

中東欧諸国の経済情勢悪化をどう見るか

— 金融危機によって懸念材料が表面化 —

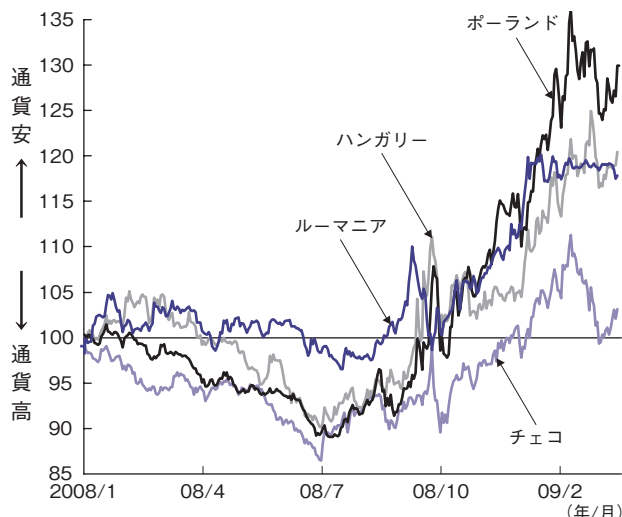
2008年9月の「リーマン・ショック」以降、金融危機は世界中に波及した。高成長を続けてきた中東欧諸国は通貨下落などの打撃を受け、急激に景気が冷え込んでいる。投資家のリスク許容度が低下し、中東欧諸国が抱えてきた問題点が一気に表面化したためである。本稿では中東欧経済悪化の背景、今後の動向について分析する。

金融危機の影響により、 中東欧経済は急速に悪化

2008年9月に起きた「リーマン・ショック」以後、中東欧諸国は危機的状況に直面し、ハンガリーやウクライナ、ラトビアなどの一部の国では国際通貨基金(IMF)に金融支援を要請する事態にまで発展した。世界的な金融危機により投資家のリスク許容度が低下したことで中東欧諸国からの資本流出圧力が増大し、通貨の下落とともに急激な景気の悪化に直面している(図表1)。

●図表1 中東欧諸国の為替相場(対ユーロ)

(2008年1月1日=100)



(資料) Ecowin

高成長が持続した一方、不均衡も徐々に拡大

中東欧諸国は過去数年にわたり高成長を続けてきた。その要因としては、海外直接投資(FDI)の流入に伴う投資と雇用の拡大、良好な金融環境を背景とした海外マネーの流入が挙げられる。中東欧諸国は低賃金や西欧との地理的な近さなどの利点から、欧州の生産拠点として成長を続けてきた。外資系メーカーによるFDIの流入は各国の設備投資拡大と雇用増加につながり、個人消費も拡大した。

こうした内需拡大には、西欧金融機関の果たした役割も大きい。旧共産圏の中東欧諸国は、1990年代以降、市場主義による金融システムを導入すべく国有銀行の民営化・対外開放を進めてきた。このため、中東欧諸国では外資系金融機関が銀行部門の総資産において6~9割を占め、そのほとんどが大陸欧州系となっている。新興国にありがちな金融システムの脆弱性を克服できたことは、持続的な成長を実現した一因となった。

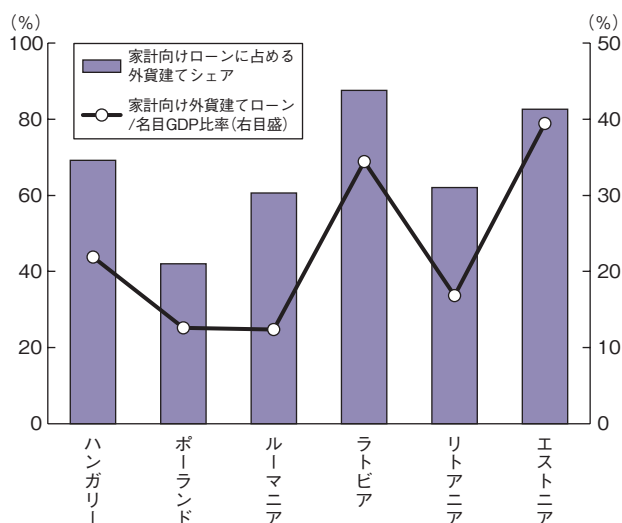
しかし、景気拡大の中で徐々に経常赤字が拡大するなど歪みも見られ始めた。2005年頃までの中東欧諸国の経常赤字は、長期安定資金であるFDIによってカバーされていた。一方で、近年の経常赤字拡大は主に「その他投資」(銀行借入等)によってファイナンスされている。つまり、中東欧諸国における西欧金融機関の積極的な事業拡大が中東欧諸国の内需過熱(=経常赤字の拡大)を誘引したとも考えられる。

こうした西欧金融機関の影響もあり、中東欧では

スイス・フランや日本円などの低金利通貨建てローンも普及した。家計向け金融機関貸出に占める外貨建てローン比率を見ると、対ユーロで固定相場制となっているバルト3国が8割前後と高く、ハンガリーやポーランド、ルーマニアなど変動相場制の国でも5割前後に達している（図表2）。金融危機以前は比較的に安定した為替相場の推移が続いてきたために問題は噴出してこなかったが、家計部門の為替変動に対する脆弱性は着実に高まった。

もっとも、中東欧各国の状況がすべて同じというわけではない。例えばチェコは、電機・自動車など国際競争力の高い産業が集積したことで貿易収支は黒字に転じた。国際収支の発展段階説で言えば、さしたる輸出産業がない「未成熟の債務国」から、輸出産業が成長した「成熟した債務国」への移行である。チェコは低金利国であったために外貨建てローンの比率も小さく、ファンダメンタルズは健全であると言える。一方ハンガリーでは、2006年の財政赤字が名目GDP比9%超、政府債務残高が同60%超に達するなど、財政規律に問題を抱えていた。欧州委員会からは正勧告を受けたことで2007年は財政緊縮を図り、そのため実質GDP成長率が+1.3%と、周辺の中東欧諸国と比較して低成長に陥った。また、バルト3国や南東欧（ルーマニア、ブルガリア）はGDP比10～20%の経常赤字が過去数年間続いている状況であった。

●図表2 家計部門における外貨ローン借入額



(資料) 各国中央銀行

これらの国々では内需過熱によってインフレ圧力が高まり、バルト3国では不動産バブルが生じるなど、過大な不均衡が存在していた。

ユーフォリアによって看過された対外不均衡

では、こうした中東欧諸国の不均衡や脆弱性はなぜ見逃されてきたのだろうか。まず世界的な過剰流動性によって投資家が過度のリスクテイクを行っていたことが挙げられる。2002年以降の欧米先進国で歴史的な低金利が続いてきたため、より高いリターンを求める動きが広がった。そうした中、西欧金融機関は中東欧地域での与信を積極化し、多額のマネーが中東欧に流入したことで経常赤字が膨らむ形となった。次に、ユーロ加盟への過大な期待の存在が指摘できる。中東欧諸国は欧州連合(EU)に加盟したことで、将来的なユーロ導入が義務付けられている。このため、経常赤字が膨らんでも将来的なユーロ導入が見込まれるために問題なしとする安易な見通しが市場に蔓延していたと考えられる。こうしたユーフォリアが中東欧諸国の構造的問題を看過させてきたと言えよう。

中東欧諸国の側にも問題がなかったわけではない。先に述べたようにハンガリーでは財政規律の緩みが見られ、またバルト3国や南東欧では適切なマクロ政策運営が欠けていたゆえに内需抑制が図られず、過大な経常赤字が生じていた。もっとも、バルト3国やブルガリアは為替相場安定制度(ERM2)、カレンシーボード制といったユーロとの固定相場制度を採用しており、いわゆる「国際金融のトリレンマ」に直面する状況であった。すなわち、①通貨の安定と②自由な資本移動、③金融政策の自由は同時に成り立たないという状況である。海外マネーの大幅な流入が続く中、そもそも財政だけで内需抑制を図ることは困難であったとも言える。

中東欧危機は世界経済にとっても大きなリスク

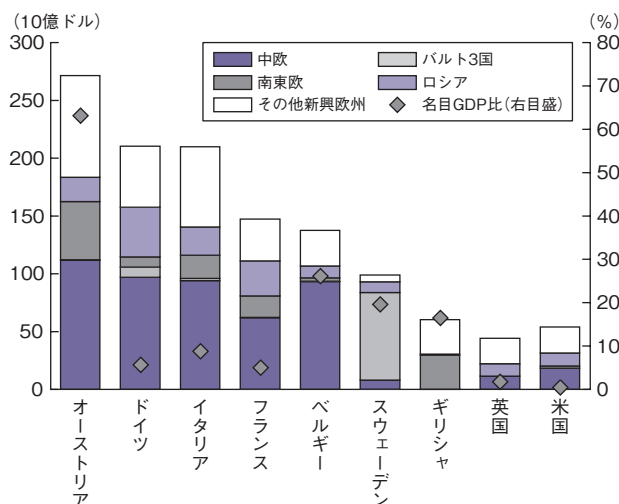
金融危機によって投資家のリスクテイク能力が低

下したことでユーフォリアは霧散した。一転して、中東欧諸国はファンダメンタルズ面の脆弱性が注目され、資本流出圧力に晒される状況となった。

目下の問題は、中東欧経済の悪化が西欧に深刻な影響を与えかねないことである。中東欧諸国の経済規模は西欧諸国の十分の一程度に過ぎないが、反面、中東欧諸国の対外債務は巨額に上る。国際与信統計によれば、2008年9月末時点の新興欧州諸国(除くロシア)の借入残高は1兆3,000億ドルにも達しており、これは米銀の対外貸出総残高(1兆6,000億ドル)に比肩する規模である。このうち9割近くは大陸欧州の金融機関が貸し手となっており、特にオーストリアやスウェーデン、ギリシャなどは中東欧諸国向けの貸出比率が高い(図表3)。中東欧諸国の景気悪化による不良債権増加は西欧金融機関に影響を及ぼし、ひいては不安定さが燃える欧米の金融システムにとっての新たな負荷となりかねない。

こうした状況の下、EUは加盟国向け特別融資枠を当初の120億ユーロから500億ユーロに引き上げた(3月20日、EU首脳会議)。また昨年より国際通貨基金(IMF)や世界銀行が新興国支援を相次いで決定し、欧州復興開発銀行(EBRD)や欧州投資銀行(EIB)も中東欧諸国に対する支援を表明した。こうした国際協調の下で支援する枠組みが構築されつつあることは、中東欧諸国にとって大きなプラス材料である。

●図表3 西欧金融機関の新興欧州向け与信



(注)2008年9月末時点。
(資料)BIS、IMF

過剰な経常赤字と対外債務の問題は残存

3月中旬以降、中東欧経済の危機的状況は幾分緩和し始めた。EUの支援策が拡充されたことに加え、スイスの通貨売り介入が行われたことも好材料になっている。中東欧諸国の外貨建てローンの大部分はスイス・フラン建てと言われており、スイス・フラン下落が対外債務急増懸念を緩和させた。米国で不良資産買い取りプログラムが発表されるなどにより、投資家のリスク回避姿勢が緩和したことも影響したとみられる。

しかしながら、今後も危機の火種は燐り続ける可能性がある。過大な経常赤字と対外債務を抱えている中東欧諸国の構造問題は何ら変わっていないからである。実体経済の低迷も続くことになろう。中東欧諸国は輸出依存度が極めて高いため、主要輸出先である西欧の景気低迷が続く中での早期持ち直しは見込み難い。昨年後半以降の通貨安によって、家計の外貨建て債務負担が急拡大していることも個人消費を圧迫しているとみられる。世界的な景気悪化を受けてFDI流入も期待できない。

EUという傘に入っていることで、中東欧諸国がデフォルトに陥る可能性は小さいと考えられる。しかしながら、過去に膨らんだ不均衡の調整圧力によって、実体経済は厳しい局面が続くだろう。特に、バルト3国やブルガリアといった固定相場制の国では為替による経常収支調整メカニズムが働かないため、大幅な内需悪化につながる可能性が高い。◆

みずほ総合研究所 市場調査部

エコノミスト 中村正嗣

masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp

みずほ総合研究所 市場調査部

エコノミスト 下園瑞穂

mizuho.shimozono@mizuho-ri.co.jp