

危機からの脱却を目指す中東欧経済 偏在する多くのリスク

三井物産戦略研究所
欧米室
橋本 拓摩

景気減速が続いた中東欧経済に安定化の兆しがみられている。欧州復興開発銀行（EBRD）は1月、「地域経済見通し」を発表、ユーロ圏におけるソブリン債務危機の減退等を背景に、2013年の中東欧諸国のダウンサイドリスクが減少したとしている。リーマン・ショック後、金融セクターを中心に動揺がみられ、欧州の成長センターからリスク・ファクターに転化した中東欧経済だが、危機を脱却したとみてよいのだろうか。以下では、相対的に経済規模の大きいポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニアを中心に分析する。

中東欧危機の構図

2000年代の中東欧経済はリーマン・ショック時まで高成長を果たした。例えば2001 - 08年、ポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニアは3.2～6.2%の年平均成長率を記録、ユーロ圏2.1%を上回る成長を遂げている（図表1）。2004年にポーランドなど中東欧8カ国、2007年にはルーマニアとブルガリアがEUに加盟し、市場経済化の進んだ中東欧諸国に西欧企業が積極的に進出して直接投資が拡大した（図表2）。進出企業による設備投資が活発になるなど内需が刺激される一方、EU諸国向けの輸出が拡大し、チェコ、ハンガリーなどで輸出主導型の経済成長が実現した。また、中東欧諸国の旺盛な資金需要には、西欧系の金融機関が積極的に進出して応じてきた。中東欧諸国における外資系金融機関の貸出シェアは非常に大きく、特に、オーストリア、ドイツ、イタリアの銀行等、西欧系の銀行による融資が大部分を占める。このように、中東欧諸国の経済成長の多くは外国資本に依存する一方、経常収支赤字の拡大が続いた。

リーマン・ショック後、世界的な信用収縮の影響により中東欧諸国からの資金引き揚げが進み、中東欧諸国の通貨・株価が暴落した。例えばハンガリー・フォリントは、リーマン・ショック時1ユーロ240フォリントから半年後には300フォリントに急落した。実体経済では、2009年の経済成長率がポーランドを除き大幅なマイナス成長となり、深刻な景気後退を余儀なくされた。

前述した金融システムの特徴を背景に、「西欧系金融機関による資金引き揚げ 中東欧経済の落ち込み 融資の焦げ付きを背景とした西欧系金融機関の経営悪化と西欧経済への悪影響 さらなる資金引き揚げ」という金融面を通じた中東欧経済、西欧経済への悪循環が危惧された。

回避された危機の連鎖

しかし、これに対し国際機関を中心に各種対策がとられたことで危機の連鎖はかろうじて回避され、その後のレバレッジ解消の動きは緩やかなものにとどまった。

まず、IMFが危機に瀕した中東欧諸国を迅速に支援し（ハンガリー157億ドル、ラトビア23.5億ドル、ルーマニ

ア175億ドル）EUも非ユーロ圏への緊急融資枠を125億ユーロから500億ユーロに引き上げ、上記3カ国に対しIMFとの協調融資を行った。

次に、2009年1月に発足した「ウィーン・イニシアティブ」の存在も大きい。これは中東欧諸国向けの銀行融資に関する官民協定であり、欧州委員会、EBRD、欧州投資銀行、世銀、IMF、欧州各国の中央銀行・民間銀行等の間で、中東欧諸国へ進出している銀行の母体行は大規模かつ無秩序な資金引き揚げを行わないこと、必要に応じて進出先の子会社は進出国より資本注入を受けることができること等が合意され、監視機関が設置された。これにより、各銀行が競合他社の資金引き揚げリスクを懸念する必要がなくなり、与信残高の維持につながった。

その後、欧州ソブリン債務危機の拡大を受けて、西欧系金融機関の経営悪化が懸念されるなか、2012年1月に「ウィーン・イニシアティブ2.0」が発足し、監視機関が四半期に一度「Deleveraging Monitor」を発行するなど、銀行によるレバレッジ解消の動き、不良債権の動向等を厳しく監視する形で発展がみられた。本レポートによると、欧州ソブリン債務危機が深刻化した2012年7 - 9月期においても、西欧の銀行が中東欧諸国より引き揚げた資金は、それ以前の一年間と比較して小規模にとどまったとしており、本協定の存在によりレバレッジ解消の動きが最小限に抑えられたと考えられる。

また、EUが欧州金融機関のストレステストを実施し、資本不足に対する投資家の懸念払拭に取り組んだほか、欧州各国政府は銀行に対し資本注入を行った。特に中東欧向け債権の大きい銀行に対しては、オーストリア・イタリア政府による資本注入が遅滞なく実行された。

国際決済銀行（BIS）統計より、中東欧主要国における国際与信残高の推移をみると、確かにリーマン・ショック直後は資金の引き揚げがみられた（図表3）しかし、政治が不安定な状況が続くハンガリーでは与信残高が低下傾向をたどっているものの、ポーランド、チェコ、ルーマニアでは与信残高は2009年から同水準で推移している。

ばらつきのある個別国

もっとも個別国の状況は、経常収支赤字、輸出比率、外貨建てローン比率等の違いを背景にばらつきがある。

リーマン・ショック以前の経常収支の推移をみると、ルーマニアとハンガリーの経常赤字が目立ち、外国資本に大きく依存した経済構造であることがうかがえる。

また、EUの東方拡大を経て、中東欧諸国の輸出先はユーロ圏が過半を占めている。ユーロ圏経済の低迷が長期化するなかで、特に内需の割合の大きいポーランドと比べ、輸出依存度の高いチェコ、ハンガリーでは外需の落ち込みの影響が大きい。

さらに、外貨建てローン比率にも注意する必要がある。

図表1. 中東欧主要国の危機の構図

	特徴	ウォッチポイント、リスク	年平均成長率 (2001-08年)	経常収支 (対GDP比) (2007-11年)	輸出依存度 (輸出/GDP) (2011年)	ユーロ圏向け輸出割合 (2011年)	外資系金融機関による貸出比率 (2012年6月)	外債建てローン比率(2012年10-12月)
ポーランド	外需依存度が低く、リーマン・ショック後もプラス成長を維持。外貨建て住宅ローン比率は相対的に低い。	・トウスク内閣の支持率は、厳しい緊縮財政を背景に過去最低の17%まで低下（1月世論調査）	4.2%	6.2% 4.9%	42.5%	54.1%	61.6%	28.8%
チェコ	輸出依存度が非常に大きい。ユーロ圏への輸出比率が大きい。ユーロ圏の経済動向の影響を受けやすい。一方、外貨建て住宅ローン比率は相対的に低い。	・ユーロ圏向け輸出動向 ・少数与党政権 ・中央銀行による為替介入等、非伝統的金融政策	4.5%	4.3% 2.9%	82.1%	65.6%	94.2%	8.2%
ハンガリー	チェコ同様、輸出依存度が非常に大きく、ユーロ圏への輸出比率も大きい。外貨建て住宅ローン比率も高く、不良債権問題を抱える。オルバン政権による不透明な政策運営は、国際機関や民間企業からの批判を招いている。	・ユーロ圏向け輸出動向 ・不良債権比率の上昇 ・不透明な政策運営に対する投資家等の懸念の高まりによる資本流出リスク ・EU・IMFとの金融支援協議の行方 ・中央銀行の独立性の揺らぎ、金融政策の動向	3.2%	7.3% 0.9%	103.2%	55.2%	57.9%	55.7%
ルーマニア	輸出依存度は比較的大きく、ドイツ向けのほか、イタリア向け輸出の割合も大きい。外貨建て住宅ローン比率も高く、不良債権問題を抱える。許認可の際の官僚的手続き等、投資環境に問題がある。	・ユーロ圏向け輸出動向 ・不良債権比率の上昇 ・首相と大統領（野党出身）による政治対立 ・対内直接投資の減少、投資環境の改善状況	6.2%	13.4% 4.6%	57.1%	53.3%	87.5%	61.0%

出所：Eurostat、ECB、各国統計局

ルーマニアやハンガリーではリーマン・ショック以前、自国通貨高、国内金利高が続くなか、家計は金利負担の軽減のために、ユーロやスイス・フランを中心とした外貨建て住宅ローンの借入れを増やし、外貨建て債務が増大した。しかし、リーマン・ショック後、通貨急落によって自国通貨建てでみた債務が膨張するとともに住宅価格も低下し、不良債権の急増を招いた。IMFによると、2012年7 - 9月期の不良債権比率はルーマニアが17.3%（2011年平均13.4%）、ハンガリーが16.1%（同10.4%）と大きく上昇している。2011年9月、ハンガリー政府は、銀行に一部負担を求める外貨建て住宅ローンの一括繰り上げ返済制度を導入、外貨建て住宅ローン残高は減少したが、破綻先、破綻懸念先に分類されている残高は依然高い水準にある。

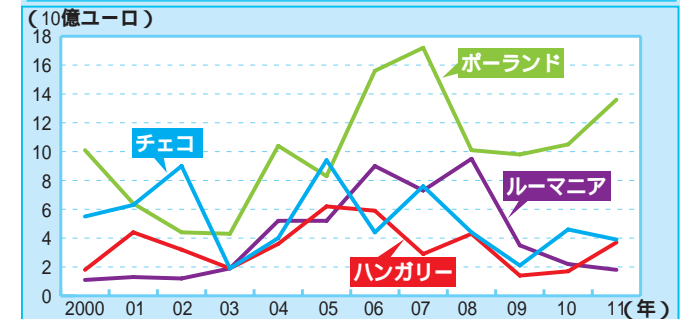
今後の注目点

欧州委員会やEBRDなどは、欧州ソブリン債務危機の再燃を懸念しつつも、中東欧経済の安定化を予想している。もっとも財政緊縮策を受けての内需の落ち込み、ユーロ圏経済の停滞が続くなかでのユーロ圏への輸出低迷は避けられず、経済の基調は弱いものになると見込まれる。また、危機脱却に向けた動きも各国で格差がみられる。

政治面では、ハンガリー政府の不透明な政策運営に対する懸念が国際機関や民間企業の間で高まっている。ハンガリーではオルバン政権が財政健全化を優先課題として取り組んでおり、銀行税の恒久化、金融取引税の導入、エネルギー事業者への法人税率引き上げ等を実施した。IMFは1月、「経済への政府介入、頻繁かつ予測不能な（特に法人部門への）税制改正が民間活動を悪化させている」と懸念を表明しており、直接投資、融資のマイナス要因となっている。また、ハンガリー政府は2011年11月、EU・IMFに対して金融支援を要請したが、前述した不透明な政策運営等を要因に協議が中断していることも懸念材料である。

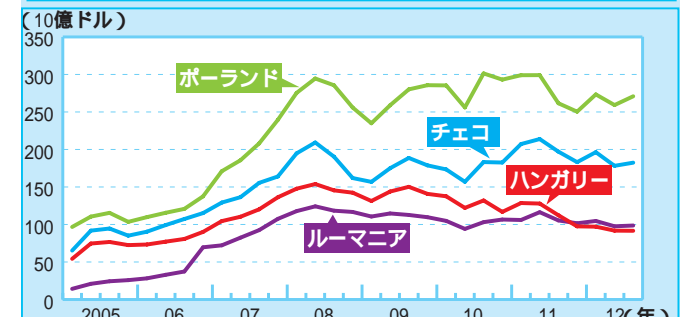
ルーマニアでは、政党の異なるバセスク大統領とポント首相の対立が激化し、2012年7月に大統領罷免の是非を問う国民投票が実施された（有効投票数に満たず無効）。12月の下院選挙では与党が勝利し、第2次ポント内閣が発足したが、大統領と首相の対立構造は続いている。

図表2. 中東欧主要国の対内直接投資の推移



出所：Eurostat

図表3. 中東欧主要国の国際与信残高の推移



出所：BIS

こうした政治混乱の影響から、ルーマニア経済のエンジンたる対内直接投資は2009年から一貫して減少している。許認可の際の官僚的手続き、汚職、透明性の欠如といった投資環境の問題もあり、EBRDは強く改善を求めている。

中東欧諸国の多くはEUの規定に則って財政赤字の削減に取り組んでおり、財政政策は縛られている。一方、金融政策では、ポーランドやハンガリーが景気減速を踏まえ政策金利を引き下げているが、多額の対外債務を抱えるハンガリーでは資本流出を招く懸念から、一層の金融緩和策はとられにくい。ルーマニアも同じ状況にあり、両国の為替水準は急落した2009年の水準から回復していない。チェコでは政策金利が現在0.05%と利下げ余地は限られている。

このように危機脱却に向けた動きは各国様ではなく、景気動向も跛行性がみられる。特にポーランドやチェコでは安定化が進む一方、ハンガリーやルーマニアにはリスクが偏在しており、注意する必要がある。