

欧州復興開発銀行 (EBRD)

第3回 EBRD 受益国における経済の課題

EBRD 日本理事室 理事補 高橋 慶子／長谷川 雅英

1. EBRD 受益国の経済の特徴

第1回の連載記事でも概観しましたように、EBRDの支援対象国は、EBRD設立後の1990年代初頭からの受益国である中東欧や旧ソ連構成国から、今では、モンゴル、トルコ、地中海南・東岸諸国（ヨルダン、モロッコ、チュニジア、エジプト）、更にはキプロス、ギリシャ等に拡大しており、EBRD受益国の経済の特徴を簡単に言い表すのは難しくなっています。政治経済体制の歴史的経緯や地理的な要素を踏まえて、あえて概観すれば、欧州統合の拡大・深化とともにEUとのつながりを強化してきた国（中欧・バルト諸国、南東欧）、地理的に欧州との経済関係が強いチュニジアやモロッコ、ロシア経済とのつながりが強い国（東欧・コーカサス、中央アジア・モンゴル）などがあります（図1）。例えば、ロシアとの結びつき

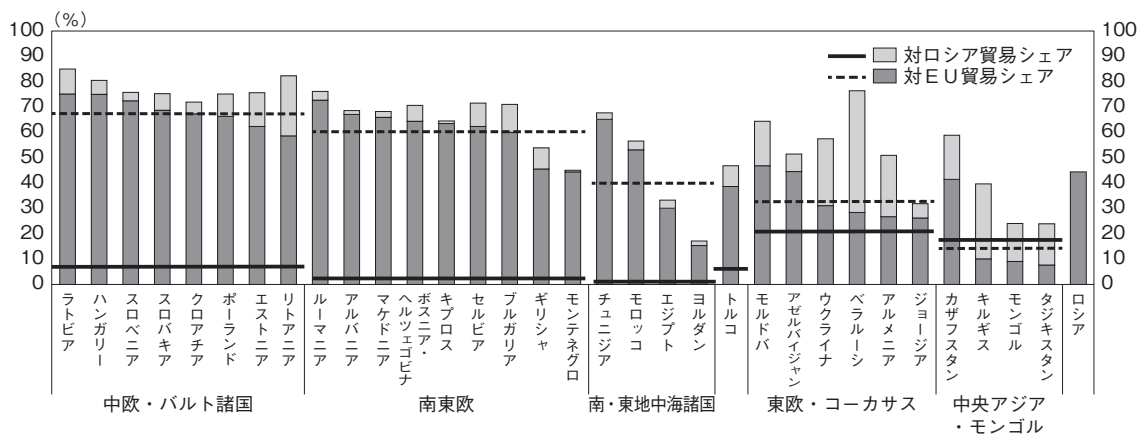
が強い独立国家共同体（Commonwealth of Independent States : CIS）の中でも特に経済規模の小さいタジキスタンやキルギス共和国は、GDPに占めるロシアからの労働者送金（remittance）の割合*1が非常に高く、ロシア経済の影響を受けやすいことがわかります。また、欧州・アジア間は、経済関係の結びつきが強まってきており、交通やエネルギーのインフラ需要も増してきています。

2. 市場経済化における課題

EBRD受益国の平均経済成長率は、2015年の0.5%から、2016年1.6%、2017年2.5%*2へと改善が見込まれていますが、依然として過去20年間の平均経済成長率（4%弱）よりも低い成長率にとどまる見通しです。短期的な経済の課題と

連載
欧州復興
開発銀行

【図1】貿易（輸出+輸入）に占める対EU及びロシアのシェア [2012～2014年平均]



（出典）EBRD スタッフ試算より作成（UN Comtrade Database に基づく。）。
EBRD 受益国のうち、データが入りできないコンボ、トルクメニスタン、ウズベキスタンを除く。

*1) タジキスタンで約47%、キルギスで約30%（2012～2014年の平均。EBRD スタッフ試算）。

しては、中央アジアやコーカサスの資源輸出国では、特に2014年以降の資源価格の低迷やロシア経済の不況が、チュニジアやエジプト、トルコ等では、テロ事件等に起因する観光客減少の影響が重石となっています。他方、こうした外的要因が徐々に改善していくとしても、EBRD受益国が中長期的に市場経済化を通じて力強い持続的な経済成長を実現していくためには、どのような課題があるのでしょうか。

こうした問題意識に関連し、2013年のEBRD トランジション・レポート（副題“Stuck in Transition?”）によれば、旧共産主義諸国におけるこれまでの経済成長は、共産主義体制の崩壊後の価格自由化や貿易関係拡大による、市場経済移行初期の生産性向上（“Productivity Catch-up”）によるところが大きく、他の新興市場国の成長過程でみられた資本や労働の寄与は限定的であったことが示されています。そして、アジア諸国の経済成長とは対照的に旧共産主義諸国では貯蓄率が継続的に低水準で推移しました。多くのEBRD受益国において、構造改革やガバナンス改善は2000年代半ばには勢いが失われつつあり、2004年以降にEU加盟を果たした国においても、2008年以降のグローバル金融危機の影響により、市場志向型の改革に対する世論支持の低下、いわゆる改革疲れ（“Reform fatigue”）や改革の逆戻り（“Reform reversal”）がみられるようになりました。例えば、ハンガリーでは、2010年以降、補助金の拡充や電力・ガスセクターにおける国の関与の強化等が行われました。同レポートでは、政治・経済における機構や制度の改善、ビジネス環境改善や競争促進、セクターレベルの改革等の継続的な努力により、持続的な成長の源泉を得ることが重要だと考察しています。

民主化と市場経済化の関係からも重要な示唆が得られます。同レポートでは、EBRD受益国におけるトランジション・ギャップ（指標）と民主化の程度を測る指標の間に強い相関があることが

示されています。旧共産主義体制の崩壊後の政治体制や民主化の程度は、国によって様々な経過をたどりました。第二次世界大戦後に共産主義の影響力が増した中欧諸国では、1991年までには民主的な政治体制に移行しました。旧ユーゴスラビア社会主義共和国連邦の構成国では、スロベニアにおいて民主化が最も早く進展し、それ以外の国では1990年代の断続的な紛争を経て、2000年頃までには民主化を達成しました。他方、東欧・コーカサスや中央アジアでは、集中した政治権力が継続し、民主化の進展は遅く、特に、アゼルバイジャン等の資源輸出国で民主化の程度が低いことが示されています。また、ベラルーシでは、1994年の大統領選挙で選出されたルカシェンコ大統領が現在に至るまで強い権力を持ち、報道の自由の制限や経済における国の強い関与等、民主化や市場経済化の進展は限定的です。東欧・コーカサスや中央アジアの多くの国々は、旧ソ連からCISに参加した国々と重なりますが、市場経済化の進展が遅れている国が多く、EBRDにおいても「初期段階移行国（Early Transition Countries：ETC）」と位置づけています。民主化と市場経済化の進展との関係には、相互に影響があることが示唆されており、これは、2010年からのいわゆる「アラブの春」の民主化の動きを受けてEBRDの受益国となった南・東地中海諸国（2013年にヨルダン、モロッコ、チュニジア、2015年にエジプトが受益国化）が民主化と市場経済化を進展させていく上でも、重要な教訓になると考えられます。

また同時に、市場経済化の「質」の面からも教訓が得られると考えます。市場経済化の過程で市場経済の基本構造が整備されてくると、単に組織や制度の整備だけではなく、それらの質や機能、経済・社会への影響、例えば、所得・機会の不平等、環境汚染や気候変動への対応等が一層重要な課題となってきました。更に、グローバル金融危機の際に顕在化した金融市場の構造的な問題によるリスクや、改革後退を防ぎ、継続的な改革努力

*2) Regional Economic Prospects in EBRD Countries of Operations (EBRD、2016年11月)

を実現していくことが重要になると考えられます。

こうした問題意識の下、EBRDでは、望ましい市場経済移行のあり方を再考する「トランジション・コンセプト・レビュー」が議論され、新しいトランジション・コンセプト（2016年11月理事会承認）においては、望ましい「持続可能な市場経済」が備える6つの「質」として、①競争的で高い付加価値を生み出す民間主導の市場経済（“competitive”）、②経済活動を支える国・地方政府や企業における優れた統治機構・プロセス（“well-governed”）、③環境の持続可能性（“green”）、④ジェンダー・年齢・地域によらず経済社会の幅広い層に対する経済機会の確保（“inclusive”）、⑤経済危機に対して耐性が強く持続的な金融・経済構造（“resilient”）、⑥クロスボーダーの経済活動（“integrated”）が挙げられています。質の高い市場経済化を促進するためには、官と民の役割は代替的ではなく補完的なものであり、制度のデザインや運用、政府や企業のキャパシティ向上等も一層重要性を増してきています。こうした考えから、EBRDでは、プロジェクトベースの投融資に、政策対話や技術協力を組み合わせながら、受益国における市場経済化を支援しています。

3. 現地通貨建て融資・資本市場育成イニシアティブ

こうした問題意識の下で実施されているEBRDの様々な取組のうち、他の国際金融機関との比較においても特筆すべきものの一つに、現地通貨建て融資・資本市場育成イニシアティブがあります。

2008年以降のグローバル金融危機により、中・南東欧等の多くの国において、民間セクターにおける外貨建て借入依存と、クロスボーダーの資本流入依存という、2つの構造的な問題によるシステムミック・リスクの存在が表面化しました。こうした問題は、依然として多くのEBRD受益国において重要な課題であり、市場経済が健全に機能するための土台に関わるものです。以下、これら2つの構造的な問題について、それぞれみていきます。

第一に、EBRDの多くの受益国では、資本市場が未成熟であり、中小企業を中心に、銀行からの間接金融、特に、外貨建て借入に大きく依存しています。発展途上国や新興市場国における現地通貨建て融資には、高いインフレ懸念、金融システムや通貨の信用欠如等から、貸出金利に通常高いプレミアムが課され、また、未成熟な債券市場から金融機関の現地通貨建て資金調達に極めてコストが高く、外貨建て融資が選好される傾向があります。EBRDの非ユーロ圏受益国では、米ドルやユーロといったハードカレンシー建ての融資の依存度が高い、“Dollarisation”の傾向が際立っています（図2）。このため、現地通貨建てで収入を得る企業（資金の借り手）は、収入と借入における通貨のミスマッチによる為替リスクを抱え、現地通貨が著しく下落した場合には、貸し手の銀行にとってもクレジットリスク拡大や不良債権増加につながることであります。2014年夏以降にEBRDの多くの受益国でみられた大幅な通貨安は、中小企業や金融機関に大きな打撃を与えました。

第二に、国内貯蓄が低水準であり、経済成長に必要な投資を直接投資等の資本流入に大きく依存しています。特に、2004年以降にEUに加盟した中・南東欧等の国々には、高い成長期待等を背景に大規模な資本流入が続いていましたが、2008年のグローバル金融危機を受けて、金融機関の深刻な貸し渋りとともに、資本の引き上げによる投資へのネガティブな影響が続いています。（図3）

EBRDでは、資本市場が未成熟な中での外貨建て融資依存やクロスボーダーの資本流入依存によってEBRD受益国の金融の安定性が損なわれないよう、2010年5月に、現地通貨・資本市場育成イニシアティブを立ち上げました。これは、受益国における現地通貨建てによる金融仲介機能の向上や資本市場の育成を目的としています。資本市場の育成には、安定的なマクロ経済及び金融政策、短期金融市場や債券市場等における流動性向上、国内貯蓄の促進等を含む、中長期的かつ様々な取組が必要となることから、本イニシアティブの技術協力の対象は、①マクロ経済フレームワーク、

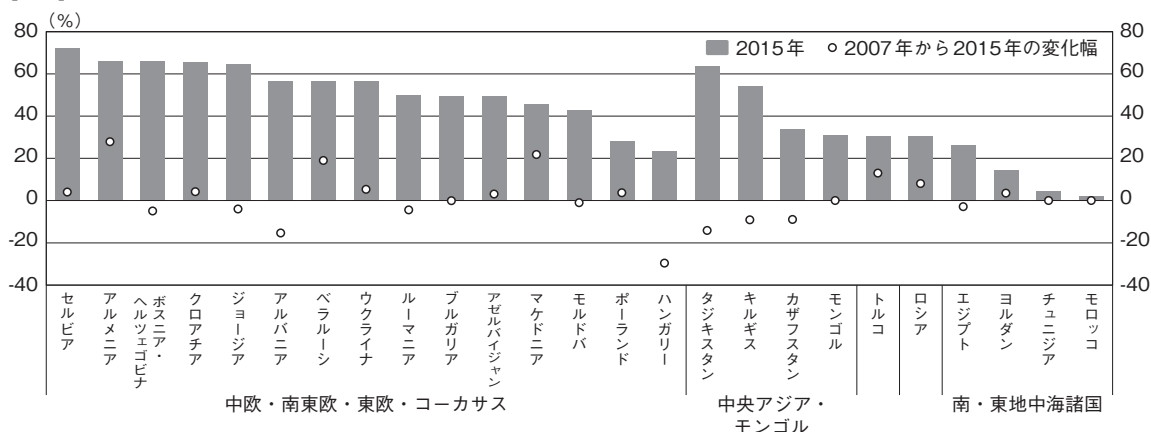
②資本市場を支える法制度整備、③清算・決済システムを含む市場インフラ、④機関投資家の裾野拡大、⑤カバード・ボンドやデリバティブ等の商品拡充等と幅広く、受益国の資本市場の発展段階に応じて支援しています。他の国際金融機関との定期協議を含む協調や、日本を含む先進国における金融当局・市場関係者等の知見の活用も積極的に行っています。

更に、EBRDが実施する融資についても、現地通貨建て債券発行によるEBRD自身の資金調達や、ドナー資金によるリスクシェア特別基金（一

時損失補填）を基に、現地通貨建ての融資を促進しています。この現地通貨建て融資プログラムを開始した2011年以降、EBRD融資に占める現地通貨建ての割合は着実に増加しています。

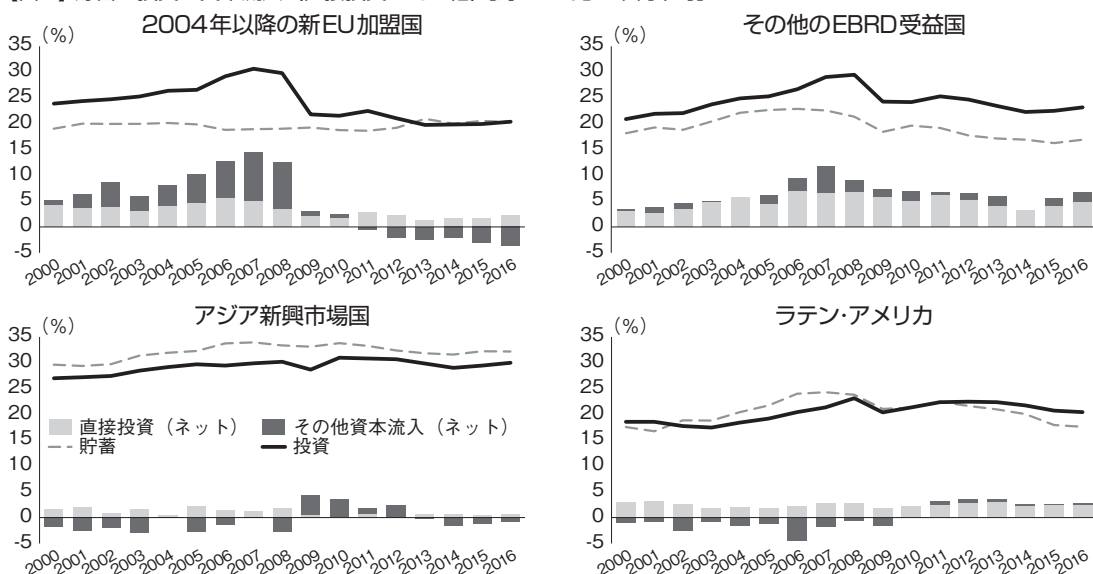
このように、企業レベルで為替リスクを軽減するとともに、国レベルで現地通貨建て資本市場の発展を促進する、複層的な取組となっていますが、受益国自身の改革努力を促す観点から、EBRDによる支援の前提として、受益国による改革の道筋と具体的な取組にかかるコミットメントへの合意を求めています。

【図2】 EBRD受益国（非ユーロ圏）の民間セクター債務におけるハードカレンシー（米ドル・ユーロ）の割合



(出典) EBRD 資料に基づき作成

【図3】 貯蓄・投資・資本流入（直接投資・その他）[対GDP比、単純平均]



(出典) EBRD Transition Report 2015-2016 –Rebalancing Finance– (2015年11月)

コラム①

グローバル金融危機とEBRD

中東欧やバルト諸国では、国有銀行の民営化や市場開放、EU加盟等を背景に、EUを拠点とする外資系銀行（中東欧ではオーストリア系銀行等、バルト諸国ではスウェーデン系銀行等）によるクロスボーダー取引が活発になっていましたが、2008年秋のリーマン・ブラザーズ破綻から広がったグローバル金融危機による世界的な信用収縮、欧州系親銀行のデレバレッジ等の影響で、大規模な資本の引き上げが生じました。さらに、世界的な需要減退とコモディティ価格下落も追い打ちをかけ、EBRD受益国における2009年の平均経済成長率は▲4パーセントに落ち込みました^(注)。EBRD受益国は、グローバル金融危機による打撃を最も強く受けた地域であり、2008年と2009年の2年間で、ハンガリー、ウクライナ、ラトビアをはじめ、EBRD域内では9つの受益国がIMFによる支援プログラムを受けました。

こうした中、中東欧における連鎖的な金融危機を回避するため、2009年1月、欧州系銀行や金融・財政当局及び国際機関（EBRD、国際

通貨基金（IMF）、欧州投資銀行（EIB）、国際金融公社（IFC）、世界銀行（WB））による官民協調の取組となる「ウィーン・イニシアティブ（Vienna Initiative）」において、欧州系親銀行が中東欧への貸出を無秩序に引き上げないことや、子会社の資本増強を行うこと等が合意されました。さらに、同年2月には、EBRD、EIBグループ、世銀グループの3国際金融機関により、中東欧諸国における銀行支援及び銀行を通じた中小企業支援のために2年間で合計245億ユーロの共同行動計画（“Joint IFI Action Plan”）が合意されました（最終的には合計330億ユーロ超の支援を実施）。こうした取組は、経常収支赤字問題に対処するためのIMFやEUによる支援を補完しました。

ギリシャの財政問題に端を発し、2010年からユーロ圏におけるソブリン・リスクが顕在化すると、欧州債務危機が深刻化しました。また、ギリシャ経済へのエクスポージャーが大きい銀行セクターの悪化により、キプロス経済も危機に陥りました。EBRDは、キプロス及びギリシャの要請により、2020年末までの期限付受益国として、支援を実施しています。特に、ギリシャでは、民間セクターの競争力の強化や、構造改革の促進等のため、2015年11月にギリシャの4大銀行に対する資本増強支援、最近では複数の地方空港の民営化支援等を決定しました。こうした支援は、EUによる第三次ギリシャ支援における合意でギリシャ政府に義務づけられている金融システム強化や民営化の取組を促進するものと言えます。



ギリシャ首都アテネにおける反ユーロの街角アート。

（注）特に影響が大きかった国は、ラトビア：▲18%、ウクライナ：▲15%、リトアニア：▲15%、アルメニア：▲14%、エストニア：▲14%。

コラム②

トランジション・レポート2016－17
～市場経済化の過程における人々の幸福度～

前回の連載記事（ファイナンス11月号）において、旧ソ連の政治経済体制とその崩壊が人々の生活や思考にもたらした影響を描いた、ベラルーシ出身のノーベル文学賞受賞作家スベトラナ・アレクシェービッチによる著書をご紹介します。政治経済体制の変革による人々の内面の変化についての観察と描写は非常に興味深いものですが、2016年11月に公表されたEBRDのトランジション・レポート2016－2017では、市場経済への移行における人々の満足度について客観的な分析を試みています。

レポートでは、市場経済移行における所得や機会の不平等（inequality）に焦点を当てています。共産主義時代には、そもそも物資供給が乏しく、経済における不平等は顕在化していませんでしたが、市場経済化が始まり、大企業の民営化や旧ソ連や旧ユーゴスラビアの崩壊における内紛等により、国民の所得格差は拡大しました。四半世紀にわたる市場経済への移行を通じて、旧共産主義諸国における全体の所得水準は著しく向上しましたが、個人レベルでみた所得の伸びのパターンは、国により、また、所得階層により、異なっています。この四半世紀において、EBRD域内の旧共産主義諸国では、G7諸国の所得水準とのギャップが縮小したのは国民の半数以下（44%）、国の平均成長率以上に所得が伸びたのは国民の3割未満（27%）にとどまっています。更に、EBRD受益国における5万世帯以上を対象とした調査によれば、実際の不平等の拡大以上に、過半数の人々は近年も不平等が拡大していると認識していること

がわかりました。背景として、市場経済化初期の不平等拡大の経験や一部の高所得者層への富の集中が影を落としている可能性があります。いずれにせよ、こうした人々の不平等に対する認識は、社会におけるコンフリクトや改革への反発に影響しやすいと考えられます。EBRD受益国においては、両親の教育水準やジェンダーの違い等による、教育・雇用・所得を得る機会の不平等が西欧諸国と比べて大きく、こうした機会の不平等は、市場経済や民主主義に対する人々の支持低下に影響を与えているとしています。

更に、レポートでは、市場経済化初期の急激な改革がいかに社会的なコストを伴う劇的な変化であったかを、市場経済化初期にあたる社会経済的貧困の時期に生まれた世代はその前後の世代よりも身長が1センチ低い、という分析により示しています^(注)。また、旧共産主義諸国における人々の満足度（“life satisfaction”）は、他の同様の所得水準の国々よりも低かったとし、最近、他の先進国における満足度の低下と相まって、このようなギャップ（“transition happiness gap”）が解消されてきたとしています。このように、痛みを伴う市場経済化改革の果実が時間をかけて実ってきている一方、市場経済化の過程において脆弱な教育水準の低い家庭における人々等に対しては雇用に役立つスキル向上機会の提供などの政策的配慮が必要であることや、改革の短期的な痛みに対する根強い政治的反発（“short-term pain, long-term gain”へのリスク）には留意が必要であることを教訓として引き出しています。

（注）「1 cm」について、EBRDチーフエコノミストのSergei Guriev氏は、“One centimeter is actually a lot. It's an effect that compares to the pain of conflict”.（Financial Times, 2016年11月7日）と語っている。