



2008年11月6日

### グローバルな金融危機は中東欧に本格波及するか？

～鍵を握る中東欧に累積されたリスクと西欧の金融危機の深刻度～

(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](mailto:nishimura@iima.or.jp)

#### 要旨

米国で始まり西欧、既に新興国の一角にも波及した今回のグローバルな金融危機のなかで、本年10月にはハンガリーがIMFの金融支援決定を受けるに至った。金融・通貨危機のリスクが中東欧諸国で高まっていることは「中東欧に忍び寄る金融・通貨危機のリスク」(2008年4月25日)にて報告した通りである<sup>1</sup>。

ハンガリーの他、中東欧では、バルト3国、ブルガリア、ルーマニアなどが経常収支赤字、対外債務残高、国内の信用膨張などの点で脆弱さが目立っている。これらの国々是对GDP比率で大きな経常収支赤字を抱え、外貨準備残高や経済規模と比較して銀行経由の海外からの資金流入に大きく依存している。こうしたファイナンスは主に北欧、オーストリア、イタリアなどの銀行から供給されている。今年9～10月の西欧での金融危機悪化の局面では、これら銀行の動揺は限定的であったが、今後、影響が本格的に波及するリスクが残る。

また、欧州での住宅バブル崩壊は、英国、アイルランド、スペインから、その他の国々に波及する雲行きとなっており、欧州全体の信用収縮がこれまで堅調だった中東欧諸国の経済成長にネガティブな影響をもたらすことになろう。さらに、西欧の銀行の新興・発展途上国向け貸出の規模が米国や日本と比較して突出して大きいことも不安材料である。

<sup>1</sup> 竹中正治、西村陽造(2008)「中東欧に忍び寄る金融・通貨危機のリスク～膨張した経常収支赤字の調整が不可避となる時～」『国際経済金融論考』、国際通貨研究所、4月25日。

[http://www.iima.or.jp/pdf/IER\\_2008/no5\\_2008.pdf](http://www.iima.or.jp/pdf/IER_2008/no5_2008.pdf)

既に上記の中東欧諸国への資本流入が細る兆候、あるいは予想が広がっており、その程度次第ではこの地域の金融情勢は通貨・金融危機に深刻化することになる。唯一のポジティブな要因としては、EU、IMFなどが信用収縮の中東欧への波及を最小限に食い止めるような資金供給に積極的な姿勢を示していることである。そうした支援が功を奏せば、激発性の危機は回避され得るだろう。しかし、これまでの国内信用膨張や投資・貯蓄バランスの調整自体は不可避であり、実体経済の成長率が押し下げられる苦しい状況が展開することになりはなからう。

## はじめに

米国サブプライム問題に端を発した金融危機は、西欧<sup>2</sup>に波及した後、一部の新興国にも及び、グローバルな金融危機に発展した。既に、ベラルーシ、パキスタン、ウクライナ、ハンガリーなどが、IMFから支援を受ける局面に入っている。

こうした動きが先行き、どの程度の広さ、深さ、長さとなるか予想し難いが、それを左右する重要な要因の一つが、中東欧への危機の本格波及のリスクである。本年4月の前掲調査レポートを発表した時点と比べて、グローバルな経済・金融環境はさらに悪化しており、中東欧の状況を以下再検討する。

### 1. 経常収支赤字のファイナンスは銀行資金流入への依存で不安定化している

中東欧の経常収支赤字のファイナンスの持続性が揺らいでいる。米国が経常収支赤字で、多くの新興国・発展途上国が経常収支黒字という構図が続くなかで、中東欧諸国のみは他の地域と異なり、大幅な経常収支赤字（2007年1,207億ドル、対GDP比7.1%）を続けてきた<sup>3</sup>。

この経常収支赤字は、ある意味では中東欧の経済成長戦略によるもので、そのファイナンスに必要とされる資本流入もこれまでは安定的であった。中東欧諸国は、西欧から直接投資を受け入れることで、技術、経営ノウハウ、資金を導入し、その資金で資本財を輸入し、西欧への経済的キャッチ・アップを図るという、海外からの資金流入に依存した戦略を採ってきた。

これは、西欧と比較して相対的に資本が不足し、また、潜在成長率や資本収益率の相対的に高い中東欧へ、直接投資の形態で資本が流入する結果、経常収支が赤字になるという判りやすいメカニズムである。直接投資で流入した資金は、急速に引き揚げられる可能性が低い安定した資金である。従って、直接投資の流入に依存する限り、激発性の通貨・金融危機に発展するリスクは低い。

<sup>2</sup> 本稿では西欧は先進国欧州の意味で使い、北欧や2004年にEU加盟したキプロス、マルタ、スロベニアも含む。危機で注目を集めたアイスランドもこれに含まれる。

<sup>3</sup> 2008年以降は中南米も地域全体として赤字になる見込みであるが、その規模は中東欧には及ばない。

従来は直接投資による資本純流入は順調に拡大を続け、また不安定性の高い証券投資による資本純流入は相対的に小さな規模にとどまっていた。ところが2005年頃より、「その他資本」による資本純流入が急速に拡大した。2007年には、資本純流入は直接投資による748億ドルに対して、「その他投資」では1,067億ドルと、それを上回る金額を記録した(第1表)。この額は同地域全体の経常収支赤字1,207億ドルに匹敵する規模である。その他投資の資本純流入の大半は、西欧の銀行からの貸付形態の資本流入であり、短期資金も相当含まれている。こうした資金は、資金の出し手が、自身の財務状態の悪化や資金の受け手のリスクの高まりを認識すれば、急速に引き揚げられるリスクがある。

このように、中東欧の経常収支赤字をファイナンスするための資本流入が、銀行資金流入の比率が拡大し、西欧金融市場が信用収縮の危機に直面している結果、不安定化している。中東欧の通貨・金融問題のリスクの核心はこの点にある。

第1表 中東欧の経常収支赤字とそのファイナンス構造

(10億ドル)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
経常収支	-23.1	-36.8	-57.6	-59.4	-87.7	-120.7	-164.4	-174.2
民間資本純流入	53.7	53.6	74.3	119.2	119.9	173.8	179.9	181.7
直接投資	24.5	17.1	36.1	51.7	64.3	74.8	77.3	81.8
証券投資	2.1	8.0	28.4	21.5	9.9	-7.7	10.4	15.5
その他投資	27.2	28.5	9.8	45.9	45.6	106.7	92.2	84.5
公的資本純流入	-7.5	-5.1	-6.0	-7.9	-4.7	-2.1	-2.4	-2.2
外貨準備増減	-18.1	-12.8	-14.7	-45.9	-22.8	-41.6	-22.9	-21.3

(注)2007年までは実績。2008～09年はIMF見通し。  
 経常収支はマイナスは赤字、プラスは黒字。  
 資本純流入はプラス。資本純流出はマイナス。  
 外貨準備増減は、増加は資本流出なのでマイナス。減少は資本流入なのでプラス。  
 定義上、経常収支+民間資本純流入+公的資本純流入+外貨準備増減=0  
 ただし、誤差・脱漏のため必ずしもゼロにはならない。

(資料)IMF, World Economic Outlook, October 2008

## 2. 中東欧が銀行資金流入に依存するリスク

そこで中東欧への銀行資金流入が、先行き不安定化するリスクについて考えよう。以下では、中東欧とは、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキア、エストニア、ラトビア、リトアニア、ブルガリア、ルーマニアの9カ国を指す。必要に応じて、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアの4カ国を中東欧主要国、エストニア、ラトビア、リトアニアをバルト3国と総称する。

## (1) 外貨準備を上回る短期対外銀行借入残高

まず、中東欧の多くの国は、短期対外債務が外貨準備によって十分にカバーされていない。中東欧全体の対外銀行借入（海外の銀行からの借入）<sup>4</sup>のうち、期日1年以下の短期借入は、外貨準備の規模を上回っている国が多い。2008年6月末時点で、これらの国々の対外銀行借入残高のうち、期日が1年以下の短期対外銀行借入<sup>5</sup>は、チェコ、ポーランドを除いて外貨準備の規模を上回っており、バルト3国、ルーマニア、ハンガリーでは特に高く、なかでもラトビアは3倍弱の規模にも達する（第2表）。

短期資金の急激な引き揚げによって発生したアジア通貨危機以降、短期対外債務残高が外貨準備を上回らないことが、通貨・金融危機予防の目安として重要視されるようになった。海外への急激な資金の引き揚げが起こった場合、政府が短期対外債務を上回る外貨準備を保有していれば、それを取り崩して外貨資金の引揚げに直面する国内民間部門にその資金を供与することで、少なくとも当座は、通貨・金融危機を防止できるためである。中東欧諸国の多くの国々がこの条件を満たしていない。

第2表 中東欧の短期対外銀行借入と外貨準備

(2008年6月末)

	短期対外銀行借入			外貨準備 10億ドル
	10億ドル	対外貨準備比(%)	対GDP比(%)	
チェコ	19.2	83.0	11.0	23.1
ハンガリー	27.9	167.1	20.2	16.7
ポーランド	30.4	62.4	7.2	48.7
スロバキア	11.6	100.3	15.5	11.6
エストニア	6.4	259.8	30.3	2.5
ラトビア	11.1	287.3	40.7	3.9
リトアニア	7.2	162.5	18.8	4.4
ブルガリア	14.1	116.6	35.6	12.1
ルーマニア	38.1	157.4	22.9	24.2

(注) 対外銀行借入とは先進国24カ国のBIS報告銀行からの借入で期日が1年以下のもの（一部、発展途上国も含まれる）。ただし、これらの銀行の現地支店や出資した現地銀行からの借入のうち、現地通貨建てを除く。定義の詳細は本文脚注4を参照。対GDP比は2007年のGDPから算出。

(資料) BIS; IMF; ECB

<sup>4</sup> 本稿では、国際決済銀行（BIS）のデータを使い、先進24カ国（一部、発展途上国も含まれる）のBISに報告している民間銀行からの借入（foreign claims of reporting banks）を対外銀行借入と呼ぶことにする。このデータは、これらの国々の銀行からの国境を越えた借入に、これらの銀行の現地支店や出資した現地銀行からの借入を合計したものである。グロスであり、中東欧の銀行の対外貸出を控除したネットではない。なお、後述する貸出銀行の国籍別内訳は、直接の借入先ではなく、最終的なリスクを負担している先で分類している。

<sup>5</sup> ここでは、先進24カ国のBISに報告している民間銀行の現地支店や出資した現地銀行からの現地通貨建て借入を除く。IMF推計の短期対外債務のデータは、各国について定期的に発表されないため、このデータを用いた。IMFのデータの一部は、脚注7で言及する。

## (2) 西欧先進国の銀行からの借入への依存度の高さ

欧米の金融危機は政府の諸施策の発動で、現在は小康状態にあると言えよう。しかし、今後再び状況が悪化すれば、西欧先進国の銀行からの借入依存度の高さは不安要因である。短期だけでなく長期も含めた対外銀行借入全体をみると、GDP比100%を超えている国が多い。しかも、その残高のかなりの部分が2005年以降に借り入れたものである。これは第1表で見た通り、その他投資の資本流入が2005年頃より拡大している事実と符合する(第3表)。

### ① 借入相手国の分布にみられる特徴

貸出銀行国籍別内訳をみると、西欧先進国の銀行からの借入れ比率が高く、米国、日本などの欧州以外の国からの借入残高は僅少である。このことは、西欧で金融危機が深刻化し、銀行の対外貸出姿勢が慎重化すれば、中東欧はダイレクトにその影響を受けることを示している。

国別内訳を見ると、中東欧の主要国であるチェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアは、西欧の主要国(ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダなど)からの借入れが多い。これに対して、バルト3国とブルガリア、ルーマニアは、欧州主要国以外からの借入残高が多い。これは主に、オーストリアや北欧(スウェーデンなど)からの借入といわれている。さらに、イタリアからの借入残高は、バルト3国では小さいが、それ以外の中東欧諸国では、ある一定のシェアを占めている。なお、英国からの借入残高はいずれの国も小さい(第3表には数値は示していないが)。この貸出銀行国籍別分布から見る限り、西欧での金融危機の広がり方によって、中東欧各国への波及のタイミングと深さは大きく異なりうると言えよう。

第3表 中東欧の対外銀行借入と相手国別内訳

	対外銀行借入											対外銀行借入増加額		対外銀行借入(国境を越えたもののみ)	
	2008年6月末		貸出銀行国籍別内訳(%)								2005年3月末から2008年6月末まで		2008年6月末		
	10億ドル	対GDP比	西欧主要国	金融危機国	ドイツ	ベルギー	オランダ	フランス	イタリア	主要国以外の西欧	米、日本など欧州以外	10億ドル	対GDP比	10億ドル	対GDP比
チェコ	209.3	120.0	65.9	37.7	6.2	27.1	3.0	17.7	10.4	31.7	2.4	144.1	82.6	56.5	32.4
ハンガリー	153.9	111.2	67.9	42.1	23.0	12.5	3.4	7.3	18.2	28.4	3.7	99.7	72.1	71.9	52.0
ポーランド	295.0	70.1	74.5	43.7	17.2	8.6	13.4	7.4	18.6	18.7	6.8	198.1	47.1	65.7	15.6
スロバキア	83.0	110.7	57.9	28.2	4.7	13.4	7.6	6.9	22.8	39.7	2.4	62.0	82.6	21.3	28.4
エストニア	39.1	183.8	3.6	2.2	1.9	0.3	0.0	0.4	1.0	96.2	0.2	36.0	169.1	22.2	104.2
ラトビア	42.8	156.8	15.1	11.2	10.4	0.1	0.1	0.8	3.1	83.9	0.9	40.3	147.7	17.7	64.8
リトアニア	40.4	105.3	15.7	12.9	11.1	0.4	0.3	1.1	1.6	84.2	0.1	36.9	96.1	25.0	65.3
ブルガリア	39.2	99.0	55.9	28.1	9.8	5.2	1.2	7.3	20.4	42.8	1.3	32.8	82.8	15.0	37.9
ルーマニア	124.2	74.7	42.8	19.5	3.9	1.0	7.7	13.5	9.6	55.8	1.3	109.9	66.1	50.9	30.6

(注) 対外銀行借入の定義は、本文脚注4を参照。

対外銀行借入(国境を越えたもの)は、現地支店、現地銀行を通じた借入を除く。

西欧主要国とは、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スイス、英国。

主要国以外の西欧には国別分類がないが、主に北欧、オーストリアとみられる。

金融危機国は2008年9～10月の金融危機の影響が特に強かったと思われる英国、ドイツ、スイス、ベルギー、オランダの合計。

対GDP比は2007年のGDPに対する比率(%)。

(資料) BIS, Banking Statistics

## ② 「金融危機国」の国々の銀行からの借入比率が高かったハンガリー

中東欧のなかで、ハンガリーの為替・金融市場がまず混乱した原因の一つは、まさにこの貸出国の分布にある。ハンガリーでは、民間セクターへの銀行貸出残高の6割近くが外貨建てとなっており、欧米での金融危機のなかで同国への外貨建ての資金供給の急減によって、ハンガリー・フォリント相場が急落したと伝えられている。

この認識が正しければ、ハンガリーが金融危機の影響を強く受けた西欧諸国の銀行からの借入依存度が高く、しかも、短期対外銀行借入残高が外貨準備を大きく上回っていたために、これらの銀行の資金の引き揚げにハンガリーの政府、金融機関が十分に対処できなかった結果、外貨不足という形で危機に直面したと推測できる。<sup>6</sup>

実際、本年9～10月の欧州金融危機の影響を特に強く被った(BISの統計で国籍別内訳のわかる限りにおいて) 英国、ドイツ、スイス、ベルギー、オランダを「金融危機国」と呼ぶことにすると、この金融危機国からの借入残高のシェアが中東欧のなかで特に高いのは、ポーランド44%、ハンガリー42%、チェコ38%である(第3表)。この3カ国のなかで、ポーランド<sup>7</sup>、チェコは、短期対外銀行借入の外貨準備に対する比率が100%を大きく下回っていたのに対して、ハンガリーだけは167%であった(第2表)。

## ③ バルト3国、ブルガリア、ルーマニア：北欧、オーストリア、イタリアの諸銀行への依存

これら3カ国以外の中東欧諸国、すなわち、バルト3国、ブルガリア、ルーマニアはどれも、金融危機国からの銀行借入残高シェアは高くなく、北欧、オーストリア、イタリアの銀行からの借入の比率が高いとみられている(第3表)。しかも、スロバキアを除けば、短期対外銀行借入の外貨準備に対する比率が100%をかなり上回っている(第2表)。西欧での信用収縮が北欧、オーストリア、イタリアの銀行に本格波及して、これら銀行の貸出姿勢が慎重化すれば、当該中東欧諸国もハンガリーのような混乱に直面するリスクは高い。

例えば、オーストリアの銀行部門は、2007年で総資産の26%、税引き前連結利益の43%が、中東欧業務にかかわるものであり、同国の3大銀行の1つであるエルステ・グループは、本年10月末に27億ユーロの資本注入を受けた。同

<sup>6</sup> 正確な実態は金融機関の決算発表、当局による情報のリリースなどで徐々に明らかになる。

<sup>7</sup> IMFの推計(IMF(2008))では、2007年末の外貨準備は、ポーランドは短期対外債務(第2表の短期対外銀行借入とは異なる)の0.9倍、ハンガリーは同じく1.2倍であるのでポーランドもリスクが高いといえるが、対外銀行借入の対GDP比がハンガリーは111%に対して、ポーランドは70%と相対的に低かった(第3表)。そのうち国境を越える対外銀行借入に限ると、ハンガリーの52%に対し、ポーランドは16%である。また、ファンダメンタルズとして、財政赤字の対GDP比は、ポーランドはハンガリーをかなり下回る(第7表参照)。これらが影響して、ポーランドはハンガリーのような事態にまで至っていないのかもしれない。

グループはホールセールよりもリテール業務のシェアが高く、証券化商品などの影響は小さいものの、ハンガリーを含む中東欧向け債権の劣化が背景の一つとみられている。

またスウェーデンの銀行部門の貸出は、50%が自国向け、30%がその他の北欧向け、5%がバルト3国向けである。貸出のポートフォリオは、リスクと収益性を反映するので、バルト3国向けの貸出は、北欧諸国の経済・金融情勢に大きく左右される。また、バルト3国向け業務で、不動産管理会社などへの貸出は、リスクに見合った利鞘がとれていないといった指摘もみられる。中東欧向け貸出の慎重姿勢は、個別銀行ベースでは、既に始まっていると伝えられる。

### (3) 中東欧の国内銀行部門の不安定性と不動産バブル崩壊のリスク

次に対外銀行借入の資金の受け手で各国内の状況を部門別にみてみよう。国によってばらつきはあるが、中東欧9カ国平均では、対外銀行借入残高のシェアは、銀行部門2割、政府2割、非銀行民間部門6割である。

まず、この2割である銀行部門の状態をみると、国内銀行の預金残高に対する貸出残高の比率が、EU27カ国平均を大きく上回り、しかもその比率が急速に上昇している国が多くある(第4表)。こうした国々では、銀行が企業や家計への貸出の原資を、預金(銀行からの預金を除く)ではなく、相対的に不安定性の高い銀行間市場などの短期金融市場や海外金融機関からの資金調達に依存する傾向が強まっていると考えられる。

中東欧はEU27カ国平均を大きく上回る名目経済成長率を経験している。しかも、企業向け貸出残高、住宅貸出、消費信用は、その名目経済成長率を大きく上回るペースで伸びてきた。それを裏付けるように、これらの貸出残高のGDPに対する比率は上昇しており、特にバルト3国で顕著である(第4表)。

対外銀行借入の6割を占める非銀行民間部門(家計や企業のこと)で、海外からの銀行資金流入と、国内借入の伸びに支えられて、過剰な投資が行われた可能性が高い。その過程で、国内の住宅や不動産のバブルが形成され、現在はバブル崩壊に近い状態になっているかもしれない。不動産価格指数が、西欧と同じペースで整備されていないため、十分に確認できないが、例えば、ラトビアやエストニアでは住宅価格が既にかなり下落し始めていると伝えられる。総合的に判断すると、ハンガリーの他、バルト3国、ルーマニア、ブルガリアは、通貨・金融危機に対する脆弱性の点で最も注意すべきであろう。

第4表 中東欧の国内銀行部門の貸出残高などの変化

	国内銀行部門					名目GDP 成長率 (ユーロ建、 2004～07 年平均)
	貸出の預金に対する比率*		企業向け	住宅貸出	消費者信	
	2007年末	2003年末から 2007年末まで の変化幅	貸出**	**	用***	
	%	%	%	%	%	%
チェコ	72.4	12.9	5.9	9.3	2.0	12.0
ハンガリー	128.2	43.6	5.0	4.6	6.7	7.9
ポーランド	90.7	11.5	2.5	6.4	2.5	12.5
スロバキア	78.1	21.0	1.8	6.2	1.5	16.8
エストニア	168.5	75.0	27.0	25.0	4.2	15.6
ラトビア	144.6	-5.2	22.9	26.7	3.1	18.9
リトアニア	151.6	56.5	14.8	14.0	2.6	14.2
ブルガリア	96.9	17.5	17.3	7.4	5.2	12.9
ルーマニア	109.0	38.1	5.8	2.8	8.2	23.3
EU27カ国平均	115.7	0.2	8.5	5.7	0.5	5.1

\* ここでは非銀行部門向け貸出の非銀行部門からの預金に対する比率。

ルーマニア、スロバキアは2004年末から2006年末の変化幅。

\*\* ブルガリア、ルーマニアは2004年末から2006年末の変化幅。

\*\*\* ブルガリア、ハンガリー、ルーマニアは2004年末から2006年末の変化幅。

(資料) ECB, EU Banking Structures, October 2008

### 3. 中東欧危機発生の鍵を握る西欧の金融危機の深刻度

このリスクは、近いうちに現実のものとなるのだろうか？その鍵を握るのは、中東欧自身が抱えるリスクの大きさに加え、西欧の経済・金融の深刻度である。西欧の景気悪化が一層顕著になれば、西欧への経済依存度が高い中東欧への影響は深刻である。しかも、中東欧への銀行資金供給の担い手である西欧の金融危機がさらに悪化すれば、中東欧への銀行資金の流入は細る、もしくは逆流することは避けられない。

#### (1) 西欧の金融危機の深刻度

そこで次に西欧の金融危機について遡って概観してみよう。2007年夏に米国のサブプライム・ローン問題に端を発した金融危機は、当初は住宅バブル崩壊に伴う住宅ローンの利払い・返済遅延や債務不履行が、サブプライム関連証券化金融商品の価値を下落させ、それを保有する金融機関や関連の投資会社<sup>8</sup>の経営を悪化させるという経路で始まった。そして、証券化のプロセスにおける様々な問題点が、証券化商品の価値の下落を大きく増幅させ、以下のような波及経路から、グローバルな金融危機に発展してしまった。

第1は、短期金融市場である。損失を被った金融機関の資金繰りの悪化、投資家と金融機関相互の疑心暗鬼から、短期金融市場は機能低下、麻痺状態に陥った。この結果、サブプライム関連証券化商品を保有していなくとも、短期市

<sup>8</sup> コンデュイットやSIV(structured investment vehicle)などと呼ばれるが、ここでは便宜上、投資会社と呼ぶことにする。



場資金への依存度の高い金融機関は、資金調達が困難となり、資金繰りが悪化した。第 2 の経路は、証券化のプロセス一般に対する不安から、サブプライム問題と直接関係のない証券化商品の価値も下落するといった経路で評価損が拡大した。第 3 は、社債、株式、投資ファンドなど証券化商品以外の金融資産やデリバティブの価値の下落を通じた波及経路である。

西欧の金融機関や関連の投資会社は、米国サブプライム関連証券化商品を多く保有していたこともあり、これらの経路を通じて、深刻な金融危機に発展した。2007 年夏の問題の顕在化に先立ち、同年 2 月にはスイスの UBS がサブプライム関連の損失で、傘下のヘッジファンド、ディロン・リードを閉鎖した。07 年 7 月には、ドイツの銀行である IKB が、サブプライム問題を原因に復興金融公庫 (KfW) に救援融資を申請した。8 月には、フランスの BNP パリバが 3 つの投資ファンドに対する担保付貸出を停止した。

この局面で欧州の銀行間市場の資金需給が逼迫し、欧州中央銀行 (ECB) が 950 億ユーロの銀行間市場への資金供給を実施する。07 年 9 月には、英国のノーザンロック銀行で取り付け騒ぎが発生、サブプライム関連証券化商品を保有していたためではなく、短期借入に過度に依存していたことが原因といわれ、同行は 2008 年 2 月に国有化された。

2008 年 9 月に入ると、欧州の金融機関の経営悪化が一気に鮮明になり、財務的に脆弱な銀行が市場の標的になって、自身の株価下落と流動性逼迫で経営悪化に追い込まれた。その結果、28 日のオランダ、ベルギー、ルクセンブルク政府によるフォルティスへの 112 億ユーロの出資、29 日の英国の銀行 B&B の国有化、30 日のアイルランド政府による預金の全額保証、などが続く。10 月に入ると、8 日に英国政府がついに 250 億ポンドの資本注入を含む銀行救済策を発表し、欧米 6 中央銀行による協調利下げが実施された。12 日には、ユーロ圏首脳会議が、銀行救済のための「協同行動計画」を発表した。

08 年の 9~10 月の金融危機の加速には、9 月 15 日の米国のリーマン・ブラザーズ破綻 (リーマン・ショック) の影響が大きい。これが、証券化商品、社債、株価をさらに下落させた。また、同社への債権保有者や同社のクレジット・デフォルト・スワップ<sup>9</sup>などデリバティブ取引の相手方となっていた金融機関が損失を被った<sup>10</sup>。

この 9~10 月の出来事は、英国、ドイツ、スイスなどでのサブプライム関連の損失に加えて、サブプライムとは直接関係ない金融資産の価値下落の影響が大きかったとみられる。実際、各行の決算発表などを通じて、全体像は徐々に明らかになるが、イングランド銀行の推計によると、保有金融資産の評価損

<sup>9</sup> 例えば、A は B に保証料を支払うかわりに、B は A に C 社が債務不履行になった場合の損失を保証する取引。

<sup>10</sup>当初懸念されていたほどの規模ではなかったといわれているが。

で、英国・ユーロ圏の合計は米国の 8 割の規模にも達している。また、サブプライム問題と直接関係ないローン担保証券や社債の評価損の比重が本年 4 月に比べて大幅に上昇していると同時に、その比重は欧州の方が、米国よりもかなり高い（第 5 表）。当初は影響がサブプライム問題に限られていたものの、時間の経過とともに、金融・資本市場一般に広がったと言える。

第 5 表 米英欧の関連金融資産の評価損の推計

	残高	評価損	
		2008月4月 報告	2008月10月 報告
<b>英国(10億ポンド)</b>			
住宅融資関係証券化商品	232	10.4	25.1
商業用不動産融資関係証券化商品	33	3.1	4.4
投資適格社債	450	46.2	86.5
ハイイールド社債	15	3.0	6.6
<b>合計 (10億ポンド)</b>		<b>62.7</b>	<b>122.6</b>
(米ドル換算額、10億ドル)			213.3
(対GDP比、%)		<b>4.5</b>	<b>8.8</b>
<b>米国(10億ドル)</b>			
住宅融資関係証券化商品	1178	491.0	586.9
商業用不動産融資関係証券化商品	700	79.8	97.2
ローン担保証券	340	12.2	46.2
投資適格社債	3308	79.7	600.1
ハイイールド社債	692	76.0	246.8
<b>合計 (10億ドル)</b>		<b>738.8</b>	<b>1,577.3</b>
(対GDP比、%)		<b>5.4</b>	<b>11.4</b>
<b>ユーロ圏(10億ユーロ)</b>			
住宅融資関係証券化商品	387	21.5	38.9
商業用不動産融資関係証券化商品	34	2.8	4.1
ローン担保証券	103	6.8	22.8
投資適格社債	5324	283.8	642.9
ハイイールド社債	175	29.1	75.9
<b>合計 (10億ユーロ)</b>		<b>344.1</b>	<b>784.6</b>
(米ドル換算額、10億ドル)			1,053.2
(対GDP比、%)		<b>3.9</b>	<b>8.8</b>

(注)証券化商品の詳細は下記資料に記載あり。  
ハイイールド社債は、投資適格社債より信用格付けの劣るもの。  
対GDP比は、2007年GDPに対する比率。  
(資料)Bank of England, Financial Stability Report, October 2008 P14

## (2) 欧州での域内の損失拡大による危機再発と住宅価格下落のリスクが不安材料

西欧での金融危機の先行きを考えてみよう。現在は小康状態を保っているが、リーマン・ショックと類似の大型金融機関の破綻が再び起きれば、9～10月の金融危機と類似したメカニズムが働きかねない。

これまでの欧州の金融危機は、米国サブプライム問題や、それに直接関係しなくとも米国で組成された証券化商品やデリバティブによる損失の影響が大きかった。すなわち、欧州域内で発生した損失によるものではなく、米国から伝

播・伝染したという色彩が強かった。しかし、欧州の社債、株式、不動産などの価値の下落が進めば、欧州域内の損失による危機といった色彩の強い金融危機が、欧州で発生するリスクがある。

確かに、欧州で組成された証券化商品の発行規模は、米国のそれを大きく下回る<sup>11</sup>。しかし、影響がサブプライム問題に直接関連する分野から、短期金融市場の流動性逼迫や経済の悪化によって、金融・資本市場一般へと影響が拡大していることを踏まえると、欧州域内で損失拡大が発生するリスクは小さくない。

その意味で最も警戒すべきは、欧州での住宅価格の下落が広がるリスクである。これは金融機関の不良債権拡大を通じて欧州金融危機のリスクを高める。米国のように住宅ローンを証券化したことが、住宅バブル崩壊による混乱を増幅させるという現象は、証券化商品発行額の規模が米国に比べて小さいので、懸念を要する規模にはならないと思われる。しかし、住宅価格自体の下落リスクは、国によるばらつきがあるものの、米国より高い国もある。

英国やアイルランドの住宅価格は、米国に若干遅行しているものの、下落傾向が鮮明になっている。1997～2005年の住宅価格の上昇ペースをみると、英国は米国とほぼ同じ、アイルランドはそれをさらに上回っていた。このことは、長期大幅上昇の反動としての下落リスクも、米国と同程度、もしくはさらに上回る可能性を示唆している。同期間の上昇率の低かったドイツ、オーストリア、ポルトガルでは、住宅価格下落リスクは低かろうが、それ以外の国々は程度の差はあれ、下落リスクを抱えている（第6表）。ユーロ圏のフィンランドに加えて、スウェーデン、ノルウェーも含めた北欧の住宅価格下落リスクも小さい。

本年10月発表のIMFの試算<sup>12</sup>によると、2007年末時点の住宅価格で、ファンダメンタルズで説明できない過大評価部分、すなわち、バブルに相当すると思われる部分は、アイルランド30%強、英国20%強、ノルウェー20%弱、フランス、スウェーデン、スペインが15%強、イタリア10%強である。米国の約7%（07年末時点）を大きく上回っている。米国が相対的に低いのは、価格のピークが2006年であり、2007年末までに既に住宅価格がピークからかなり下落したためであろう。欧州では一部の国々を除いて、欧州で住宅価格下落が今後本格化する可能性が高い。

---

<sup>11</sup> IMF, Regional Economic Outlook (Europe), October 2008 P40 参照。

<sup>12</sup> IMF, World Economic Outlook, October 2008 P17

第6表 英国、ユーロ圏、米国の住宅価格

前年比上昇率(%)	1997~2005 年平均	2006年	2007年	2007年		2008年		
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
英国	12.9	6.4	9.1	9.7	7.1	2.5	-3.9	-10.2
ユーロ圏*	6.0	6.5	4.5	4.0		-	-	-
ベルギー	8.9	11.1	9.2	10.3	7.9	-	-	-
ドイツ	-0.7	0.3	0.3	-	-	-	-	-
アイルランド	14.7	13.4	0.9	-1.8	-6.0	-8.6	-	-
ギリシャ	10.0	12.2	-	-	-	-	-	-
スペイン	12.0	10.4	5.8	5.3	4.8	3.8	-	-
フランス	9.4	12.1	6.6	5.7	5.7	-	-	-
イタリア*	6.5	6.7	5.7	4.8		-	-	-
ルクセンブルク	9.5	-	-	-	-	-	-	-
オランダ	9.6	4.5	-	4.9	-	-	-	-
オーストリア	-0.3	4.0	4.1	4.8	3.6	2.1	-	-
ポルトガル	3.9	2.1	1.3	1.3	1.7	2.3	-	-
フィンランド	6.4	7.4	5.9	6.0	4.9	3.1	-	-
米国	12.7	7.4	-4.4	-4.9	-8.3	-13.4	-16.7	-

\* 四半期ではなく、半期データを表示。

(注)米国はS&P/Case-Shiller指数(10大都市)、英国はNationwide指数、ユーロ圏はECB資料による。

これまでのところ、欧州での住宅価格下落による金融機関の不良債権拡大、保有金融資産の劣化は限定的である。しかし今後、オーストリアは別として、北欧、イタリアへも住宅価格下落と金融機関の不良債権拡大・保有資産劣化が広がれば、これらの国々の銀行からの対外銀行借入残高の大きな中東欧の国々、すなわち、バルト3国、ブルガリア、ルーマニアなどへの影響は大きい。

### (3) 西欧の銀行の新興・発展途上国への対外貸出残高の大きさも懸念材料

西欧の銀行は、米国や日本のそれと比較して、新興・発展途上国向け貸出残高の規模が3.5兆ドルと米国や日本の銀行に比べて突出して大きい(米国5,070億ドル、日本2,000億ドル)。発展途上国向け貸出残高のGDPに対する比率で見ると、米国4%、日本5%に対して、西欧は22%にもものぼる(第7表)。金融危機が新興・発展途上国に広がった場合、西欧の金融機関はもっとも打撃を受ける状態にある。

また、西欧の銀行の対外貸出残高のGDPに対する比率は156%であり、米国12%、日本52%を大きく上回る<sup>13</sup>。もっとも、西欧各国間の貸出も対外貸出に計上されることで、金額が膨らんでいるので、この点は割り引いて考える必要がある。

<sup>13</sup> 米銀の貸出残高比率が低いのは、これまでの証券化の拡大により伝統的な貸出形態の資産が小さいためであり、銀行のリスク資産が小さいことを意味しない。

第7表 日米欧の対外銀行貸出残高

(2008年6月末)

貸出国		西欧	米国	日本
借入国	世界 (10億ドル)	24,525	1,695	2,252
	先進国	19,579	1,041	1,814
	新興・発展途上国	3,469	507	200
	アフリカ・中東	455	41	24
	アジア・太平洋	768	222	121
	欧州(中東欧を含む新興・発展途上国)	1,522	66	29
	中南米	724	179	29
		(対GDP比、%)		
借入国	世界	156.0	12.3	51.5
	先進国	124.5	7.5	41.4
	新興・発展途上国	22.1	3.7	4.6
	アフリカ・中東	2.9	0.3	0.5
	アジア・太平洋	4.9	1.6	2.8
	欧州(中東欧を含む新興・発展途上国)	9.7	0.5	0.7
	中南米	4.6	1.3	0.7

(注)貸出国の国別分類は直接の貸出先ではなく、最終的なリスクを負担している先で分類。未分類などのため合計は一致しない。  
対GDP比は2007年のGDPに対する比率。

(資料)BIS, Banking Statistics

#### 4. 中東欧が通貨・金融危機に陥るリスクは高まっている

##### (1) 実体経済の悪化が進行中

10月発表のIMFの経済見通しによると、中東欧の景気は悪化に向かっている。これは西欧の景気悪化の影響を強く受けるためである。なかでも、バルト3国の景気悪化は顕著である。これは、海外からの銀行借入依存、国内の不動産価格下落リスクの高さ、国内金融部門の脆弱性、などの問題が強く影響しているためである。これらの諸国はこれまでの信用膨張と内需の拡大で、国内生産を上回る支出を誘発し、経常収支赤字の対GDP比は、20%±5%程度と高い。

経常収支赤字の対GDP比が、同様に高いブルガリア、ルーマニアも、程度の差はあれ同様の背景をもっており、経済成長率はバルト諸国ほどではないものの大きく減速するだろうと予想されている(第8表)。このように、現在の中東欧については、経常収支赤字の大きさが、その国が抱えるリスクをある意味でそのまま反映している<sup>14</sup>。

こうしたリスクは、これまでの高い経済成長率と旺盛な海外資本の流入に覆い隠されてあまり問題視されなかった。しかし、今回の世界同時不況のなかでの景気悪化を契機に問題が顕在化しよう。

<sup>14</sup>誤解を避けるため、一般論としては、経常収支赤字の規模がその国が抱えるリスクを示しているとは、必ずしもいえないことを指摘しておきたい。例えば、発見された大型油田開発のための資本財等の輸入で当初は大幅な経常収支赤字となるが、油田の操業が軌道に乗れば、黒字に転じるといった、合理的な理由で大幅な経常収支赤字を計上することもある。

第 8 表 中東欧の景気、インフレ、経常収支、財政収支の見通し (IMF、08 年 10 月時点)

年	実質GDP成長率			消費者物価上昇率			経常収支			財政収支		
	%			%			対GDP比(%)			対GDP比(%)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
チェコ	6.6	4.0	3.4	2.8	6.7	3.4	-1.8	-2.2	-2.5	-1.6	-1.9	-2.1
ハンガリー	1.3	1.9	2.3	7.9	6.3	4.1	-5.0	-5.5	-6.1	-5.5	-3.8	-3.3
ポーランド	6.6	5.2	3.8	2.5	4.0	3.3	-3.8	-4.7	-5.7	-1.5	-2.0	-2.3
スロバキア	10.4	7.4	5.6	1.9	3.9	3.6	-5.4	-5.1	-4.7	-2.2	-2.2	-1.7
エストニア	6.3	-1.5	0.5	6.6	10.2	5.1	-18.1	-10.8	-8.7	3.0	-1.3	-1.4
キプロス	4.4	3.4	2.8	2.2	4.6	3.5	-9.7	-9.7	-7.8	3.3	0.6	-0.3
ラトビア	10.3	-0.9	-2.2	10.1	15.9	10.6	-22.9	-15.1	-8.3	0.7	-1.4	-2.0
ブルガリア	6.2	6.3	4.2	7.6	12.2	7.0	-21.4	-24.4	-21.5	3.5	4.2	2.7
ルーマニア	6.0	8.6	4.8	4.8	8.2	6.6	-14.0	-13.8	-13.3	-2.3	-2.3	-2.8

(注)2007年は実績値。2008～09年はIMFの見通し。  
 経常収支、財政収支はマイナス表示があれば赤字、そうでなければ黒字。  
 (資料)IMF, Regional Economic Outlook (Europe), October 2008

## (2) 通貨危機のリスク

今回のハンガリーの為替・金融市場の混乱で、その他の中東欧諸国の為替相場も影響を受けた。対ユーロ相場をみると、2009年初からユーロ導入が決まっているスロバキアは、若干の下落に止まったものの、チェコ、ポーランド、ルーマニアは、大きく下落した(第1図)。その後10月28日にIMF、EU、世界銀行のハンガリーへの総額251億ドルの支援パッケージが明らかになり、29日にIMFの理事会がそれを承認したことから、これら諸国の為替相場はかなりの水準にまで戻した。

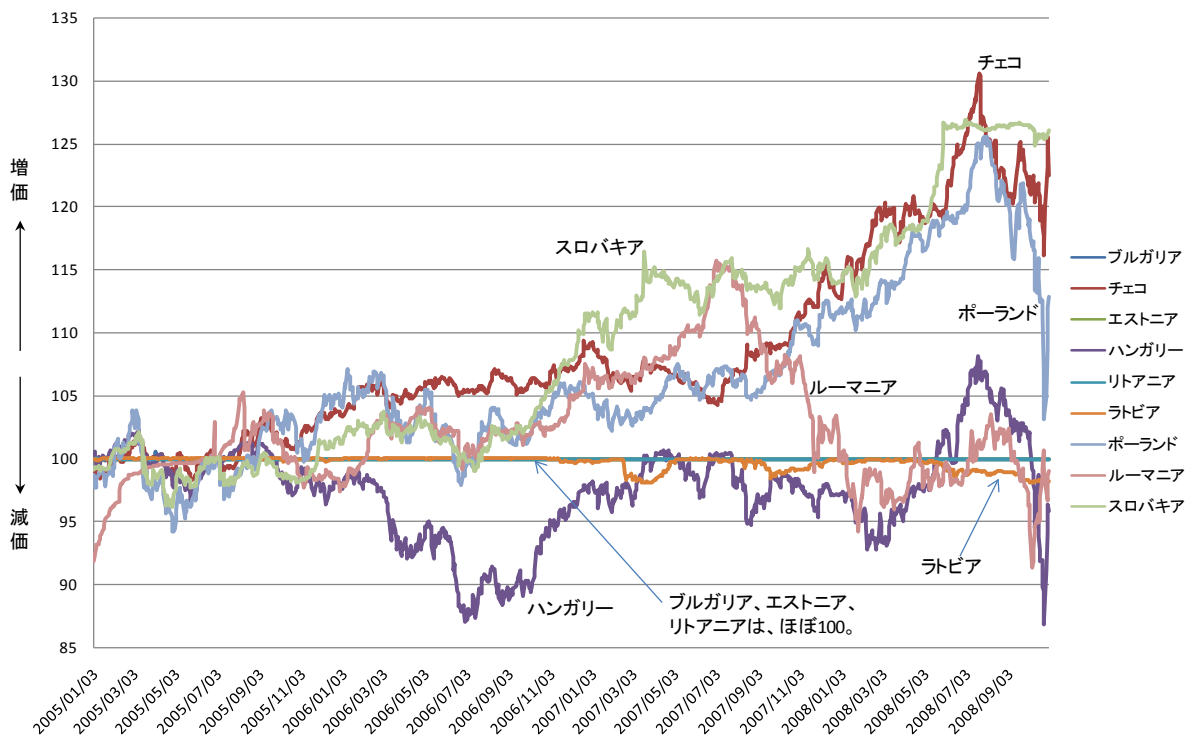
しかし、今後、これらの国々からの資金流出が発生し、加速するようなことになれば、ユーロを導入するスロバキアを除けば、ハンガリー、ルーマニア、ポーランド、チェコも、通貨が再び大きく下落するリスクが残る。

## (3) カレンシーボードでも通貨危機と無縁ではない

一方、ラトビアは対ユーロ・ペッグ制を採っているため若干の下落にとどまった。エストニア、リトアニア、ブルガリアは対ユーロでのカレンシーボード制<sup>15</sup>を採っているため、為替相場は変化していない(第1図)。しかし、もしも危機に見舞われれば、短期対外銀行借入が外貨準備を上回っていることなどを考え併せると、自国通貨の売り圧力から、カレンシーボード制の放棄、あるいは切り下げに追い込まれるリスクは低くない。

<sup>15</sup> 通貨発行が外貨準備に制約される固定相場制度。このため、通常のペッグ制よりも強固な固定相場制度である。香港の例が有名。アルゼンチンも採用していたが、政治・経済・金融の混乱で、2001年終りに事実上破綻し、翌年初に正式廃止された。

(第1図) 中東欧の対ユーロ為替相場(2005年7月1日=100)



これらの国々は、固定相場制であるので、通貨危機に陥りそうになれば、自国通貨をユーロに読み替えて、ユーロを導入すれば、通貨危機から免れることができるといった議論が良くされる。この「倒れこみ型のユーロ導入シナリオ」の妥当性を考えてみよう。

まず、通貨危機に陥りそうになった場合に、ユーロに参加できるかという点である。現在のECB、ユーロ圏各国の当局は、中東欧のユーロ導入については、参加の条件を満たす国の参加は認めるが、そうでない国は認めないという立場を採っている<sup>16</sup>。この背景には、ユーロ圏の政策・経済運営やユーロの価値を損なうような国々の参加は認めないという考え方があるので、通貨危機に陥るような国々が、危機回避を目的にユーロ導入を認められるとは考えにくい。

それでも、ユーロ導入が認められた場合、これらの国々は現行の為替相場に参加することになる。もしも、現在の為替相場を切り下げてユーロを導入すれば、為替差損に起因する金融面の混乱を招き、通貨危機回避のためにユーロを導入するという意味がなくなってしまうからである。しかし、現行の為替相場でユーロを導入することは、ユーロに対する自国通貨の為替相場の過大評価の水準で固定することを意味し、東西統合後の東ドイツの経験からも明らかな

<sup>16</sup> インフレ率、長期金利、為替相場の変動、財政赤字、政府総債務に関する基準で、マーストリヒト基準と呼ばれている。1999年初のユーロ誕生では、政治的意向で、条件を満たさずにユーロを導入した国があった。

ように、経済活動は中長期的に下押し圧力に晒され、その後の経済政策運営を困難にする<sup>17</sup>。

一方で、倒れこみ型のユーロ導入が行われた場合には、自国通貨の下落による外貨建て（ユーロ建てのシェアが高い）対外債務の負担の拡大と、それによる国内経済・金融の一層の悪化は回避できる。バルト3国とブルガリア、ルーマニアは、国内銀行貸出に占めるユーロ建てのシェアは4～8割に分布しており<sup>18</sup>、自国通貨下落による家計や企業の負担はかなり大きくなると予想されるので、それを回避する意義は大きい。しかし、自国通貨が下落しなくても、急激な資金流出によって生じる国内の信用収縮の問題は回避できない。

以上をまとめると、ユーロ導入によって自国通貨を過大な為替相場水準で固定することから生じる中長期的な経済活動の下押し圧力という経済的コストを、カレンシーボード制やペッグ制の放棄による自国通貨の下落を通じた債務負担の拡大によって生じるコストが上回れば、ユーロ導入が有利であり、逆は逆である。

しかし、このコスト比較を現実的に計算することは、かなり難しい。しかも、ユーロ導入の可否は、このコスト比較の結果に基づいて、その国だけで決めることはできない。ECB、EU、ユーロ圏の当局の意向が強く働き、金融支援を提供する関係国や国際機関の方針も影響する。

現状では、ECB、ユーロ圏各国の政策当局が、これらの国々のユーロ導入を望んでいないこと、バルト3国、ブルガリアの場合は、経済規模が小さく、必要な支援額の規模も支援国側からみれば相対的に小さいこと、などを考えあわせると、カレンシーボード制やペッグ制の放棄、あるいは通貨切り下げとEU、IMF、世銀による金融支援の組み合わせという従来型の対応の可能性が高いと思われる。もちろん、こうした政策決定には、経済合理性の他に政治的要因が強く働くことに留意しておこう。

## 5. 先進国銀行と政府・国際機関の姿勢次第で激発性の危機が回避できる可能性

### (1) 基本的構図はアジア通貨危機と類似

このように、西欧の主要国の金融危機の深刻度、北欧諸国への金融危機の波及の度合い、欧州での住宅を中心とした不動産バブル崩壊の広がりや深さ、西欧の景気後退の深刻度と西欧への依存度の強い中東欧経済への波及の度合いなどが、中東欧への通貨・金融危機の本格波及のリスクを左右する。急激な資金

<sup>17</sup> これは中東欧とユーロ圏との経済ファンダメンタルズの格差に起因する問題である。この格差が存在しないデンマーク、スウェーデン、英国がユーロを導入しても、こうした問題は発生しない。

<sup>18</sup> チェコ、ポーランドは10%を下回り、ハンガリー、スロバキアは10～20%である。データは、ECB, Review of the International Role of the Euro, July 2008による。



流出と通貨の下落による対外債務負担の増加が相互に作用し、それが経済を悪化させ、通貨・金融危機をさらに深刻にするという悪循環のリスクを孕んでいる。この点で、現在の中東欧の状態は、アジア通貨危機前夜に類似している。

## (2) リスクや損失を和らげる要因

危機が発生すれば、経済規模や外貨準備保有額に対する対外債務の規模の大きさから、当事国政府だけで対処するのは難しい。関係国や国際機関の支援が不可欠である。この面ではポジティブな要素を指摘できる。関係国やIMFなど国際金融機関の支援姿勢については、アジア通貨危機の教訓から、危機防止のための信用供与に積極的な姿勢を示しており、激発性の危機を回避できる可能性がある。

### ① 先進国銀行からの支援の可能性

第1に、西欧など先進国の銀行からの支援が期待できる点である。中東欧の金融・資本市場は、幸か不幸か既に西欧・米国資本（西欧がほとんど）の金融機関に席卷され、現地の多くの金融機関はこれらの支店、現地法人、傘下機関である。これはアジア通貨危機時とは全く異なった状況である。しかも、大手行による市場占有率はEU平均よりもはるかに高い（第9表）。したがって、中東欧に進出している西欧・米国の金融機関が、支援姿勢を明確にすれば、その効果は大きい。

これらの金融機関の経営が、資金を引き揚げることで損失を確定させるメリットと、将来の市場を失うデメリットとを比較し、後者を重視すれば、資金を引き揚げず、さらに追加支援を行うことになる。ただし、米国や西欧の金融危機がさらに深刻化することで、中東欧への支援余力が低下し、これらの銀行が資金を引き揚げる以外に選択肢がなくなるリスクも残る。

第9表 中東欧諸国の銀行市場における外資系銀行シェアと上位5行の市場占有率

(銀行の資産規模のベース、%)

年末	銀行市場における外資系銀行のシェア		銀行市場における上位5行の占有率	
	2001	2005	2005	2007
チェコ	77.1	93.4	65.5	65.7
ハンガリー	59.2	58.8	53.2	54.1
ポーランド	68.9	67.1	48.5	46.6
スロバキア	92.4	99.5	67.7	68.2
エストニア	97.9	99.2	98.1	95.7
ラトビア	45.2	58.5	67.3	67.2
リトアニア	75.6	84.1	80.6	80.9
EU27カ国合計	-	-	42.1	44.4

(資料)ECB

## ② 政府・国際機関の姿勢

第2に、各国政府やIMFなど国際機関が、タイムリーな支援をする姿勢を明確にしている。今回のグローバルな金融危機に臨み、各国政府、国際機関は、安定化のための公的介入の重要性に関する認識を共有している。多額の公的資金の投入や時価会計の見直しなどが良い例である。これは、「市場・価格メカニズムの重要性は認識しつつも、経済・金融が大きく不安定化した場合には、一時的にそれを一部犠牲にする必要がある」との考え方に基づく。この点で、公的介入の重要性に対する認識が十分でなかった1929年に始まる大恐慌とは大きく異なる。

しかも、アジア通貨危機の教訓として、IMFが支援対象国に緊縮・引締政策を求めたことで危機をさらに悪化させたことが教訓になっている。日本政府も、こうした観点からIMFなどに働きかけをしているようである。

ただし、不安材料もある。ユーロ圏では、通貨や中央銀行は統一されているものの、金融監督機関は統一されていない。10月8日に、英国が金融危機深刻化の機先を制して資本注入を含む銀行救済策を発表できたのは、ブラウン首相の手腕に負う部分もあるが、これらが双方とも1つの主権に属している点も見逃せない。

## 6. 中東欧の今後の展開はグローバルな金融危機の広がりや成長戦略を左右

経済規模でも中東欧は西欧の1割に過ぎないが、中東欧が通貨・金融危機に陥れば、今回のグローバルな金融危機の広がりにも与える影響は大きい。90年代に中央計画経済から市場経済に移行するという困難を乗り越えて、EU加盟を果たし、西欧への経済的キャッチ・アップを順調に続けるという好パフォーマンスを示してきた中東欧が、通貨・金融危機に陥った場合の、他の新興国への心理的な影響は小さくない。また、金融機関や投資家の新興国への投資姿勢に及ぼす影響もある。金融危機が新興国でも、一層の広がりをみせることは間違いない。

そして、長期的視点からは、新興国・発展途上国の成長戦略に大きく影響する。すなわち、中東欧型の外資の純流入に依存した成長戦略が、見直しを求められる。東アジアは全体として、アジア通貨危機までは、外資の純流入に依存した成長戦略を採ってきた。しかし、この危機を契機に、国内貯蓄の範囲に投資を抑え、為替相場市場への政府介入により経常収支黒字を維持し、外貨準備を増加させる戦略に切り替えた。

結果的に中東欧でも、通貨相場、国内貯蓄・投資バランス、信用の膨張の調整が今後起こるだろう。また、中東欧以外の新興国・発展途上国の政策方針も、直接投資以外の外資の純流入に依存することの問題点を意識するようになれば、

必要な投資も抑制される。そうなれば、結果的に世界経済の成長率は今後押し下げられるだろう。このように、中東欧の今後の展開いかんは、世界経済の動向に大きな影響を与えることになろう。

### (参考文献)

Aydin, Brucu (2008) , “Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries,” *IMF Working Paper* WP/08/215, September.

Bank of England (2008) , *Financial Stability Report*, October.

BIS (2008), *Annual Report*

ECB (2008), *Financial Integration in Europe*, April

The Economist (2008), “Who’s next?” October 25.

Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi (2008), “House Price Developments in Europe: A comparison,” *IMF Working Paper* WP/08/211, September.

IMF (2008), *Global Financial Stability Report*, October.

Tong, Hui and Shang-Jin Wei (2008), “Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is It a Demand or a Finance Shock?” *NBER Working Paper* 14205, July.

行天豊雄 (2008) 「試される変革の本気度」『経済教室』日本経済新聞、9月23日。

竹森俊平 (2008) 『資本主義は嫌いですか』日本経済新聞社。

<http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm> が紹介されている。

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、金融商品の売買や投資など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、宜しくお願ひ申し上げます。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、当室は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 2008 Institute for International Monetary Affairs (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, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-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：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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