

中東欧の通貨・金融危機

危機の特性と対応の進捗状況



経済調査部門 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp

1—はじめに

現在、欧州の金融システムは、3つの問題に悩まされている。1つは、一連の金融危機の端緒となった米国の信用力の低い個人向け住宅ローン（サブプライム・ローン）関連など証券化商品の損失拡大。2つめは、イギリス、スペイン、アイスランドなど一部の国の住宅バブルの崩壊。3つめは、リーマン・ブラザーズの破綻（以下、リーマン・ショック）後のクロスボーダーな資本の大規模な巻き戻しにより引き起こされた新興国の通貨危機である。

欧州が抱える問題は、とりわけ複雑で、早期の解決は難しいと見られている。第二次世界大戦後、欧州連合（EU）に連なる統合政策が、域内経済を深く結びつけており、相互連鎖が生じやすい。しかし、統合が未 completion ため、EUとしての対策を打ち出すまでに時間を要し、悪循環に歯止めがかからないおそれがあるからだ。

以下では、3つの問題の1つである中東欧の通貨・金融危機の特性と対策の進展ぶりという観点から統合欧州の現状と今後を考えて行く。

なお、本稿では、2004年5月以降、EUに加盟した10の体制移行国を中東欧とし、それ以前か

らEUに加盟している15カ国を西欧とした。

2—欧州金融危機と中東欧の通貨金融危機

1 | 危機国の欧州への集中

リーマン・ショック後に広がった新興国の危機が目下のところ欧州の問題として捉えられている理由は2つある。

理由の1つは、危機国の欧州への集中である。国際通貨基金（IMF）に短期的な国際収支の問題に対処するための支援（スタンドバイ取極）を要請した11カ国のうち、欧州は8カ国と突出、支援規模も大きい（図表-1）。

[図表-1] リーマン・ショック後 IMF から緊急支援を受けた国々

(単位：億ドル)

| 地域 | 国名 | 開始日 | 合意額 | |
|------|---------|------------|------------|-----|
| 欧州 | EU加盟国 | ハンガリー | 2008/11/6 | 155 |
| | | ラトビア | 2008/12/23 | 25 |
| | | ルーマニア | 2009/3/25 | 175 |
| | EU非加盟国 | アイスランド | 2008/11/19 | 20 |
| | | ウクライナ | 2008/11/1 | 165 |
| | | ベラルーシ | 2009/1/12 | 25 |
| | | セルビア | 2009/1/16 | 5 |
| | | アルメニア | 2009/3/6 | 5 |
| アジア | パキスタン | 2008/11/24 | 75 | |
| 中南米 | エルサルバドル | 2009/1/16 | 10 | |
| アフリカ | セーシェル | 2008/11/14 | 0.3 | |

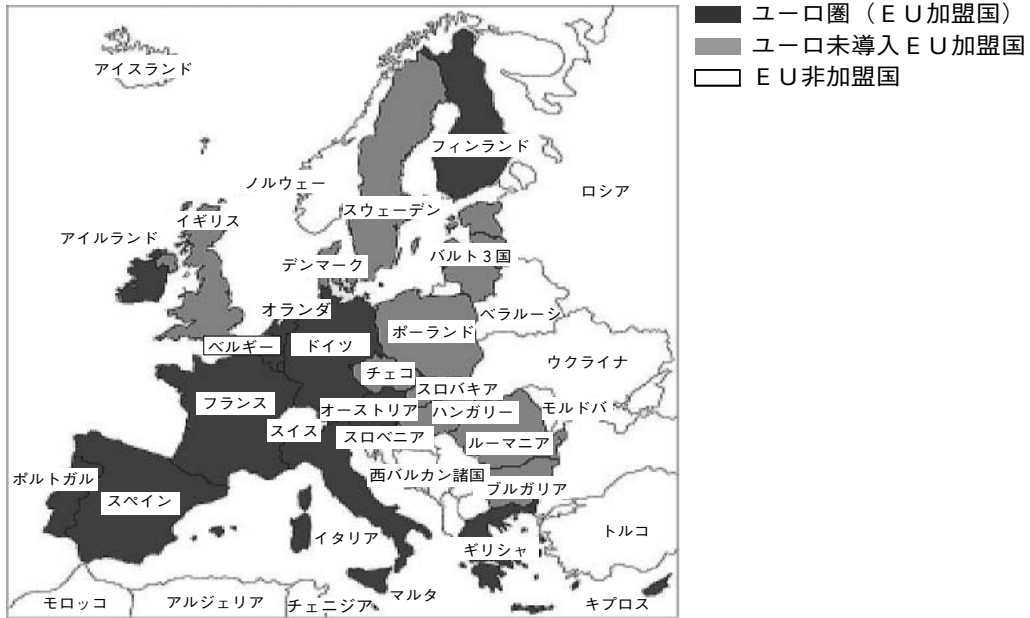
(注) 3月25日現在、地域区分は外務省による
(資料) IMF

これら8カ国は地理的要因以外の共通点もある。アイスランドを除く7カ国は、中央計画経済体制から市場経済体制に移行した、いわゆる体制移行国であること、また、EUに加盟しているハンガリー、ラトビア、ルーマニアの3カ国以外も制度・政策面でEUとつながりを持ち、貿易・金融面でのEUとの関係が強いことだ。

リーマン・ショック後、国家非常事態宣言に追い込まれたアイスランドは、「欧州経済領域（EEA）」に参加し、EUとの共同市場に組み込まれている。

セルビアは、他の旧ユーゴスラビアからの独立国などとともに、EUへの加盟交渉の段階に

[図表-2] 欧州諸国の地理的關係と E U加盟、ユーロ導入状況



(注) バルト3国=エストニア、ラトビア、リトアニア
 西バルカン諸国=クロアチア、マケドニア、アルバニア、ボスニア、ヘルツェゴビナ、モンテネグロ、セルビア、
 コソボ
 (資料) 欧州委員会資料より作成

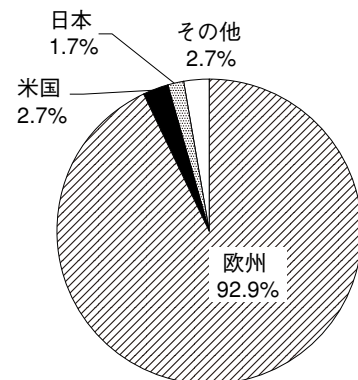
ある「加盟候補国 (現在、トルコ、クロアチア、マケドニアの3カ国)」に続く「潜在的加盟候補国」である。EUとは「安定化・連合協定 (SAA)」を締結、将来の加盟を視野に入れて、EU法に準拠した構造改革による加盟準備を進め、EUから資金支援などを受けている。

その他の3カ国 (ウクライナ、ベラルーシ、アルメニア) は、旧ソ連構成共和国である。旧ソ連からは、バルト3国がEUに加盟しているが、その他の地域はロシアが勢力圏と見なしている地域であり、EUの加盟が一気に進む状況にはない。しかし、2004年5月以降の中東欧の加盟で隣接するようになった地域の政情安定やエネルギー安全保障の観点から、EUは「欧州近隣諸国政策 (ENP)」を通じて、貿易関係の強化や人の移動の円滑化、資金支援などを行ってきた。

2 | 西欧銀行の欧州新興国への積極展開

国際決済銀行 (BIS) 統計によれば、欧州新興国向け貸出に占める西欧の銀行のシェアは9割超と圧倒的に高い (図表-3)。西欧の金融機関が、欧州新興国の通貨・金融危機の原因の一端を担い、かつ、その影響を受けやすいと見られることが、新興国の危機イコール欧州の問題とされるもう1つの理由である。

[図表-3] BIS報告銀行の欧州新興国向け貸出銀行国籍別内訳 (2008年9月末)



(注) 国籍は本店所在地による、支店・子会社を含む連結ベース。
 BISの分類による欧州新興国からスロバキアとトルコを除いた。
 (資料) BIS

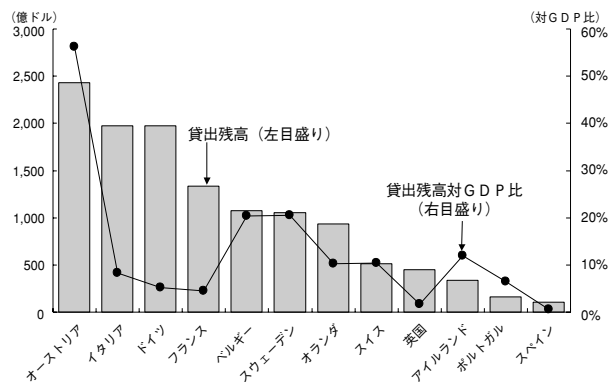
(1) 貸し手側の事情

B I Sの統計をさらに詳しく見ると、欧州新興国向けの貸出残高が最も大きいのはオーストリアの銀行であり、これにイタリア、ドイツ、フランス、ベルギー、スウェーデン、オランダと続く。経済規模の大きい独仏伊の場合、欧州新興国への貸出残高は自国のGDPの1割を下回る規模だが、中堅国のオーストリアは6割を超え、ベルギー、スウェーデンも2割超と欧州新興国への傾斜が著しい（図表-4）。

ライフアイゼン、エルステ銀行（オーストリア）、ウニクレディト、インテザ・サンパオロ（イタリア）、ソシエテジェネラル（フランス）、K B C（ベルギー）、スウェドバンク、S E B（スウェーデン）などが中東欧市場でプレゼンスが高い銀行だ。

これらの特徴は、自国市場の成長の余地が限られる中、グローバルな競争と市場統合、ユーロ導入という経営環境変化への対応として、伝統的な商業銀行業務の成長が見込まれる地域での営業基盤の拡大を選択したことである。米国勢や欧州の最大手と競合する投資銀行業務を強化した銀行や、自国市場の成長が続いた銀行とは一線を画していたため、欧州の金融システムが抱える他の2つの問題、つまり証券化投資による損失や自国市場の不動産バブル崩壊による痛手は軽微というケースが多い。

〔図表-4〕 西欧の銀行の欧州新興国向け貸出残高（国籍別）

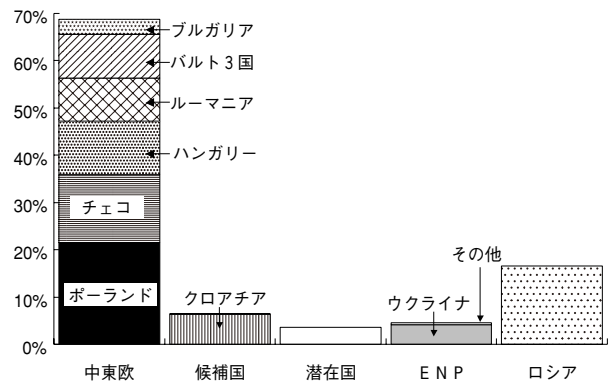


(注) 及び (資料) 図表-3と同じ

欧州新興国の中で特に重点が置かれたのは中東欧である（図表-5）。中東欧に対しては1989年から90年にかけての体制転換後にEUからの支援が始まり、90年代半ばにはEU加盟交渉に入ったために、EUとの制度の一体化、さらに将来の単一通貨の導入が見込まれ、リスクが低いと考えられたからである。その他、巨大市場であるロシア、EU加盟に最も近いとされるクロアチア、重化学工業の基盤があり市場規模も大きいウクライナなど、連携強化が進む近隣諸国への貸出も拡大している。これらEU域外の近隣諸国の情勢から受ける影響も小さくはない。

歴史的な背景や地理的要因から西欧と中東欧経済の結びつきには国ごとに濃淡がある点も特徴である。オーストリアの銀行は、歴史を共有し、国境を接する中欧との結びつきが強い。バルト3国に対しては、対岸に立地し、歴史的にも経済的にもつながりが深いスウェーデンの銀行の活動が目立つ。

〔図表-5〕 西欧の銀行の欧州新興国向け貸出 貸出先別内訳（2008年9月）



(注) 中東欧はユーロ未導入国のみ
候補国＝トルコを除くEU加盟候補国
潜在国＝EUへの潜在的加盟候補国の合計
ENP＝近隣諸国政策対象の旧ソ連構成共和国
(資料) 図表-3と同じ

(2) 受け手側の事情

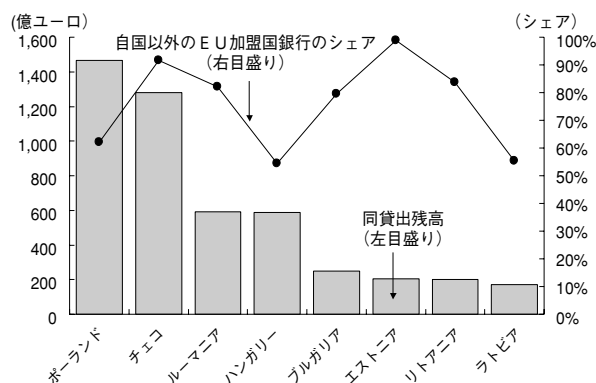
西欧の銀行は、多くの場合、中東欧諸国が市場経済にふさわしい銀行システムに移行するための国営銀行の民営化に、戦略的投資家として参加することで中東欧市場に参入した。

中東欧は、銀行部門への外資の導入によって、資本だけでなく、先進的な商品やサービスを導入して、市場経済にふさわしい金融システムを確立することができた。

結果として、中東欧の銀行セクターでは、銀行総資産に占める自国以外のEU加盟国金融機関の比重が低い国でも5割以上、エストニアのようにほぼ100%という国もある(図表-6)。

また、外資が導入した先進的な商品の1つとして、スイス・フラン建てやユーロ建ての融資が定着していた。中東欧通貨の金利はチェコを除いてユーロやスイス・フランよりも高い状態が続いていた。他方、バルト3国やブルガリアは、制度的に対ユーロ相場を固定、変動相場制を採用していたその他の国では資本の流入による対ユーロ相場の増価が続いていた。金利差とともに為替相場の減価による返済負担増大のリスクを軽視し得る状況が続いたことが、外貨建て貸出の浸透を促した背景である。

〔図表-6〕ユーロ未導入の中東欧諸国におけるEU銀行のシェア(2007年)



(注) 支店と子会社の合計

(資料) E C B, "EU banking Structures", October 2008

しかし、リーマン・ショックを境に、西欧の金融機関のリスク許容度が低下、中東欧からも資本の引き上げに動いたことで状況は一変、変動相場制を採用している国の通貨は大きく減価し、外貨建て債務の返済負担は増大している。かねて懸念されていた「自国市場の状況に関わらず、金融機関の母国の経済の悪化や金融機関の経営悪化を理由とする撤退やリストラが、中東欧の銀行市場に深刻な影響を及ぼすリスク」が現実のものになったのである。

中東欧の通貨危機は、金融危機、さらに経済危機へと深まれば、西欧の金融システムの問題をさらに悪化させ、中東欧のビジネス展開の余力はさらに低下する。悪循環に歯止めをかける対策が求められている。

3—アジア危機との比較で見た中東欧危機

1 | 類似点と相違点

中東欧の危機は97年のタイ・バーツ危機に端を発するアジア危機と比較されることが多い。①過大な経常赤字と資本の流出が根本の原因であること、②通貨価値の安定への期待があり、為替リスクをヘッジしていない外貨建ての貸し出しが普及していたこと、③資本の巻き戻しによる通貨の減価が、外貨建て債務の返済負担の増大につながることで、金融機関の不良債権問題につながり、信用収縮で経済活動がさらに落ち込むという負のサイクルが懸念される点は、足もとの中東欧の状況と危機時のアジアとの類似点であろう。

他方、中東欧の危機への対応を考える場合、①EU加盟、ユーロ導入による制度的な一体化の進展、②中東欧の銀行市場の開放度の高さと西欧金融機関の市場占有率の著しい高さ、③通貨減価の期待される輸出促進、経常収支改善効果の小ささといった点がアジア危機時と大きく

違う点を念頭に置く必要がある。

アジアの場合、①の点では、輸出相手国としては米国の比重が高く、域内貿易も多くの場合にはドル建てで、ドル・リンク型の為替相場制度を維持するインセンティブと期待が存在した。しかし、市場や通貨の統合を前提とするものではなく、政策の選択の幅はより広がった。

これに対し、中東欧はEU加盟で西欧と統合され、条件を満たし次第、ユーロを導入する義務を負っている。政策の選択の幅には制約がある。

②の外銀の業務については、アジアの危機国では、危機前の段階では外国銀行の支店設置や資本参加には制限があった。当該国通貨での業務に制限があったことが外貨建て貸出への傾斜を招いた面があった。貸し手としては邦銀と欧州銀が拮抗した関係にあり、中東欧における西欧の9割というような極端な偏りはなかった。外国銀行の間で、当該国通貨でのビジネス拡大への潜在的な意欲は高かったために、危機を境とする規制緩和で新規参入が促された。また、金融危機下にあった邦銀のプレゼンス後退を、欧州銀の積極展開が補うといった補完関係も働いた。

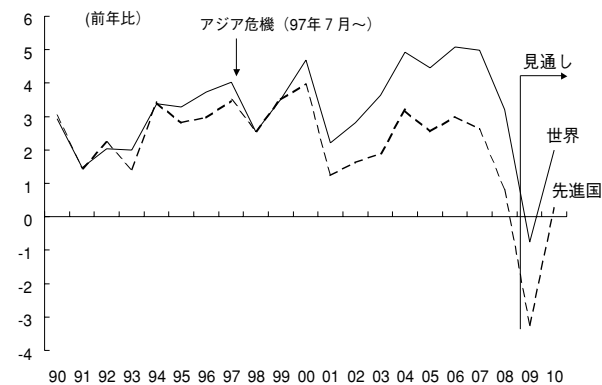
しかし、開放度が高い中東欧の場合、規制緩和の余地は乏しく、世界的な金融危機下では欧州銀の退潮を補う主体の登場は見込めない。

危機克服の経路に関わる③も外部環境の違いに起因するものである。アジア危機では通貨の大幅な減価は輸出促進、経常収支改善効果が強く働いた。これは、アジアの主たる輸出相手地域である欧米経済は好調、特にアジアの得意分野であるIT（情報技術）機器に対する需要が旺盛で価格競争力の向上が速やかに輸出の拡大につながる環境であったためである。

他方、中東欧の場合、輸出の7～8割はユーロ圏を中心とする域内だが、ユーロ圏経済は日米

と共に深刻な後退局面にある。IMFは2009年の世界の成長率は0.5%～1.0%のマイナス成長、先進国の成長率はマイナス3.0～3.5%という深い落ち込みを予想している。アジア危機後の世界経済が2%台の成長を続けたのとは大きな違いがある（図表-7）。

[図表-7] 世界経済の成長率



(注) 見通しはIMFの2009年3月の見通しの中央値
(資料) IMF

さらに、輸出品目構成の面でも、中東欧の主たる輸出品目である自動車の需要は世界的に大きく落ち込んでいる。

中東欧は、通貨が減価して債務返済負担は増大しても、輸出を通じた外貨獲得効果は期待できない厳しい状況に置かれている。

2 | 政策対応の進捗状況

中東欧の危機は、西欧の危機と表裏一体で、外部環境はアジア危機時よりも厳しい。こうした特性を踏まえると、当面の外貨流動性に対しては手厚い支援が必要であり、金融システムの問題に対しては西欧との協調的な解決が不可欠である。また、中東欧の政策運営は、ユーロの早期導入に傾斜しやすく、国内経済悪化のリスクが高い点に留意が必要である。

(1) 国際支援による流動性の確保

EUの中東欧支援の基本スタンスは「国際機関との緊密な協力」と「ケースバイケースで必

要な手段を講じる」というものである。これは、中東欧が外貨流出圧力にさらされている点と同じでも、ポーランドやチェコのように、ファンダメンタルズや政策運営が健全であった国とその他とは区別して対応すべきという考えに基づいている。また、支援に際しては、IMFが中核となり、EUと当該国と関係が深い国が加わるが、加盟国の中でも、関係の深さに濃淡が強い(p.14)ことも背景にある。2月以降、一旦は沈静化した通貨危機が再燃したことに伴って支援枠の拡充が図られている(図表-8)。

中核的な役割を期待されるIMFの融資枠は2500億ドルで、うち660億ドル(約500億ユーロ)はリーマン・ショック後の欧州新興国等への緊急支援に費やされている。新興国の危機に備えるために支援枠の拡大が必要という認識は主要20カ国・地域(G20)主脳会議でも確認され、融資枠を3倍の7500億ドル(約5639億ユーロ)に増やすことで合意した。2月に日本が決めた1000億ドルの融資、EUが3月の首脳会議で決めた750億ユーロ(約1000億ドル)のほか、米国や中国、カナダが新たに拠出を表明した資金が活用される見込みである。

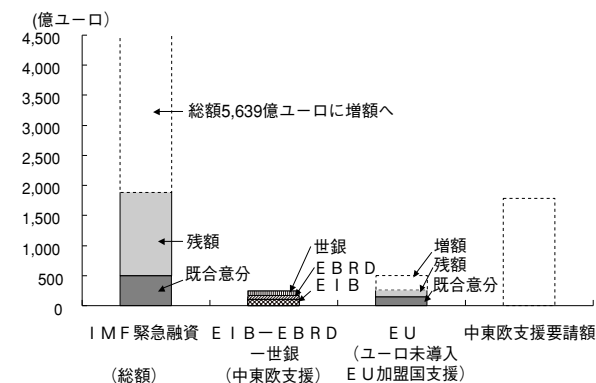
また、2月末には、EUの機関である欧州投資銀行(EIB)、中東欧・CIS(独立国家共同体)の体制移行促進を目的とする欧州復興開発銀行(EBRD)、世界銀行(以下、世銀)が連携して、2010年までの間に総額245億ユーロの支援を行う方針を明らかにしている。3者の支援はIMFやEU、各国政府と協調して中東欧の銀行と企業に融資を行うものである。EBRDからの60億ユーロは、銀行や中堅中小企業への出資や融資、貿易資金の提供、EIBからの110億ユーロは中堅中小企業向け融資、世銀グループからの75億ユーロは銀行、インフラプロジェクト、貿易金融向けの融資ないし保証に向けられる予定である。

EUも3月の首脳会議で、ユーロ未導入のEU加盟国の国際収支支援のために設定した特別融資枠を500億ユーロに倍増することを決めた。3月末現在、EUからは、ハンガリーに65億ユーロ、ラトビアの31億ユーロ、ルーマニアに50億ユーロの融資が決まっている。

3月1日の時点で中東欧はEUに総額1800億ユーロの緊急融資や債務の繰り延べなどの金融支援を要請している。IMFの融資枠の拡充、EIB-EBRD-世銀の融資、そしてEUの特別融資枠の拡充によって、当面の資金繰りには、目処はつきつつある(図表-8)。

なお、3月のEU首脳会議では、東方に隣接しENPの対象となっている旧ソ連構成共和国6カ国と「東方パートナーシップ」を立ち上げ、2013年までに6億ユーロを拠出することも決めている。政情の安定化と経済開発を促すとともに、EUにとって重要な課題であるエネルギーの供給源とルートを確保する目的がある。

[図表-8] 中東欧への支援体制



(注) IMFの緊急融資枠は中東欧向け以外も含む総額。
1ユーロ=1.33ドルでユーロ換算

(資料) IMF、欧州委員会ほか

(2) 金融システム安定化への協調的取り組み

外貨流出の原因となっている金融システムの安定化には中東欧で高いプレゼンスを持つ西欧の金融システムの安定が欠かせない。

西欧諸国は、昨年秋以降、公的資本の注入と銀行債務に対する政府保証を2本柱とする金融安

定化策をまとめている。中東欧で積極展開している銀行 (p.14) のうち、母国政府から公的資本を受け入れてこなかったイタリアの2行も2009年3月に公的資本の受け入れを申請した。うち、ユニクレディトは、経営統合したドイツのヒポフェラインス傘下のバンク・オーストリアが中東欧のビジネスのベースとなっているため、イタリア政府に15億ユーロ、オーストリア政府に25億ユーロを申請している。実現すれば、2008年9月のフォルティス (オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ)、デクシア (フランス、ベルギー) に続く多国籍銀行に対する多国間の公的支援となる。

EUでは、公的資本の注入と銀行債務に対する政府保証に続いて、不良資産対策もバッドバンクの設立による不良資産の切り離しか、損失補償のいずれかを選択肢とすることまでは決まっている。具体的な対策は、これまでのところイギリスの損失補償のみであり、他国の動きが待たれる状況にある。

西欧における金融安定化策の進展が、中東欧との間の資本移動の安定に結びつくには、母国政府が支援にあたって国外業務の削減を求めないことが大前提である。3月のEU首脳会議で確認された公的支援を行なうにあたって、「EU域内の子会社の活動を制限しない」という原則が維持されることが期待される。同時に、中東欧が公的資本の注入や債務の再編など金融システムの再建を進めるにあたって、資金面、技術面でのサポートも求められよう。

(3) 中東欧で強まるユーロ早期導入の機運

1999年にユーロが当初11カ国という予想を上回るスケールで導入することになったのも、市場統合を実現していながら通貨統合していなかったために、欧州通貨危機による域内の為替相場の大幅な変動で単一市場が混乱に見舞われた

からだった。

今回の危機で、統合市場内で為替相場が変動するリスクが浮き彫りになったことで、中東欧のユーロ未導入国では、慎重派のチェコを除く国々で、早期のユーロ導入意欲が高まっている。

すでに述べたとおり、中東欧の国々は条件を満たし次第ユーロを導入する義務を負っている。条件は、①財政基準への適合、②インフレ率の収斂、③長期金利の収斂、④対ユーロ為替相場の安定という4つである。①は財政赤字の対GDP比3%以下と政府債務残高のGDP比60%以下という2つ、②はEU加盟国中最もインフレ率が低い3カ国の平均値プラス1.5%以内、③低インフレ3カ国の長期金利の平均値プラス2%以内、④最低2年間のERM II (欧州為替相場メカニズム) への参加、つまり自国通貨のユーロに対する基準レートと変動幅 (通常はプラスマイナス15%以内) を設定し、この範囲に2年間為替の変動幅を抑制する、というのが具体的な条件である。

ユーロ導入条件への適合に対する審査はEUと欧州中央銀行 (ECB) により毎年行なわれているが、2008年の審査では、財政基準 (①) は8カ国中7カ国、長期金利 (③) は6カ国が達成を認められており、ネックはインフレ (②) あるいはERM IIへの未参加 (④) であった。しかし、通貨金融危機と景気後退で、財政赤字は軒並み基準値を大きく上回り、財政悪化懸念からEU主要国との長期金利の乖離も開くなど、ユーロ導入のハードルは高くなっている。

こうした中、IMFからの支援条件として求められたハンガリーだけでなく、他国にも緊縮財政への動きが広がっている。ユーロの早期導入の見通しが立つことが経済の安定化に資するという判断と思われる。特に、対ユーロの固定為替相場制度を採用し、すでに2年以上のERM II参加という為替相場の基準 (④) を達成して

いるバルト3国は、為替相場の安定維持を優先し、財政緊縮とデフレによる不均衡の調整という痛みが大きい選択をしている。

ユーロの信認維持のためにユーロ導入条件を緩和することはできないが、中東欧が条件達成を急ぎ過ぎれば、国内経済の傷みは深くなり、政治的に不安定化しやすくなる。すでに、今年2月から3月の間に、ラトビアでは内閣が総辞職に、ハンガリーとチェコでは首相が辞任に追い込まれている。統合が政治的な側面から揺らぐリスクも軽視できなくなっている。

4—おわりに

従来から、欧州の統合政策に対する評価には幅があった。着実な成果を挙げてはいるが、到達点やスピードは期待を下回ったためだ。

EUの危機対応も、財政が国ごとに分断されているために、政府間の調整に時間を要したり、国ごとの対応力の格差が浮き彫りになるなど、期待される水準やスピードとの乖離は大きい。

半面、リーマン・ショックからの半年間、異例のスピードで政策協調や制度調和が進展したという評価も可能だ。責任は各国政府が負う形ながらも、金融システムの安定化や景気対策で足並みを揃えてきたし、長期的な課題であった金融監督の一元化や懸案の不良資産対策も具体化しつつある。

経済格差の大きい中東欧との統合の難しさは、かねて指摘されてきたが、それでも、拡大に踏み切ったのは、成長市場との一体化という経済的利益以上に、分断されてきた欧州の再統一という政治的意思が働いたからだ。中東欧の通貨金融危機への対応は、外貨繰りの支援にとりあえずの目処がついた段階である。金融システムの安定化や、中東欧のユーロ導入に向けたプロセスでは、西欧と中東欧が痛みを分け合うこと

になり、双方の政治的意思が試される場面が続きそうだ。

それでも、多様化する欧州が世界経済で一定の発言力を保持するには統合を維持して行く以外選択肢はない。紆余曲折を経ながらも、対話を通じて問題解決の糸口を見出して行くのではないかと思う。