	37.17	1,805	82.3	11	11.64	0.68	1.92	0	51.41	2,497	104.6	8
カスティーリャ・イ・レオン	53.57	2,167	98.8	8	9.04	4.02	2.07	0	68.70	2,779	116.4	5
カタルーニャ	195.33	2,602	118.6	3	-9.78	-17.73	0	8.73	176.56	2,352	98.5	10
エストレマドゥーラ	17.65	1,615	73.6	14	7.89	4.18	1.08	0	30.80	2,818	118.0	3
ガリシア	54.11	1,980	90.3	10	13.32	2.49	2.37	0	72.30	2,646	110.8	7
ラ・リオハ	7.18	2,263	103.2	7	0.63	1.27	0.24	0	9.31	2,936	123.0	2
マドリード	198.62	3,086	140.6	1	-34.29	-18.17	0	1.33	147.48	2,291	96.0	11
ムルシア	26.45	1,803	82.2	12	6.59	-2.08	0.76	0.85	32.57	2,220	93.0	13
バレンシア	104.32	2,094	95.5	9	10.64	-17.07	4.35	7.25	109.49	2,198	92.1	14
合計	957.17	2,194	100.0	-	85.70	-50.16	21.78	27.02	1,041.50	2,387	100.0	-

(注) 指標は、17自治州平均を100とした場合の数値。合計の欄の1人当たり(ユーロ)の数値は平均値。

(出所) Public Diplomacy Council of Catalonia, *Fiscal Deficit and Current Finance System of the Spanish Autonomous Communities*, 26 September 2016、より野村資本市場研究所作成

<http://www.diplocat.cat/files/docs/170926-E03EN-FiscalDeficit.pdf>

図表 6 カタルーニャ自治州の財政調整による人口 1 人当たり課税力への影響 (2015 年)



(注) カッコ内は、17 自治州内の順位。

(出所) Public Diplomacy Council of Catalonia, *Fiscal Deficit and Current Finance System of the Spanish Autonomous Communities*, 26 September 2016、より野村資本市場研究所作成  
(<http://www.diplocat.cat/files/docs/170926-E03EN-FiscalDeficit.pdf>)

第 1 段階では、各自治州の税収から課税力を算出する。自治州の税収には、(1) 国から移譲される租税 (相続・贈与税、資産移転・印紙税、賭博手数料、個人所得税 [自治州分 = 50%]、付加価値税 [同] 及び物品税 [同 = 58%] 等)、(2) 自治州固有の税 (銀行預金課税、環境関連税等)、(3) 使用料・手数料等がある<sup>6</sup>。中央政府から自治州への財源移転の算定に当たっては、国から移譲される租税の実額のみならず、自治州独自の税制や税控除措置等も考慮して、各自治州の課税力が算出される (図表 5 ①)。2015 年の場合、カタルーニャ自治州の課税力は 195.33 億ユーロ、人口 1 人当たり課税力は 2,602 ユーロ (17 自治州中 3 位) と高水準となっており、自治州平均を 18.6% も上回っている (図表 5 ①及び図表 6 (a) 参照)。

第 2 段階では、課税力をもとに、基本公共サービス (医療、教育、社会福祉等) の財政需要額が人口を中心とした変数により算定され、自治州の課税力を超える場合、基本公共サービス保証基金から資金が配分され、課税力に満たない場合、自治州が同基金に資金を拠出する (図表 5 ②)。同基金の財源は、水平基金 (各自治州の税収の 75%) 及び垂直基金 (中央政府から中央政府の税収の伸びを勘案して追加資金を拠出) で構成されている。この時点で、カタルーニャ自治州は、調整前課税力から 9.78 億ユーロ差し引かれ、1 人当たり課税力は 2,471 ユーロ (17 自治州中 6 位) とやや減少するものの、自治州平均を 3.4% 上回っている (図表 6 (b))。

第 3 段階では、2008 年までの財政調整制度時の財源の保障及び人口増加等の要素を勘案した調整を、包括充足基金を通じて行う (図表 5 ③)。この調整を通じて、カタルーニャ自治州は、さらに 17.73 億ユーロ差し引かれ、1 人当たり課税力は、2,235 ユーロ (17 自治州中 10 位) にまで減少し、自治州平均を 1.8% 下回る状況に転じている (図表 6 (c))。

そして、第 4 段階では、収斂基金を通じた調整が行われる (図表 5 ④)。収斂基金は、(1) 協力基金 (1 人当たり GDP がスペイン平均の 9 割未満等の自治州が受領)、(2) 競争基金

<sup>6</sup> スペインの場合、租税の概念の中で、日本でいうところの手数料・使用料が含まれる。

(課税力〔基本公共サービス保証基金及びローバル化充足基金反映後〕が平均未満若しくは財政需要未満の自治州が受領)、で構成されている。包括充足基金及び収斂基金の財源は、中央政府が拠出する形となっている。カタルーニャ自治州は、収斂基金で 8.73 億ユーロ受領し、1 人当たり課税力は 2,352 ユーロとやや回復するものの、17 自治州中 10 位は変わらず、自治州平均を 1.5% 下回る結果となっている (図表 5 ⑤及び図表 6 (d) 参照)。

すなわち、カタルーニャ自治州は、元々は比較的恵まれた税収基盤を有するものの、財政調整制度 (特に、基本公共サービス保証基金及び包括充足基金) を通じて、自治州平均を下回る課税力となり、財政面ではマイナスの影響が及ぶ結果となった。カタルーニャ自治州は、(1) 調整前課税力が自治州平均未満の 4 つの自治州の課税力は、調整の結果、平均を超過する結果となっている、(2) 調整前課税力が同水準でも調整後に全く異なる水準になっているケースが散見される、等の財政調整制度の問題点を指摘している<sup>7</sup>。

なお、カタルーニャ自治州では 2012 年、当時の州政府首相 (アルトゥール・マス氏) がスペイン首相のマリアノ・ラホイ・ブレイ氏との間で、同州にバスク自治州やナバラ自治州で適用されているような自主徴税権と支出の決定権を与えるように交渉したものの、実現していない。バスク自治州及びナバラ自治州は、国との経済協約並びに経済協定の下、独自の税制度を維持、設定、規制する権限を有している<sup>8</sup>。徴税権は、バスク自治州の場合は傘下の特権県 (アラバ、ギプスコア及びビスカヤ)、ナバラ自治州の場合は自治州が有し、税収の一部が防衛等の国が担っている業務に対する分担金として国に支払われる。すなわち、2 つの自治州については、中央政府が徴税権を有し、徴収した税の一部を各自治州に配分するといったカタルーニャ自治州等の自治州とは、正反対の資金の流れとなっている。

バスク自治州の場合、3 つの特権県が徴収した税金から正味分担金を差し引いた残額については、7 割がバスク自治州の財源、残りの 3 割が各県の財源 (うち半分は市町村に財源移転) となっている<sup>9</sup>。バスク自治州については、2017 年については税収が約 130 億ユーロに上り、分担金は約 8 億ユーロとなっている<sup>10</sup>。なお、スペイン科学研究高等会議 (CSIC) は 2014 年、カタルーニャ自治州に 2 つの自治州と同様の仕組みを適用した場合、スペイン国家にとって約 160 億ユーロの損失になるとの推計結果を公表している<sup>11</sup>。

## II. 今後の注目点

金融市場では、2017 年 10 月 1 日の住民投票の結果を受けて、カタルーニャ自治州の債券の利回りに上昇傾向が観察された (図表 7 参照)。また、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2017 年 10 月 4 日、カタルーニャ自治州の格付け (B+) について、住民投票

<sup>7</sup> Public Diplomacy Council of Catalonia, *Fiscal Deficit and Current Finance System of the Spanish Autonomous Communities*, 26 September 2016, p.9.

<sup>8</sup> 自治体国際化協会「スペインの地方自治」2002 年 1 月、74 頁。

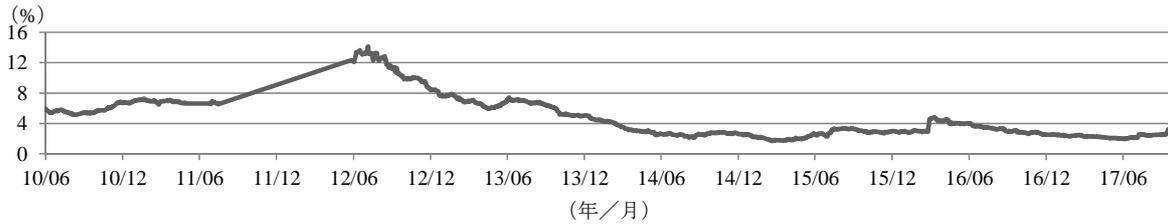
<sup>9</sup> 萩尾生・吉田浩美『現代バスクを知るための 50 章』明石書店、2012 年、151-155 頁。

<sup>10</sup> “The Basque Country: Spain’s Effective But Expensive Antidote to Secession,” *Reuters*, 10 October 2017.

<sup>11</sup> “The Basque Country: Spain’s Effective But Expensive Antidote to Secession,” *Reuters*, 10 October 2017.

を受けて同州が期日通りに債務を償還するために重要な中央政府との関係が悪化する可能性を懸念し、「クレジット・ウォッチ・ネガティブ」とし、3ヵ月以内に結論を得るとのコメントを発表した<sup>12</sup>。フィッチも2017年10月5日、カタルーニャ自治州の格付け（BB）について、中央政府との関係悪化等を懸念し、「格付けウォッチ・ネガティブ」とし、6ヵ月以内に結論を得るとのコメントを発表した<sup>13</sup>。

図表7 カタルーニャ自治州の債券の利回り推移



(注) カタルーニャ自治州の債券は、表面利率: 4.95%、償還日: 2020年2月11日、ISIN: ES00000950E9、仲値。  
(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

カタルーニャ自治州の独立が実現するか否かについて、スペインの法制度に鑑みると、困難な可能性が高いとみられるが、財政の観点からも、仮にカタルーニャ自治州が独立をする場合、厳しい財政状況からの脱却が必須条件になると言える<sup>14</sup>。歳入面では、仮に独立した場合、国と税収を分配している個人所得税等の税目について分配する必要がなくなる上、財政調整制度により流失している財源も留保できるため、歳入増につながることも考えられる。しかし、カタルーニャ自治州が独立した場合、これまでスペインの地方公共団体として中央政府やEUから受領してきた交付金・補助金がなくなる可能性がある。さらに、独立に向けた動きが本格化する中で、EUから外れて関税の取扱い等の問題が発生するなどの懸念から、本社登記の州外移転を表明する企業が相次いでいる現状等に鑑みると、域内経済悪化等を通じて、独立前と同様の税収基盤の維持ができなくなる可能性も否めない<sup>15</sup>。

一方、歳出に関しても、カタルーニャ自治州が仮に独立した場合、外交、国防、社会保障基金等のこれまで国が担ってきた事務を担う必要が生じ、追加の財政需要が発生するとみられる。加えて、後述のとおり、中央政府による低利融資、すなわち流動性支援策を通じた資金調達コストの逡減効果も享受できなくなると考えられる。そのため、現在進めている財政健全化に加えて、新たな歳入確保・歳出削減策を講じない場合、さらなる財政悪

<sup>12</sup> S&P, Catalonia 'B+/B' Ratings Placed on CreditWatch Negative on Escalation of Political Conflict, 4 October 2017.

<sup>13</sup> Fitch, Fitch Places Autonomous Community of Catalonia and Institut Catala de Finance on RWN, 5 October 2017.

<sup>14</sup> スペイン憲法第155条第1項では、自治州が憲法や法律に基づく義務を果たさない場合や国家の一般利益を大きく侵害する場合には、政府は、強制的に自治州に義務に従わせるために必要な手段を取ることができるとされている。なお、カタルーニャ自治州は2017年10月27日、独立宣言を採択したが、スペイン上院は同日、州自治権停止を承認し、州首相等を解任した。

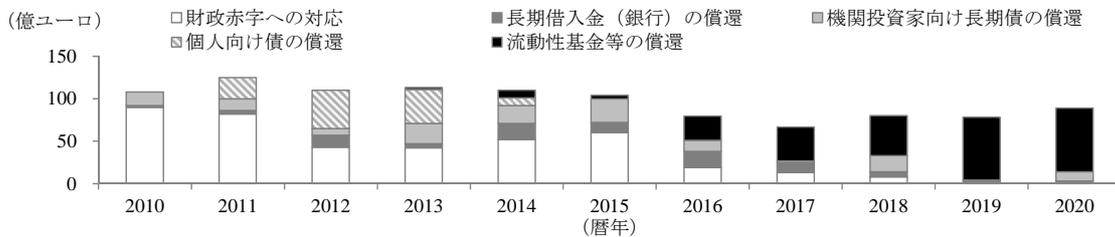
<sup>15</sup> カタルーニャ自治州の独立問題で、大手銀行のバンコ・サバデル、カイシャバンク、電力大手ガス・ナチュラール、通信セルネックス・テレコムなど約700社が本社を州外に移転する意向を表明している。「カタルーニャ、企業700社が流出、独立巡り影響を懸念、スペイン成長率、下方修正。」『日本経済新聞』2017年10月18日

化を招く可能性がある。

さらに、カタルーニャ自治州が独立する場合、資金調達面でも自立することが求められる。カタルーニャ自治州は、資本市場での資金調達を長年実施しており、ほとんどがユーロ建てだが、円建て債も発行したことがある<sup>16</sup>。しかし、2012年以降、中央政府による流動性支援策である流動性基金からの借入を行っており、2016年末時点でのその残高は約500億ユーロと、債務全体（約751億ユーロ）の約67%にも上っている<sup>17</sup>。流動性支援策を活用する場合、資金調達コストの通減効果は期待できるものの、その他の手段での資金調達を行う場合、中央政府の承認が必要となることから、資金調達の選択肢を狭める状況になっている<sup>18</sup>。

仮に、カタルーニャ自治州が独立した場合、流動性支援策を通じた借入は継続できないとみられる。加えて、これまでの流動性支援策による借入の償還も相当規模で予定されている（図表8参照）。また、独立した場合、スペイン政府から流動性支援策を通じた借入を償還期日前に償還することを求められる可能性もゼロではない。そのような中、既に投機的等級の格付けを付与されている状況で、資本市場での資金調達を増額した場合、資金調達コストが大きく膨らみ、場合によっては必要額を調達できずに流動性が悪化する可能性も否めない（図表9参照）。もちろん、財政健全化をより強力に進め、信用力を回復することが前提だが、適切な調達手段、時期等の見極めといった資金調達の工夫に加え、償還の山と谷の平準化等を通じた適切な債務管理が重要となる。

図表8 カタルーニャ自治州の資金調達需要の要因



- (注) 1. 2017年4月24日時点。  
2. 2010～2015年は実績。2016年は見込み。2017年以降は見通し（2017～2019年は、財政金融政策評議会（CPFF）による目標値〔2016年12月設定〕を反映）。

(出所) Government of Catalunya, *Investor Presentation*, May 2017, p. 29.

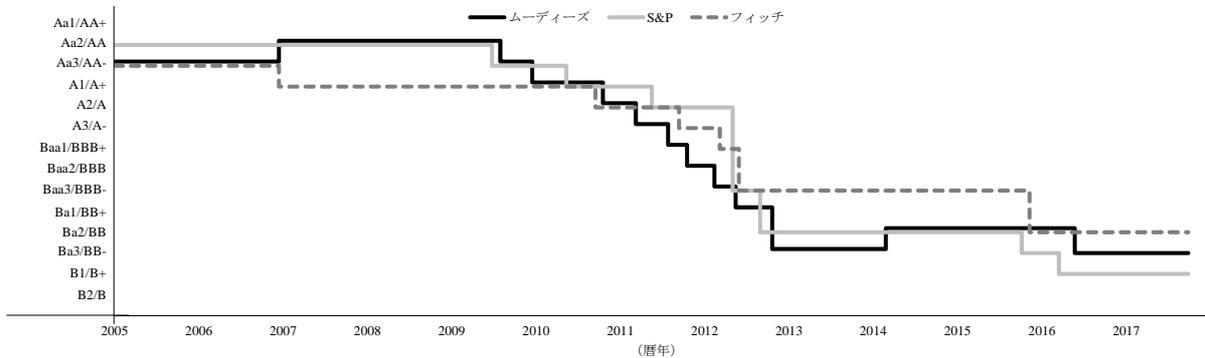
([http://economia.gencat.cat/web/.content/70\\_relacio\\_inversors/arxius/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf](http://economia.gencat.cat/web/.content/70_relacio_inversors/arxius/Investor-Presentation-May2017-vs3.pdf))

<sup>16</sup> 2017年10月20日時点で現存の円建て債は、2009年9月に発行されている（発行額＝180億円、表面利率＝2.965%、償還年限＝30年、ISIN＝XS0449850634）。

<sup>17</sup> Government of Catalunya, *Investor Presentation*, May 2017, p.24.

<sup>18</sup> Moody's, *Catalunya, Generalitat de*, 26 May 2017, p.3.

図表9 カタルーニャ自治州の格付推移



(注) 格付けは、2017年10月20日現在。

(出所) 各格付会社、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

一方、仮にカタルーニャ自治州の独立が実現しない場合、地方財政全体の安定性に鑑みると、国と自治州の財源配分や財政調整制度の見直しが必要であろう。これまで、自治州誕生以降、数次に渡って見直しが行われてきたが、カタルーニャ自治州の独立問題を通じて、現行の財政制度が全ての自治州にとって必ずしも最適なものではない可能性が示唆された。国・地方の財政需要は時代に応じて変化していることから、定期的に見直し、制度による影響を検証するといったプロセスを、自治州、国民、議会、投資家等のステークホルダーも理解できるような透明性が高いプロセスで行うことが求められると言える。

カタルーニャ自治州は、金融危機に伴う税収減、財政健全化への取組みの遅延といった問題に加え、自治州の財政調整の仕組みにおける取扱いといった制度面による影響を背景として、他の自治州より財政悪化が大きく進み、結果的に独立の機運に拍車をかける一因となった。仮にカタルーニャ自治州が独立する場合、さらなる歳入確保・歳出削減策の導入や適切な債務管理等を通じて、厳しい財政状況から脱却することが必須条件となろう。一方、仮にカタルーニャ自治州の独立が実現しなくても、定期的な国と自治州の財源配分や財政調整制度の見直しが地方財政全体の安定性の維持には重要と考えられる。いずれにせよ、問題の解決には相当の時間を要するとみられる中、スペインの代表的な地方債発行体であるカタルーニャ自治州をめぐる動きが金融市場でも注目を集める状況は当面続く見通しである。