

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ハンガリー経済の現状と今後のリスク要因

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
(政策・メディア博士)
松井 謙一郎

matsui@iima.or.jp

経済調査部 研究員
藤田 大輔

fujita@iima.or.jp

(要約)

1. ハンガリー経済の概況

- ▶ ハンガリー経済は、2009年はグローバル金融危機の影響で大きく後退したが、その後 IMF（国際通貨基金）の支援の下で持ち直してきた。しかしながら、ユーロの混乱が実体経済改善のための大きな不確定要因として重くのしかかっている。
- ▶ また、同国の金融部門では、外貨建て住宅ローンでの債務者の負担軽減措置がクローズアップされている。深刻化するユーロの混乱の中で欧州系銀行を中心に、貸出資産やビジネスの圧縮が加速して実体経済に悪影響が及ぶ事も懸念される。

2.IMF との関係

- グローバル金融危機の影響で2008年10月にはIMFの支援を余儀なくされたが、その後の経済は順調な回復を遂げた。2010年の議会選でポピュリズム的な性格の強い現政権が圧勝し、IMF支援の打ち切りを表明した事で2010年にIMFの支援は終わった。政府は、国民の強い支持を背景に、2011年9月頃までは外貨建住宅ローンの負担軽減策と銀行部門への負担転嫁といった強気のスタンスを取っていた。
- しかしながら、2011年11月にハンガリーへの市場の信認が大きく悪化する中で、IMFへの支援要請を余儀なくされた。市場の信認が大きく悪化する中でEUやIMFとの協調路線を基本的には維持せざるを得ないと思われる。
- 但し、2011年末の中銀法の改正の反協調的な動きやこれに対抗する形でのEUによる対抗措置（財政赤字削減が不十分である事に対する制裁）の動きも見られ、これが同国を取り巻く環境をより不透明なものにしている。

3. 対外債務構造の状況

- ハンガリーの対外債務構造では、直接投資のウェイトの高さとポートフォリオ投資のウェイトの低さの点では安定的である一方で、2000年代後半に銀行からの借入形態での負債が急速に増加した。
- 銀行借入における短期債務のウェイトは低く短期間に大量の資金が流出するリスクは少ないものの、中長期的な対外負債の動向には留意が必要である。

4.金融部門での不安定要因

- 政府は外貨建住宅ローン債務者が抱えるフォリント安に伴う為替差損の軽減を図る救済策を2011年9月に公表した。債務軽減負担を銀行部門へ転嫁するこのような政府の対応は内外の信認の大幅な低下につながっている。
- ハンガリー内にある外資系銀行は大部分が西欧系銀行で、EU内で求められている資本増強に対しては、増資が難しいために自己資本比率の達成にはリスク資産の圧縮にて対応する可能性が高い。
- 同国の外資銀行の中では、イタリア系とオーストリア系の銀行のプレゼンスが大きく、これらの銀行の金融ビジネスの動向には今後十分な留意が必要である。

ユーロを巡る混乱の影響は、中東欧諸国にも波及しつつある。特に、ハンガリーについてはユーロの混乱の実体経済への悪影響に加えて、最近顕著になっている EU や IMF との軋轢といった要因もあり、引き続き十分な留意が必要な状況にある。

(本 文)

1. ハンガリー経済の概況

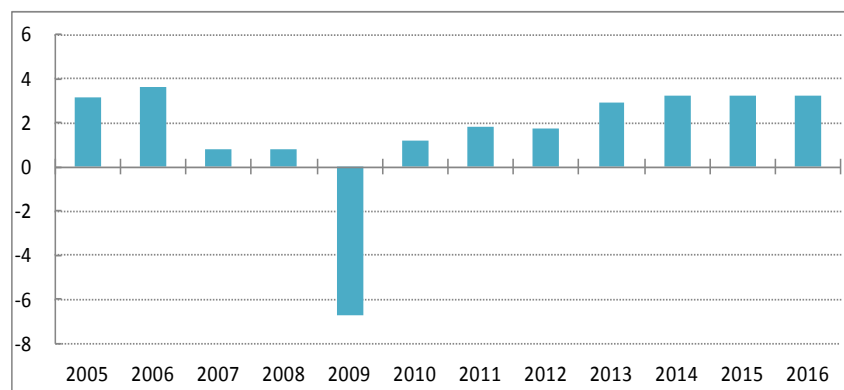
グローバル金融危機以降は IMF の支援を受けながら同国経済は持ち直してきたが、ユーロの混乱で再び不安定要因が高まっている。また、2000 年代後半に家計部門で外貨建て借入が大きく増加した事が不安定さを一層増加させる事になっている。

(1) マクロ経済の状況

ハンガリーは 1990 年の民主化において、中東欧諸国には大規模な直接投資が流入し経済の発展に貢献してきた。中東欧の中で最初に大きく資金が流入したのはハンガリーであった。ハンガリーは中東欧諸国における体制転換において、社会主義の時代から部分的に市場化や銀行システムの構築といった先駆者的役割を果たした事もあり、海外からの投資受入環境が早期に整備されたという背景があった。海外からの大量の資本を受け入れながら、輸出競争力を向上させる事で経済発展を遂げてきた。

しかしながら、2000 年代後半は低成長が続いており、2010 年代前半も 2% 程度の低成長が続く事が予想されている (図表 1)。

図表 1 GDP 成長率の推移 (単位：%)



(注) 2010 年までは実績値、2011 年以降は IMF の予測値

(出所) IMF 「World Economic Outlook Database」 から作成

2000年代後半は経常収支の大幅な赤字が続いていたが、この背景には旺盛な内需を背景とする輸入増加に加えて、進出している外資系企業の本国宛て利益配当の増加と所得収支の赤字拡大が大きな要因としてあった。2009年以降はグローバル金融危機の影響による国内経済の低迷を背景に輸入が抑制された事もあり、経常収支は大きく改善した。2010年代半ばまでには黒字幅が減少して再び経常赤字に転落する見込み（図表2）だが、経済の回復による輸入の増加が主要な要因であり、経常赤字はGDP比で見ても2%以内の水準である事から大きなリスク要因にはならないと思われる。

図表2 経常収支（対GDP比）の推移（単位：%）

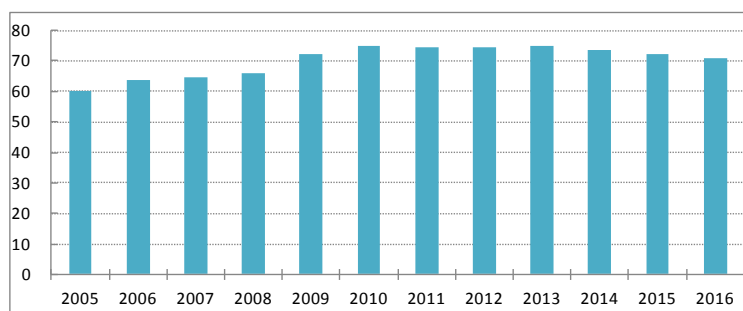


（注）2010年までは実績値、2011年以降はIMFの予測値

（出所）IMF「World Economic Outlook Database」から作成

財政については、2000年代後半から政府債務は増加傾向にあり、2009年にはグローバル金融危機対応のために財政出動を大幅に増やした事でネットの政府債務残高はGDP比で70%を超えた。今後は、VAT（付加価値税）引き上げ（2012年に25%から27%に引き上げ）などで財政規律維持を図り、2010年代前半を通じて財政状況を徐々に改善させていく見込みである（図表3）。

図表3 ネット政府債務の推移（対GDP比）（単位：%）



（注）2010年までは実績値、2011年以降はIMFの予測値

（出所）IMF「World Economic Outlook Database」から作成

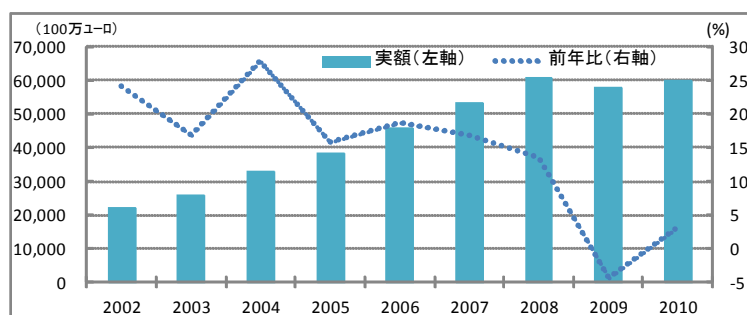
(2) 家計の外貨建て負債の問題

ハンガリーに対する信認が最近大きく悪化した背景には、家計部門における外貨建て負債問題の存在があるが、この問題の概要は以下の通りである。

1990年以降、海外から流入が続く直接投資を元にしてハンガリーは経済成長を遂げると共に、内需拡大も図ってきた。このように、国内需要が喚起され、国民の所得水準が上がるにつれて住宅ローンなどの需要も急速に拡大するようになった。

西欧諸国の銀行は、東欧諸国の今後見込まれる高い成長率や内需拡大に伴う資金需要を見込んで進出をしてきた。これらの銀行が国内資金需要増加に対応する形で貸出を大きく伸ばしてきたが、グローバル金融危機以降は残高が横這いとなっている（図表4）。

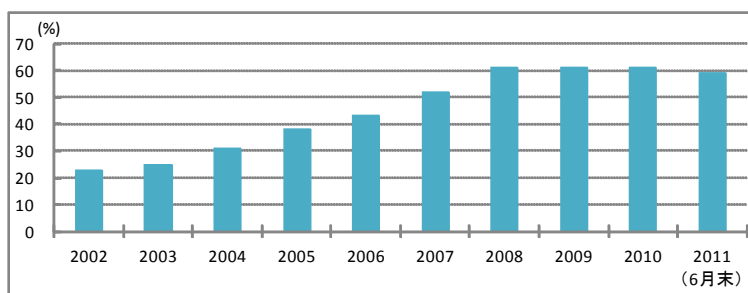
図表4 銀行貸出の推移



(出所) Raiffeisen 「CEE Banking Sector Report」

銀行ローンのうち、外貨建てローンが占める割合は近年では約6割と大きなものになっている（図表5）。国内金利が西欧先進国に比べ高くフォリント高が続く状況で、相対的に低金利でフォリント高基調の中で借入後の債務負担の軽減も期待できるユーロ・スイスフラン建ての住宅ローンを中心に、外貨建てローンの残高が増加していった。このような住宅ローンの急拡大は、国内景気の過熱、住宅等の資産価値の上昇といったバブルを増幅する事となった。

図表5 貸出における外貨建てローン比率の推移



(出所) Raiffeisen 「CEE Banking Sector Report」

外貨建ローンは、自国通貨が増価しているうちは問題ないが、今日の欧州債務危機の影響などによりハンガリー経済が影響を受けて、通貨安に転じた場合に為替差損という形で借り手の負担増加が顕在化する事になる。2009年以降フォリント安の傾向が続く事により、返済負担が重くなっている。特に、家計向けの外貨建てローンについては、2009年9月には9割以上が正常先であったが、正常先の割合は2011年9月には約75%にまで低下しており、問題が急激に深刻化している（図表6）。

外貨建て住宅ローンの残高2.8兆フォリントは、GDPの約1割（2010年のGDPは27.1兆フォリント）相当の規模で、外貨建てローンの家計負担増や不良債権の増加は、同国の内需を押し下げる大きな要因ともなってきた。このような家計の外貨建ローン問題での状況の急激な悪化が、後述するように、外貨建住宅ローン返済の負担軽減や銀行への負担転嫁の政策を政府が打ち出した背景にある。

図表6 家計向けの外貨建ローン状況（単位：100万フォリント）

	合計	正常先	占率	要注意先	占率	基準以下	占率	破綻懸念先	占率	破綻先	占率
2009年3月	2,738,578	2,546,661	93.0%	128,578	4.7%	36,132	1.3%	20,127	0.7%	7,080	0.3%
2009年9月	2,427,017	2,228,537	91.8%	111,420	4.6%	53,532	2.2%	26,838	1.1%	6,690	0.3%
2010年3月	2,490,371	2,193,947	88.1%	207,669	8.3%	47,812	1.9%	32,908	1.3%	8,035	0.3%
2010年9月	2,697,263	2,243,700	83.2%	307,839	11.4%	75,778	2.8%	57,101	2.1%	12,845	0.5%
2011年3月	2,549,311	2,031,173	79.7%	326,233	12.8%	120,034	4.7%	56,531	2.2%	15,340	0.6%
2011年9月	2,874,972	2,159,924	75.1%	465,292	16.2%	95,123	3.3%	133,263	4.6%	21,370	0.7%

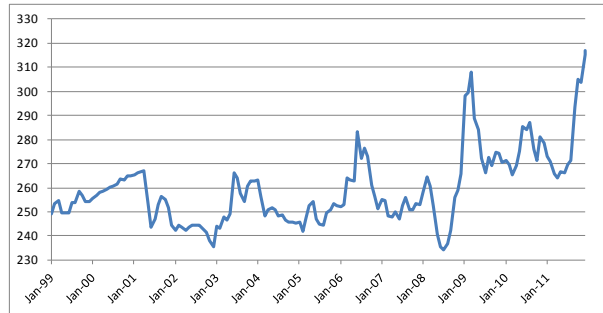
（出所）ハンガリー国立銀行

2. 市場のセンチメントの急激な悪化とIMFへの支援要請

ハンガリーが2011年11月に、IMFへの支援を要請する事となった背景には、市場での同国へのセンチメントの急激な悪化が大きな契機となっている。

同国はユーロ加盟を念頭にERM II（欧州為替相場メカニズム）に参加、事実上のユーロペッグの体制を取る事で2008年初頭まで為替は概ね安定してきた。しかしながら、その後2008年のグローバル金融危機の影響で2009年3月には1ユーロ=300フォリントを上回る最安値となるなど、大きく下落した。2011年に入ってから、1ユーロ=260フォリント半ばから270フォリント前半の範囲で安定して推移していたものの、9月以降は欧州債務危機の影響からフォリント安が進み、再び1ユーロ=300フォリント台の水準まで下がった（図表7）。

図表7 為替レートの推移 (1ユーロ当たりのフォリント)

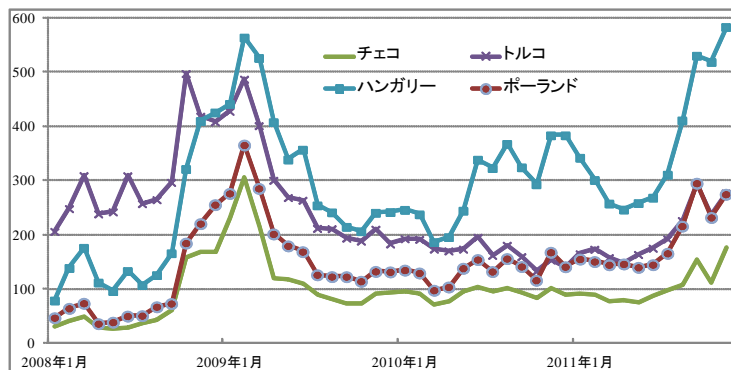


(出所) ブルームバーク

リスク指標のクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) については、2010 年以降上昇傾向にあり、特に 2011 年に入ってから、財政面での不透明感の強まりから、11 月に同国の格付けが投資不適格に引き下げされた事で、CDS スプレッドは大きく上昇した。グローバル危機の影響で 2009 年前半には 500 台の水準となったが、これを上回る水準まで上昇する事となった (図表 8)。

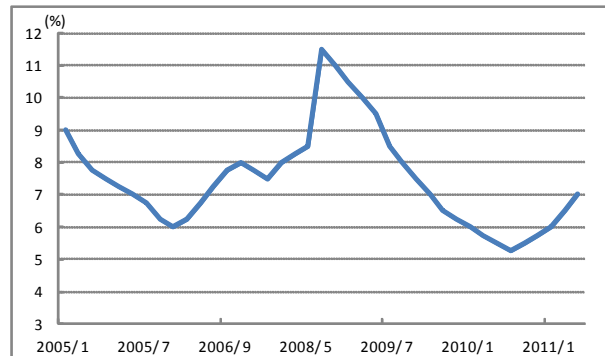
政策金利については、2008 年のグローバル金融危機の際には通貨防衛のために 3% の引き上げ (8.5%→11.5%) を余儀なくされた。2009 年以降はフォリント相場も安定的に推移した事から、ハンガリー中銀は政策金利を 2010 年 4 月まで継続的に引き下げてきた。その後、2010 年末頃からはインフレ圧力の高まりに対応するために、金融危機後初めて引締め政策に転じた。2011 年 11 月に同国の格付けが投資不適格に引き下げられたために、フォリントの為替レートが大きく下落した。その防衛策として金利引き上げが行われ、景気回復の足枷となっている (図表 9)。

図表8 東欧各国の5年CDSの推移



(出所) ブルームバーク

図表 9 政策金利の推移



(出所) ハンガリー国立銀行

同国は 2008 年秋のグローバル金融危機による影響が西欧諸国へ波及した事で、ハンガリーにある銀行の西欧諸国の親会社では資金の引き揚げ圧力が強まった。外貨準備高が急激に減少する中で 2008 年 11 月には IMF に支援を要請せざるを得なくなった。

2009 年以降に経済が持ち直した事を背景に、2010 年議会選で圧勝して成立した新政権は IMF の追加支援を不要とする中で、IMF からの支援は 2010 年末に打ち切られた。更に、同国政府は、2011 年 5 月に外貨建住宅ローンの負担軽減策と銀行部門への負担転嫁といった強気の政策を打ち出した。

しかしながら、2011 年 11 月に入ってから市場の信認が大きく悪化してフォリントが下落する中で、同国は IMF への支援要請を余儀なくされた。但し、「予防的な金融支援」を受けるのであって IMF の全面的支援・条件の受入れではないというのが同国政府の基本的なスタンスとなっている。2011 年末には、中銀への政府の影響力を強める事を趣旨として中銀法の改正が議会で可決されるといった IMF への反協調的な動きも表面化した。これに対抗する形で、EU も財政赤字を GDP の 3% 以内に抑える財政協定違反として制裁措置を課するといった動きを見せている。

市場の信認の低下が著しい中、基本的には IMF や EU との協調路線を維持せざるを得ないと見られている。しかしながら、政治面での国民の支持を背景に、IMF や EU への抵抗の動きの可能性が潜在的に残っており、同国の状況をより不透明なものにしている。

3. ハンガリーの対外負債の構造上の脆弱性

同国の対外債務構造では、直接投資のウェイトの高さとポートフォリオ投資のウェイトの低さという安定的な側面が見られる。その一方で、対外的な銀行からの借入が多く、これが今後の不安定要因となっている。

同国の対外負債の内訳は、図表 10 のとおりである。安定的な側面としては、対外債務に占める安定的な資金としての直接投資のウェイトの高さと、不安定な資金であるポ

ートフォリオ投資のウェイトの低さが挙げられる。

図表 10 対外負債と内訳の推移 (単位：百万ドル)

	2006	占率	2007	占率	2008	占率	2009	占率	2010	占率
対外負債	237,528		343,011		413,977		439,464		379,041	
うち直接投資	119,821	50.4%	195,828	57.1%	256,724	62.0%	264,628	60.2%	212,644	56.1%
うちポートフォリオ	63,019	26.5%	70,395	20.5%	59,001	14.3%	63,106	14.4%	58,175	15.3%
うちその他	54,688	23.0%	76,787	22.4%	98,252	23.7%	111,730	25.4%	108,222	28.6%
(うち銀行※)	24,733	45.2%	33,830	44.1%	47,872	48.7%	45,520	40.7%	40,451	37.4%

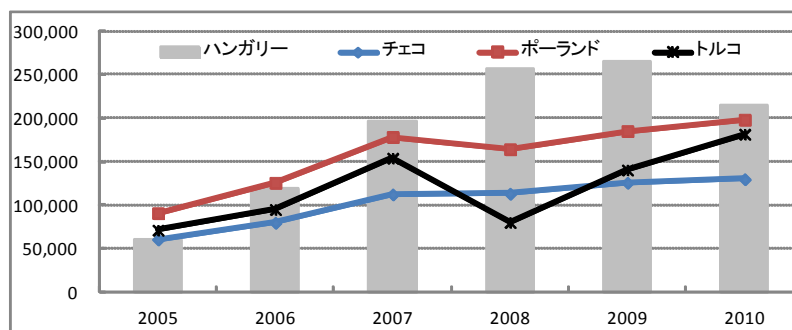
※「うち銀行」の占率は、「うち銀行/うちその他」

(出所) IMF の IFS データ

同国だけでなく、東欧諸国全般では西欧諸国から直接投資による資金が流入し、この投資資金を設備投資などに回す事で、投資の一層の拡大や輸出競争力の向上により経済発展を遂げてきた。1990年代末までに東欧革命後の民営化は一段落したが、その後も欧州の中央部に位置するという地理的優位性などから EU 地域からの投資は続き、これが同地域との貿易を誘発するという好循環をもたらした。これらの国々への直接投資は EU の経済状況に大きく左右される。ハンガリーは伸び悩んでいるものの、チェコ・ポーランドのような近隣の東欧諸国を残高では上回っている (図表 11)。

また、資金引き揚げリスクの高いポートフォリオ投資の残高は 2000 年代後半を通じては 600 億ドル程度で推移しており、大きな変動は見られない中で、対外負債でのウェイトも 20% 台から 10% 台の半ばと低下している。

図表 11 東欧諸国への対内直接投資残高 (ストックベース) (単位：百万ドル)



(出所) IMF の BOP データ

その一方で、2000 年代後半には、直接投資の流入だけでなく、銀行貸出形態での資

金流入も大きく増加してきた。これは、国内景気の過熱、インフレ上昇、住宅等の資産価値の上昇といったバブルの加速につながっている。銀行借入における短期債務のウェイトは少ないので短期面でのリスクは低い、中長期的な対外負債の動向には留意が必要である。

4. 金融部門のリスク

ユーロ圏の混乱の実体経済面での悪影響に加えて、外資系が大部分を占めるハンガリーの金融部門では、親銀行の撤退・引き揚げの加速という大きな不安定要因を抱えており、今後十分な留意が必要である。

(1) 家計の外貨建てローンにおける債務者負担軽減措置の影響

家計の外貨建てローンが、通貨安による為替差損という形で家計に大きな負担となって不良債権が急激に増加する中で、政府は、外貨建て住宅ローンの負担軽減策・銀行部門への負担転嫁に向けた政策を打ち出した。通貨変動による為替リスクは債務者が負うのが通常であるが、そのような原則に反した政策を EU に加盟しているハンガリーが打ち出した事は、国際金融界に対して少なからず衝撃を与えると共に、同国への信認を大きく低下させる事となった。

現在の政権が 2010 年の選挙の際に前政権の IMF に対する弱腰の姿勢を強く批判したり、その後も IMF の追加支援を不要とするなど、国民の支持を得るためにポピュリスト的ともいえるスタンスを取ってきた。異例ともいえる措置は、このような現政権の基本的なスタンスの延長線上に位置付ける事ができる。

政府は 2011 年 5 月に困窮する外貨建て住宅ローン債務者向けに救済策を公表し、2014 年末までの返済時為替レートを固定（1 ユーロ=250 フォリント、1 スイスフラン=180 フォリント）する事で債務負担の軽減を図った。更に 2011 年 9 月には、債務者が一括繰り上げ返済を希望する場合には、固定為替レート（同上レート）での一括返済を認める救済策（一括返済に係る費用は全額銀行負担）を公表した。

同国金融監督庁は、債務救済策が発効した 9 月末から 1 か月間に、約 3 万人から一括返済の申し出があったと発表した。現在の為替レートでみると家計側は約 2 割の負担減となる。当制度利用による銀行側負担額は最終的には 2,000~3,000 億フォリントと見積られており¹、これは外貨建てローンの元本 2.7 兆フォリントの約 1 割、銀行部門全体の税前利益にほぼ相当（2009 年は、約 2,900 億フォリント）する水準²となっている。この措置によって銀行部門全体で自己資本比率が約 1.5%低下すると見込まれており³、銀行部門にも大きな影響を及ぼしている。

¹ Jetro のサイトの 2011 年 11 月 22 日「政府、IMF と EU に金融支援を要請」（ハンガリー発）

² 森川(2011)は、2010 年は一時的な減益要因が大きかったので 2009 年の数字を使用、これに合わせた

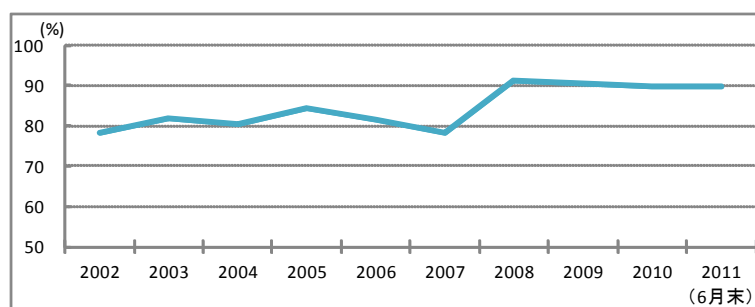
³ Fitch Rating のレポート

(2) 欧州系を中心とする外資銀行の資産圧縮・ビジネス縮小の可能性

ハンガリーでは市場経済化を進める中で、国営銀行の民営化を実行してきた。民営化の目的としては、ハンガリー銀行システムの強化、国内銀行の EU 銀行システムへの統合、経営ノウハウと資本金の獲得等が挙げられるが、こうした過程で西欧銀行との結びつきが強くなった。民営化においては、地理的に近い国々からの参入が多く、オーストリア、イタリア、ドイツなどに親会社をもつ銀行のシェアが高くなった。

ハンガリー国内で、外資銀行が占める銀行資産の割合は、2002 年以降約 8 割程度となっていたが、グローバル金融危機後は約 9 割程度にまで達している（図表 12）。このように国内銀行よりも外資銀行が占めるシェアが高くなると、親銀行が所在する国の経済環境の影響に晒されやすくなる。

図表 12 外資系銀行シェアの推移



(出所) Raiffeisen Research

外資系銀行の親会社は、総資産は 100 億ユーロを超える規模の銀行で、Tier-1（中核的な自己資本）比率は軒並み 9%を超えている（図表 13）。一応財務基盤は強いとはいえるが、ユーロの混乱でこの規模の銀行を取り巻く環境も不透明になっている。

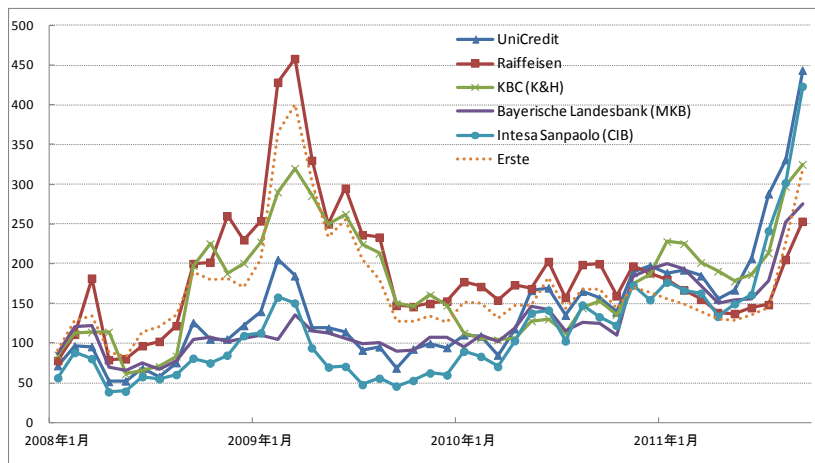
EU は大手銀行に対し 2013 年から導入予定のバーゼルⅢの資本規制（新自己資本比率規制）に加え、2012 年 6 月までにコア Tier-1（狭義の中核的な自己資本）比率を 9%まで高めるよう求めている。大手銀行では増資が進まなければハンガリーでの資産圧縮・ビジネス縮小を加速させる可能性がある。このような状況を反映して親会社の CDS は、ハンガリー国債の CDS と似たような動きを示している。特にイタリアの銀行である UniCredit と Intesa Sanpaolo については、2011 年以降は高い水準で推移している（図表 14）。

図表 13 外資系銀行の親会社の状況

Weighted by market share		Intesa Sanpaolo (CIB) イタリア系	UniCredit イタリア系	Bayerische Landesbank (MKB) ドイツ系	KBC (K&H) ベルギー系	Erste オーストリア系	Raiffeisen オーストリア系
総資産(億ユーロ)		408	1,105	-	673	836	762
国数		10	16	-	7	7	17
支店数		1,542	2,903	-	1,315	2,160	2,948
Tier-1 rate		9.4	9.5	11.2	12.4	10.2	9.7
Tier-1 rate(EBA stress-test scenario)		8.9	6.7	7.1	10.0	8.1	7.8
as a percentage of total assets	Interbank funding	12.0	8.0	26.3	16.7	9.8	25.7
	Debt securities on liabilities side	18.8	30.6	27.2	10.6	17.5	15.0
	Private sector exposure to euro area periphery	65.0	41.1	4.7	33.9	2.2	4.6
	Private sector exposure to CEE region	3.9	NA	0.8	24.8	41.0	60.0
as a percentage of tier-1	Sovereign debt exposure to euro area periphery	226.3	140.4	33.6	46.2	11.7	6.0
	Sovereign debt exposure to CEE region	5.0	25.1	17.7	137.3	124.1	85.6

(出所) ハンガリー国立銀行、Raiffeisen Research

図表 14 外資系銀行の親会社における CDS の推移



(出所) ハンガリー国立銀行

おわりに

ハンガリーは、2011年9月頃までは政府が外貨建住宅ローンの負担軽減策と銀行部門への負担転嫁といった政策を打ち出したり、IMFからの支援は不要としていた。このようなスタンスの背景には、グローバル金融危機後の短期間でのIMF支援からの脱却や選挙における政権政党への高い支持があった。

しかしながら、市場の信認が大きく悪化する中でこれまでのような強気の姿勢を維持する事は出来なくなって、2011年11月にはIMFへの支援要請を余儀なくされた。但し、

同国は「予防的な金融支援」の受入れであり、IMFの全面的な支援受入れではないというスタンスを取っている。このような状況を背景に、2011年末には、中銀への政府の影響力を強める中銀法の改正といった反協調的な動きが表面化した。これに対して、EUも財政協定違反に基づく制裁措置を課するといった動きで対抗するなどIMF・EUとの軋轢が生じている。

市場の同国へのセンチメントが急激に悪化する中で、同国はIMFやEUとの協調路線を基本的には維持せざるを得ないと考えられる。政府もIMF・EUと正面から対立せずに妥協点を探っていく柔軟な姿勢を示しており、市場の信認は落ち着きを取り戻しつつある。但し、同国ではIMF・EUへの潜在的な反発感情を背景に反協調的な動きが再び強まる可能性もあり、金融部門でも外貨建住宅ローンの負担軽減の問題や親銀行の動向には引き続き留意が必要である。

以上

(参考文献)

在ハンガリー日本大使館のサイト

JETRO (ジェトロ) のサイト

森川央「外貨建て住宅ローンに苦しむハンガリー」、国際通貨研究所 News Letter No.22、2011年10月13日

Fitch Rating, “Hungarian mortgage rule puts pressure on local banks”. Sep 28,2011

IMFの各種データ

National Bank of Hungary のサイト

Raiffeisen Research, “CEE Banking Sector Report”

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、すべて御客様御自身でご判断下さいませよう、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います。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 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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 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

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