

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

中東欧の通貨・金融危機が示唆する教訓

～ユーロ導入と金融監督の視点から～

(財) 国際通貨研究所
経済調査部
主任研究員 西村陽造
nishimura@iima.or.jp

要旨

中東欧は通貨・金融危機リスクにさらされ、いくつかの国々が IMF・EU に金融支援を求める状況に追い込まれたが、中東欧全域に危機が広がることはこれまでのところ回避できた。この背景には、①IMF・EU の支援姿勢が明確で支援内容も適切であったこと、②同じ中東欧でも国毎に深刻度が大きく異なることが市場に認識されていたこと、③中東欧の大国であるポーランドの相対的安定が重石になったこと、④世界的に景気が底を打ち金融が安定化してきたこと、などがある。ただし、危機リスクの背景にあったそれまでの景気過熱や過度の資金流入・資産価格上昇で蓄積された問題のために、中東欧の経済・金融は当面厳しい調整を余儀なくされるとみられる。

今回の危機は、ユーロ圏への経済収斂が十分でない中東欧が自国通貨をユーロに対して固定することは、ユーロ建てを含む資金流入を過度に加速させるリスクを孕んでいることを示した。また、その資金流入は、西欧の金融機関が中東欧に設立した子会社の金融機関を通じて行われており、それは西欧と中東欧の間で金融統合が進んでいたにもかかわらず、EU 全体を視野に入れた規制・監督が不十分であったことを示している。

これらの教訓を活かしながら、中東欧諸国でのユーロ導入に向けたロードマ

ップを提示することが、今後の中東欧経済の安定と成長力の鍵を握っている。

1. はじめに

中東欧では昨年9月のリーマン・ショック後、通貨・金融危機リスクが高まったが、世界各国の政策対応などによって世界的に金融・資本市場は安定に向かい、景気底打ち感が広がりつつあるなか、IMF・EUによる中東欧への資金支援によって、一部の国々で始まりかけた通貨・金融危機は未然に抑えられ、中東欧全体への広がりも回避できた。しかし、新興国のなかで中東欧が相対的に厳しい経済・金融の調整を余儀なくされることにかわりはなく、今後の回復に向けた動きもかなり鈍いとみられる。

本稿では、こうした今回の中東欧経済の一連の動きを概観したうえで、それが示唆する教訓として、ユーロ導入のロードマップと金融規制・監督の問題をとりあげ、中東欧の中長期的な経済の安定と成長力を考える材料を提供したい。

2. 封じ込められた中東欧の通貨・金融危機リスク

まず、今回の中東欧の動きを概観してみよう。

中東欧諸国は、西欧から直接投資の形態で資金が流入し、この資金を使って設備投資を行い、それに必要な資本財を海外から輸入した結果、経常収支が赤字になるという構図であった。直接投資は安定的で急激な資金引き揚げのリスクが小さいことに加え、中東欧の生産力や所得水準を西欧に近づけることに貢献するので、経常収支は赤字であっても健全な成長戦略であると評価できた。

しかし、2005年頃より様子が変わった。直接投資ではなく、銀行貸出による資金流入が急拡大を始めた。西欧の銀行は中東欧の現地子会社の銀行を通じて、または直接に、住宅ローン、消費者ローン、事業貸出を提供し、この金額が急拡大した。2007年には中東欧全体で見ると、銀行貸出による資金流入が直接投資による流入を大きく上回り、その規模は経常収支赤字にかなり迫った。この資金流入が景気過熱、インフレ率の上昇、株価や住宅などの資産価格の過度の上昇をもたらし、通貨・金融危機のリスクが蓄積された。

しかも、この銀行貸出に占める外貨建て比率が高く、自国通貨が下落すると利払い・返済負担が高まるリスクを孕んでいた。ユーロ建てが多いが、スイス・フラン建てや円建ても含まれている。IMFの資料によると、昨年9月末のラトビアの国内銀行貸出残高の81%はユーロ建てで、他の外貨も含めた外貨建て比

率は9割にのぼる。リトアニアやエストニアも2005年末で6割を超えており、足元はさらに高くなっていよう。オーストリア中銀の資料では、2008年6月末の外貨建て比率は、ハンガリー57%、ルーマニア55%、ブルガリア54%である。他方でポーランド25%、スロバキア19%、チェコ8%は、それと比較すると低い。

こうしたなかで、2007年夏以降、米国のサブプライム危機の影響が西欧の金融機関にも波及し、西欧の金融機関や投資家が中東欧から資金引き揚げ圧力を強めた結果、一部の国で通貨・金融危機のリスクが高まった。これを中東欧全体の国際収支で見ると、銀行貸出による資金流入を表す「その他投資」が2008年から2009年にかけて流入から流出に転じる。この資金流出を補填するために外貨準備が取り崩される。また、資金流出によって景気が大きく落ち込み、経常収支赤字は大幅な縮小に転じる。IMFは2009年通年で第1表のように予想している（本年4月時点）。

このため、2008年11月にハンガリー、12月にラトビア、2009年5月にルーマニアがIMF・EUを始めとした国際機関や関係各国から資金支援を受けることとなった（IMF理事会支援承認日のベース）。また、経済状況が良好な国に対して危機予防のためにIMFが条件を課すことなく資金支援をする融資枠（Flexible Credit Lines）が2009年3月に創設されたが、それが2009年5月にポーランドに供与された。

こうした資金支援も奏功してか、これまでのところ、通貨・金融危機は抑えられ、中東欧の他の国々への広がりも回避された。

第1表：中東欧の経常収支赤字の調達構造の変化

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(予想)	2009(予想)
経常収支	-10.4	-16.9	-29.0	-48.6	-54.7	-82.5	-122.1	-142.2	-59.4
（対GDP比）	-1.9	-2.7	-3.8	-5.1	-4.8	-6.5	-7.7	-7.6	-4.1
民間資本フロー（ネット）	5.6	25.9	42.3	61.3	99.9	120.0	173.6	147.1	-38.3
直接投資	17.4	12.2	13.3	30.0	37.4	58.9	72.0	64.1	30.1
証券投資	0.2	3.1	9.7	25.3	25.9	9.4	-7.4	-13.2	-6.1
その他投資	-12.0	10.6	19.2	6.1	36.6	51.7	108.9	96.2	-62.4
公的資本フロー（ネット）	5.2	4.5	-2.4	-4.1	0.0	-7.9	-6.0	7.3	26.8
外貨準備増減	-11.0	-14.2	-9.3	-8.2	-36.1	-20.3	-31.2	-9.7	36.6

（注）経常収支はプラスは黒字、マイナスは赤字。
 資本フローはプラスは流入、マイナスは流出。
 外貨準備増減は、プラスは減少、マイナスは増加。
 （資料）IMF, World Economic Outlook Database, April 2009

3. なぜ、危機を封じ込めることができたか？

こうした一連の動きを振り返って、通貨・金融危機を封じ込めることができ

た理由を整理してみたい。

第1は、IMF、EUからの支援姿勢が、基本的に明確であったことである。これに世界銀行、欧州復興開発銀行などの国際機関、近隣関係国からの支援が加わった。また、ECB（欧州中央銀行）がバルト3国への民間銀行貸出残高の大きなスウェーデンの中央銀行に資金供与するといった形の支援も行われた。さらに、ルーマニアに関しては、同国への貸出残高の大きな **Erste Bank**（オーストリア）を筆頭に9金融グループが「貸出維持は利益にかなう」との認識を表明するといったことも、安定化に貢献した。

第2は、IMF融資の条件が必要最小限に止められたことである。例えば、1997～98年のアジア通貨危機の際は、IMFによる融資の条件であるコンディショナリティに、通貨危機の沈静化とは直接関係のない構造改革（国内産業独占の問題など）が盛り込まれた。短期的に解決の難しい構造改革に注目が集まることで、海外投資家からの信認を損ない、それが通貨危機をさらに悪化させることになった。こうした批判を踏まえてか、今回の中東欧諸国へのIMF融資の条件は、金融・財政政策、銀行部門再建など、必要なものにのみ絞られている。

第3は、危機伝染のメカニズムがかなり抑えこまれたことである。リスクを判断する材料となる経常収支赤字の規模や、西欧から流入した銀行貸出の規模やその外貨建て比率は、国によって大きく異なっていることが市場でも早い時期から認識され、同じ中東欧だからというだけで、資金引き揚げが一国からその他の国に伝染するといったメカニズム（アジア通貨危機の際はこのメカニズムがみられた）が働きにくかった。実際、それが各国間のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドの格差にも反映されている。また、中東欧の大国であるポーランドが抱えるリスクが相対的に軽微であったことも、それが重石となって中東欧全体に危機が広がるリスクを抑えることに貢献したとみられる。

第4は世界的な景気の底打ちと金融の安定化である。IMFの世界経済見通しによると、2009年と2010年の世界経済成長率は、本年4月発表ではそれぞれ-1.3%、1.9%であったが、7月に2009年は-1.4%とほぼ不変である一方で、2010年は2.5%に上方修正された。今後、さらに上方修正されるとの見方が強まりつつある（第2表）。金融面でも、金融の安定度を測る指標であるCDSスプレッド、銀行を含む社債の国債との利回り格差、短期金融市場でのターム物金利とオーバーナイト金利の格差など、いずれも縮小してきた。これらは、西欧の金融機関・投資家が中東欧から資金を引き揚げるリスクを低下させた。

第2表：IMFによる世界経済見通し（2009年、2010年）

暦年	実質経済成長率				4月時点との差	
	2007	2008	2009	2010	2009	2010
世界	5.1	3.1	-1.4	2.5	-0.1	0.6
先進国	2.7	0.8	-3.8	0.6	0.0	0.6
ユーロ圏	2.7	0.8	-4.8	-0.3	-0.6	0.1
新興・発展途上国	8.3	6.0	1.5	4.7	-0.1	0.7
中東欧	5.4	3.0	-5.0	1.0	-1.3	0.2

(注)4月時点との差とは、2009年7月の数値から同年4月のものを控除したものの。

(資料)IMF, World Economic Outlook UPDATE, July 8, 2009

4. ただし、経済・金融の厳しい調整は続く

中東欧経済は、通貨・金融危機の本格発現を回避できたとはいえ、今後も厳しい経済・金融の調整を余儀なくされることに変わりはない。中東欧の貿易相手地域である西欧の景気回復が力強さを欠くなかで、通貨・金融危機リスクを高めた主因である景気過熱や、過度の資金流入と資産価格上昇の反動の影響がでくるためである。実際、IMFの経済見通しでも、中東欧の景気回復力は新興・発展途上国全体に比べるとかなり弱い（第2表）

象徴的な例はラトビアである。同国は通貨・金融危機を回避し、対ユーロの固定相場制を維持できたとしても、経済的困難が待ち受けている。

まず、固定相場制を守れなかった場合、外貨建債務負担の拡大に直面する。ラトビアは多額のユーロ建て債務を抱えている。2008年9月末でBISに報告している先進国銀行向け債務はGDP比6割に上り、それらを原資とした国内銀行貸出の9割は外貨建てである。自国通貨が下落すれば、債務返済負担の拡大が重くのしかかることは明らかである。

一方で、固定相場制を守った場合、賃金下落調整を余儀なくされ、国内のデフレ圧力が強まる。ラトビアの経常収支赤字は対GDP比で、2007年23%、2008年13%に縮小した。が、これは資本流入減少が内需を落ち込ませ、輸入が落ち込んだ結果である。これまで内需を支えてきた資本流入の回復に多くを期待できないなかで、経済の回復を図るためには、国内の労働や資本など利用可能な資源を内需から輸出に振り向ける必要があり、そのためには割高な賃金水準の是正が求められる。生産された財・サービスが割高であれば輸出できないからだ。しかし、景気過熱期の賃金上昇に加え、昨年夏以降、管理変動相場制を採用している近隣の国々の通貨が大幅に下落したことが、その割高感を強めている。

この是正には、自国通貨下落と賃金低下の2つの方法があるが、固定相場を守ることは前者の方法を放棄することを意味するので、国内の賃金圧縮を含むデフレ政策を採ることを余儀なくされる。実際、緊縮的な2009～10年度の財政パッケージが議会で可決されている。

ラトビアにとっての最適な解決策は、当初IMFがスタッフ・レベルで提案した通り、一定率、自国通貨の為替相場を切り下げて、ユーロを導入することだと筆者は考える。割高な賃金水準の問題を緩和するのと引き換えに對外債務負担も拡大するが、ユーロ導入によりそれ以上の為替相場下落と、それに伴う對外債務負担拡大に歯止めをかけることができる。

しかしこれは現在のEUの枠組みを踏まえると現実的ではない。ユーロ導入には、インフレ率、長期金利、為替相場変動、財政収支、政府債務などに関するマストリヒト基準を満たす必要があるが、財政赤字が基準を上回っており、自国通貨の切り下げ幅が大きくなれば為替相場変動の基準も満たさない。インフレ率も昨年まではプラス2桁だった。危機救済はユーロ導入を認める理由にならない。

現実的な対応策は、ラトビアからの資金引揚げ圧力を抑える一方で、経済安定を損なわない範囲で賃金圧縮などのデフレ政策を進めることである。現段階で固定相場制を放棄すると、為替相場の下落幅を増幅することになりかねない。

ラトビアほど深刻ではないとしても、固定相場制を採用している他のバルト諸国やブルガリアも、同様の問題を抱えている。

一方、ポーランド、チェコをはじめ柔軟な為替相場制度を採用していた国々についても、程度の差はあれ、景気過熱や過度の資金流入と資産価格上昇の反動の影響はあるものの、総じていえば固定相場制を採用していた国々ほど問題の深刻度は大きくない。また、為替相場変動による調整機能を活用できるので、経済・金融の低迷の深刻度は、その分相対的に軽いとみられる。

5. 危機が示したユーロ導入のロードマップへの教訓

こうしてみると、一つの教訓が浮かび上がってくる。それは、ユーロ早期導入を目指すあまりに、ユーロ圏との経済収斂が十分でない段階で自国通貨をユーロに対して固定することは危険であったという点である。

対ユーロ固定相場制が維持され、やがてユーロ導入に移行するという見通しが、為替リスク軽視を惹起し、ユーロ建て資金を西欧の金融機関から借り入れる誘因を高めた。この動きは、固定相場制を採用していたバルト3国で特に顕著にみられた。

また、ユーロ圏との経済収斂が十分でない段階で対ユーロ固定相場制を採用することで、以下のようなメカニズムを通じて、実質金利が経済実態に比べて過度に低くなり、それが景気過熱や資産価格の過度の上昇につながった可能性がある。

すなわち、中東欧諸国はユーロ圏と比較して1人当たりの所得及び生産性の水準や、物価水準などが低い。これらがユーロ圏の水準に近付いていく過程では、実質経済成長率やインフレ率がユーロ圏に比べて高くなる。一方で、為替相場を対ユーロで固定することは、その国の名目金利がユーロ金利に近づく方向に作用する。その結果、名目金利からインフレ率を控除した実質金利が実質経済成長率を下回る度合いが強まる。これは資金を借りて投資した場合、借入金利を上回る収益が発生する機会が高まることを意味するが、これが行き過ぎると、景気過熱や資産価格の過度の上昇につながりやすい。

実際、今回の通貨・金融危機リスクが蓄積されていった2006～2007年をみると、各国とも実質長期金利は実質経済成長を大きく下回っており、特にバルト諸国で顕著であった（次ページ第3表）。

このように中東欧は、早期ユーロ導入を期待して浮足立ったことで、西欧の金融機関からのユーロ建てを中心とした過剰融資によって通貨・金融危機のリスクを抱え、厳しい調整を余儀なくされていると総括できる。その結果、肝心のユーロ導入が遠のいてしまった格好である。しかもその傾向は、対ユーロでの為替相場安定を重視した国ほど強い。

以上を踏まえると、「経済収斂が十分でない国がユーロ導入を目指す場合は、柔軟な為替相場制度が望ましい」ということになる。ユーロ導入前2年間は、為替相場を中心相場から上下15%に抑えるERM II（為替相場メカニズム）に入ることが条件になっているが、柔軟な為替相場政策を維持するためには、その変動幅を最大限活用した政策が求められる。

その意味で2009年1月に成功裏にユーロ導入したスロバキアの経験が参考になろう。同国はユーロ導入までの過渡期にERM IIに入っていたものの、その変動幅の範囲内で自国通貨の対ユーロでの名目為替相場の増価を許容することで、インフレ率をはじめとしたユーロ導入に必要なマーストリヒト基準を達成し、2009年初にユーロ導入を成功させた。また、名目為替相場が適度に変動していたため、バルト諸国に比べるとユーロ建て資金流入はかなり抑制され、経済・金融も相対的には安定している。

第3表：中東欧の実質長期金利と実質経済成長の大小関係

		(%)				
	年	(a) 消費者物価 上昇率	(b) 名目長期 金利	(c)=(b)-(a) 実質長期 金利	(d) 実質経済 成長率	(e)=(c)-(d) 実質長期金利－ 実質経済成長率
ブルガリア	2006	7.4	4.2	-3.2	6.3	-9.5
	2007	7.6	4.5	-3.1	6.2	-9.3
チェコ	2006	2.1	3.8	1.7	6.8	-5.1
	2007	3.0	4.3	1.3	6.6	-5.3
エストニア	2006	4.4	(-)	(-)	10.4	(-)
	2007	6.7	(-)	(-)	6.3	(-)
ラトビア	2006	6.6	4.1	-2.5	12.2	-14.7
	2007	10.1	5.3	-4.8	10.3	-15.1
リトアニア	2006	3.8	4.1	0.3	7.9	-7.6
	2007	5.8	4.5	-1.3	8.9	-10.2
ハンガリー	2006	4.0	7.1	3.1	3.9	-0.8
	2007	7.9	6.7	-1.2	1.3	-2.5
ポーランド	2006	1.3	5.2	3.9	6.2	-2.3
	2007	2.6	5.5	2.9	6.6	-3.7
ルーマニア	2006	6.6	7.2	0.6	7.9	-7.3
	2007	4.9	7.1	2.2	6.0	-3.8
スロバキア	2006	4.3	4.4	0.1	8.5	-8.4
	2007	1.9	4.5	2.6	10.4	-7.8

(注)(e)の列がマイナスであることは実質長期金利が実質経済成長率を下回っていることを示す。

(-)は利用可能なデータがないことを示す。

長期金利は国債利回り。

(資料)消費者物価上昇率、名目長期金利はECB, Convergence Report, May 2008、

実質経済成長率、経常収支はIMF, Regional Economic Outlook (Europe), October 2008。

6. 金融規制・監督体制の見直し

一方、金融規制・監督についても教訓を残した。

今回の通貨・金融危機リスクは、主に西欧の金融機関が中東欧に設立した子会社の金融機関を通じた貸出が過剰な規模に達し、しかも、そのかなりの部分がユーロ建てで行われたことに起因している。これは、西欧と中東欧の間でここまで金融統合が進んでいたにもかかわらず、EU 全体を視野に入れた規制・監督の枠組み作りが遅れていたことを示している。

欧州委員会委員長の諮問によって作成され、本年2月に発表された「ド・ラロジエール報告」では、規制・監督の主体は各国という原則を維持しつつも、同時にEU 横断的な金融リスクに対応し効果的に監督を進めるために、2つのEU レベルの機関創設、すなわち欧州システミック・リスク評議会(ESRC)と

欧州金融監督システム（ESFS）の創設を提言している。米国サブプライム危機に端を発した今回のグローバルな金融危機によって、西欧主要国の金融機関が大きな損害を被ったことを踏まえ、それを強化することが同報告の主たる問題意識とみられるが、今回の中東欧の通貨・金融危機の再発防止の観点からも議論が進められ、EU レベルの金融規制・監督体制の構築が段階的に進められていくと考えられる。

7. 今後の中東欧の成長戦略の模索

中東欧諸国はこれまで、海外からの資金流入に支えられた内需主導の経済成長を続けてきた。この資金流入が、今回の通貨・金融危機で流出に転じた。やがて、資金が再び流入するであろうが、その額は過去の平均水準に戻らないかもしれない。そうだとすれば、内需を中心としたこれまでのような経済成長ペースは求められなくなる。このため成長力の維持・推進には、利用可能な資源を内需から外需に振り向けることが肝要である。それにはグローバル化に柔軟に対応できる労働市場の強化や人的・物的資本への投資を通じた競争力向上が求められる。そうした観点から、今後の中東欧の構造改革、財政・金融政策の進展を見守る必要がある。

同時に、通貨・金融危機再発リスクを最小化し、中東欧の安定的な経済成長を達成するためには、ユーロ導入のためのロードマップを明確にするとともに金融規制・監督の見直しをすすめることが重要と思われる。

なかでも、ユーロ導入のロードマップについては、ユーロ圏との経済収斂が十分に進むまでは、ユーロ導入を徒にいそがず、また、ユーロ導入までの過渡期の為替相場制度は、これまで採用してきた制度の影響を受けるものの、固定相場制よりも柔軟な為替相場制度が望ましいと考えられる。そのことは、今回みられたような通貨・金融危機リスクを最小化するはずである。

ただし、柔軟な為替相場制度には、過度の為替相場変動を惹起することで経済の安定を損なうリスクがある。このリスクを低下させるため、これからユーロ導入を目指す中東欧諸国の中央銀行と ECB（欧州中央銀行）との間で、予め通貨防衛のためのスワップ協定を締結しておくことも、対応策の1つとして、検討に値するかもしれない。スワップ発動がなくとも協定の存在自体が為替相場の安定に貢献しうるためである。

こうした成長と安定のための経済戦略の見直しに関する議論が本格化することを期待したい。それらが、公的部門、民間部門でどのように実施されていくかが、今後の中東欧の経済回復の鍵を握っている。

(参考文献)

Belka, Marek (2009), “Europe under Stress,” *Finance and Development* (issued by IMF), June.

Čihák, Martin and Srobona Mitra (2009), “Losing Their Halo,” *Finance and Development* (issued by IMF), June.

ECB (2009), “Five Years of EU Membership,” *Monthly Bulletin*, May.

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>