

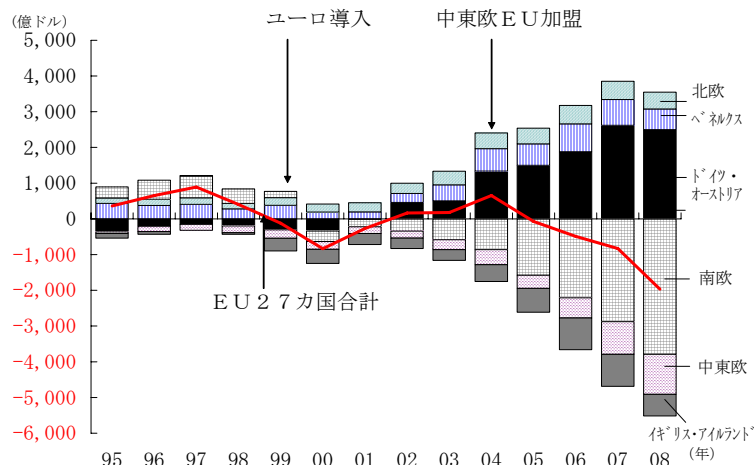
Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 欧州域内の不均衡と中東欧経済

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 世界金融危機と同時不況の背景には、経常収支の不均衡と資本移動の拡大があったが、不均衡は欧州域内でも拡大していた（下図参照）。
2. 中東欧では、EU加盟効果が働き貯蓄不足・需要超過型の成長が続いてきたが、しばらくは危機前のような西欧・北欧の貯蓄超過国からの資本流入は期待できないため、他の新興地域よりも調整局面が長引く見通しだ。
3. 但し、中東欧の中でも不均衡の度合いにはかなりの違いがあり、マイナス成長が1四半期に留まったポーランドは2009年もプラス成長を維持、輸出を通じた打撃が大きかったチェコも比較的順調な立ち直りが期待される。
4. その他の国の不均衡はより大きく、ラトビア、リトアニアに代表される対ユーロ固定為替相場制により対外競争力と為替相場の水準との乖離の是正に時間を要する国や、対外的な信用力が低く、財政政策の制約が強い国は厳しい状況が続く見通しだ。

EU域内の不均衡—中東欧ではEU加盟効果で経常赤字が過大な水準に膨らんでいた—



(注) 北欧＝スウェーデン、デンマーク、フィンランド、南欧＝スペイン、ポルトガル、ギリシャ、フランス、イタリア、キプロス、マルタ、中東欧＝ユーロ未導入国のほか、スロベニア、スロバキアも含む

(資料) IMF, 'World Economic Database', October 2009

## （ 世界的な不均衡と欧州の不均衡 ）

世界金融危機と同時不況の背景には、米国に代表される「貯蓄が不足し、需要が超過していた地域」と、中国に代表される「貯蓄が超過で、需要が不足していた地域」の間での相互依存関係が固定化し、世界的な不均衡が拡大し続けていたことがある<sup>(注1)</sup>。

中国などは需要超過国への輸出を原動力に成長し、獲得した外貨を米国債などに投資し、需要超過国の成長をファイナンスしていた。こうした循環が成立する上では、基軸通貨であるドルの信認、準備通貨としての需要が重要な役割を果たしたと考えられている。

EU27カ国の経常収支は、2005年以降、赤字に転じ、貯蓄不足幅は拡大していた。ただ、対GDP比で見た経常赤字の規模は、米国では2005～2006年のピーク時に6%近くに達していたのに対して、EUはピークの2008年でも1%余りで、地域全体として捉えた場合、不均衡は目立たない。

ただ、これはあくまでも発展段階や産業構造など様々な加盟国からなるEU全体としての姿である。EU域内では財・サービス・ヒト・カネの移動が自由化されているが、財政の主権は分散しており、ユーロ圏とユーロ未導入国の間には通貨の壁も存在する。EUに中東欧が新たに加わってからの成長パターンは、北欧、ベネルクス3国、ドイツ、オーストリアは経常黒字、すなわち中国などと同じ「貯蓄超過・需要不足型」、中東欧のほか、スペインを中心とする南欧と中東欧、イギリス、アイルランドが経常赤字、つまり「貯蓄不足・需要超過型」の傾向が強まった。EU全体として経常収支が赤字に転化し、赤字が拡大するプロセスでは、欧州域内の不均衡も拡大していたのである（表紙図表参照）。

金融危機前の欧州で、「貯蓄不足・需要超過型」の地域の経常赤字の拡大に拍車がかかったのは、世界的な金融緩和と資本移動の拡大、さらにユーロの導入、EU拡大などを背景に、貯蓄不足が円滑にファイナンスされたことがある。貯蓄超過国の側は、域内外の需要超過国への輸出で内需の不足を補い、さらに輸出を通じて得た資金を、資金需要が旺盛な貯蓄不足国に投融資するという相互依存関係が成立していた。

金融危機によるリスクの再評価とともに、域内外での資本移動は細り、欧州でも貯蓄不足国は急激かつ厳しい調整へと追い込まれた。それと同時に、北欧や西欧の貯蓄超過国も貯蓄不足国の需要の収縮、これら地域への投融資の焦げ付きのリスクが強まったことで、景気が失速、先行きの不安が強まった。これが欧州の金融危機と同時不況の構図である。

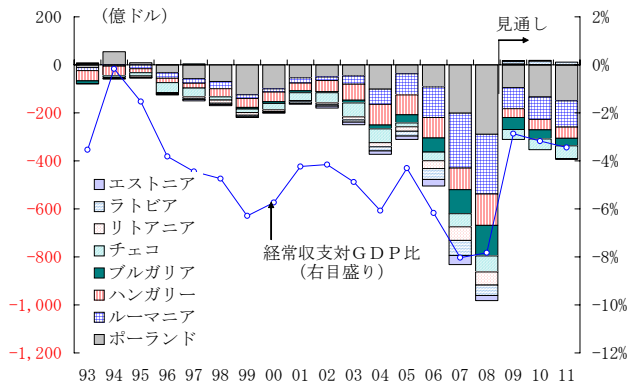
（注1）「Weekly エコノミスト・レター2009-10-09 中期経済見通し」をご参照下さい。

## （ 金融危機の打撃が大きかった中東欧経済 ）

中東欧は、欧州域内の不均衡の構図の中で「貯蓄不足・需要超過型」の成長を続けてきた国である。不均衡の総額に占める比重は南欧よりも小さいが、経済規模も小さいため、対GDPで見た経常赤字の規模は、ブルガリアの約25%を筆頭に、ルーマニア、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）ではGDP比で二桁に達していた。金額的にはポーランドの赤字は大きい、経済規模も大きい、GDP比ではピークの2008年でも5.5%に抑えられていた。チェコの場合は、対外的な不均衡は近年むしろ改善傾向にあり、経常赤字は2007年で3.2%までの拡大に留まっていた。このように中東欧の中でも対外的な不均衡の度合には差があったものの、全体では、経

常赤字はアジア危機などの経験から一般に「危機ライン」とみなされるGDPの8%に達していた(図表1)。この点は過去の通貨危機を教訓に、經常収支を黒字、あるいは小幅な赤字に維持してきたアジアや中南米との違いである。

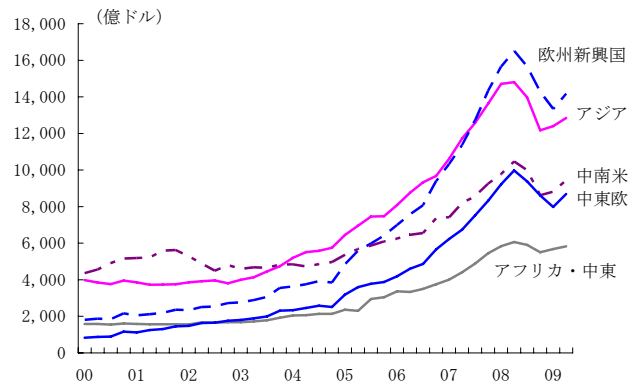
図表1 中東欧のユーロ未導入のEU加盟国の  
經常収支



(注) 見通しはIMFによる

(資料) IMF, 'World Economic Database', October 2009

図表2 BIS報告銀行の新興国・途上国向け  
対外与信残高の推移



(注) 地域分類はBISによる。欧州新興国は中東欧(ユーロ未導入国)のほか、ロシア、トルコ、CIS

(資料) BIS, 'Consolidated Banking Statistics'

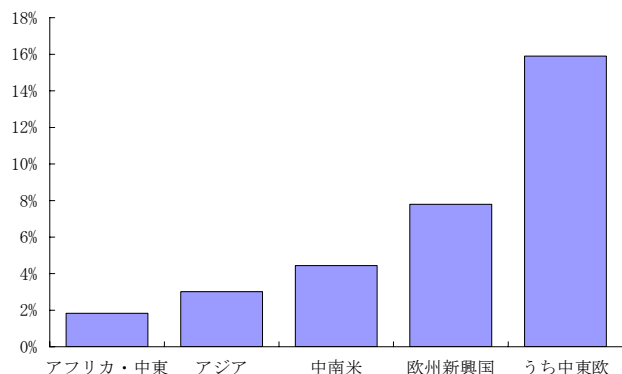
国際決済銀行(BIS)の統計によれば、2008年9月のリーマン・ショック後、銀行部門を通じた資本の流出は中東欧ばかりでなく、アジアや中南米にも及んだ。だが、中東欧など欧州新興国ではアジア・中南米向けが持ち直した2009年1~3月期も対外与信の縮小は続いた(図表2)。対外与信残高の削減額(ピークとボトムの差)は、対GDP比で欧州新興国はGDPの7.6%、中でも中東欧は15.9%にもものぼり、アフリカ・中東(1.8%)、アジア(2.8%)、中南米(4.4%)など他の新興地域よりも影響度が大きかったことが確認できる(図表3)。

ここでは対外与信を、BISが本支店と現地法人を合計した連結ベースで作成している「国際与信統計(Consolidated Banking Statistics)」で、①国境を超える与信、②外国銀行の支店・現地法人による外貨建ての国内与信、③外国銀行の支店・現地法人による現地通貨建て与信の合計額(=対外与信)という定義で捉えている。BISが作成している統計には、他に国際収支統計と同じように銀行の所在地に基づく地域間の資金フローを捉えた「国際資金取引統計(Locational Banking Statistics)」がある。アジア向けの残高の変化額は2つの統計の間に大きな差がないが、中東欧の場合は「国際資金取引統計」で捉えた金額がかなり小さい。中東欧では西欧・北欧の銀行が高いプレゼンスを占めており(注2)、現地に進出した支店・現地法人による与信(上記の②、③)の比重が高いことが「国際与信統計」で捉えた削減額の大きさに影響していることが推察される。

国際通貨基金(IMF)が10月に公表した「世界経済見通し」の中で、中東欧は新興国の中で、より長い期間の落ち込みと緩慢な回復が予想されている(図表4)。しばらくは、主な出し手であった西欧・北欧の貯蓄超過国からの資本が、危機前のような勢いで流入することが期待できない。対外的な均衡の回復を図り、高成長期に膨らんだ過剰な債務を経済力に見合ったものに圧縮する必

要から、他の新興国よりも調整局面が長引く見通した。

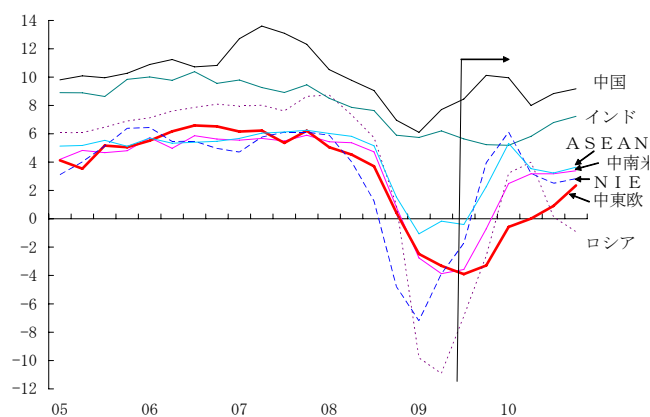
図表3 BIS報告銀行の新興国・途上国向け  
対外与信残高削減額の対GDP比



(注) 地域分類はBISによる。GDPは2008年実績(一部IMFによる推定を含む)

(資料) BIS, 'Consolidated Banking Statistics', IMF, 'World Economic Database', October 2009

図表4 IMFによる新興国経済見通し(単位: %)



(注) 中東欧はIMFが先進国に分類しているスロベニア、スロバキア、チェコは含まない

(資料) IMF, 'World Economic Outlook', October 2009

(注2) 「欧州発金融危機再燃リスク」ニッセイ基礎研 REPORT」October 2009をご参照下さい。

### ( 打撃が最も小さかったポーランド、立ち直りつつあるチェコ )

但し、中東欧の中でも不均衡の度合いには差があり、これまでの景気の落ち込みの深さも異なる。EU全体の実質GDPのピークである2008年1~3月期から2009年4~6月期までの変化を見ると、2004年5月以降、EUに加盟した中東欧諸国のうち、すでにユーロを導入したスロベニア、スロバキアの2カ国を除く8カ国は、(1) マイナス成長が2009年10~12月期の前期比マイナス0.1%に留まり、景気後退を免れたポーランド、(2) GDPが5%前後縮小したチェコ、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア、(3) GDPの縮小が2割前後と大きいバルト3国(ラトビア、リトアニア、エストニア)、と大きく3つのグループに分けることができる(図表3-実績)。

(1) のポーランドは、中東欧だけでなくEUの中でも唯一2009年年間でプラス成長が期待される国である。欧州委員会は、2009年11月3日に公表した「秋季経済見通し」の中で、ポーランドが危機に対して強い抵抗力を発揮した理由を「2003~2008年にかけての急成長局面でも不均衡が拡大していなかった」と指摘している。先に触れたとおり、経常赤字の規模がある程度コントロールされていたことに加えて、中東欧で最大の経済規模を持ち、内需主導の経済構造であるため、輸出を通じた影響も抑えられた。

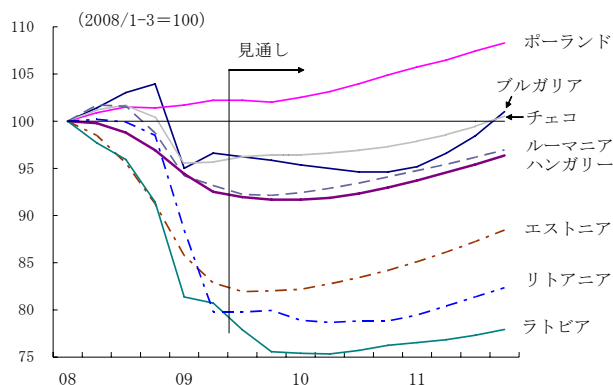
(2) のグループではハンガリー、ルーマニア、(3) のラトビアは金融危機で外貨繰りに問題が生じ、IMFから緊急融資を受けている。(3) のリトアニア、エストニアとともに、大幅な経常赤字、潤沢な資本の流入による過熱気味の経済成長、100%を超える預貸率、通貨が減価した場合に返済負担が増大するリスクを内包するユーロなど外貨建てローンの高い普及率、といった共通点がある。不均衡が大きいため、調整が長引くと見られる。

他方、チェコは、2008年10～12月期、2009年1～3月期と2四半期に急激かつ大きく落ち込んだことで(2)のグループに分類されるが、2009年4～6月期にはプラス成長に転化している。2008年末～2009年初にかけてのチェコの落ち込みの主因は、輸出依存度（GDPに占める輸出の割合）が中東欧でも最も高いことにあり、対外的な不均衡と短期資金への依存度は抑えられていたため、資本移動のルートを通じた影響は軽微であった。その理由として、①新規加盟国中、チェコの所得水準は相対的に高く、EU加盟によるキャッチ・アップの圧力は小さかった、②インフレ目標制による金融政策と変動相場制による金融為替政策運営の下で、ユーロ圏との金利差が狭い範囲に抑えられてきた、③ユーロ導入に対して最も慎重な立場をとってきたこと、などがリスクを軽視した資本の流入や、ユーロ建てローンの浸透などを抑えたものと思われる。

**（ 今後を左右する政策的な自由度、対外的な評価 ）**

今後の回復力は、不均衡の大きさに加えて、政策的な自由度、対外的な評価によって決まることになるだろう。欧州委員会の見通しでも、4～6月期にプラス成長となっているポーランド、チェコが比較的順調な立ち直りが期待されているのに対して、不均衡が大きかった国々は、下げ止まりまでになお時間を要すると予測している。EU全体では2009年7～9月期のプラス成長への復帰が期待されているが、エストニアで2009年10～12月期、ルーマニアで2010年1～3月期、ラトビア、リトアニア、ブルガリアはさらに遅れて2010年後半にようやく回復に転じるという予測である（図表5）。

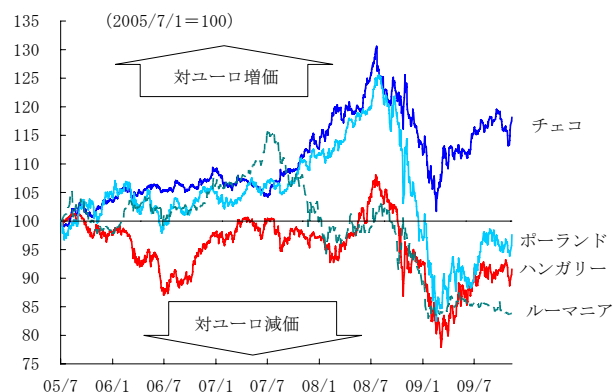
**図表5 中東欧のユーロ未導入EU加盟国の経済見通し**



(注) 見通しは欧州委員会による  
ブルガリアは季節調整済みの実質GDPを公表していないため欧州委員会の推定を用いた

(資料) Eurostat, European Commission, 'European Economic Forecast', Autumn 2009'

**図表6 中東欧のユーロ未導入変動相場制採用国の対ユーロ相場**



(資料)ECB

為替相場制度の面から、8カ国は大きく変動相場制採用国と対ユーロ固定為替相場制採用国に分けることができるが、変動相場制を採用している4カ国の通貨は、金融危機の渦中で対ユーロで一

時大きく減価し、2009年上半期に戻すという流れを辿ってきた（図表6）。ハンガリー、ルーマニアなどユーロなど外貨建てのローンが普及している国では、通貨の減価はバランス・シート調整の圧力を増幅させる要因となる。通貨の減価は、輸入インフレの要因ともなるため、政策金利はやや高めの水準に維持せざるを得ない状況だ。他方、外貨建てローンの普及率が低い半面、輸出依存度の高いチェコにとっては、割高化が進んだ通貨のある程度の調整は輸出競争力を高める効果も働く。政策金利は1.25%とユーロ（1%）と極めて近い水準に維持されており、景気の回復を支える見通しだ。

他方、エストニア、リトアニア、ブルガリアはユーロを裏づけとする「カレンシー・ボード制」で対ユーロでの為替相場を固定、ラトビアは、「カレンシー・ボード制」ではないものの、対ユーロでの変動幅を±1%以内に抑制する固定為替相場制度を採用している。IMFから支援を受けているラトビアでは、不況下での厳しい緊縮財政で景気の落ち込みが激しく、通貨切り下げ、その近隣諸国への波及の懸念はなお燃えている。ラトビアが通貨の水準を死守するのは、切り下げを行なった場合、融資総額の85.2%と国内に広く浸透しているユーロ建ての債務の返済負担の増大による深刻な混乱が生じることが予想されるからだ。ラトビアの外貨繰りの支援を行っているIMFやEUも、この方針を認めている。通貨の固定を維持する見返りとして、対外競争力と為替相場の水準との乖離の是正には時間を要することになる。

固定相場制採用国では、財政の悪化や為替切り下げのリスクなどが織り込まれて長期金利が上昇している。政策金利は、リトアニアは1.75%、ラトビアは4%（エストニアとブルガリアは政策金利を設定していない）であり、変動相場制のルーマニアやハンガリーよりも低い（図表7）。しかし、両国の長期金利（10年国債利回り）は、リトアニアが14.5%、ラトビアが13.5%（10月平均）と、ルーマニアやハンガリーを上回る水準になっている。為替リスクが除去されたユーロ圏の中でも、政策金利は単一だが、長期金利は最も信用力が低いドイツと、財政悪化が目立つアイルランドやギリシャとの格差（スプレッド）が拡大しているのと似た状況と言えよう。

4カ国のうち、エストニア、ブルガリアの長期金利上昇が抑えられているのは財政の健全性によるものだ。欧州委員会も2011年の段階でも両国の政府債務残高のGDP比は10%台に抑制されると予測している（図表9）。IMFは10月にまとめたエストニア経済に関する報告書の中で「2011年のユーロ導入も射程内にある」とするなど、他の2つのバルト諸国との違いが明確になっている。

### （ 続くポーランド、チェコの優位 ）

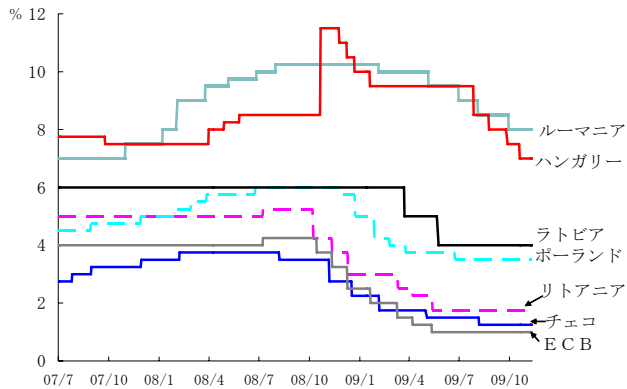
中東欧の中では不均衡が小さく、制度・構造的に金融政策の自由度と為替相場の柔軟性があるポーランド・チェコの順調な回復が期待されるといっても、そのテンポも緩慢に留まる見通しだ。

チェコは、2009年は輸出の落ち込みが響いたが、2010年は輸出環境の持ち直しが景気にプラスの影響を及ぼすことが期待される。それでも、雇用・所得面では調整の余地が大きいことに加え、2010年度にはVAT引き上げや失業給付引き上げなどの危機対策の巻き戻しなど、財政均衡化がスタートすることも回復テンポを抑えることになるだろう。

ポーランドの場合、資本や輸出を通じた危機の波及が抑えられたため、国内における雇用調整の圧力も相対的に小さい。その一方、EU加盟で門戸が開放された西欧への労働移動が拡大していたため、西欧の雇用調整の影響、いわば労働力ルートでの西欧の不況の影響は続きそうだ。ポーラン

ドのほか、労働者送金のGDP比が5%を超えるほどに膨らんでいたブルガリア、ルーマニアなど(図表10)にも同様のリスクはある。

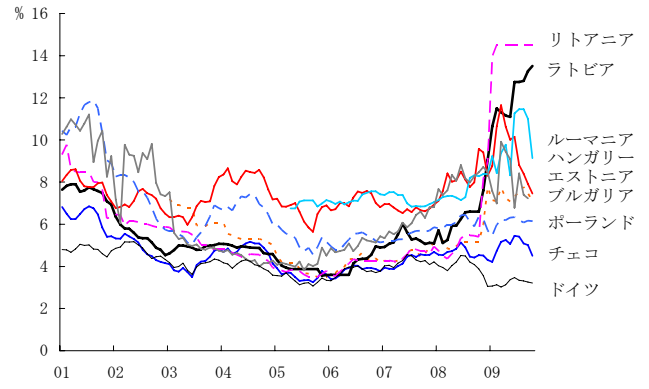
図表7 中東欧のユーロ未導入EU加盟国の政策金利



(注)エストニアとブルガリアは、カレンシー・ボード制を採用し、為替相場を金融政策のターゲットとしているため政策金利は設定していない

(資料) 各国中央銀行

図表8 中東欧のユーロ未導入EU加盟国の長期金利

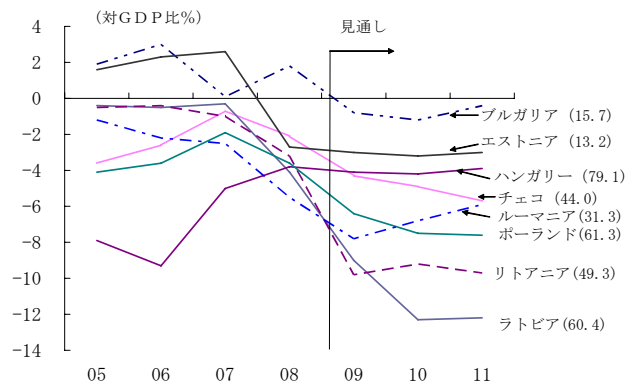


(注) 10年国債利回り

但し、ブルガリア、ルーマニアは2005年12月、リトアニアは2007年10月までは発行金利  
エストニアは住宅ローン金利

(資料) ECB

図表9 中東欧のユーロ未導入EU加盟国の財政収支対GDP比

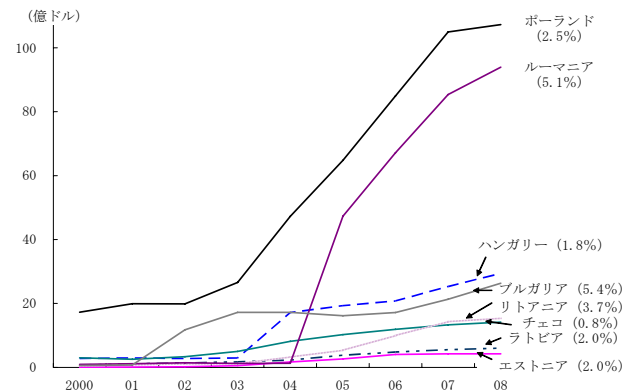


(注) 見通しは欧州委員会による

2011年の見通しは政策変更がない場合、国名横の括弧内数字は2011年時点の政府債務残高の見通し

(資料) Eurostat, European Commission, 'European Economic Forecast', Autumn 2009'

図表10 中東欧のユーロ未導入EU加盟国の労働者送金受け入れ額



(注) 労働者送金、雇業者報酬、移民の移転(移民の際の資産の移動)の合計

国名横の数字は2008年時点の対GDP比

(資料) World Bank, 'Migration and Remittances Database'

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。